

海信电器 (600060.SH)

视听器材行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 20.07元  
 目标(人民币): 21.70-24.80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)	17,438.31
年内股价最高最低(元)	21.45/10.55
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



## 相关报告

1. 《4Q 净利率逾 11%, 期待一季报超市场预期》, 2012.4.10
2. 《超强盈利能力还将持续, 智能电视或催化估值》, 2012.2.13

蒋毅

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

王晓莹

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

## 一季报收入符合预期, 但利润率低于预期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.445	1.949	2.239	2.419	2.572
每股净资产(元)	6.55	8.25	10.52	11.929	14.50
每股经营性现金流(元)	0.65	0.92	4.94	2.494	2.66
市盈率(倍)	17.85	5.93	8.97	8.298	7.80
行业优化市盈率(倍)	48.53	33.49	32.88	32.880	32.88
净利润增长率(%)	67.57%	102.31%	15.15%	0.080	6.36%
净资产收益率(%)	14.72%	23.57%	21.28%	0.203	17.74%
总股本(百万股)	577.77	866.65	868.87	868.870	868.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 海信电器 2012 年一季度实现营业收入 50.57 亿元, 同比增长 1.27%; 净利润 3.18 亿, 同比增长 20.50%; EPS 为 0.358 元。公司收入增速略超我们持平的预期, 但 EPS 低于我们预期的 0.426 元 16%。

## 经营分析

- **1Q12 收入同比增长 1.27%, 出口大幅增长、内销有所下降。**估计 1Q 公司出口收入增幅接近 70%, 内销受需求下降及春节提前等行业因素影响下降约 10% (图表 1), 但市场份额持续提升 (图表 2、3)。
- **毛利率和销售费用率同步下降的情况与出口大幅增长吻合, 净利率低于我们预期主要因为内销毛利率同比没有提升。**图表 1 中我们对于 1Q12 的内销毛利率做了情景假设分析, 1Q11 按 1H11 的毛利率 4.5%, 1Q12 做了 4.5%、5.0%、5.5% 三种情景, 推出 1Q12 的内销毛利率水平在 24.0%-24.3%, 相较 1Q11 的 24.4% 略有下降, 这是业绩低于我们预期的主要原因, 因为未见智能电视占比提升的结构性变化对于毛利率的正面贡献, 可能与一季度没有新品上市有关。
- **二季度期待收入增长和产品结构提升带动业绩增长提速。**1) 去年二季度的基数较低, 我们预期二季度电视机内销量有望看到正增长; 从奥维 (AVC) 周监测可见 4 月以来电视机城市零售量降幅改善最大 (图表 5)。2) 4 月是电视机行业推新品的时间, 内销毛利率环比一季度将有提升, 随着内销收入的增长, 有望拉动整体毛利率和净利率的环比提升, 二季度利润增速还有达到 50% 左右的可能性。

## 盈利调整、投资建议及风险提示

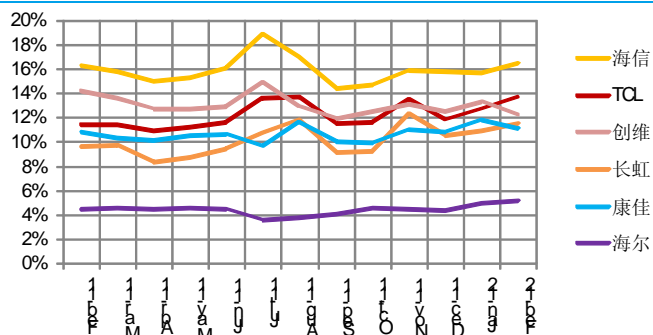
- 基本维持前期预测: 2012-2014 年营业收入分别为 266.2、309.3、351.3 亿元, 增速为 13.1%、16.2%、13.6%。EPS 为 2.24、2.42、2.57 元, 净利润增速为 15.2%、8.0%、6.4%。
- 投资建议: 现价对应 9x12PE, 一季报低于预期可能令股价短期调整, 但公司在 A 股电视机公司中最纯粹、业绩最好、估值最低, 既有价值投资空间, 又是智能电视主题投资的最佳标的, 维持买入评级, 12 个月合理价格 21.7-24.8 元, 对应 11X12PE/9X13PE。
- 风险提示: 降价促销过多可能令毛利率低于我们预期。

图表1: 估算公司一季度内外销增增速及毛利率变化

(百万元)	1Q11	1Q12 情景 1	1Q12 情景 2	1Q12 情景 3
收入	4994	5057	5057	5057
成本	3926	4078	4078	4078
出口收入占比	15%	25%	25%	25%
出口收入	749	1264	1264	1264
出口毛利率	4.50%	4.50%	5.00%	5.50%
出口成本	715	1207	1201	1195
内销收入	4245	3793	3793	3793
内销成本	3211	2870	2876	2883
内销毛利率	24.4%	24.3%	24.2%	24.0%
出口收入 YoY		69%	69%	69%
内销收入 YoY		-11%	-11%	-11%

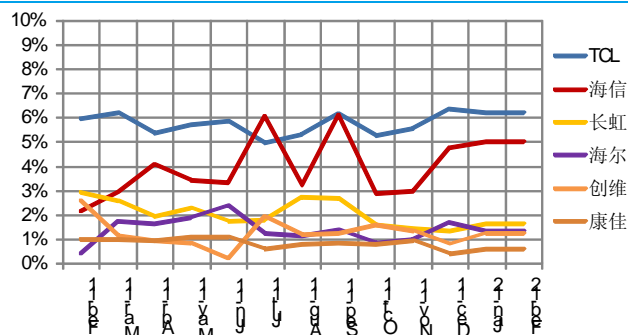
来源: 国金证券研究所

图表2: 海信内销份额今年以来继续提升(中怡康)



来源: 中怡康, 产业在线, 国金证券研究所

图表3: 海信出口份额(产业在线的监测可能偏小)

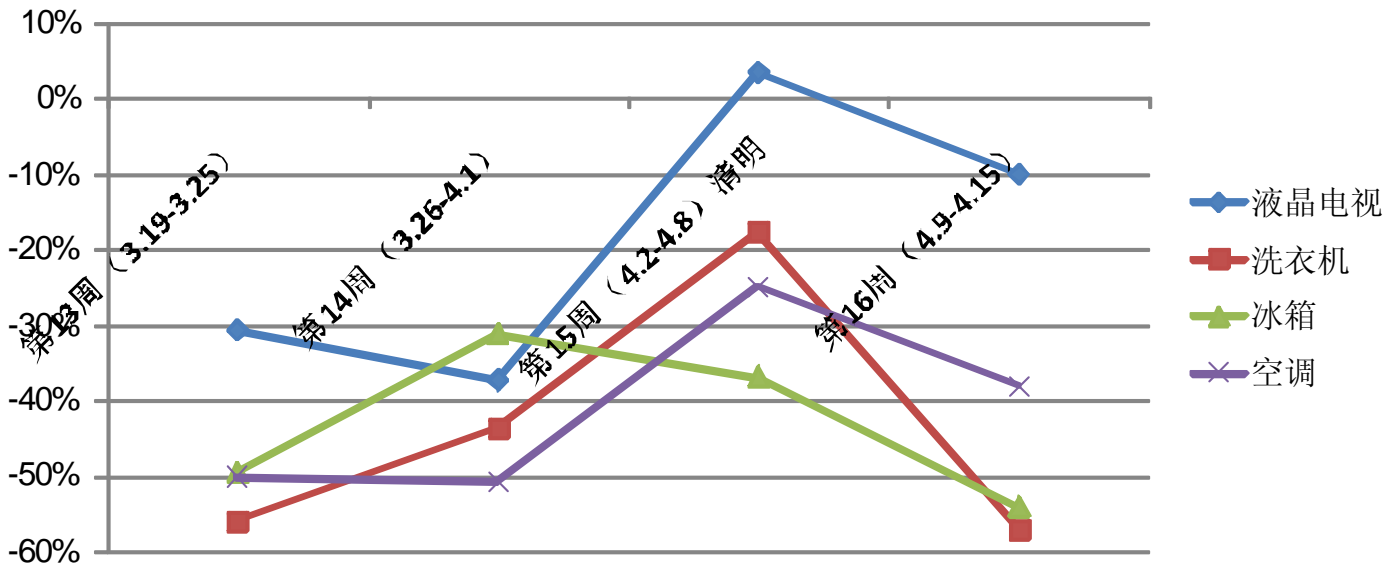


图表4: 利润表分拆

单季收入及增速	营业收入(百万元)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	4Q12 同比	4Q12 环比	点评	
		收入 YoY	-4.5%	12.8%	13.9%	19.2%	1.3%		-28.4%
利润表结构百分比	毛利率	21.4%	19.4%	19.3%	23.0%	19.4%	-2.0	-3.6	激烈竞争导致毛利率环比大幅下降
	-营业税金及附加	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%	0.4%	-0.1	-0.1	
	-销售费用率	12.4%	11.8%	10.0%	8.9%	9.7%	-2.7	0.8	根据我们对市场跟踪, 3 月份市场促销力度加大
	毛利率-销售费用率	8.9%	7.5%	9.3%	14.1%	9.7%	0.7	-4.4	
	-管理费用率	2.4%	2.2%	1.9%	1.8%	2.1%	-0.3	0.3	
	-财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.5%	0.0%	0.0	0.5	
	-资产减值损失	0.0%	-0.7%	0.7%	0.4%	-0.3%	-0.2	-0.7	资金运营效率提高, 应收账款存量减少
	+公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+投资收益	0.0%	0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0	-0.2	
	+营业外收支	0.3%	0.3%	0.1%	0.8%	0.2%	-0.1	-0.7	
=利润总额	6.3%	6.2%	6.5%	12.9%	7.6%	1.3	-5.3		
-所得税费用	0.9%	1.0%	1.0%	1.3%	1.1%	0.2	-0.2		
-少数股东损益	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1	0.0		
归属于母公司所有者净利润率	5.3%	5.3%	5.5%	11.4%	6.3%	1.0	-5.1	主要是毛利率大幅下降所致	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	264	254	368	803	318			
净利润 YoY	92.5%	130.9%	75.1%	112.7%	20.5%				

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图5: 从奥维 (AVC) 周监测可见 4 月以来电视机城市零售量降幅改善最大



说明: 周监测口径为全国 226 个城市的 2260 个门店。

来源: 奥维咨询 (AVC), 国金证券研究所

图表6: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	18,407	21,264	23,524	26,615	30,929	35,127
增长率		15.5%	10.6%	13.1%	16.2%	13.6%
主营业务成本	-14,905	-17,576	-18,614	-20,927	-24,604	-28,219
%销售收入	81.0%	82.7%	79.1%	78.6%	79.6%	80.3%
毛利	3,502	3,688	4,909	5,688	6,325	6,908
%销售收入	19.0%	17.3%	20.9%	21.4%	20.4%	19.7%
营业税金及附加	-51	-66	-106	-120	-124	-105
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
营业费用	-2,511	-2,260	-2,485	-2,874	-3,309	-3,723
%销售收入	13.6%	10.6%	10.6%	10.8%	10.7%	10.6%
管理费用	-366	-370	-471	-532	-603	-667
%销售收入	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	574	992	1,847	2,161	2,288	2,412
%销售收入	3.1%	4.7%	7.8%	8.1%	7.4%	6.9%
财务费用	-34	-52	44	44	115	137
%销售收入	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-75	-53	-36	-49	-42	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	18	17	15	15	17
%税前利润	0.7%	1.9%	0.9%	0.7%	0.6%	0.6%
营业利润	469	906	1,871	2,172	2,377	2,530
营业利润率	2.5%	4.3%	8.0%	8.2%	7.7%	7.2%
营业外收支	145	74	94	90	95	100
税前利润	614	979	1,965	2,262	2,472	2,630
利润率	3.3%	4.6%	8.4%	8.5%	8.0%	7.5%
所得税	-112	-140	-253	-317	-371	-394
所得税率	18.3%	14.3%	12.9%	14.0%	15.0%	15.0%
净利润	502	839	1,712	1,945	2,101	2,235
少数股东损益	4	4	23	0	0	0
归属于母公司的净利润	498	835	1,689	1,945	2,101	2,235
净利率	2.7%	3.9%	7.2%	7.3%	6.8%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	502	839	1,712	1,945	2,101	2,235
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	253	185	259	221	203	191
非经营收益	-165	-63	-92	189	-111	-116
营运资金变动	-225	-402	-1,083	1,933	-27	3
经营活动现金净流	365	559	795	4,288	2,167	2,314
资本开支	-174	-238	-309	20	14	20
投资	-109	-4	0	50	0	0
其他	0	2	3	15	15	17
投资活动现金净流	-284	-239	-305	85	29	37
股权募资	1,504	0	23	0	-876	0
债权募资	0	0	0	-12	0	1
其他	-63	-82	-183	26	0	0
筹资活动现金净流	1,441	-82	-161	14	-876	1
现金净流量	1,523	239	329	4,387	1,320	2,351

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	2,198	2,437	2,766	7,153	8,473	10,823
应收款项	4,262	5,897	9,281	7,290	8,472	9,622
存货	2,396	2,544	2,280	2,697	3,106	3,488
其他流动资产	29	26	28	33	0	44
流动资产	8,885	10,904	14,355	17,173	20,051	23,978
%总资产	85.9%	87.3%	88.9%	92.8%	94.2%	95.4%
长期投资	153	167	240	189	189	189
固定资产	1,030	1,105	1,044	1,007	940	875
%总资产	10.0%	8.8%	6.5%	5.4%	21.0%	20.9%
无形资产	104	101	211	137	107	86
非流动资产	1,458	1,590	1,790	1,333	1,238	1,153
%总资产	14.1%	12.7%	11.1%	7.2%	5.8%	4.6%
<b>资产总计</b>	<b>10,343</b>	<b>12,494</b>	<b>16,145</b>	<b>18,506</b>	<b>21,289</b>	<b>25,131</b>
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	5,044	6,397	8,314	8,828	10,361	11,864
其他流动负债	203	268	492	380	444	507
流动负债	5,247	6,666	8,806	9,208	10,805	12,371
长期贷款	7	7	7	7	7	8
其他长期负债	59	19	12	0	0	0
<b>负债</b>	<b>5,312</b>	<b>6,692</b>	<b>8,825</b>	<b>9,215</b>	<b>10,811</b>	<b>12,378</b>
普通股股东权益	4,907	5,673	7,167	9,139	10,364	12,600
少数股东权益	124	129	152	152	152	152
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,343</b>	<b>12,494</b>	<b>16,145</b>	<b>18,506</b>	<b>21,328</b>	<b>25,131</b>

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.009	1.445	1.949	2.239	2.419	2.572
每股净资产	8.493	6.546	8.249	10.518	11.929	14.501
每股经营现金净流	0.632	0.645	0.916	4.935	2.494	2.663
每股股利	0.000	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.15%	14.72%	23.57%	21.28%	20.27%	17.74%
总资产收益率	4.82%	6.68%	10.46%	10.51%	9.85%	8.89%
投入资本收益率	9.31%	14.64%	21.96%	19.99%	18.48%	16.07%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	37.29%	15.52%	10.63%	13.14%	16.21%	13.57%
EBIT增长率	89.64%	72.89%	86.13%	17.03%	5.89%	5.39%
净利润增长率	121.47%	67.57%	102.31%	15.15%	8.04%	6.36%
总资产增长率	74.90%	20.80%	29.22%	14.63%	15.25%	17.83%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	11.8	13.3	15.3	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	45.5	53.5	48.8	49.0	48.0	47.0
应付账款周转天数	54.5	68.6	83.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	20.2	19.0	15.9	13.4	10.8	8.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-43.57%	-41.89%	-37.70%	-76.92%	-80.50%	-84.82%
EBIT利息保障倍数	16.8	19.2	-42.3	-48.7	-19.8	-17.6
资产负债率	51.36%	53.56%	54.66%	49.79%	50.69%	49.26%

来源: 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	0	9	11	14	22
买入	1	9	9	12	22
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.53	1.49	1.48	1.49

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
7 2012-02-13	买入	14.88	19.30 ~ 20.60
8 2012-04-10	买入	18.56	21.70 ~ 24.80

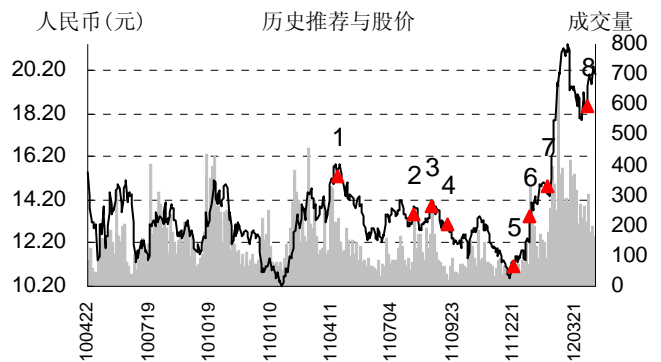
来源：国金证券研究所

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)-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