

家用电器

2009年7月22日



公司研究

公司中报点评

首次评级：短期—推荐，长期—A

海信电器（600060）：受益产品加速升级，业绩表现超预期

核心观点

1、上半年业绩增长超出预期。公司09年上半年电视机业务实现收入68.66亿元，同比增长23.79%；归属于母公司所有者净利润为16.7亿元，同比增长87.9%，EPS为0.34元，在扣除非经常性损益后净利润增长约123%。业绩增长超出我们之前的预期，原因主要在于收入增长和销售毛利率的提升。

2、收入增长来自国内，海外占比下降。报告期内，公司国内收入同比增长32.2%，国外收入下滑16.6%，占比下降6个百分点，但2季度部分海外市场回暖使收入较1季度增长217%。

3、毛利率稳步上升，费用有所增加。中高端品牌的定位、液晶销售的规模效应以及模组投产带来的成本下降使得公司上半年毛利率上升了3个百分点。费用方面，公司加大了营销力度，销售费用显著增加，造成整体费用率上升。同时，公司对CRT电视业务计提了大量的减值准备，为下半年的产品结构进一步调整奠定了基础。

4、经营效率继续提升。近几年，公司营运能力呈逐渐改善的趋势，周转率指标在同行中也是相对较高的，上半年公司各项周转率均有上升，体现出了较好的运营效率。

5、产品升级受益最大，领先地位稳固。公司上半年液晶电视销售增长高达141%，内销增幅接近200%，充分享受了产品升级的盛宴。由于先行进行了产品结构的调整，目前公司液晶电视收入占电视业务总收入的比重已在90%以上，在液晶电视的市场份额为16.91%，处于行业领先地位。政策层面，上半年公司下乡产品销售额占有率达到21.12%，处于行业第一，下半年“家电下乡”效果将延续，同时“以旧换新”试点正式实施，公司市场表现将更加突出。

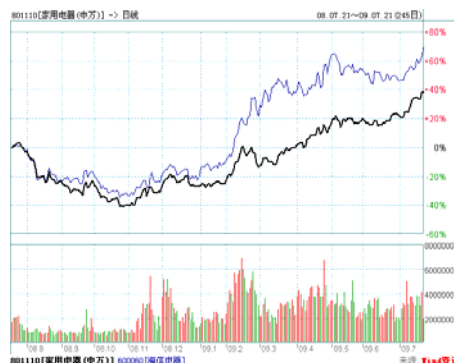
6、模组投产成本效应显现，增发强化优势。公司坚持“技术立企”的战略，目前3条模组生产线均已投产，生产良率在99%以上，使可控成本升至60%以上，整机成本下降，而下半年增发募投项目也将增加模组产能500万片，提高公司模组的自供能力。

7、公司受面板短缺的影响相对较小。公司介入上游较早，对面板的供求情况反应更快，在年初就对面板等关键原材料备货充分，可保证了市场销售的稳定供应，下半年面板短缺的问题将逐渐缓解。

8、投资建议及评级。鉴于公司中期业绩超出预期，我们上调公司09、10年的每股收益至0.68元和0.88元，同时考虑到下半年行业基本面向好，给予公司“短期—推荐，长期A”的评级。

风险提示：面板短缺加剧，价格大幅上涨；增发未获通过

公司股价走势：



公司主要指标：

指 标	数 值
总股本	49,377 万股
流通 A 股	49,377 万股
EPS (09 年 1 季度)	0.34 元
每股净资产	6.35 元
净利润率 (09 年 1 季度)	2.35%

研究员：王京乐

电话：010—84183317

E-mail: wangjingle@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

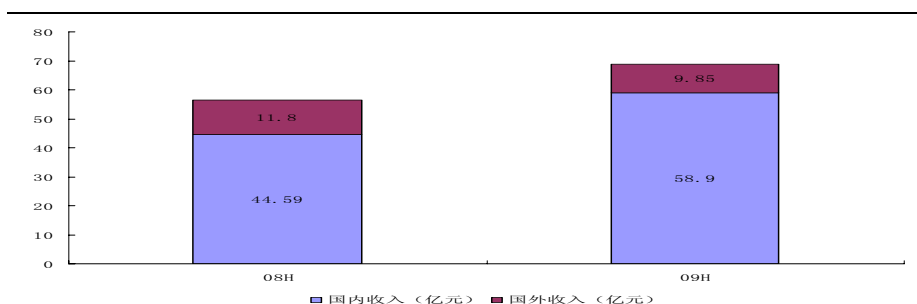
E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

1. 收入增长来自国内，海外占比下降

公司上半年实现主营收入68.8亿元，同比增长22.44%，其中国内收入58.9亿元，同比增长32.2%，占比79.47%，比去年同期上升约7个百分点，而国外收入9.85亿元，同比下降16.6%，占比13.28%，比去年同期下降6个百分点。“自主品牌”和“核心市场”是公司海外拓展的基本战略，国外市场在1季度收入处于相对低点，但2季度在澳洲和北美市场回暖的带动下，收入比1季度增长217%，形成了自主品牌规模与利润双增长、利润增长高于规模增长的良好局面。

图1：08、09年上半年公司收入结构比较



资料来源：公司报告、国都证券研究所

2. 毛利率稳步上升，费用有所增加

公司上半年毛利率较去年同期上升了3.02%，其中电视业务毛利率提高了3.21%，我们认为毛利率上升的原因来自几个方面：1）公司始终坚持中高端品牌的定位，LED等高端新品不断推出，产品结构得到调整。2）液晶电视销售产生规模效应。3）模组生产线投产一定程度上降低了成本。

费用方面，公司上半年期间费用率为16.71%，较去年上升了1.59%，其中主要是销售费用上升的幅度较大，同比增加了2.08%，借助家电下乡的刺激效果和产品更新换代的契机，公司加大了产品的营销力度，也取得了较好的效果。而财务费用下降较多主要是因为国家货币政策宽松造成资金成本的降低。

此外，液晶电视普及时代的到来促使公司加大了对CRT电视的处理力度，上半年针对CRT电视产品及相关无形资产计提了约3000万元的资产减值准备，为下半年产品结构进一步改善奠定了基础。

表1：公司各项财务指标

项 目	2007	2008	2008H	2009H	Δ 09H-08H
毛利率 (%)	16.05	17.76	16.96	19.98	3.02
期间费用率 (%)	13.99	15.61	15.12	16.71	1.59
销售费用率 (%)	11.68	12.76	12.05	14.13	2.08
管理费用率 (%)	1.96	2.34	2.47	2.44	-0.03
财务费用率 (%)	0.35	0.51	0.6	0.14	-0.46
资产减值率 (%)	0.64	0.22	-0.1	0.36	0.46
净利润率 (%)	1.43	1.58	1.47	2.35	0.88

资料来源：公司报告、国都证券研究所

3. 经营效率持续提升

近几年，公司营运能力呈逐渐改善的趋势，周转率指标在同行中也是相对较高的，从下表中可以看到，公司上半年各项周转率均有上升，体现出了较好的运营效率。

表2：公司营运能力指标

项 目	2007	2008	2008H	2009H
存货周转天数(天)	54.52	52.92	57.85	35.44
应收账款周转天数(天)	14.78	16.98	18.91	12.06
存货周转率(次)	6.6	6.8	3.11	5.08
应收账款周转率(次)	24.36	21.2	9.52	14.92
总资产周转率(次)	2.52	2.2	1.13	1.21

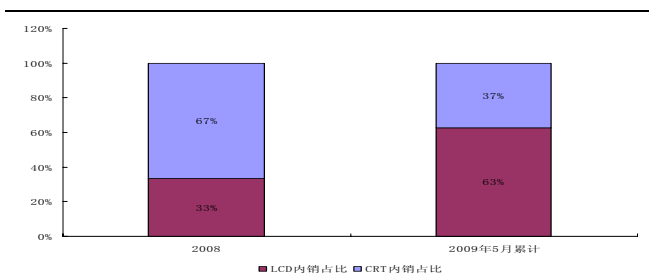
资料来源：公司报告、国都证券研究所

4. 产品升级受益最大，领先地位稳固

08年以来液晶电视替代CRT电视已经成为彩电行业的主流趋势，从09年前5个月的数据来看，无论在内销还是出口上，液晶电视的销售比重均已超过CRT电视，预计未来两年内液晶电视将保持较高的增长态势。在此背景下，公司上半年液晶电视销售增长高达141%，内销增幅接近200%，充分享受了产品升级的盛宴。由于较早的预计到液晶电视的放量增长，公司先行进行了产品结构的调整，目前液晶电视收入占电视业务总收入的比重已在90%以上。此外，公司在液晶电视的市场份额为16.91%，已经连续5年保持行业领先。

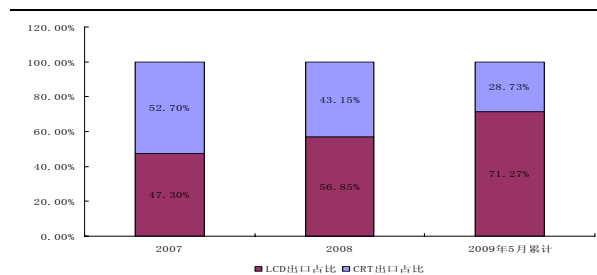
年初以来“家电下乡”全国推广也成为了液晶电视增长的催化剂，公司通过“平板下乡”启动了三、四级平板市场，根据商务部的统计数据，上半年公司下乡产品销售额占有率达到21.12%，处于行业第一。下半年“家电下乡”效果将延续，同时“以旧换新”试点正式实施，彩电行业作为普及率最大的子行业，市场表现将更加突出。

图2：彩电行业内销格局变化



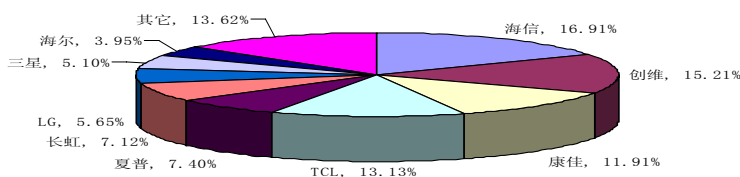
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图3：彩电行业出口格局变化



资料来源：产业在线、国都证券研究所

图4：09年1-5月液晶电视市场分布格局



资料来源：中怡康、国都证券研究所

5. 模组投产成本效应显现，增发强化优势

公司始终坚持“技术立企”的战略，注重领先产品的开发与设计，不断增加在液晶模组、LED背光源等方面的技术投入。继公司07年推出国内第一条液晶模组生产线以来，康佳、TCL等国内厂商也纷纷加快了向上游的推广，这在今年液晶电视放量增长的背景下变得更加迫切。目前公司3条模组生产线均已投产，生产良率在99%以上，在保证公司上游资源供应、实现技术和产品差异化、降低整机制造成本上已经发挥了较好的效果，且公司的可控成本也上升至60%以上。

6月份，针对市场对液晶电视的旺盛需求，为了增加模组的自供能力，加大成本控制力度，公司提出了定向增发方案，拟将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和平板电视生产配套（贴片机、注塑机）项目，新增了500万片的模组产能，为公司强化领先优势奠定了基础。

表3：国内彩电上市公司液晶模组开发情况

企业名称	产品规格	年产量	生产线（含计划）	项目进度
海信	42 寸以下	预计年底达到 650 万片	10 条	一期、二期已经完成量产，09 年三期在建
康佳	32 寸	720 万片	8 条	09 年 3 月项目开始启动
TCL	40 寸、46 寸、32 寸	233 万片	7 条	第二条生产线 4 月进入量产，剩余的 5 条液晶模组生产线将于 2009 年第三季度前投产

资料来源：公司资料、国都证券研究所

表4：增发募投项目情况

单位：亿元

序号	项目名称	投资总额	年平均税后利润	项目内容	实现产能
1	液晶电视模组与整机一体化设计制造及配套建设项目	12.45	2.08	建设 5 条液晶模组一体生产线、五条 LED 背光一体生产线	年产 500 万台模组
2	平板电视生产	2.86	0.35	购置 7 条高速贴片	年产 36.83 亿

配套(贴片机、
注塑机)项目

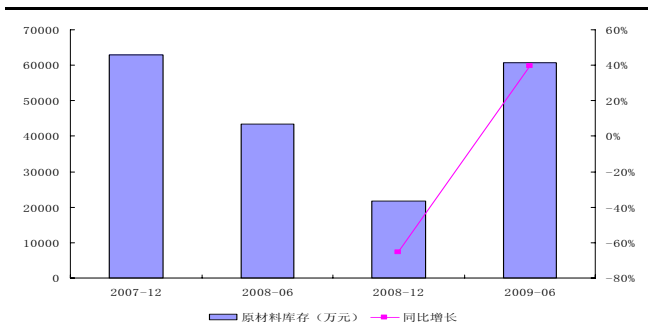
线、5条中速贴片线, 片贴片, 单色
购置单双色注塑机 机壳 514.8 万
共 22 台 件, 双色机壳
99.84 万件

资料来源: 公司资料、国都证券研究所

6. 公司受面板短缺的影响相对较小

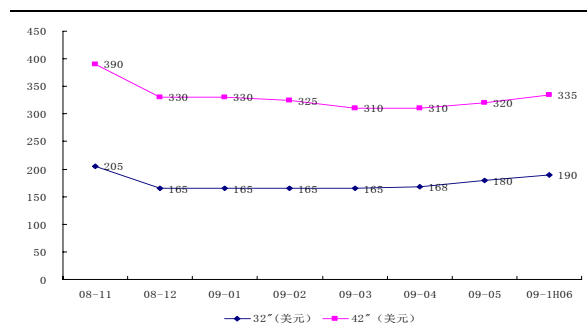
上半年, 由于上游面板厂商减产限产, 液晶面板出现供不应求的现象, 面板价格也开始上升, 面板的缺失直接影响了国内彩电厂商的终端出货, 内销增长出现放缓。由于公司介入上游较早, 对面板的供求情况反应更快, 在年初就对面板等关键原材料备货充分, 保证了市场销售的稳定供应, 目前公司原材料库存依然充足, 为下半年的销售创造了条件, 并且随着面板厂商生产的恢复, 面板短缺的问题将逐渐缓解, 彩电行业销售增长将不受原材料的制约。

图5: 08年以来公司原材料库存情况



资料来源: 公司报告、国都证券研究所

图6: 32寸和42寸液晶面板价格月度走势



资料来源: Displaysearch、国都证券研究所

7. 投资建议

鉴于公司中期业绩超出预期, 我们上调公司09、10年的每股收益至0.68元和0.88元, 考虑到下半年行业面板问题逐步缓解, “家电下乡”效果延续以及“以旧换新”开始正式实施, 公司有望保持高增长, 同时增发投入的模组将进一步降低公司成本, 给予公司“短期-推荐, 长期A”的评级。

表1: 海信电器盈利预测

科目 (单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	14,839	13,407	16077	18950
营业收入	14,839	13,407	16077	18950
营业收入增长率	7.70%	-9.65%	19.92%	17.87%
二、营业总成本	14,670	13,202	15718	18468
营业成本	12,457	11,026	12937	15208
营业成本增长率	5.50%	-11.49%	17.33%	17.56%
毛利率	16.05%	17.76%	19.53%	19.75%
营业税金及附加	44	54	64	74
销售费用	1,733	1,710	2,219	2,615
管理费用	291	314	383	455
财务费用	52	68	19	21
期间费用率	13.99%	15.61%	16.30%	16.31%
资产减值损失	94	30	96	85
三、其他经营收益				
投资净收益	0	0	0	0
四、营业利润	217	205	360	492
加: 营业外收入	79	79	95	95
减: 营业外支出	6	15	19	19
五、利润总额	290	269	436	568
减: 所得税	78	58	91	119
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0
六、净利润	212	211	344	449
净利润率	1.43%	1.58%	2.14%	2.37%
减: 少数股东损益	8	-14	10	12
归属于母公司所有者的净利润	204	225	335	436
七、每股收益:				
稀释每股收益(元)	0.41	0.46	0.68	0.88

资料来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。