

# 转型互联网，平台+服务打破低估值

**买入 上调**

目标价格：3.52 元

## 投资要点：

公司发布年报,2013 年公司实现营业收入 853.24 亿元,同比增长 22.86%;归属于上市公司股东的净利润 21.09 亿元,同比增长 164.93%。

## 报告摘要：

- 行业激烈竞争下，业绩同比大幅改善，彰显公司强大经营能力。公司多媒体业务由于原材料库存减值和一次性售后成本增加，导致亏损 0.9 亿元，面对跨界竞争，公司与百度合作探索全新 TV 生态圈商业模式，已有明显进展。通讯业务，手机出货量全球第五，智能手机已跻身前十，高端化和智能化使其扭亏为盈；公司是首家通过中国银联安全支付认证的移动支付企业，以用户为中心的经营理念有助于其业绩持续快速增长。华星光电在产品价格下降的情况下，凭借出色的降本能力，实现 22.6 亿利润，第二条线项目建设启动，市场竞争力将进一步增强。其他业务稳步增长，综合来看，公司原有业务稳步向上。
- 成立 O2O 公司，启动以用户为中心的“双+”战略。公司是产业布局完善，其电视和手机销量均位居全球前五，有实力积累海量用户。成立 O2O 公司意味着公司重组供应链，重构商业模式。公司一方面打造平台，如智能电视和智能手机，另一方面打造欢网、在线教育、IMAX 家庭影院等服务群，公司有望形成完整的生态圈。
- 互联网思维下的转型开启发展新纪元，冲破传统制造业的低估值束缚，上调评级为买入。公司多媒体虽业绩不佳，但通讯等业务的增长足以弥补，整体业绩仍将有较好增长。低股价主要原因是传统制造业难有高估值。公司拥有产品平台和服务群布局，既有能力引客户，又有能力“变现”，构建公司在互联网时代的竞争优势，可提升公司估值。预计公司 2014/15 年 EPS 为 0.32/0.37 元，考虑转型效果有待验证，第一目标价给予 14 年 11 倍 PE，目标价 3.52 元。

## 家电研究组

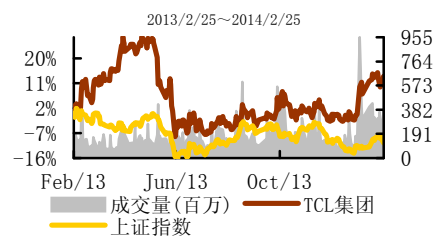
分析师：

蒋毅(S1180513070007)

电话：

Email: jiangyi@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

《万和电气：经营持续向上，多元化发展提速》

2013/11/3

《万和电气：被低估的成长股，增长将提速 002543》

2013/8/29

《海信科龙：净利同比增 86%，强势增长进行时》

2013/8/28

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	69448.35	85324.09	97534.00	107122.00	116853.00
增长率 (%)	14.32	22.86	14.31	9.83	9.08
归母净利润(百万)	796.09	2109.07	2769.98	3184.41	3553.92
增长率 (%)	-21.43	164.93	31.34	14.96	11.60
每股收益	0.09	0.25	0.32	0.37	0.42
市盈率	63.67	24.19	8.16	7.10	6.36

图 1: 公司三张报表及摘要

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	47928.62	56847.47	58155.58	63841.86	<b>营业收入</b>	85324.09	97534.00	107122.00	116853.00
现金	12317.73	13442.00	18066.11	14821.73	营业成本	70358.81	80602.10	88054.28	95819.46
应收账款	10648.38	11704.08	12854.64	14022.36	营业税金及附加	466.75	536.44	599.88	654.38
其它应收款	3162.30	6591.10	550.37	5292.28	营业费用	8080.95	8778.06	9640.98	10516.77
预付账款	553.94	1303.30	566.17	1342.83	管理费用	4996.75	5559.44	6105.95	6660.62
存货	12183.00	14508.38	15849.77	17247.50	财务费用	177.93	-65.70	73.00	75.00
其他	9063.27	9298.62	10268.53	11115.15	资产减值损失	475.19	546.19	599.88	654.38
<b>非流动资产</b>	30152.02	29501.69	29207.26	29524.12	公允价值变动收益	36.34	30.00	30.00	30.00
长期投资	3185.30	4235.30	5158.56	6210.33	投资净收益	326.24	460.00	520.00	570.00
固定资产	20361.13	19033.33	17529.55	16596.02	<b>营业利润</b>	1275.18	2067.48	2598.02	3072.40
无形资产	2515.34	2668.78	2727.06	2760.46	营业外收入	2477.04	2500.00	2500.00	2500.00
其他	4090.25	3564.28	3792.09	3957.31	营业外支出	123.76	130.00	130.00	130.00
<b>资产总计</b>	78080.64	86349.16	87362.84	93365.98	<b>利润总额</b>	3628.46	4437.48	4968.02	5442.40
<b>流动负债</b>	37150.35	47003.34	46820.92	51901.74	所得税	743.77	887.50	993.60	1088.48
短期借款	6339.99	5403.05	5443.00	5876.00	<b>净利润</b>	2884.69	3549.98	3974.41	4353.92
应付账款	11023.95	15402.96	15081.39	17199.38	少数股东损益	775.62	780.00	790.00	800.00
其他	19786.41	26197.33	26296.53	28826.36	<b>归属母公司净利润</b>	2109.07	2769.98	3184.41	3553.92
<b>非流动负债</b>	20972.19	16349.63	13992.21	10979.61	EBITDA	8186.97	9197.00	9062.89	9066.66
长期借款	14626.65	10995.48	7971.19	4718.60	EPS (摊薄)	0.25	0.32	0.37	0.42
其他	6345.54	5354.16	6021.02	6261.01	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	58122.54	63352.98	60813.13	62881.35	<b>会计年度</b>	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	5789.78	6569.78	7359.78	8159.78	<b>成长能力</b>				
归属母公司股东权益	14168.32	16426.41	19189.93	22324.86	营业收入增长率	22.86%	14.31%	9.83%	9.08%
<b>负债和股东权益</b>	78080.64	86349.16	87362.84	93365.98	营业利润增长率	424.34%	62.13%	25.66%	18.26%
					归属于母公司净利润增长率	164.93%	31.34%	14.96%	11.60%
					<b>盈利能力</b>				
<b>现金流量表</b>					毛利率	17.54%	17.36%	17.80%	18.00%
<b>会计年度</b>	2013	2014E	2015E	2016E	净利率	3.38%	3.64%	3.71%	3.73%
<b>经营活动现金流</b>	5181.61	8287.37	10175.94	2784.36	ROE	10.50%	12.90%	12.85%	12.46%
净利润	2884.69	3549.98	3974.41	4353.92	ROIC	8.76%	10.40%	10.64%	10.98%
折旧摊销	3473.05	3849.88	3534.90	3288.60	<b>偿债能力</b>				
财务费用	177.93	-65.70	73.00	75.00	资产负债率	74.44%	73.37%	69.61%	67.35%
投资损失	-326.24	-460.00	-520.00	-570.00	净负债比率	111.76%	84.03%	61.54%	44.35%
营运资金变动	-7221.18	1504.72	3129.13	-4338.35	流动比率	1.29	1.21	1.24	1.23
其它	6193.36	-91.52	-15.50	-24.79	速动比率	0.96	0.90	0.90	0.90
<b>投资活动现金流</b>	-4512.46	-2798.30	-2735.24	-2940.39	<b>营运能力</b>				
资本支出	-5504.97	167.21	-2159.46	-1121.55	总资产周转率	1.08	1.19	1.23	1.29
长期投资	1652.73	555.80	1119.26	1118.07	应收账款周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
其他	-8364.70	-2075.29	-3775.44	-2943.87	应付账款周转率	5.93	6.10	5.78	5.94
<b>筹资活动现金流</b>	-1049.41	-5080.85	-2100.55	-3088.35	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	-4165.40	-1652.99	756.00	433.00	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.32	0.37	0.42
长期借款	1912.63	-3631.18	-3024.29	-3252.59	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.97	1.19	0.33
其他	1203.36	203.32	167.74	-268.76	<b>每股净资产(最新摊薄)</b>	2.34	2.70	3.11	3.57
<b>现金净增加额</b>	-380.26	408.22	5340.16	-3244.38	<b>估值比率</b>				
					P/E	9.87	8.16	7.10	6.36
					P/B	1.47	1.38	1.18	1.01
					EV/EBITDA	5.22	4.37	3.75	3.91
<b>重要财务指标</b>					永续增长率	3.00%		WACC	6.91%
<b>主要财务指标</b>					终值	157004.91		Ke	10.60%
营业收入	85324.09	97534.00	107122.00	116853.00	企业价值	216278.84		Kd	5.56%
同比(%)	22.86%	14.31%	9.83%	9.08%	非核心资产价值	19009.41		t	20.00%
归属母公司净利润	2109.07	2769.98	3184.41	3553.92	债务价值	24706.52		Rf	4.00%
同比(%)	164.93%	31.34%	14.96%	11.60%	股权价值	204011.96		Rm	10.00%
毛利率(%)	17.54%	17.36%	17.80%	18.00%	股本	8531.50		Rm-Rf	6.00%
ROE(%)	10.50%	12.90%	12.85%	12.46%	每股价值	23.91		Beta	1.10
每股收益(元)	0.25	0.32	0.37	0.42					
P/E	9.87	8.16	7.10	6.36					
P/B	1.47	1.38	1.18	1.01					

资料来源: 宏源证券

**作者简介:**

蒋毅: 2008.4-2010.11 索尼中国商业有限公司 大客户管理部; 2011.5-2013.3 国金证券 家电研究员 连续两届新财富第二名团队成员; 2013.3 至今宏源证券 家电研究员

**机构销售团队**

机构销售团队					
公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。