



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年3月29日

家电

研究部

黄文倩

联系人

huangwq@cicc.com.cn

郭海燕

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010008

guohy@cicc.com.cn

推荐

海信电器(600060.CH)

盈利略超预期, 利润率持续提升

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	13,407	18,407	23,799	28,549	32,837
(+/-%)	-9.6%	37.3%	29.3%	20.0%	15.0%
营业利润	205	469	643	861	1,065
(+/-%)	-6.2%	128.7%	37.1%	33.9%	23.7%
净利润	225	498	620	758	900
(+/-%)	10.8%	121.5%	24.4%	22.3%	18.7%
全面摊薄每股收益(元)	0.39	0.86	1.07	1.31	1.56
市盈率	65.3	29.5	23.7	19.4	16.3
市净率	4.8	2.9	2.6	2.4	2.1
股价/经营现金	67.6	40.3	34.7	20.0	24.3
EV/EBITDA	25.1	15.3	12.9	11.0	9.2
净资产收益率	7.6%	10.2%	11.4%	12.4%	13.0%
投入资本回报率	7.1%	9.8%	11.0%	12.0%	12.6%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%

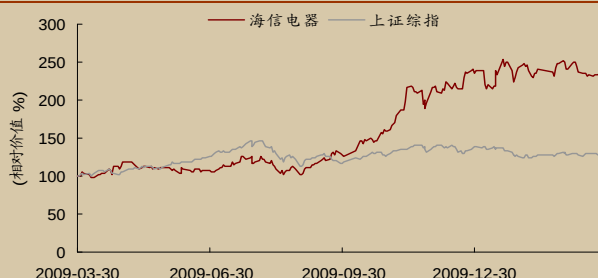
股票信息

	A股
股票代码	600060 CH Equity
当前股价(人民币)	25.44
日成交量(百万股)	3.64
52周最高价/最低价(人民币)	28.49/10.51
总市值(百万人民币)	14,698.41
发行股数(百万股)	578
其中: 流通股(百万股)	259
主要股东(持股比例)	海信集团(48.4%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
海信电器	0.5	-5.6	-1.8	-1.4
上证综指	-0.3	0.3	-4.7	-6.6
家电行业指数	1.0	1.7	5.7	2.5

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

全年盈利略超我们预测 7%:

公司 4Q 实现净利润 1.89 亿 (YoY122%), 营业收入 54 亿 (YoY57%)。2009 全年公司实现净利润 4.98 亿元, 同比增长 121%, 略超我们预测 7%; 实现营业收入 180 亿, 同比增长 37%, 略低于预期 3%; 净利润率 2.7%。

正面:

- 4Q 净利润率持续提升, 净利润率达 3.5%。但财务结构上, 由于出口大幅回升, 4Q 毛利率和销售费用率环比、同比均有下滑。
- 4Q 营业收入同比增长 57%, 同比增速高于 3Q。海信 LCD 彩电内销市场份额上升至第一, 全年市场份额达 20%, 其中 LED 背光新品市场份额领先。
- 出口逆市增长。全年同比增长 13%, 其中 2H2009 同比增长 23%。从 2010 年出口关联交易计划来看, 出口还将持续高速增长。

负面:

- 全年实现经营性现金流 3.64 亿, 同比增长低于净利润增长, 主要是年底春节备货, 库存增加占用资金。

发展趋势:

我们维持 2010 年 LCD 彩电行业内销量增长 51%, 达 3800 万台的预测。3 月起提高限价的家电下乡产品逐步铺货, 三四级市场 LCD 彩电需求向好有望维持国产品牌较高的市场份额和利润率。

2010 年彩电出口有望持续 20%+ 的增长, 其中 LCD 彩电同比增长有望超过 50%。

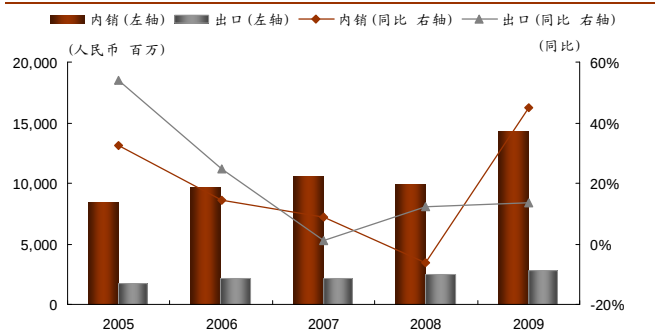
盈利预测调整:

我们维持原有行业预测, 仅小幅调整公司 2010-2012 年的每股收益至 1.07 元、1.31 元和 1.56 元, 2010-2011 年略微上调 3% 和 2%。

估值与建议:

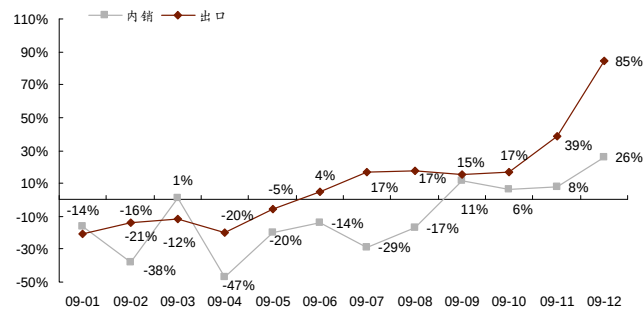
目前公司交易在 2010 年 24x 市盈率, 与历史平均估值相当, 基于行业的持续增长和公司龙头地位稳固, 我们维持“推荐”评级。但 3-4 月是彩电行业的销售淡季, 短期缺乏股价动力, 有待 5 月节庆销售和 6 月依旧换新扩展区域, 进一步印证行业趋势。

图表 1：海信电器营业收入拆分



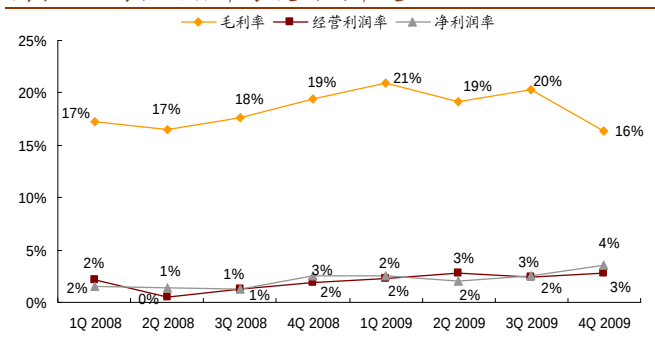
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：彩电内销和出口单月增速



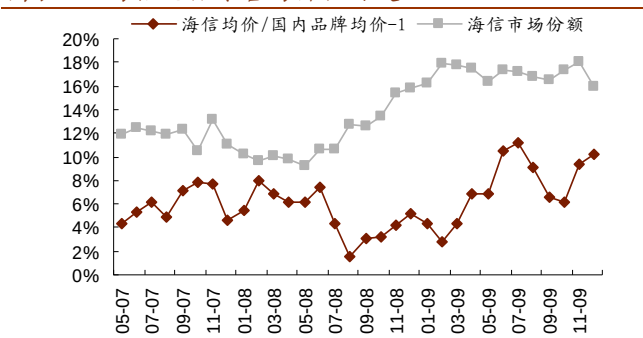
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 2：海信电器单季度利润率变化



资料来源：公司资料，中金公司研究部

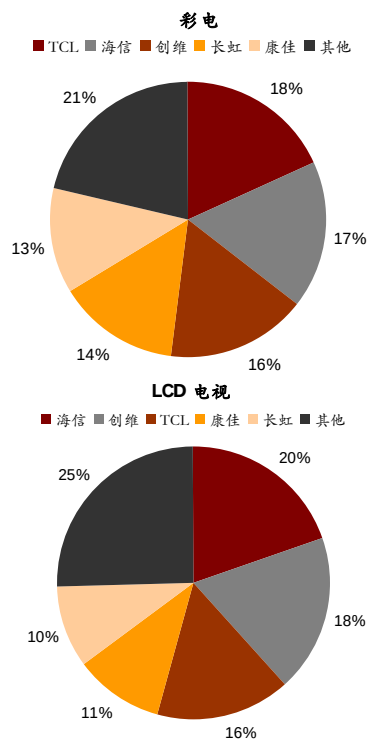
图表 5：海信电器零售均价相对变化



资料来源：中怡康，中金公司研究部

注：中怡康主要统计一二级市场的销售。

图表 3：彩电内销量市场份额 (2009)



资料来源：DisplaySearch，中金公司研究部

图表 6: 4Q 及全年业绩分析

(人民币百万元)	季度数据						中金评论
	1-3Q08	4Q08	2008	1-3Q09	4Q09	2009	
营业总收入	10002	3406	13407	13049	5357	18407	4Q营业收入同比增长57%，同比增速高于3Q。
营业收入	10002	3406	13407	13049	5357	18407	全年营业收入符合预期。
YoY	0%	-30%	-10%	30%	57%	37%	
营业总成本	-9862	-3340	-13202	-12728	-5214	-17942	
其中 营业成本	-8280	-2746	-11026	-10425	-4480	-14905	
销售费用	-1273	-438	-1711	-1883	-629	-2511	
管理费用	-236	-78	-314	-291	-75	-366	
财务费用	-37	-31	-68	-26	-8	-34	
其他经营收益	1	0	0	0	4	4	
营业利润	140	65	205	322	147	469	
YoY	36%	-42%	-6%	130%	-2%	129%	
营业外利润	59	4	64	63	82	145	其中非流动性资产处置收入0.47亿，政府补贴1.1亿。
利润总额	199	70	269	385	229	614	
YoY	26%	-34%	-8%	93%	35%	128%	
所得税	-57	-1	-58	-74	-39	-112	
少数股东损益	-3	17	14	-2	-1	-4	
净利润	140	85	225	309	189	498	全年利润略超预期7%。
YoY	18%	1%	11%	121%	122%	121%	
全面摊薄每股收益 (元)	0.24	0.15	0.39	0.53	0.33	0.86	
财务比率							
毛利率	17.2%	19.4%	17.8%	20.1%	16.4%	19.0%	4Q毛利率和销售费用率环比、同比均有下滑，与出口大幅回升有关。
销售费用率	12.7%	12.9%	12.8%	14.4%	11.7%	13.6%	
管理费用率	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	1.4%	2.0%	
财务费用率	0.4%	0.9%	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	
营业利润率	1.4%	1.9%	1.5%	2.5%	2.7%	2.5%	
剔除其他经营收益	1.4%	1.9%	1.5%	2.5%	2.7%	2.5%	
有效税率	28.4%	1.7%	21.4%	19.1%	16.9%	18.3%	4Q净利润率环比、同比均有大幅提升，达到3.5%。
净利润率	1.4%	2.5%	1.7%	2.4%	3.5%	2.7%	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7：主要假设和盈利预测调整

(人民币百万元)	调整前			调整后			
	2009E	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	18906	23101	27318	18407	23799	28549	32837
营业收入	18906	23101	27318	18407	23799	28549	32837
YoY	41.0%	22.2%	18.3%	37.3%	29.3%	20.0%	15.0%
营业总成本	-18375	-22384	-26395	-17942	-23156	-27688	-31772
其中 营业成本	-15068	-18329	-21628	-14905	-19206	-22990	-26407
销售费用	-2741	-3419	-4043	-2511	-3247	-3895	-4480
管理费用	-417	-502	-578	-366	-503	-587	-652
财务费用	-48	-23	-17	-34	-59	-62	-66
其他经营收益	0	0	0	4	0	0	0
营业利润	531	716	924	469	643	861	1065
YoY	159%	35%	29%	129%	37%	34%	24%
营业外利润	50	40	30	145	100	70	40
利润总额	581	756	954	614	743	931	1105
YoY	116%	30%	26%	128%	21%	25%	19%
所得税	-93	-121	-172	-112	-119	-168	-199
少数股东损益	-24	-31	-38	-4	-5	-6	-7
净利润	464	604	744	498	620	758	900
YoY	106.4%	30.1%	23.1%	121.5%	24.4%	22.3%	18.7%
每股收益	0.80	1.05	1.29	0.86	1.07	1.31	1.56
调整幅度				7%	3%	2%	
财务比率							
毛利率	20.3%	20.7%	20.8%	19.0%	19.3%	19.5%	19.6%
销售费用率	14.5%	14.8%	14.8%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
管理费用率	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%
财务费用率	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润率	2.8%	3.1%	3.4%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%
剔除其他经营收益	2.8%	3.1%	3.4%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%
有效税率	16.0%	16.0%	18.0%	18.3%	16.0%	18.0%	18.0%
净利润率	2.5%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 8: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
损益表					
营业总收入	13,407	18,407	23,799	28,549	32,837
(+/-%)	-10%	37%	29%	20%	15%
营业总成本	-13,202	-17,942	-23,156	-27,688	-31,772
营业成本	-11,026	-14,905	-19,206	-22,990	-26,407
销售费用	-1,711	-2,511	-3,247	-3,895	-4,480
管理费用	-314	-366	-503	-587	-652
财务费用	-68	-34	-59	-62	-66
其他经营收益	0	4	0	0	0
营业利润	205	469	643	861	1,065
少数股东损益	14	-4	-5	-6	-7
净利润	225	498	620	758	900
(+/-%)	11%	121%	24%	22%	19%
现金流量表					
经营活动现金流	217	365	423	735	604
投资活动现金流	-98	-284	-103	-53	-53
融资活动现金流	-62	1,436	-145	-149	-153
货币资金增加额	57	1,517	175	533	398
资产负债表					
总资产	5,914	10,343	12,253	14,247	16,065
流动资产	4,763	8,885	10,857	12,888	14,740
货币资金	676	2,198	2,373	2,907	3,305
应收帐款	516	634	689	670	771
存货	1,193	2,396	3,067	3,641	4,142
非流动资产	1,151	1,458	1,396	1,358	1,325
长期股权投资	6	120	120	120	120
固定资产	910	1,008	1,032	1,011	981
总负债	2,837	5,312	6,685	8,001	9,000
流动负债	2,741	5,247	6,620	7,936	8,935
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	1,789	3,389	4,577	5,731	6,582
预收帐款	462	431	557	668	768
长期负债	97	65	65	65	65
股东权益	3,076	5,031	5,569	6,246	7,065
实收股本	494	578	578	578	578
少数股东权益	117	124	129	134	141
财务指标					
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转天数	47	59	67	64	62
应收款项周转天数	78	85	83	81	81
应付款项周转天数	72	92	96	100	100
营业周期	53	52	54	45	43
毛利率	17.8%	19.0%	19.3%	19.5%	19.6%
营业利润率	1.5%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%
净利润率	1.7%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%
总资产报酬率	3.8%	4.8%	5.1%	5.3%	5.6%
净资产收益率	7.6%	10.2%	11.4%	12.4%	13.0%
投入资本回报率	7.1%	9.8%	11.0%	12.0%	12.6%
资产负债率	48.0%	51.4%	54.6%	56.2%	56.0%
基本每股收益	0.39	0.86	1.07	1.31	1.56
基本每股净资产	5.32	8.71	9.64	10.81	12.23
基本每股经营现金流	0.30	0.38	0.63	0.73	1.27
市盈率	65.3	29.5	23.7	19.4	16.3
市净率	4.8	2.9	2.6	2.4	2.1
股价/经营现金	67.6	40.3	34.7	20.0	24.3

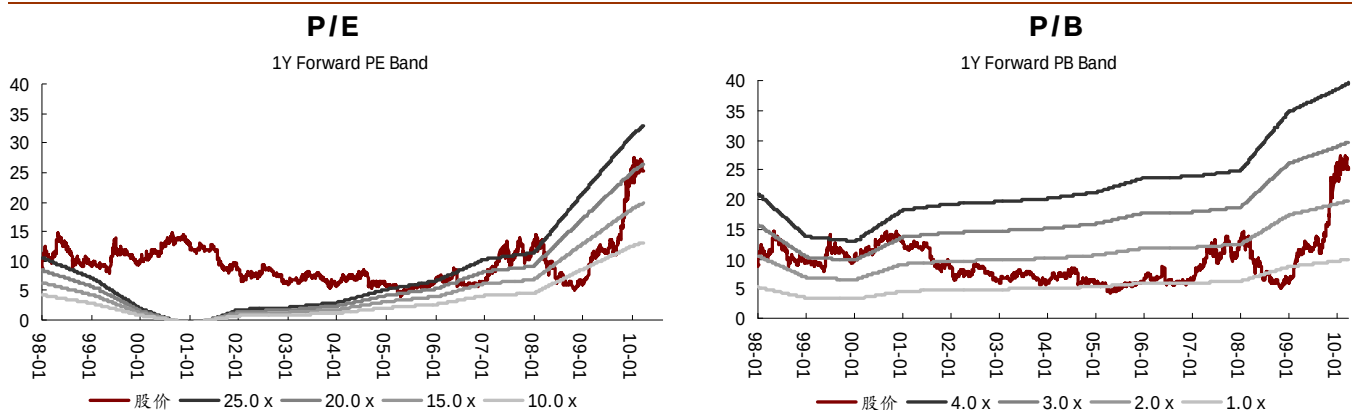
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 9：可比公司估值

子行业分类	代码	公司	股价	总市值 (百万元)	净利润(百万元)						每股收益			市盈率			09年底-11年底 净利润CAGR	PEG	
					2009E	YoY	2010E	YoY	2011E	YoY	2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E			
家电																			
A股	白电	000527.CH	美的电器	22.03	45,826	1,892	84.5%	2,310	22.1%	2,639	14.3%	0.91	1.11	1.27	24.2	19.8	17.4	18.1%	1.10
		000651.CH	格力电器	27.59	51,830	2,626	33.5%	3,152	20.0%	3,453	9.5%	1.40	1.68	1.84	19.7	16.4	15.0	14.7%	1.12
		600690.CH	青岛海尔	21.11	28,256	1,124	46.4%	1,500	33.4%	1,819	21.3%	0.84	1.12	1.36	25.1	18.8	15.5	27.2%	0.69
		600983.CH	合肥三洋	26.4	8,791	207	79.8%	299	44.7%	389	30.2%	0.62	0.90	1.17	42.5	29.4	22.6	37.3%	0.79
		000418.CH	小天鹅A	16.82	7,353	222	454.9%	337	51.6%	416	23.4%	0.62	0.94	1.17	27.0	17.8	14.4	36.8%	0.48
		000521.CH	美菱电器	11.27	3,974	301	1000.1%	194	-35.6%	222	14.2%	1.00	0.65	0.74	11.2	17.5	15.3	-14.2%	-1.23
		600336.CH	澳柯玛	7.97	2,718	32	144.7%	62	95.8%	74	17.7%	0.09	0.18	0.22	85.2	43.5	37.0	51.8%	0.84
		000921.CH	ST科龙	8.26	5,772	117	195.7%	149	27.3%	159	6.7%	0.22	0.28	0.30	37.5	29.5	27.7	16.5%	1.79
		A股平均													34.1	24.1	20.6		
	黑电	000100.CH	TCL集团	5.38	15,801	470	-6.1%	562	19.4%	621	10.6%	0.11	0.13	0.14	49.5	41.4	37.5	14.9%	2.77
		600839.CH	四川长虹	6.67	12,661	129	314.6%	206	59.3%	278	35.0%	0.07	0.11	0.15	98.1	61.6	45.6	46.7%	1.32
		000016.CH	深康佳	7.98	7,751	186	-25.9%	315	69.3%	375	19.2%	0.15	0.26	0.31	51.7	30.5	25.6	42.0%	0.73
		600060.CH	海信电器	25.44	14,698	498	121.4%	620	24.4%	758	22.3%	0.86	1.07	1.31	29.5	23.7	19.4	23.4%	1.01
	A股平均													57.2	39.3	32.0			
	小家电	002242.CH	九阳股份	26.78	13,585	610	13.3%	825	35.3%	992	20.2%	1.20	1.63	1.96	22.3	16.5	13.7	27.6%	0.60
		002032.CH	苏泊尔	20.81	9,240	309	30.4%	395	27.8%	484	22.5%	0.70	0.89	1.09	29.9	23.4	19.1	25.2%	0.93
		002035.CH	华帝股份	12.55	2,156	54	579.5%	79	47.2%	106	34.1%	0.31	0.46	0.62	40.1	27.3	20.3	40.5%	0.67
		000533.CH	万家乐	12.33	8,518	193	194.4%	228	17.9%	319	39.9%	0.28	0.33	0.46	44.1	37.4	26.7	28.5%	1.31
		002005.CH	德豪润达	19.19	6,202	49	178.5%	203	313.3%	570	181.5%	0.15	0.63	1.76	126.6	30.6	10.9	241.1%	0.13
		002260.CH	伊立浦	10.66	1,663	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		A股平均													34.1	26.1	20.0		
H股	白电	1169.HK	海尔电器	5.78	11,714	420	176.2%	686	63.1%	1,018	48.5%	0.21	0.34	0.51	27.4	16.8	11.3	55.6%	0.30
		0921.HK	海信科龙	3.4	6,563	101	143.6%	127	25.0%	n.a.	n.a.	0.22	0.28	n.a.	15.4	12.4	n.a.	n.a.	n.a.
		0449.HK	志高控股	6.9	3,525	315	231.3%	366	16.3%	393	7.4%	0.71	0.83	0.89	9.7	8.3	7.7	11.7%	0.71
		H股平均													17.5	12.5	9.5		
	黑电	0751.HK	创维	9.49	23,972	1,119	143.3%	1,460	30.5%	1,769	21.2%	0.47	0.61	0.74	20.3	15.5	12.8	25.7%	0.60
		1070.HK	TCL多媒体	8.09	8,195	397	248.0%	637	60.8%	925	45.1%	0.39	0.63	0.91	20.7	12.9	8.9	52.7%	0.24
		2618.HK	TCL通讯	3.95	4,263	62	116.1%	193	213.5%	258	33.6%	0.01	0.03	0.04	426.0	135.9	101.7	104.7%	1.30
		H股平均													155.6	54.8	41.1		
美国		WHR.US	Whirlpool	90.01	6,733	328	-21.5%	514	56.6%	505	-1.8%	4.38	6.86	6.74	20.5	13.1	13.3	24.0%	0.55
		UTX.US	United Technology	73.62	69,011	3,829	-18.3%	4,298	12.3%	4,898	14.0%	4.08	4.59	5.23	18.0	16.1	14.1	13.1%	1.23
		GE.US	GE	18.34	195,741	11,025	-36.7%	10,841	-1.7%	12,980	19.7%	1.03	1.02	1.22	17.8	18.1	15.1	8.5%	2.12
欧洲																			
		ELUXB.SS	Electrolux	173	53,446	2,607	612.3%	4,021	54.2%	4,697	16.8%	8.71	13.43	15.69	19.9	12.9	11.0	34.2%	0.38
		ARCLK.TI	Arcelik	6.15	3,831	485	1119.9%	410	-15.6%	421	2.7%	0.78	0.66	0.68	7.9	9.4	9.1	-6.9%	-1.36
		DLG.IM	De'Longhi	3.15	471	32	6.0%	48	47.7%	57	19.8%	0.22	0.32	0.38	14.5	9.8	8.2	33.0%	0.30
		SK.FP	SEB	50.98	2,547	146	-3.8%	192	31.8%	214	11.5%	2.92	3.85	4.29	17.5	13.2	11.9	21.2%	0.62
		PHIA.NA	Philips	24.855	24,159	410	550.5%	1,159	182.8%	1,479	27.5%	0.42	1.19	1.52	58.9	20.8	16.3	89.9%	0.23
		欧洲平均													23.7	13.2	11.3		
日本		6502.JP	Toshiba	479	2,029,811	-45,603	86.7%	91,949	301.6%	144,250	56.9%	-10.76	21.70	34.04	-44.5	22.1	14.1	n.a.	n.a.
		6367.JP	Daikin Industries	3850	1,128,489	18,160	-16.5%	41,941	131.0%	59,500	41.9%	61.95	143.09	202.99	62.1	26.9	19.0	81.0%	6.53
		6752.JP	Panasonic	1414	3,468,618	-118,539	68.7%	115,637	197.6%	158,600	37.2%	-48.32	47.14	64.65	-29.3	30.0	21.9	n.a.	n.a.
		6758.JP	Sony	3545	3,561,096	-38,112	61.5%	108,062	383.5%	178,350	65.0%	-37.94	107.57	177.54	-93.4	33.0	20.0	n.a.	n.a.
		6753.JP	Sharp	1137	1,262,866	6,544	105.2%	53,193	712.9%	72,000	35.4%	5.89	47.89	64.82	193.0	23.7	17.5	231.7%	0.10
		日本平均													17.6	27.1	18.5		
韩国		066570.KS	LG Electronics	117000	16,923,790	2,052,835	376.8%	2,087,162	1.7%	2,214,397	6.1%	14,191.95	14,429.27	15,308.88	8.2	8.1	7.6	3.9%	2.10
		005930.KS	Samsung Electronics	820000	120,785,500	9,649,487	74.6%	13,258,415	37.4%	13,695,000	3.3%	65,509.39	90,010.03	92,973.97	12.5	9.1	8.8	19.1%	0.48
国际平均																			

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 10：历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 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、发表或引用。