

动态报告/公司快评

家用电器

海信电器（600060）
谨慎推荐

电视

非公开发行股票预案

（维持评级）

2009 年 6 月 16 日

向上游扩展以提升产品增值空间

分析师： 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

事项：

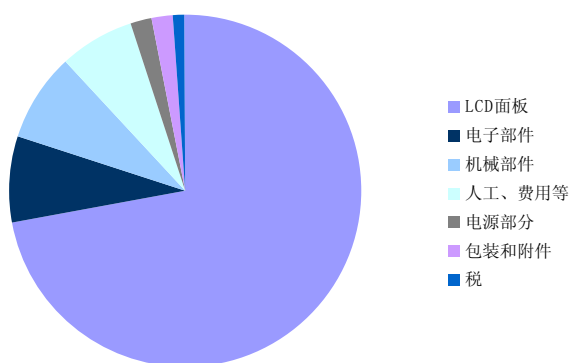
公司拟发行不超过15,000 万股股份，募集资金净额不超过15 亿元。发行价格不低于董事会决议公告日2009 年6月16 日（定价基准日）前20 个交易日股票均价的90%，即不低于10.83 元/股。募集资金用于液晶电视模组与整机一体化设计制造及配套建设项目以及平板电视生产配套（贴片机、注塑机）项目。本次发行尚需经过股东大会审议并经中国证监会核准方可实施。

评论：

■ 向上游扩展模组和相关配套项目以提升产品增值空间

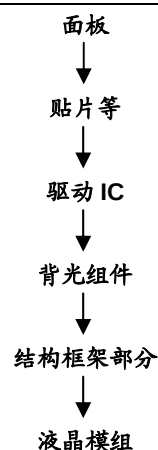
在评述公司此次融资预案的开始，我们首先想再和投资者交流一下这个行业的特点和产品成本构成。平板电视整体产业链从一开始来说就是一个投入成本很高的产业，这一度成为制约行业发展的瓶颈，然后从现在来看这个瓶颈正在随着技术的突破、产业规模的扩大而得到非常好的缓解。从平板电视的成本构成来说，整机组装、销售环节的部分并不高（图1和2），表1的比较更让我们感受到为什么国内彩电企业在进入平板电视替代CRT电视这个过程中赢利变得更为艰难的原因，这就是因为我们可以控制的创造价值的产品增值和服务空间太少。上游主要部件的国产化配套程度增加必然有利于整机制造企业提升成本控制空间，增加产品附加值提升空间。

图 1：液晶电视整机成本结构比率分布（%）



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：液晶模组的构成



资料来源：国信证券经济研究所

表 1：不同电视产品成本结构比较（%）

	CRT TV	LCD TV	PDP TV	OLED TV	DLP TV
显示器件模组	44%	72%	58%	82%	57%
视频、外围电路部分	34%	8%	14%	6.6%	7%
电源处理部分	0.4%	2%	6%	0.6%	1%
机械配件部分	10%	8%	10%	1.8%	17%
包装、组装费用、税等	12%	10%	13%	9%	17%

数据来源：国信证券经济研究所

公司本次募集资金主要是为了扩大上游液晶模组及配套项目的规模，提升从上游重要配件到整机的应用设计能力。投入的资金结构来看，主要是用于厂房和设备（表2）。相比公司前一次的融资方案，融资总额从10亿元增加到15亿元，液晶模组的设计产能规模从300万台提升到500万台。公司是行业中最早进行向上游模组扩展的整机企业，加上产品结构较早向液晶电视倾斜，其盈利能力和市场份额表现也在行业中表现突出，显示公司增加对上游的投入是较有盈利成效的。我们目前可能不能准确评价募集资金额度是否合理，但融资投入方向从过去的实证、产业链价值分布都说明是符合公司价值经营投资方向的。

表 2：公司募集资金拟投入项目（万元）

	厂房、设备等费用投入	流动资金	形成产能	达产年销售收入	销售利润率
液晶模组与整机一体化制造及其配套项目	89,500	35,000	500 万台模组	716,902	3.4%
平板电视配套项目	24,825	3,772	36.83 亿件的贴片，每年单色机壳 514.8 万件、双色机壳 99.84 万件	配套公司平板电视 67%的需要	--

数据来源：国信证券经济研究所

■ 维持对公司“谨慎推荐”评级

公司产品结构调整较为合理，1 季度对 CRT 电视销售价格下跌较快所形成的损失计提也很充分，公司在向上游平板电视模组的进展有望在募集资金投入增加的情况得到加快提升，有利于公司在 2010 年及以后年份业绩超出我们之前的预期。我们维持对公司“谨慎推荐”评级。在融资方案还需要各审批环节当中，我们对公司的盈利保持保守预期。预期公司 2009、2010、2011 年每股收益 0.56、0.68、0.84 元（按增发前股本计算），如按增发 1 亿股后股本计算，则 09、2010、2011 年每股收益为 0.48、0.57、0.70 元。

盈利预测见表见下页。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	13,407	15,016	17,268	19,859
(+/-%)	-9.6%	12.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	225	267	337	416
(+/-%)	10.4%	18.7%	26.4%	23.3%
每股收益(元)	0.46	0.54	0.68	0.84
EBIT Margin	2.3%	2.0%	2.3%	2.4%
净资产收益率 (ROE)	7.6%	8.5%	10.0%	11.3%
市盈率 (PE)	26.4	20.7	16.4	13.3
EV/EBITDA	21.2	20.6	17.5	15.9
市净率 (PB)	2.01	1.76	1.64	1.51

资料来源：公司资料和国信证券预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。