

家用电器

2009年9月6日



公司研究

调研简报

维持评级：短期—推荐，长期—A

海信电器（600060）：面板短期压力有限，持续受益平板放量

核心观点

2009年9月1日，我们实地调研了海信电器，并与公司董秘夏峰先生、证券事务主管王东波女士就公司的生产经营情况和市场热点问题进行了交流。

1. 面板短期压力有限，4季度可能缓解。面板企业下半年已经可以盈利，复产的动力逐渐恢复，预计面板短缺供应问题将在今年4季度缓解。公司凭借着较强的议价能力可获得业内最好的供货保障，且7月份原材料储备达到峰值，面板供应压力较小，但面板价格上升对公司毛利率产生一定影响。

2. 股权激励后续计划仍会推进。今年推出的股权激励方案的行权条件较高，给管理层带来一定挑战，授予股票数量占股本比例偏低略显激励力度不足，但公司可能会在明年推进股权激励的后续计划。

3. 二季度出口加速回暖，国际化战略稳健。公司二季度出口环比增加217%，主要是部分地区销售出现好转，均价有所上升。经济危机虽然给公司的国际化带来不利影响，但外资品牌流失的部分客户已被公司争取到，未来也将稳步推进自有品牌建设。

4. 模组投产拉低成本，自制率达到30%。公司已拥有3条液晶模组生产线，产量150万片，自制率30%，增发募投项目中的2条新增模组生产线有望在年末投产，另外3条模组生产线将在明年投产，而5条LED背光生产线则争取在2010年之前完成。自制模组比外购模组成本上节约10%，整机成本下降5%-6%，预计明年公司新增模组逐渐量产，自制比率不断提升，成本效应对毛利率的贡献将更加显著。

5. 充分享受平板放量，LED电视引领潮流。08年开始进入液晶电视加速替代CRT电视的时代，今年下半年以旧换新政策出台和农村彩电最高限价取消有可能会强化这一趋势。公司率先调整产品结构，可充分享受平板放量的盛宴。此外，公司十分看好LED电视的发展前景，未来销售规模不断提高，体现了公司“技术立企”的经营原则。

6. 专业电视业务成长空间广阔。专业电视领域竞争偏弱，费用低，公司凭借强大的品牌、技术优势可在项目竞标中占据主动，也可获得更多的合作伙伴。目前海信在移动电视、酒店电视、车载电视和广告电视等领域均具备较大的影响力。

投资建议与估值：预计公司09、10年EPS分别为0.68元和0.88元，对应PE值为18倍和14倍，给予“短期—推荐，长期A”的评级。

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（中期）	0.34 元
每股净资产	6.35 元
净资产收益率（中期）	10.97%

国都证券研究所

联系人：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

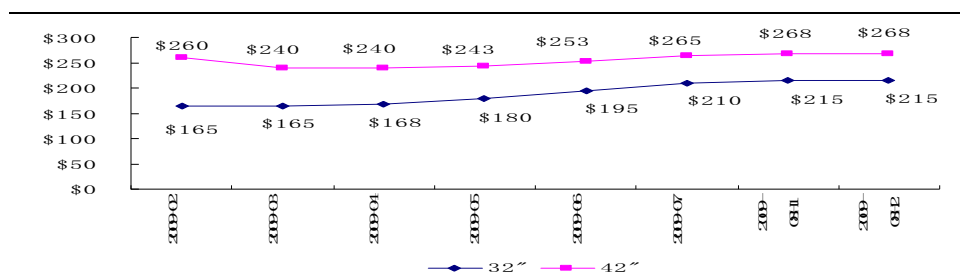
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1. 面板短期压力有限，4季度可能缓解

技术上的缺失和液晶面板生产线巨大的资金投入使得国内彩电厂商长期受制于台湾、日韩等外资面板企业。08 年上半年液晶面板供大于求，价格开始下滑，下半年面板各产业链出现亏损，同时经济危机的加剧降低了面板厂商对市场需求预期，主要供应商开始限产减产并清理库存，而 09 年上半年面板厂商观望情绪浓厚，再加上玻璃基板等关键元器件供应紧张，面板出现供不应求，价格逐渐攀升。

公司认为，面板企业下半年已经可以盈利，复产的动力逐渐恢复，况且玻璃基板的主要供应商美国康宁也上调了出货计划，预计面板供应问题将在今年 4 季度逐步解决。公司目前主要向奇美、三星、LG 和日立四家面板企业进行平均采购，已经确定了全年的合作目标，凭借着较强的议价能力也能够获得业内最好的供货保障。公司通常根据对市场的判断提前储备原材料，去年年底低价购入的面板上半年已经用完，但 7 月份原材料库存仍达到峰值，因此短期内公司面板供应压力较小。此外，公司上半年使用的面板成本偏低，而下半年面板价格上升将对公司的毛利率产生一定负面影响，调整产品结构、加快模组建设是维持毛利率稳定的主要手段。

图1：09年初以来主流液晶面板价格走势



资料来源：DISPLAYSEARCH、国都证券研究所

2. 股权激励后续计划仍会推进

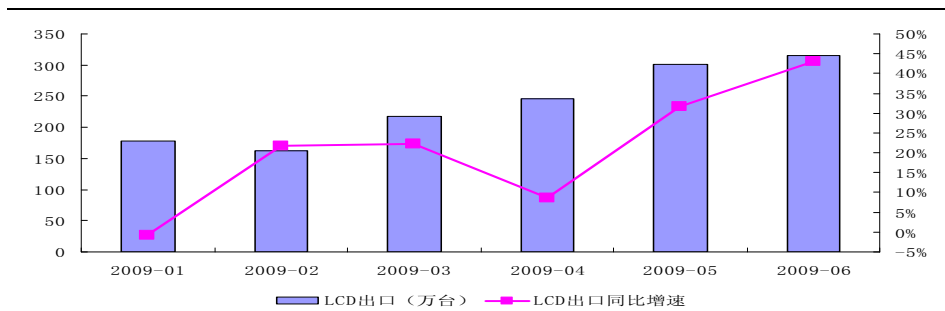
公司表示，今年推出的股权激励方案的行权条件（未来5年净利润年均增长不低于14%，加权平均ROE不低于8%）较高，给公司的管理层带来了一定的挑战，而授予股票数量仅占公司总股本的1%，主要是依据国资委出台的《国有控股上市公司（境内）实施股权激励试行办法》的规定，即上市公司首次实施股权激励计划授予的股权数量原则上应控制在上市公司股本总额的1%以内，因此激励的力度略显不足，但公司可能会在明年推进股权激励的后续计划，逐步扩大激励的效果。

3. 二季度出口加速回暖，国际化战略稳健

公司彩电出口1季度明显下滑，2季度环比增长达到217%，主要是澳洲和美洲的销售出现好转，平均单价提高，同时公司也加大了海外市场的推广力度，今年5月份LED电视开始出口俄罗斯，预计下半年出口回暖的趋势有望延续。近几年公

司始终重视国际化战略，08年本应是加快出口步伐的一年，但经济危机造成外需下滑带来了不利影响，值得庆幸的是，由于外资品牌受到的冲击更大，流失的部分客户已在今年被公司争取到。此外，公司目前的出口中有50%是自有品牌，主要集中在澳大利亚、非洲和以色列等地，未来的自有品牌拓展将充分考虑品牌与地区的复合性，一步步稳健推进国际化进程。

图2：09年上半年液晶电视出口情况



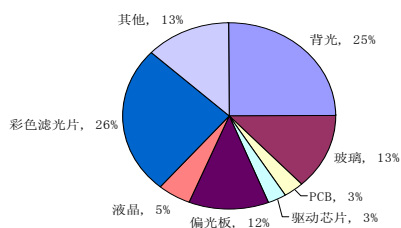
资料来源：产业在线、国都证券研究所

4. 模组投产拉低成本，自制率达到30%

公司是国内第一家向上游模组拓展的彩电企业，目前已拥有3条液晶模组生产线（2007年一条，2008年两条），产量为150万片，生产良率可达99%，基本处于满产状态，上半年产量为70万片左右，模组自制率为30%。前期公司又推出了定向增发方案，计划新建5条液晶模组生产线和5条LED背光生产线，增加模组产能500万片，目前模组项目已经开工，由于建设周期较短，公司预计随着增发方案的获批落实，2条新增模组生产线有望在年末投产，产能达到300万片，另外3条模组生产线将在明年投产，而5条LED背光生产线则争取在2010年之前完成。

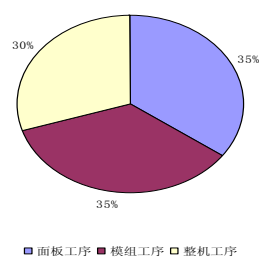
在液晶电视的成本构成中，面板占30%左右，包含面板在内的液晶模组占65%，而自制模组比外购模组成本上节约10%，整机成本下降5%-6%，上半年公司业绩取得高增长就部分源于液晶模组带来的成本降低，我们预计明年公司新增模组逐渐量产，自制比率不断提升，成本效应对毛利率的贡献将更加显著。此外，模组自制也提高了公司应用技术开发的能力，背光源、驱动IC、光增量膜等技术积累为“差异化”战略打下了坚实基础。

图3：液晶模组材料成本基本构成



资料来源：家电网、国都证券研究所

图4：液晶模组生产成本分布



资料来源：国都证券研究所

表 1: 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设施项目	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	平板电视生产配套(贴片机、注塑机)项目	2.86	0.35	购置7条高速贴片线、5条中速贴片线,购置单双色注塑机共22台	年产36.83亿片贴片,单色机壳514.8万件,双色机壳99.84万件

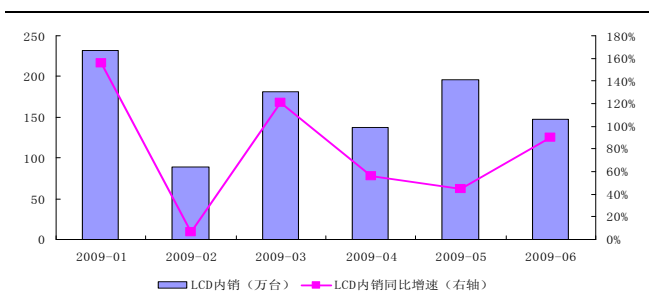
资料来源: 公司资料、国都证券研究所

5. 充分享受平板放量, LED电视引领潮流

08年开始进入液晶电视加速替代CRT电视的时代,需求也逐渐由城镇向乡村转移,今年上半年液晶电视内销月度增速基本保持在40%以上,总销量也超出了业内预期,预计下半年这种替代性趋势有望在以旧换新政策出台和农村彩电最高限价取消后得以强化。公司较早的预见到了这一趋势,率先调整产品结构,目前液晶电视收入占总销售收入的比重在90%左右,上半年销量达到227万台,占总销量的比重也达70%,同时公司对CRT业务资产也计提了充足的减值准备,因此能够充分享受平板放量的盛宴。此外,根据商务部的统计,上半年公司下乡产品销售占有率为21.12%,处于行业第一,但公司表示销售数量多可利润偏低,农民购买液晶电视仍受到尺寸、价格等方面的限制,目前还是以CRT电视为主,限价取消后的效果也有待观察。

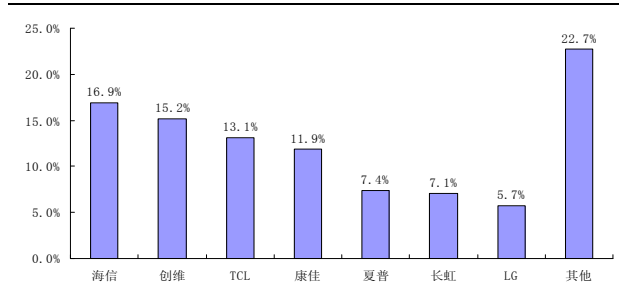
公司于去年8月推出国内第一款LED背光液晶电视,同时也成为了全球第五家生产此类产品的企业,未来十分看好LED电视的发展前景。公司认为,市场存在不同层次的需求,LED电视相对于传统的液晶电视节能效果更好,色彩高清且可实现超薄,2012年左右有可能在销售规模上超过CCFL背光电视,虽然目前LED电视销售占比不到5%,但却是公司自主研发,在技术上与三星、索尼等外资品牌同步的产品,充分体现了公司“技术立企”的经营原则,并提升了差异化竞争力。政策层面,国家前期推出的“电子信息产业振兴规划”和即将推出的节能补贴也为LED产业的发展带来契机。

图5：09年上半年液晶电视内销情况



资料来源：产业在线、国都证券研究所

图6：09年1-5月液晶电视市场占有率



资料来源：中怡康、国都证券研究所

6. 专业电视业务成长空间广阔

公司也比较重视专业电视（商用电视和移动数字电视）业务的发展，早在03年就成立了海信专业电视事业部进行专门管理，因为专业电视领域竞争偏弱，费用低，属于电视产业中的蓝海，公司凭借强大的品牌、技术优势可在项目竞标中占据主动，也可获得更多的合作伙伴。公司是国内首先推出双国标移动数字电视的厂商，领先其他厂商3-5个月，最先与青岛广电、无锡广电建立合作关系。在酒店电视领域，海信也与多家世界顶级酒店管理集团建立起良好的商务关系，并以产品技术、性价比等优势成功击退众多洋品牌进入到凯宾斯基、香格里拉、阳光假日等五星级以上酒店，针对不同酒店的个性化需求研发出适用于高档星级酒店商务客房使用的内嵌VOD、IPTV、PCTV等电视产品，从而保持海信专业电视在中国酒店行业中的领先地位。此外，海信在车载电视、广告电视、网络多媒体电视等领域也具备较大的影响力。

7. 投资建议与估值

在估值方面，预计公司09、10年EPS分别为0.68元和0.88元，以9月4日收盘价11.97元计算，对应PE值为18倍和14倍，具备一定的估值优势。凭借着强大的品牌和技术优势，公司在液晶电视领域的领先地位稳固，产品结构更加合理，可充分享受产品更新换代趋势带来的盛宴，下半年在以旧换新政策和农村限价取消后产品销售仍可放量，同时增发获批推动模组项目投产进一步降低成本以及后续股权激励计划的推出也值得期待，4季度面板问题也有望缓解，维持公司“短期-推荐，长期A”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				
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				
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				
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。