

彩电

袁浩然 S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

海信电器

600060

推荐

增长趋势并没有改变

投资要点:

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 19.82元

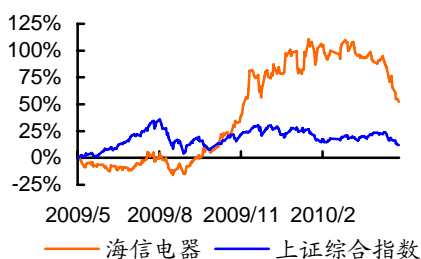
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2870.61
总股本(百万)	578
流通股本(百万)	494
流通市值(亿)	98
EPS (TTM)	0.95
每股净资产(元)	8.71
资产负债率	51.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海信电器	-21.97	-24.64	14.57
上证综合指数	-8.24	-3.97	-4.18



- 公司一季度实现营业收入 52.2 亿元, 同比增长 51%, 环比下降 2%; 实现净利润 1.3 亿元, 同比增长 58%。每股收益 0.23 元, 整体略低于预期。其原因包括: 行业增长略低于年初的乐观预期; 外资品牌降价冲击行业售价而上游面板价格坚挺拉低行业毛利率水平; 公司为了购买原材料本季大量使用票据贴现, 形成一季度财务费用大幅增长(本季数 3565 万元, 而 09 年全年也才 3400 万元)。但是规模效益使然, 一季度公司经营净利润率(2.7%)高于 09 年整体水平(2.5%)。
- 一季度行业增长略低于预期, 但是整体增长趋势不改。Q1 我国彩电总体销售 2470 万台, 同比增长 42.8%, 其中内销 1104 万台, 同比增长 44%。内销液晶电视 865 万台, 同比增长 99%。尽管略低于年初的超级乐观预期, 但是行业高增长的趋势并没有改变, 液晶电视替代 CRT 电视的高峰只是略有推后, 但终究会到来, 而且会延续更久。我们预计本年 LCD 内销会同比增长 45% 以上。
- 公司在平板领域的产品力无可动摇。从市场地位来看, 2009 年海信液晶电视市场份额率约 17%。综合而言, 公司管理层对 LCD 电视的行业趋势把握最为到位, 目前一体化建设已经走在前列, 650 万片液晶模组行业规模第一, 良品率也最高。公司在国内最早涉足 LED 研发和生产, 并获得国家 863 计划的支持, 目前公司在 LED 背光技术方面已经取得 50 多项技术专利, 在 LED 领域有较强的技术优势和市场影响力。目前海信 LED 电视市场占有率超过 30%, 位居行业第一。而公司 LED 销售占总体销售比重已经超过 28%, 产品高端化保证了收入增长和综合毛利率提升。
- 出口增长机会较大。本季度公司出口大幅增长 200% 以上。出口将成为公司今年销售增长的重要组成部分。
- 行业生态比较糟糕, 公司毛利率的提升依赖于产品结构优化和一体化优势以及规模效应。本季度, 外资品牌降价成为价格战的主导者, 加上面板价格同比有所上升, 因此普遍毛利率有较大幅度下降。未来一段时期彩电行业的毛利率水平也很难乐观, 但是公司有望通过提高 LED 等高端电视比例, 同时充分发挥公司一体化优势, 以及控制费用发挥规模效应等措施来应对毛利率下行的压力。
- 盈利预测和投资建议。预计公司 10, 11 年 EPS 分别为 1.20 元, 1.70 元, 按 10 年 EPS 20 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 24 元, 维持“推荐”评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2008年A	2009年A	2010年E	2011年E
营业收入(百万元)	13,407	18,407	23,097	27,321
同比(%)	-10%	37%	25%	18%
归属母公司净利润(百万元)	225	498	692	982
同比(%)	11%	121%	39%	42%
毛利率(%)	17.8%	19.0%	17.3%	17.9%
ROE(%)	6.8%	12.9%	12.1%	14.6%
每股收益(元)	0.46	0.86	1.20	1.70
P/E	44	23	17	12
P/B	3.0	2.3	2.0	1.7

资料来源: 中投证券研究所

相关报告

《海信电器-领先一步 步步领先》
2009-10-27

1、损益表第一季度同比

表 1: 损益表同比

科目(单位: 百万)	2010Q1	2009Q1	同比
一、营业总收入	5,230	3,462	51.1%
营业收入增长率			
二、营业总成本	5,070	3,381	50.0%
其中: 营业成本	4,350	2,737	58.9%
毛利率(简单测算)	16.8%	20.9%	-4.11%
营业税金及附加	17	21	
销售费用	573	503	14.0%
销售费用率	11.0%	14.5%	-3.6%
管理费用	101	87	16.2%
管理费用率	1.9%	2.5%	-0.6%
财务费用	36	4	
资产减值损失	-6	29	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	0	0	
三、营业利润	160	81	97.1%
加: 营业外收入	11	27	-59.3%
减: 营业外支出	1	1	
四、利润总额	170	107	58.8%
减: 所得税费用	26	21	27.4%
综合所得税率	15.4%	19.2%	-3.8%
五、净利润	144	86	66.2%
净利润率	2.7%	2.5%	0.3%
归属于母公司净利润	137	86	58.6%
少数股东损益	7	0	
少数股东损益占比	4.7%	0.2%	
六、总股本	578	494	
七、按期末股数简单每股收益:	0.24	0.17	

资料来源: 中投证券研究所

2、损益表 09/08 年同比

表 2: 损益表同比

科目(单位: 百万)	2009 年 A	2008 年 A	同比
一、营业总收入	18,407	13,407	37.3%
营业收入增长率			
二、营业总成本	17,942	13,202	35.9%
其中: 营业成本	14,905	11,026	35.2%
毛利率(简单测算)	19.0%	17.8%	1.26%
营业税金及附加	51	54	
销售费用	2,511	1,711	46.8%
销售费用率	13.6%	12.8%	0.9%
管理费用	366	314	16.3%
管理费用率	2.0%	2.3%	-0.4%
财务费用	34	68	
资产减值损失	75	30	
加: 公允价值变动收益	0	0	
投资收益及其它	4	0	
三、营业利润	469	205	128.7%
加: 营业外收入	170	79	114.0%
减: 营业外支出	25	15	
四、利润总额	614	269	128.4%
减: 所得税费用	112	58	94.8%
综合所得税率	18.3%	21.4%	-3.2%
五、净利润	502	211	137.5%
净利润率	2.7%	4.7%	-2.0%
归属于母公司净利润	498	225	121.5%
少数股东损益	4	-14	
少数股东损益占比	0.7%	1.2%	
六、总股本	578	494	
七、按期末股数简单每股收益:	0.86	0.46	

资料来源: 中投证券研究所

3、销售，净利润分季度列示

考虑到公司销售存在季节性，将公司收入，净利润分季节特别列示如下：

表 3: 营业收入分季度

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	营业收入	5,230				
	同比增长率	51.1%				
2009 年	营业收入	3,462	3,954	5,633	5,357	18,407
	占全年比例	18.8%	21.5%	30.6%	29.1%	100.0%
	同比增长率	-6%	59%	47%	57%	37%
2008 年	营业收入	3,685	2,492	3,825	3,406	13,407
	占全年比例	27.5%	18.6%	28.5%	25.4%	100.0%
	同比增长率	24%	-13%	-8%	-30%	-10%
2007 年	营业收入	2,979	2,879	4,146	4,834	14,839
	占全年比例	20.1%	19.4%	27.9%	32.6%	100.0%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

表 4: 利润分季度

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2010 年	普通股利润	137				
	对应 EPS	0.24				
	同比增长率	59%				
2009 年	普通股利润	86	81	142	189	498
	占全年比例	17.3%	16.2%	28.5%	38.0%	100.0%
	对应 EPS	0.15	0.14	0.25	0.33	0.86
	同比增长率	56%	140%	180%	122%	121%
2008 年	普通股利润	55	34	51	85	225
	占全年比例	24.6%	15.0%	22.5%	37.9%	100.0%
	对应 EPS	0.10	0.06	0.09	0.15	0.39
	同比增长率	10%	19%	25%	1%	11%
2007 年	普通股利润	50	28	40	84	203
	占全年比例	24.7%	14.0%	19.9%	41.5%	100.0%
	对应 EPS	0.09	0.05	0.07	0.15	0.35

4、公司产品中，电视机占绝对主体（97.8%），公司在 LCD 领域特别是在 LED 背光电视方面有非常强的竞争能力。

表 5: 销售收入增长及构成 (单位: 亿元)

分产品	营业收入 (2009)	收入占比构 成	营业收入同 比	营业收入 (2008)	收入占比构 成
电视机	16,710	97.8%	37.3%	12,172	98.7%
其他	378	2.2%	142.7%	156	1.3%
合计	17,088	100.0%	38.6%	12,328	100.0%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

公司在平板领域的产品力无可动摇。从市场地位来看，2009 年海信液晶电视市场份额率约 17%，连续七年第一。综合而言，公司管理层对 LCD 电视的行业趋势把握最为到位，目前一体化建设已经走在前列，650 万片液晶模组行业规模第一，良品率也最高。公司作为国内最早涉足 LED 研发和生产的公司，公司从 2005 年开始研发 LED 背光组件关键技术，并获得国家 863 计划的支持，目前公司在 LED 背光技术方面已经取得 50 多项技术专利，其中 3 项为国外专利。加上持续的研发投入和广告投入，公司在 LED 领域有较强的技术优势和市场影响力。目前海信 LED 电视市场占有率超过 30%，位居行业第一。而公司 LED 销售占总体销售比重已经超过 28%，产品高端化保证了收入增长和综合毛利率提升。

5、内销是公司 2009 年销售增长的最重要贡献者，同比增长 44.9%，其销售占比上升到 83.7%。但 10 年以来外销同比增长 200%以上，10 年也将成为增长的重要组成部分。

表 6: 销售收入增长及构成 (单位: 亿元)

分产品	营业收入 (2009)	收入占比构 成	营业收入比 同比	营业收入 (2008)	收入占比构 成
内销	14,307	83.7%	44.9%	9874	80.1%
外销	2,782	16.3%	13.3%	2454	19.9%
合计	17,088	100.0%	38.6%	12,328	100%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

6、09 年公司综合毛利率有所上升，但是 10 年一季度毛利率下滑明显，主要是行业竞争环境糟糕所致

表 7: 毛利率变化

分产品	毛利率 (2009)	毛利率 (2008)	毛利率 同比
电视机	20.1%	18.7%	1.4%
其他	10.0%	21.9%	-11.9%
合计	19.9%	18.7%	1.2%

资料来源: 公司历年公告 中投证券研究所

表 8: 毛利率变化

分地区	毛利率 (2009)	毛利率 (2008)	毛利率同比
内销	22.9%	22.7%	0.2%
外销	4.6%	2.7%	1.9%
合计	19.9%	18.7%	1.2%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

10年1季度，外资品牌降价成为价格战的主导者，加上面板价格同比有所上升，因此普遍毛利率有较大幅度下降。但是目前的彩电的行业生态决定了未来的价格战仍然会连绵不断，特别是随着平板走入寻常百姓家，为了争夺对价格比较敏感的中低端客户，价格战很难避免，所以，我们对未来一段时期彩电行业的毛利率水平很难乐观，但是公司有望通过提高LED等高端电视比例，同时充分发挥公司一体化优势，以及控制费用发挥规模效应等措施来应对毛利率下行的压力。

7、EPS 0.86 元(摊薄后)超出市场预期，主要是下半年收到政府补贴 1.1 亿元。扣除经常性损益后，EPS0.67 元。(3.854/5.777)

8、09 年 ROE 15.7%属于家电行业中等偏上水平，但是扣除政府补贴等非经常性损益后，ROE 仅 12.1%

9、09 年每股经营活动现金流 0.63 元，显著低于同期 EPS。

10、分配预案：每 10 股派发现金股利 1.50 元，同时用公积金转增 5 股

11、盈利预测

表 9: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2008 年 A	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E
一、营业总收入	13,407	18,407	23,097	27,321
营业收入增长率	-9.6%	37.3%	25.5%	18.3%
二、营业总成本	13,202	17,942	22,329	26,216
其中: 营业成本	11,026	14,905	19,095	22,431
毛利率(简单测算)	17.8%	19.0%	17.3%	17.9%
营业税金及附加	54	51	65	81
销售费用	1,711	2,511	2615	3041
销售费用率	12.8%	13.6%	11.3%	11.1%
管理费用	314	366	444	490
管理费用率	2.3%	2.0%	1.9%	1.8%
财务费用	68	34	81	123
资产减值损失	30	75	30	50
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其它	0	4	6	6
三、营业利润	205	469	773	1,111
加: 营业外收入	79	170	108	128
减: 营业外支出	15	25	28	30
四、利润总额	269	614	853	1,209
减: 所得税费用	58	112	155	220
综合所得税率	21.4%	18.3%	18.2%	18.2%
五、净利润	211	502	698	990
净利润率	1.6%	2.7%	3.0%	3.6%
归属于母公司净利润	225	498	692	982
少数股东损益	-14	4	6	8
少数股东损益占比	1.2%	0.7%	0.9%	0.8%
六、总股本	494	578	578	578
七、按期末股数简单每股收益:	0.46	0.86	1.20	1.70

资料来源: 中投证券研究所

预计公司 10, 11 年 EPS 分别为 1.20 元, 1.70 元, 按 10 年 EPS 20 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 24 元, 维持“推荐”评级。

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

袁浩然, 中投证券研究所家电行业研究员, 工学学士, 金融学硕士, CPA, 4 年会计师事务所审计工作经验, 3 年家电行业工作经验。

主要研究覆盖公司: 美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、苏泊尔、美菱电器、海信电器、三花股份、浙江阳光、佛山照明、德豪润达。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434