



空调板块表现优异, 外销市场持续稳步提升

——海信科龙 (000921) 2017 半年报点评

2017 年 08 月 15 日

推荐/维持

海信科龙

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
闵繁皓	联系人		
	minfh@dxzq.net.cn	010-66554036	

事件:

2017 上半年公司营业收入 176.06 亿元, 同比增长 34.16%, 其中主营业务收入 159.89 亿元, 同比增长 31.48%。归属于上市公司股东净利润 6.72 亿元, 同比增长 20.17%。扣除非经常性损益后的净利润 6.05 亿元, 同比增长 16.44%。

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入 (百万元)	4244.24	5765.45	7357.5	7307.37	6299.9	7708.97	9897.39
增长率 (%)	-6.63%	-10.35%	2.47%	30.11%	48.43%	33.71%	34.52%
毛利率 (%)	24.06%	23.08%	23.76%	24.24%	22.12%	19.10%	18.05%
期间费用率 (%)	28.88%	20.43%	19.29%	21.85%	20.76%	16.13%	15.53%
营业利润率 (%)	-1.82%	3.59%	5.91%	4.22%	1.84%	4.30%	4.03%
净利润 (百万元)	95.95	170.17	420.46	318.89	232.07	279.15	426.22
增长率 (%)	-270.72%	-26.35%	48.57%	-585.07%	141.87%	64.04%	01.37%
每股盈利 (季度, 元)	0.09	0.11	0.30	0.22	0.16	0.19	0.31
资产负债率 (%)	68.70%	70.23%	72.51%	72.91%	72.06%	72.72%	73.79%
净资产收益率 (%)	2.14%	3.66%	8.69%	6.27%	4.36%	4.97%	7.59%
总资产收益率 (%)	0.67%	1.09%	2.39%	1.70%	1.22%	1.36%	1.99%

表 1: 指标变动分析

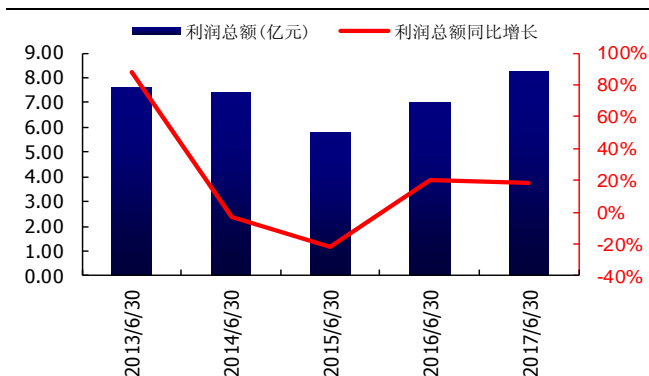
项目	本报告期	上年同期	同比增减	变动原因
货币资金	3,900,614,157.25	2,086,541,421.01	86.94%	主要系本公司报告期内经营净现金流增加及报告期末理财产品到期收回所致
应收账款	4,732,996,618.97	3,480,922,808.73	35.97%	主要系报告期末系销售旺季销售增加应收账款相应增加
其他应收款	441,822,972.75	263,917,080.47	67.41%	主要系报告期末应收出口退税款增加所致
其他流动资产	384,256,493.04	626,343,884.03	-38.65%	主要系报告期末理财产品到期收回所致
长期股权投资	2,198,473,929.07	1,353,001,374.73	62.49%	主要系报告期确认对海信日立的投资收益及新增对海信金融控股投资所致
在建工程	121,410,404.41	70,876,339.34	71.30%	主要系报告期末技改投资增加所致
营业收入	17,606,357,421.41	13,122,951,531.51	34.16%	主要系报告期内空调业务销售同比大幅增长所致
营业成本	14,347,700,763.3	10,044,258,231.63	42.84%	主要系随销售收入增长成本相应增加
税金及附加	135,074,666.02	53,955,707.45	150.34%	主要系报告期内按照准则要求将废旧电子基金等税费放入税金及附加所致
投资收益	366,251,715.27	190,519,070.38	92.24%	主要系对海信日立的投资收益增加
营业外收入	101,429,806.22	56,931,787.09	78.16%	主要系收到的政府补助增加所致
销售商品, 提供劳务	12,156,017,540.22	9,029,697,663.46	34.62%	主要系随销售增加回款相应增加
收到的税费返还	591,629,782.01	434,364,375.99	36.21%	主要系随出口规模增长收到的出口退税款增加所致
购买商品, 接受劳务	8,187,278,779.82	4,727,872,044.53	73.17%	主要系随销售增加支付的采购款增加
收到其他与投资活动	2,800,000,000.00	200,000,000.00	1,300.00%	系收回的理财产品增加
购建固定资产, 无形资产和其他长期投资支付的	197,559,248.87	129,400,021.03	52.67%	主要系固定资产技改投资增加
支付其他与投资活动	240,000,000.00			系本期新增对海信金融控股投资
支付其他与投资活动	1,500,000,000.00	361,000,000.00	315.51%	系购买的理财产品增加
取得借款		699,918,728.63		系同期有应收账款保理借款业务本期无
偿还债务		542,305,035.90		系同期有应收账款保理借款业务本期无
分配股利, 利润或	13,043,592.32	28,395,158.78	-54.06%	主要系同期有支付保理贷款利息本期无
支付其他与筹资活动	1,016,209,836.70	1,190,281.40	85,275.60	主要系本报告期保证金增加所致

资料来源: 东兴证券研究所

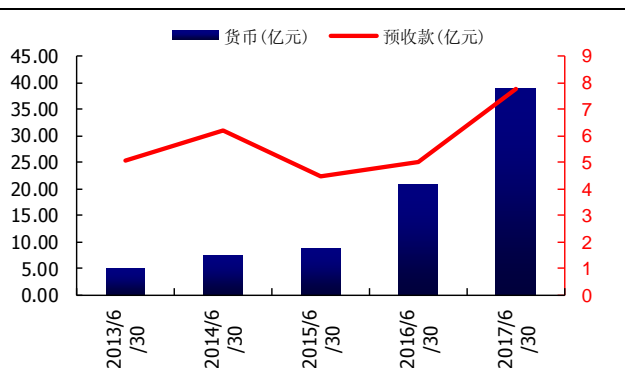
观点:

- **改善产品结构, 盈利能力稳步提升。**公司坚持在“智能化”“高端化”的新常态背景下, 加大研发投入, 推进自动化升级和信息化在生产中的应用, 提升制造效率, 降低制造成本。同时秉承以科技推动技术创新的理念, 不断推出新型空调产品, 带动公司参股公司海信日立规模与盈利能力快速提升。2017上半年公司营业收入176.06 亿元, 同比增长 34.16%, 其中主营业务收入 159.89 亿元, 同比增长 31.48%。归属于上市公司股东净利润 6.72 亿元, 同比增长 20.17%。扣除非经常性损益后的净利润 6.05 亿元, 同比增长 16.44%。
- **白电产品表现分化, 空调板块表现突出。**一二季度以来, 白电产品国内市场表现分化, 空调板块表现亮眼。受益于2016年第三季度地产销量增速上涨, 主动补库存、高温天气以及三四级市场转暖等因素, 空调市场年初至今实现大幅增长。中怡康数据显示2017上半年, 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%。冰箱行业则因刚需不足, 缺乏增长动力, 累计零售量同比增长 1.7%, 累计零售额同比增长 4.8%。
- **出口模式改变, 自主品牌建设效果显现。**公司优化出口结算模式, 将出口结算模式由代理制改为买断制, 优化运营效率, 盈利效果开始展现。在品牌建设方面, 公司将继续围绕“高技术、高品质”核心价值, 借助海信集团大力开展体育营销, 通过体育赛事赞助等方式加快品牌国际化进程和国际化战略。在整体出口销量增长的大背景下, 公司实现营收大幅增长, 公司内销市场实现主营业务收入 99.57 亿元, 同比增长 32.18%。外销业务收入实现主营业务收入 60.32 亿元, 同比增长 30.34%。

风险提示: 区域市场销售不及预期、新业务拓展存在不确定性、行业政策进一步收紧

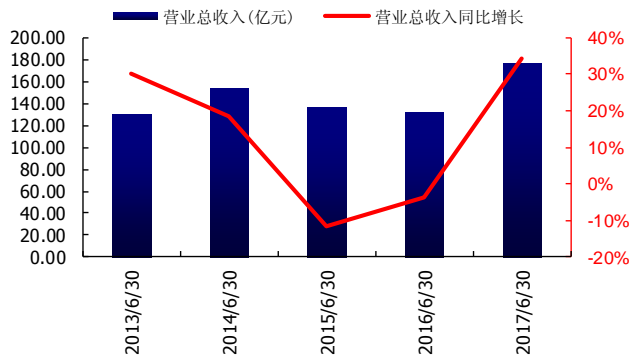
图 1: 利润总额情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 2: 预收款情况


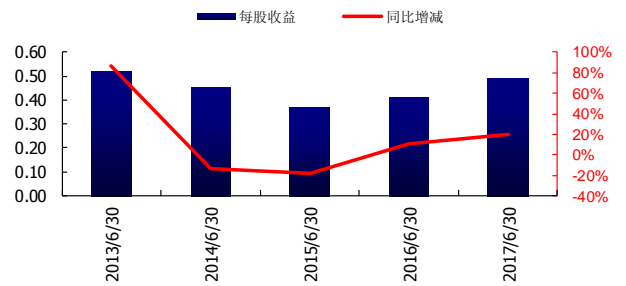
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 3: 营业收入情况



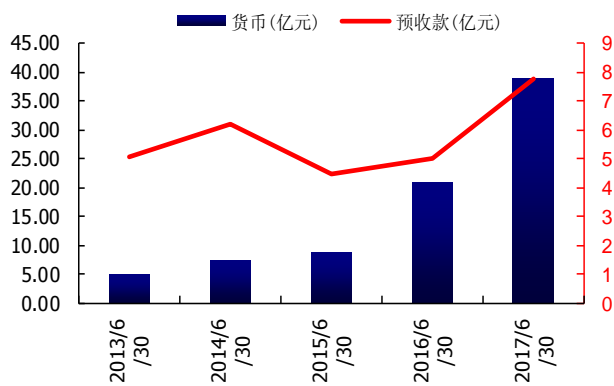
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 4: 每股收益情况



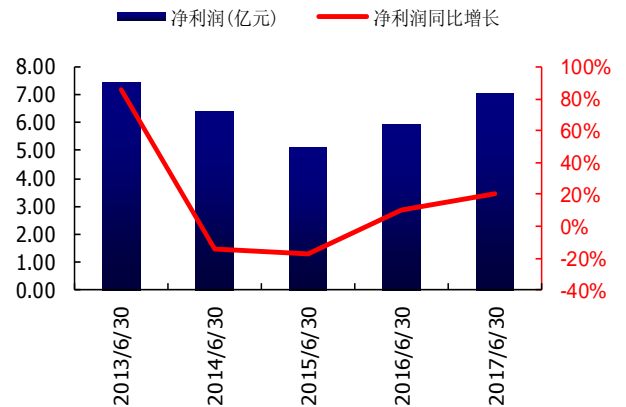
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 货币和预收款情况



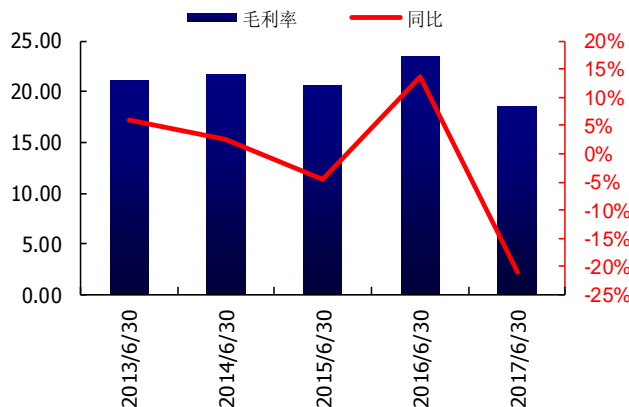
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 净利润情况



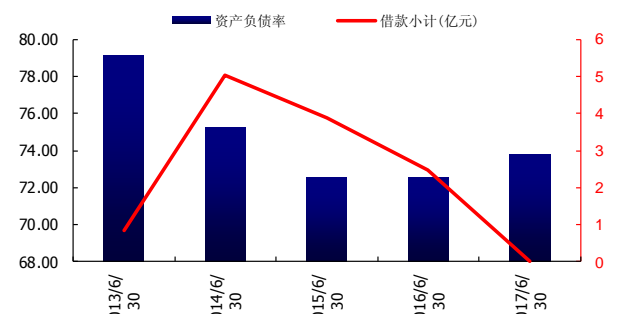
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 7: 销售毛利率情况

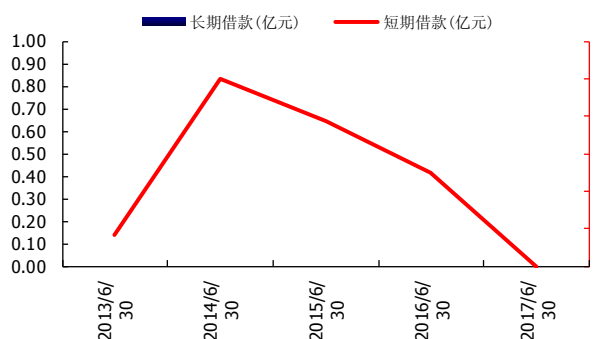


资料来源: 公司公告, 东兴证券

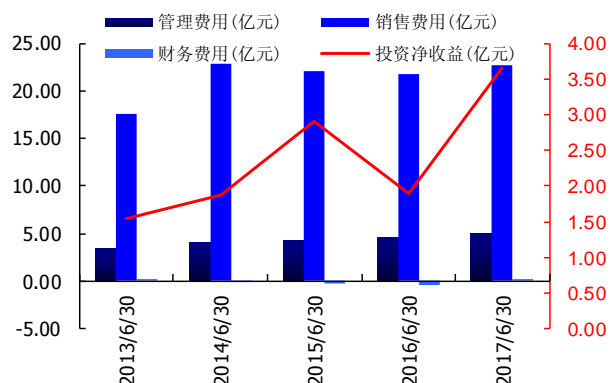
图 8: 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 9: 贷款情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 10: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

公司继续坚持贯彻“专业化品牌、差异化精品”, 改善产品结构, 提高制造效率, 提升产品竞争力。继续推广高端产品, 推进渠道下沉, 拓展优质客户。加大海外营销力度, 加强品牌海外认知度, 促进国外市场份额的增长。在冰洗业务承压的情况下, 公司继续深化与 DFMA 平台结合, 成立 TCP 团队控制成本效率, 为下半年盈利的恢复奠定基础。预计公司将维持高增长的进程。一系列的利好都将显著提升公司盈利和估值水平。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 298 亿元、329 亿元和 361 亿元; 每股收益分别为 1.24 元、1.20 元和 1.48 元, 对应 PE 分别为 11.15、11.48 和 9.36, 维持公司“推荐”评级。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	单位: 百万元					单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	8533	13002	16537	24133	32303	营业收入	23472	26730	30166	33291	36310
货币资金	1014	2227	4691	11219	18412	营业成本	18441	20487	22590	25143	27186
应收账款	2087	2725	3075	3394	3702	营业税金及附加	97	223	251	277	303
其他应收款	234	245	277	306	333	营业费用	4309	4641	4827	5327	5810
预付款项	170	174	179	184	190	管理费用	905	947	1068	1179	1286
存货	2270	2660	2933	3265	3530	财务费用	-71	-86	-14	-17	-43
其他流动资产	468	1679	1679	1679	1679	资产减值损失	4.67	-4.44	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	5760	6053	6264	6250	6024	公允价值变动收益	-2.54	19.46	19.46	19.46	19.46
长期股权投资	1323	1627	1627	1627	1627	投资净收益	530.17	522.08	522.08	522.08	522.08
固定资产	3529.79	3481.73	#####	3525.44	3142.70	营业利润	314	1065	1979	1918	2306
无形资产	694	737	787	731	681	营业外收入	326.85	243.09	243.09	243.09	243.09
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	17.19	38.01	38.01	38.01	38.01
资产总计	14293	19055	22801	30383	38327	利润总额	624	1270	2185	2123	2511
流动负债合计	9446	13362	14042	18280	22639	所得税	79	129	437	425	502
短期借款	223	0	0	0	0	净利润	544	1142	1748	1698	2008
应付账款	2878	4367	3713	4133	4469	少数股东损益	-36	54	54	54	54
预收款项	713	832	3848	7177	10808	归属母公司净利润	580	1088	1694	1645	1955
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	1511	2382	2384	2363	2718
非流动负债合计	373	370	2055	4055	6055	BPS (元)	0.43	0.80	1.24	1.21	1.43
长期借款	0	0	2000	4000	6000	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	9819	13732	16097	22335	28694	成长能力					
少数股东权益	430	456	510	564	618	营业收入增长	-11.54%	13.88%	12.85%	10.36%	9.07%
实收资本 (或股本)	1363	1363	1363	1363	1363	营业利润增长	-51.86%	239.26%	85.82%	-3.11%	20.21%
资本公积	2156	2093	2093	2093	2093	归属于母公司净利润增长	-13.70%	87.43%	55.72%	-2.91%	18.85%
未分配利润	274	1084	1923	2738	3706	获利能力					
归属母公司股东权益合计	4044	4867	6181	7470	9002	毛利率 (%)	21.43%	23.36%	25.11%	24.48%	25.13%
负债和所有者权益	14293	19055	22801	30383	38327	净利率 (%)	2.32%	4.27%	5.79%	5.10%	5.53%
现金流量表					总资产净利润 (%)						
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	484	2926	1214	4801	5290	偿债能力					
净利润	544	1142	1748	1698	2008	资产负债率 (%)	69%	72%	71%	74%	75%
折旧摊销	1268.81	1402.82	0.00	382.74	382.74	流动比率	0.90	0.97	1.18	1.32	1.43
财务费用	-71	-86	-14	-17	-43	速动比率	0.66	0.77	0.97	1.14	1.27
应收账款减少	0	0	-350	-319	-308	营运能力					
预收账款增加	0	0	3017	3329	3631	总资产周转率	1.70	1.60	1.44	1.25	1.06
投资活动现金流	-310	-1197	-84	66	283	应收账款周转率	12	11	10	10	10
公允价值变动收益	-3	19	19	19	19	应付账款周转率	7.40	7.38	7.47	8.49	8.44
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	530	522	522	522	522	每股收益 (最新摊薄)	0.43	0.80	1.24	1.21	1.43
筹资活动现金流	-33	-1949	1333	1661	1621	每股净现金流 (最新摊薄)	0.10	-0.16	1.81	4.79	5.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.97	3.57	4.54	5.48	6.61
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	估值比率					
普通股增加	4	0	0	0	0	P/E	32.14	17.28	11.12	11.45	9.64
资本公积增加	30	-63	0	0	0	P/B	4.66	3.87	3.05	2.52	2.09
现金净增加额	141	-220	2463	6528	7193	EV/EBITDA	11.94	6.97	4.11	4.92	2.36

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员 (D), 基础产业小组组长。央视财经频道嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

闵繁皓

金融硕士研究生, 2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。