

2011年5月25日

海信电器

巩固黑电龙头地位

A

未有评级

600060.SS - 人民币 13.53

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210030001

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	17	(11)	3	(6)
相对新华富时A50指数(%)	18	(3)	5	(4)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	866.6
流通股(%)	100
流通股市值(港币 百万)	11,526
3个月日均交易额(港币 百万)	215
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
海信集团	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

海信电器主要从事电视机、数字电视广播电视设备和信息网络终端产品的研究、开发、制造与销售, 拥有目前国内最先进的数字电视机生产线, 是我国最大的彩电生产企业之一。公司首家推出环保电视、互动电视、数字环保背投电视等具有国际领先水平的产品, 也是国内最早进入平板电视行业的彩电企业之一, 市场份额处于行业第一。

主要发现

- 2010年, 公司实现营业收入 212.6 亿元, 同比增长 15.5%, 实现净利润 8.35 亿元, 同比增长 67.6%, 实现每股收益 1 元。今年 1 季度, 公司实现营业收入 49.9 亿元, 同比小幅下降 4.5%, 实现净利润 2.6 亿元, 同比增长 92.5%, 实现每股收益 0.3 元。
- 据中怡康统计, 海信电视在一二线城市市占率连续七年国内第一, 其在 LED 电视零售量市场份额接近 19%, 零售量约为 16%。同时作为家电下乡彩电销量市场份额占比第一的公司。
- 我们认为, 在今年电视机行业整体逐步恢复的背景下, 公司电视机销量将好于行业平均增速, 且有望保持自去年四季度以来的较高的盈利水平。预计今年业绩有望实现约 30% 的增长。目前, 公司股价仅相当于约 11 倍 2011 年市盈率, 估值优势明显, 具有较大的上升空间。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	18407	21264	24618	28117	32501
变动(%)	37	16	16	14	16
净利润(人民币 百万)	498	835	1057	1233	1421
全面摊薄每股收益(港币)	0.86	0.96	1.25	1.52	1.8
市盈率	16	14	11	10	8

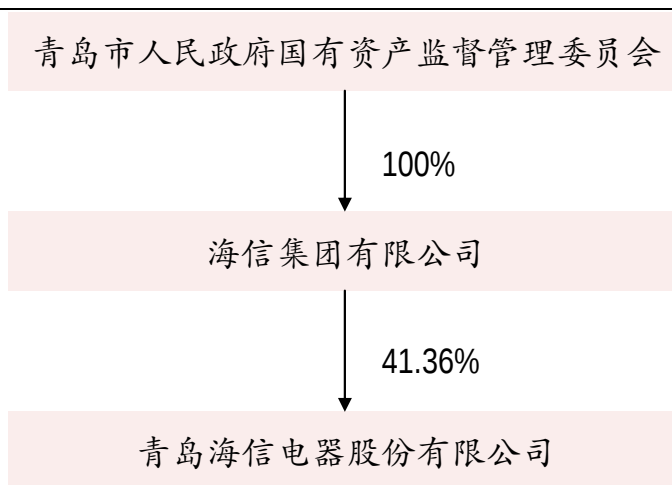
资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

海信电器主要从事电视机、数字电视广播电视设备、冰箱和信息网络终端产品的研究、开发、制造与销售，拥有目前国内最先进的数字电视机生产线，是我国最大的彩电生产企业之一，是海信集团旗下经营规模最大的控股子公司。公司首家推出环保电视、互动电视、数字环保背投电视等具有国际领先水平的产品，也是国内最早进入平板电视行业的彩电企业之一，市场份额处于行业第一。

公司前身是海信集团有限公司所属的青岛海信电器公司。1997年4月22日在上海证券交易所上市，目前公司总股本为866,651,715股，为全流通股份，其中海信集团持有358,451,715股，占公司总股本的41.36%，为公司的第一大股东。青岛市国资委是公司的实际控制人。

图表 2. 股权结构图



资料来源：公司数据

盈利能力逐步提高

2010年，公司实现营业收入212.6亿元，同比增长15.5%，实现净利润8.35亿元，同比增长67.6%，实现每股收益1元。

从10年四季度起，盈利能力得以明显改善。去年四季度毛利率由二季度的13.6%大幅提升至20.8%，高于09年同期水平。净利润率也随之由二季度的2.6%上升至6.4%。四季度费用率相对稳定，盈利能力明显改善的主要原因在于：第一，上半年液晶面板价格较为坚挺，下半年价格出现松动，减少成本压力；第二，公司产品结构持续优化，大尺寸和LED、3D等高毛利产品占比逐步提高；第三，行业竞争环境有所改善，来自外资品牌的价格战趋缓；第四，三四级市场销量增长较快也是盈利能力改善的重要原因。

图表 3. 2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比(%)
营业收入	18,406.55	21,263.70	15.52
营业成本	14,904.57	17,576.16	17.92
营业税金及附加	51.49	65.64	27.48
毛利润	3,450.49	3,621.90	4.97
管理费用	365.56	369.69	1.13
销售费用	2,511.13	2,260.13	(10.00)
经营利润	573.80	992.08	72.90
资产减值	74.88	53.13	(29.05)
财务费用	34.12	51.77	51.73
公允价值变动损益	0	0	-
投资收益	4.3	18.34	326.51
营业外收入	169.65	80.06	(52.81)
营业外支出	24.52	6.18	(74.80)
税前利润	614.23	979.40	59.45
所得税	112.36	140.02	24.62
少数股东损益	3.64	4.48	23.08
归属于母公司的净利润	498.23	834.90	67.57
每股收益(元)	1.01	0.963	(4.65)

资料来源：公司数据

今年1季度，公司实现营业收入49.9亿元，同比小幅下降4.5%，实现净利润2.6亿元，同比增长92.5%，实现每股收益0.3元。

一季度收入略有下降主要由于市场整体需求疲软。利润率则延续了继去年四季度以来的恢复态势，毛利率从去年同期的16.9%提高至21.4%；净利率达到5.3%，较去年同期翻番。管理费用率和销售费用率都略有提高，分别从去年同期的1.9%和11%提高到2.4%和12.4%。

图表 4. 2011 年 1 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年 1 季度	2011 年 1 季度	同比(%)
营业收入	5,229.68	4,994.09	(4.50)
营业成本	4,349.68	3,925.91	(9.74)
营业税金及附加	16.57	28.4	71.39
毛利润	863.43	1,039.78	20.42
管理费用	100.89	117.64	16.60
销售费用	573.46	621.69	8.41
经营利润	189.08	300.45	58.90
资产减值	(6.13)	(1.38)	(77.49)
财务费用	35.65	(1.97)	-
公允价值变动损益	0	0	-
投资收益	0	0	-
营业外收入	10.91	13.39	22.73
营业外支出	0.56	0.32	(42.86)
税前利润	169.91	316.87	86.49
所得税	26.16	47.41	81.23
少数股东损益	6.82	5.92	(13.20)
归属于母公司的净利润	136.93	263.54	92.46
每股收益(元)	0.237	0.304	28.27

资料来源：公司数据

国内电视行业龙头

据中怡康统计，海信电视在一二线城市市占率连续七年国内第一，其在 LED 电视零售量市场份额接近 19%，零售量约为 16%。同时在家电下乡彩电销量市场份额位居市场第一，其在三四级市场销量占比也在稳步提升。公司目标为在提高市场占有率的同时，销售增速快于行业均值。公司正立足于促进行业从价格战向价值战转变。

当前，外资品牌正在努力向三四级市场渗透，同时国美苏宁也在进行渠道下沉。公司从去年起加快三四级市场渗透速度，今年三四级市场增速远好于行业平均增速。如今，外资电视机企业在国内市场的综合竞争力正逐渐降低，在三四级市场的竞争力较国内电视机厂商差距更大，给包括海信在内的国内电视机企业带来了难得的发展机遇。

技术领先

目前，海信电视产能约为 1,600 万台，预计今年产量将接近 1,000 万台，其中 LED 电视超过一半，3D 和智能电视占比也会明显提高。公司从 2005 年开始研发 LED 背光组件的关键技术，获得国家 863 计划的支持，公司已经在 LED 背光技术上取得 50 多项技术专利，其中 3 项为国外专利，在 LED 液晶电视背光模组关键技术上获得突破，同时在整机系统设计、节能技术等方面也具有优势。海信成为国内首家、全球第三家推出采用自主背光技术的 LED 液晶电视的企业，并同步投产了国内首条 LED 液晶背光模组生产线。目前，公司 LED 液晶模组生产线产能已达到 650 万片，自给率约为 50%。

此外，公司对智能电视中的操作系统也在加大研发投入力度，并推出双系统智能电视产品，引领国内市场。

重视海外市场

公司依靠海信集团旗下的青岛海信进出口有限公司进行进出口业务。2010 年海外收入同比增长达 47.1%。占公司总收入约 25%。其中，自有品牌出口占比约 30%，大部分还是以 OEM 方式为主，预计今年海外业务销售额增幅约 50%。公司未来要重点发展自主品牌出口，长远来看，海外市场占比希望能超过国内市场。

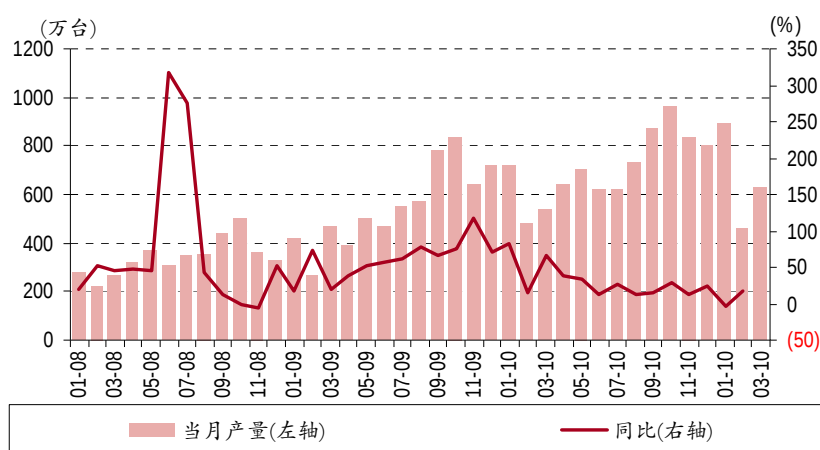
积极开展网络销售

公司从 2010 年起加大网络销售平台建设和开发的投入力度，积极拓展渠道，根据渠道特点规划网络销售产品，去年已基本完成渠道的拓展工作，预计今年将稳步提高市场份额。面对当前国内网络销售市场尚不健全的情况，公司在定价上对于网售单独规划的产品采取随行就市策略，而对于其他线下产品则坚持价格稳定，保证合理毛利空间，避免线上和线下销售产生价格冲突。

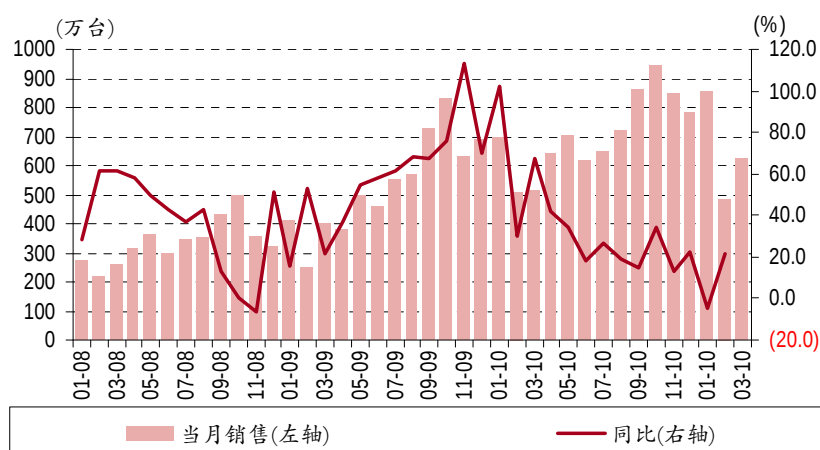
LED 电视提升行业盈利水平

从 2010 年起，LED 电视逐步被市场接受，在对 CRT 和 CCFL 电视替代过程中，LED 电视的毛利率更高。根据 DisplaySearch 的数据，2009 年全球 LED 电视渗透率仅为 2%，2010 年这一数字提高至 21%。LED 电视渗透率不断提高，成为电视市场的主流。据 DisplaySearch 预测，全球 LED 电视渗透率将从 2011 年 1 季度的 36% 提高到 4 季度的 62%，2011 年全年平均渗透率预计为 53%。海信作为国内电视机龙头企业，其 LED 电视销量占比已经超过 50%。

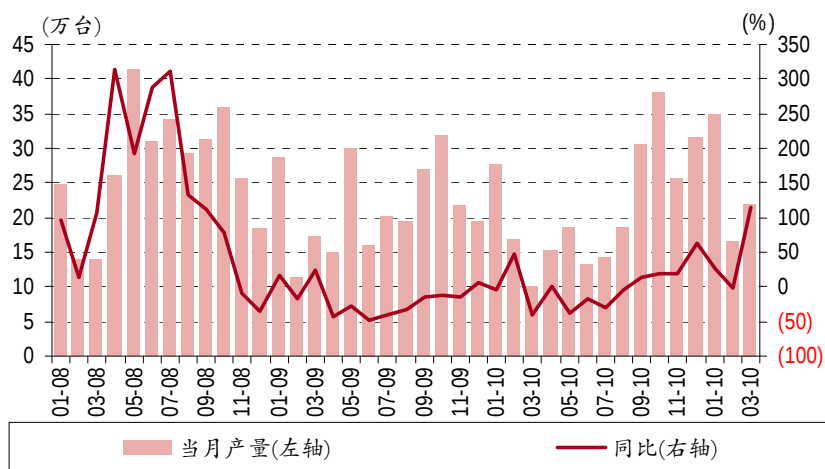
图表 5. LCD 产量



图表 6. LCD 销量

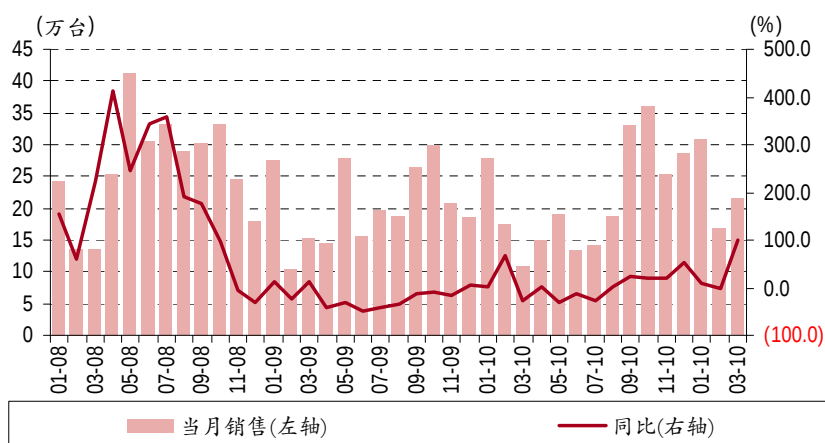


图表 7. PDP 产量



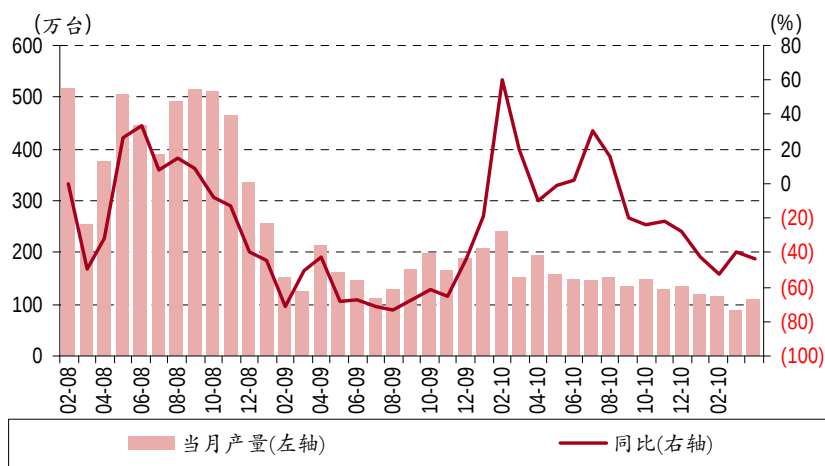
资料来源：公司数据

图表 8. PDP 销量



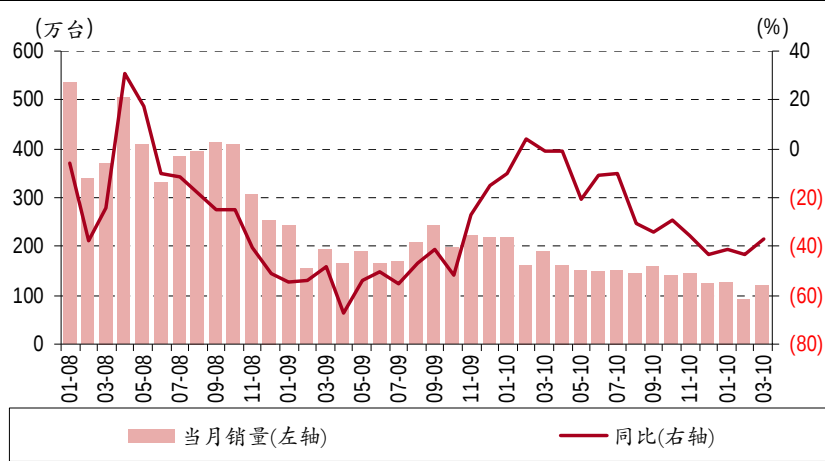
资料来源：公司数据

图表 9. CRT 产量



资料来源：公司数据

图表 10. CRT 销量



资料来源：公司数据

主要观点

我们预计，今年电视机市场销量增长约 10%。随着 LED、3D 和多媒体等高毛利率产品占比的提高，以及三四级市场良好的需求，有助于行业整体利润率的恢复，加上今年国外电视机厂商进行价格战的动能减弱以及国内厂商库存普遍恢复至合理水平，使今年电视机行业的市场环境逐步改善。

随着 LED 电视渗透率的逐步提高，预计未来 LED 电视价格将逐步回落，销量增长压力也将逐步体现。在目前电视机领域尚未显现新的较为明确的技术方向的情况下，效率更高、更容易灵活适应市场的企业将占有更加优势的地位。电视机企业的两极分化也将日益明显。

海信作为行业龙头，近几年对于电视机市场和技术的发展方向拥有良好的预判和把握，使其销售规模增速一直好于行业增速，市场占有率稳步提高，利润率水平也明显高于其他同行。我们看好公司长远发展，认为其将继续凭借技术和品牌优势进一步巩固国内电视机行业的龙头地位。

我们认为，在今年电视机行业整体逐步恢复的背景下，公司电视机销量将好于行业平均增速，且有望保持自去年四季度以来的较高的盈利水平。预计今年业绩有望实现约 30% 的增长。目前，公司股价仅相当于约 11 倍 2011 年市盈率，估值优势明显，具有较大的上升空间。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371