

海信电器 (600060)

公司盈利能力将小幅提高

— 海信电器调研报告

姓名 张晓亮
86-10-58362156
zhangxiaoliang@bhq.com

评级: 中性

目标价格: 12.15

当前价格: ¥ 11.4
2009.03.13

本报告导读:

► 公司模组项目继续扩产,可提高毛利率

投资要点:

● 彩电行业市场规模将小幅增长

LCD 电视销量猛增,但价格大幅下降,CRT 电视萎缩趋势不改。

2008 年液晶电视国内销量增长 69%。我们预计 2009 液晶电视国内销量增长在 50%左右,2010 年液晶电视内销量增长在 30%以上。由于液晶电视价格下降幅度大,液晶电视市场规模年均增长在 10% - 20%左右。

“家电下乡”政策延缓了 CRT 彩电市场萎缩的速度,但不改变趋势,CRT 行业产销销量同比将继续减少。该政策目前对液晶电视销量影响较小。

我们预计 2009 - 2011 年国内彩电市场总体规模的增长率在 5% - 10%。

● 公司模组项目可小幅提高毛利率

2007 年 9 月,海信建成第一条电视液晶模组,产能 50 万片;2008 年 10 月新增产能 100 万片,年底达产。三期产能今年年底达产,产能将扩至 300 万片。模组自制成本比外购成本低 2% - 3%,今年 150 万的模组自产,预计占公司今年模组需求的 35%,预计可提高液晶电视毛利率 0.3 个百分点。明年模组产能达到 300 万台后,可提高公司液晶电视毛利率 0.6 个百分点。液晶电视收入占公司收入的 60% - 70%,是公司利润的主要来源。

● 公司的股权激励计划将推动盈利能力的改善

公司和国内其他彩电企业一样盈利能力较弱,净利率持续低于 2%,过去几年净资产回报率低于 8%。公司股权激励方案的条件是净资产回报率达到 8%,2009-2011 年均净利润增长 14%以上,因此该方案若通过,则对公司盈利能力形成积极的影响。

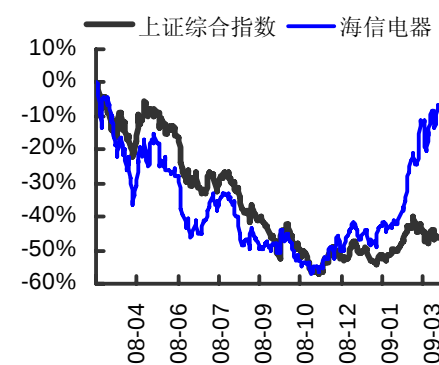
● 给予“中性”评级

我们预计 2008 - 2010 年公司 EPS 分别为 0.45、0.61、0.81 元,DCF 估值为 10.82 元。给予“中性”评级。

1、报告首页业绩预测表

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	13775.24	14838.64	14604.44	15723.67	16709.94
EBITDA(百万元)	402.85	482.40	519.44	662.14	806.31
净利润(百万元)	130.55	203.83	220.51	299.48	400.32
摊薄 EPS(元)	0.26	0.41	0.45	0.61	0.81
PE(X)	39.52	25.31	23.40	17.23	12.89
EV/EBITDA(X)	12.32	9.69	11.35	8.83	6.89
PB(X)	1.94	1.84	1.75	1.63	1.50
ROIC	5.74%	7.79%	5.10%	7.19%	9.55%
总资产周转率	2.50	2.52	2.12	2.04	2.08

最近 52 周走势图



公司是国内液晶电视行业龙头企业,2008 液晶电视销量达 280 万台,CRT 电视销量达 420 万台。在国内液晶电视市场的份额约 12%,位居第一。

相关报告

2、三大表

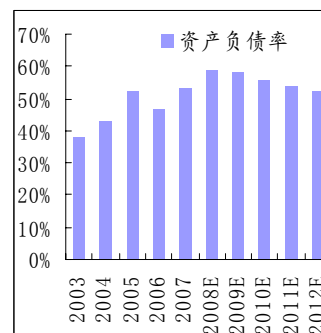
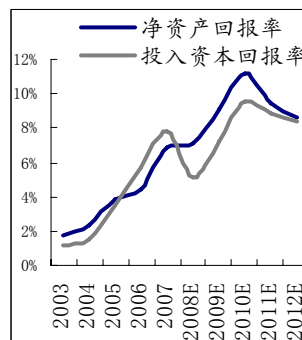
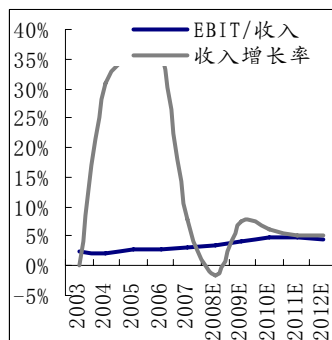
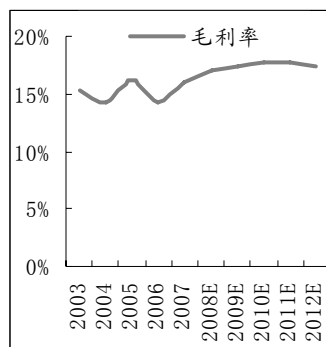
资产负债表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	764.6	621.9	612.1	659.0	700.4	营业收入	13775.2	14838.6	14604.4	15723.7	16709.9
应收票据	1019.6	1585.1	1560.1	1679.7	1785.0	营业成本	11802.5	12456.7	12115.0	12986.5	13747.0
应收账款	469.1	749.2	737.3	793.8	843.6		35.4	43.6	42.9	46.2	49.1
预付款项	65.9	71.1	69.2	74.1	78.5	销售费用	1429.5	1733.0	1851.7	1946.4	2018.4
其他应收款	38.4	27.7	27.2	29.3	31.2	管理费用	263.1	290.6	337.1	363.0	385.7
存货	1724.8	2048.5	1992.3	2135.6	2260.7	财务费用	32.6	52.3	25.2	57.8	49.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	44.5	94.3	27.8	18.0	7.6
长期股权投资	5.8	1.9	1.9	1.9	1.9	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	964.2	840.9	891.0	998.9	1055.3	投资收益	0.4	49.4	1.0	25.0	0.0
在建工程	45.1	30.6	161.4	237.9	202.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	168.0	217.5	205.7	330.8	452.3
无形资产	190.6	100.3	1314.3	1168.3	1022.2	营业外收支净额	25.8	73.1	60.0	30.0	30.0
长期待摊费用	56.4	44.4	40.0	35.5	31.1	税前利润	193.8	290.6	265.7	360.8	482.3
资产总计	5484.3	6280.8	7519.0	7926.3	8124.6	减：所得税	47.3	78.4	39.9	54.1	72.3
短期借款	50.0	0.0	1202.0	1195.6	933.0	净利润	146.5	212.2	225.8	306.7	410.0
应付票据	195.3	252.3	245.4	263.0	278.4	归属于母公司的净利润	130.6	203.8	220.5	299.5	400.3
应付账款	1368.7	2125.8	2039.1	2185.8	2313.8	少数股东损益	15.9	8.4	5.3	7.2	9.6
预收款项	409.0	410.0	403.5	434.5	461.7	基本每股收益	0.26	0.41	0.45	0.61	0.81
应付职工薪酬	27.9	18.4	18.4	18.4	18.4	稀释每股收益	0.26	0.41	0.45	0.61	0.81
应交税费	23.5	4.5	4.5	4.5	4.5	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他应付款	215.3	471.5	471.5	471.5	471.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	35.5%	7.7%	-1.6%	7.7%	6.3%
长期借款	256.5	6.5	6.5	6.5	6.5	EBIT 增长率	84.6%	28.6%	-18.1%	48.1%	33.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	27.5%	56.1%	8.2%	35.8%	33.7%
负债合计	2564.4	3336.8	4438.8	4627.6	4535.7	盈利性					
股东权益合计	2919.8	2944.0	3088.3	3306.8	3597.0	销售毛利率	14.3%	16.1%	17.0%	17.4%	17.7%
现金流量表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售净利率	0.9%	1.4%	1.5%	1.9%	2.4%
净利润	146	212	226	307	410	ROE	4.5%	6.9%	7.1%	9.1%	11.1%
折旧与摊销	158	168	262	281	297	ROIC	5.74%	7.79%	5.10%	7.19%	9.55%
经营活动现金流	189	174	546	489	641	估值倍数					
投资活动现金流	-188	-10	-1651	-289	-167	PE	39.5	25.3	23.4	17.2	12.9
融资活动现金流	32	-306	1095	-152	-432	P/S	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
现金净变动	34	-142	-10	47	41	P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
期初现金余额	688	765	622	612	659	股息收益率	0.4%	0.6%	1.6%	1.7%	2.3%
期末现金余额	722	623	612	659	700	EV/EBITDA	12.3	9.7	11.3	8.8	6.9

3、DCF—WACC 输出

万元	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	31473	25770	38161	50978	53527	50676	47407	43684	45868	48161	50569
所得税	8491	3866	5724	7647	13382	12669	11852	10921	11467	12040	12642
NOPLAT	18503	22982	21905	32437	43331	40145	38007	35555	32763	34401	36121
营运资金净变动	-9954	-12142	-460	-13119	-11574	-9725	-10110	-10610	-11135	-11804	-12394
资本支出	-3766	-165209	-31447	-16710	-17545	-18423	-19344	-20311	-21327	-22393	-22393
自由现金流	23841	-117591	15924	44700	44020	42095	39722	36991	38563	40321	43238

WACC	6.25%	Ke	9.25%
永续增长率	1.00%	Kd	5.00%
终值	25345.17	t	15.00%
企业价值	658618.29	Rf	3.60%
非核心资产价值	61400.89	E(Rm)	10.00%
债务价值	124339.47	Rm - Rf	6.40%
股权价值	534278.82	D/A	19.42%
股本	49376.78	E/A	80.58%
每股价值 (元)	10.82	Beta	0.88

估值		g				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	6.10%	9.60	10.36	11.27	12.38	13.75
	6.15%	9.48	10.23	11.12	12.20	13.54
	6.20%	9.37	10.10	10.97	12.02	13.33
	6.25%	9.26	9.98	10.83	11.85	13.13
	6.30%	9.15	9.85	10.68	11.69	12.93
	6.35%	9.05	9.73	10.54	11.53	12.73
	6.40%	8.94	9.61	10.41	11.37	12.54



目 录

1. 液晶电视需求仍保持较快增长.....	5
1.1. 液晶电视价格下跌，刺激了需求.....	5
1.2. 国内液晶电视市场规模将稳定增长.....	7
2. CRT 彩电市场规模继续萎缩.....	8
3. 国内彩电总体销售额预计增长 5%-10%.....	9
4. 公司自产部分模组可小幅提高毛利率.....	9
5. 股权激励计划若通过，则盈利能力有望提高.....	10
6. 投资建议.....	10

图目录

图 1: 液晶电视面板价格下跌.....	5
图 2: 液晶电视内销量及其增速.....	5
图 3: 液晶电视出口量及其增速.....	6
图 4: 液晶电视总销量及其增速.....	6
图 5: 中国城镇、农村彩电（平板 + CRT）普及率.....	7
图 6: 中国 LCD 电视销量及其增速.....	7
图 7: CRT 彩电总销量及其增速.....	8
图 8: CRT 彩电内销量及其增速.....	8
图 9: CRT 彩电产量及其增速.....	9

表目录

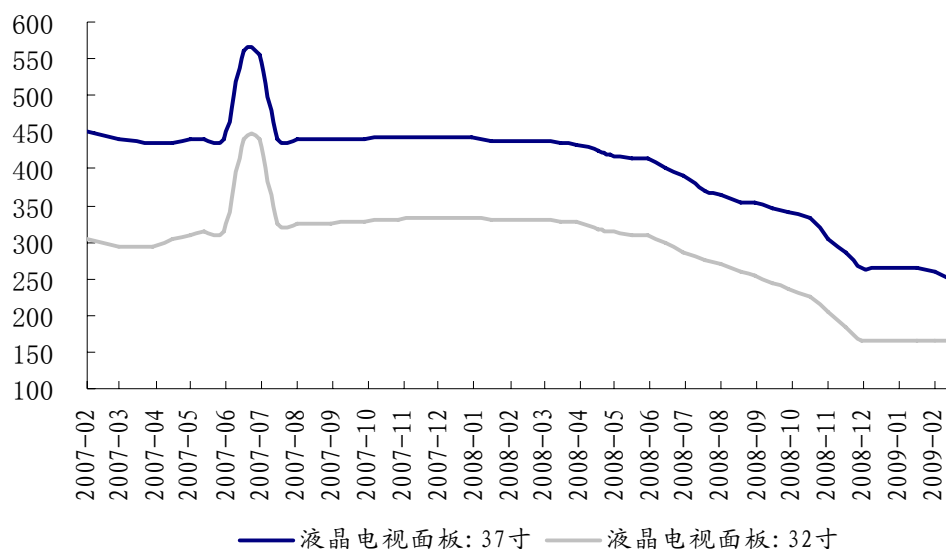
表 1: 公司股权激励计划的对象.....	10
-----------------------	----

1. 液晶电视需求仍保持较快增长

1.1. 液晶电视价格下跌，刺激了需求

过去一年内，液晶电视面板价格下跌 40%-50%。由于液晶面板占液晶电视的成本约 30%，面板价格下跌带动液晶电视价格下跌。目前国产 32 寸液晶电视价格已经跌破 3000 元，成为更多居民能够接受的价位。

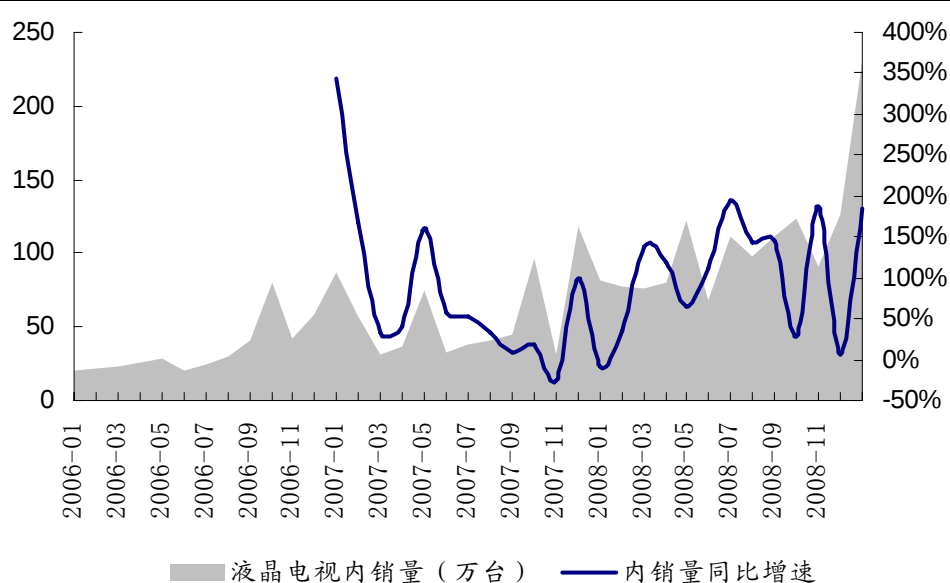
图 1：液晶电视面板价格下跌



资料来源：Displaysearch、渤海证券研究所

2008 年，国内液晶电视销量 1167 万台，同比增长 69.3%。2009 年 1 月，在液晶价格下降和春节因素带动下，液晶电视内销 230.94 万台，同比增长 185%，环比增长 83%。同期 PDP 电视内销量为 22.5 万台，同比增长 16.9%。液晶电视在平板电视中仍占绝对主导。

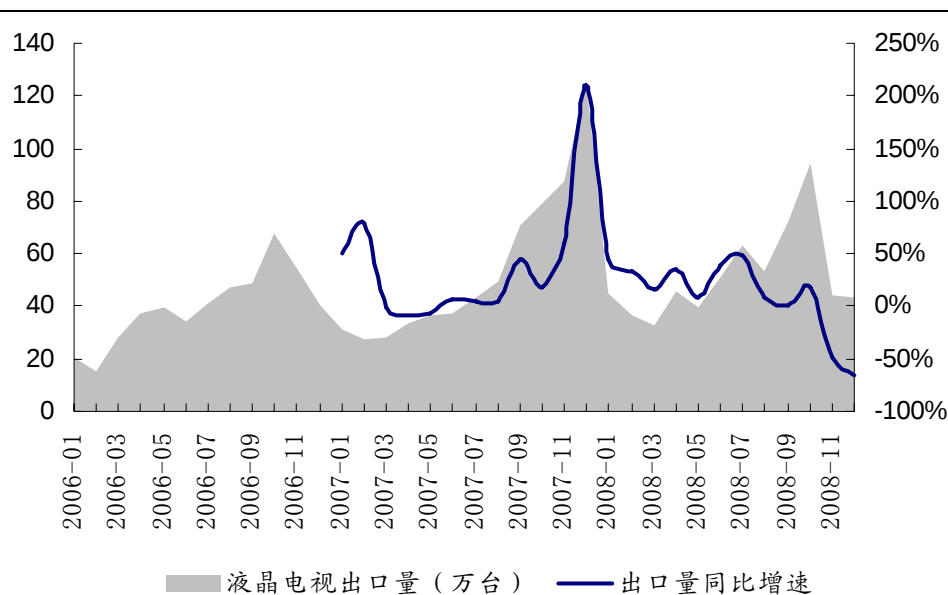
图 2：液晶电视内销量及其增速



资料来源：产业在线、渤海证券研究所

2008 年 11、12 月份，液晶电视出口分别下降 49%、65%。全年出口液晶电视 621 万台，同比减少 4%。

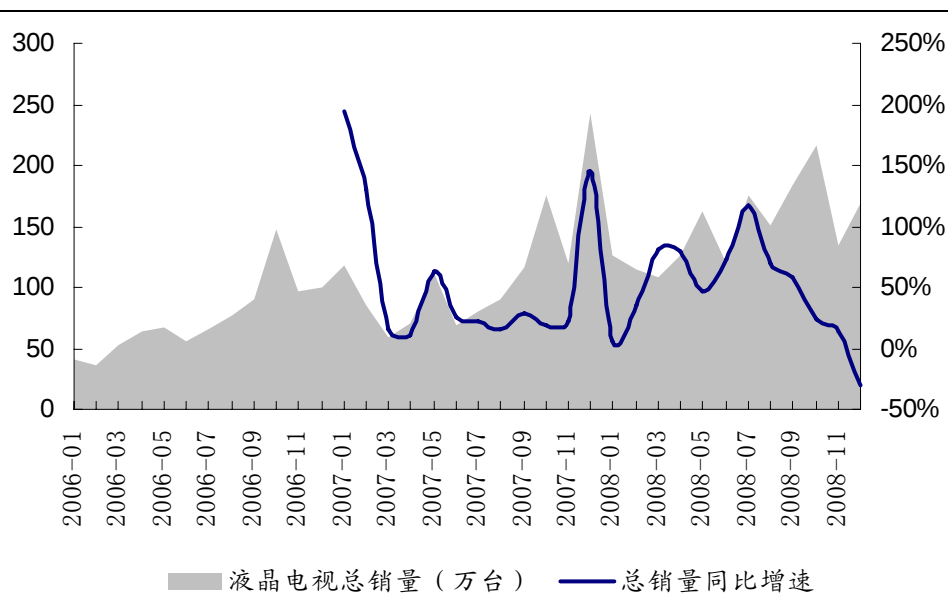
图 3：液晶电视出口量及其增速



资料来源：产业在线、渤海证券研究所

2008 年，全年液晶电视总销量 1789 万台，同比增长 34%。其中，年底受出口需求大幅下降影响，总销量有所下降。1 月份受内销猛增的影响，总销量预计将大幅增长。

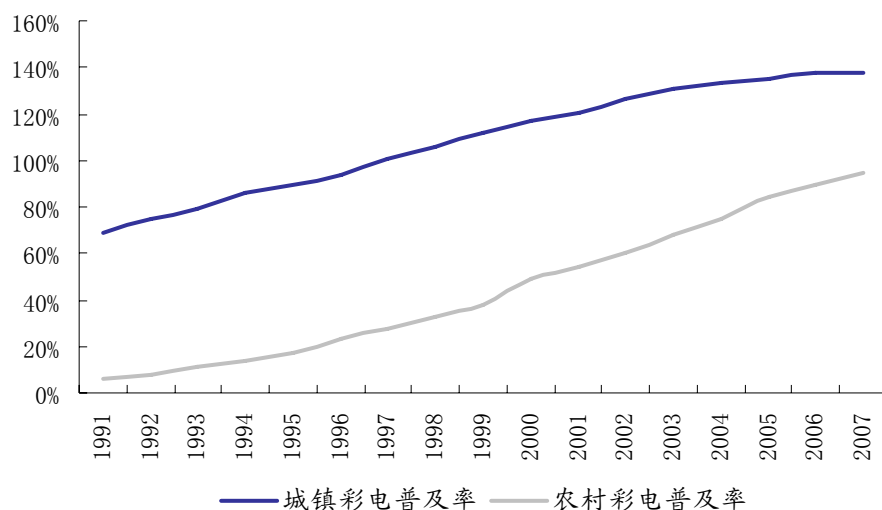
图 4：液晶电视总销量及其增速



资料来源：产业在线、渤海证券研究所

目前，城镇居民、农村居民的彩电普及率较高，但主要是 CRT 彩电。

图 5：中国城镇、农村彩电（平板+CRT）普及率

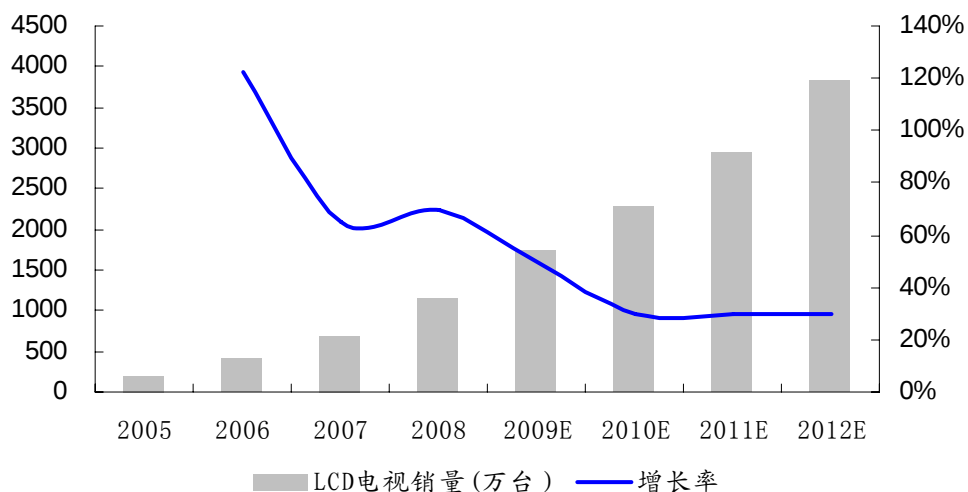


资料来源：国家统计局、渤海证券研究所

1.2. 国内液晶电视市场规模将稳定增长

估计 2008 年底，城镇居民液晶电视的普及率在 12% 左右（估计城镇居民拥有 2500 万台 LCD 电视，城镇家庭共 2.1 亿户），未来仍有较大的增长空间。预计 2009 年 LCD 电视销量将保持 50% 的增长，2010-2012 年 LCD 电视销量年均增长 30%。但由于均价将持续下跌，市场规模的年均增速在 10% - 20%。

图 6：中国 LCD 电视销量及其增速



资料来源：产业在线、渤海证券研究所

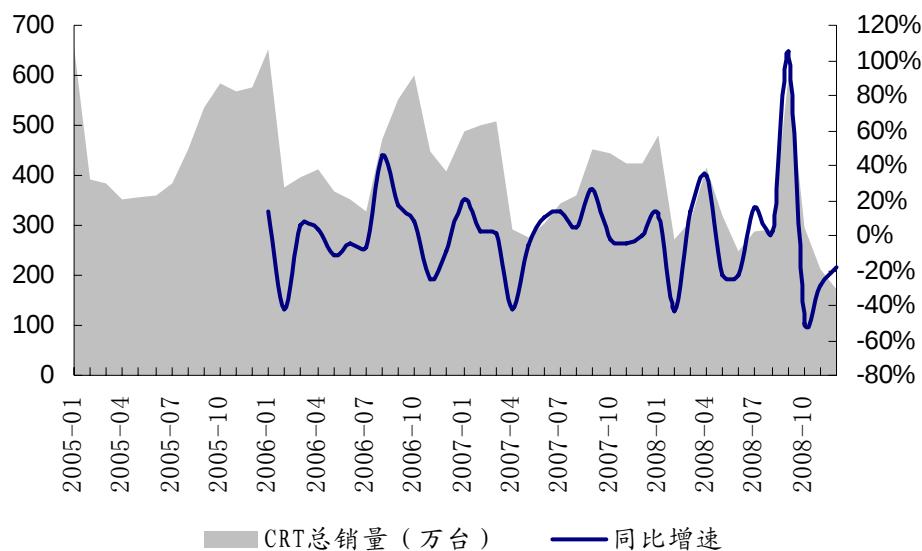
由于国产液晶电视上游面板差异性不大，过去没有自己的模组生产，国内液晶电视同质化严重。国产品牌的市场份额相对分散，消费者的品牌关注度也较分散。公司在国内液晶电视市场占有率居第一，但也仅占 12%。

2. CRT 彩电市场规模继续萎缩

CRT 彩电内销量大幅下降，出口量大幅下降。2008 年 12 月，CRT 彩电内销量 108 万台，同比下降 7%，出口 64.5 万台，同比下降 32%。总销量 172 万台，同比下降 13.8%。

2008 年，CRT 彩电总销量 3606 万台，同比下降 26%。

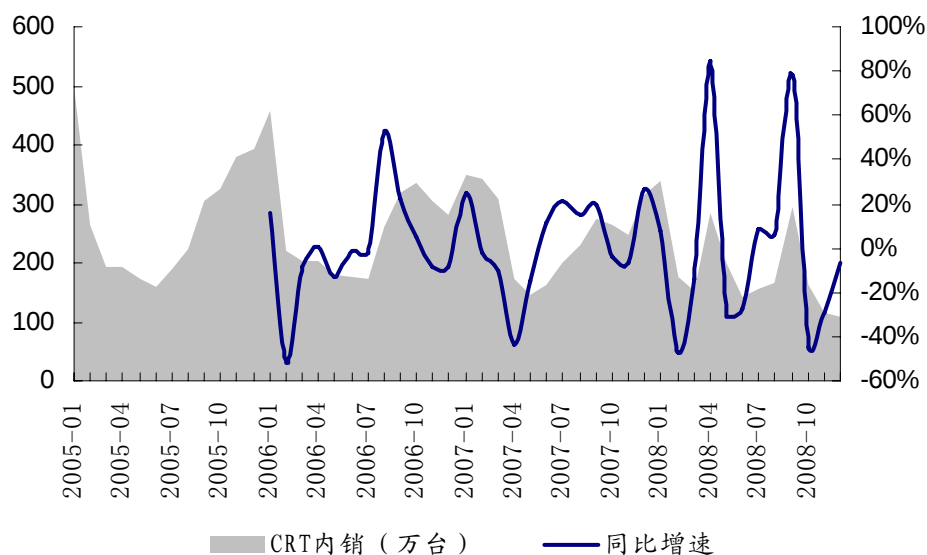
图 7：CRT 彩电总销量及其增速



资料来源：产业在线、渤海证券研究所

2008 年，中国 CRT 彩电内销 2152 万台，同比减少 28.7%。

图 8：CRT 彩电内销量及其增速

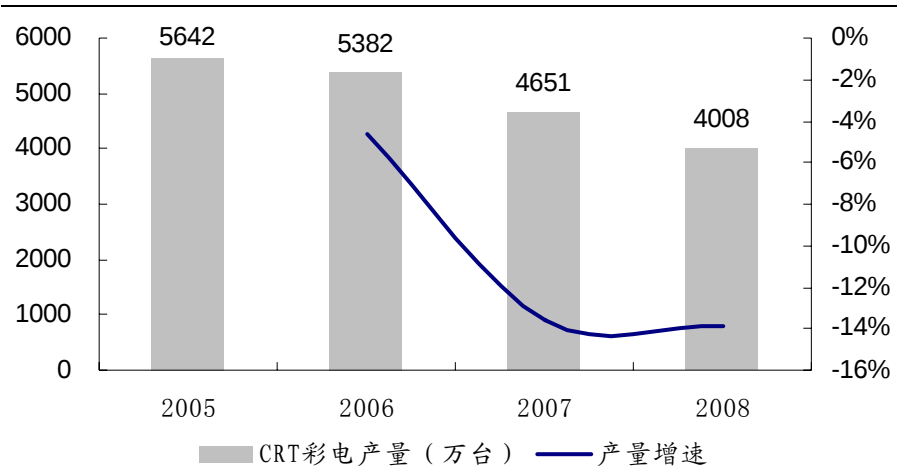


资料来源：产业在线、渤海证券研究所

2008 年 CRT 彩电出口 1454 万台，同比下降 23.5%。

2008 年，中国 CRT 彩电产量为 4008 万台，同比减少 13.8%。

图 9: CRT 彩电产量及其增速



资料来源：产业在线、渤海证券研究所

CRT 彩电的农村家庭普及率已经接近 100%，城镇家庭普及率超过 100%。我们预计“家电下乡”政策对 CRT 彩电全年销量影响不大，主要的影响是提前了部分农村居民的购买计划，预计 2009 年上半年 CRT 彩电销量同比仍在下降，但幅度较小。

3. 国内彩电总体销售额预计增长 5%-10%

根据 IDC、DisplayResearch 等国际市场咨询机构预测，2009 年全球彩电出货量将下降 3%，销售额将下降 18%，其中平板电视保持两位数增长，CRT 电视将大幅下降。

据奥维咨询的预测，2009 年中国彩电市场总体规模仍将保持平稳，销售额 1285 亿元，增长幅度为-0.6%。销量达到 3525 万台，增长-0.1%。其中液晶市场规模将达到 1462 万台，比 2008 年增长 24.2%；等离子电视 127 万台，比 2008 年下降 21%，CRT 电视零售量 1936 万台，比 2008 年下降 12.9%。

我们预测在液晶电视降价刺激下，2009 增速有望达到 50%，销售额增长 10% - 20%，在“家电下乡”政策对 CRT 销量的拉动下，CRT 彩电销量下降幅度在 10%以内。总体上，2009 年国内彩电销售额有望保持 5%-10%的增长。

4. 公司自产部分模组可小幅提高毛利率

2007 年 9 月，公司建成国内第一条电视液晶模组，产能 50 万片；2008 年 10 月新增产能 100 万片，年底达产。尽管公司的增发项目并没有通过证监会的审批，但公司利用自有资金继续投资模组。液晶模组产能今年将扩至 300 万片，年底达产。

估计模组自制成本比外购成本低 2% - 3%，今年 150 万的模组自产，预计占公司今年模组需求的 35%，预计可提高液晶电视毛利率 0.3 个百分点。明年模组产能达到 300 万台后，可提高公司液晶电视毛利率 0.6 个百分点。

液晶电视收入占公司收入的 60%以上，是公司利润的主要来源。

5. 股权激励计划若通过，则盈利能力有望提高

公司计划 2009 年授予激励对象的股票期权股票数量不超过 491 万股，占公司总股本的 0.99%。目前该计划仍有待证监会的批准。

行权条件为首次计划有效期内公司每年平均的净利润增长率不低于 14%（包括 14%），且不低于行业的平均增长率；净资产收益率不低于 8%，且不低于行业平均水平。

表 1：公司股权激励计划的对象

序号	姓名	职位	获授股票期权的数量（万股）	占首次股票期权总额的比例	占总股本比例
1	于淑珉	董事长	50	10.18%	0.101%
2	周厚健	董事	30	6.11%	0.061%
3	刘洪新	董事、总经理	27	5.50%	0.055%
4	张继任	副总经理	20	4.07%	0.041%
5	王俊昌	副总经理	14	2.85%	0.028%
6	战嘉瑾	副总经理	17	3.46%	0.034%
7	刘鑫	财务负责人	3	0.61%	0.006%
8	夏峰	董事会秘书	2	0.41%	0.004%
9	其他	中层（68 名）	328	66.80%	0.664%
	合计		491	100.00%	0.994%

资料来源：公司公告

公司和国内其他彩电企业一样盈利能力较弱，净利率持续低于 2%，过去几年净资产回报率低于 8%。公司的销售费用率、管理费用率若略有减少，则净利润即可大增。

此外，海信集团的董事长与总裁也是这次股票期权的授予对象。公司与集团关联交易的利润率较低，将来也有可能提高。

6. 投资建议

我们假设公司 2008 - 2010 年彩电业务毛利率分别为 18.2%、18.4%、18.6%。彩电业务收入分别增长 13%、10%、8%。

同时假设股权激励计划获得通过，公司 2008-2010 年销售费用率分别为 12.68%、12.38%、12.08%。

预计 2008 - 2010 年公司 EPS 分别为 0.45、0.61、0.81 元。DCF 估值为 10.82 元。给予 2010 年 15 倍的 PE，目标价 12.15。当前股价 11.4 元。给予“中性”评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn