

2010-03-07

消费电子产品

四川长虹 600839.SH



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

首次

增持

当前价格	7.10 元
目标价格	8.20 元
目标期限	6 个月

分析师:

赵磊(执业证书编号: S0930209110229)

联系人: 何伟

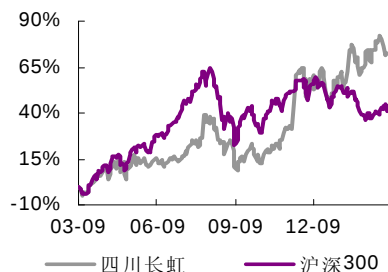
021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,898
总市值(百万元)	13,477
流通比例(%)	99.77%
12 个月最高/最低(元)	7.63/3.88
近 3 月日均成交量(百万股)	39.55
主要股东	四川长虹电 子集团有限 公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.78	23.04	32.32
绝对收益	2.60	12.51	74.88

相关报告:

PDP 电视攻不足, 守有余, 黑电业务左右公司估值

2010-02-05

PDP 项目抑制公司估值

◇ 调研地点: 绵阳

◇ 拜访对象: 四川长虹财务总监、资产管理部部长

◆ 主业弱, 副业强, 彩电业务有待改善

公司目前盈利能力表现出主业弱, 副业强的格局。公司所经营的白电、手机、数码以及房地产业务都具有不错的盈利能力。2009 年白电业务是主要的利润来源, 未来房地产业务将成为公司重要的利润来源。

收入占公司 40% 以上的彩电业务盈利能力差强人意。公司彩电业务毛利率处于行业较低水平, 市场份额也相对较小。但我们预期随着配套液晶模组的投产以及互联网电视的普及, 公司彩电业务盈利能力在 2010 年应有所改善。

◆ PDP 电视市场前景并不乐观

2009 年中国 PDP 电视市场规模出现下滑, 在平板电视市场销量中占比萎缩至 5%。我们认为, PDP 电视同液晶电视相比性能互有优劣, 未来能够维持一个稳定的细分市场, 市场格局处于“攻不足, 守有余”的状态。

◆ 公司 PDP 项目二年内恐难实现盈利

如果 PDP 电视市场规模无法实现爆发式增长, 公司 PDP 项目二年内恐难实现盈利。目前, PDP 电视市场剔除松下之后的规模仅 130 万台, 不足以支撑公司 PDP 项目产能充分利用, 达到盈亏平衡点。而我们认为 PDP 电视市场前景并不乐观, 在不出现重大技术改进的前提下, 未来难以实现爆发性增长。

◆ 估值优势不明显, 首次给予“增持”评级

综合考虑公司白电资产和黑电资产的比例, 我们认为假设公司业务盈利能力能够趋于行业一般水平的情况下公司市销率被低估 30%。但由于我们对公司 PDP 面板项目并不乐观, 预计市销率仅被低估 15%。我们推测公司 2010 年 EPS 可达 0.28 元, 黑电板块可给予 30 倍 PE 的较高估值。综合考虑我们认为公司目标价格 8.20 元, 首次给予“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	23,047	27,930	31,966	38,574	44,602
营业收入增长率	21.99%	21.19%	14.45%	20.67%	15.63%
净利润(百万元)	337	31	122	531	626
净利润增长率	47.14%	-90.77%	292.97%	334.29%	17.81%
EPS(元)	0.18	0.02	0.06	0.28	0.33
ROE(归属母公司) (摊薄)	3.62%	0.35%	1.35%	5.55%	6.14%
P/E	40	433	110	25	22
P/B	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	33	18	19	12	11

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

- (1) 公司历史报表证实，公司虚增收入 50 亿元的指控不对公司经营产生重大影响。
- (2) 公司彩电整机业务盈利能力提高。
- (3) 公司等离子面板项目 2012 年开始不再亏损。

我们区别于市场的观点

目前，市场的悲观看法认为公司 PDP 面板项目失败是大概率事件，而市场的乐观看法认为公司市销率被显著低估，股价估值有优势。相比于市场的悲观看法，虽然我们认为公司 PDP 面板项目二年内恐难盈利，但公司彩电整机业务能够改善盈利。相比于市场的乐观看法，我们认为公司 PDP 面板短期无法盈利是限制公司估值的主要因素，公司市销率估值短期应低于行业平均水平。

股价上涨的催化因素

未来六个月，以下事件可能成为公司股价上涨催化剂：1、PDP 电视销量在平板电视中的占比有明显提高；2、公司彩电销售市场占比有明显提高。

估值和目标价格

综合考虑公司白电资产和黑电资产的比例，我们认为假设公司业务盈利能力能够趋于行业一般水平的情况下公司市销率被低估 30%。但由于我们对公司 PDP 面板项目并不乐观，预计市销率仅被低估 15%。我们推测公司 2010 年 EPS 可达 0.28 元，黑电板块可给予 30 倍 PE 的较高估值。综合考虑我们认为公司目标价格 8.20 元，首次给予“增持”评级。

投资风险

- (1) 公司历史上虚增收入 50 亿元的指控被证实，对公司经营产生重大负面影响。
- (2) PDP 电视无法跟上平板电视发展，市场规模持续萎缩，产品被边缘化。

主业弱，副业强

公司目前的盈利能力表现出主业弱，副业强的格局。公司所经营的白电业务、手机业务、数码业务以及房地产业务都具有不错的盈利能力。但营业收入占比在 40% 以上的彩电业务由于 PDP 面板项目的拖累，盈利能力差强人意。

2009 年，公司控股的美菱电器和华意压缩都有很好的表现，白电业务成为公司主要的盈利来源。美菱电器和华意压缩贡献的利润在 9000 万元左右，增厚每股收益预计在 0.05 元。

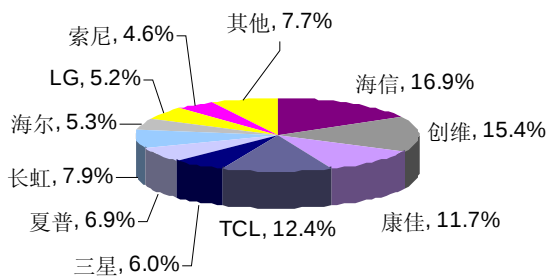
未来，公司房地产业务将成为重要的利润来源。公司房地产业务立足于开发公司内部存量地产，业务范围包括工业项目、商业项目、商品房项目。公司目前的土地储备可供房地产开发 4-5 年。根据 2009 年房地产预销情况，预计 2010 年房地产业务能够确认收入 10 亿元以上，可贡献公司每股收益 0.10 元。

我们认为，公司未来的估值主要取决于公司彩电业务特别是 PDP 面板项目的盈利能力。

彩电整机业务盈利能力当能改善

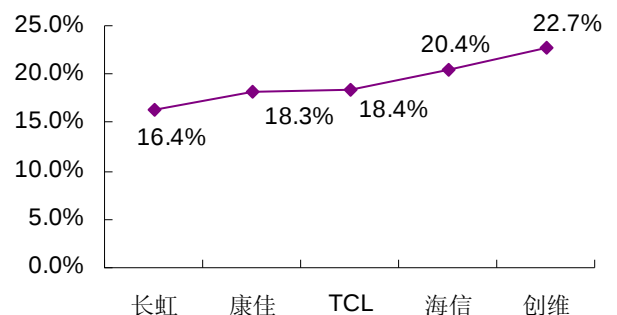
目前，公司的彩电业务表现并不理想，市场占比相对较小，盈利能力相对较弱。2009 年，彩电企业之间的竞争力拉开明显差距。海信、创维迅速成长为有明显优势的一线品牌。而公司退而成为二线品牌，液晶电视城市市场零售量占比仅 7.9%。比较盈利能力，公司彩电业务毛利率处于行业较低水平，仅 16.4%。我们推测目前公司彩电业务基本无法盈利，特别是家电连锁渠道销售的产品，公司议价能力处于明显的劣势。目前，家电连锁渠道销量占公司平板电视整体销量的 25%。

图表 1： 2009 年液晶电视城市零售量市场份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图表 2： 2009 年上半年彩电业务毛利率比较



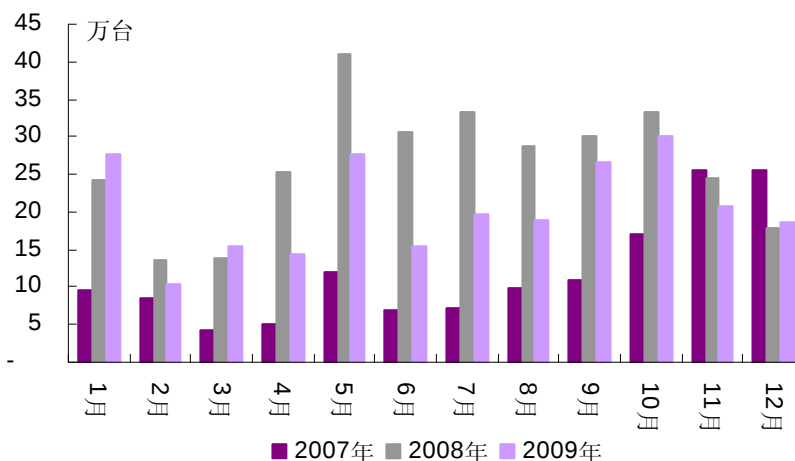
资料来源：公司报表，光大证券研究所

但我们预期 2010 年公司彩电整机业务的盈利能力能够改善，主要基于以下原因：（1）公司与友达合资的液晶电视模组厂去年 10 月前已投产，模组厂年产能 360 万片，位于绵阳。模组就地配套能够降低液晶电视制造成本。（2）2009 年，公司 PDP 面板依赖外购。虹欧 PDP 面板量产能够降低 PDP 电视成本。（3）互联网电视成为标配，通过产品的升级换代带动盈利能力的提升。

PDP 电视市场前途未卜

2009 年中国 PDP 电视内销外销合计 246 万台，同比下降 22%。市场规模的下降主要是由于出口销量大幅下降 50% 引起。国内市场也并不乐观，在平板电视爆发性增长的情况下，PDP 电视国内销量同比下降 4%。

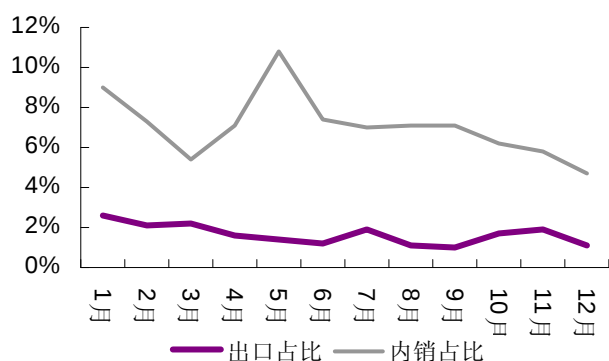
图表 3：PDP 电视销量月度推移



资料来源：产业在线，光大证券研究所

2009 年，PDP 电视占平板电视市场份额持续下滑，目前仅为 5%。我们认为 PDP 电视目前在平板电视市场是“攻不足，守有余”，即 PDP 电视可以凭借其显示效果上同液晶电视的差异维持一个细分市场；反之，在缺乏重大技术突破的情况下，PDP 电视难以提高在平板电视中的市场占比。

图表 4：2009 年平板电视中 PDP 电视销量占比



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图表 5：2009 年 12 月长虹 PDP 电视销量占比

	百货商店	超市	连锁卖场	传统家电卖场
松下	54%	29%	52%	47%
长虹	26%	29%	37%	33%

资料来源：国家信息中心，光大证券研究所

目前 PDP 电视市场龙头松下销量占比在 50% 以上，而公司销量占比在 35%。对于一个市场规模本不大的市场而言，35% 的市场占有率还无法消化公司的 PDP 面板项目产能。

PDP 面板项目二年内恐难盈利

目前公司 PDP 模组综合良品率达到 85%，最高可达 95%。国际上日韩企业良品率可达 92%，公司还有改进的空间。公司目前 PDP 虹欧一期工程达到预期的 216 万片/年设计产能(按 42 寸计算)，通过技改 2010 年底可达到 300 万片/年产能。公司规划，通过投资虹欧二期到 2012 年 PDP 面板达到 600 万片/年的产能。

虹欧 2010 年显然无法实现盈利。公司目标是虹欧 2010 年实现经营现金流为正。目前，虹欧全年折旧在 3.6 亿元左右。按照良品率 90%以上，全年实现 70 万片销售推测，可抵消折旧 1.6 亿元。我们推测，PDP 面板项目实现盈亏平衡需要年产 200 万片以上，即产能充分利用。

公司 PDP 面板将面向市场供应。剔除松下 PDP 电视市场，PDP 电视市场规模仅 130 万台。未来如果不能实现 PDP 电视市场的爆发性增长，两年内 PDP 电视市场规模不足以支撑公司 PDP 面板项目实现盈利。

我们对于公司 PDP 项目最乐观的期待是希望其在 PDP 面板发光效率上实现突破性的技术进步。这样既能导致面板成本的显著下降，也使得推出超薄 PDP 电视成为可能，如此或许能够实现 PDP 电视市场爆发性增长。

首次给予“增持”评级

2010 年年初以来，公司股价最高累计涨幅达到 16%，股价最高点在 7.63 元。此后市场传言公司历史上虚增销售收入 50 亿元，形成利空，股价有所下跌。但从市场表现看，该传言并未形成市场的重大恐慌，下跌幅度有限。

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 1.16X，黑电板块市销率 0.60X。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，0.91X，0.78X，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 0.78X(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。

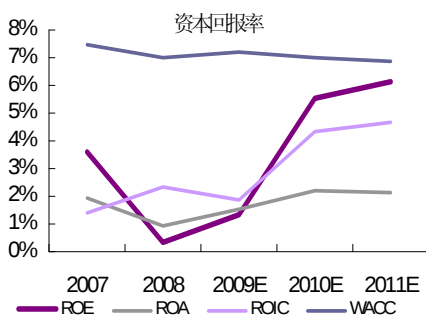
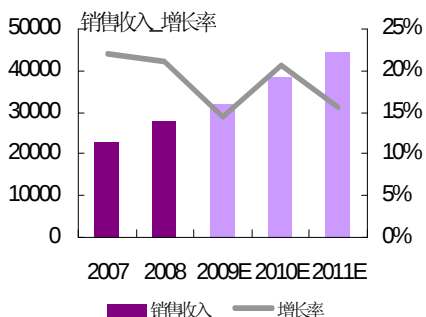
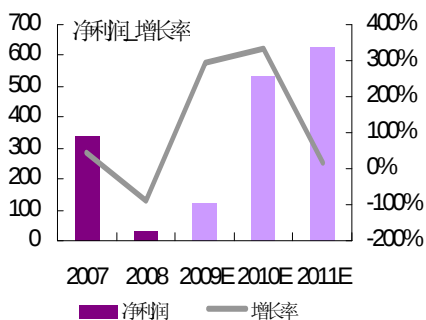
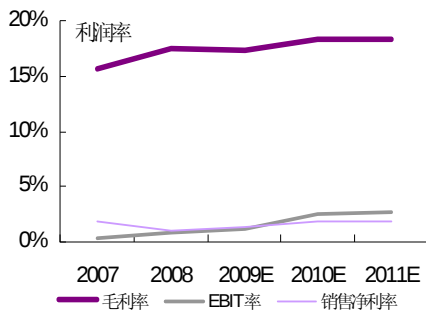
图表 6：可比公司一直预期与估值

	公司名称	总市值	股价	市净率	EPS			市盈率			09 年-11 年	PEG
		(百万 元)	(元)	(元)	08A	09E	10E	08A	09E	10E	净利润 CAGR	
000100.SZ	TCL	16,241	5.53	3.27	0.17	0.12	0.21	32	45	26	32%	1.42
600839.SH	四川长虹	13,477	7.10	1.41	0.02	0.06	0.28	444	118	25	117%	1.01
600060.SH	海信电器	15,045	26.04	3.48	0.39	0.74	1.10	67	35	24	24%	1.44
000016.SZ	深康佳 A	9,511	7.90	2.49	0.21	0.16	0.30	38	48	27	52%	0.93
600637.SH	广电信息	4,983	7.03	4.98	-1.40	-1.65	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
002052.SZ	同洲电子	4,876	14.28	3.86	0.32	0.32	0.42	45	45	34	30%	1.49
600870.SH	*ST 夏华	1,242	3.35	n.a.	-2.72	0.71	n.a	n.a	5	n.a	n.a	n.a
600234.SH	ST 天龙	1,011	6.99	n.a.	-0.21	-0.20	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

由于我们对公司 PDP 项目的前景并不乐观，因此推测公司股价潜在上涨空间在 15% 左右，目标价可达 8.2 元。2010 年公司 EPS 预计在 0.28 元，黑电板块给予 30 倍的较高 PE 估值，推测目标价可达 8.4 元。综合考虑，我们给予公司首次“增持”评级，目标价 8.2 元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	23,047	27,930	31,966	38,574	44,602
营业成本	19,455	23,047	26,458	31,523	36,418
折旧和摊销	281	631	570	631	682
营业税费	35	96	110	133	154
销售费用	2,276	2,986	3,516	4,243	4,906
管理费用	853	1,148	1,391	1,620	1,873
财务费用	196	174	60	103	191
公允价值变动损益	124	-65	0	0	0
投资收益	241	117	150	0	0
营业利润	427	290	480	872	994
利润总额	506	291	520	872	994
少数股东损益	105	232	320	210	170
归属母公司净利润	336.98	31.12	122.28	531.04	625.60

资产负债表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
总资产	23,057	28,725	29,459	33,622	37,451
流动资产	15,703	17,084	18,720	22,914	26,825
货币资金	1,987	5,230	4,795	5,786	6,690
交易型金融资产	100	97	0	0	0
应收账款	2,259	2,533	3,772	5,015	6,155
应收票据	3,920	2,061	2,557	3,086	3,568
其他应收款	397	489	422	436	449
存货	6,587	6,008	6,346	7,612	8,836
可供出售投资	0	166	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,351	490	490	490	490
固定资产	2,672	3,502	4,457	5,139	5,611
无形资产	2,364	2,747	2,610	2,479	2,355
总负债	12,301	16,104	16,464	19,886	22,919
无息负债	9,271	9,925	11,689	13,759	15,747
有息负债	3,029	6,179	4,774	6,127	7,172
股东权益	10,756	12,621	12,995	13,736	14,531
股本	1,898	1,898	1,898	1,898	1,898
公积金	6,786	6,548	6,614	6,726	6,845
未分配利润	616	566	527	947	1,453
少数股东权益	1,458	3,635	3,955	4,165	4,335

现金流量表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-415	3,565	890	342	650
净利润	337	31	122	531	626
折旧摊销	281	631	570	631	682
净营运资金增加	573	-1,664	951	2,125	1,923
其他	-1,607	4,567	-752	-2,945	-2,580
投资活动产生现金流	-990	-1,611	208	-600	-600
净资本支出	-2,458	-2,978	510	600	600
长期投资变化	1,351	490	0	0	0
其他资产变化	116	877	-302	-1,200	-1,200
融资活动现金流	1,015	197	-1,533	1,249	854
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	601	3,150	-1,405	1,353	1,045
无息负债变化	4,302	653	1,765	2,070	1,988
净现金流	-391	2,152	-435	991	904

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.99%	21.19%	14.45%	20.67%	15.63%
净利润增长率	47.14%	-90.77%	292.97%	334.29%	17.81%
EBITDA 增长率	-156.52%	153.24%	-8.00%	67.31%	16.28%
EBIT 增长率	-75.43%	282.49%	-5.27%	149.88%	21.60%
估值指标					
PE	40	433	110	25	22
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	33	18	19	12	11
EV/EBIT	70	45	47	20	17
EV/NOPLAT	95	49	57	23	21
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	15.59%	17.49%	17.23%	18.28%	18.35%
EBITDA 率	1.49%	3.11%	3.00%	4.16%	4.19%
EBIT 率	0.27%	0.85%	1.22%	2.53%	2.66%
税前净利润率	2.19%	1.04%	1.63%	2.26%	2.23%
税后净利润率 (归属母公司)	1.46%	0.11%	0.38%	1.38%	1.40%
ROA	1.92%	0.91%	1.50%	2.20%	2.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.62%	0.35%	1.35%	5.55%	6.14%
经营性 ROIC	1.41%	2.32%	1.84%	4.36%	4.65%
偿债能力					
流动比率	1.33	1.15	1.22	1.22	1.23
速动比率	77.24%	74.38%	80.82%	81.69%	82.65%
归属母公司权益/有息债务	3.07	1.45	1.89	1.56	1.42
有形资产/有息债务	6.72	4.13	5.59	5.06	4.87
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.18	0.02	0.06	0.28	0.33
每股红利	0.08	0.05	0.00	0.00	0.13
每股经营现金流	-0.22	1.88	0.47	0.18	0.34
每股自由现金流(FCFF)	1.78	3.02	-0.25	-0.62	-0.42
每股净资产	4.90	4.73	4.76	5.04	5.37
每股销售收入	12.14	14.71	16.84	20.32	23.50

资料来源：光大证券、上市公司

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。

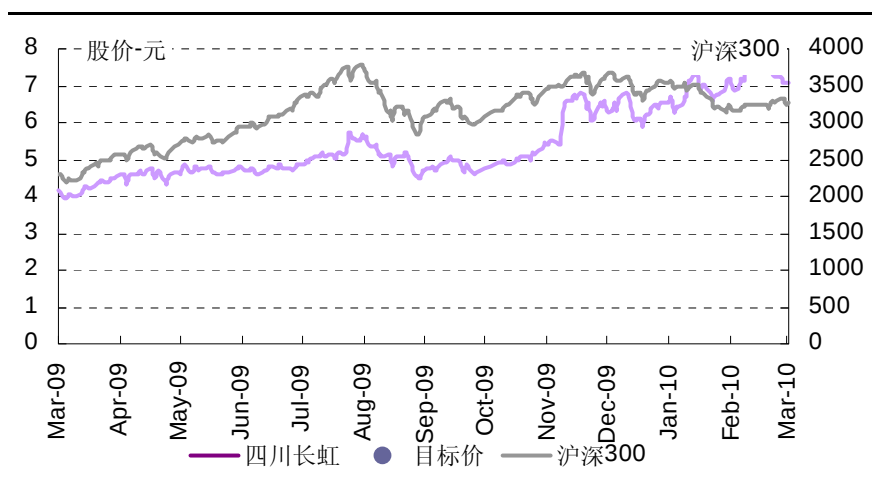
分析师声明

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：赵磊、何伟



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

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)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
银行/信托				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.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相一致的投资决策。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。