

关注彩电复苏，公司土地价值提升

深康佳 A (000016.SZ)

中性 首次评级

核心观点：

1. 报告背景

公司公告预计 2012 年度归属于上市公司股东的净利润 3000 万元至 4000 万元，比上年同期增长 20.13%-60.17%。

2. 我们的分析与判断

(一) 电视业务加快结构转型

过往公司电视业务表现欠佳，主要由于公司在 CRT 向 LCD 电视转型中，进度慢于对手。2012 年以来，公司内部加快转型调整，提高液晶电视占比，产品结构有所改善，这是 2012 年公司业绩提升的主要原因。

(二) 黑电产业环境正在改善

2012 年以来，日本彩电制造竞争力下降，给国内彩电制造规模扩大提供机会。国内上游高世代面板，打通产业链上线，有利于国内企业竞争力提升。同时，电子商务大发展，开辟彩电销售新渠道，家电卖场绝对主导地位动摇，彩电制造业议价权加强。

(三) 公司厂区更新项目正在推进

深圳市相关部门已经原则上同意公司《更新计划项目》，拆迁用地的建筑面积为 3.7 万平方米，市价约 2 万元/平方米，土地价值约为 7.4 亿人民币，项目定位为商务公寓、商业性办公、商业服务业、产业研发、产业配套等综合型项目。

(四) 公司净利润率极低，盈利改善空间大，业绩弹性大

公司净利率极低，目前净利率仅为 0.1%，大幅低于行业其他竞争对手，公司盈利弹性大。较低净利率主要由于公司产品定位较低，造成均价低于行业平均，一二线市场份额较低。2012 年以来，公司加大产品研发，云电视、双通道等新产品处于行业新技术前列，公司盈利水平，有较大改善空间，业绩弹性大。

(五) 顺应消费升级，新技术提升发展空间

康佳在云电视技术方面走在了行业前列，全面发力云电视，云技术所代表的智能化顺应彩电产业消费升级以及技术发展趋势，公司已与 CNTV 签订合作协议，拓展数字电子领域，未来市场前景可期。

3. 投资建议

综合考虑，预计公司 2012/2013 年收入分别为 182、203 亿元，同比分别增长 12%和 12%，净利润分别增长 20%和 241%，达 0.3 亿和 1 亿元，EPS 分别为 0.03 元和 0.09 元。目前公司 PB 为 1.1 倍，明显低于主要竞争对手，PB 安全边际高。公司净利率仅为 0.1%，盈利弹性大，给予“中性”评级。

4. 风险提示

行业竞争激烈，竞争对手挑起价格战；公司产品结构调整进度低于预期；公司厂区更新项目进度低于预期。

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

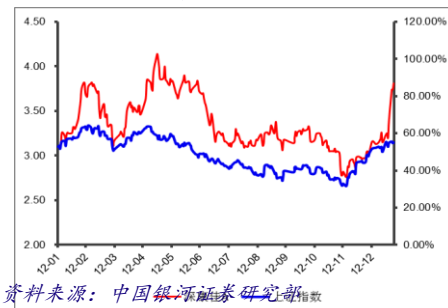
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.2.1

A 股收盘价(元)	3.52
A 股一年内最高价(元)	4.27
A 股一年内最低价(元)	2.69
上证指数	2419.02
市净率	1.07
总股本(万股)	120397.27
实际流通 A 股(万股)	59991.50
流通 A 股市值(亿元)	21.18

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

目 录

一、公司概况：	2
(一) 公司基本情况	2
(二) 收入构成	3
(三) 收入分地区	4
(四) 毛利率情况	4
二、公司经营状况简述	5
(一) 2012 年公司经营情况有所改善	5
(二) 公司盈利水平提升明显	6
三、彩电行业简述	8
(一) 2012 年全年彩电总销量、出口、内销保持稳定增长	8
(二) 行业消费升级趋势明显	8
(三) 市场格局无大变化	9
(四) 彩电行业销售仍具潜力	10
(五) 行业竞争激烈，盈利不高且无明显改善	10
四、投资看点	11
(一) 公司厂区更新项目正在推进	11
(二) 黑电产业环境正在改善	11
(三) 公司经营利润率极低，改善空间大，业绩弹性大	12
(四) 顺应消费升级，新技术提升发展空间	14
(五) 公司注重与上下游产业链的合作发展	15
(六) 市净率较低具有一定安全边际	15
五、盈利预测及估值：	16
六、风险提示：	17
附表：	17

一、公司概况：

(一) 公司基本情况

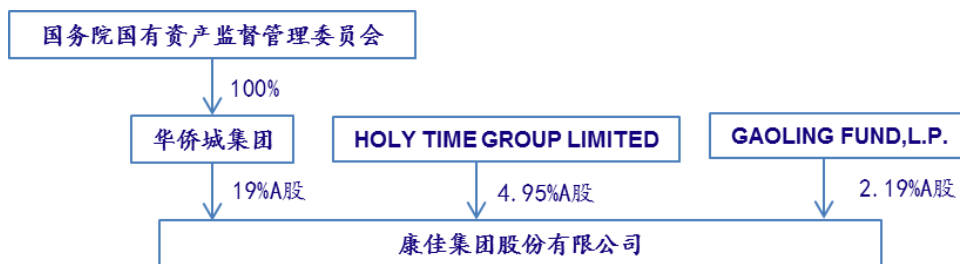
康佳集团作为中国老牌的黑电制造企业，成立于 1980 年是中国首家中外合资电子企业。康佳集团主要从事彩色电视机、手机、白色家电、生活电器、电视机相关产品的研发、制造和销售。公司先后在国内建立了牡丹江、陕西、东莞、安徽、重庆五大生产基地，其中的东莞康佳电子城是我国沿线海地区最大的视听产品生产制造基地，彩电年生产能力突破 1000 万台套。

康佳 7000 多个经销点可覆盖多级市场营销网络。康佳产品海外销售覆盖澳大利亚、印尼、印度、俄罗斯、南美、北美及中东等 60 多个国家和地区。

公司现共有 34 个销售分公司，国内彩电销售主要以 KA（25%）、地方百货连锁（沃尔玛等占 30%）和经销商（40%）为主，公司电商销售占比 4-5%。

公司第一大股东和实际控制人为华侨城集团公司，持有 19% 公司股权，除第一大股东外，无其他单一股东控股超过 10%。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司主营收入从 2007 年 122 亿元增长到 2011 年 162 亿元，过往四年复合增长 7.4%。

2011 年净利润 1000 万，净利率仅为 0.1%。2011 年业绩表现欠佳是由于 2008 年以来彩电行业从 CRT 向 LCD 转型，康佳在转型过程中进度比竞争对手慢。但 2012 年公司内部加快转型调整，顺应行业趋势推出智能电视云电视，产品结构有所改善，彩电业务收入同比增长 1.1%。

2012 年 1-9 月，公司实现收入 123 亿元，同比增长 7.8%，实现净利润 1600 万，业绩大幅扭亏，公司同时公告 2012 年净利润 3,000 万元-4,000 万元，比上年同期增长 20.13%-60.17%。

图 2：公司收入规模增长（单位：亿元， %）

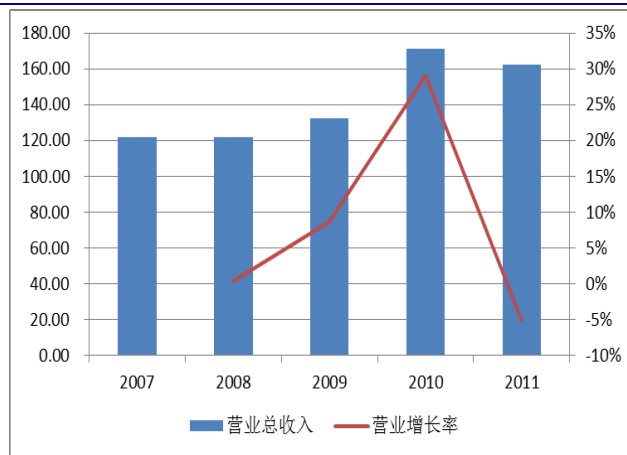
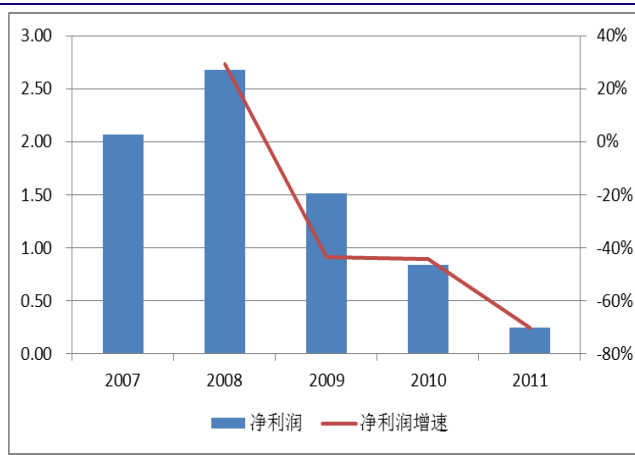


图 3：公司净利润增长（单位： %）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 收入构成

目前业务已经从黑电拓展至手机、白电生活电器等领域。公司彩电业务占总收入比重为75%左右，2012年上半年彩电业务收入52亿元，较2011年同期增长1.1%。白电和手机业务分别占收入8%和10%左右。

表格 1：2012 年上半年收入分产品（单位：亿元， %）

分产品	营业收入 (2012H1)	收入占比 构成	营业收入同 比	营业收入 (2011H1)
彩电	5,155	73.9%	1.1%	5,100
白电	565	8.1%	-12.3%	644
手机	718	10.3%	9.1%	658
其他	537.9	7.7%	30.2%	413.2
合计	6,976	100.0%	2.4%	6,815

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表格 2：2011 年收入分产品（单位：亿元， %）

分产品	营业收入 (2011)	收入占比 构成	营业收入 同比	营业收入 (2010)	收入占比 构成
彩电	127	79.1%	-4.3%	133	78.3%
白电	13	8.0%	9.0%	12	7.0%
手机	13	7.9%	-32.8%	19	11.1%
其他	8.0	5.0%	33.6%	6	3.5%
合计	161	100.0%	-5.2%	170	100.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(三) 收入分地区

目前公司主要以国内销售为主，逐步向海外市场扩展，内销占比 77%左右。2012 上半年国内销售收入 54 亿元，同比增长 1%；国外销售收入 16 亿元同比增涨 7.3%。

表格 3：2012 上半年收入分地区（单位：亿元，%）

分地区	营业收入 (2012H1)	收入占 比构成	营业收入 同比	营业收入 (2011H1)	收入占 比构成
国内	54	77.3%	1.0%	53	78.3%
国外	16	22.7%	7.3%	15	21.7%
合计	70	100.0%	2.4%	68	100.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四) 毛利率情况

2012 年上半年，公司综合毛利率 18.65%，较 2011 年同期增长 3.6 个百分点；其中彩电毛利率 19.36%，同比提升 4.77 个百分点。2011 年公司产品毛利率仅为 16.6%，彩电业务毛利率 17.0%，从同比数据上看，公司整体业务和彩电业务毛利率均有较为明显的提升。

表格 4：2011 年毛利率分地区（单位：%）

分产品	毛利率 (2012H1)	毛利率 (2011H1)	毛利率 同比
彩电	19.3%	14.6%	4.8%
白电	12.3%	14.3%	-1.9%
手机	19.2%	19.5%	-0.3%
其他	17.7%	14.8%	2.9%
合计	18.6%	15.1%	3.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表格 5：2011 年毛利率分产品（单位：%）

分产品	毛利率 (2011)	毛利率 (2010)	毛利率同比
彩电	17.0%	14.4%	2.6%
白电	20.0%	19.9%	0.2%
手机	14.6%	13.8%	0.8%
其他	6.6%	37.6%	-30.9%
合计	16.6%	15.5%	1.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2012 年上半年公司国内销售毛利率 21.5%，同比大幅提升 4.3 个百分点出口毛利率 8.8% 同比提升 1.5 个百分点。

表格 6：2012 上半年毛利率分地区（单位：%）

分地区	毛利率 (2012H1)	毛利率 (2011H1)	毛利率 同比
国内	21.5%	17.2%	4.3%
国外	8.8%	7.3%	1.5%
合计	18.7%	15.1%	3.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表格 7：2011 年毛利率分地区（单位：%）

分地区	毛利率 (2011)	毛利率 (2010)	毛利率 同比
国内	17.9%	17.8%	0.1%
国外	12.1%	7.9%	4.2%
合计	16.6%	15.5%	1.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、公司经营状况简述

(一) 2012 年公司经营情况有所改善

彩电 2012 年前三季度，日系彩电整体竞争下降，份额下滑，国内彩电企业份额提升，公司强化新产品推出力度，加强市场拓展。2012 年前三季度，公司实现收入 123 亿元，同比增长 7.8%。

表格 8：主要彩电生产商收入增长对比（单位：亿元，%）

	康佳	长虹	TCL 多媒体 (港币)	海信
2011 年	彩电	127	177	318
	其他	35	343	11
	营业总收入合计	162	520	329
	彩电同比增长	-4.33%	19.23%	40.46%
	营业总收入同比增长	-5.22%	24.67%	22.20%
2012 年	彩电业务收入	52	54	86
1-6 月	同比增长	1.09%	-15.71%	21.00%
		0.17%		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

海外市场，2012 年公司调整整体出口销售结构，加大在拉美、中东、东欧、非洲、北美等新兴经济体市场拓展，去的了较快增长。其中，拉美片区上半年销售 3380 多万美元，同比增长 73%；中东片区 1600 多万美元，增长 120%；东欧片区 1050 多万美元，增长 136%；非洲片区 1600 多万美元，增长 73%；北美片区 820 多万美元，更是有 115% 以上的增长。

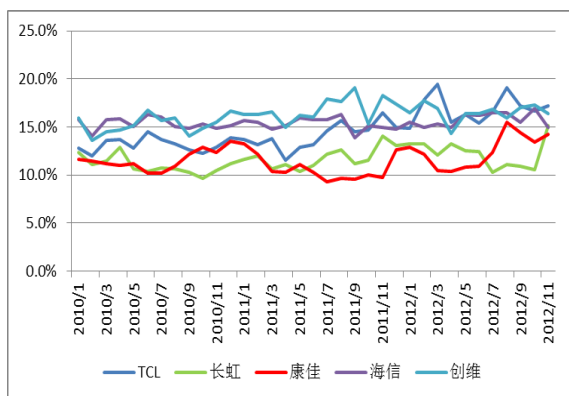
表格 9：2012 上半年年收入分地区（单位：亿元，%）

分地区	营业收入 (2012H1)	收入占 比构成	营业收入 同比	营业收入 (2011H1)	收入占 比构成
国内	54	77.3%	1.0%	53	78.3%
国外	16	22.7%	7.3%	15	21.7%
合计	70	100.0%	2.4%	68	100.0%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

根据产业在线数据，2012 年 1-11 月，公司内外销彩电市场（主要是 LCD 液晶电视市场）发展较好，同比增长率达到 21.3%，远远高于行业增长率，公司市场份额进一步提升。出口市场方面受夏普索尼等日资厂商份额的集体下滑，公司销售增长率高于行业平均。

图 4：公司销售内销市占率（单位：亿元， %）



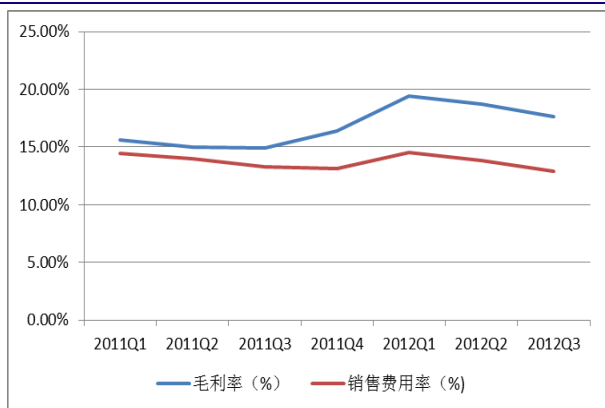
资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

(二) 公司盈利水平提升明显

2012 年公司盈利水平明显改善，毛利率较 2011 年提升显著，2012 年三季度毛利率维持在 18% 左右，销售费用率从 2011 年初 15% 下降到 2012 年三季度 13% 左右。

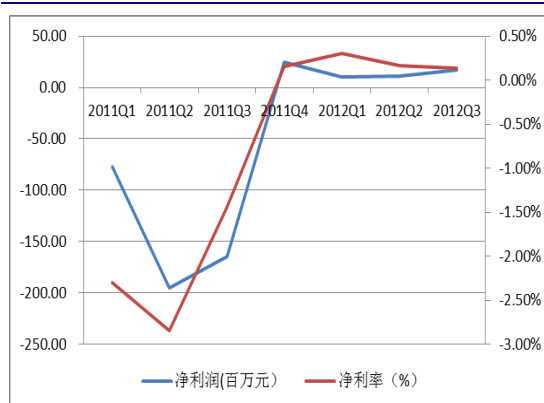
2012 年净利润情况也一直保持盈利，2012 各季度净利润维持在 1000 万以上，较 2011 年下滑的状态已得到较充分改善。

图 5：公司近期毛利率和销售费用率（单位：%）



资料来源：中怡康、产业在线，中国银河证券研究部

图 6：公司近期净利润和净利率（单位：%）



表格 10：2012 年前三季度利润表各项比较（单位：百万，%）

科目(单位：百万)	2012Q1-Q3	2011Q1-Q3	同比
一、营业总收入	12,297	11,411	7.8%
二、营业总成本	12,383	11,740	5.5%
其中：营业成本	10,127	9,708	4.3%
<i>毛利率(简单测算)</i>	<i>17.6%</i>	<i>14.9%</i>	<i>2.72%</i>
营业税金及附加	57	30	
销售费用	1,588	1,513	5.0%
<i>销售费用率</i>	<i>12.9%</i>	<i>13.3%</i>	<i>-0.3%</i>
管理费用	452	386	16.9%
<i>管理费用率</i>	<i>3.7%</i>	<i>3.4%</i>	<i>0.3%</i>
财务费用	160	104	53.9%
资产减值损失	-1	-2	
加：公允价值变动收益	22	52	
投资收益及其它	9	37	
三、营业利润	-55	-240	-77.2%
加：营业外收入	109	117	-6.4%
减：营业外支出	6	6	
四、利润总额	48	-129	-137.5%
减：所得税费用	33	28	17.9%
<i>综合所得税率</i>	<i>67.4%</i>	<i>-21.4%</i>	<i>88.8%</i>
五、净利润	16	-156	-110.1%
归属于母公司净利润	17	-164	-110.3%
<i>净利润率</i>	<i>0.1%</i>	<i>-1.4%</i>	<i>1.6%</i>
少数股东损益	-1	8	
<i>少数股东损益占比</i>	<i>-7.2%</i>	<i>-5.1%</i>	
六、总股本	1,204	1,204	
七、按期末股数简单每股收益：	0.01	(0.14)	
<i>毛利率减销售费用率</i>	<i>4.7%</i>	<i>1.7%</i>	<i>3.1%</i>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三、彩电行业简述

(一) 2012 年全年彩电总销量、出口、内销保持稳定增长

行业从 CRT 电视到液晶电视转型后，我国的液晶电视覆盖率已经超过 80%，根据产业在线统计数据，液晶电视从 2006 年的 1960 万台，增长到 2011 年的 9377 万台，增长约 4.5 倍，年复合增长率 29.8%。其中内销增速较快，出口占比从 2006 年的 25% 增长到 2011 年 42%。

2012 年，液晶电视总出货量 9542 万台，同比增长 1.8%；其中内销 4038 万台，同比上升 1.4%，出口 4976 万台，同比增长 2.0%。

表格 11：我国液晶电视行业年度数据和累积数据同比增长（单位：万台，%）

年度累计	销量	其中出口	其中内销	出口占比	内销占比
2012 年	9542	5505	4038	58%	42%
同比增长	1.8%	2.0%	1.4%		
2011 年	9377	5394	3983	58%	42%
同比增长	10.4%	4.8%	19.0%		
2010 年	8495	5149	3347	61%	39%
同比增长	33%	30%	38%		
2009 年	6396	3966	2431	62%	38%
同比增长	59%	45%	87%		
2008 年	4033	2734	1299	68%	32%
同比增长	30%	23%	49%		
2007 年	3100	2227	873	72%	28%
同比增长	58%	51%	79%		
2006 年	1960	1472	488	75%	25%

资料来源：产业在线，中国银河证券研究部

(二) 行业消费升级趋势明显

液晶电视中 LED 占比逐步提升，2011 年，LED 占液晶电视比重 40% 左右，2012 年 1-9 月，一二线城市的 LED 销量占液晶电视比例已达到 87.5%。行业龙头高端产品占比更高，创维、海信等 1-10 月 LED 占比已达 80% 以上。

2011 年下半年开始，3D 电视以及智能电视成为新热点，是拉动液晶电视增长的重要推力。目前，一二线城市的 3D 和智能电视电视占 LED 电视比重已达到 50% 左右。

图 7: 国内液晶电视零售量市场份额(单位: %)

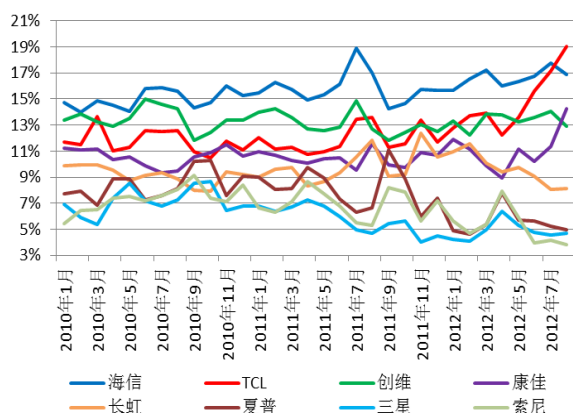
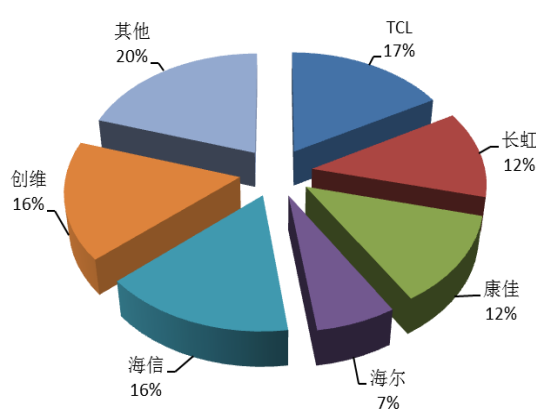


图 8: 液晶电视2012年1-9月内销市占率(单位: %)



资料来源: 中怡康、产业在线, 中国银河证券研究部

(三) 市场格局相对分散

2012 年以来, 收益日本彩电竞争力下降, 内资品牌份额有所上升, 但市场格局并无明显变化。

目前国内彩电市场内资厂商主要由海信、TCL、创维、长虹和康佳五家公司占据了接近 70% 的液晶电视市场份额。TCL、海信、创维三家公司市场占有率都维持在 15% 左右, 康佳 12%, 长虹 9%。相比白电行业生态, 彩电市场格局相对分散, 行业前五位份额相差不大。

图 9: 国内主要品牌彩电均价 (单位: 元)

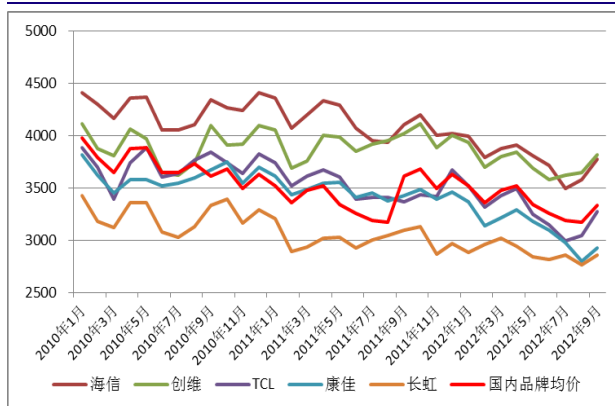
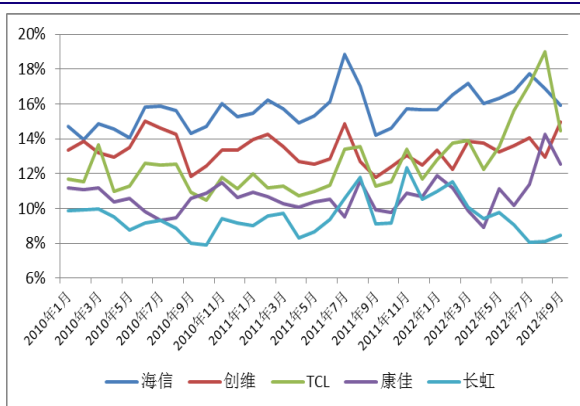


图 10: 国内主要品牌市场份额 (单位: %)



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究部

(四) 彩电行业销售仍具潜力

我国彩电市场发展较早，虽然已初步完成普及，未来销售潜力仍巨大。主要体现在：

(1) CRT 电视存量更新。

城镇和农村彩电保有量分别为 135 台/百户和 115 台/百户。我国有 4.5 亿台 CRT 电视存量的更新需求，液晶电视替代 CRT 电视是彩电销量增长重要组成部分，未来还有很大空间。

(2) 液晶电视“轻薄”特点，拓展电视机应用需求。

液晶电视由于本身“轻薄”的特点，“挂墙式液晶电视”方便在墙面安置，“有墙即有电视”。液晶电视的轻薄特点，大幅扩展电视的应用范围，推动电视新增需求。随着居民收入的提高，对生活舒适度的追求，电视一户多机现象越来越多。同时，酒店、车站、餐馆、学校以及办公室等工程机需求，也将是未来电视机销量的重要构成。

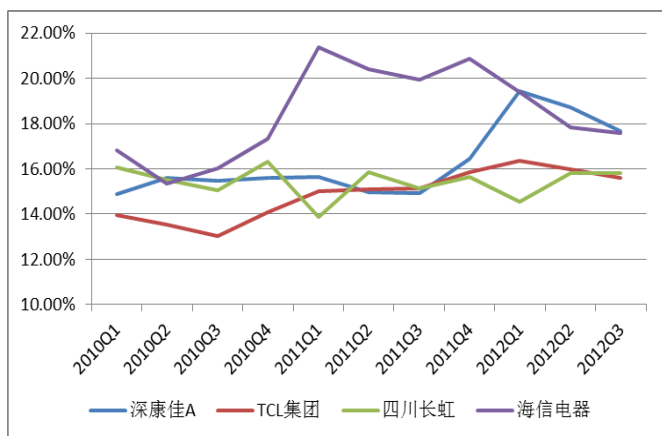
(3) “非家庭用”电视需求潜力巨大。

工程机市场是彩电产品的重要应用，目前约占国内销量 25% 左右。彩电产品广泛应用在酒店、餐馆、学校、写字楼以及车站等场所，未来潜力巨大。保守估计，国内约存在 2 亿台的市场保有量。预计未来几年工程机市场每年贡献销量 2700 万台左右。单纯的替换需求每年会在 9000 万台左右。

(五) 行业竞争激烈，盈利不高且无明显改善

由于彩电行业较分散，行业主要竞争对手份额差距不大，行业竞争激烈，造成整体盈利能力较低，行业整体毛利率维持在 15%-18%，2012 年四季度行业受面板价格上涨影响，深康佳毛利率预计下滑至 15-16%。

图 11：国内主要彩电生产商毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、投资看点

(一) 公司厂区更新项目正在推进

根据与公司方面沟通，深圳市相关部门已经原则上同意公司《更新计划项目》，拆迁用地的建筑面积为 3.7 万平方米，市价约 2 万元/平方米，土地价值约为 7.4 亿人民币，项目定位为商务公寓、商业性办公、商业服务业、产业研发、产业配套等综合型项目。

(二) 黑电产业环境正在改善

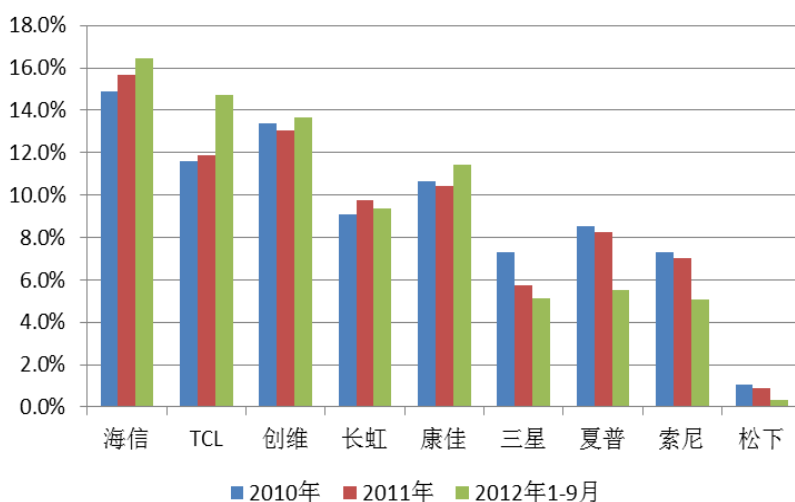
1、日本彩电制造竞争力下降，带来国内彩电制造机会

日本彩电企业竞争力显著下降，而且会持续，民族品牌竞争力会逐步增强，一方面中国彩电企业会争食日本企业让出的市场份额，市场份额会提升，销售会超越行业整体。另一方面随着市场集中，中国各大彩电企业的整体盈利水平也会提升。

2012 年以来，日系企业的全面衰退，内资彩电龙头 TCL、海信、创维等品牌份额提升，行业集中度加强。

2011 年以前，日系彩电龙头，夏普、索尼国内彩电市占率在 8.5% 和 7.3% 左右，2012 年以来，市占率下降到 5% 左右水平。而同期，内资彩电龙头，海信、TCL 和创维等品牌，市占率持续提升，海信市占率从 2010 年不足 15%，提升到 2012 年以来 16.5% 的水平

图 12：：2010 年-2012 年主要城市彩电品牌销售量市占率（单位：%）



资料来源：中怡康，中国银河证券研究部

2、高世代面板上线，打通产业链，有利于国内企业竞争力提升

电视产品技术更新快，核心技术主要体现在上游面板以及软件、芯片上。前几年液晶电视主要的核心技术主要掌握在外资和台资企业，内资电视制造品牌主要采取跟随策略。2012 年

以来，伴随着液晶电视行业竞争趋于平衡，技术的成熟，内资企业在完成面板国产化，打通产业链，有利于国内整机企业协调上下游制造，加快产品生产周期，提升产品竞争力。面板供应完成国产化，国内彩电企业对外资上游的依赖性降低，更有利于内资彩电品牌竞争力提升。

3、电子商务大发展，家电卖场绝对主导地位动摇，彩电制造业议价权加强

国内彩电销售对 KA 等大电器连锁依赖较高，电视制造在产业链中很难取得产品定价权。2012 年电子商务的兴起，对传统电器连锁造成较大冲击。电视产品由于安装简便，主流电视厂商供应链完善，电视产品体积不算大，重量适当，因此较好地适应电子商务渠道，传统电器卖场在彩电行业的话语权有所降低。彩电制造企业产业链议价权加强，有利于行业生态优化。

(三) 公司经营利润率极低，改善空间大，业绩弹性大

作为一个有着稳定市场份额以及营业收入的家电企业，目前公司净利率仅为 0.1%，大幅低于行业其他竞争对手，公司盈利弹性大。

1、一二级市场份额较低，提升空间大

公司彩电产品在液晶电视替代 CRT 电视过程中，进程较慢，是造成公司液晶电视在一二级市场竞争力较弱的主要原因，目前公司一二线市场市占率约 10%左右，处于偏低水平，未来份额还有较大提升空间。

过往公司产品竞争力较弱，主要依靠打折促销等方式扩大规模。2012 年以来，公司加大产品研发，云电视、双通道等新产品处于行业新技术前列，未来将对公司加强一二线市场份额有主动推动作用。

图 13: LED 电视一级市场份额 (单位: %)

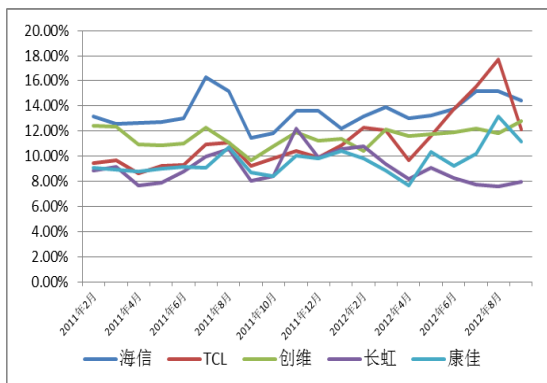
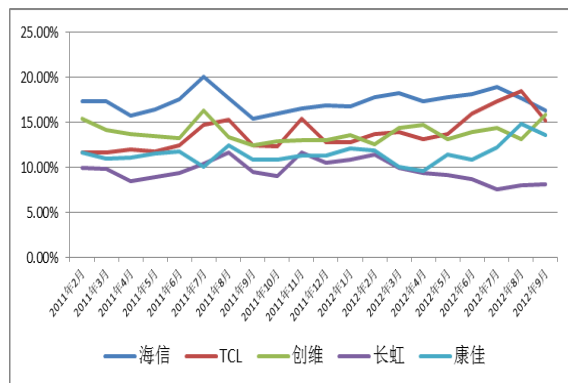


图 14: LED 电视二级市场份额 (单位: %)



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究部

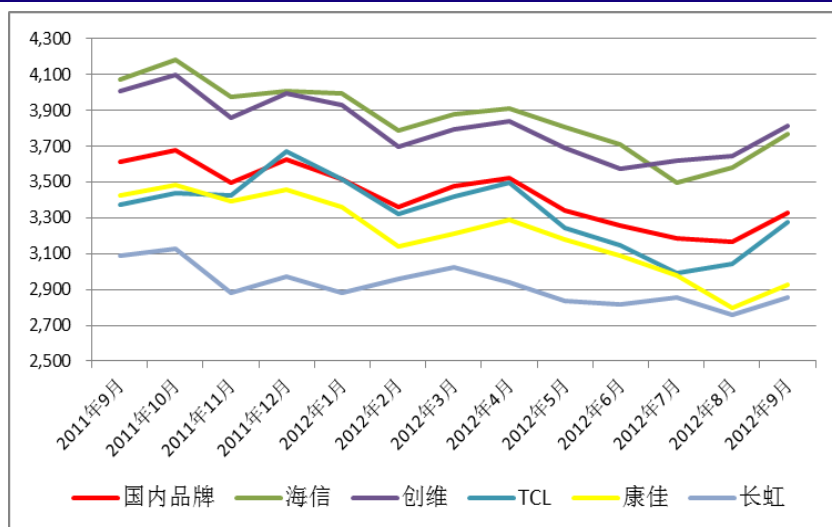
2、产品线丰富

由于康佳电视产品均价较主要竞争对手产品均价较低，产品竞争力不足，使产品档次与主要竞争对手有较明显差距。行业国内品牌液晶电视均价 3300 元左右，内资品牌龙头创维和海信液晶电视均价高达 3800 元左右，而康佳电视均价仅为 2900 元左右。

康佳集团从 2011 年开始推广云电视、“双通道”等新技术、差异化产品来改善产品结构，新技术的融入将对康健电视的品牌价值和产品均价有显著推动作用，可逐步缓解产品市场定位

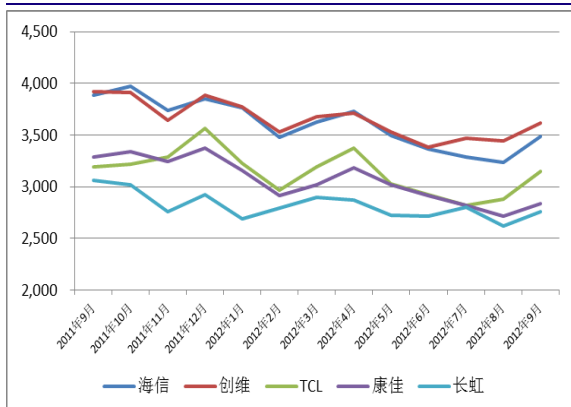
的弱势局面。

图 15: 品牌均价 (单位: 元)



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究部

图 16: 一级市场均价 (单位: 元)



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究部

图 17: 二级市场均价 (单位: 元)

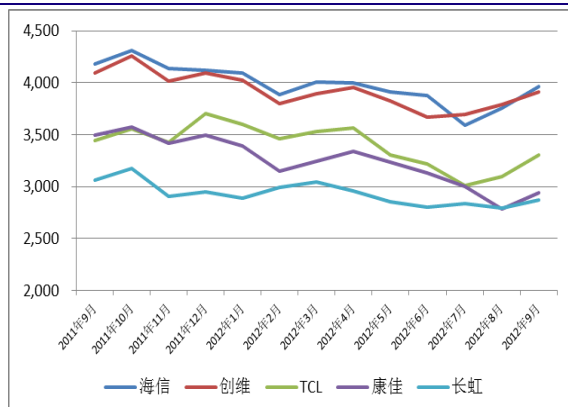
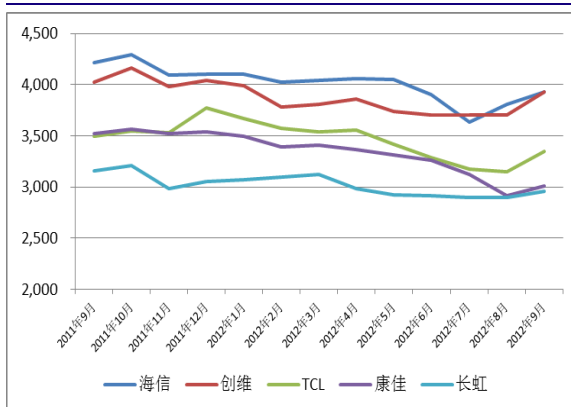
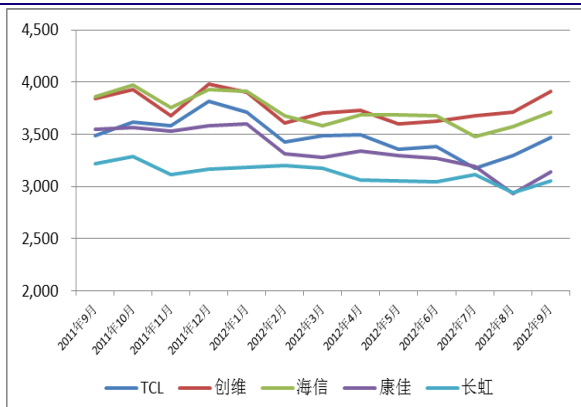


图 18: 三级市场均价 (单位: 元)



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究部

图 19: 四级市场均价 (单位: 元)



3、公司创新意识加强

彩电行业竞争激烈，各彩电厂商加快新品推出速度，缩短产品周期，将新品推出后的高单价高利润率作为公司盈利增长点，并且配合着市场推广度的加大抢占市场份额。

过往几年，康佳彩电业务新品推出速度较慢，这是公司的产品竞争力落后于其他四个竞争对手的主要原因。

2012 年以来，公司推出“双通道”技术云电视，将成为公司创新突破口。2012 年 9、10 月份，公司推出 84 寸大尺寸彩电，毛利率高达 50% 以上。

2013 年，公司还将主推智能和大尺寸彩电，借助老品牌的市场影响力，推出新产品优先抢占智能电视市场，盈利能力提升空间较大。

图 20：国内主要品牌毛利率（单位：%）

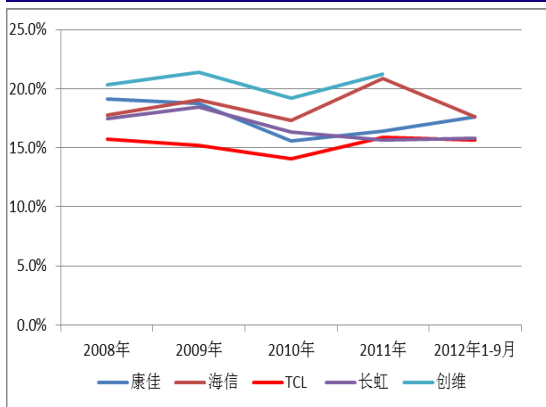
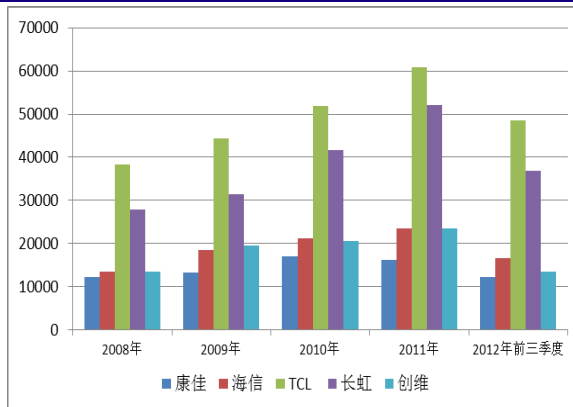


图 21：国内主要品牌主营收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(四) 顺应消费升级，新技术提升发展空间

智能电视云电视技术是彩电行业一个新的发展方向，2012 年据奥维咨询（AVC）的预测，2012 年中国智能电视渗透率将达到 27.6%，规模将会达到 1190 万台。根据康佳集团数据，公司现在产品重点推广云技术系列产品、差异化新品双通电视、3D 大半智能电视在 2012 年销售情况有较大的进步。

公司 2011 年新品推出的速度较慢。2012 年彩电市场一千多个新品种康佳的新品只占 3% 左右。公司今年在 3D 电视和智能电视上研发尚未在业绩上体现。公司目前三季度新推出的 84 寸新产品，目前产销量较低，但是产品毛利率超过 50%，市场发展潜力仍有待观察。65 寸和 32 寸智能电视的出货量在 200 万台左右，目前已经成为公司的主推产品。

根据康佳集团数据，全年液晶电视增长 110 万台，销售额增长 15 亿元，处于行业第一阵营。其中，差异化新品双通道电视更以突破 12 万台成为公司亮点产品，3D 大板智能电视销量均价大幅提升，平均单价提高 280 元，销售结构大为改善。

康佳在云电视技术方面走在了行业前端，全面发力云电视，运用了云、双通道、手势识别、语音控制、双核、4K 等最新技术和应用，同时从显示技术、应用技术层面将电视产业做出了融合和创新。从市场反应来看，消费者对新产品的认可度和实用性等因素影响了新技术产品的

推广和覆盖程度，由于云技术是国家家电产业最新推广的技术发展趋势之一，以及康佳作为首个推广双通道技术的彩电厂商，推广前期的阻力仍是存在的，但是从 2012 年增长情况来看，低基数下的高增长确实是一个对该技术产品市场前景的利好信号，仍需市场认可度进一步的提高体现在产品的销售数据上，进而体现在公司的业绩上。

(五) 公司注重与上下游产业链的合作发展

公司利用“双通道”技术与 CNTV 未来电视在北京签署合作协议，合作内容合作包括了网络版权、技术分享、资源拓展、服务培训在内的一揽子举措以提升客户群体的扩展；

公司中标工业和信息化部“2012 年度电子信息产业发展基金项目”。这是数字网络业务首次中标政府研发及产业化项目；

公司研发部门结合新 Android4.0 平台，将手机、平板电脑、智能电视等领域的密切关联。领先行业推出多款 Android4.0 电视，并将于后期陆续为现有智能云电视系统升级；

公司与暴风影音达成战略合作伙伴，将暴风影音神奇“黄金左眼”技术融入到康佳电视；

康佳银联携手推出首款电视支付终端，智能电视在线支付成为继互联网支付、手机支付后的又一个金融支付渠道。

(六) 市净率较低具有一定安全边际

截止 2 月 1 日收盘，市净率仅为 1.1 倍，与竞争对手相比较，TCL 为 1.7 倍，海信电器为 1.9 倍，四川长虹为 0.7 倍，深康佳市净率处于较低水平，1.1 倍的市净率具有较高的安全边际。

公司 EPS 较低，造成市盈率较高，PE 对应 2013 年业绩为 39 倍，竞争对手中，海信电器市盈率为 9 倍，TCL 集团市盈率为 11 倍。随着公司毛利率、净利率、存货周转率等诸多重要指标的提升来保证业绩的稳定提升，康佳市盈率也会逐渐向行业龙头企业靠拢。

五、盈利预测及估值：

综合考虑，预计公司 2012/2013 年收入分别为 182、203 亿元，同比分别增长 12% 和 12%，净利润分别增长 20% 和 241%，达 0.3 亿和 1 亿元，EPS 分别为 0.03 元和 0.09 元。目前公司 PB 为 1.1 倍，明显低于主要竞争对手，PB 安全边际高。公司净利率仅为 0.1%，盈利弹性大，给予“中性”评级。

表格 12：盈利预测（单位：百万，%）

科目(单位：百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
一、营业总收入	17,111	16,218	18,164	20,343	22,886
营业收入增长率	29.1%	-5.2%	12.0%	12.0%	12.5%
二、营业总成本	17,168	16,520	18,121	20,206	22,619
其中：营业成本	14,443	13,553	15,021	16,783	18,813
毛利率(简单测算)	15.6%	16.4%	17.3%	17.5%	17.8%
营业税金及附加	7	52	59	66	74
销售费用	2,013	2,131	2361	2645	2929
销售费用率	11.8%	13.1%	13.0%	13.0%	12.8%
管理费用	540	582	672	712	801
管理费用率	3.2%	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%
财务费用	-34	49	-2	-10	-8
资产减值损失	198	154	10	10	10
加：公允价值变动收益	-69	43	0	0	0
投资收益及其它	97	35	0	0	0
三、营业利润	-28	-225	42	138	267
加：营业外收入	128	244	35	31	38
减：营业外支出	12	9	2	3	2
四、利润总额	88	10	75	166	303
减：所得税费用	-13	-15	45	63	76
综合所得税率	-15.4%	-152.8%	60.0%	38.0%	25.0%
五、净利润	101	24	30	103	228
归属于母公司净利润	84	25	30	103	228
净利润率	0.5%	0.2%	0.2%	1.0%	1.8%
少数股东损益	17	-1	0	0	0
少数股东损益占比	17.0%	-3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
六、总股本	1,204	1,204	1,204	1,204	1,204
七、按期末股数简单每股收益：	0.07	0.02	0.03	0.09	0.19
净利润增长率	-44.4%	-70.3%	20.8%	241.0%	121.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

六、风险提示：

行业竞争激烈，盈利水平无明显改善；公司产品结构调整进度低于预期，公司厂区更新项目进度低于预期。

附表：

表格 13：收入季度增长（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	营业收入	3,475.55	3,563.37	5,258.40		12,297
	占全年比例	28.3%	29.0%	42.8%		75.8%
	同比增长率	4.1%	1.1%	15.7%		
2011 年	营业收入	3,339.54	3,525.57	4,546.31	4,806.21	16,218
	占全年比例	20.6%	21.7%	28.0%	29.6%	100.0%
	同比增长率	-21.7%	-4.0%	0.1%	3.8%	-5.2%
2010 年	营业收入	4,266.79	3,673.39	4,541.45	4,629.82	17,111
	占全年比例	24.9%	21.5%	26.5%	27.1%	100.0%
	同比增长率	63.4%	43.5%	17.8%	9.4%	29.1%
2009 年	营业收入	2,611.32	2,560.68	3,853.98	4,233.06	13,259
	占全年比例	19.7%	19.3%	29.1%	31.9%	100.0%
	同比增长率	-15%	1%	13%	33%	9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表格 14：利润季度增长（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2012 年	普通股利润	10.37	1.10	5.40		17
	对应 EPS	0.01	0.00	0.00	0.00	0.01
	占全年比例	41.5%	4.4%	21.6%	0.0%	67.5%
	同比增长率	-113.5%	-100.9%	-82.5%	-100.0%	-32.5%
2011 年	普通股利润	-76.86	-118.14	30.78	189.19	25
	对应 EPS	-0.06	-0.10	0.03	0.16	0.02
	占全年比例	-307.8%	-473.1%	123.3%	757.7%	100.0%
	同比增长率	-315.7%	-874.2%	199.1%	730.9%	-70.3%
2010 年	普通股利润	35.63	15.26	10.29	22.77	84
	对应 EPS	0.03	0.01	0.01	0.02	0.07
	占全年比例	42.4%	18.2%	12.3%	27.1%	100.0%
	同比增长率	-11.4%	-61.9%	-60.9%	-48.8%	-44.4%
2009 年	普通股利润	40.23	40.07	26.34	44.43	151
	占全年比例	26.6%	26.5%	17.4%	29.4%	100.0%
	对应 EPS	0.03	0.03	0.02	0.04	0.13
	同比增长率	-14.5%	19.6%	-75.5%	-44.3%	-43.6%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司股权结构图.....	2
图 2: 公司收入规模增长 (单位: 亿元, %)	3
图 3: 公司净利润增长 (单位: %)	3
图 4: 公司销售内销市占率 (单位: 亿元, %)	6
图 5: 公司近期毛利率和销售费用率 (单位: %)	6
图 6: 公司近期净利润和净利率 (单位: %)	6
图 7: 国内液晶电视零售量市场份额 (单位: %)	9
图 8: 液晶电视 2012 年 1-9 月内销市占率 (单位: %)	9
图 9: 国内主要品牌彩电均价 (单位: 元)	9
图 10: 国内主要品牌市场份额 (单位: %)	9
图 11: 国内主要彩电生产商毛利率 (单位: %)	10
图 12: : 2010 年-2012 年主要城市彩电品牌销售量市占率 (单位: %)	11
图 13: LED 电视一级市场份额 (单位: %)	12
图 14: LED 电视二级市场份额 (单位: %)	12
图 15: 品牌均价 (单位: 元)	13
图 16: 一级市场均价 (单位: 元)	13
图 17: 二级市场均价 (单位: 元)	13
图 18: 三级市场均价 (单位: 元)	13
图 19: 四级市场均价 (单位: 元)	13
图 20: 国内主要品牌毛利率 (单位: %)	14
图 21: 国内主要品牌主营收入 (单位: 百万元)	14

表格目录

表格 1: 2012 年上半年收入分产品 (单位: 亿元, %)	3
表格 2: 2011 年收入分产品 (单位: 亿元, %)	3
表格 3: 2012 上半年年收入分地区 (单位: 亿元, %)	4
表格 4: 2011 年毛利率分地区 (单位: %)	4
表格 5: 2011 年毛利率分产品 (单位: %)	4
表格 6: 2012 上半年毛利率分地区 (单位: %)	5
表格 7: 2011 年毛利率分地区 (单位: %)	5
表格 8: 主要彩电生产商收入增长对比 (单位: 亿元, %)	5
表格 9: 2012 上半年年收入分地区 (单位: 亿元, %)	5
表格 10: 2012 年前三季度利润表各项比较 (单位: 百万, %)	7
表格 11: 我国液晶电视行业年度数据和累积数据同比增长 (单位: 万台, %)	8
表格 12: 盈利预测 (单位: 百万, %)	16
表格 13: 收入季度增长 (单位: 百万, %)	17
表格 14: 利润季度增长 (单位: 百万, %)	17

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、深康佳 A、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn