

2010-12-03

家用电器

ST 科龙 000921.SZ

调升

买入

当前价格	7.65 元
目标价格	10.00 元
目标期限	6 个月

赵磊 (执业证书编号: S0930209110229)

联系人: 何伟

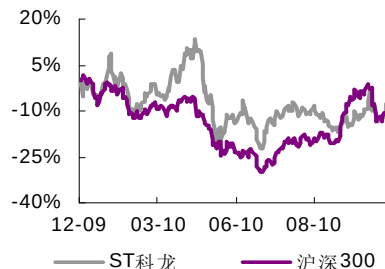
021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,354
总市值(百万元)	10,358
流通比例(%)	20.84%
12 个月最高/最低(元)	3483.07/2366.69
近 3 月日均成交量(百手)	8,305.34
主要股东	青岛海信空调有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.49	-4.83	4.85
绝对收益	3.78	3.90	-7.08

相关报告:

重组落地, 后市还有空间

2010-04-18

收入增长显著, 赢利能力有待进一步改善

2010-04-26

股权激励刺激休克龙, 关注交易性机会

◇ 事件: 公司公布股权激励草案

◆ 股权激励计划彰显公司发展信心

公司拟授予激励对象 2290 万份股票期权, 占总股本的 1.7%。激励对象包括公司高管、中层管理人员以及业务核心人员在内的 237 人。股票期权行权价格为 7.65 元/股。公司管理层同公司利益相一致, 集团高管通过间接持股同公司利益相一致。

◆ 综合龙头, 产品具有一定竞争力

公司是中国第三大白电综合企业。上半年, 冰箱冰柜销售占比 58%, 空调销售占比 37%。公司产品具有一定的竞争力, 前三季度公司收入增长 38%, 明显高于行业。未来公司发展依然以冰箱空调为主。投资企业海信惠而浦定位高端冰箱和洗衣机, 总投资 9 亿元, 公司股权 50%。海信惠而浦即将渡过投入期, 进入产出期。外资品牌本土化经营具有很强的竞争优势, 值得期待。

◆ 资产整合效果有释放空间

海信空调资产注入后, 公司业务的协同效应还未发挥。当前公司拥有海信、科龙、容声三大品牌, 产品渠道还未完全整合, 未来还具有很大的整合空间, 具有想象力。

◆ 摘下 ST 帽还需努力

虽然公司已经实现盈利, 但公司摘下 ST 帽还需后续努力。主要原因在于公司当前每股净资产不足一元, 且导致审计报告保留意见的历史事项还未解决。

◆ 出售华意压缩股权贡献大额投资收益

公司前三季度出售华意压缩股权 1.3 亿元。第四季度继续减持大量股权, 预计将获得 1.1 亿元以上的投资收益。

◆ 存在交易性机会, 给予“买入”评级

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.52/0.56/0.67 元。如公司 2011 年继续大幅减持华意压缩股权, 预计 EPS 将有较大变动。我们认为公司股价未来存在交易性机会, 给予“买入”评级, 目标价格 10 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,635	9,362	18,115	21,649	25,958
营业收入增长率	-2.12%	8.41%	93.50%	19.51%	19.90%
净利润(百万元)	-227	150	706	754	907
净利润增长率	-190.54%	-166.25%	370.02%	6.81%	20.34%
EPS(元)	-0.17	0.11	0.52	0.56	0.67
ROE(归属母公司) (摊薄)	22.87%	-17.71%	105.07%	52.88%	38.89%
P/E	-46	69	15	14	11
P/B	-10	-12	15	7	4
EV/EBITDA	107	24	31	10	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

股权激励刺激草案

公司拟授予激励对象 2290 万份股票期权，占公司总股本的 1.7%。激励对象包括公司高管、中层管理人员以及业务核心人员在内的 237 人。股票期权行权价格为 7.65 元/股。

图表 1：股权激励对象

姓名	职位	获授股票期权的数量（万股）	占本次股票期权总额的比例	占总股本比例
汤业国	董事长	140	6.1%	0.10%
肖建林	董事	92	4.0%	0.07%
贾少谦	副总裁	92	4.0%	0.07%
刘春新	董事、副总裁、财务负责人	100	4.4%	0.07%
任立人	副总裁	80	3.5%	0.06%
张玉清	副总裁	92	4.0%	0.07%
王云利	副总裁	92	4.0%	0.07%
中层及骨干(230 人)		1602	70.0%	1.18%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

本计划的股票期权有效期为自股票期权授权日起的 5 年，限制期为 2 年，激励对象在授权日之后的第 3 年开始分 3 年匀速行权，每年可行权数量分别为授予期权总量的 33%、33%与 34%。

公司股权激励草案行权条件宽松。股票期权的有效期限内公司每年平均的扣除非经常性损益之后的净利润增长率不低于 20%（包括 20%），且不低于行业的平均增长率；每年平均的扣除非经常性损益之后的净资产收益率不低于 15%（包括 15%），且不低于行业平均水平。

由于公司当前收益一半是非经营性损益，因此非经常性损益净利润增长率不低于 20%并不苛刻。公司当前净资产很低，因此净资产收益率不低于 15%也不苛刻。但由于公司股票期权行权价格为 7.65 元/股，表明管理层对公司未来有信心，因此后期存在交易性机会。

摘下 ST 帽还需努力

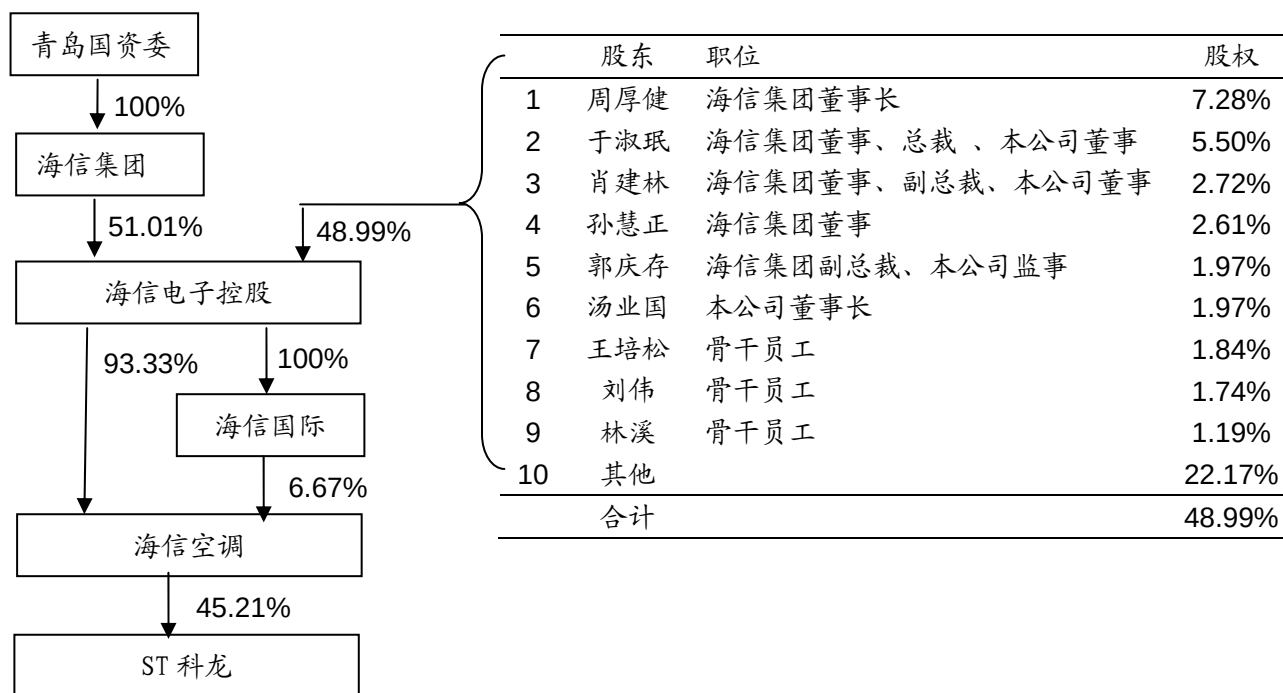
虽然公司已经实现盈利，但公司摘下 ST 帽还需后续努力。主要原因在于公司当前每股净资产不足一元，且导致审计报告保留意见的历史事项还未解决。

最近几年导致公司审计报告保留意见的事项如下：海信科龙对格林柯尔系公司等特定第三方公司应收款项余额为 6.51 亿元。公司提取坏账准备 3.65 亿元。审计师无法对此采取适当的审计程序判断该笔款项所作估计坏账准备是否合理。

集团高管间接持股

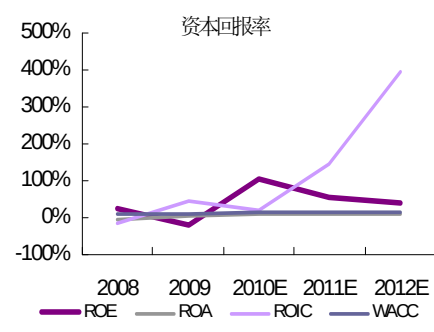
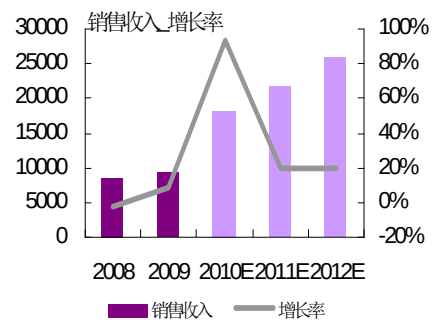
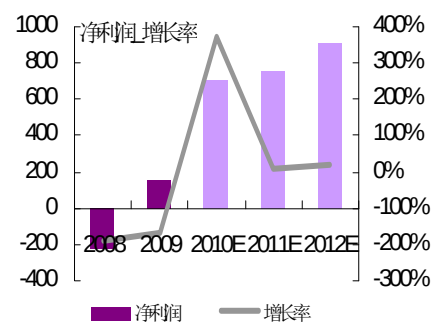
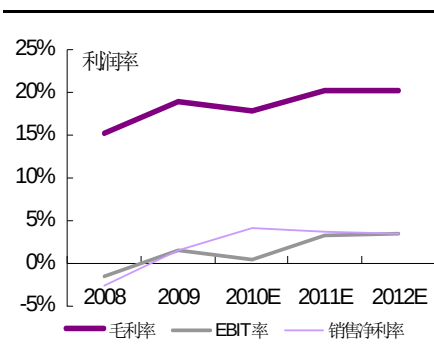
海信集团高管通过海信电子间接持有公司大量股权。海信空调为公司控股母公司，海信电子为海信空调控股母公司，海信集团高管持有海信电子 49% 的股份。海信集团高管等同于持有科龙 22.15% 的股份，按当前价估算市值 23 亿元。间接持股，高管无法直接从二级市场套现获利，但同公司利益还是有相当大的一致性。

图表 2：公司增发后股权结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,635	9,362	18,115	21,649	25,958
营业成本	7,313	7,599	14,869	17,286	20,697
折旧和摊销	216	232	237	243	248
营业税费	1	4	18	22	26
销售费用	1,081	1,255	2,663	3,139	3,764
管理费用	337	326	453	498	571
财务费用	151	74	-32	-72	-82
公允价值变动损益	-11	12	0	0	0
投资收益	-20	-2	340	60	72
营业利润	-309	79	468	826	1,050
利润总额	-228	153	788	863	1,089
少数股东损益	-6	-1	39	23	18
归属母公司净利润	-226.70	150.20	705.96	754.02	907.40

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	3,779	4,348	6,482	7,809	10,133
流动资产	1,785	2,373	4,696	6,166	8,639
货币资金	133	127	327	1,182	2,389
交易型金融资产	6	6	0	0	0
应收账款	669	964	1,708	2,146	2,693
应收票据	62	60	84	132	148
其他应收款	334	362	873	905	1,113
存货	506	662	1,478	1,529	1,938
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	141	237	237	237	237
固定资产	1,297	1,171	1,067	953	830
无形资产	437	402	382	363	345
总负债	4,621	5,049	5,624	6,174	7,573
无息负债	2,806	3,713	5,624	6,174	7,573
有息负债	1,815	1,336	0	0	0
股东权益	-842	-701	858	1,634	2,560
股本	992	992	1,354	1,354	1,354
公积金	1,653	1,654	2,207	2,282	2,373
未分配利润	-3,674	-3,524	-2,889	-2,210	-1,393
少数股东权益	149	147	186	209	227

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-442	716	406	823	1,152
净利润	-227	150	706	754	907
折旧摊销	216	232	237	243	248
净营运资金增加	245	-318	304	99	-90
其他	-676	652	-841	-273	86
投资活动产生现金流	-19	-196	285	-40	-28
净资本支出	-19	196	100	100	100
长期投资变化	141	237	0	0	0
其他资产变化	-141	-629	185	-140	-128
融资活动现金流	495	-511	-490	72	82
股本变化	0	0	362	0	0
债务净变化	504	-479	-1,336	0	0
无息负债变化	-923	907	1,911	551	1,399
净现金流	34	9	201	855	1,206

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-2.12%	8.41%	93.50%	19.51%	19.90%
净利润增长率	-190.54%	-166.25%	370.02%	6.81%	20.34%
EBITDA 增长率	-62.21%	322.97%	-10.95%	181.10%	22.11%
EBIT 增长率	227.49%	-212.28%	-32.47%	619.96%	29.03%
估值指标					
PE	-46	69	15	14	11
PB	-10	-12	15	7	4
EV/EBITDA	107	24	31	10	7
EV/EBIT	-74	62	107	14	9
EV/NOPLAT	-73	64	113	15	11
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	13	28	22	22	44
盈利能力 (%)					
毛利率	15.31%	18.83%	17.92%	20.15%	20.27%
EBITDA 率	1.03%	4.00%	1.84%	4.33%	4.41%
EBIT 率	-1.47%	1.53%	0.53%	3.21%	3.45%
税前净利润率	-2.64%	1.63%	4.35%	3.99%	4.19%
税后净利润率 (归属母公司)	-2.63%	1.60%	3.90%	3.48%	3.50%
ROA	-6.15%	3.42%	11.49%	9.95%	9.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.87%	-17.71%	105.07%	52.88%	38.89%
经营性 ROIC	-17.12%	43.44%	19.21%	144.89%	392.97%
偿债能力					
流动比率	0.40	0.48	0.85	1.02	1.16
速动比率	28.39%	34.67%	58.41%	76.51%	89.83%
归属母公司权益/有息债务	-0.55	-0.63	-	-	-
有形资产/有息债务	1.83	2.94	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	-0.17	0.11	0.52	0.56	0.67
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.33	0.53	0.30	0.61	0.85
每股自由现金流(FCFF)	-0.08	0.39	-0.04	0.50	0.74
每股净资产	-0.73	-0.63	0.50	1.05	1.72
每股销售收入	6.38	6.91	13.38	15.99	19.17

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。

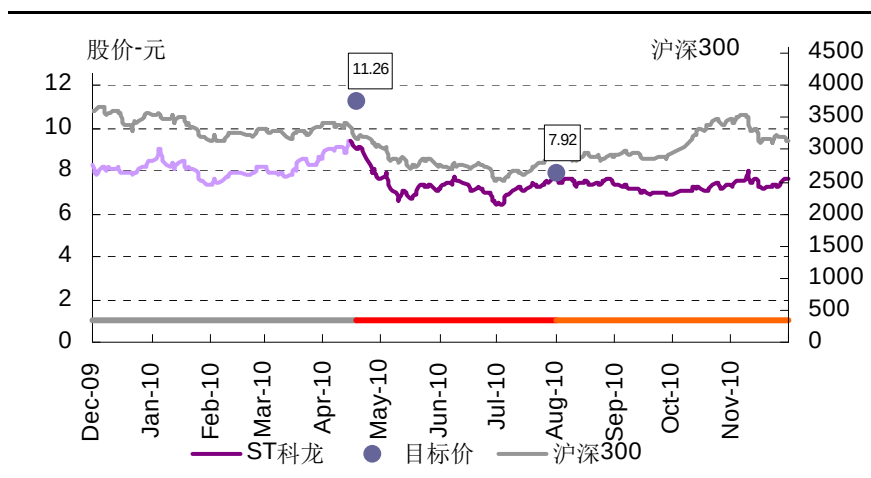
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

ST 科龙（000921）

分析师：赵磊



日期	股价	目标	评级
2010-04-19	9.43	11.26	增持
2010-08-02	7.54	7.92	中性

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。