

海信电器 (600060.sh)

销售回暖、产品结构优化, 盈利能力改善具有持续性

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030001

1、公司销售逐步回暖, 市场份额有所上升, 承受外资品牌的竞争压力趋缓。公司一季度收入 50 亿, 同比下滑 4.5%, 主要是一二月份下滑明显, 但是三月份同比增长 20%, 四月份也有两成以上的增长。一方面得益于行业有所回暖。更重要的是公司市场份额有所上升, 特别是在高端产品的市场份额上升明显。另外 10 年年初, 外资品牌主动挑起价格战, 但是对份额扩大收效并不明显, 对手应对后市场份额迅速回落, 在此期间全行业盈利负面影响都很大, 综合各方面判断, 未来外资品牌主动实施价格战的可能性不大。

2、因为产品结构高端化, 整体盈利大幅提升, 高盈利水平具有持续性。目前公司 LED 占比约 40%, 3D 电视占比近一成, 因为前期面板价格稳定, LED 价格也迅速下降, 技术进步推动液晶使用量减少, 而 LED 背光产品大幅提升, 综合形成 10Q4, 11Q1 毛利率大幅提升, 单季 EPS 都达到 3 毛。由目前的行业形势和公司竞争实力决定, 公司高盈利水平具有一定的持续性。

3、公司把握行业趋势能力较强, 在重大方向上公司始终判断正确, 领先对手一步。06 年以来坚定发展 LCD, 而没有在 CRT, DLP, PDP 上浪费资源, 07 年积极扩充液晶模组, 09 年主动抢占面板资源, 10 年主推 LED 而未过多着力网络电视。目前公司模组自配近一半, 不断提高产品综合盈利水平了, 也丰富了公司产品线, 有利于抢占市场份额。今年全年 LED 占比有望提升到 70% 以上。对于 3D 电视, 公司认为并不是产业发展方向, 也不会成为市场主流, 公司目前在该领域也有很好的技术储备, 结构占比也高于对手。(公司占 1 成, 行业占 5% 以下)

4、盈利预测与估值。预计公司 2011~2012 年 EPS 为 1.28 元, 1.59 元。维持“买入”评级。维持目标价 21.60 元。

5、风险提示。存在面板价格波动的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,406.55	21,263.70	22562.7	24876.9	28013.8
增长率(%)	37.29%	15.52%	6.11%	10.26%	12.61%
EBITDA(百万元)	747.88	1,151.63	1374.92	1696.63	2049.16
净利润(百万元)	498.23	834.91	1111.43	1385.16	1681.46
增长率(%)	121.47%	67.57%	33.12%	24.63%	21.39%
每股收益(元)	0.862	0.963	1.282	1.593	1.940
市盈率	29.91	11.99	10.91	8.75	7.21
市净率	3.04	1.76	1.78	1.48	1.23
EV/EBITDA	17.16	6.69	6.98	4.91	3.50

数据来源: 青岛海信电器股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	13.99
目标价格(元)	21.60
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.47%	4.40%	2.12%
沪深 300	-5.40%	-1.33%	12.74%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

866.65/866.65

主要股东:

海信集团有限公司

主要股东持股比例

41.36%

财务比率

ROE	14.72%
ROA	9.03%
资产负债率	53.56%
每股净资产(元)	6.55

2010 年报数据

销售回暖，份额出现上升势头

公司销售逐步回暖，市场份额有所上升，承受外资品牌的竞争压力趋缓。公司一季度收入50亿，同比下滑4.5%，主要是一二月份下滑明显，但是三月份同比增长20%，四月份也有两成以上的增长。一方面是得益于行业有所回暖。更重要的是公司市场份额有所上升，特别是在高端产品的市场份额上升明显。另外10年年初，外资品牌主动挑起价格战，但是对份额扩大收效并不明显，对手应对后市场份额迅速回落，在此期间全行业盈利负面影响都很大，综合各方面判断，未来外资品牌主动实施价格战的可能性不大。

产品结构优化，盈利能力改善具有持续性

因为产品结构高端化，整体盈利大幅提升，高盈利水平具有持续性。目前公司LED占比近约40%，3D电视占比近一成，因为前期面板价格明显，LED价格也迅速下降，技术进步推动的LED使用量减少，而LED背光产品大幅提升，综合形成10Q4，11Q1毛利率水平大幅提升，单季度EPS都达到3毛。由目前的行业形势和公司竞争实力决定，公司高盈利水平具有一定的持续性。

表 1：海信电器主要财务指标对比

	2010Q1	FY2010	2011Q1
营业总收入	5,229.68	21,263.70	4,994.09
YoY			-4.50%
营业成本	4,349.68	17,576.16	3,925.91
毛利率	16.83%	17.34%	21.39%
销售费用	573.46	2,260.13	621.69
销售费用率	10.97%	10.63%	12.45%
管理费用	100.89	369.69	117.64
管理费用率	1.93%	1.74%	2.36%
财务费用	35.65	51.77	-1.97
营业利润	159.56	905.53	303.8
YoY			90.40%
利润总额	169.91	979.4	316.87
YoY			86.49%
归属母公司所有者净利润	136.93	834.91	263.54
YoY			92.46%
EPS	0.237	0.963	0.304

数据来源：公司公告

行业趋势把握准确，集中力量攻坚LED

公司把握行业趋势的能力较强，06年以来坚定发展LCD,而没有在CRT,DLP,PDP上浪费资源，07年以来积极扩充液晶模组，09年主动抢占面板资源，10年主推LED没有过多地着力网络电视，在重大方向上公司始终判断正确，领先对手一步。目前公司模组自配近一半，不断提高了产品的综合盈利水平了，也丰富了公司产品线，有利于抢占市场份额。作为中国LED电视标准的制定者，也把持着该领域的领先优势，今年全年LED占比有望提升到70%以上。对于3D电视，公司认为只是一个产品差异化的形式，彩电的产品功能延伸或者说提升，并不是产业发展方向，也不会成为市场主流，公司目前在该领域也有很好的技术储备，结构占比也高于对手（公司占1成，行业占5%以下）。

盈利预测与估值

预计公司2011~2012年EPS为1.28元，1.59元。维持21.60元的目标价，维持“买入”评级。

风险提示

行业存在面板价格波动的风险。

资产负债表

单位：百万元

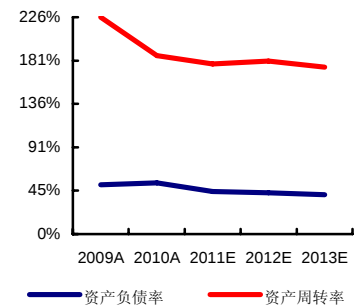
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	8,885	10,904	11,124	13,329	15,755
货币资金	2,198	2,437	2,582	3,846	5,011
应收及预付	4,291	5,923	6,267	6,999	7,956
存货	2,396	2,544	2,274	2,485	2,788
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,458	1,590	1,330	1,281	1,222
长期股权投资	120	135	137	139	141
固定资产	1,008	1,093	1,067	1,032	989
在建工程	21	11	1	-9	-21
无形资产	104	101	93	87	81
其他长期资产	204	250	32	32	32
资产总计	10,343	12,494	12,454	14,610	16,977
流动负债	5,247	6,666	5,511	6,275	6,950
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	5,246	6,665	5,511	6,275	6,950
其他流动负债	1	1	0	0	0
非流动负债	65	26	7	7	7
长期借款	7	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	19	0	0	0
负债合计	5,312	6,692	5,518	6,282	6,956
股本	578	867	867	867	867
资本公积	2,927	2,653	2,653	2,653	2,653
留存收益	1,421	2,170	3,281	4,665	6,348
归属母公司股东权益	4,907	5,673	6,800	8,184	9,867
少数股东权益	124	129	136	144	154
负债和股东权益	10,343	12,494	12,454	14,610	16,977

利润表

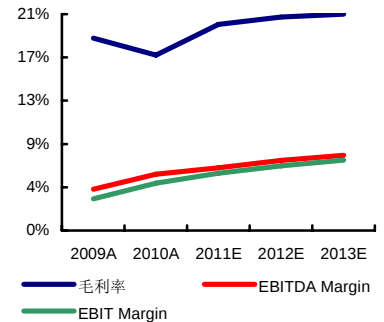
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18407	21264	22185	24461	27544
营业成本	14905	17576	17663	19296	21655
营业税金及附加	51	66	70	75	85
销售费用	2511	2260	2726	2975	3250
管理费用	366	370	473	547	640
财务费用	34	52	0	0	0
资产减值损失	75	53	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	18	11	12	13
营业利润	469	906	1264	1578	1926
营业外收入	170	80			
营业外支出	25	6			
利润总额	614	979	1319	1644	2000
所得税	112	140	202	252	307
净利润	502	839	1117	1392	1693
少数股东损益	4	4	7	8	10
归属母公司净利润	498	835	1111	1384	1683
EBITDA	752	1182	1374	1695	2051
EPS (元)	0.86	0.96	1.28	1.59	1.94

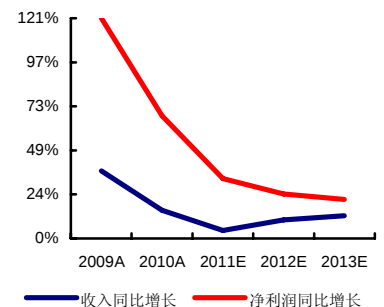
资产负债率趋势



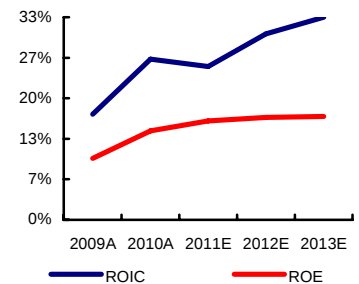
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

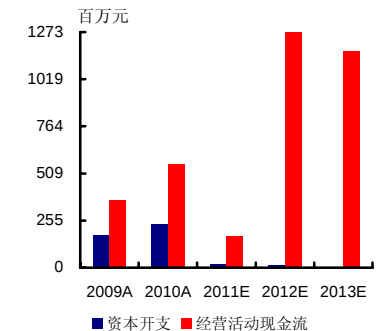
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	365	559	161	1,265	1,158
净利润	502	839	1,117	1,392	1,693
折旧摊销	179	190	121	129	137
营运资金变动	-225	-402	-1,229	-178	-587
其它	-90	-69	152	-78	-86
投资活动现金流	-284	-239	-13	-1	7
资本支出	-174	-238	-21	-11	-3
投资变动	-109	-1	8	11	10
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,441	-82	-4	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-19	0	0
股权融资	1,504	0	0	0	0
其他	-63	-82	16	0	0
现金净增加额	1,523	239	145	1,264	1,165
期初现金余额	676	2,198	2,437	2,582	3,846
期末现金余额	2,198	2,437	2,582	3,846	5,011

主要财务比率

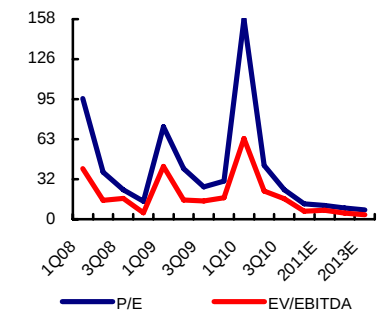
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	37.3%	15.5%	4.3%	10.3%	12.6%
营业利润	128.7%	93.0%	39.6%	24.9%	22.0%
归属于母公司净利润	121.5%	67.6%	33.0%	24.6%	21.6%
获利能力					
毛利率	19.0%	17.3%	20.4%	21.1%	21.4%
净利率	2.7%	3.9%	5.0%	5.7%	6.1%
ROE	10.2%	14.7%	16.3%	16.9%	17.1%
ROIC	17.5%	26.5%	25.3%	30.7%	33.5%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	53.6%	44.3%	43.0%	41.0%
净负债比率	-43.6%	-41.9%	-37.1%	-46.1%	-49.9%
流动比率	1.69	1.64	2.02	2.12	2.27
速动比率	1.23	1.25	1.60	1.72	1.86
营运能力					
总资产周转率	2.26	1.86	1.78	1.81	1.74
应收账款周转率	32.02	29.21	28.08	29.20	27.04
存货周转率	8.31	7.12	7.77	7.77	7.77
每股指标 (元)					
每股收益	0.86	0.96	1.28	1.59	1.94
每股经营现金流	0.63	0.65	0.19	1.46	1.34
每股净资产	8.49	6.55	7.85	9.44	11.39
估值比率					
P/E	29.9	12.0	10.9	8.8	7.2
P/B	3.0	1.8	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	16.9	6.4	6.9	4.9	3.5

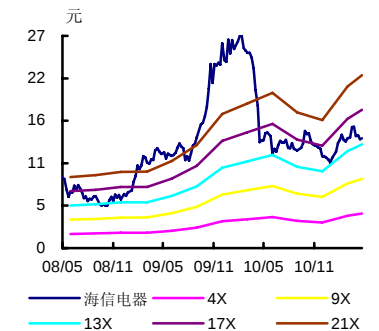
资本支出与经营活动现金流



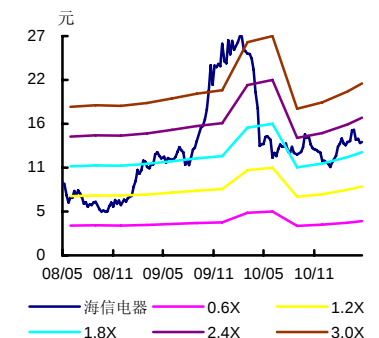
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。

2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-8615。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。