

海信电器 (600060.SH)

视听器材行业

评级: 买入 上调评级

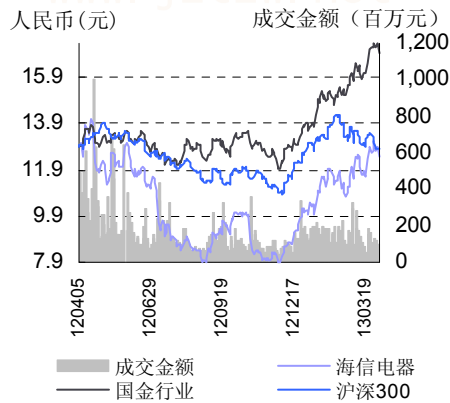
业绩点评

市价(人民币): 12.51元
目标(人民币): 14.70-17.70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) 1,306.65
总市值(百万元) 163.46
年内股价最高最低(元) 14.08/7.90
沪深300指数 2486.39
上证指数 2227.74



相关报告

- 《3Q出口下滑和均价下降致业绩低于预期》，2012.10.26
- 《中期业绩在我们预期下限,竞争力提升无疑》，2012.7.20
- 《再遇不实报道,难撼公司形象》，2012.7.17

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

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

年报超市场预期, 一、二季增长也有望超预期

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.963	1.944	1.162	1.282	1.488
每股净资产(元)	6.55	8.25	6.68	7.96	9.45
每股经营性现金流(元)	0.65	0.92	3.14	1.37	1.55
市盈率(倍)	11.99	6.11	8.58	7.78	6.70
行业优化市盈率(倍)	42.46	19.90	19.80	19.80	19.80
净利润增长率(%)	67.57%	102.31%	-10.33%	10.34%	16.06%
净资产收益率(%)	14.72%	23.57%	17.39%	16.10%	15.74%
总股本(百万股)	866.65	868.87	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 年实现营业收入 252.5 亿元 (YoY+7.35%)、归属于上市公司股东净利润 16.0 亿元 (YoY-5.1%)，超我们预期 (YoY-11.6%)，更超市场预期 (多为净利润下降 15-20%)，EPS 为 1.23 元。其中 4Q12 实现收入 85.4 亿元 (YoY+21%)、净利润 6.96 亿元 (YoY-13.3%)。

经营分析

- **4Q12 收入增长 21%超预期, 外销增速再次提升是主要原因。**内销上, 继 8、9 月销量因电商大战、节能补贴力度大而增速好转带来内销量、额均正增长之后, 4Q 在节能补贴产品占比大幅提升下端需求被进一步激发, 在 4Q11 的高基数下继续保持增长。出口上, 在 3Q 出口收入下降近 10% 的情况下, 整个下半年出口收入最终实现 14.8% 的增长 (图表 1), 说明 4Q12 公司出口增长相当景气。全年公司全部产品销量增长 26%。
- **公司节能补贴政策受益度高, 使其克服了下半年面板价格同比环比均上涨的压力, 带来公司 4Q 毛利率的环比上升和销售费用率的下降。**公司各时期利润表指标分析详见图表 2。1) 全年各季度毛利率同比下降是因为出口增速高于内销增速以及下半年尤其 4Q 面板价格同比上升, 但 4Q 在出口增幅较 3Q 明显提升、面板价格也环比上涨下毛利率还能环比提升 1.7 个百分点, 说明 4Q 内销毛利率相当不错。2) 4Q12 销售费用率同比下降、毛利率-销售费用率环比提升 1.5 个百分点, 均说明在节能补贴政策下公司的销售成本得以降低; 分项来看, 2012 年公司广告费和销售支持费大幅下降 (图表 4), 一方面说明公司品牌号召力更加增强 (海信零售均价的溢价率持续提升, 图表 5), 另一方面也说明公司十分受益于节能补贴政策。最终 4Q12 净利率为 8.2%, 环比上升 3.2 个百分点, 克服了下半年面板价格同比环比均上涨的压力。
- **期末存货上升说明公司正确地判断了今年一季度的行业景气。**存货同比上升 56% 主要因为原材料同比增长 123% (期末账面余额达到 13.8 亿元), 在产品 and 库存商品也分别同比增长 40% 和 33%, 鉴于今年一季度公司销售景气, 预期增幅较大 (中怡康 1-2 月海信零售量累计增长 50%), 去年底存货上升应该都转化为了收入增长, 说明公司正确地判断了行业趋势。货币资金同比下降 44% 主要因为公司运用货币资金拓展了理财渠道以提高资金利用效率; 经营性现金流净额同比下降 71%, 主要也因期末存货增加。

- **我们对公司 2013 年的增长比前期更乐观：**我们在 3 月月报和之后的周报中已经持续强调今年春节以来电视销售的超预期，目前也继续看好 2Q 电视的销售（尤其是节能补贴政策切换前的 4、5 月）；出口预期从公司披露的日常关联交易预计金额可见公司预计通过关联公司海信国际的销售额增幅达到 50%。从一季度内外销情况跟踪来看，我们预计公司收入利润增长可达 30-35%。

盈利调整

- 我们上调盈利预测：2013-2015 年预计公司收入为 300.5、347.9、395.3 亿元，同比增速为 19.0%、15.8%、13.6%；EPS 为 1.473、1.733、1.979 元，净利润同比增速为 20.3%、17.68%、14.18%。

投资建议

- 上调至“买入”评级：我们在 3 月月报和之后的周报中已经持续强调今年春节以来电视销售的超预期，目前也继续看好 2Q 电视的销售（尤其是节能补贴政策切换前的 4、5 月）；中期来看，节能补贴政策可能在十二五期间持续，2015 年起我国完成模数转换，都会刺激电视机的更新从而令行业销量提速。在电视整机上市公司中，海信业务最纯且估值最低（现价对应估值为 8.5X13PE），内销占比大因此节能补贴受益度也最高，品牌溢价力和竞争力最强，6-12 个月给予公司 10-12X13PE，即 14.7-17.7 元，距离现价还有 18-41%空间，建议买入。

风险提示：

- 节能补贴政策切换将令企业调整产品结构，在 3Q 过渡期可能会对公司出货量和利润率有一定短期影响。

图表1：公司内外销收入增长

（亿元）	1H11	2H11	2011	1H12	2H12	2012
国内	75.2	100.0	175.1	69.8	109.0	178.8
国外	16.7	25.7	42.4	23.8	29.5	53.3
国内YoY				-7.1%	9.0%	2.1%
国外YoY				42.5%	14.8%	25.7%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 各时间段利润表分项指标及点评

		4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	4Q12 同比	4Q12 环比	1H12	2H12	2H12 同比	2H12 环比	2011	2012	2012年 同比	点评
单季收入 及增速	营业收入(百万元)	7059	5057	5008	6647	8540	21.0%	28.5%	10066	15186	10.6%	50.9%	23524	25252	7.3%	4Q12收入增长21%超预期,外销增速再次提升是主要原因。
	收入YoY	19%	1%	4.2%	-0.3%	21.0%			2.7%	10.6%				7.3%		
利润表结构 百分比	毛利率	23.0%	19.4%	16.3%	17.2%	18.9%	-4.1	1.7	17.8%	18.1%	-3.1	0.3	20.9%	18.0%	-2.9	全年各季度毛利率同比下降是因为1)出口增速高于内销增速;2)下半年尤其4Q面板价格同比上升;但4Q在出口增幅较3Q明显提升、面板价格也环比上涨下毛利率还能环比提升1.7个百分点,说明4Q内销毛利率相当不错。
	-销售费用率	8.9%	9.7%	7.5%	8.2%	8.4%	-0.6	0.2	8.6%	8.3%	-1.2	-0.3	10.6%	8.4%	-2.2	1)4Q12销售费用率同比下降、毛利率-销售费用率环比提升1.5个百分点,均说明在节能补贴政策下公司的销售成本得以降低。2)分项来看,2012年公司广告费和销售支持费大幅下降(图表4),一方面说明公司产品号召力进更加增强,另一方面也说明公司十分受益于节能补贴政策。
	毛利率-销售费用率	14.1%	9.7%	8.8%	9.0%	10.5%	-3.5	1.5	9.2%	9.9%	-1.9	0.6	10.3%	9.6%	-0.7	
	-管理费用率	1.8%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	0.5	0.0	2.2%	2.3%	0.4	0.1	2.0%	2.2%	0.2	2012年公司管理费用增幅超过收入增幅(图表5)
	-财务费用率	-0.5%	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	0.2	0.0	-0.1%	-0.3%	-0.0	-0.2	-0.2%	-0.2%	-0.0	
	-资产减值损失	0.4%	-0.3%	0.5%	0.7%	0.2%	-0.2	-0.5	0.1%	0.4%	-0.1	0.3	0.2%	0.3%	0.1	
	+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	0.0	0.0%	0.0%	0.0	
	+投资收益	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.1	0.3	0.0%	0.2%	0.1	0.2	0.1%	0.1%	0.0	
	+营业外收支	0.8%	0.2%	0.2%	0.1%	0.9%	0.0	0.7	0.2%	0.5%	0.0	0.3	0.4%	0.4%	-0.0	
	=利润总额	12.9%	7.6%	6.1%	5.9%	9.7%	-3.2	3.8	6.8%	8.1%	-1.8	1.2	8.4%	7.6%	-0.8	
	-所得税费用	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	1.3%	0.0	0.4	1.0%	1.2%	0.0	0.1	1.1%	1.1%	0.0	
-少数股东损益	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.0	0.2	0.1%	0.1%	-0.0	0.0	0.1%	0.1%	0.0		
归属于母公司所有者净利润率	11.4%	6.3%	5.1%	5.0%	8.2%	-3.2	3.2	5.7%	6.8%	-1.8	1.1	7.2%	6.3%	-0.8		
单季净利润 及增速	净利润(百万元)	803	318	258	332	696	-13.3%	110%								
	净利润YoY	113%	716%	1.2%	-10%	-13%										

来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表3: 2012年公司广告费和销售支持费大幅下降

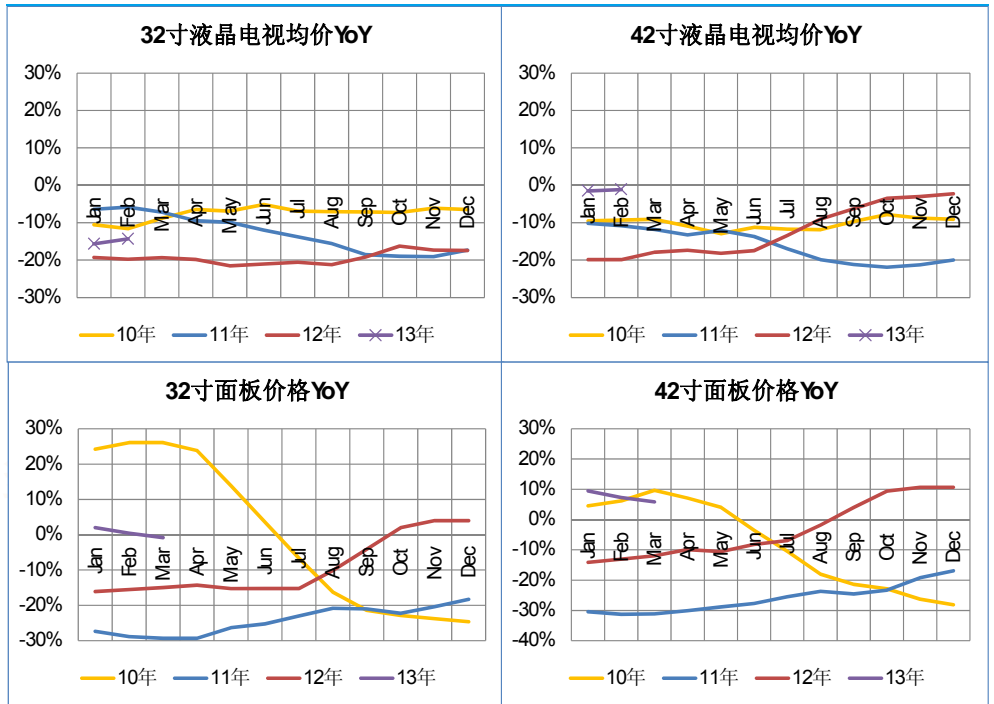
销售费用项目(元)	2012年	2011年	YoY
广告及市场推广费用	989,592,375	1,324,481,135	-25%
销售支持	75,262,142	206,255,637	-64%
人员费用	395,431,838	344,041,293	15%
仓储物流费	192,481,136	203,655,183	-5%
保修费	259,374,879	258,966,843	0%
日常费用	210,480,087	147,386,656	43%
合计	2,122,622,457	2,484,786,746	-15%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 2012年公司管理费用增幅超过收入增幅

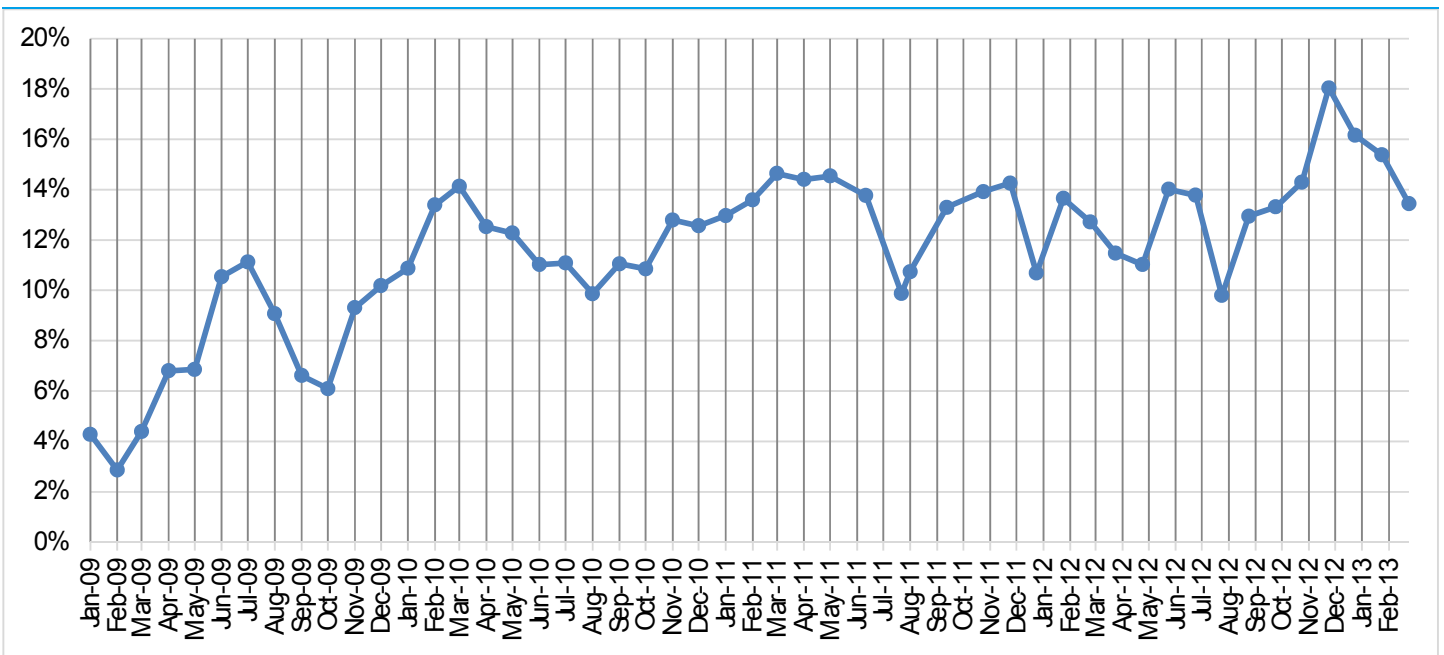
管理费用项目(元)	2012年	2011年	YoY
应市费用	289,450,962	240,276,808	20%
人员费用	160,342,562	120,867,765	33%
税金	25,055,835	20,725,180	21%
日常费用	89,752,183	89,541,875	0%
合计	564,601,542	471,411,627	20%

图表5: 液晶电视和面板价格 YOY



来源: Displaysearch, 中怡康, 国金证券研究所

图表6: 海信产品零售均价相对于国内品牌产品零售均价的溢价率持续提升



来源: 中怡康, 国金证券研究所

图表7: 公司三张报表及预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
主营业务收入	21,264	23,524	25,252	30,050	34,794	39,527
增长率		10.6%	7.3%	19.0%	15.8%	13.6%
主营业务成本	-17,576	-18,614	-20,702	-24,869	-28,978	-33,109
%销售收入	82.7%	79.1%	82.0%	82.8%	83.3%	83.8%
毛利	3,688	4,909	4,550	5,181	5,816	6,418
%销售收入	17.3%	20.9%	18.0%	17.2%	16.7%	16.2%
营业税金及附加	-66	-106	-67	-90	-104	-119
%销售收入	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-2,260	-2,485	-2,123	-2,254	-2,436	-2,569
%销售收入	10.6%	10.6%	8.4%	7.5%	7.0%	6.5%
管理费用	-370	-471	-565	-691	-765	-870
%销售收入	1.7%	2.0%	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	992	1,847	1,796	2,146	2,511	2,861
%销售收入	4.7%	7.8%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%
财务费用	-52	44	54	50	67	85
%销售收入	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-53	-36	-70	-45	-39	-42
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	17	31	37	44	53
%税前利润	1.9%	0.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%
营业利润	906	1,871	1,811	2,187	2,583	2,957
营业利润率	4.3%	8.0%	7.2%	7.3%	7.4%	7.5%
营业外收支	74	94	100	110	121	133
税前利润	979	1,965	1,912	2,297	2,704	3,090
利润率	4.6%	8.4%	7.6%	7.6%	7.8%	7.8%
所得税	-140	-253	-281	-345	-406	-464
所得税率	14.3%	12.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	839	1,712	1,631	1,953	2,299	2,627
少数股东损益	4	23	28	33	40	48
归属于母公司的净利润	835	1,689	1,603	1,919	2,259	2,579
净利率	3.9%	7.2%	6.3%	6.4%	6.5%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
净利润	839	1,712	1,631	1,953	2,299	2,627
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	185	259	268	207	195	191
非经营收益	-63	-92	-29	148	-165	-186
营运资金变动	-402	-1,083	-1,635	-46	-24	-85
经营活动现金净流	559	795	234	2,261	2,305	2,547
资本开支	-238	-309	-464	29	41	73
投资	-4	0	-992	0	0	0
其他	2	3	9	37	44	53
投资活动现金净流	-239	-305	-1,447	66	86	127
股权募资	0	23	15	0	0	0
债权募资	0	0	0	-40	1	2
其他	-82	-183	-15	29	0	-1
筹资活动现金净流	-82	-161	0	-11	1	1
现金净流量	239	329	-1,214	2,316	2,391	2,675

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	2,437	2,766	1,553	8,983	11,373	14,048
应收款项	5,897	9,281	9,942	8,231	9,531	10,827
存货	2,544	2,280	3,600	3,140	3,582	4,093
其他流动资产	26	28	32	0	45	52
流动资产	10,904	14,355	15,125	20,354	24,532	29,020
%总资产	87.3%	88.9%	82.9%	93.9%	95.2%	96.2%
长期投资	167	240	1,238	236	236	236
固定资产	1,105	1,044	1,360	940	875	808
%总资产	8.8%	6.5%	7.5%	21.0%	20.9%	120.9%
无形资产	101	211	232	144	123	111
非流动资产	1,590	1,790	3,126	1,322	1,237	1,157
%总资产	12.7%	11.1%	17.1%	6.1%	4.8%	3.8%
资产总计	12,494	16,145	18,251	21,676	25,768	30,177
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	6,397	8,314	8,889	10,347	12,030	13,719
其他流动负债	268	492	334	439	510	581
流动负债	6,666	8,806	9,223	10,786	12,540	14,300
长期贷款	7	7	7	7	8	10
其他长期负债	19	12	40	0	0	0
负债	6,692	8,825	9,270	10,793	12,547	14,309
普通股股东权益	5,673	7,167	8,784	10,709	12,968	15,547
少数股东权益	129	152	197	213	253	301
负债股东权益合计	12,494	16,145	18,251	21,677	25,768	30,157

比率分析

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.963	1.944	1.227	1.469	1.729	1.974
每股净资产	6.546	8.249	6.723	8.196	9.925	11.898
每股经营现金净流	0.645	0.916	0.179	1.731	1.764	1.949
每股股利	0.120	0.138	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.72%	23.57%	18.25%	17.92%	17.42%	16.59%
总资产收益率	6.68%	10.46%	8.78%	8.84%	8.77%	8.55%
投入资本收益率	14.64%	21.96%	17.04%	16.69%	16.13%	15.34%
增长率						
主营业务收入增长率	15.52%	10.63%	7.35%	19.00%	15.79%	13.60%
EBIT增长率	72.89%	86.13%	-2.75%	19.49%	17.02%	13.94%
净利润增长率	67.57%	102.31%	-5.09%	20.31%	17.68%	14.18%
总资产增长率	20.80%	29.22%	13.05%	20.66%	18.66%	17.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.5	14.5	16.5	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	51.3	47.3	51.8	48.0	47.0	47.0
应付账款周转天数	68.6	83.6	87.8	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	18.7	15.6	18.6	11.1	9.0	7.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.89%	-37.70%	-17.21%	-82.18%	-85.97%	-88.59%
EBIT利息保障倍数	19.2	-42.3	-33.0	-43.3	-37.5	-33.8
资产负债率	53.56%	54.66%	50.79%	49.70%	48.69%	47.45%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	0	1	3	3	5
增持	0	0	2	3	29
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.33	1.42	1.77

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 2012-02-13	增持	9.74	19.30 ~ 20.60
2 2012-04-10	增持	12.61	21.70 ~ 24.80
3 2012-04-23	增持	12.22	21.70 ~ 24.80
4 2012-06-01	增持	12.86	21.70 ~ 24.80
5 2012-07-12	增持	9.67	11.00 ~ 11.50
6 2012-07-17	增持	9.21	11.00 ~ 11.50
7 2012-07-20	增持	9.03	11.00 ~ 11.50
8 2012-10-26	增持	8.97	11.50 ~ 11.60

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net