

海信电器 (600060.SH)

视听器材行业

评级: 增持 维持评级

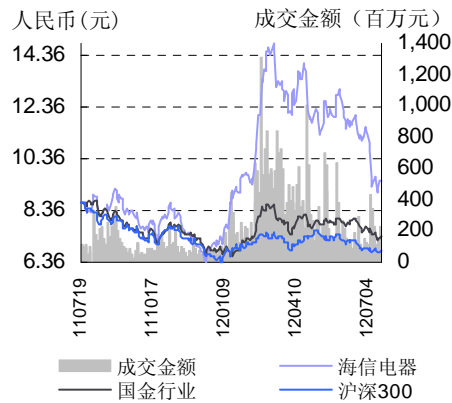
业绩点评

市价(人民币): 9.53元
目标(人民币): 11.00-11.50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)	1,303.31
总市值(百万元)	124.21
年内股价最高最低(元)	14.86/6.36
沪深300指数	2424.32
上证指数	2184.84



相关报告

1. 《再遇不实报道,难撼公司形象》, 2012.7.17
2. 《澄清媒体误解;中报增速料能符合市场预期》, 2012.7.12
3. 《管理层对于公司盈利的持续增长有信心》, 2012.6.1

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

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	1.377	1.529	1.705
每股净资产(元)	6.55	8.25	6.90	8.43	10.13
每股经营性现金流(元)	0.65	0.92	3.15	1.37	1.54
市盈率(倍)	17.85	5.93	6.92	6.23	5.59
行业优化市盈率(倍)	48.53	33.49	32.88	32.88	32.88
净利润增长率(%)	67.57%	102.31%	6.23%	11.06%	11.50%
净资产收益率(%)	14.72%	23.57%	19.96%	18.15%	16.83%
总股本(百万股)	577.77	866.65	1,303.31	1,303.31	1,303.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 海信电器 2012 年上半年实现营业收入 100.65 亿元, 同比增长 2.72%; 归属于母公司净利润 5.75 亿元, 同比增长 11.03%, 扣非后净利润增长 12.54%, 是我们 7 月 12 日点评报告中的预期下限。

经营分析

- **1H12 内销收入同比增速-7.1%, 外销收入同比增长 42.5%。**内销量同比个位数增长, 可推算内销产品出厂均价下降约 10%, 这与零售均价下降幅度基本相当(图表 1, 2012 年 1-5 月海信零售均价同比下降 8%), 市场价格竞争比较激烈。外销由于自主品牌产品占比提高, 使得外销收入增速快于量的增速。
- **毛利率 1H12 同比降 2.6 个百分点、2Q12 同比降 3.1 个百分点; 但“毛利率-销售费用率”均同比提升; 最终净利率未能提升主要因资产减值损失的计提(图表 2)。**1H12 内销毛利率 23.1% 同比降 2.1 个百分点; 出口毛利率 5.7% 同比升 1.2 个百分点。导致综合毛利率下降的六成原因是内销产品价格下降; 三成原因是外销占比上升(2Q12 出口收入占比 31% 较 1Q12 又提高了 10 个百分点); 其余是因面板价格降幅低于产品价格降幅。但销售费用率也因公司有选择地跟进价格战而降低, 可见“毛利率-销售费用率”在 1H12 和 2Q12 分别同比上升 1.0 和 1.3 个百分点, 说明公司盈利空间是提高的。而资产减值损失计提的增加是 2Q12 在盈利空间上升的情况下最终净利率没有提升的主要原因; 是因公司考虑非节能补贴产品可能需要降价促销而计提 2500 万存货减值损失。
- **运营效率提升。**在竞争激烈的环境下, 公司存货周转天数和应收账款周转天数分别下降 7 天、1 天; 现金流量表良好; 竞争力持续提升无疑。
- **下半年期待节能补贴拉动行业需求、公司内销新品给力、外销高增长持续。**公司 6 月生产节能补贴目录产品占全部产品的 45%、7 月有望超过 70%。8 月后将有多款新品上市, 主要在窄边框、超薄、智能等方面进行产品升级, 这将起到提升毛利率的作用; 另外, 下半年海外市场进入旺季(图表 3), 出口有望继续高增长。

盈利预测

- 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%。

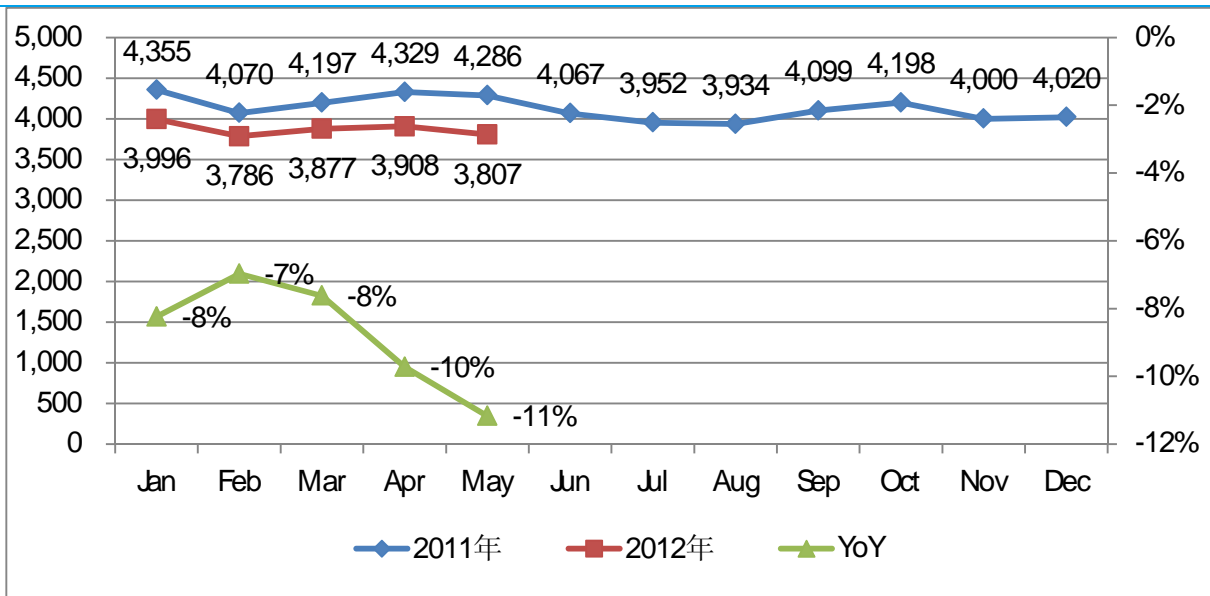
投资建议

- 维持“增持”评级：内销毛利率有望在 8 月新品上市后扭转下滑趋势；出口高增长可弥补内销的低迷。目前价格对应估值为 6.9X12PE/6.2X13PE，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，距离现价有 15%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：海信月零售均价变化（元）



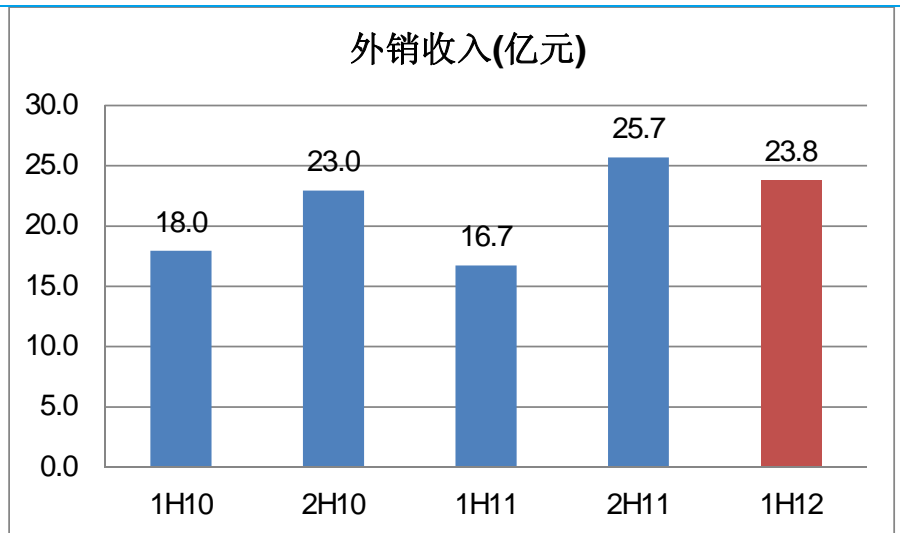
来源：中怡康，国金证券研究所

图表2: 利润表分拆

(百万元; 百分点)		1Q11	2Q11	1H11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	1H12	2Q12 同比	1H12 同比	点评
单季收入及增速	营业收入	4994	4805	9799	6666	7059	5057	5008	10066			上半年内销下降7%，依靠外销增长42%拉动
	收入YoY		12.8%	3.3%	13.9%	19.2%	1.3%	4.2%	2.7%			
利润表结构百分比	毛利率	21.4%	19.4%	20.4%	19.3%	23.0%	19.4%	16.3%	17.8%	-3.1	-2.6	一方面是内销产品价格下降（估计均价下降约10%）；另一方面是外销占比上升；再次是面板价格降幅低于产品价格降幅
	-销售费用率	12.4%	11.8%	12.2%	10.0%	8.9%	9.7%	7.5%	8.6%	-4.4	-3.6	公司有选择地跟进价格战，控制销售费用，销售费用率随毛利率下降而下降
	毛利率-费用率	8.9%	7.5%	8.2%	9.3%	14.1%	9.7%	8.8%	9.2%	1.3	1.0	该项指标上升说明公司盈利空间提高，主要靠销售策划到位
	-管理费用率	2.4%	2.2%	2.3%	1.9%	1.8%	2.1%	2.3%	2.2%	0.1	-0.1	
	-财务费用率	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.0	-0.0	
	-资产减值损失	0.0%	-0.7%	-0.4%	0.7%	0.4%	-0.3%	0.5%	0.1%	1.2	0.5	该项指标的上升是2Q12在盈利空间上升的情况下最终净利率没有提升的主要原因。公司因考虑非节能补贴产品可能需要降价促销而计提2500万存货减值损失。
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+投资收益	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1	-0.0	
	+营业外收支	0.3%	0.3%	0.3%	0.1%	0.8%	0.2%	0.2%	0.2%	-0.1	-0.1	
	=利润总额	6.3%	6.2%	6.3%	6.5%	12.9%	7.6%	6.1%	6.8%	-0.2	0.5	
	-所得税费用	15.0%	15.4%	15.2%	1.0%	1.3%	14.9%	15.4%	15.1%	0.0	-0.0	
-少数股东损益	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	-0.0	0.1		
归属于母公司所有者净利润率	5.3%	5.3%	5.3%	5.5%	11.4%	6.3%	5.1%	5.7%	-0.2	0.4	1H12净利率上升主要因销售费用率下降而资产减值损失计提较少；2Q12净利率下降主要因当期资产减值损失计提较多	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	264	254	518	368	803	318	258	575			
	净利润YoY		131%	110%	75.1%	112.7%	20.5%	1.2%	11.0%			

来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表3: 海信外销收入



来源: 同花顺, 国金证券研究所

图表4: 三张报表及摘要

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%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	502	839	1,712	1,794	1,993	2,222
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	253	185	259	209	208	187
非经营收益	-165	-63	-92	39	-419	-419
营运资金变动	-225	-402	-1,083	2,056	4	12
经营活动现金净流	365	559	795	4,099	1,786	2,001
资本开支	-174	-238	-309	170	319	320
投资	-109	-4	0	50	0	0
其他	0	2	3	15	18	20
投资活动现金净流	-284	-239	-305	235	337	340
股权募资	1,504	0	23	0	0	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	0	1
现金净流量	1,523	239	329	4,348	2,123	2,342

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	21,567	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: 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
买入	1	3	5	13	27
增持	1	2	5	13	25
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.43	1.56	1.59	1.56

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 2011-12-20	增持	6.84	N/A
2 2012-01-13	增持	8.65	18.00 ~ 18.00
3 2012-02-13	增持	9.74	19.30 ~ 20.60
4 2012-04-10	增持	12.61	21.70 ~ 24.80
5 2012-04-23	增持	12.22	21.70 ~ 24.80
6 2012-06-01	增持	12.86	21.70 ~ 24.80
7 2012-07-12	增持	9.67	11.00 ~ 11.50
8 2012-07-17	增持	9.21	11.00 ~ 11.50

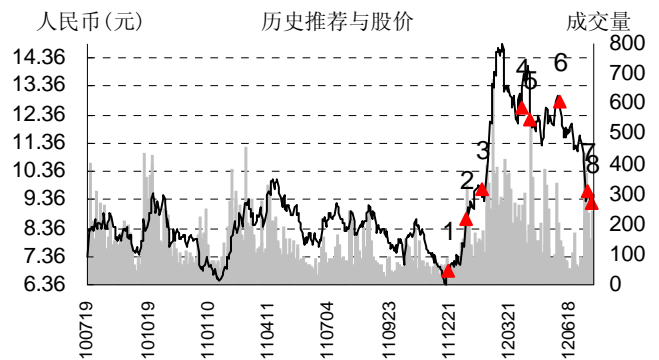
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 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