

收盘价(元): 2.17

四川长虹(600839)

黑白电业务同时发力

分析日期 2013年04月25日

投资评级: 增持(首评)
证券分析师: 闻祥

执业证书编号: S0630511070001

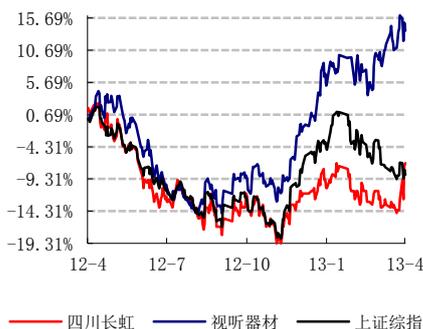
电话: 021-20333627

邮箱: wenx@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	461624.42
流通 A 股/B 股(万股)	460999.78/
	0.00
资产负债率(%)	65.22
每股净资产(元)	3.02
市净率(倍)	0.72
净资产收益率(加权)	1.08
12个月内最高/最低价	2.42/1.88

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

四川长虹(600839)发布2012年年度报告和2013年第一季度报告。

◎主要观点:

◆**2013年一季度净利增长净4成。**四川长虹(600839)同时发布2012年度和2013年第一季度财务报告:2012年公司实现营业收入523.34亿元,同比略增0.64%;实现归属于上市公司股东的净利润3.25亿元,同比下降17.89%;折合EPS为0.07元。2013年第一季度实现营业收入129.88亿元,同比增长19.38%;实现归属于上市公司股东的净利润为1.48亿元,同比增长39.91%;折合EPS为0.032元。

◆**黑白电业务同时发力,改善盈利能力。**公司的主要业务有平板电视的**黑电业务**和**美菱电器**、**华意压缩**的**白电业务**。2013年黑白电业务同时发力,公司盈利能力正在改善。

◆**电视业务——智能电视战略为导向。**2013年随着政策退出的边际效应递减和公司智能电视战略的推进,公司2013年电视的销量目标为突破1000万台。公司以智能电视战略为导向,通过强化整个产品的平台管理和海外业务盈利模式的调整来增强电视业务的盈利能力。

◆**PDP业务降低亏损。**目前国内PDP业务可谓夹缝中的平静,PDP电视国内市场除松下、三星等外,剩下70%的市场份额基本上由长虹占据,市场较为稳定。公司计划2013年生产PDP屏100万套,产量的提高将有效摊薄单屏的固定成本。虹欧公司2013年的经营目标是实现经营现金流为正,我们估计2013年PDP业务将大幅减亏,将会给公司的业绩带来很大的增长弹性。

◆**白电业务稳步增长。**白电业务中主要为**美菱电器**和**华意压缩**,2013年一季度冰箱产量为2152.60万台,累计同比增幅为9.00%。我们认为一二线城市居民的换购需求和产品的升级换代是冰箱需求的主要推动,城镇化政策的推动将长期驱动冰箱增长。美菱将受益于行业增长。美菱已经推出了中高端的子品牌——**雅典娜**,2012年美菱三门以上冰箱的市场占有率是43%,远高于美菱在冰箱行业百分之九点多的市场份额,美菱公司产品结构的优化调整将提升冰箱的盈利能力。**华意压缩**市占率连续11年国内第一,全球压缩机行业的产能布局将向中国转移,我们预计公司2013年一季度出口增幅为50%以上。目前国内压缩机行业的竞争格局为低端过剩,高端不足。公司募投项目达产后,将弥补公司高端产能不足的瓶颈,提升公司产品的盈利能力。

◆**首次给予“增持”的投资评级。**我们认为2013年公司各项业务均有亮点,PDP盈亏平衡点越来越近,公司业绩的增长弹性很大。我们预计公司2013-2015年的EPS分别为0.15元、0.25元和0.28元;2013年一季报的BPS为3.02元,从PB看,估值优势明显,首次给予“增持”的投资评级。

1.2013 年一季报净利同比增长近四成

2013 年一季度净利增长近 4 成。四川长虹（600839）同时发布 2012 年度和 2013 年第一季度财务报告：2012 年公司实现营业收入 523.34 亿元，同比略增 0.64%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.25 亿元，同比下降 17.89%；折合 EPS 为 0.07 元。2013 年第一季度实现营业收入 129.88 亿元，同比增长 19.38%；实现归属于上市公司股东的净利润为 1.48 亿元，同比增长 39.91%；折合 EPS 为 0.032 元。

彩电业务是公司的主要收入来源：根据 2012 年公司年报所披露，我们可以看出公司的主要产品，并且 2012 年公司收入的主要构成：彩电（171.22 亿元）、IT 产品（119.70 亿元）空调冰箱（87.41 亿元）、中间产品（77.76 亿元）、机顶盒（13.20 亿元）、手机（11.25 亿元）、房地产（8.88 亿元）、电池（6.63 亿元）、数码影音（1.97 亿元）、厨卫产品（1.97 亿）和其他。

销售费用率下降明显：2013 年一季报公司的销售费用为 9.87 亿元，同比增长 11.76%，低于同期 19.38% 的营业收入增幅，从而销售费用率下降为 7.60%，比上年同期和上年年报下降了 0.51 和 1.45 个百分点。

公司盈利弹性很大。公司毛利率稳定在 15.8% 左右，扣除营业税金及附加及三费后，在经营阶段的营业利润基本上是盈亏平衡，因此，毛利率和三费率的稍许变化会给公司的营业利润带来很大的弹性。2013 年一季度，由于销售费用率的下降，公司的营业利润率由 2012 年年报的 -0.10% 上升到 2013 年一季报的 1.29%。

黑白电业务同时发力，改善盈利能力。一季度公司各盈利单元经营良好，白电业务板块的美菱电器、华意压缩 1 季度净利分别为 0.41 亿元和 0.36 亿元，增幅分别为 18.12% 和 586.94%；黑电业务板块，电视的 PDP 屏是主要拖累，2013 年随着量产规模和良品率的提高，亏损将显著下降，减小拖累。2013 年黑白电业务同时发力，公司盈利能力正在改善。

2.2013 年公司各项业务各有亮点

公司从产业架构上可以划分为以下几部分：多媒体产业集团、零部件产业集团、家用电器产业集团、服务业产业集团和直属事业部子公司。

其中多媒体产业集团的业务范围为黑电领域，主要为彩电等产品；零部件产业集团给公司的包括电视、机顶盒、空调等整机业务做配套，包括冲压包装器件，变压器、遥控器等，其中最主要的 PDP 等离子屏的生产也归属于零部件产业集团；家用电器产业集团的业务范围为白电领域，包括美菱电器、华意压缩和数码科技。

2.1. 电视业务——智能电视战略为导向

多媒体产业集团是目前长虹最大的产业集团，主要业务包括彩电、机顶盒、安防产品、智慧城市类似相关的产业。电视是长虹的品牌基石，是长虹的产业之本。公司是行业内少数形成了平板电视“面板+整机”全产业链的企业，同时发展等离子、液晶和 OLED 的企业。主要产业已建立从核心部件到整机的垂直产业链整合模式，在一体化研发、一体化制造等方面具备较强的整合优势。

目前，彩电业务贡献了多媒体产业集团 90%以上的营收，2012 年由于家电下乡等刺激政策的退出，整个行业的需求有所下降，特别是对三四线城市的需求影响较大，这对公司 2012 年的负面影响较大。

2013 年随着政策退出的边际效应递减和公司智能电视战略的推进，公司 2013 年电视的销量目标为突破 1000 万台。公司以智能电视战略为导向，从以下两方面加强电视业务的盈利能力：

第一. 强化整个产品的平台管理。基于模组的平台化和一体机的生产和以智能电视为主的产品结构的调整将提升公司彩电的盈利能力；

第二. 海外业务盈利模式的调整。与海外 OEM 业务相比，公司更加注重品牌业务来提升盈利能力，公司从两方面入手来完成调整。(1)市场方面由订单牵引到市场牵引的转变，由原来的坐等订单到主动整合资源以定位产品组合和设计营销策略；(2)以大屏幕电视为突破口避免小尺寸电视的价格竞争。

2.2.PDP 业务降低亏损

长虹 PDP 等离子屏生产是由长虹的子公司——虹欧公司来承担的，公司 PDP 于 2007 年奠基，2008 年由于汶川地震影响了项目进程，导致 PDP 生产线于 2009 年开始投产，并缓慢处于产能的爬坡阶段。2012 年，我们估计公司 PDP 的产量为 80 万台左右，根据 2012 年报披露，虹欧公司的会计净利润为-7.4 亿元，对公司业绩造成了较大拖累。

PDP 业务的国内行业现状——夹缝中的平静。国内平板电视中液晶电视占有的绝对优势的份额，PDP 大约只有 7%-8%的市场份额，然而由于 PDP 的价格优势和单点发光的优势，PDP 电视将和液晶电视这两种技术路线将长期共存。目前看，液晶电视厂家之间竞争激烈，PDP 电视国内市场除松下、三星等外，剩下 70%的市场份额基本上长虹占据。因此，对长虹来说，PDP 电视不存在市场问题，可谓夹缝中的平静。

长虹无忧 PDP 业务中的技术问题和供应链问题。长虹已经具体了屏生产能力、模具控制和驱动电路设计能力，因此 PDP 的核心技术公司已经全部掌握；PDP 的供应链中象材料、半导体的国产化率已经达到 95%左右，玻璃基板已经由公司参股 15%的旭虹光电中批量生产，解决了这些问题后，公司将大大降低了供应链上的风险。

2013 年 PDP 业务将大幅减亏。公司计划 2013 年生产 PDP 屏 100 万套，全部为 51 寸的尺寸，以提高生产效率，产量的提高将有效摊薄单屏的固定成本。另外最近银价下跌，导致 PDP 原料中的浆料成本下降，有利于 PDP 成本的下降。目前，虹欧公司 2013 年的经营目标是实现经营现金流为正，这意味着扣除一些固定资产折旧的固定成本后，就是虹欧公司的会计利润。因此，我们估计 2013 年 PDP 业务将大幅减亏，将会给公司的业绩带来很大的增长弹性。

2.3.白电业务稳步增长

公司的家用电器产业集团主要包括美菱电器、华意压缩和广州数码三家子公司，分别经营冰箱空调洗衣机业务、冰箱压缩机业务和厨卫小家电业务。目前，以美菱和华意的白电业务均呈现稳步增长的态势。

2.3.1.美菱电器逆势增长

2012 年由于家电下乡等刺激政策退出和宏观经济减速的影响，根据中怡康数据，2012 年中国冰箱市场零售量同比下降 15.06%，零售额同比下降 12.62%。美菱电器实现冰箱销

售收入 62.43 亿元，同比增长 4.21%，实现了逆势增长。同时，空调和洗衣机 2012 年分别完成销售收入 23.82 亿元和 1.97 亿元，同比增长 6.0% 和 40.71%。

2013 年冰箱行业迎来增长。根据国家统计局的数字，2012 年我国实现家用冰箱产量为 8427.0 万台，同比下降 3.10%。2012 年国庆节后，冰箱销量已经止跌回升，2013 年一季度冰箱产量为 2152.60 万台，累计同比增幅为 9.00%。我们认为今年一二线城市居民的换购需求和产品的升级换代是冰箱需求的主要推动，长期看，城镇化政策的推动将驱动冰箱增长。

冰箱业务中高端业务占比不断提升。根据中怡康的数据，2012 年美菱三门以上冰箱的市场占有率是 43%，远高于美菱在冰箱行业百分之九点多的市场份额，因此，可以说美菱冰箱的优势在于中高端产品。美菱已经推出了中高端的子品牌——雅典娜，包括三门、对开门、多门系列，美菱公司产品结构的优化调整将提升冰箱的盈利能力。

2.3.2. 华意压缩争做全球第一

华意压缩规模优势明显，争做全球第一。华意压缩成立于 1996 年，目前是我国的行业龙头，主要生产冰箱压缩机，2012 年通过收购西班牙的 Cubigel 公司开始涉猎商用压缩机领域。2012 年公司产能超过 2800 万台，产能布局分三地，为嘉兴（1800 万台）、景德镇（720 万台）和荆州（320 万台）。产量和销量分别是 2831 万台和 2756 万台，分别同比增长 13.0% 和 13.7%。其中出口 1009 万台，同比增长 42.92%。根据产业在线统计，公司在国内压缩机厂商销量市场占有率由 2011 年的 23.53% 提高到 26.44%，市占率连续 11 年国内第一，产销量连续 3 年全球第二。全球产量第一的恩格拉科是 3100 万台，华意离全球第一仅一步之遥。

全球压缩机行业的产能布局将向中国转移。由于劳动力成本的优势，全球压缩机产能有向中国甚至印度转移的趋势，未来几年压缩机行业的出口增速仍将保持在 20% 以上，因此华意压缩受此趋势驱动出口保持高速增长，我们预计公司 2013 年一季度出口增幅为 50% 以上。

目前国内压缩机行业的竞争格局为低端过剩，高端不足。公司已于 2013 年完成增发，募集资金将投向于 500 万台超高效和变频压缩机项目和 600 万台高效和商用压缩机项目，募投项目达产后，将弥补公司高端产能不足的瓶颈，提升公司产品的盈利能力。

3. 首次给予“增持”的投资评级

基于以上的分析，我们认为 2013 年公司各项业务均有亮点，公司在 IT 领域的优势，将在 2013 年推出智能电器，包括智能电视、智能冰箱、智能空调的不断发布，将优化产品结构，提升盈利能力。PDP 业务随着产销规模的扩大，盈亏平衡点越来越近，公司业绩的增长弹性很大。我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.15 元、0.25 元和 0.28 元；2013 年一季报的 BPS 为 3.02 元，从 PB 看，估值优势明显，因此我们首次给予“增持”的投资评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	40471.21	42816.12	47848.10	54046.13	营业收入	52334.15	58614.25	66234.10	74844.53
现金	10878.31	13045.04	14236.90	16100.76	营业成本	43990.24	49177.35	55504.18	62644.87
应收账款	6536.87	6447.57	7285.75	8232.90	营业税金及附加	368.75	351.69	397.40	449.07
其它应收款	488.84	586.14	662.34	748.45	营业费用	4738.93	5275.28	5828.60	6586.32
预付账款	1279.45	983.55	1110.08	1252.90	管理费用	2263.45	2520.41	2781.83	3143.47
存货	12556.01	12294.34	13876.04	15661.22	财务费用	256.39	-38.97	39.73	149.43
其他	8731.73	9459.49	10676.98	12049.91	资产减值损失	713.74	600.00	300.00	300.00
非流动资产	14074.33	14984.90	15996.41	17082.69	公允价值变动收益	-107.49	-40.48	-46.61	-64.86
长期投资	760.37	863.68	998.97	1121.26	投资净收益	49.80	54.00	66.00	78.00
固定资产	8273.62	8764.71	9313.50	9924.06	营业利润	-55.05	742.00	1401.75	1584.51
无形资产	3746.20	3989.74	4284.70	4625.20	营业外收入	630.72	400.00	400.00	400.00
其他	1294.15	1366.78	1399.24	1412.17	营业外支出	47.96	99.75	98.05	81.92
资产总计	54545.54	57801.03	63844.51	71128.82	利润总额	527.71	1042.25	1703.70	1902.59
流动负债	30770.79	34202.89	39764.41	46522.67	所得税	254.53	416.90	596.29	665.91
短期借款	10382.82	13613.20	16586.35	20476.66	净利润	273.19	625.35	1107.40	1236.68
应付账款	9219.60	9835.47	11100.84	12528.97	少数股东损益	-52.14	-68.34	-60.24	-64.29
其他	11168.37	10754.22	12077.22	13517.04	归属母公司净利润	325.33	693.69	1167.64	1300.98
非流动负债	5663.70	4907.91	4297.86	3607.73	EBITDA	2219.15	2491.46	3403.94	3895.05
长期借款	4390.69	3777.50	3128.55	2416.82	EPS (摊薄)	0.07	0.15	0.25	0.28
其他	1273.02	1130.41	1169.31	1190.91					
负债合计	36434.50	39110.80	44062.26	50130.41	主要财务比率				
少数股东权益	4556.80	4488.46	4428.22	4363.93	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	13554.25	14201.77	15354.03	16634.49	成长能力				
负债和股东权益	54545.54	57801.03	63844.51	71128.82	营业收入增长率	0.64%	12.00%	13.00%	13.00%
					营业利润增长率	-120.12%	1447.90%	88.91%	13.04%
					归属于母公司净利润增长率	-17.89%	113.23%	68.32%	11.42%
					获利能力				
					毛利率	15.94%	16.10%	16.20%	16.30%
					净利率	0.52%	1.07%	1.67%	1.65%
					ROE	1.81%	3.77%	6.07%	6.38%
					ROIC	1.85%	2.79%	4.10%	4.17%
					偿债能力				
					资产负债率	66.80%	67.66%	69.01%	70.48%
					净负债比率	93.07%	98.10%	104.81%	114.24%
					流动比率	1.32	1.25	1.20	1.16
					速动比率	0.91	0.89	0.85	0.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	1.04	1.09	1.11
					应收账款周转率	0.12	0.11	0.11	0.11
					应付账款周转率	0.21	0.20	0.20	0.20
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.07	0.15	0.25	0.28
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.60	0.19	0.23
					每股净资产(最新摊薄)	2.94	3.08	3.33	3.60

资料来源：公司公告 东海证券研究所

分析师简介:

闻祥: 会计学硕士、机械电子工程学士, 证券业中介机构三年从业经验, 证券研究所四年以上工作经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089