

海信电器 (600060.SH) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

一超再超预期, 海信全年预增 100%以上!

事件

海信电器于 2012 年 1 月 12 日发布公告: 公司 2011 年全年净利润同比增长 100%以上。2010 年同期归属上市公司股东净利润 8.35 亿元, EPS 为 0.963 元。本次预增由公司财务部门初步测算, 并未经审计。

评论

超预期程度接近 50%! 前期市场一致预期的业绩增速在 45-55%之间。

4Q11 净利润接近前 3 季度总和, 单季净利率估计超过 10%。 公司 2011 全年净利润达 16.7 亿元以上, 前三季度净利润总和为 8.86 亿元, 则 4Q11 净利润约 8 亿元, 接近前 3 季度总和, 在 4Q10 净利率已经高达 6.4%的情况下, 单季净利润增速高达 115%以上! 从跟踪来看, 我们估计 4Q11 单季收入增速在 20-30%、单季净利率在 10.5-11.5%之间, 超强的盈利能力。自 2007 年以后 (进入平板时代), 公司净利率逐年提升 (图表 1), 显示出和同类上市公司相比更稳健和更强劲的盈利能力 (2011 年已经超过创维, 图表 2)。

4Q业绩第四次超预期的原因是多重因素的复合作用, 显示出公司系统性综合竞争力的优秀:

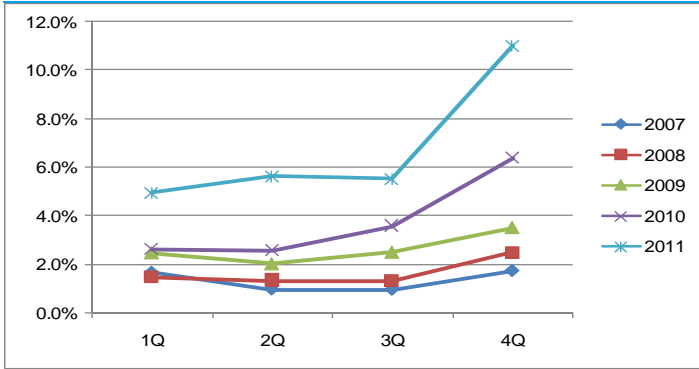
- 1) **内销由于以旧换新到期的末班车效应和春节提前而提前进入旺季, 高毛利产品销售占比大提升毛利率:** 由于 2012 年元旦与春节 (1 月 23 日) 相隔很近, 渠道备货集中于 2011 年 11、12 月, 带动收入增长; 另外以旧换新末班车效应, 公司增加新品吸引消费者, 智能电视、3D 电视、LED 电视占比一直高于行业平均水平, 促使 12 月销量大增同时毛利率也提升。
- 2) **液晶面板价格仍在下降降低原材料成本, 贡献毛利率。** (图表 3)
- 3) **出口量大增降低销售和管理费用率:** 公司今年出口增速前低后高 (图表 4)、全年来看出口量增估计有 50%水平, 尽管今年产品出口结构偏中小尺寸 (全球经济不佳影响消费能力)、收入增速只有 20%水平, 但由于公司的出口是和海信国际的关联交易, 只要负责制造, 所以基本没有费用, 因此出口量大增降低了销售和管理费用率, 这一现象从三季报就有体现, 4Q 继续发挥作用。
- 4) **公司运营高效, 库存控制得当, 今年以来财务费用一直为负。** 以较小的库存运作庞大的销售, 使库存减值损失减小, 同时库存占用资金少, 是财务费用少。这一因素并非偶然性的, 而是显示出公司系统性综合竞争力的优秀。

投资建议

大幅上调公司 2011 和 2012 年盈利预测: 预计 2011-2013 年收入 238.7、268.3、293.6 亿元, 增速 12.2%、12.4%、9.4%; EPS 为 1.958、1.811、1.845 元, 净利润增速 103%、-7.5%、1.8%。2012 年盈利预测较前次上调 11%。

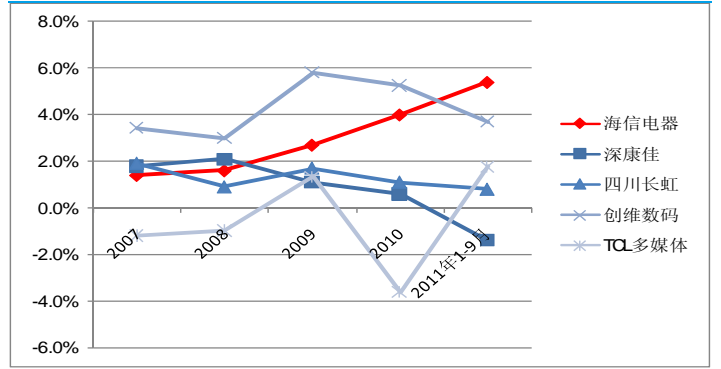
投资建议: 这已经是海信今年以来的第四次业绩超预期, 而且本次的超预期应该出乎全市场的预料, 一而再再而三地超预期绝非偶然因素, 而是公司以技术研发和高效运营为核心的系统性综合竞争力的不断卓越。现价相当于仅为 6.3X11PE/6.8X12PE, 即使由于 11 年提前透支了 12 年需求 (行业性因素) 另公司 2012 年业绩或小幅下降, 依然是绝对低估值, 因此对股价应有很好的正面刺激, 我们维持买入评级和 12 个月 18 元的目标价。

图表1: 2007年以后(进入平板时代), 公司净利率逐年提升

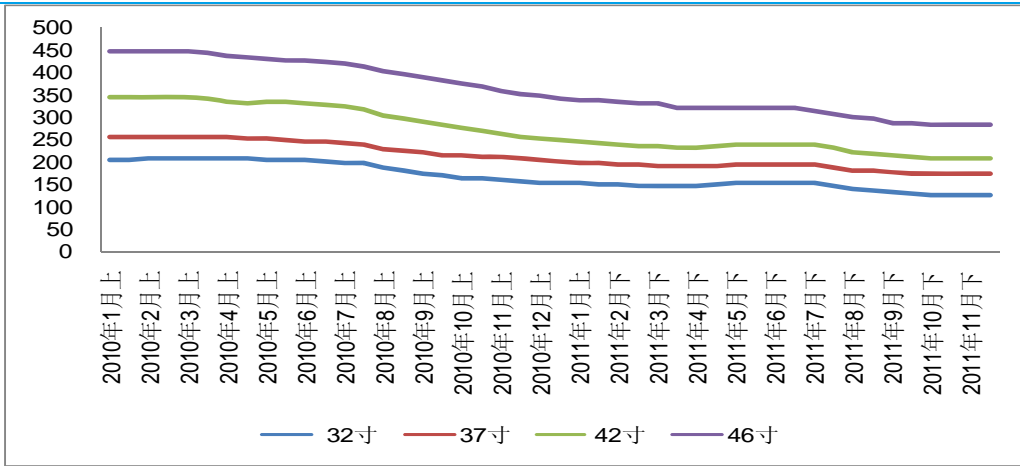


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司显示出和同类上市公司相比更稳健和更强劲的盈利能力(2011年已经超过创维)

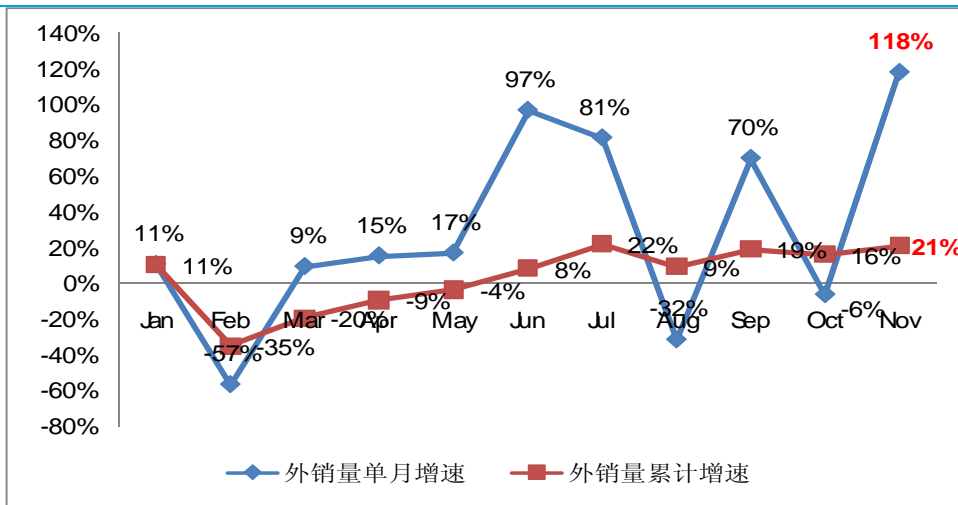


图表3: 液晶面板价格继续下降



来源: Displaysearch, 国金证券研究所

图表4: 尽管产业在线口径偏小, 但也能看出公司出口量增速前低后高的趋势



来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表5: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	13,407	18,407	21,264	23,867	26,832	29,360
增长率		37.3%	15.5%	12.2%	12.4%	9.4%
主营业务成本	-11,026	-14,905	-17,576	-18,880	-21,512	-23,803
% 销售收入	82.2%	81.0%	82.7%	79.1%	80.2%	81.1%
毛利	2,381	3,502	3,688	4,987	5,320	5,556
% 销售收入	17.8%	19.0%	17.3%	20.9%	19.8%	18.9%
营业税金及附加	-54	-51	-66	-48	-54	-59
% 销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-1,711	-2,511	-2,260	-2,506	-2,952	-3,171
% 销售收入	12.8%	13.6%	10.6%	10.5%	11.0%	10.8%
管理费用	-314	-366	-370	-477	-537	-558
% 销售收入	2.3%	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	303	574	992	1,956	1,778	1,769
% 销售收入	2.3%	3.1%	4.7%	8.2%	6.6%	6.0%
财务费用	-68	-34	-52	12	11	27
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-30	-75	-53	-31	-17	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	18	5	10	15
% 税前利润	0.2%	0.7%	1.9%	0.2%	0.5%	0.8%
营业利润	205	469	906	1,942	1,783	1,809
营业利润率	1.5%	2.5%	4.3%	8.1%	6.6%	6.2%
营业外收支	64	145	74	60	70	80
税前利润	269	614	979	2,002	1,853	1,889
利润率	2.0%	3.3%	4.6%	8.4%	6.9%	6.4%
所得税	-58	-112	-140	-300	-278	-283
所得税率	21.4%	18.3%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	211	502	839	1,702	1,575	1,606
少数股东损益	-14	4	4	5	5	7
归属于母公司的净利润	225	498	835	1,697	1,570	1,599
净利率	1.7%	2.7%	3.9%	7.1%	5.9%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	211	502	819	1,702	1,575	1,606
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	215	253	135	251	247	247
非经营收益	7	-165	-62	153	-81	-95
营运资金变动	-215	-225	-351	-2,245	1,554	55
经营活动现金净流	218	365	541	-139	3,295	1,813
资本开支	-94	-174	-238	-138	-172	-55
投资	-4	-109	0	167	-1	0
其他	0	0	2	5	10	15
投资活动现金净流	-98	-284	-235	34	-163	-40
股权募资	0	1,504	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-19	0	1
其他	-65	-63	-82	16	0	0
筹资活动现金净流	-65	1,441	-82	-4	0	1
现金净流量	54	1,523	224	-109	3,132	1,773

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	676	2,198	2,437	2,328	5,460	7,233
应收款项	2,858	4,262	5,897	6,602	7,422	8,045
存货	1,193	2,396	2,544	2,483	2,844	3,036
其他流动资产	36	29	26	19	0	26
流动资产	4,763	8,885	10,904	11,432	15,726	18,341
% 总资产	80.5%	86.0%	87.4%	90.7%	93.0%	94.6%
长期投资	41	153	167	0	0	0
固定资产	955	1,017	1,088	1,101	1,108	995
% 总资产	16.2%	9.8%	8.7%	8.7%	21.0%	20.9%
无形资产	119	104	101	73	65	59
非流动资产	1,151	1,445	1,573	1,173	1,176	1,056
% 总资产	19.5%	14.0%	12.6%	9.3%	7.0%	5.4%
资产总计	5,914	10,330	12,477	12,605	16,901	19,397
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,730	5,044	6,397	4,808	7,496	8,304
其他流动负债	10	203	268	270	328	385
流动负债	2,741	5,247	6,666	5,078	7,823	8,689
长期贷款	7	7	7	7	7	8
其他长期负债	90	59	19	0	0	0
负债	2,837	5,312	6,692	5,085	7,830	8,696
普通股股东权益	2,959	4,907	5,673	7,386	8,956	10,554
少数股东权益	117	124	129	134	139	146
负债股东权益合计	5,914	10,343	12,494	12,605	16,925	19,397

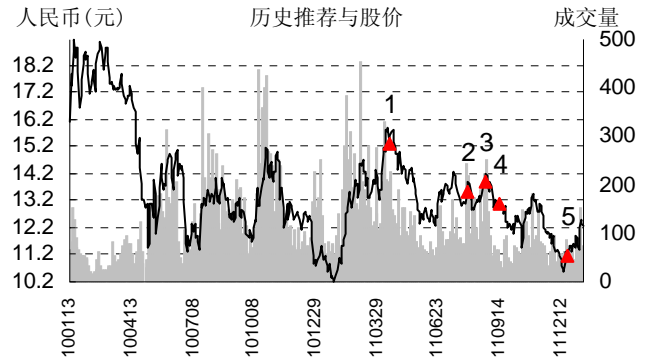
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.456	1.009	1.445	1.958	1.811	1.845
每股净资产	5.993	8.493	6.546	8.522	10.334	12.178
每股经营现金净流	0.440	0.632	0.645	-0.160	3.802	2.092
每股股利	0.000	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.60%	10.15%	14.72%	22.97%	17.53%	15.15%
总资产收益率	3.80%	4.82%	6.68%	13.46%	9.27%	8.24%
投入资本收益率	7.71%	9.31%	14.64%	22.09%	16.60%	14.04%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.65%	37.29%	15.52%	12.24%	12.42%	9.42%
EBIT增长率	-3.86%	89.64%	72.89%	97.18%	-9.11%	-0.51%
净利润增长率	10.37%	121.47%	67.57%	103.21%	-7.48%	1.84%
总资产增长率	-5.84%	74.90%	20.80%	1.02%	34.27%	14.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.2	11.8	13.3	14.0	14.0	13.0
存货周转天数	53.7	45.5	53.5	50.0	50.0	48.0
应付账款周转天数	60.6	54.5	68.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	24.8	20.0	18.7	17.2	15.3	12.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.76%	-43.57%	-41.89%	-30.87%	-59.96%	-67.53%
EBIT利息保障倍数	4.4	16.8	19.2	-166.7	-158.9	-66.0
资产负债率	47.98%	51.36%	53.56%	40.34%	46.26%	44.83%

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-18	买入	15.31	21.00 ~ 22.00
2	2011-08-01	买入	13.51	17.80 ~ 17.80
3	2011-08-24	买入	13.92	17.80 ~ 17.80
4	2011-09-15	买入	13.08	18.00 ~ 18.00
5	2011-12-20	买入	11.16	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B