

彩电

袁浩然 S0960210010337

0755-82026810

yuanhaoran@cjis.cn

郝雪梅 0755-82026732

6-12个月目标价: 22.00元

当前股价: 18.16元

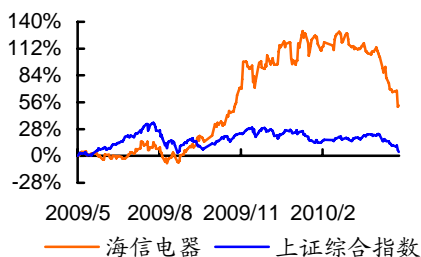
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2688.38
总股本(百万)	867
流通股本(百万)	741
流通市值(亿)	135
EPS (TTM)	0.95
每股净资产(元)	5.81
资产负债率	51.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海信电器	-26.74	-29.64	-6.58
上证综合指数	-14.61	-8.54	-15.03



相关报告

《海信电器-增长趋势并没有改变》
2010-5-3

海信电器

600060

推荐

增持彰显信心

事项: 公司公告: 公司控股股东海信集团的一致行动人海信电子控股于2010年5月7日通过上海证券交易所证券交易系统增持海信电器股份2,419,308股。本次增持前, 海信集团持有上市公司股份238,967,810股, 占公司目前总股本577,767,810股的41.36%; 海信电子持有上市公司股份9,870,329股, 占公司总股本的1.71%。增持后, 海信集团持股不变; 海信电子持有上市公司股份12,289,637股, 占2.13%, 海信集团及一致行动人合计持股比例为43.49%。另外, 公司还宣布了后续增持计划: 海信电子将根据市场情况, 拟在未来1个月内继续增持上市公司股份, 增持比例与本次已增持部分合计不超过总股本的2%。

投资要点:

- 近期, 市场整体调整, 家电板块调整尤其突出, 海信电器股价也出现了较大幅度的调整, 在一个多月的时间, 从26块左右调整到18块多, 调整幅度达到三成, 关键是当前市价已经低于09年12月实施的定向增发价(当时以18.38元/股向机构定向增发8400万股)。在这样的市场环境下, 公司于5月7日果断增持, 并发布了可能进一步增持的计划, 彰显了控股股东和管理层对公司后续发展的信心。
- 综合而言, 公司目前面临的机遇和本身的优势包括: 1. 彩电行业大发展的趋势不可阻挡, 在未来几年时间都将是LCD电视快速取代CRT的发展高峰, 尽管一季度行业增长略低于年初的乐观预期, 但是LCD快速普及只是略有推后, 但终究会到来。2. 公司在LCD领域抢先布局, 有明显的先发优势, 从市场地位来看, 2009年海信液晶电视市场份额率约17%。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。从技术上看, 公司拥有多项专利, 特别是在LED背光领域有明显优势。3. 公司销售利润率较低, 未来销售增长会有明显的规模效应, 09年销售利润率仅2.7%, 还有改善空间。
- 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, 趋势不差!
- 公司短期面临的压力包括: 1. 行业短期增长放缓。2. 以康佳、长虹为代表的国产品牌去年四季度以来低位反扑。3. 外资品牌降价冲击行业而上游面板价格坚挺拉低行业毛利率水平。4. LCD向三四级市场普及过程中, 公司的产品力优势体现不会那么明显, 而渠道建设尚需提高。5. 公司存在一定的财务压力。6. 去年四季度的大幅补贴可能无法持续。
- 盈利预测。** 预计公司10, 11年EPS分别为1.10元, 1.70元, 按10年20倍PE估值, 6个月目标价为22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	634	982
同比(%)	11%	121%	27%	55%
毛利率(%)	17.8%	19.0%	17.0%	17.9%
ROE(%)	6.8%	12.9%	11.2%	14.8%
每股收益(元)	0.46	0.86	1.10	1.70
P/E	40	21	17	11
P/B	3.0	2.3	2.0	1.7

资料来源: 中投证券研究所

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、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 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

5、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 6: 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。

6、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)

7、分配方案：每 10 股派发现金股利 1.50 元，同时用公积金转增 5 股，将于 5 月中实施。

8、盈利预测

表 8: 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	22,401	26,216
其中: 营业成本	11,026	14,905	19,166	22,431
毛利率(简单测算)	17.8%	19.0%	17.0%	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	702	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	782	1,209
减: 所得税费用	58	112	142	220
综合所得税率	21.4%	18.3%	18.2%	18.2%
五、净利润	211	502	640	990
净利润率	1.6%	2.7%	2.8%	3.6%
归属于母公司净利润	225	498	634	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	1.10	1.70

资料来源: 中投证券研究所

预计公司 10, 11 年 EPS 分别为 1.10 元, 1.70 元, 按 10 年 EPS 20 倍 PE 估值, 公司 6 个月目标价为 22 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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434