

海信电器 (600060.SH) 视听器材行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

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

再遇不实报道，难撼公司形象

事件

7月15-16日，新金融观察报刊发《海信“骗补”之疑》文章，后被部分媒体更改文章标题为《海信骗补之疑：超高业绩增速涉嫌财务操作》，严重损害了海信电器的名誉权，公司2012.7.16下午停牌，并在晚上发布澄清公告：

- 1.公司声明：公司严格执行国家的节能补贴政策，无不规范操作，无任何不规范行为。
- 2.报道中，称“海信撤离淄博的根本原因是其在电视行业竞争衰弱的体现”，这种说法纯属臆断。公司关闭辽宁、山东临沂、山东青州等传统的电视机生产基地，是公司依据电视产业技术发展趋势所做的战略调整，和依据市场拓展需要，对生产基地布局所做的合理优化。
- 3.公司已向相关媒体及个人，发出法律公函，对不符合事实的言论，公司要求其迅速终止并纠正。公司保留通过法律途径，追究其责任的权利。

评论

公司促销以去化不享受政府节能补贴产品的库存是正常商业行为，与“骗补”联系起来实属牵强。消费者在终端看到的部分补贴是公司由自掏腰包的，目的是降低不能享受政府补贴产品的库存，为8月符合补贴标准的大量新品上市做准备（详见我们7.16的点评《澄清媒体误解；中报增速料能符合市场预期》）。公司加大促销力度，一方面符合政府促进消费的精神；另一方面提高产品性价比使消费者得到更多实惠，这实际上是提升了公司的形象。

公司竞争力毋庸置疑，生产基地调整是合理优化。公司内销市场份额稳居第一是竞争力最好的证明（图表1）。而生产基地调整减小了主要市场（南方市场需求大）的运输半径，符合行业加快周转的发展趋势。

11年超高业绩增速是行业机遇和公司自身实力共同作用的结果，而非报道中臆测的公司操作财务。电视行业整体销量增速不高的情况下，海信利润的高增长来自新品的高毛利、向产业链上游延伸而降成本、运营效率提升等方面——2011年各企业比较克制，并没有以往惨烈的价格战，而且面板价格同比降幅大于售价降幅，这给所有电视企业带来了利润增长的机遇；海信凭借品牌号召力，推出的3D、智能电视产品快于对手，从而获得更高毛利；而且模组深度自制使成本进一步下降、开发周期进一步缩短、周转率进一步提升，以上多方面因素带来了公司11年业绩的高速增长。

2Q12确实内销增速和利润率的压力较大，我们最新估算公司1H12净利润增速在12%-19%，全年依然能够做到业绩稳定增长。估算公司2Q12收入增速区间是4.8%-11.6%，净利率区间是5.1%-5.7%；假设2Q12收入增速8.5%，对应1H12净利润增速为12-19%（详见我们7.16的点评《澄清媒体误解；中报增速料能符合市场预期》）。从我们这几天和投资者交流的情况来看，如果上半年净利润增速能够在12-19%，还是能符合市场预期的，股价能有反弹。

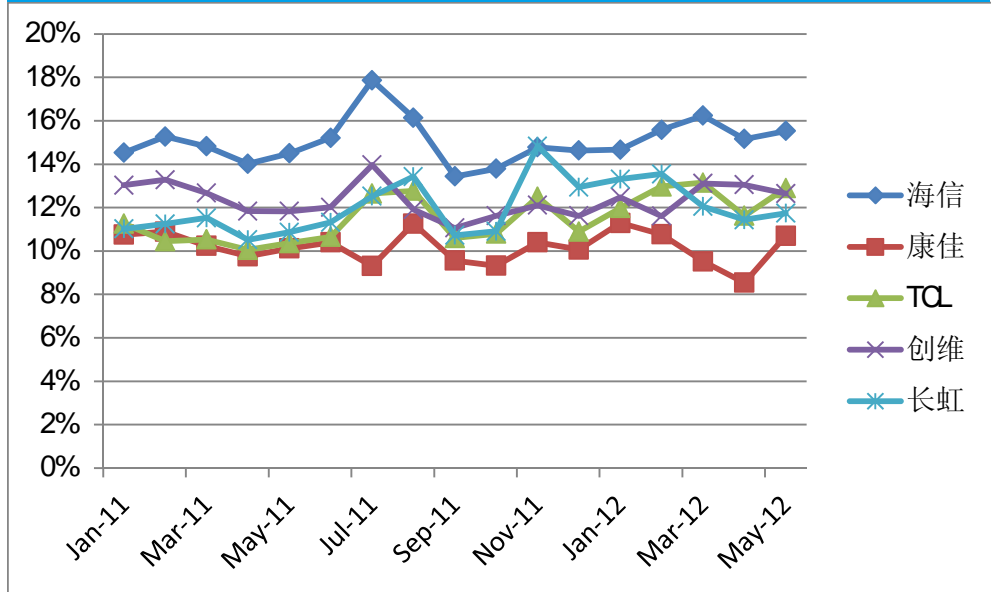
盈利预测及投资建议

维持前期预测：预计公司2012-2014年收入为246.5、294.7、330.0亿元，增速为4.8%、19.5%、12.0%。EPS为1.377、1.529、1.705元，净利润增速为6.23%、11.06%、11.50%。

维持“增持”评级：今年海信遇到的压力是行业问题，而非公司自身竞争力的问题，公司的竞争力反而是逆势上升的；目前股价大幅回落后（已经回到1月份年报预增公告后的价格）估值仅为6.6X12PE/6X13PE，已经充分反映了悲观的情绪，因此股价应有反弹；我们认为即使考虑到电视机行业技术更新快、成本/售价波动大等不确定性，给予当年8XPE也是合理下限，即11元，距离现价也有20%空间，因此依然按照配置价值建议增持。

风险提示：宏观经济进一步低于预期的系统性风险可能影响电视机国内需求，从而令业绩低于我们预期。

图表1: 各品牌月零售量市场份额



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表2: 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	24,649	29,465	32,998
增长率		15.5%	10.6%	4.8%	19.5%	12.0%
主营业务成本	-14,905	-17,576	-18,614	-19,608	-23,922	-27,025
% 销售收入	81.0%	82.7%	79.1%	79.5%	81.2%	81.9%
毛利	3,502	3,688	4,909	5,041	5,543	5,973
% 销售收入	19.0%	17.3%	20.9%	20.5%	18.8%	18.1%
营业税金及附加	-51	-66	-106	-111	-118	-99
% 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	-2,613	-3,035	-3,234
% 销售收入	13.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.3%	9.8%
管理费用	-366	-370	-471	-493	-560	-594
% 销售收入	2.0%	1.7%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	574	992	1,847	1,824	1,831	2,046
% 销售收入	3.1%	4.7%	7.8%	7.4%	6.2%	6.2%
财务费用	-34	-52	44	44	115	149
% 销售收入	0.2%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
资产减值损失	-75	-53	-36	-37	-46	-31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	18	17	15	18	20
% 税前利润	0.7%	1.9%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%
营业利润	469	906	1,871	1,846	1,917	2,184
营业利润率	2.5%	4.3%	8.0%	7.5%	6.5%	6.6%
营业外收支	145	74	94	240	400	400
税前利润	614	979	1,965	2,086	2,317	2,584
利润率	3.3%	4.6%	8.4%	8.5%	7.9%	7.8%
所得税	-112	-140	-253	-292	-324	-362
所得税率	18.3%	14.3%	12.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	502	839	1,712	1,794	1,993	2,222
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	1,794	1,993	2,222
净利率	2.7%	3.9%	7.2%	7.3%	6.8%	6.7%

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	7,114	9,237	11,579
应收款项	4,262	5,897	9,281	6,752	8,071	9,039
存货	2,396	2,544	2,280	2,527	3,020	3,341
其他流动资产	29	26	28	31	0	43
流动资产	8,885	10,904	14,355	16,424	20,328	24,001
% 总资产	85.9%	87.3%	88.9%	92.5%	94.3%	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%	5.7%	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%	7.5%	5.7%	4.6%
资产总计	10,343	12,494	16,145	17,757	21,567	25,154
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	5,044	6,397	8,314	8,256	10,037	11,310
其他流动负债	203	268	492	354	427	480
流动负债	5,247	6,666	8,806	8,610	10,464	11,790
长期贷款	7	7	7	7	7	8
其他长期负债	59	19	12	0	0	0
负债	5,312	6,692	8,825	8,616	10,471	11,798
普通股股东权益	4,907	5,673	7,167	8,988	10,981	13,203
少数股东权益	124	129	152	152	152	152
负债股东权益合计	10,343	12,494	16,145	17,757	21,605	25,154

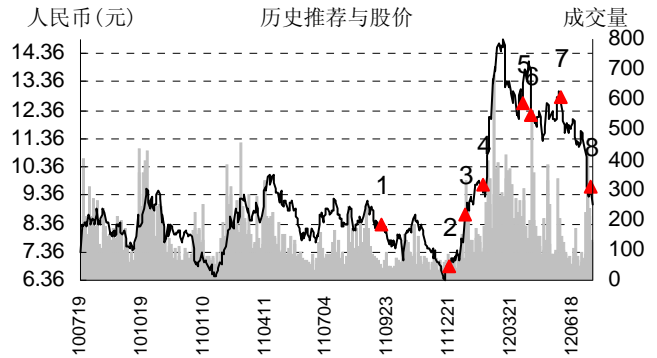
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.009	1.445	1.949	1.377	1.529	1.705
每股净资产	8.493	6.546	8.249	6.897	8.426	10.130
每股经营现金净流	0.632	0.645	0.916	3.145	1.371	1.536
每股股利	0.000	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.15%	14.72%	23.57%	19.96%	18.15%	16.83%
总资产收益率	4.82%	6.68%	10.46%	10.10%	9.22%	8.83%
投入资本收益率	9.31%	14.64%	21.96%	17.15%	14.13%	13.17%
增长率						
主营业务收入增长率	37.29%	15.52%	10.63%	4.78%	19.54%	11.99%
EBIT增长率	89.64%	72.89%	86.13%	-1.20%	0.34%	11.77%
净利润增长率	121.47%	67.57%	102.31%	6.23%	11.06%	11.50%
总资产增长率	74.90%	20.80%	29.22%	9.99%	21.67%	16.43%
资产管理能力						
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	14.4	11.4	9.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.57%	-41.89%	-37.70%	-77.76%	-82.91%	-86.64%
EBIT利息保障倍数	16.8	19.2	-42.3	-41.1	-16.0	-13.7
资产负债率	51.36%	53.56%	54.66%	48.52%	48.47%	46.90%

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	2011-09-15	增持	8.33	18.00 ~ 18.00
2	2011-12-20	增持	6.84	N/A
3	2012-01-13	增持	8.65	18.00 ~ 18.00
4	2012-02-13	增持	9.74	19.30 ~ 20.60
5	2012-04-10	增持	12.61	21.70 ~ 24.80
6	2012-04-23	增持	12.22	21.70 ~ 24.80
7	2012-06-01	增持	12.86	21.70 ~ 24.80
8	2012-07-12	增持	9.67	11.00 ~ 11.50

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

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