

多重因素提升盈利能力，受益智能电视产业发展

——海信电器(600060)2011年年报点评

核心观点

2011年，海信电器实现营业收入235.24亿元，同比增长10%；净利润16.89亿元，同比增长102%；实现基本每股收益1.947元。公司2011年度分红预案为每10股转增5股，无现金分红。

1、2011年市场份额继续保持第一。根据中怡康统计，2011年海信电视、LCD电视、LED电视、3D电视、智能电视销售额占有率分别为14.0%、15.0%、17.6%、17.1%和20.7%，各项数据均排名第一。

2、高毛利的3D和智能电视渗透率提高，模组自制规模扩大带动整体毛利率上升。受益产品升级，海信2011年毛利率达到20.9%，创上市以来新高，净利率也升至7.3%的历史高位。2011Q4，海信毛利率、净利率分别为23.0%和11.6%，均创2003年以来的单季新高，净利润同比大涨113%；销售费用率为8.9%，为近年来单季度新低。

3、2011年财务数据表现良好。营业费用率逐季环比下降，财务费用实现收入4369万元，管理费用率略增，期间费用率整体比2010年下降。2011年末，货币资金和应收票据合计在总资产中的比重高达68.1%。

4、海信2011年出口收入42.42亿元，同比微增3.69%。出口收入增幅大大低于出口数量增幅，但2011H2的毛利率为5.9%，高于H2的4.5%。我们认为，公司2012年业绩增长主要仍来自国内市场。

5、受2011Q4政策变化影响，2012Q1平板电视零售增速放缓。2011年底以旧换新政策退出，提前释放部分更新需求，导致2012Q1终端零售增速下降，虽然工厂层面出货量同比仍大幅增长，但根据中怡康的统计，今年1-2月，LCD电视零售量同比下降20%以上，零售价格下降10%。奥维咨询统计，3月前两周，平板电视累计销量同比下降17.8%。

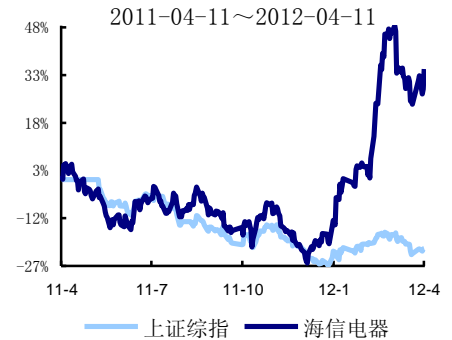
6、海信2011Q4的高毛利率难以长期维持，预计2012全年毛利率将维持在21%左右水平。我们认为，随着智能和3D电视渗透率快速提升，较高的毛利率将会下降。此外，智能和3D电视仍有用户体验方面的明显不足，难以替代电脑在家庭娱乐中的核心地位，对毛利率有负面影响。

投资建议：我们认为智能和3D电视的发展虽然面临不少问题，但用户体验度和技术确实还有明显的提升空间，海信凭借模组研发自制、前瞻性布局、良好的财务控制能力，将成为最大的受益者之一。我们预计公司2012-2014年的EPS为2.12元、2.30元和2.41元，给予公司2012年10X的估值，6个月目标价21.20元。鉴于国内外经济形势存在诸多不确定性以及2012Q1平板电视零售层面数据表现一般，下调公司评级至“短期_推荐、长期_A”。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	23523.72	26490.38	29139.42	32053.36
同比增速(%)	10.63%	12.61%	10.00%	10.00%
净利润(百万)	1689.07	1841.53	1995.22	2092.52
同比增速(%)	102.31%	9.03%	8.35%	4.88%
EPS(元)	1.94	2.12	2.30	2.41
P/E	10.04	9.19	8.47	8.08

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	86887.43
流通A股(万股)	48697.00
52周内股价区间(元)	10.38-22.72
总市值(亿元)	169.26
总资产(亿元)	161.45
每股净资产(元)	8.25
目标价 6个月	21.20
目标价 12个月	23.00

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-海信电器(600060):海宽凭鱼跃, Q1再现高增长》 2011-04-28
- 《国都证券-公司研究-公司点评-海信电器(600060):盈利水平再攀新高, 业绩预期再度上调》 2011-04-18
- 《国都证券-公司研究-公司点评-海信电器(600060):不惧行业低迷, 净利率再创新高》 2010-10-30
- 《国都证券-公司研究-公司点评-海信电

研究员: 杨志刚

电话: 010-84183240

Email: yangzhigang@guodu.com

执业证书编号: S0940511070003

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E	单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	14355.10	12374.70	19755.58	17418.80	营业收入	23523.72	26490.38	29139.42	32053.36
现金	2766.22	5726.50	4908.27	8151.69	营业成本	18614.49	20955.24	23153.54	25582.46
应收账款	1041.73	796.02	1303.06	1046.87	营业税金及附加	106.43	91.91	107.63	124.88
其它应收款	13.62	19.24	15.15	23.43	营业费用	2484.79	2806.91	3082.79	3393.71
预付账款	27.68	43.94	29.22	50.53	管理费用	471.41	530.86	583.95	642.34
存货	2280.16	3153.61	3008.13	3681.57	财务费用	-43.69	-32.95	-88.72	-105.05
其他	8225.68	2635.40	10491.74	4464.71	资产减值损失	36.47	71.67	65.61	69.53
非流动资产	1789.51	2365.62	2817.24	3183.56	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	189.22	205.95	222.68	239.41	投资净收益	16.73	18.21	18.79	17.91
固定资产	1005.90	1655.40	2082.00	2429.47	营业利润	1870.55	2084.94	2253.42	2363.40
无形资产	180.64	182.89	182.85	184.79	营业外收入	99.16	116.29	98.50	104.65
其他	413.75	321.38	329.71	329.90	营业外支出	4.91	11.87	7.66	8.15
资产总计	16144.61	14740.32	22572.82	20602.36	利润总额	1964.81	2189.36	2344.27	2459.91
流动负债	8806.10	5296.99	11263.13	7343.78	所得税	253.01	331.80	330.76	345.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	1711.80	1857.56	2013.51	2114.36
应付账款	4842.23	2831.05	6337.14	3978.77	少数股东损益	22.73	16.02	18.29	21.84
其他	3963.87	2465.94	4925.99	3365.01	归属母公司净利润	1689.07	1841.53	1995.22	2092.52
非流动负债	18.57	76.08	68.29	53.83	EBITDA	1868.45	2224.56	2401.00	2530.43
长期借款	6.50	46.04	47.78	32.96	EPS (元)	1.94	2.12	2.30	2.41
其他	12.07	30.03	20.51	20.87					
负债合计	8824.67	5373.06	11331.42	7397.61	主要财务比率				
少数股东权益	152.49	168.52	186.80	208.64		2011	2012E	2013E	2014E
股本	7167.45	9198.74	11054.59	12996.11	成长能力				
资本公积金	16144.61	14740.32	22572.82	20602.36	营业收入	10.63%	12.61%	10.00%	10.00%
留存收益					营业利润	106.57%	11.46%	8.08%	4.88%
归属母公司股东权益			单位: 百万		归属母公司净利润	102.31%	9.03%	8.35%	4.88%
负债和股东权益	2011	2012E	2013E	2014E	获利能力				
					毛利率	20.87%	20.89%	20.54%	20.19%
					净利率	7.28%	7.01%	6.91%	6.60%
					ROE	23.39%	19.83%	17.91%	16.01%
					ROIC	22.65%	18.65%	16.66%	14.69%
					偿债能力				
					资产负债率	54.66%	36.45%	50.20%	35.91%
					净负债比率	0.09%	0.61%	0.56%	0.36%
					流动比率	1.63	2.34	1.75	2.37
					速动比率	1.37	1.74	1.49	1.87
					营运能力				
					总资产周转率	1.64	1.72	1.56	1.48
					应收帐款周转率	25.25	28.83	27.76	27.28
					应付帐款周转率	4.37	5.46	5.05	4.96
					每股指标(元)				
					每股收益	1.94	2.12	2.30	2.41
					每股经营现金	0.65	4.00	-0.12	4.54
					每股净资产	8.42	7.12	8.55	10.04
					估值比率				
					P/E	3.92	9.19	8.48	8.09
					P/B	0.92	1.84	1.53	1.30
					EV/EBITDA	2.16	9.06	8.74	7.01
现金净增加额	23523.72	26490.38	29139.42	32053.36					

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
刘洵	IT	liuyun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			