

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

研究助理: 傅翀

fuchong@ccnew.com 021-50588666-8059

激光电视前景广阔, 证金持股比例提升

——海信电器(600060)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(首次)

市场数据(2017-08-18)

发布日期: 2017年08月21日

收盘价(元)	14.63
一年内最高/最低(元)	19.80/13.30
沪深300指数	3724.68
市净率(倍)	1.41
流通市值(亿元)	185.67

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	10.41
每股经营现金流(元)	-0.18
毛利率(%)	13.75
净资产收益率-摊薄(%)	2.91
资产负债率(%)	33.44
总股本/流通股(万股)	130848.12/130848.12
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

- **事件:** 海信电器(600060)公布2017年半年报。2017年上半年, 公司实现营业收入135.67亿元, 同比增长2.09%; 实现营业利润4.65亿元, 同比减少43.19%; 实现归属于上市公司股东的净利润3.96亿元, 同比减少46.55%, 基本每股收益0.30元。
- **投资要点点评:** 液晶面板成本拖累业绩, 下半年毛利有望回升。2017年上半年, 公司业绩低于预期。公司上半年实现营业收入135.67亿元, 同比增长2.09%; 实现归属于上市公司股东的净利润3.96亿元, 同比减少46.55%; 业绩下滑主要是由于液晶面板价格持续大幅上涨, 拖累公司毛利率所致(毛利率仅为13.75%, 同比下滑2.92个百分点)。而据中国电子视像行业网权威数据, 7月份TV面板价格大幅下降。此外, 2017年6月, 海信激光电视占80英寸及以上电视市场的份额已经超过50%。若面板降价趋势持续, 公司液晶电视上的毛利率有望逐步提升; 加上激光电视的快速发展; 预计2017年下半年和2018年, 公司业绩将有明显改善。
- **淡季不淡拐点可期。** 第二季度历来是公司的经营淡季。2017年, 公司在第二季度单季营收上, 实现2009年之后首次环比增长; 实现2013年之后首次同比双位数增长; 已超过2013年水平, 创历史新高。
- **控股股东海信集团赞助2018年世界杯。** 公司2017年4月7日披露, 海信集团与国际足联签署《世界杯赞助协议》, 成为2018年世界杯的电视官方赞助商和官方电视机产品供应商。
- **证金公司增持。** 截至6月30日, 证金公司持股比例为2.83%, 与3月31日相比提升1.90个百分点。
- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2017-18年全面摊薄后EPS分别为1.08元与1.43元, 按8月18日14.63元收盘价计算, 对应的PE分别为13.5倍与10.3倍。目前估值较为合理, 首次给予“增持”的投资评级。

风险提示: 行业出现价格战、系统性风险

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,190.0	31,832.5	32,532.8	34,810.1	37,594.9
增长比率	4.1%	5.4%	2.2%	7.0%	8.0%
净利润(百万元)	1,488.8	1,758.9	1,419.3	1,864.9	2,170.1
增长比率	6.3%	18.1%	-19.3%	31.4%	16.4%
每股收益(元)	1.14	1.34	1.08	1.43	1.66
市盈率(倍)	12.9	10.9	13.5	10.3	8.8

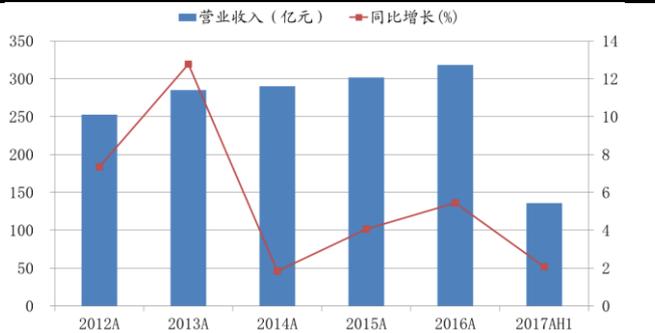
资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 中报收入小幅增长

2017年上半年,公司实现营业收入135.67亿元,同比增长2.09%,符合市场预期。中怡康数据显示,截止2017年6月,海信电视的零售量和零售额占有率分别为16.55%和17.99%,继续双双保持第一,连续13年领跑国内市场;2017年上半年,海信ULED的销售额同比增长了112.16%,改变了公司的产品销售结构,产品的高端化趋势进一步凸显。

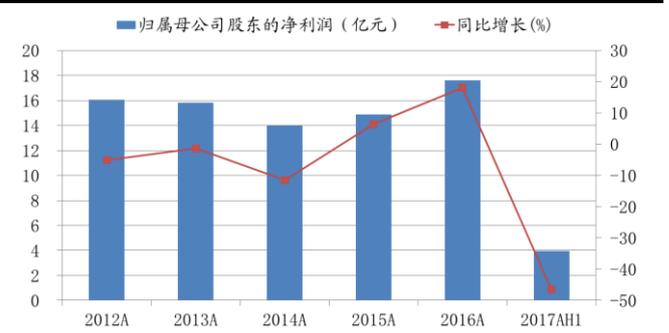
2017年下半年,公司将持续研发推广“高画质、高颜值、高体验”的产品,持续提升海信电视的全球市场份额,推进落实全球“璀璨计划”。预计公司营收在2017年下半年将保持小幅增长,到2018年,增速有望加快。

图 1: 2012-17 年公司营收及增速



资料来源: Wind、中原证券

图 2: 2012-17 年公司业绩及增速

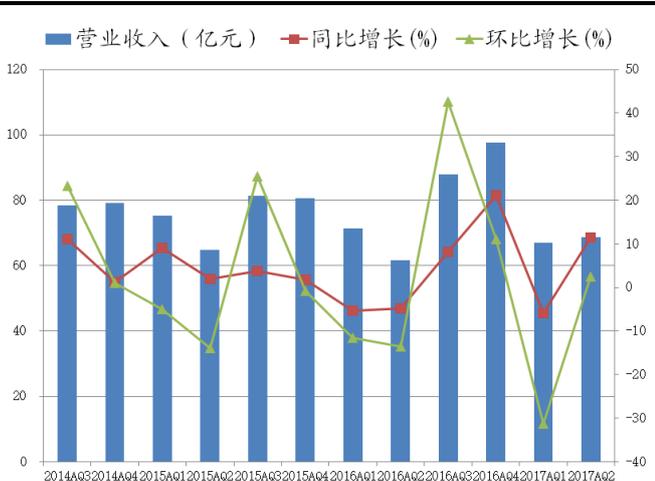


资料来源: Wind、中原证券

2. 淡季不淡拐点可期

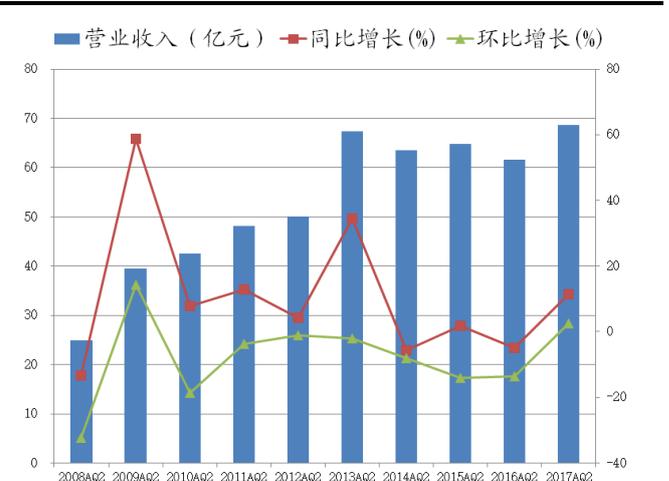
第二季度历来是公司的经营淡季。2017年,公司在第二季度单季营收上,实现2009年之后首次环比增长;实现2013年之后首次同比双位数增长;已超过2013年水平,创历史新高。预计公司在2017年第三、第四季度,将迎来经营旺季,单季收入有望继2016年第三、第四季度后再次实现环比双位数增长。

图 3: 2014-17 年公司单季度营收及增速



资料来源: Wind、中原证券

图 4: 2008-17 年公司第二季度营收及增速

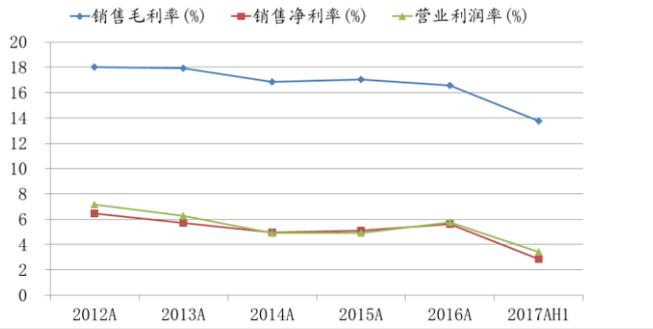


资料来源: Wind、中原证券

3. 成本高企毛利触底

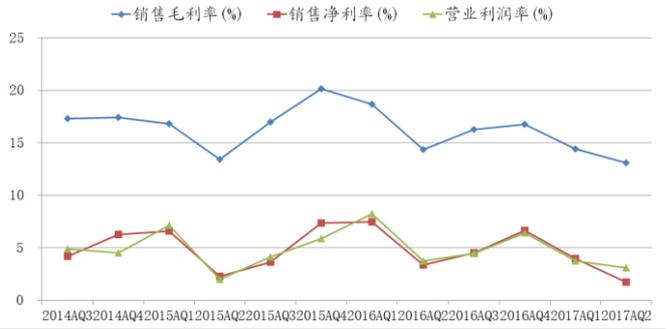
2017年上半年，公司实现毛利率13.75%，同比下滑2.92个百分点，主要是由于液晶面板价格持续大幅上涨所致。

图 5：2012-17 年公司盈利能力



资料来源：Wind、中原证券

图 6：2014-17 年公司单季度盈利能力



资料来源：Wind、中原证券

面板价格高企的局面未来有望得到显著缓解。根据中国电子视像行业网，7月份TV面板价格大幅下降；长期方面，未来中国大陆将有6+条10.5代线、10条8代线、10条5.5/6代OLED产线：在出货总量不萎缩的情况下，若未来3年每年平均尺寸成长低于2.5英寸的话，那么到2020年，将难免会出现供应过剩。

因此，我们预计公司毛利率于2017年上半年触底；2017年下半年和2018年有望逐步提升，业绩将随之好转。

4. 激光电视前景广阔

2017年上半年，激光电视等新显示技术产品发展迅猛。根据中怡康数据，激光电视零售量同比增长了366.17%，显示出广阔的市场前景。

2017年1月在美国国际消费电子展上，公司推出了全球首款双色4K激光电视，色域高达110%NTSC，屏幕亮度高达350nit，核心性能指标已经超越高端液晶电视。通过多年来在激光显示技术方面的投入和积累，海信激光电视目前在激光显示领域已拥有320多项核心专利技术。海信4K激光电视具有色域范围广、寿命长、视觉舒适度高、节能环保等优势，其4K激光光学引擎实现了自主研发设计，掌握了70%的制造成本，从而牢牢把握了产业自主发展的主动权。根据中怡康数据，2017年6月，海信激光电视占80英寸及以上电视市场的份额已经超过50%。

激光电视得到了政府的支持：在中报递延收益科目中，激光显示综合性能表征测试平台及标准化研究项目本期新增补助金额164.60万元；大功率全色激光光源关键技术研发及4K激光电视产业化项目本期新增补助金额156.00万元。

预计2017年下半年和2018年，公司激光电视业务将延续快速发展的势头。

5. 互联网运营大发展

2017年上半年，公司继续大力发展互联网运营业务，依托大数据平台、人工智能等方面的技术平台布局，在运营能力及增值业务拓展上取得快速发展，海信的互联网电视用户激活量为全球最高。

表 1: 公司互联网运营业务用户户数

平台	服务	用户户数
聚好看	互联网视频	1965 万
聚好学	在线教育	736 万优质用户
聚好玩	游戏	1268 万累计用户，91 万日活跃用户

资料来源：公司公告、中原证券

聚好看操作很便捷：用户只要绑定微信公众号，即可在手机端遥控海信智能电视，实现语音搜索、点播影片等功能。聚好看云平台为电视用户带来更好的影视等内容和服务，为海信电视拓展市场、争取更高的市场占有率创造了有利条件。同时，公司致力于将该云平台业务打造为海信集团所有智能终端产品的云平台和运营平台，为海信智能电视、智能手机及智能空调、智能冰箱和智能洗衣机等所有智能家电产品及设备的互联网接入提供服务，并不断拓展向第三方客户提供服务。

考虑到海信互联网电视全球激活用户数从 2016 年年报的 2343 万增长到 2017 年 6 月底的 2679 万，预计 2017 年下半年和 2018 年，公司互联网运营业务将保持较快的发展。

6. 赛事赞助布局海外

公司 2017 年 4 月 7 日披露，海信集团与国际足联签署《世界杯赞助协议》，成为 2018 年世界杯的电视官方赞助商和官方电视机产品供应商。回顾历史，海信集团赞助重大体育赛事对公司的国外营收有积极影响：2013 年 11 月 15 日，海信与澳大利亚网球协会有限公司正式签署协议，成为全球四大顶级网球赛事之一的澳网公开赛赞助商；随后的 2014 年，公司国外营收同比增长 25.59%；2016 年 1 月 14 日，欧足联和海信集团在北京共同宣布，海信将成为 2016 年欧洲杯的顶级赞助商，同时也将成为 2018 年世界杯欧洲区预选赛的全球赞助商；当年，公司国外营收同比增长 23.18%。

表 2: 2013-16 年公司国外营收及增速

年度	2013A	2014A	2015A	2016A
营业收入（亿元）	57.98	72.81	78.82	97.08
同比增长（%）	8.69	25.59	8.24	23.18

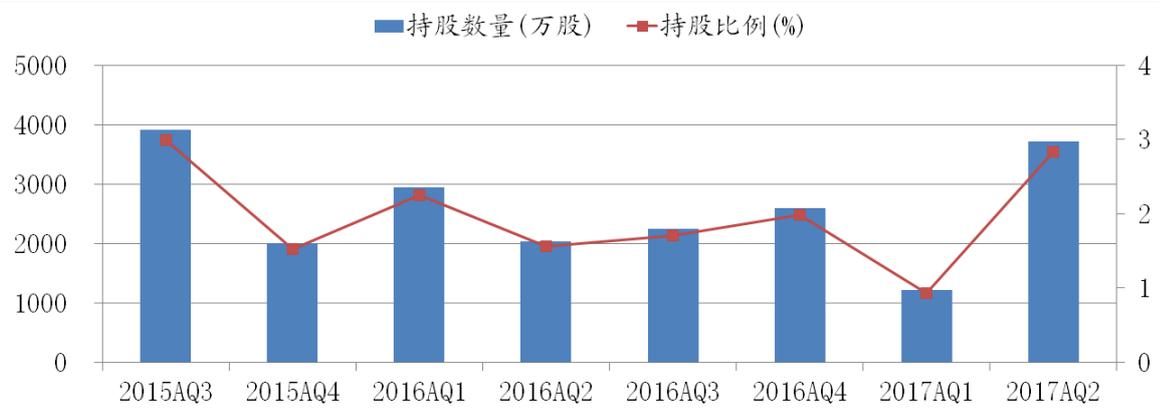
资料来源：Wind、中原证券

作为世界杯电视官方赞助商和官方电视机产品供应商，海信集团的国际知名度有望进一步提升，预计公司 2018 年国外营收将有较快增长。

7. 证金持股比例提升

截至 2017 年 6 月 30 日，证金公司持股比例为 2.83%，与 3 月 31 日相比提升 1.90 个百分点。

图 7：2015-17 年中国证券金融股份有限公司持股变动情况



资料来源：Wind、中原证券

8. 盈利预测与投资建议

预测公司 2017-18 年全面摊薄后 EPS 分别为 1.08 元与 1.43 元，按 8 月 18 日 14.63 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 13.5 倍与 10.3 倍。目前估值较为合理，首次给予“增持”的投资评级。

9. 风险提示

行业出现价格战、系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总 (百万元)

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	30,190.0	31,832.5	32,532.8	34,810.1	37,594.9	成长性					
减: 营业成本	25,050.0	26,553.9	27,669.1	29,240.5	31,391.7	营业收入增长率	4.1%	5.4%	2.2%	7.0%	8.0%
营业税费	106.0	180.4	130.1	139.2	150.4	营业利润增长率	4.3%	24.1%	-20.0%	36.4%	18.3%
销售费用	2,684.1	2,251.9	2,277.3	2,436.7	2,631.6	净利润增长率	6.3%	18.1%	-19.3%	31.4%	16.4%
管理费用	835.4	969.8	1,073.6	1,044.3	1,127.8	EBITDA 增长率	6.3%	21.4%	-17.3%	32.2%	15.6%
财务费用	-6.4	-24.5	-34.2	-35.4	-61.9	EBIT 增长率	7.1%	22.9%	-20.8%	37.2%	17.3%
资产减值损失	52.4	112.5	32.0	36.0	40.0	NOPLAT 增长率	5.8%	23.6%	-22.1%	37.2%	17.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.1%	26.2%	17.2%	5.7%	-0.4%
投资和汇兑收益	10.9	46.9	84.0	55.0	55.0	净资产增长率	9.9%	11.3%	7.6%	9.2%	9.8%
营业利润	1,479.6	1,835.4	1,468.8	2,003.8	2,370.2	利润率					
加: 营业外净收支	308.7	235.5	235.0	235.0	235.0	毛利率	17.0%	16.6%	15.0%	16.0%	16.5%
利润总额	1,788.3	2,070.9	1,703.8	2,238.8	2,605.2	营业利润率	4.9%	5.8%	4.5%	5.8%	6.3%
减: 所得税	251.8	281.8	255.6	335.8	390.8	净利润率	4.9%	5.5%	4.4%	5.4%	5.8%
净利润	1,488.8	1,758.9	1,419.3	1,864.9	2,170.1	EBITDA/营业收入	5.6%	6.4%	5.2%	6.4%	6.9%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.9%	5.7%	4.4%	5.7%	6.1%
货币资金	3,254.4	2,596.3	2,602.6	2,784.8	4,374.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	17	15	13	10	7
应收帐款	2,149.0	2,335.6	2,544.3	3,064.0	3,410.7	流动营业资本周转天数	73	87	108	115	111
应收票据	9,598.7	8,498.6	9,033.0	9,725.8	9,698.2	流动资产周转天数	218	219	235	237	235
预付帐款	39.7	48.2	59.4	70.6	86.4	应收帐款周转天数	24	25	27	29	31
存货	2,800.6	3,738.9	3,946.9	3,850.5	3,648.6	存货周转天数	37	37	43	40	36
其他流动资产	586.6	3,113.5	4,000.0	4,100.0	4,200.0	总资产周转天数	248	247	259	256	251
可供出售金融资产	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	投资资本周转天数	93	104	124	128	122
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	49.6	171.8	171.8	171.8	171.8	ROE	12.5%	13.3%	10.0%	12.0%	12.8%
投资性房地产	171.8	193.8	193.8	193.8	193.8	ROA	7.3%	7.9%	6.0%	7.5%	8.2%
固定资产	1,389.5	1,225.6	1,045.7	858.6	664.1	ROIC	17.2%	19.1%	11.8%	13.8%	15.4%
在建工程	30.5	25.2	67.4	107.9	146.8	费用率					
无形资产	214.8	226.5	206.5	186.4	166.4	销售费用率	8.9%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	627.6	508.9	262.9	262.9	262.9	管理费用率	2.8%	3.0%	3.3%	3.0%	3.0%
资产总额	20,921.3	22,691.4	24,142.8	25,385.6	27,032.8	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
短期债务	-	-	437.2	19.7	-	三费/营业收入	11.6%	10.0%	10.2%	9.9%	9.8%
应付帐款	5,962.9	5,678.3	5,496.9	5,711.9	5,763.5	偿债能力					
应付票据	1,827.9	2,581.5	2,798.7	2,887.0	2,868.2	资产负债率	41.6%	40.0%	39.3%	37.0%	35.1%
其他流动负债	832.8	707.6	596.9	675.0	750.7	负债权益比	71.1%	66.7%	64.8%	58.8%	54.0%
长期借款	6.5	6.5	66.1	6.5	6.5	流动比率	2.14	2.27	2.38	2.54	2.71
其他非流动负债	65.1	106.9	100.0	95.0	90.0	速动比率	1.81	1.85	1.95	2.12	2.32
负债总额	8,695.2	9,080.8	9,495.8	9,395.1	9,478.9	利息保障倍数	-229.34	-73.81	-41.95	-55.57	-37.29
少数股东权益	341.9	426.3	455.3	493.3	537.6	分红指标					
股本	1,308.5	1,308.5	1,308.5	1,308.5	1,308.5	DPS(元)	0.34	0.40	0.33	0.43	0.50
留存收益	10,575.8	11,889.7	12,883.2	14,188.7	15,707.8	分红比率	29.9%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	12,226.1	13,610.6	14,647.0	15,990.5	17,553.9	股息收益率	2.3%	2.8%	2.2%	2.9%	3.4%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,536.5	1,789.2	1,419.3	1,864.9	2,170.1	EPS(元)	1.14	1.34	1.08	1.43	1.66
加: 折旧和摊销	321.4	412.1	252.8	261.6	270.6	BVPS(元)	9.08	10.08	10.85	11.84	13.00
资产减值准备	52.4	112.5	32.0	36.0	40.0	PE(X)	12.9	10.9	13.5	10.3	8.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
财务费用	2.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	P/FCF	28.4	-50.3	133.6	27.2	8.7
投资收益	-10.9	-46.9	-84.0	-55.0	-55.0	P/S	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
少数股东损益	47.7	30.3	29.0	38.1	44.3	EV/EBITDA	9.2	8.0	10.1	7.4	5.8
营运资金的变动	-989.3	-2,213.8	-1,750.7	-922.1	-231.3	CAGR(%)	7.4%	7.4%	0.1%	7.4%	7.4%
经营活动产生现金流量	1,105.3	2,470.4	-101.8	1,223.3	2,238.5	PEG	1.7	1.5	106.9	1.4	1.2
投资活动产生现金流量	-404.5	-2,735.8	-11.0	-40.0	-40.0	ROIC/WACC	1.7	1.9	1.1	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	-428.3	-1,668.9	119.2	-1,001.2	-608.8	REP	1.1	0.9	1.2	1.0	0.8

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。