

海信电器 (600060)

可持续发展的彩电龙头

—09 年报点评

增持/ 维持评级

股价：RMB25.44

分析师

张泽京

SAC 执业证书编号: S1000209120232

0755-82125149

zhangzj@lhq.com

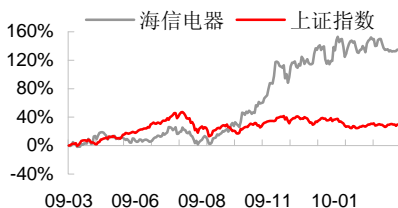
- 营业收入和营业利润符合预期，净利润超预期。**公司 09 年营收 184 亿元，同比增长 37%，扣除非经常性损益净利润为 3.85 亿元，同比增长 118%，符合预期。净利润为 4.98 亿元，同比增长 121.5%，09 年 EPS 为 0.86 元，净利润超预期主要是营业外收入（政府补助和资产处置利得）比预计多 1 亿元。09 年利润分配：10 股送现金 1.5 元；10 股转增 5 股。
- 盈利能力还有提升空间。**09 年毛利率为 19%，同比增加了 1.3 个百分点，公司近 3 年毛利率水平不断提高。预计毛利率未来几年能提高到 20% 或以上，原因如下：（1）产品结构进一步优化，中高端品牌战略定位清晰，液晶电视尤其 LED 电视占比会显著提高；（2）公司秉承“技术立企”理念，不断推出高技术含量的新产品，不断提高液晶模组自制比例，继续向产业链上游延伸；（3）液晶面板价格平稳略有下降趋势。
- 对行业趋势把握具有前瞻性。**今年海信的产品布局：（1）全面覆盖各系列液晶电视，充分把握平板电视全面普及最重要的一年；（2）重点大力推广 LED 背光，引领 LED 液晶市场；（3）做好退出 CRT 电视市场准备，从年报中对 CRT 存货和无形资产减值准备的充分计提、营业外支出大幅增加是因为集中处置与 CRT 相关资产造成的损失等迹象可看出。（4）积极备战绿色节能产品、网络电视、3D 电视等新战场，加大了相关研发力度。
- 非公开增发以扩大产能。**09 年底增发了 8400 万股，融资 15 亿元投向液晶电视模组与整机一体化设计制造、模组相关关键部件的配套建设，达产后将新增模组产能 500 万台。
- 上调盈利预测，看好长期投资机会。**海信电器股价于 09 年最后 4 个月以超过 100% 涨幅展示了平板电视龙头企业风范，目前股价已反映了现有业务价值，基于对平板电视尤其 LED 电视发展前景的乐观估计和公司超越行业的卓越成长能力，我们认为海信电器仍具备长期投资价值，维持“增持”评级。预计公司 10-12 年 EPS 为 1.20、1.40、1.61 元，对应 10 年 PE 为 21 倍。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	578
流通 A 股 (百万股)	494
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	12561

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	13407.1	18406.6	22485.4	26454.0	30312.1
(+/-%)	-9.6	37.3	22.2	17.6	14.6
归属母公司净利润(百万元)	225.0	498.2	694.7	810.5	935.2
(+/-%)	10.4	121.5	39.4	16.7	15.4
EPS(元)	0.39	0.86	1.20	1.40	1.61
P/E(倍)	65.3	29.5	21.2	18.2	15.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利能力还有提升空间

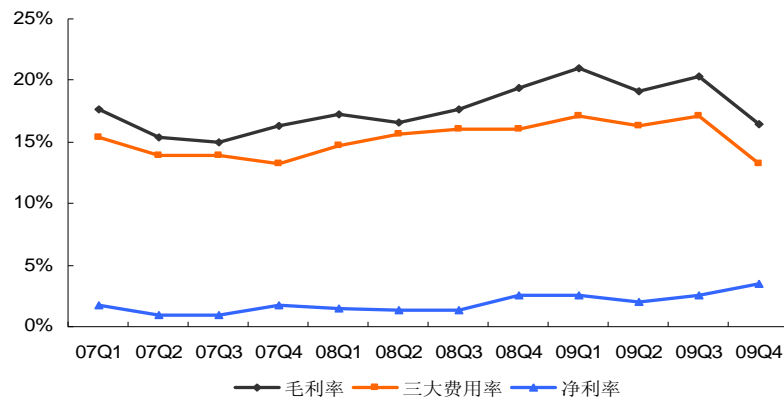
09年毛利率为19%，同比增加了1.3个百分点，公司近3年毛利率水平不断提高。预计毛利率未来几年能提高到20%或以上，原因如下：（1）产品结构进一步优化，中高端品牌战略定位清晰，液晶电视尤其LED电视占比会显著提高；（2）公司秉承“技术立企”理念，不断推出高技术含量的新产品，不断提高液晶模组自制比例，继续向产业链上游延伸；（3）液晶面板价格平稳略有下降趋势。

表1 海信电器毛利率（2007-2012年）

	2007年	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E
公司整体	16.05%	17.76%	19.03%	19.85%	19.89%	19.93%
公司彩电业务	19.40%	18.69%	20.13%	21.00%	21.00%	21.00%

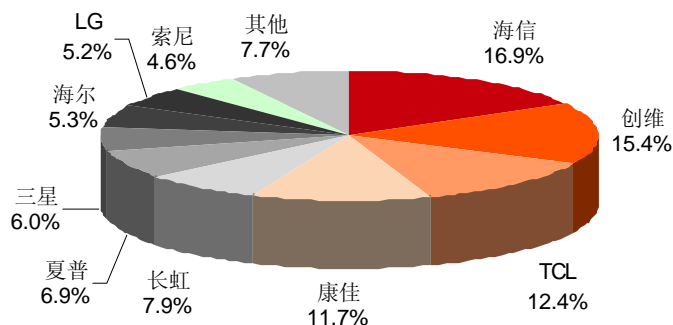
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图1 海信电器盈利水平（2007-2009年按季度）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图2 2009年液晶电视市场格局（零售量）



资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

市场份额上升可期

据中怡康统计，09年液晶电视占彩电总销量的79.47%，我们重点关注液晶电视市场格局。2009年海信液晶电视市场份额为16.94%，连续七年稳居国内市场第一；海信LED电视销量市场份额超过30%，位居第一，超出第二位将近10个百分点。随着海信大力推广LED电视，未来市场份额还有想象空间。

投资建议

海信电器股价于09年最后4个月以超过100%涨幅展示了平板电视龙头企业风范，目前股价已反映现有业务价值，基于对平板电视尤其LED电视发展前景的乐观估计和公司超越行业的卓越成长能力，我们上调盈利预测，看好其长期投资机会。

预计公司10-12年EPS为1.20、1.40、1.61元，对应10年PE为21倍。我们认为海信电器仍具备长期投资价值，维持“增持”评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8885	9073	10479	12322	营业收入	18407	22485	26454	30312
现金	2198	1491	1498	2147	营业成本	14905	18021	21193	24270
应收账款	634	866	984	1126	营业税金及附加	51	66	81	95
其他应收款	9	43	48	54	营业费用	2511	3068	3609	4135
预付账款	29	56	58	66	管理费用	366	466	552	633
存货	2396	2707	3092	3428	财务费用	34	-1	0	-1
其他流动资产	3619	3911	4799	5500	资产减值损失	75	50	59	67
非流动资产	1458	1645	1458	1271	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	120	120	120	120	投资净收益	4	5	6	7
固定资产	1008	1423	1326	1224	营业利润	469	821	965	1118
无形资产	88	85	75	73	营业外收入	170	50	50	50
其他非流动资产	242	17	-63	-146	营业外支出	25	18	20	20
资产总计	10343	10718	11937	13593	利润总额	614	853	995	1148
流动负债	5247	4994	5548	6482	所得税	112	153	179	207
短期借款	0	10	10	10	净利润	502	699	816	941
应付账款	2919	3197	3542	4197	少数股东损益	4	4	5	6
其他流动负债	2328	1787	1996	2275	归属母公司净利润	498	695	811	935
非流动负债	65	72	74	72	EBITDA	682	1014	1185	1343
长期借款	7	7	7	7	EPS (元)	0.86	1.20	1.40	1.60
其他非流动负债	59	65	67	65					
负债合计	5312	5066	5621	6554	主要财务比率				
少数股东权益	124	128	134	140	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	578	579	581	583	成长能力				
资本公积	2927	2935	2943	2951	营业收入	37.3%	22.2%	17.6%	14.6%
留存收益	1421	2029	2678	3386	营业利润	128.7%	75.0%	17.5%	15.9%
归属母公司股东权益	4907	5523	6182	6900	归属于母公司净利润	121.5%	39.4%	16.7%	15.4%
负债和股东权益	10343	10718	11937	13593	获利能力				
					毛利率(%)	19.0%	19.9%	19.9%	19.9%
					净利率(%)	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%
					ROE(%)	10.2%	12.6%	13.1%	13.6%
					ROIC(%)	15.9%	16.8%	17.3%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	51.4%	47.3%	47.1%	48.2%
					净负债比率(%)	0.12%	0.33%	0.29%	0.25%
					流动比率	1.69	1.82	1.89	1.90
					速动比率	1.24	1.27	1.33	1.37
					营运能力				
					总资产周转率	2.26	2.14	2.34	2.37
					应收账款周转率	30	28	27	27
					应付账款周转率	6.69	5.89	6.29	6.27
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.86	1.20	1.40	1.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	-0.10	0.46	1.69
					每股净资产(最新摊薄)	8.47	9.53	10.67	11.91
					估值比率				
					P/E	29.58	21.22	18.19	15.76
					P/B	3.00	2.67	2.38	2.14
					EV/EBITDA	18	12	11	9

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com