



买入

17%↑

目标价格: 人民币10.40

600060.SS

原目标价格: 人民币14.70

价格: 人民币 8.85

目标价格基础: 9倍12年市盈率

板块评级: 中立

海信电器

内销疲软, 出口强劲

12年上半年, 公司实现营业收入100.65亿元, 同比小幅增长2.7%, 实现归属于母公司的净利润5.75亿元, 同比增长11%, 实现每股收益0.66元, 业绩表现略低于市场预期。我们将公司12-14年的每股盈利预测分别下调至1.19元、1.30元和1.39元。我们将目标价从14.70元下调至10.40元, 目前股价对应不到7倍13年市盈率, 估值具有一定优势, 维持对其买入评级。

支撑评级的要点

- 毛利率从去年同期的20.4%下降到当期的17.8%, 毛利率下降主要因为: 一方面, 国内彩电市场竞争激烈, 需求疲软情况下公司产品均价下跌约8%; 另一方面, 外销收入占比的提升拉低了毛利率水平, 销售费用率和管理费用率控制较好, 分别从去年同期的12.2%和2.3%下降至当期的8.6%和2.2%, 净利率从5.3%提升至5.7%。
- 目前, 海信品牌电视接近15%, 其中LED液晶电视市占率约为16%, 3D电视市占率接近18%, 智能电视市占率约为16%, 均处于行业第一。
- 海外市场今年获得突破, 外销收入23.8亿元, 同比增长42.5%。其中, 海信LED液晶电视出口额同比增长超过200%, 在欧美等市场的自主品牌销量实现翻番增长。

评级面临的主要风险

- 房地产市场调控持续抑制需求。
- 海外经济形势对出口业务的影响。

估值

- 我们将公司12-14年的每股盈利预测分别从2.22元、2.34元和2.49元分别下调至1.79元、1.95元和2.08元。公司实行每10股转增5股, 转增后对应每股收益分别为1.19元、1.30元和1.39元。我们将目标价从14.70元下调至10.40元, 目前股价对应不到7倍13年市盈率, 估值具有一定优势, 维持对其**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	21,264	23,524	23,728	24,507	25,559
变动(%)	16	11	1	3	4
净利润(人民币 百万)	859	1,676	1,552	1,691	1,810
全面摊薄每股收益(人民币)	0.992	1.934	1.191	1.298	1.389
变动(%)	15.0	95.0	(38.4)	9.0	7.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.433	1.598	1.787
先前预测每股收益(人民币)	-	-	2.22	2.34	2.49
调整幅度(%)	-	-	(19.4)	(16.7)	(18.5)
核心每股收益(人民币)	0.971	1.840	1.130	1.146	1.290
变动(%)	27.3	89.4	(38.6)	1.4	12.6
全面摊薄市盈率(倍)	8.9	4.6	7.4	6.8	6.4
核心市盈率(倍)	9.1	4.8	7.9	7.7	6.9
每股现金流量(人民币)	0.65	0.92	2.00	2.10	2.29
价格/每股现金流量(倍)	13.7	9.7	4.4	4.2	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	2.4	3.3	2.1	0.8
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.238	0.259	0.277
股息率(%)	2.3	2.3	2.7	2.9	3.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	12	(17)	(25)	3
相对新华富时A50指数	9	(14)	(15)	12

发行股数(百万)	1,303
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,560
3个月日均交易额(人民币 百万)	211
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
海信集团	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年8月8日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

业绩表现平平

12年上半年，公司实现营业收入100.65亿元，同比小幅增长2.7%，实现归属于母公司的净利润5.75亿元，同比增长11%，实现每股收益0.66元，业绩表现略低于市场预期。宏观经济景气度下降，房地产市场调控影响使国内市场需求疲软是收入增速缓慢的主要原因，去年底到期的家电下乡以及节能惠民政策到期前带来的提前消费也透支了部分需求。上半年电视机收入为90.4亿元，与去年基本持平，其中内销收入为69.8亿元，同比下降7.1%。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年上半年	2012年上半年	同比(%)
营业收入	9,798.73	10,065.61	2.7
营业成本	7,799.67	8,269.44	6.0
毛利润	1,999.06	1,796.17	(10.1)
营业税金及附加	42.33	38.15	(9.9)
管理费用	222.05	220.69	(0.6)
销售费用	1,190.78	865.78	(27.3)
经营利润	543.89	671.55	23.5
资产减值	(36.52)	10.32	(128.3)
财务费用	(4.64)	(6.86)	47.7
投资收益	3.53	0.75	(78.8)
营业外收入	29.35	20.96	(28.6)
营业外支出	1.17	1.38	17.9
税前利润	616.76	688.40	11.6
所得税	93.57	104.16	11.3
归属于母公司的净利润	517.95	575.10	11.0
每股收益(元)	0.60	0.66	10.7

资料来源：公司数据

毛利率下滑、净利率稳定

毛利率从去年同期的20.4%下降到当期的17.8%，毛利率下降主要因为：一方面，国内彩电市场竞争激烈，需求疲软情况下公司产品均价下跌约8%；另一方面，上半年公司出口业务增长强劲，然而出口产品多以中小尺寸为主，产品价格较低，毛利率较低，外销收入占比的提升拉低了毛利率水平，2季度出口收入占比较1季度上升近10个百分点。销售费用率和管理费用率控制较好，分别从去年同期的12.2%和2.3%下降至当期的8.6%和2.2%，销售费用率降幅较大主要由于去年4季度充分预期了销售返利费用。净利率从5.3%提升至5.7%。

2季度单季收入为50.1亿元，同比增长4.2%，增速略好于1季度；实现净利润2.6亿元，同比增长1.2%。单季毛利率仅为16.3%，环比1季度下滑约3个百分点，净利率为5.1%，利润率均处于近两年来较低水平。

国内龙头，海外市场获得突破

目前，海信3D和智能电视渗透率均大约占3成，预计到今年年底3D电视渗透率将达到4成，而智能电视渗透率将有明显提高。从销售额市场占有率来看，海信品牌电视接近15%，其中LED液晶电视市占率约为16%，3D电视市占率接近18%，智能电视市占率约为16%，均处于行业第一。

海外市场今年获得突破，外销收入23.8亿元，同比增长42.5%。其中，海信LED液晶电视出口额同比增长超过200%，在欧美等市场的自主品牌销量实现翻番增长。

主要观点

过去几年，在家电下乡和以旧换新等家电刺激政策的作用下，国内市场对于电视机消费的需求释放较快，需求在一定程度上出现透支。目前，我国家庭中电视机保有量较高，据统计，城镇家庭电视机保有量约为 130 台/百户，农村家庭保有量也达到 110 台/百户。使得市场总体需求增量有限。

国内几家彩电企业没有一家体现出在市场上有明显优势，导致竞争越发激烈。在当前宏观经济景气度下降以及房地产市场调控等多重因素的影响下，需求更显疲软。在这种情况下，企业为了维持市场份额，导致价格竞争加剧。我们认为，激烈的价格竞争还将持续。而今年以来，中低端机型占比有所提高。这些因素给彩电企业的利润率造成了一定压力。同时，我们发现，3D 电视和智能电视的渗透率尽管仍在提升，但增速较去年已有明显放缓，并且产品的利润空间也在逐步收窄。

我们认为，彩电行业在经历了 11 年的反弹后，可能在未来几年又将面临较大的压力。海信作为彩电行业的龙头企业具有独特的优势。首先：通过模组自制比率的提升（目前自制率约为 50%，未来将提升至 70% 以上），可以更好的控制成本，提高效率；其次，通过改进物流、仓储等管理流程，可以有效的降低成本。再次、不断推出新品，依靠技术和研发优势开发个性化的产品有助于公司保持市场份额，巩固其龙头地位。

出口市场上，目前日本彩电企业在困境中的收缩为国内彩电企业提供了发展机遇。海信利用这个时机扩大出口规模，提升自有品牌出口占比。由于其可以利用集团的销售渠道，因而出口业务的扩张不会引起费用率的上升。

估值

我们将公司 12-14 年的每股盈利预测分别从 2.22 元、2.34 元和 2.49 元分别下调至 1.79 元、1.95 元和 2.08 元。公司实行每 10 股转增 5 股，转增后对应每股收益分别为 1.19 元、1.3 元和 1.39 元。我们将目标价下调至 10.40 元，目前股价对应不到 7 倍 13 年市盈率，估值具有一定优势，维持对其**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	21,264	23,524	23,728	24,507	25,559
销售成本	(17,576)	(18,614)	(19,090)	(19,738)	(20,465)
经营费用	(2,573)	(2,885)	(2,724)	(2,797)	(2,877)
息税折旧前利润	1,115	2,025	1,914	1,972	2,216
折旧及摊销	(122)	(178)	(169)	(191)	(214)
经营利润(息税前利润)	992	1,847	1,745	1,781	2,002
净利息收入/(费用)	(28)	31	25	18	18
其他收益/(损失)	39	75	83	218	137
税前利润	1,003	1,952	1,853	2,017	2,156
所得税	(140)	(253)	(278)	(302)	(323)
少数股东权益	(4)	(23)	(23)	(24)	(25)
净利润	859	1,676	1,552	1,691	1,810
核心净利润	842	1,594	1,472	1,493	1,681
每股收益(人民币)	0.992	1.934	1.191	1.298	1.389
核心每股收益(人民币)	0.971	1.840	1.130	1.146	1.290
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.238	0.259	0.277
收入增长(%)	16	11	1	3	4
息税前利润增长(%)	73	86	(6)	2	12
息税折旧前利润增长(%)	65	82	(5)	3	12
每股收益增长(%)	15	95	(38)	9	7
核心每股收益增长(%)	27	89	(39)	1	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,003	1,952	1,853	2,017	2,156
折旧与摊销	122	178	169	191	214
净利息费用	28	(31)	(25)	(18)	(18)
运营资本变动	(379)	(1,078)	875	839	941
税金	0	0	0	1	2
其他经营现金流	(215)	(226)	(267)	(288)	(310)
经营活动产生的现金流	559	795	2,604	2,743	2,986
购买固定资产净值	(242)	(316)	(480)	(330)	(332)
投资减少/增加	5	8	0	0	0
其他投资现金流	(1)	3	(16)	(19)	(22)
投资活动产生的现金流	(239)	(305)	(496)	(349)	(354)
净增权益	0	23	435	1	2
净增债务	0	(14)	200	200	200
支付股息	(87)	(173)	(173)	(310)	(338)
其他融资现金流	2	(1)	57	50	51
融资活动产生的现金流	(84)	(166)	518	(59)	(85)
现金变动	236	324	2,627	2,334	2,547
期初现金	2,198	2,437	2,766	5,393	7,726
公司自由现金流	279	487	2,140	2,460	2,731
权益自由现金流	320	475	2,334	2,611	2,849

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	2,437	2,752	5,393	7,726	10,271
应收帐款	5,896	9,295	9,362	9,669	10,084
库存	2,544	2,280	2,394	2,514	2,640
其他流动资产	26	28	26	25	24
流动资产总计	10,904	14,355	17,175	19,934	23,019
固定资产	1,105	1,044	1,314	1,407	1,479
无形资产	82	181	204	228	252
其他长期资产	404	564	629	700	780
长期资产总计	1,590	1,790	2,147	2,335	2,512
总资产	12,494	16,145	19,322	22,269	25,530
应付帐款	4,724	6,303	7,047	7,933	8,974
短期债务	0	0	(100)	(200)	(300)
其他流动负债	1,942	2,503	2,899	3,353	3,874
流动负债总计	6,666	8,806	9,846	11,086	12,548
长期借款	7	7	307	607	907
其他长期负债	19	12	12	12	12
股本	867	869	1,303	1,303	1,303
储备	4,807	6,299	7,679	9,062	10,536
股东权益	5,673	7,167	8,983	10,366	11,840
少数股东权益	129	152	175	199	224
总负债及权益	12,494	16,145	19,322	22,270	25,530
每股帐面价值(人民币)	6.55	8.27	6.89	7.95	9.08
每股有形资产(人民币)	6.45	8.06	6.74	7.78	8.89
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.80)	(3.17)	(3.98)	(5.62)	(7.42)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	5.2	8.6	8.1	8.0	8.7
息税前利润率(%)	4.7	7.8	7.4	7.3	7.8
税前利润率(%)	4.7	8.3	7.8	8.2	8.4
净利率(%)	4.0	7.1	6.5	6.9	7.1
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	25.5	824.4	143.7	32.1	22.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.4	1.5	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	8.9	4.6	7.4	6.8	6.4
核心业务市盈率(倍)	9.1	4.8	7.9	7.7	6.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	20.6	10.9	17.7	17.5	15.5
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.4	1.1	1.3	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	13.7	9.7	4.4	4.2	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.7	2.4	3.3	2.1	0.8
周转率					
存货周转天数	51.3	47.3	44.7	45.4	46.0
应收帐款周转天数	87.2	117.9	143.5	141.7	141.0
应付帐款周转天数	73.3	85.5	102.7	111.6	120.7
回报率					
股息支付率(%)	20.2	10.3	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	16.2	26.1	19.2	17.5	16.3
资产收益率(%)	7.5	11.2	8.4	7.3	7.1
已运用资本收益率(%)	18.5	28.6	21.4	18.2	17.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371