

高弹性，空调行情受益者

■ **事件：**海信科龙公布 2017 半年报，2017Q2 实现收入 99.0 亿元，YoY+34.5%，归母净利润 4.2 亿元，YoY+0.7%。公司受益家用空调上半年的热销行情，2017H1 空调收入 YoY+57%；海信日立的中央空调业务也超预期。但由于原材料涨价成本压力未能有效转移，家电业务尤其是冰箱的毛利率下滑。公司 2017Q2 整体业绩略低于市场预期，值得注意的是，日立中央空调仍保持较好增长态势。

■ **空调收入增长超预期：**根据半年报，公司上半年空调收入 85.2 亿元，YoY+57.4%。根据产业在线数据，1-6 月我国空调行业内销 4342 万台，YoY+66%；出口量 3596 万台，YoY+13%，Q2 单季内/外销量 YoY+68%/+13%。公司作为家用空调二线品牌，体现了低基数基础上的高弹性优势，同时公司推进渠道下沉，重点拓展三四级市场，三四级市场销售收入同比大幅增长。根据产业在线数据，Q2 公司海信品牌空调内销量 YoY+84%，增速比 Q1 提高 34pct；科龙品牌空调内销 YoY+50%，增速比 Q1 提高 15pct；Q2 科龙空调出口量 YoY+107%，增速比 Q1 提高 71pct。上半年公司空调业务毛利率同比下滑 2.6pct，下滑幅度低于冰洗业务，若排除汇率变动因素，我们认为公司空调业务通过涨价转移原材料成本压力是相对有效的。

■ **日立中央空调延续高增长态势：**根据半年报，Q2 公司投资收益 2.1 亿元，YoY+163%，而投资收益主要来自合营公司海信日立。根据公告，海信日立 2017H1 实现收入 44.2 亿元，YoY+57%；净利润 7.1 亿元，YoY+52%。按照上半年计入海信科龙的投资收益 3.3 亿元计算，上半年日立为公司贡献投资收益的 90%、归母净利润的 49%。海信日立传统强势产品是商用中央空调项目，与 TOP50 的开发商大多有合作关系，上半年接单、回款实现巨大突破。受益房地产市场尤其是商用地产的景气度提升，我们预计短期日立商用中央空调领域仍将保持较高增长。与此同时，日立也开始进入家用中央空调项目，家用中央空调市场尚处于起步阶段，行业呈快速发展趋势，日立有望因此打破收入增长的瓶颈。

■ **冰箱盈利能力短期或继续承压：**公司业绩增速低于收入的主要原因在于毛利率同比下滑 6pct，除了汇率因素，整体盈利能力下降主要因为冰箱业务。根据公告，公司 2017H1 冰洗业务（主要是冰箱）毛利率同比下滑 6.4pct，冰洗收入 YoY+10.4%。根据产业在线数据，上半年冰箱行业整体销量 YoY+1%，其中内销量 YoY-7.7%，出口量 YoY+17%；公司冰箱总销量 YoY-0%，内销量 YoY-7%，出口量+11.5%，基本与行业相当。由于冰箱市场需求相对疲软，通过涨价转移成本压力难以在短期实现，因此我们预计冰箱盈利能力或继续承压，需要更多通过产品结构升级增加附加值来进行消化。

■ **投资建议：**暂不考虑宝弘物业的出售（若成功可获取约 6.4 亿元一次性收益），那么我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.95/1.17/1.42 元；给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 17.15 元，相当于 2017 年 18 倍 PE。

■ **风险提示：**房地产下行，原材料涨价，汇率短期波动。

| 100,000,000 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 234.7 | 267.3 | 332.7 | 385.7 | 445.5 |
| 净利润 | 5.8 | 10.9 | 13.0 | 15.9 | 19.3 |
| 每股收益(元) | 0.43 | 0.80 | 0.95 | 1.17 | 1.42 |
| 每股净资产(元) | 2.97 | 3.57 | 4.18 | 4.94 | 5.86 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 34.1 | 18.2 | 15.2 | 12.5 | 10.3 |
| 市净率(倍) | 4.9 | 4.1 | 3.5 | 2.9 | 2.5 |
| 净利润率 | 2.5% | 4.1% | 3.9% | 4.1% | 4.3% |
| 净资产收益率 | 14.4% | 22.3% | 22.8% | 23.6% | 24.2% |
| 股息收益率 | 1.0% | 2.1% | 2.3% | 2.8% | 3.4% |
| ROIC | 6.7% | 24.9% | 39.1% | 51.5% | 52.7% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**

维持评级

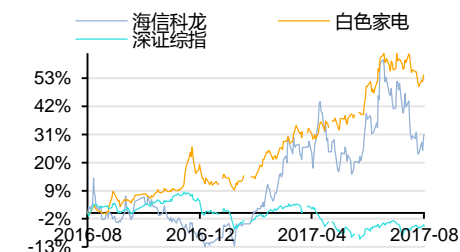
6 个月目标价：**17.15 元**

股价 (2017-08-10) **14.52 元**

交易数据

| | |
|------------|--------------|
| 总市值 (百万元) | 19,786.77 |
| 流通市值 (百万元) | 13,097.55 |
| 总股本 (百万股) | 1,362.73 |
| 流通股本 (百万股) | 902.04 |
| 12 个月价格区间 | 9.80/18.08 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | -11.25 | 9.11 | 33.05 |
| 绝对收益 | -13.62 | 10.46 | 27.5 |

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070005
zhanglc@essence.com.cn

相关报告

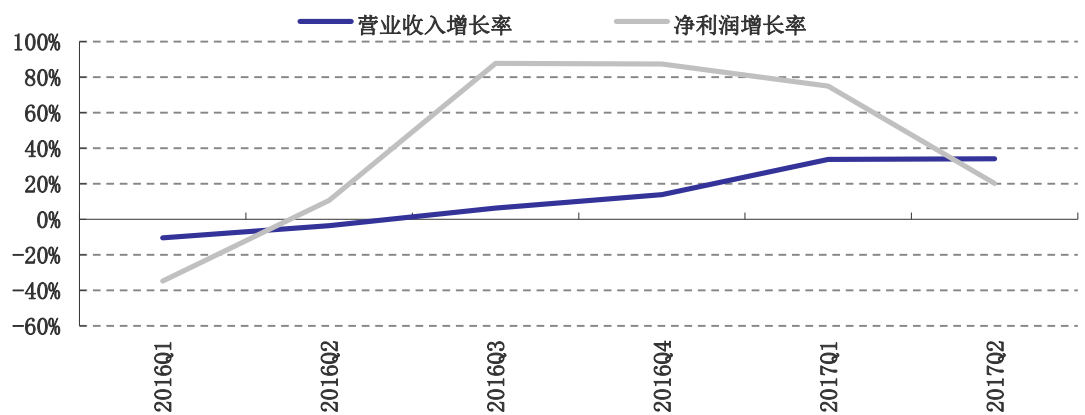
海信科龙：业绩改善，家用商用空调俱发力/张立聪 2017-08-09

表 1：财务指标分析

| % | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 YoY | -10 | 2 | 30 | 48 | 34 | 35 |
| 归母净利 YoY | -35 | 47 | 761 | 86 | 75 | 1 |
| 扣非归母净利 YoY | 52 | 94 | -543 | 2,198 | 78 | -6 |
| 销售毛利率 | 23 | 24 | 24 | 22 | 19 | 18 |
| 销售费用率 | 16 | 17 | 19 | 18 | 13 | 13 |
| 毛利率-销售费用率 | 7 | 7 | 6 | 4 | 6 | 5 |
| 销售净利率 | 3 | 6 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| ROE | 4 | 10 | 7 | 5 | 5 | 8 |
| 扣非后 ROE | 3 | 9 | 6 | 4 | 5 | 7 |
| ROA | 1 | 3 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 销售商品提供劳务收到的现金/收入 | 63 | 74 | 82 | 99 | 71 | 67 |
| 经营活动现金净流量/收入 | -5 | 19 | 18 | 8 | -4 | 9 |
| 经营活动现金净流量/经营净收益 | -208 | 457 | 1,022 | 0 | -160 | 530 |
| 经营现金流净额占比 | 1,199 | 124 | 601 | -35 | 158 | 134 |
| 投资现金流净额占比 | -503 | -23 | -345 | 20 | -631 | -37 |
| 筹资现金流净额占比 | -596 | -2 | -157 | 114 | 574 | 3 |

资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 1：收入与净利润增长率



资料来源：wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 100,000,000 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 100,000,000 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 234.7 | 267.3 | 332.7 | 385.7 | 445.5 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 184.4 | 204.9 | 255.9 | 295.6 | 339.6 | 营业收入增长率 | -11.5% | 13.9% | 24.5% | 15.9% | 15.5% |
| 营业税费 | 1.0 | 2.2 | 1.8 | 2.3 | 2.9 | 营业利润增长率 | -51.9% | 239.3% | 23.7% | 23.4% | 26.0% |
| 销售费用 | 43.1 | 46.4 | 57.6 | 66.9 | 77.5 | 净利润增长率 | -13.7% | 87.4% | 19.5% | 22.2% | 21.4% |
| 管理费用 | 9.1 | 9.5 | 11.8 | 13.5 | 15.5 | EBITDA 增长率 | -26.3% | 98.3% | 9.4% | 21.6% | 21.9% |
| 财务费用 | -0.7 | -0.9 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | EBIT 增长率 | -62.6% | 303.7% | 32.3% | 24.7% | 25.4% |
| 资产减值损失 | 0.0 | -0.0 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | -64.6% | 315.7% | 31.1% | 24.7% | 25.4% |
| 加:公允价值变动收益 | -0.0 | 0.2 | 0.1 | -0.0 | -0.0 | 投资资本增长率 | 11.6% | -16.5% | -5.4% | 22.5% | -38.7% |
| 投资和汇兑收益 | 5.3 | 5.2 | 7.3 | 8.8 | 10.4 | 净资产增长率 | 13.5% | 19.0% | 16.8% | 17.8% | 18.4% |
| 营业利润 | 3.1 | 10.7 | 13.2 | 16.3 | 20.5 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 3.1 | 2.1 | 2.1 | 2.4 | 2.2 | 毛利率 | 21.4% | 23.4% | 23.1% | 23.4% | 23.8% |
| 利润总额 | 6.2 | 12.7 | 15.3 | 18.7 | 22.7 | 营业利润率 | 1.3% | 4.0% | 4.0% | 4.2% | 4.6% |
| 减:所得税 | 0.8 | 1.3 | 1.7 | 2.1 | 2.5 | 净利润率 | 2.5% | 4.1% | 3.9% | 4.1% | 4.3% |
| 净利润 | 5.8 | 10.9 | 13.0 | 15.9 | 19.3 | EBITDA/营业收入 | 3.6% | 6.3% | 5.5% | 5.8% | 6.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 1.0% | 3.7% | 3.9% | 4.2% | 4.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 固定资产周转天数 | 50 | 47 | 38 | 33 | 28 |
| 货币资金 | 10.1 | 22.3 | 32.7 | 46.3 | 64.2 | 流动营业资本周转天数 | -24 | -29 | -29 | -23 | -23 |
| 交易性金融资产 | - | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 流动资产周转天数 | 127 | 145 | 152 | 159 | 164 |
| 应收账款 | 23.2 | 29.7 | 34.4 | 42.1 | 45.4 | 应收帐款周转天数 | 37 | 36 | 35 | 36 | 35 |
| 应收票据 | 22.9 | 32.8 | 37.4 | 45.1 | 49.0 | 存货周转天数 | 40 | 33 | 32 | 35 | 33 |
| 预付帐款 | 1.7 | 1.7 | 5.4 | 4.5 | 4.9 | 总资产周转天数 | 211 | 225 | 218 | 215 | 213 |
| 存货 | 22.7 | 26.6 | 33.1 | 41.3 | 40.9 | 投资资本周转天数 | 51 | 44 | 31 | 29 | 22 |
| 其他流动资产 | 4.7 | 16.8 | 8.1 | 9.9 | 11.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROE | 14.4% | 22.3% | 22.8% | 23.6% | 24.2% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 3.8% | 6.0% | 6.4% | 6.7% | 7.3% |
| 长期股权投资 | 13.2 | 16.3 | 16.3 | 16.3 | 16.3 | ROIC | 6.7% | 24.9% | 39.1% | 51.5% | 52.7% |
| 投资性房地产 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 35.3 | 34.8 | 34.9 | 35.2 | 34.8 | 销售费用率 | 18.4% | 17.4% | 17.3% | 17.4% | 17.4% |
| 在建工程 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.9 | 管理费用率 | 3.9% | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| 无形资产 | 6.9 | 7.4 | 7.0 | 6.7 | 6.4 | 财务费用率 | -0.3% | -0.3% | -0.1% | 0.0% | -0.1% |
| 其他非流动资产 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 三费/营业收入 | 21.9% | 20.6% | 20.8% | 20.8% | 20.8% |
| 资产总额 | 142.9 | 190.6 | 211.7 | 249.8 | 276.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 2.2 | - | - | 8.7 | - | 资产负债率 | 68.7% | 72.1% | 70.6% | 70.7% | 68.7% |
| 应付帐款 | 43.6 | 60.3 | 70.0 | 81.2 | 91.7 | 负债权益比 | 219.5% | 257.9% | 240.6% | 241.2% | 219.4% |
| 应付票据 | 29.3 | 52.3 | 51.5 | 58.5 | 66.0 | 流动比率 | 0.90 | 0.97 | 1.04 | 1.09 | 1.16 |
| 其他流动负债 | 19.3 | 21.0 | 24.0 | 24.3 | 28.6 | 速动比率 | 0.66 | 0.77 | 0.81 | 0.86 | 0.94 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -3.39 | -11.39 | -59.79 | -157.59 | -89.39 |
| 其他非流动负债 | 3.7 | 3.7 | 4.0 | 3.8 | 3.8 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 98.2 | 137.3 | 149.5 | 176.6 | 190.1 | DPS(元) | 0.15 | 0.30 | 0.33 | 0.41 | 0.50 |
| 少数股东权益 | 4.3 | 4.6 | 5.2 | 5.9 | 6.8 | 分红比率 | 35.2% | 37.6% | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 股本 | 13.6 | 13.6 | 13.6 | 13.6 | 13.6 | 股息收益率 | 1.0% | 2.1% | 2.3% | 2.8% | 3.4% |
| 留存收益 | 26.7 | 34.9 | 43.4 | 53.7 | 66.2 | | | | | | |
| 股东权益 | 44.7 | 53.2 | 62.2 | 73.2 | 86.7 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | EPS(元) | 0.43 | 0.80 | 0.95 | 1.17 | 1.42 |
| 净利润 | 5.4 | 11.4 | 13.0 | 15.9 | 19.3 | BVPS(元) | 2.97 | 3.57 | 4.18 | 4.94 | 5.86 |
| 加:折旧和摊销 | 6.1 | 7.0 | 5.4 | 6.1 | 6.9 | PE(X) | 34.1 | 18.2 | 15.2 | 12.5 | 10.3 |
| 资产减值准备 | 0.0 | -0.0 | - | - | - | PB(X) | 4.9 | 4.1 | 3.5 | 2.9 | 2.5 |
| 公允价值变动损失 | 0.0 | -0.2 | 0.1 | -0.0 | -0.0 | P/FCF | 108.6 | 13.7 | 13.6 | 10.8 | 8.3 |
| 财务费用 | 0.1 | 0.1 | -0.2 | -0.1 | -0.2 | P/S | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.4 |
| 投资损失 | -5.3 | -5.2 | -7.4 | -8.8 | -10.4 | EV/EBITDA | 14.8 | 7.2 | 9.2 | 7.4 | 5.1 |
| 少数股东损益 | -0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | CAGR(%) | 45.1% | 20.9% | 24.1% | 45.1% | 20.9% |
| 营运资金的变动 | -3.4 | 4.8 | 1.3 | -6.0 | 13.3 | PEG | 0.8 | 0.9 | 0.6 | 0.3 | 0.5 |
| 经营活动产生现金流量 | 4.8 | 29.3 | 12.8 | 7.9 | 29.8 | ROIC/WACC | | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -3.1 | -12.0 | 2.2 | 2.4 | 3.4 | REP | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -0.3 | -19.5 | -4.5 | 3.3 | -15.3 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张立聪声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034