

## 海信电器 (600060.SH)

## 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

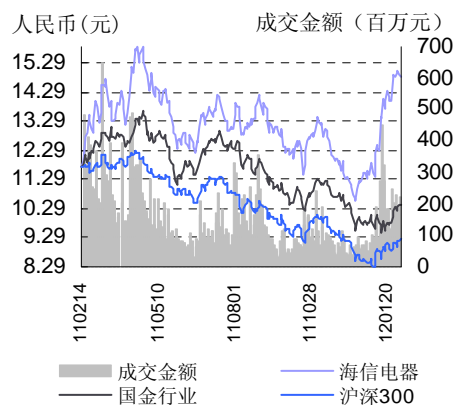
公司研究

市价(人民币): 14.87元  
目标(人民币): 19.30-20.60元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	868.87
总市值(百万元)	12,920.16
年内股价最高最低(元)	15.87/10.55
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

1. 《一起再超预期,海信全年预增 100% 以上!》, 2012.1.13
2. 《海信电器股东增持公司股份》, 2011.12.20
3. 《三季度销量提速,智能和 3D 电视巩固利润率》, 2011.9.15

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

## 超强盈利能力还将持续, 智能电视或催化估值

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.009	1.445	1.933	2.062	1.975
每股净资产(元)	8.49	6.55	8.50	10.56	12.53
每股经营性现金流(元)	0.63	0.65	-0.19	4.27	2.23
市盈率(倍)	25.56	7.99	7.69	7.21	7.53
行业优化市盈率(倍)	48.53	33.49	32.19	32.19	32.19
净利润增长率(%)	121.47%	67.57%	100.62%	6.67%	-4.20%
净资产收益率(%)	10.15%	14.72%	22.74%	19.52%	15.76%
总股本(百万股)	493.77	577.77	866.65	866.65	866.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **去年第四季度业绩超预期原因:** 主要因以旧换新末班车效应拉动终端需求、春节提前造成去年 12 月提前发货、以及出口大幅增长令收入增长明显提速(估算为 30%); 收入增长提速带来费用率同比环比都是小幅下降; 毛利率同比 4Q10、环比 3Q11 都有明显上升(估算为 22.9%)。海信业绩大超预期至今依然有投资者不理解超预期的原因, 公司方面的说明也只是定性的, 因此我们在报告中用定量分析来说明。
- **2012 年预计销量稳定增长、超强盈利能力还将持续:** 公司对出口 2012 年达到 300-400 万台出货量, 内外销合计总体销量稳定增长有信心。产品结构优于竞争对手可以持续; 模组自制优势也可以持续; 出口带动销量增长还带来供应链规模效应。我们定量地通过地区结构、产品结构、分产品均价、分产品毛利率来预测 2012 年每个季度公司的收入增长、综合毛利率、净利率, 估计公司 2012 年内销量增长约 7%, 出口量增长 40%, 合计销量增长 16%; 超强盈利能力还将持续, 预计收入增长 6%、利润增长 7%。
- **有关智能电视时代的竞争及苹果电视:** 海信在智能电视的推进上国内领先, 中怡康的海信智能电视份额 20%, 高于海信在全部电视 14% 的市场份额。如果苹果电视推得非常成功, 那么整个智能电视的产业就会迎来一个爆发的时代。目前国内企业都在推但是都没有形成非常好的产业化。

## 盈利预测、估值及投资建议

- 我们上调公司 2012、2013 年利润预期: 预计 2011-2013 年收入为 241.7、256.0、269.6 亿元, 收入同比增速为 13.7%、5.9%、5.3%; 每股收益为 1.929、2.059、1.981 元, 净利润同比增速为 100.6%、6.7%、-4.2%。2012 年分季度看利润增速, 前三季度都有望保持在 50% 左右。
- 我们认为 12 个月公司合理估值为 10X11PE-10X12PE, 即 19.3-20.6 元。而且, 苹果推出智能电视和平板电视节能补贴推出的预期或能催化公司估值水平。维持买入建议。

## 风险

- 面板进口关税推出(或从 3% 上调至 5%, 但是整体上调还是结构性上调还不确定)、电子回收基金开征, 都对整机企业有一定负面影响。

## 内容目录

去年第四季度业绩超预期原因分拆 .....	3
第四季度业绩超预期原因 .....	3
其中，毛利率明显上升的原因来自于三方面 .....	3
国金观点—— .....	3
2012 年预计销量稳定增长、超强盈利能力还将持续 .....	4
总体销量增长 17%有信心 .....	4
产品结构优于竞争对手可以持续 .....	5
模组自制优势也可以持续，出口带动销量增长还带来供应量规模效应 .....	5
国金观点—— .....	6
其他交流要点 .....	7
面板供应链及面板关税 .....	7
渠道建设今年重点是三四级市场专卖店和调整销售人员适应智能化产品 .....	7
有关智能电视时代的竞争及苹果电视 .....	8
最大的困难是人才，标杆企业是三星 .....	8
盈利预测、估值、投资建议 .....	8
上调未来两年盈利预测 .....	8
苹果智能电视和平板电视节能补贴的推出或催化估值 .....	8
投资建议 .....	9
风险提示 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	10

## 图表目录

图表 1: 海信电器利润表指标及预测 .....	4
图表 2: 按产品结构估算公司综合毛利率 .....	4
图表 3: 海信在中怡康、家电下乡、出口市场中的份额均上升 .....	7
图表 4: 海信电器历史 PE (TTM) .....	9
图表 5: 海信电器历史相对沪深 300 (剔除金融) 的 PE (TTM) 估值比 .....	9

## 去年第四季度业绩超预期原因分析

### 第四季度业绩超预期原因

- 以旧换新末班车效应拉动终端需求、春节提前造成去年 12 月提前发货、以及出口大幅增长令收入增长明显提速;
- 收入增长提速带来费用率同比环比都是小幅下降;
- 毛利率同比 4Q10、环比 3Q11 都有明显上升。
- 四季度资金管理和资金运作的收益冲减了一部分财务费用; 另外四季度还有两个 1000-2000 万级别的技术奖励基金; 但这些都不是主要因素。

### 其中, 毛利率明显上升的原因来自于三方面

- 产品结构好。3D 和智能电视在 2011 年销售占比迅速上升。智能电视出货占比 10%左右。和其他品牌相比, 海信的产品线最全, 在高端产品的市场份额明显占优:
  - 中怡康城市零售量占有率海信在全部彩电是 14%, 但在 LCD 电视是 15%在 LED 电视是 20%、在智能电视是 20%、在 3D 电视是 21%;
  - Display Search 全球电视机市场份额海信在全部电视是 4%, 但在 LED 电视是 5.8%、在 3D 电视是 6.1-6.2%。
- 去年年中开始推出的新产品成本合适、设计优化, 单品毛利空间有明显提升, 十一开始放量销售所以对业绩的贡献主要体现在四季度。
- 综合供应链成本控制也有体现。模组自制四季度规模比前三季度大。模组自制率达到 50%, 大尺寸模组实现自制(现在 42 寸可以做到。47 寸有一部分。再往上做不到。3D 模组 4Q11 也能做了, 自制比例刚开始)。

### 国金观点——

- 海信业绩大超预期至今依然有投资者不敢相信超预期的原因, 公司方面的说明也只是定性的, 因此我们用定量分析来说明:
  - 推算公司 4Q11 单季度收入增长 30%、毛利率 22.9%、销售费用率 9.8%、管理费用率 1.4%、财务费用率-0.1%、净利率 10.2%。(图表 1)
  - 推算公司单季度毛利率 22.9%主要基于产品结构的变化(量化测算见图表 2)。

图表1: 海信电器利润表指标及预测

		2010				2011				2012E				
		1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11E	1Q12E	2Q12E	3Q12E	4Q12E	2012E
		(固定资产折旧年限尚未缩短)												
单季收入及增速	营业收入(百万元)	5230	4259	5853	5922	4994	4805	6666	7698	4994	5525	7599	7506	25624
	收入 YoY	51%	8	4%	11%	-5%	13%	14%	30%	0%	15%	14%	2.5%	6.05%
利润表结构百分比	毛利率	16.8%	13.6%	17.1%	20.8%	21.4%	19.4%	19.3%	22.9%	22.7%	22.4%	21.5%	20.5%	21.6%
	-营业税金及附加	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.6%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
	-销售费用率	11.0	9.2%	10.6%	11.4%	12.4%	11.8%	10.0%	9.8%	11.5%	11.5%	11.0%	11.0%	11.2%
	-管理费用率	1.9%	1.8%	1.9%	1.4%	2.4%	2.2%	1.9%	1.4%	2.4%	2.2%	2.0%	2.0%	2.1%
	-财务费用率	0.7%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
	-资产减值损失	-0.1%	-0.5%	0.3%	1.0%	0.0%	-0.7%	0.7	0.5%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	
	+营业外收支	0.2%	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	
	=利润总额	3.2%	3.1%	4.3%	7.0%	6.3%	6.2%	6.5%	11.9%	8.8%	8.5%	8.3%	7.6%	
	-所得税费用	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.2%	
	-少数股东损益	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
归属于母公司所有者净利润率	2.6%	2.6%	3.6%	6.4%	5.3%*	5.3%	5.5%	10.2%	7.4%	7.2%	7.0%	6.4%	7.0%	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	137	110	210	378	264	254	368	787	369	397	536	483	1785
	净利润 YoY	59%	36%	48%	100%	92%	131%	75%	109%	48%	56%	45%	-39%	6.7%

\*标注说明:

1) 公司于 2011 年 6 月 16 日公告变更固定资产折旧年限(缩短), 从半年报开始调整, 因此 1Q11 净利率还是未调整前, 估计调整后净利率约为 5%。

2) 1Q12E 的净利润同比增长按 1Q11 净利率为 5%的估计(可比口径)得出。

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 按产品结构估算公司综合毛利率

产品结构	4Q11E			2012 年销量占比 E					2012 年均价系数 E (以 2011 年的内销普通 LED 电视均价为 1)					2012 年毛利率 E			
	销量占比	均价系数	毛利率	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q
智能电视(包括 3D 智能电视)	2.5%	1.8	45%	4%	8%	12%	16%	14%	1.70	1.60	1.40	1.20	1.25	41%	37%	34%	30%
3D 电视	17.5%	1.2	28%	21%	24%	28%	32%	30%	1.15	1.10	1.00	0.96	1.00	28%	26%	24%	23%
内销普通 LED 电视	25%	1	25%	22%	19%	15%	10%	12%	0.97	0.94	0.92	0.90	0.92	24%	23%	22%	20%
内销普通 LCD 电视	25%	0.8	22%	23%	19%	13%	8%	11%	0.78	0.76	0.74	0.72	0.73	20%	18%	17%	16%
出口电视	30%	0.5	7%	30%	30%	32%	34%	33%	0.48	0.47	0.46	0.45	0.46	6.5%	6.1%	5.8%	5.5%
合计	100%		22.9%	100%	100%	100%	100%	100%						22.7%	22.4%	21.5%	20.5%

来源: 公司调研, 国金证券研究所

2012 年预计销量稳定增长, 超强盈利能力还将持续

总体销量增长 17%有信心

- 4Q11 的大幅增长中有 1) 以旧换新末班车效应拉动终端需求、2) 今年春节提前造成去年 12 月提前发货的原因。这两方面因素不可持续。
- 但公司对出口 2012 年达到 300-400 万台出口量，内外销合计总体销量增长 17%有信心。
  - 出口盈利能力：净利率水平和内销相差不到 1 个点。
  - 出口 11 年和 10 年有所不同：2011 年国外有危机影响，出货比重上 11 年尺寸在减小，出口总量增长很可以。出口地区分布是北美、澳洲、南非、中东为主。出口品牌收入占比是 2010 年 30%、2011 年后段有 45%。
  - 出口规模的上升对于供应链的议价能力和整体的盈利能力是有好处的。
- 内销市场上保持现有的市场份额也有信心，为对冲城市消费的乏力，2012 年公司还将加大专卖店建设（海信现在三四级市场出货占比达到 50%）。
- 1 月份海信内销量是下降的，但主要是因为工作日减少，而且 3D 的出货和智能电视的出货不错。

### 产品结构优于竞争对手可以持续

（部分内容来自我们 2011 年 9 月的公司报告《三季度销量提速，智能和 3D 电视巩固利润率》）

- 2012 年电视机产品的消费升级除了 LED、3D、智能电视渗透率继续提高以外，五一期间会有超窄边框批量化发售。
- 智能电视海信从去年五一推 2 个系列 4 款开始起步，目前还是处在市场的培育和导入，现在内销出货占比已达 10%左右。公司将在用户体验上进一步完善人机互动。智能电视硬件略有变化，软件成本如果量做到百万台就可以摊销。和普通相差几百块的成本；而零售价可以相差 20-30%。智能电视推出时的毛利率起点比 3D 电视还高，新品智能电视的毛利率有 40-50%。
- 3D 电视海信春节期间占比已经超过 30%。估计 3D 毛利率大致在 25%以上（27-28%）。3D 电视和普通电视的成本相差 300-600 元，目前终端价格相差 20-30%。
  - 3D 电视公司的渗透率比其他公司高，是因为去年年初就调整了大连锁，把 3D 和非 3D 分开展示、主力推广，做专门的推广区，这个是重要的决定。另外，前端 3D 液晶屏的配套稳定。
  - 3D 渗透率能够上升到什么程度，从需求端不好判断（现在有些地区已经开始可以用高清的机顶盒来看 3D 节目），但是厂家推广的角度肯定会强推，但是能不能推到出货占比 50%以上还看不清楚。
- LED 电视现在包含出口占比大约为 60-70%。普通 LED 电视上公司也会非常重视。LED 和普通 LCD 的成本差别已不大（LCD 厚度 5-6cm、LED 厚度 2-3cm；LED 灯珠及配套和 LCD 价格会不会倒挂要看供应链），但价格相差 10-15%。

### 模组自制优势也可以持续，出口带动销量增长还带来供应量规模效应

- 制成上，海信的模组自制深度深，可以只买 opencell 然后自己做灯条。导光上去年的进步非常大，中大尺寸导光板自制（其他企业是买来用的），买整块导光板自己裁切。
  - 海信 07 年开始做模组后道，08、09 年开始慢慢买 opencell，当时上游厂商液晶屏供应紧张所以不愿意卖散件。但后来供求形势发生了变化，上游套件供应商有规模压力就愿意卖散件了。2009 年做了 200 万片、2010 年 400 万片、2011 年大概是 500 万片。

- 2012 年模组自制还可以再提升十几个百分点：前期有个公告在广东开生产基地，设计产能 100 万套，含模组。贵阳模组 2012 年还能贡献 50 万台产能。
- 海信的驱动 IC 虽然是外购的，但是驱动 IC 里面的控制程序是自己做的（这个很关键）。
- 海信的成本优势体现在 2 点：1）规模大了，信用度好，议价能力强了。2）模组为核心往前端带来的成本下降空间也很关键。

国金观点——

- 我们同样定量地通过地区结构、产品结构、分产品均价、分产品毛利率来预测 2012 年每个季度公司的收入增长、综合毛利率、净利率（图表 1、2）。结论是 2012 年公司在销量稳定增长的情况下，超强盈利能力还将持续；预计收入增长 2%、利润增长 8%（此前在海信预增公告点评中我们保守预计 2012 年利润小幅下降，本次上调）：
  - 我们估计公司 2012 年内销量增长约 7%（比行业增长略快一些），出口量增长 40%（2011 年海信出口量增速约为 50%），合计销量增长 16.9%。看好海信出口增长主要基于海信出口市场并未以欧美为主，同时日企放弃制造也带来海外订单向中国电视机企业的转移。历史上我国电视机出口主体主要是合资厂和专门的代工厂，这些企业出于战略方向的调整或是劳动力成本上升，都在主动或被动地放弃一部分出口订单；而海信、TCL 等企业则由于主观上的规模要求和客观上的规模成本优势成为接受订单转移的主体。（图表 3）
  - 1 月份虽然内销量是同比下降的，但我们估计出口依然是快速增长的，总体销量估计不会下降（TCL 的情况也是如此）。
  - 在前次预测中，我们基于 2012 年 TCL 和长虹将主动冲量而担心价格战拖累海信的盈利能力。本次通过仔细比较海信和竞争对手的产品结构，认为海信在 2012 年可以做到高端产品以高结构占比笃定赚高毛利，低端产品依靠模组自制带来的成本优势从容应对竞争对手的价格战，最终另 4Q11 的高毛利率不至于快速下滑。
  - 模组自制带来的不仅仅是成本优势，还有开发效率上的提升。成本优势主要来自于外购和自制的差价，竞争对手中康佳、TCL 也有模组自制，只是目前自制程度没有海信深；我们认为另一相当重要的是深度自制后，海信在产品开发上可以更流畅地做到模组和整机的同步开发，从而一体化效果更佳、开发时间更佳优化。

图表3: 海信在中怡康、家电下乡、出口市场中的份额均上升

	内销										出口			
	产业在线内销				中怡康				家电下乡		产业在线出口			
	2010 累计	2011 累计	2010 年	2011 年	2010 累计	2011 累计	2010 年	2011 年	2010 累计	2011 累计	2010 年	2011 年	2010 年	2011 年
	计	计	12月	12月	计	计	12月	12月	计	计	计	计	12月	12月
海信	14.3%	14.1%	13.9%	13.9%	14.1%	14.8%	14.5%	14.6%	17.7%	18.3%	1.2%	3.7%	0.5%	3.0%
创维	13.9%	15.3%	14.0%	16.7%	12.6%	12.2%	12.6%	11.6%	18.7%	17.9%	0.0%	1.2%	0.0%	1.3%
长虹	13.1%	14.1%	12.5%	17.0%	10.9%	11.8%	11.3%	12.9%	14.7%	16.1%	0.0%	2.2%	0.0%	1.4%
TCL	12.6%	13.3%	12.3%	15.5%	10.9%	11.1%	10.4%	10.9%	18.9%	18.6%	0.0%	5.7%	0.0%	5.6%
康佳	12.2%	10.6%	12.7%	9.6%	11.1%	10.1%	10.5%	10.1%	15.4%	16.4%	0.0%	0.9%	0.0%	1.0%
CR3	41.2%	43.5%	40.5%	47.5%	37.6%	38.7%	38.5%	39.2%	55.3%	54.8%				
CR5	66.0%	67.4%	65.5%	72.6%	59.5%	59.9%	59.3%	60.1%	85.4%	87.3%				
CR10					91.9%	88.5%	92.1%	85.7%	98.3%	97.8%				

(百分 点)	内销					出口	
	产业在线内销		中怡康		家电下乡	产业在线出口	
	2011 累计 市场份额 变化	12 月市场 份额同比 变化	2011 累计 市场份额 变化	12 月市场 份额同比 变化	2011 累计 市场份额 变化	2011 累计 市场份额 变化	12 月市场 份额同比 变化
海信	-0.2	-0.2	+0.7	+0.1	+0.7	+0.8	+2.8
创维	+1.4	+0.9	-0.4	-1.0	-0.9	+0.4	+0.1
长虹	+1.1	+2.0	+0.9	+1.6	+1.4	-0.6	-0.4
TCL	+0.8	+0.9	+0.2	0.5	-0.3	+0.6	+1.0
康佳	-1.5	-1.4	-0.9	-0.4	+1.0	-0.3	+0.0
CR3	+2.3	+2.6	+1.1	+0.7	-0.5		
CR5	+1.6	+2.2	+0.4	+0.8	+1.9		
CR10			-3.4	-6.4	-0.5		

来源: 产业在线, 中怡康, 家电下乡数据, 国金证券研究所

## 其他交流要点

### 面板供应链及面板关税

- 公司的液晶面板供应商比较均衡: 台系奇美友达合计约 37%; 韩系 LG 三星合计约 27%。
- 公司现在已经跟京东方在内销产品上合作, 五一会有批量产品上市。以前和京东方的合作一直是做 19、21 寸的小批量出口产品。今年突破内销。还没有看到京东方的 3D 屏。
- 面板采购大部分还是以现汇结算。
- 面板关税如果上涨对整机企业肯定是利空, 其他电视机企业压力应该更大, 因为海信的盈利最好。而且也不可能让整机企业全部自己承担, 消费者肯定也得承担一部分。
- 对面板价格的判断: 偏大尺寸按照行业规律价格下降、规模增长; 32 寸以下的小尺寸面板应该再下一点, 也不会走得太低。
- 2011 年的供应链运营效率已经相当不错, 所以改善也不可能再大幅。

### 渠道建设今年重点是三四级市场专卖店和调整销售人员适应智能化产品

- 渠道建设: 从年中开始比较快速地推进专卖店建设, 重点是三四级市场专卖店, 2012 年会加大力度去做。从营销管理的角度, 2011 年为了适应智能产品推广和 l'tv 产品推广在市场人员和促销人员上都进行了调整。

- 专卖店建设的费用投入并不会增加太多，海信专卖店的开法是跟原有的经销商去谈，把原有的多品牌店拿出一家来做海信专卖店，海信要支持的就是做展台。
- 专卖店既有海信电视专卖店，也有一部分和海信白电在一起的专卖店。
- 网购：2011年总共3-4个亿。网购型号和实体店型号不一样。
- 苏宁国美：占公司内销收入20%出头。海信现在对国美苏宁的议价能力已经强于过去。三年前国美经常有一些不规律的费用要求承担，现在已经很少。

#### 有关智能电视时代的竞争及苹果电视

- 海信 I'tv 的销售情况：去年三四季度广告投入明显，第一代产品试做了 2 万台，用户接受度约能打 65 分；现在清理掉一代产品。圣诞节期间推 I'tv 二代，用起来感觉就已不错，跟 ipad 差不多。内置乐视、cntv 等 13 个频。
- 传统电视机企业和 PC 企业比，有什么优势：从有芯片起，电视机企业已经在接触软件了。海信要在操作系统上有作为。在应用上要 and tcl、长虹合作，让大家共同在中智联平台上吸引开发人员的开发，现在 LG、日立也按照这个接口标准去做。海信用这个平台能够牢牢抓住自己的用户群。
- 认为苹果的成功来自于产品外观焕然一新、内容和应用。方向上大家是一致的，但是苹果电视要推出什么功能和产品，拭目以待。如果苹果电视推得非常成功，那么整个智能电视的产业就会迎来一个爆发的时代。目前国内企业都在推但是都没有形成非常好的产业化。

#### 最大的困难是人才，标杆企业是三星

- 最大的困难是人才，各个技术项目的带头人缺少。去年开始高层分别到美国日本台湾韩国去吸引华人回来，作为重点项目的牵头人和负责人；还与 MIT 合作成立了 MIT 实验室。在国内还加大引进工业设计和软件开发的人才。
- 标杆企业：已经连续 6 年把三星作为标杆。

#### 盈利预测、估值、投资建议

##### 上调未来两年盈利预测

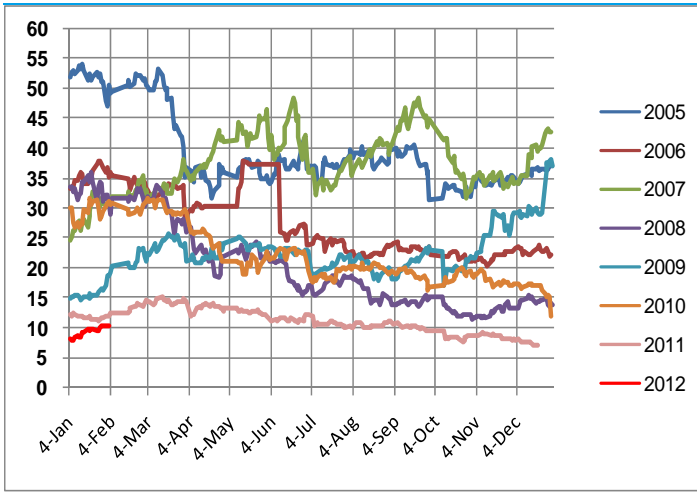
- 综上所述，我们上调公司 2012、2013 年利润预期：预计 2011-2013 年收入为 241.7、256.0、269.6 亿元，收入同比增速为 13.7%、5.9%、5.3%；每股收益为 1.929、2.059、1.981 元，净利润同比增速为 100.6%、6.7%、-4.2%。
- 如上图 1，2012 年分季度看利润增速，前三季度都有望保持在 50%左右。

##### 苹果智能电视和平板电视节能补贴的推出或催化估值

- 观察海信的历史 PE 估值（图表 4、5），不论是绝对值还是相对沪深 300（已剔除低估值的金融）的估值比，目前都处在历史低位。从长期估值由未来业绩增长决定的角度考虑，目前 7X 的估值水平相当安全。而从估值同样也是市场情绪的反应角度考虑，有以下两方面因素或能催化公司估值：
  - 智能电视的兴起从去年四季度开始引起市场关注，近期有关苹果电视将要面世的预期提振了对于智能电视将激发消费者更新需求的预期。我国目前有约 5 亿台存量电视，更新的空间确实巨大。尽管我们认为更新的时间依然大概率是渐进式而非爆发性的（因为消费者总体而言依然对价格最敏感），但市场在一个阶段中产生这种预期的可能性是存在的。

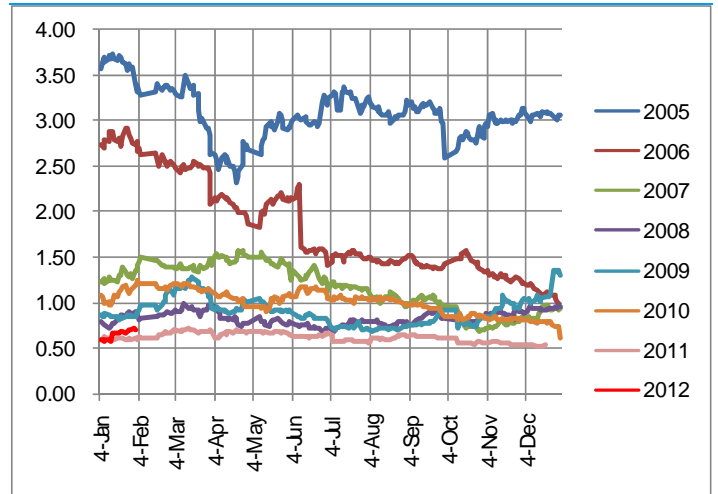
- 业界目前对于平板电视节能补贴的推出都有预期，但时间表尚无；我们分析电视机可能会采取与定速空调一样的做法（先提高能效等级标准，再对新一二级进行补贴），因此最早应该也要下半年实施。不过市场对于政策性利好的反应都是提前的，因此预期加强就可能催化估值。

图表4: 海信电器历史 PE (TTM)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: 海信电器历史相对沪深300 (剔除金融) 的 PE (TTM) 估值比



### 投资建议

- 我们认为 12 个月公司合理估值为 10X11PE-10X12PE，即 19.3-20.6 元。而且，苹果推出智能电视和平板电视节能补贴推出的预期或能催化公司估值水平。维持买入建议。

### 风险提示

- 面板进口关税推出（或从 3% 上调至 5%，但是整体上调还是结构性上调还不确定）、电子回收基金开征，都对整机企业有一定负面影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>主营业务收入</b>	<b>13,407</b>	<b>18,407</b>	<b>21,264</b>	<b>24,167</b>	<b>25,599</b>	<b>26,964</b>	货币资金	676	2,198	2,437	2,318	5,837	7,733
增长率		37.3%	15.5%	13.7%	5.9%	5.3%	应收款项	2,858	4,262	5,897	6,622	7,015	7,389
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,026</b>	<b>-14,905</b>	<b>-17,576</b>	<b>-19,112</b>	<b>-20,059</b>	<b>-21,654</b>	存货	1,193	2,396	2,544	2,513	2,585	2,734
%销售收入	82.2%	81.0%	82.7%	79.1%	78.4%	80.3%	其他流动资产	36	29	26	19	0	24
<b>毛利</b>	<b>2,381</b>	<b>3,502</b>	<b>3,688</b>	<b>5,055</b>	<b>5,540</b>	<b>5,310</b>	流动资产	4,763	8,885	10,904	11,473	15,437	17,879
%销售收入	17.8%	19.0%	17.3%	20.9%	21.6%	19.7%	%总资产	80.5%	86.0%	87.4%	90.7%	93.0%	94.4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-54</b>	<b>-51</b>	<b>-66</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>	<b>-54</b>	长期投资	41	153	167	0	0	0
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	955	1,017	1,088	1,101	1,103	990
<b>营业费用</b>	<b>-1,711</b>	<b>-2,511</b>	<b>-2,260</b>	<b>-2,610</b>	<b>-2,867</b>	<b>-2,831</b>	%总资产	16.2%	9.8%	8.7%	8.7%	21.0%	20.9%
%销售收入	12.8%	13.6%	10.6%	10.8%	11.2%	10.5%	无形资产	119	104	101	73	65	59
<b>管理费用</b>	<b>-314</b>	<b>-366</b>	<b>-370</b>	<b>-483</b>	<b>-563</b>	<b>-512</b>	非流动资产	1,151	1,445	1,573	1,173	1,171	1,051
%销售收入	2.3%	2.0%	1.7%	2.0%	2.2%	1.9%	%总资产	19.5%	14.0%	12.6%	9.3%	7.0%	5.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>303</b>	<b>574</b>	<b>992</b>	<b>1,914</b>	<b>2,059</b>	<b>1,912</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,914</b>	<b>10,330</b>	<b>12,477</b>	<b>12,646</b>	<b>16,607</b>	<b>18,930</b>
%销售收入	2.3%	3.1%	4.7%	7.9%	8.0%	7.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>-68</b>	<b>-34</b>	<b>-52</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>29</b>	应付款项	2,730	5,044	6,397	4,867	7,019	7,557
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	10	203	268	274	309	351
<b>资产减值损失</b>	<b>-30</b>	<b>-75</b>	<b>-53</b>	<b>-29</b>	<b>-21</b>	<b>-19</b>	流动负债	2,741	5,247	6,666	5,141	7,328	7,909
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	7	7	7	7	7	8
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	其他长期负债	90	59	19	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.7%	1.9%	0.3%	0.2%	0.7%	<b>负债</b>	<b>2,837</b>	<b>5,312</b>	<b>6,692</b>	<b>5,147</b>	<b>7,334</b>	<b>7,916</b>
<b>营业利润</b>	<b>205</b>	<b>469</b>	<b>906</b>	<b>1,901</b>	<b>2,054</b>	<b>1,937</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,959</b>	<b>4,907</b>	<b>5,673</b>	<b>7,364</b>	<b>9,151</b>	<b>10,863</b>
营业利润率	1.5%	2.5%	4.3%	7.9%	8.0%	7.2%	少数股东权益	117	124	129	134	144	151
<b>营业外收支</b>	<b>64</b>	<b>145</b>	<b>74</b>	<b>75</b>	<b>60</b>	<b>85</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,914</b>	<b>10,343</b>	<b>12,494</b>	<b>12,646</b>	<b>16,629</b>	<b>18,930</b>
<b>税前利润</b>	<b>269</b>	<b>614</b>	<b>979</b>	<b>1,976</b>	<b>2,114</b>	<b>2,022</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.0%	3.3%	4.6%	8.2%	8.3%	7.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>所得税</b>	<b>-58</b>	<b>-112</b>	<b>-140</b>	<b>-296</b>	<b>-317</b>	<b>-303</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	21.4%	18.3%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.456	1.009	1.445	1.933	2.062	1.975
<b>净利润</b>	<b>211</b>	<b>502</b>	<b>839</b>	<b>1,680</b>	<b>1,797</b>	<b>1,719</b>	每股净资产	5.993	8.493	6.546	8.497	10.559	12.534
少数股东损益	-14	4	4	5	10	7	每股经营现金净流	0.440	0.632	0.645	-0.190	4.266	2.228
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>225</b>	<b>498</b>	<b>835</b>	<b>1,675</b>	<b>1,787</b>	<b>1,712</b>	每股股利	0.000	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
净利率	1.7%	2.7%	3.9%	6.9%	7.0%	6.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	7.60%	10.15%	14.72%	22.74%	19.52%	15.76%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.80%	4.82%	6.68%	13.25%	10.74%	9.04%
<b>净利润</b>	<b>211</b>	<b>502</b>	<b>819</b>	<b>1,680</b>	<b>1,797</b>	<b>1,719</b>	投入资本收益率	7.71%	9.31%	14.64%	21.67%	18.81%	14.75%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>215</b>	<b>253</b>	<b>135</b>	<b>249</b>	<b>252</b>	<b>264</b>	主营业务收入增长率	-9.65%	37.29%	15.52%	13.65%	5.93%	5.33%
非经营收益	7	-165	-62	138	-66	-100	EBIT增长率	-3.86%	89.64%	72.89%	92.90%	7.57%	-7.10%
<b>营运资金变动</b>	<b>-215</b>	<b>-225</b>	<b>-351</b>	<b>-2,232</b>	<b>1,715</b>	<b>48</b>	净利润增长率	10.37%	121.47%	67.57%	100.62%	6.67%	-4.20%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>218</b>	<b>365</b>	<b>541</b>	<b>-164</b>	<b>3,697</b>	<b>1,931</b>	总资产增长率	-5.84%	74.90%	20.80%	1.35%	31.50%	13.83%
资本开支	-94	-174	-238	-123	-182	-50	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-4</b>	<b>-109</b>	<b>0</b>	<b>167</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	17.2	11.8	13.3	13.0	13.0	13.0
其他	0	0	2	5	5	15	存货周转天数	53.7	45.5	53.5	50.0	49.0	48.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-98</b>	<b>-284</b>	<b>-235</b>	<b>49</b>	<b>-178</b>	<b>-35</b>	应付账款周转天数	60.6	54.5	68.6	70.0	70.0	70.0
股权募资	0	1,504	0	0	0	0	固定资产周转天数	24.8	20.0	18.7	17.0	16.0	13.7
债权募资	0	0	0	-19	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-65	-63	-82	16	0	0	净负债/股东权益	-21.76%	-43.57%	-41.89%	-30.82%	-62.72%	-70.14%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-65</b>	<b>1,441</b>	<b>-82</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	EBIT利息保障倍数	4.4	16.8	19.2	-163.1	-184.8	-66.6
<b>现金净流量</b>	<b>54</b>	<b>1,523</b>	<b>224</b>	<b>-119</b>	<b>3,519</b>	<b>1,896</b>	资产负债率	47.98%	51.36%	53.56%	40.70%	44.10%	41.82%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	2	8	8	24
买入	1	1	8	8	28
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.40	1.48	1.49	1.52

来源：朝阳永续

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
6 2012-01-13	买入	13.49	18.00 ~ 18.00

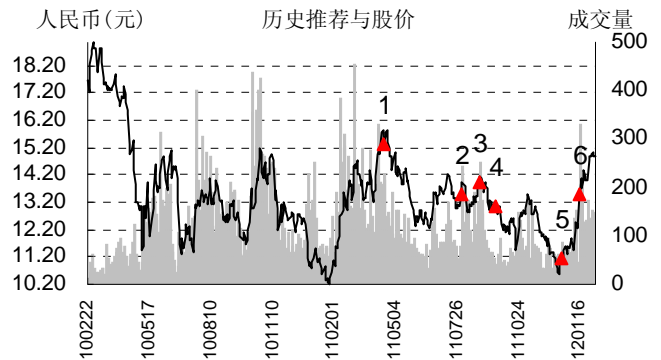
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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作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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B