

2017年08月12日

# 海信科龙 (000921.SZ)

## 公司快报

### 行业高增速开始见顶回落，公司经营尚且稳定

#### 投资要点

◆ **公司稳定增长，半年报业绩符合预期**：2017年8月10日公司发布半年报，公司上半年实现营业收入 176.06 亿元，同比增长 34.16%，实现主营业务收入 159.89 亿元，同比增长 31.48%，实现归属于母公司股东的净利润 6.72 亿元，同比增长 20.17%，其中扣除非经常性损益后的净利润为 6.05 亿元，同比增长 16.44%；每股收益为 0.49 元。

◆ **运营效率提高不敌原材料成本大增导致营业利润增速下降**：公司一季度和二季度的营业收入分别为 77.09 亿元和 98.97 亿元，同比从 33.71% 上升到 34.52%。公司累计内销业务收入 99.57 亿元，同比增长 32.18%；外销业务收入 60.32 亿元，同比增长 30.34%。在规模稳步提升的同时公司注重经营效率的提高，报告期三大期间费用率除了财务费用率上涨了 0.28pct 以外，销售费用率和管理费用率分别下降了 3.68pct 和 0.60pct，达到 12.88% 和 2.89%。

原材料方面，截止 8 月 4 日，钢材价格同比上涨 43.31%，塑料如聚乙烯价格同比上涨 6.53%，铝价格上涨 15.77%，铜价格上涨 32.88%，原材料价格高位运行，导致公司成本上升，对公司盈利能力产生一定的不利影响。另外，受人民币升值影响公司汇兑损失 5460 万元。原材料和汇兑损失共同导致公司毛利率和营业利润持续承压，公司 Q2 毛利润同比增速由 Q1 的 10.66% 下降到 2.18%，毛利率从 Q1 的 19.10% 下降到 Q2 的 18.05%。

◆ **空调业务表现超预期**：受到三四线市场转暖、持续高温天气以及去年库存消化为补库存提供空间等利好因素提振，2017 年上半年空调市场表现抢眼。根据半年报披露，中怡康推总数据汇总，截至 2017 年 6 月，空调市场累计零售量同比增长 26.3%，累计零售额同比增长 31.9%。公司空调业务为公司的核心业务，收入占主营业务收入的 53.32%，报告期内，公司空调业务增速远高于行业平均水平，收入大幅增长 57.38%，市场销量排名较去年的第六上升一位，目前排名前五。

◆ **行业不振，冰洗业务承压**：根据半年报披露，中怡康推总数据汇总，截至 2017 年 6 月，冰箱行业累计零售量同比增长 1.7%，累计零售额同比增长 4.8%，远低于空调市场的增速。2017 年上半年，冰洗业务作为公司第二大核心业务（收入占主营业务收入 41.71%），销量市场占有率仅次于海尔，收入同比增长 10.38%，其中出口表现较好。上半年冰冷产品出口量同比增长 17.1%，出口额同比增长 18.1%。不过，受到冰箱市场表现低迷、原材料持续上涨的压力，公司冰洗业务毛利率下滑 6.38% 至 19.41%。

◆ **参股公司海信日立表现抢眼**：上半年公司投资净收益 3.66 亿元，同比大幅增长 92.24%，占利润总额的比重从 2016 年中报的 27.35% 上升到 44.48%。公司的投资收益 90% 来自于参股子公司海信日立（持股 49%），其已成为公司经营的中流砥柱。报告期内，海信日立签单、回款实现巨大突破，实现营业收入 44.18 亿元，同比增长 56.92%，净利润 7.11 亿元，同比增长 51.98%，经营效益表现亮眼。未来受益于家用中央空调渗透率的逐步提升和市场的兴起，海信日立有望进一步提高

家电 | 白色家电 III

投资评级 **增持-A(首次)**  
 6 个月目标价 15.15 元  
 股价(2017-08-11) 13.25 元

#### 交易数据

总市值 (百万元) 18,056.11  
 流通市值 (百万元) 11,951.96  
 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 9.24/18.40 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-18.63	-2.05	36.81
绝对收益	-21.22	-0.76	31.25

#### 分析师

王刚  
 SAC 执业证书编号：S0910515070001  
 wanggang@huajinsec.cn  
 021-20377098

#### 报告联系人

王洁婷  
 wangjieting@huajinsec.cn  
 021-20377166

#### 相关报告

规模与盈利能力，有助于公司整体业绩的提高。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2017 年至 2018 年每股收益分别为 1.01 和 1.22 元。净资产收益率分别为 23.4%和 23.7%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 15.15 元，相当于 2017 年 15 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**

1、下半年营收可能受房地产影响较大：公司营业收入滞后房地产销售。去年 3 月份商品房销量同比的高点对应的是公司今年二季度营收同比的高点，我们预计公司随后的营收可能会随房地产销量同比下滑而继续回落。

2、汇率波动风险。

3、原材料价格继续上涨。

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	23,471.6	26,730.2	31,234.0	34,858.9	39,326.4
同比增长(%)	-11.5%	13.9%	16.8%	11.6%	12.8%
营业利润(百万元)	314.0	1,065.3	1,436.5	1,640.8	2,316.6
同比增长(%)	-51.9%	239.3%	34.9%	14.2%	41.2%
净利润(百万元)	580.3	1,087.7	1,379.9	1,666.2	2,184.5
同比增长(%)	-13.7%	87.4%	26.9%	20.8%	31.1%
每股收益(元)	0.43	0.80	1.01	1.22	1.60
PE	34.1	18.2	14.3	11.9	9.1
PB	4.9	4.1	3.4	2.8	2.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	23,471.6	26,730.2	31,234.0	34,858.9	39,326.4	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	18,440.7	20,486.7	25,475.3	28,410.0	32,051.0	营业收入增长率	-11.5%	13.9%	16.8%	11.6%	12.8%
营业税费	97.2	222.8	168.5	207.6	258.0	营业利润增长率	-51.9%	239.3%	34.9%	14.2%	41.2%
销售费用	4,308.9	4,640.7	3,966.7	4,287.6	4,325.9	净利润增长率	-13.7%	87.4%	26.9%	20.8%	31.1%
管理费用	905.2	946.7	809.0	871.5	943.8	EBITDA 增长率	-26.3%	98.3%	27.6%	9.6%	28.8%
财务费用	-71.4	-86.0	-	-	-	EBIT 增长率	-62.6%	303.7%	46.7%	14.2%	41.2%
资产减值损失	4.7	-4.4	19.6	6.6	7.3	NOPLAT 增长率	-64.6%	315.7%	49.1%	12.8%	40.4%
加:公允价值变动收益	-2.5	19.5	-0.7	0.5	-0.1	投资资本增长率	11.6%	-16.5%	43.7%	-103.0	-1765.9
投资和汇兑收益	530.2	522.1	642.2	564.8	576.4	净资产增长率	13.5%	19.0%	19.7%	17.6%	20.6%
<b>营业利润</b>	314.0	1,065.3	1,436.5	1,640.8	2,316.6	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	309.7	205.1	92.5	202.4	166.7	毛利率	21.4%	23.4%	18.4%	18.5%	18.5%
<b>利润总额</b>	623.7	1,270.3	1,529.0	1,843.3	2,483.3	营业利润率	1.3%	4.0%	4.6%	4.7%	5.9%
减:所得税	79.4	128.7	132.5	181.0	256.7	净利润率	2.5%	4.1%	4.4%	4.8%	5.6%
<b>净利润</b>	580.3	1,087.7	1,379.9	1,666.2	2,184.5	EBITDA/营业收入	3.6%	6.3%	6.8%	6.7%	7.7%
						EBIT/营业收入	1.0%	3.7%	4.6%	4.7%	5.9%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	68.7%	72.1%	64.4%	69.9%	62.1%
货币资金	1,014.4	2,227.4	2,498.7	7,483.4	6,796.9	负债权益比	219.5%	257.9%	181.0%	231.8%	163.6%
交易性金融资产	-	9.7	3.3	4.3	5.8	流动比率	0.90	0.97	1.14	1.19	1.38
应收帐款	2,320.6	2,970.5	3,050.3	3,864.8	3,857.4	速动比率	0.66	0.77	0.78	0.99	1.05
应收票据	2,289.7	3,281.5	1,581.1	4,274.2	2,700.6	利息保障倍数	-3.39	-11.39			
预付帐款	169.8	174.0	623.8	174.8	639.5	<b>营运能力</b>					
存货	2,270.1	2,660.0	3,982.9	3,428.7	4,715.4	固定资产周转天数	50	47	36	26	17
其他流动资产	467.9	1,678.8	811.2	986.0	1,158.6	流动营业资本周转天数	-24	-29	-18	-25	-26
可供出售金融资产	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9	流动资产周转天数	127	145	147	169	183
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	37	36	35	36	35
长期股权投资	1,323.3	1,627.4	1,627.4	1,627.4	1,627.4	存货周转天数	40	33	38	38	37
投资性房地产	29.0	26.5	26.5	26.5	26.5	总资产周转天数	211	225	213	221	223
固定资产	3,529.8	3,481.7	2,811.7	2,141.6	1,471.6	投资资本周转天数	51	44	41	21	9
在建工程	64.8	72.9	72.9	72.9	72.9	<b>费用率</b>					
无形资产	694.4	737.3	704.5	671.6	638.7	销售费用率	18.4%	17.4%	12.7%	12.3%	11.0%
其他非流动资产	115.2	103.3	104.0	102.0	101.1	管理费用率	3.9%	3.5%	2.6%	2.5%	2.4%
<b>资产总额</b>	14,292.8	19,055.1	17,902.2	24,862.1	23,816.3	财务费用率	-0.3%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	223.5	-	429.3	-	-	三费/营业收入	21.9%	20.6%	15.3%	14.8%	13.4%
应付帐款	4,362.0	6,029.0	6,936.4	7,597.7	8,724.1	<b>投资回报率</b>					
应付票据	2,931.2	5,227.9	1,400.3	7,125.2	3,115.4	ROE	14.4%	22.3%	23.4%	23.7%	25.6%
其他流动负债	1,929.2	2,104.7	2,282.6	2,263.3	2,557.5	ROA	3.8%	6.0%	7.8%	6.7%	9.3%
长期借款	-	-	80.1	-	-	ROIC	6.7%	24.9%	44.4%	34.9%	-1647.4
其他非流动负债	373.1	370.0	402.6	381.9	384.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	9,819.0	13,731.6	11,531.3	17,368.1	14,781.8	DPS(元)	0.15	0.30	0.25	0.40	0.50
少数股东权益	429.8	456.0	472.7	468.7	510.8	分红比率	35.2%	37.6%	24.3%	32.4%	31.4%
股本	1,362.7	1,362.7	1,362.7	1,362.7	1,362.7	股息收益率	1.0%	2.1%	1.7%	2.7%	3.5%
留存收益	2,669.8	3,490.5	4,535.5	5,662.5	7,161.0						
<b>股东权益</b>	4,473.8	5,323.5	6,370.9	7,494.0	9,034.6						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.43	0.80	1.01	1.22	1.60
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	2.97	3.57	4.33	5.16	6.25
净利润	544.3	1,141.6	1,379.9	1,666.2	2,184.5	PE(X)	34.1	18.2	14.3	11.9	9.1
加:折旧和摊销	609.3	704.1	702.9	702.9	702.9	PB(X)	4.9	4.1	3.4	2.8	2.3
资产减值准备	4.7	-4.4	-	-	-	P/FCF	107.8	13.7	33.1	3.6	-471.0
公允价值变动损失	2.5	-19.5	-0.7	0.5	-0.1	P/S	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
财务费用	11.6	8.0	-	-	-	EV/EBITDA	22.8	10.7	8.5	5.4	4.4
投资损失	-530.2	-522.1	-724.1	-592.1	-612.8	CAGR(%)	45.1%	24.9%	25.2%	45.1%	24.9%
少数股东损益	-36.1	53.9	16.7	-4.0	42.1	PEG	0.8	0.7	0.6	0.3	0.4
营运资金的变动	-341.2	482.7	-2,000.5	3,669.6	-2,927.0	ROIC/WACC	0.7	2.4	4.3	3.4	-160.9
<b>经营活动产生现金流量</b>	484.3	2,925.9	-625.9	5,443.2	-610.4						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-309.8	-1,197.0	736.9	590.1	609.9						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-33.3	-1,949.3	160.3	-1,048.6	-686.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王刚声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn