

2010-02-05
消费电子产品

四川长虹 600839.SH

PDP 电视攻不足，守有余，黑电业务左右公司估值

分析师：赵磊、何伟
021-22169108
hewei@ebsecn.com

◇事件：电话会议

◆业务多元化，黑电业务缺乏盈利能力，少数股东损益过多

公司多元化业务包括彩电、空调、冰箱、数码、电池、芯片、通讯、房地产等。核心业务彩电占收入的 40%，但毛利率不足 17%，不具备盈利能力。公司其他业务盈利能力各有差异：（1）白电业务中，美菱电器的冰箱业务和华意压缩的压缩机业务有较强的盈利能力，但空调业务缺乏盈利能力；（2）数码业务发展迅速，2009 年收入预计 50 亿元，比 2008 年增长 60% 以上，并具有一定盈利能力；（3）手机业务经过前期的高速发展后，2009 年收入趋于稳定，预计在 30 亿元。公司手机定位低端市场和长待机时间，细分市场明确，具有一定的盈利能力；（3）房地产业务立足于开发公司内部存量地产，业务范围包括工业项目、商业项目、商品房项目。根据预售情况以及工程进度，预计 2010 年可确认 10 亿元以上收入。未来，房地产业务将成为公司重要的利润来源。

母公司在盈利能力较强的资产中仅是相对控股，如公司仅以 18.01% 控股美菱电器（冰箱业务），29.92% 控股华意压缩（压缩机业务），45% 控股国虹通讯（手机业务）。少数股东在盈利能力较强的资产中所占比例过大，导致归属母公司净利润严重偏低。以 2008 年和 2009 年前三季度为例，归属于母公司所有者净利润分别仅占净利润的 12% 和 23%。未来，归属于母公司所有者净利润的提高有待黑电业务盈利的提升以及长虹置业（公司以 77.14% 控股）房地产业务利润贡献的增加。

◆ PDP 电视和 LCD 电视并重发展

2009 年，公司平板电视销量预计在 300 万台，其中 PDP 电视销量占 30%，LCD 电视销量占 70%。市场正在淘汰的 CRT 电视占比基本可以忽略。

公司目前对 PDP 电视和 LCD 电视并重发展，不断推进 PDP 面板项目和 LCD 模组项目。（1）2010 年 1 月，虹欧 PDP 一期工程量产，覆盖 42-85 英寸的高清和全高清产品，设计年产能 216 万片/年，产品月综合良品率达到 80% 以上，单日最高产品综合良品率达到 91.21%。通过扩能增量，年末产能将扩大至 300 万片/年。

（2）公司同“友达光电”子公司“景智光电”合资投资 LCD 电视模组项目（公司占 49% 股份，为第二大股东），产能 360 万片/年。这即实现对 LCD 电视产业链上游的渗透，也稳定 LCD 面板的供应。

◆ 估值空间的打开有待黑电盈利能力的改善，乐观假设 2010 年 EPS 可能达到 0.30 元以上

公司目前股价对应市销率(TTM)0.48 X。美菱电器、华意压缩以及国虹通讯收入占公司总收入的 36% 左右，剔除上述子公司少数股东权益影响，公司调整后市销率(TTM)0.65 X。目前，白电板块市销率 1.14X，黑电板块市销率 0.62X。黑电板块中四大权重股，长虹、海信、康佳、TCL 市销率分别为 0.48X，0.93X，0.74X，0.40X，除海信和康佳盈利能力正常外，长虹和 TCL 盈利能力都存在问题，且板块计算中没有剔除少数股东的影响。因此，我们认为黑电板块实际应有的市销率应接近 0.74X（康佳盈利能力行业中等，海信盈利能力较强）。公司作为综合家电企业，业务盈利能力一旦趋于正常，预计可以享受市销率 0.85X 的估值水平（按 7 成黑电收入，3 成白电收入估算），股价有 30% 以上的潜在上涨空间，但前提是公司的业务盈利能力能够趋于行业一般水平。

根据公司业绩预增公告，2009 年 EPS 预计在 0.06 元。目前公司黑电业务并不盈利。我们乐观假设，2010 年公司黑电业务盈利能力提升至行业一般水平（净利润 1%-2%）的情况下，EPS 可达到 0.30 元以上：

（1）我们假设，2010 年公司通过 PDP 面板的规模化生产、良品率提高至 90% 以上，以及 LCD 电视模组的投产，能够实现黑电业务盈利能力的正常化，预计黑电业务净利润率可达 1.5%。预计，2010 年平板电视销量可达 400 万台（公司目前平板电视市场份额 7%，2010 年平板电视市场规模预计在 3500-3800 万台，考虑少部分出口业务，公司平板电视销量达到 400 万台是大概率事件），按照 5000 元/台的均价（PDP 电视尺寸较大，会拉高均价）推测，能够贡献 3 亿元的利润，贡献每股收益 0.16 元。

（2）公司房地产收入将在 2010 年被确认，预计贡献每股收益 0.10 元

(3) 其他业务如无重大变化可贡献每股收益 0.06 元。

乐观假设下, 公司 2010 年 EPS 可能达到 0.34 元, 但核心还在于公司黑电业务盈利能力提升的可能性, 特别是 PDP 项目的盈利情况。

◆PDP 电视攻不足, 守有余

目前, PDP 电视在平板电视中销量占有率不足 5%, 市场上坚持销售 PDP 电视的有松下、长虹、三星、海信为数不多的企业。

目前, 性能上, PDP 电视以及 LCD 电视 (CCFL 背光) 经过不断的技术改善, 双方过去在能耗、使用寿命、视角等性能上强调的差异已经大为缩小, 其差异对消费者的实际使用影响微小; 价格上, LCD 电视价格的快速下跌导致等离子电视在大尺寸平板电视上的价格优势不复存在。

图表 1: PDP 电视同 LCD 电视性能、价格差异已经不大

性能	比较																
1.能耗	目前，市场上销售的同尺寸 PDP 电视额定功率比 LCD 电视高 30-40%。以 42 寸平板电视为例，LCD 电视额定功率在 200-280W 之间，PDP 电视额定功率在 280-380W 之间。 但在使用中，PDP 电视是动态功耗，实际功耗一般在最大功率的 50%-100%区间浮动变化；而 LCD 电视功耗基本比较恒定。在实际使用中，PDP 电视实际功耗相比 LCD 电视略高 5-10%，差异不明显。																
2.分辨率	目前，市场上 42 寸 PDP 电视分辨率 1024*768，低于 LCD 电视分辨率 1920 x 1080P。但 42 寸以上 PDP 电视同 LCD 电视分辨率都能达到 1920 x 1080P 的全高清标准，大尺寸平板电视分辨率没有明显的优劣。																
3.使用寿命	目前，等离子电视使用寿命 4-6 万小时，LCD 电视使用寿命 6 万小时。按照每天 8 小时使用时间计算，上述两种平板电视使用寿命在 15-20 年，差异不对消费者产生实际影响。																
4.响应时间	目前，LCD 电视响应时间在 4-8 毫秒，遇到快速画面会产生拖尾现象。200Hz/240Hz 倍频技术等新技术的出现能改善拖尾现象，但难以根除。PDP 电视响应速度高达 2－3 微秒，与传统 CRT 的 1－3 微秒基本持平，超出了人眼可以辨识的范围，完全可以忽略不计。																
5.色彩	目前，PDP 电视色彩数最高可达到 5490 亿色，LCD 技术色彩最高可做到 10.7 亿色。但上述差别是人眼无法区别的。																
6.亮度	LCD 电视的亮度优于 PDP 电视。																
7.对比度	PDP 电视的对比度优于 LCD 电视，图像更有质感。																
8.视角	PDP 电视不存在可视角度的问题，但目前 LCD 电视视角基本上都能达到 170 度以上，实际使用中两者不存在差异。																
9.灼伤	PDP 电视长时间播放静止图像可能会出现灼伤现象，目前 PDP 电视发展出清屏技术、像素移动技术减轻灼伤现象。实际上，灼伤现象对消费者实际使用影响并不大。CRT 电视也存在灼伤现象，但在使用中并没有造成明显的问题。																
10.价格	随着液晶电视价格的快速下滑，我们调查市场发现过去大尺寸等离子电视所具有的价格优势已经不存在。 2010 年 1 月，京东网上电视售价																
	<table><tr><td>PDP 电视</td><td>价格区间</td><td>LCD 电视</td><td>价格区间</td></tr><tr><td>长虹 42 寸</td><td>5,000-5,500</td><td>长虹 42 寸</td><td>4,500-8,000</td></tr><tr><td>长虹 50 寸</td><td>5,400-7,000</td><td>长虹 52 寸</td><td>7,000</td></tr><tr><td>三星 58 寸</td><td>24,000</td><td>夏普 60 寸</td><td>20,000</td></tr></table>	PDP 电视	价格区间	LCD 电视	价格区间	长虹 42 寸	5,000-5,500	长虹 42 寸	4,500-8,000	长虹 50 寸	5,400-7,000	长虹 52 寸	7,000	三星 58 寸	24,000	夏普 60 寸	20,000
PDP 电视	价格区间	LCD 电视	价格区间														
长虹 42 寸	5,000-5,500	长虹 42 寸	4,500-8,000														
长虹 50 寸	5,400-7,000	长虹 52 寸	7,000														
三星 58 寸	24,000	夏普 60 寸	20,000														

资料来源: 光大证券

从发展趋势看, LED 背光电视超薄机身和节能特点相比 PDP 电视有明显优势, 但目前价格尚高, 还不能完全淘汰 PDP 电视。

我们认为 PDP 电视在未来的 1-2 年内大幅度提高市场份额是小概率事件。目前, LCD 电视已成为市场主流, PDP 电视基本上不可能在性能上全面超越 LCD 电视。未来 1-2 年, PDP 电视要迅速提高市场份额, 除非能够在成本上有 20% 以上的优势, 而短期公司能否做到这一点我们还不得而知。

但我们也认为, PDP 电视维持目前 5% 这样一个细分市场的市场份额是大概率事件。由于显示原理的不同, PDP 电视在色彩、层次感、响应时间方面具有先天的优势。这些优势虽然是需要仔细的观察方能察觉, 但是市场上总有一小部分发烧友特别注重彩电的上述性能, 会坚定不移的选择 PDP 电视。

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件行业分析师。

何伟，上海交通大学，管理学硕士，理学学士，中国注册会计师。2006 年起先后就职于毕马威华振会计师事务所、安永华明会计师事务所从事审计业务。2009 年加入光大证券研究所，现主要从事家电行业研究。

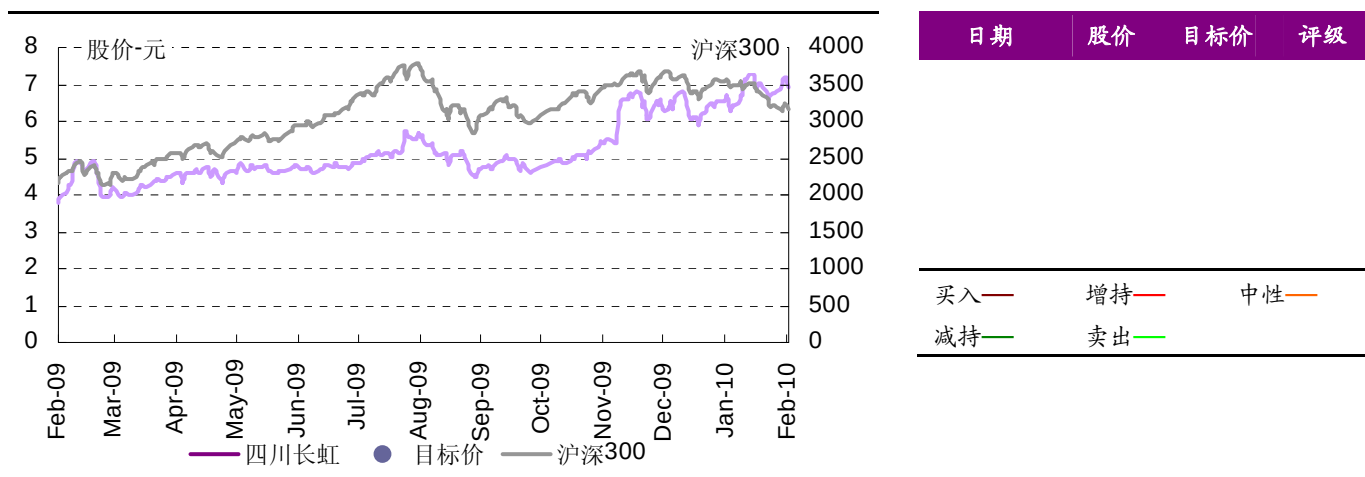
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

四川长虹（600839）

分析师：何伟



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。