

海信电器 (600060)

增持/ 维持评级

股价: RMB12.6

分析师

张泽京

SAC 执业证书编号: S1000209120232

0755-82125149

zhangzj@lhq.com

H1 增速放缓 H2 主推 LED 电视

—海信电器 2010 半年报点评

- **营收增长略低于预期, 利润增长符合预期。**公司 2010 上半年营收 94.89 亿元, 同比增长 28%; 市场份额被外资品牌挤占, 公司成长慢于行业。净利润 2.47 亿元, 同比增长 47.80%, 稀释 EPS 为 0.393 元; 扣除非经常性损益净利润 2.24 亿元, 同比增长 58%。毛利率 15.36%, 净利率 2.60%, ROE4.92%。
- **真实盈利能力略有下降, 毛利率显著下降, 净利率持平。**原因如下:
 - (1) 需求端: 二季度是传统淡季;
 - (2) 供给端: 液晶面板价格同比上涨约 20%; 人力成本上升;
 - (3) 竞争格局: 非常激烈, 外资品牌价格战导致零售价格下降;
 - (4) 内部管理: 三大费用率同步下降, 费用控制得当;
 - (5) 资产减值损失、投资收益、营业外收入等因素平滑季度间业绩。
- **下半年价格战在所难免, 走 LED 高端是王道。**我们认为在下半年旺季销售中, 液晶电视零售价格和面板价格均会下降, 由于竞争激烈和淘汰高能耗产品, 电视降价幅度将大于面板。下半年和明年的重心是 LED 电视和互联网电视, 上半年 LED 电视发展速度超市场预期, 各厂家应加大研发力度、积极优化产品结构, 提高 LED、互联网电视等高端占比, 加大高端产品产量以备战 9 月后旺季销售。目前海信电器在 LED 电视领域占有先发优势。
- **全力推广 LED 电视, 走增效节能之路, 维持“增持”评级。**尽管今年内资彩电企业遭遇外资品牌降价反攻、新能效标准即将实施致大幅降价去高能耗 LCD 电视库存, 面临份额和毛利率双降的困难, 但基于海信电器长期来对产品发展方向卓越的把握能力, 下半年大力推广 LED 电视等高端产品, 并继续拓展海外市场, 我们认为海信电器仍具备长期投资价值, 密切关注今年四季度和明年一季度彩电旺季价跌量增、面板价格大幅下跌和 LED 电视产品升级带来的投资机会。预计 10-12 年 EPS 为 0.70、0.90、1.13 元, 对应 PE 为 18.4、14.4、11.4 倍, PEG 为 0.74。

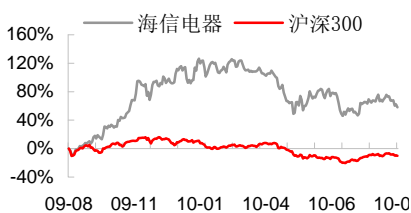
相关研究

09 年报点评: 可持续成长的彩电龙头。2010/3/29

基础数据

总股本 (百万股)	867
流通 A 股 (百万股)	741
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)	9332

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

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	18406.6	9488.7	22986.7	28098.3	33497.8
(+/-%)	37.3	27.9	24.9	22.2	19.2
归属母公司净利润(百万元)	498.2	247.1	607.7	778.9	982.8
(+/-%)	121.5	47.8	22.0	28.2	26.2
EPS(元)	0.57	0.29	0.70	0.90	1.13
P/E(倍)	21.9	44.2	18.4	14.4	11.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

成长放缓

海信电器在液晶电视销售增速上低于行业水平。

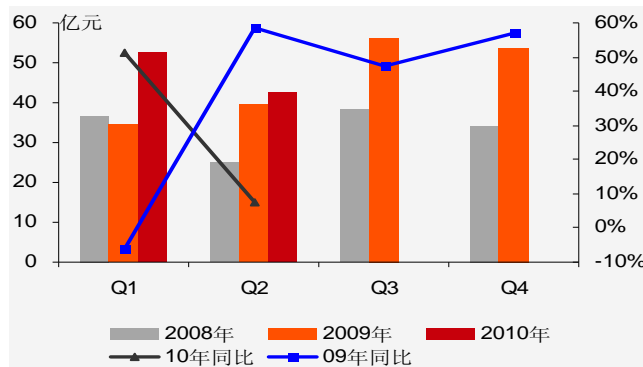
表 1 彩电企业 2010 上半年液晶电视城市零售增速对比

	零售量同比	零售额同比
海信	21%	30%
创维	23%	30%
康佳	25%	32%
TCL	25%	17%
长虹	82%	73%
液晶电视行业	41%	34%

资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

二季度营业收入增速仅为 8%，淡季表现低于预期。期待下半年旺季表现。

图 1 海信电器每季度营收及增速（2008-2010 年）



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

真实盈利能力下降

价格战和面板价格上涨导致毛利率大幅下滑

毛利率大幅下降，二季度同比、环比分别下降了 5.59、3.27 个百分点。同比下降空间更大的原因是今年上半年液晶面板价格同比上涨幅度较大（约 20%）；而从去年下半年始到今年 6 月，面板价格呈缓慢下降趋势。同时内资企业液晶电视零售价格同比、环比均略有下降。在需求端价格下降和成本端价格上涨两头受压的情况下，毛利率应声而落。

净利率保持稳定

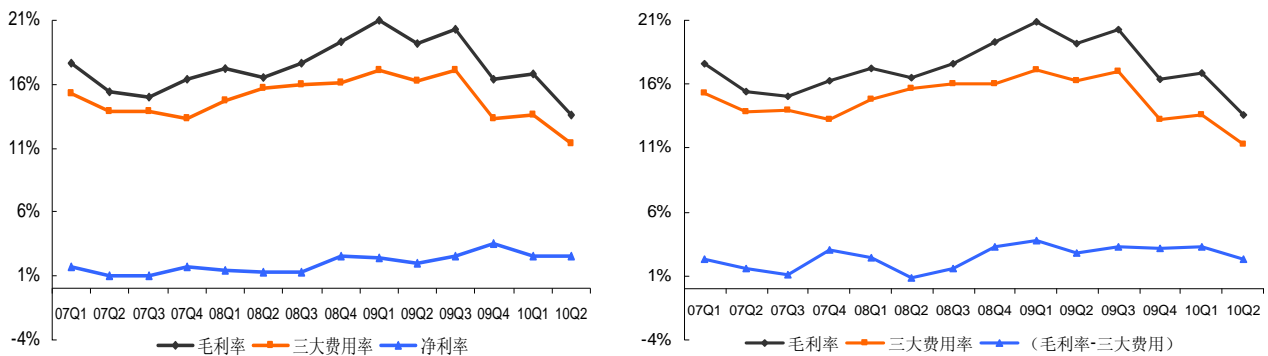
二季度净利率与一季度持平，同比上升了 0.54 个百分点，从净利率走势看海信电器的盈利能力在稳步提升。

(毛利率 - 三大费用率) 显示盈利能力下降

在毛利率大幅下降时，净利率能保持不降，主要归功于费用控制得力。二季度毛利率环比下降 3.27 个百分点，同时三大费用率环比下降了 2.28 个百分点，公司表现出了良好的费用管理能力。

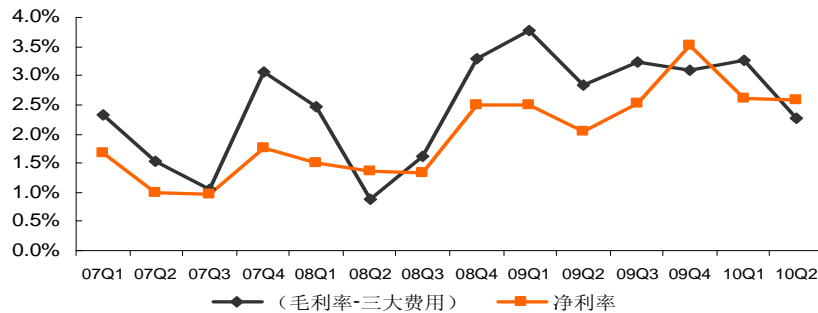
剔除掉资产减值损失、投资收益、营业外收入等因素，(毛利率 - 三大费用率) 更能考察公司核心业务的盈利能力。二季度 (毛利率 - 三大费用率) 指标环比和同比均下降，显示出在充分竞争行业中，淡季时 (需求短期不旺盛) 打价格战肯定会压制甚至降低公司的盈利水平。

图 2 海信电器盈利指标趋势 (2007-2010 年每季度)



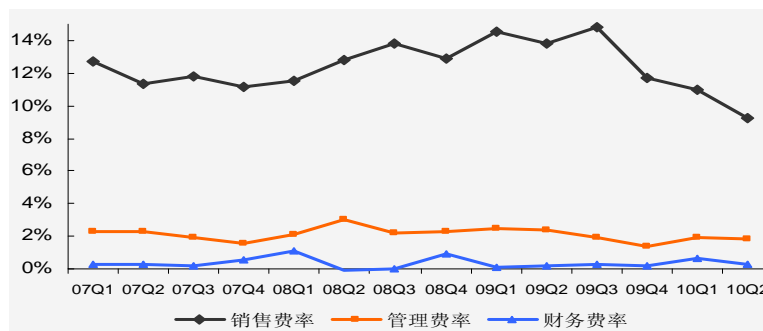
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 3 海信电器两大盈利指标对比 (2007-2010 年每季度)



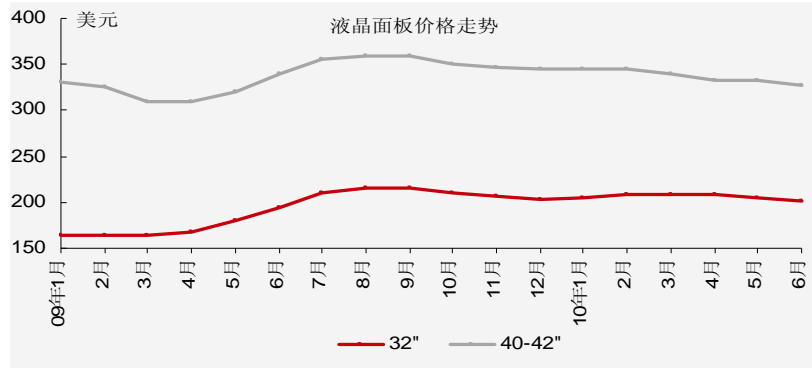
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 4 海信电器费用指标趋势 (2007-2010 年每季度)



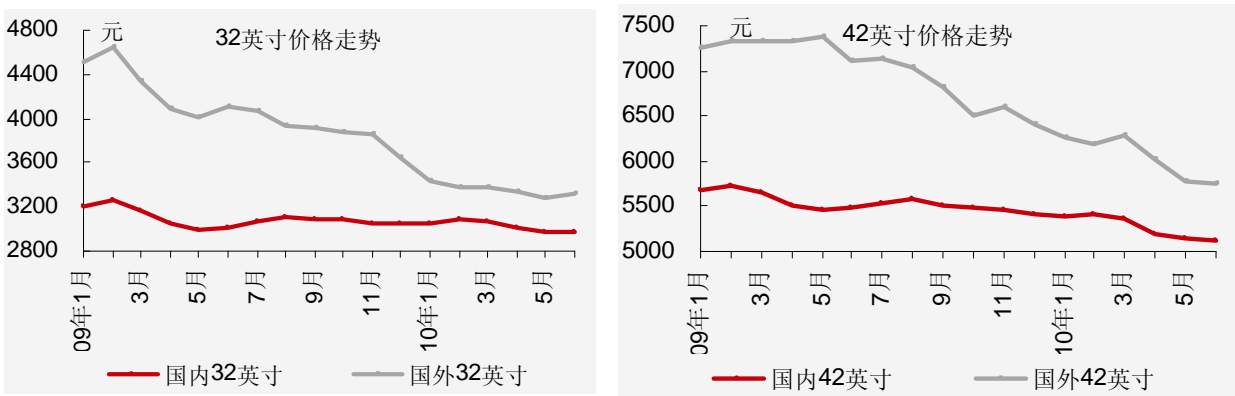
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图5 主流尺寸液晶面板价格走势（2009.1-2010.6）



资料来源：Displaysearch，华泰联合证券研究所

图6 主流尺寸液晶电视城市零售价格走势（2009.1-2010.6）

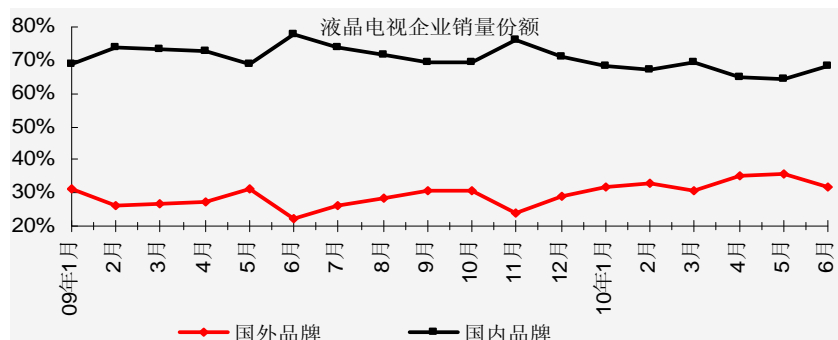


资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

竞争格局：外资反攻 大幅降价

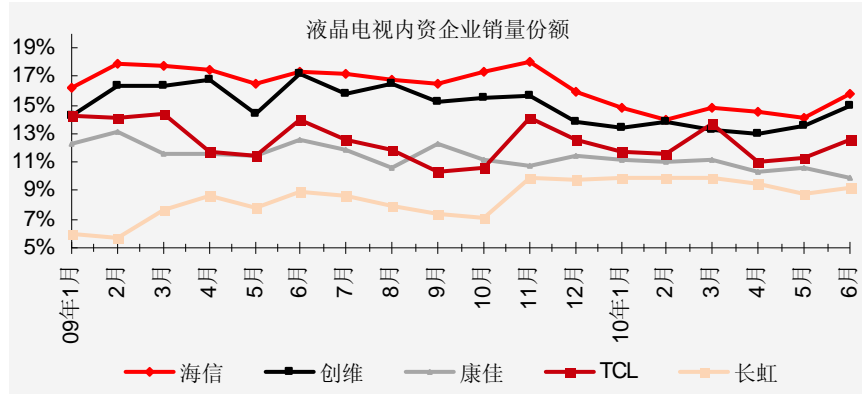
上半年海信电器等内资品牌面临外资品牌价格战，市场份额均有回落。

图7 液晶电视内外资品牌市场份额走势（2009-2010年每月）



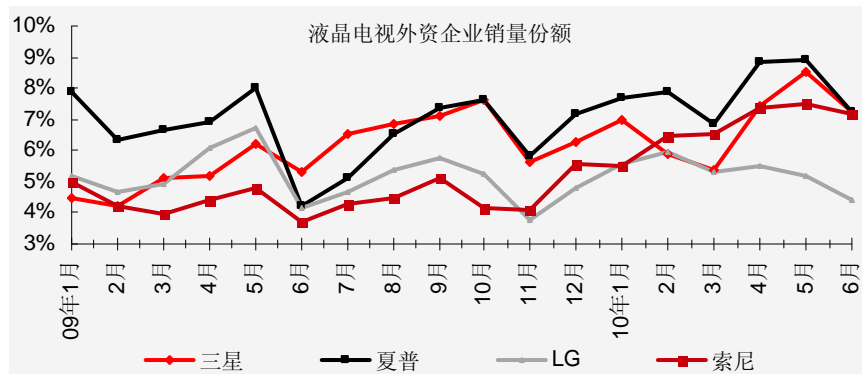
资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

图 8 液晶电视内资企业市场份额走势（2009-2010 年每月）



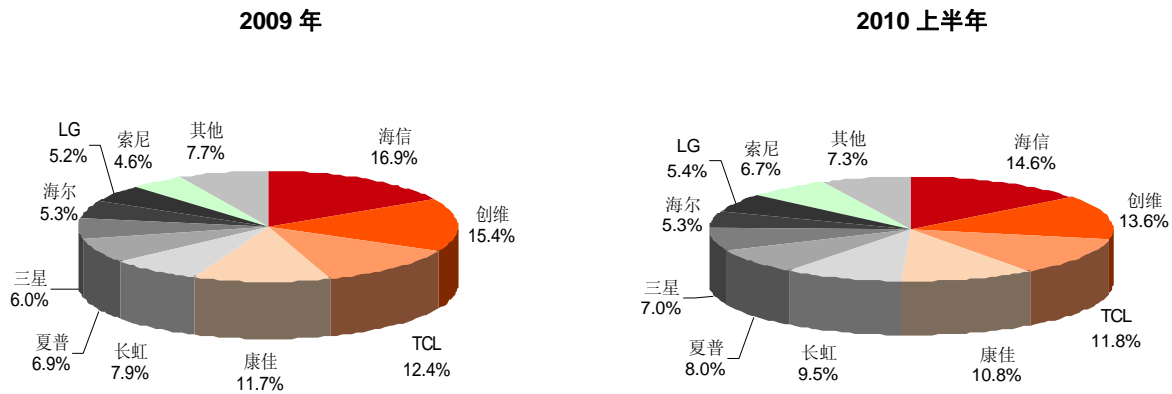
资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

图 9 液晶电视外资企业市场份额走势（2009-2010 年每月）



资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

图 10 液晶电视城市市场竞争格局



资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

下半年展望：价格战在所难免，走 LED 高端是王道

我们认为在下半年旺季销售中，液晶电视零售价格和面板价格均会出现下降，由于竞争激烈和淘汰高能耗产品，电视降价幅度将大于面板。各厂家在如此竞争环境下，应加大研发力度、积极优化产品结构，提高 LED 电视、互联网电视等高端产品占比，顺应和发掘市场最新需求，加大高端产品产量以备战 9 月后旺季销售。

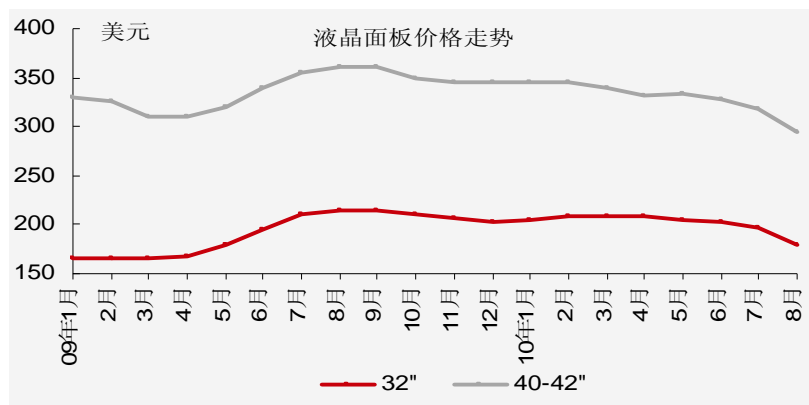
需求旺盛：传统旺季 + 以旧换新推广效果

9 月至次年 1 月是彩电传统旺季，国庆节、中秋节、春节等中国传统大节都在其中；城市“以旧换新”政策全国推广效果将于四季度逐步释放，彩电是最受益产品。

成本下降：面板价格大幅下降

面板价格从 5 月开始缓慢下跌，8 月份各尺寸面板价格大幅下跌，环比下跌 4-9%，同比下跌 16-24%，其中连采购紧张的 LED 面板都降价 5%。我们预计四季度（彩电旺季）面板价格还会继续下跌，但降速放缓。

图 11 主流尺寸液晶面板价格走势（2009.1-2010.8）



资料来源：Displaysearch，华泰联合证券研究所

竞争：价格战在所难免

行业延续上半年竞争加剧局面，价格战不可避免。

(1) 平板电视新能效标准将于 12 月实施，要在 10 年 7-9 月间去高能耗产品库存；只有先低价去高能耗库存，才能针对低能耗、LED 等高端产品打价格战。

(2) 旺季来临，各彩电企业抢占 LED 高端市场，降价是抢占份额的最快办法。

(3) 8 月面板大幅降价，成本下降将会进一步促使终端售价下降。

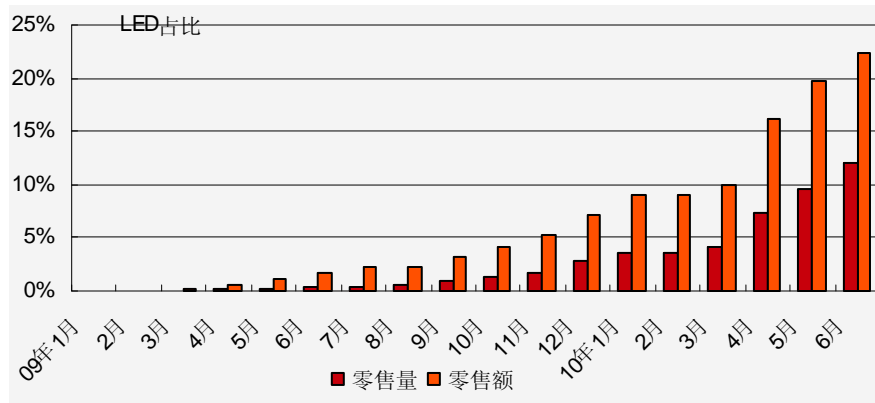
主打 LED 电视

考验彩电企业最重要一点是怎么把握产品发展方向和节奏，产能布局能否跟上市场变化。我们认为下半年和明年的重心是 LED 电视和互联网电视。今年上半年 LED 电视发展速度超市场预期，LED 电视的销售额占比由 1 月份的 9.11% 提升至 6 月份的 22.3%。LED 电视对于厂家而言，既能提高公司毛利率，又能节能满足新能效标准。

海信电器近期重心是优化产品结构和开拓海外市场。优化产品结构即大力推广 LED 电视、网络电视、3D 电视等高端产品；拓展海外市场，提升整体规模。

目前海信 LED 电视不管是在市场上还是技术上已经领先同行。今年上半年海信电器的 LED 电视销售额占公司液晶电视的 21.4%，而整个行业 LED 电视占比是 13.9%，明显超越行业。

图 12 城市市场 LED 电视零售占比趋势 (2009.3-2010.6)



资料来源：中怡康，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8885	10636	12103	14081	营业收入	18407	22987	28098	33498
现金	2198	2221	2172	2247	营业成本	14905	19154	23269	27657
应收账款	634	884	1043	1243	营业税金及附加	51	67	85	105
其他应收款	9	24	27	30	营业费用	2511	2643	3316	3953
预付账款	29	57	62	73	管理费用	366	460	562	670
存货	2396	3108	3419	4102	财务费用	34	-2	-4	-4
其他流动资产	3619	4342	5380	6385	资产减值损失	75	0	0	0
非流动资产	1458	1602	1699	1827	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	120	120	100	92	投资净收益	4	5	7	8
固定资产	1008	1206	1415	1598	营业利润	469	670	877	1125
无形资产	88	98	93	93	营业外收入	170	80	80	80
其他非流动资产	242	178	90	44	营业外支出	25	5	5	5
资产总计	10343	12238	13801	15908	利润总额	614	745	952	1200
流动负债	5247	6606	7500	8834	所得税	112	134	171	216
短期借款	0	30	30	30	净利润	502	611	781	984
应付账款	2919	3248	4006	4851	少数股东损益	4	3	2	1
其他流动负债	2328	3328	3464	3953	归属母公司净利润	498	608	779	983
非流动负债	65	72	74	72	EBITDA	682	848	1081	1364
长期借款	7	7	7	7	EPS (元)	0.86	0.70	0.90	1.13
其他非流动负债	59	65	67	65					
负债合计	5312	6678	7574	8905	主要财务比率				
少数股东权益	124	127	129	130	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	578	868	869	870	成长能力				
资本公积	2927	2644	2649	2654	营业收入	37.3%	24.9%	22.2%	19.2%
留存收益	1421	1942	2581	3349	营业利润	128.7%	42.8%	30.9%	28.3%
归属母公司股东权益	4907	5433	6099	6873	归属于母公司净利润	121.5%	22.0%	28.2%	26.2%
负债和股东权益	10343	12238	13801	15908	获利能力				
					毛利率(%)	19.0%	16.7%	17.2%	17.4%
					净利率(%)	2.7%	2.6%	2.8%	2.9%
					ROE(%)	10.2%	11.2%	12.8%	14.3%
					ROIC(%)	16.3%	18.2%	19.2%	21.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	51.4%	54.6%	54.9%	56.0%
					净负债比率(%)	0.12%	0.55%	0.48%	0.41%
					流动比率	1.69	1.61	1.61	1.59
					速动比率	1.21	1.12	1.14	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	2.26	2.04	2.16	2.26
					应收账款周转率	30	28	27	27
					应付账款周转率	6.69	6.21	6.42	6.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.57	0.70	0.90	1.13
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.51	0.57	0.81
					每股净资产(最新摊薄)	5.66	6.26	7.03	7.92
					估值比率				
					P/E	22.50	18.45	14.39	11.41
					P/B	2.28	2.06	1.84	1.63
					EV/EBITDA	13	11	8	7

数据来源：华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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