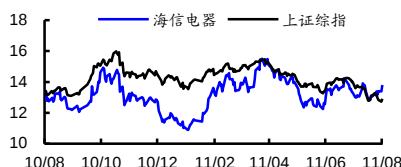


证券研究报告—更新报告
家用电器
视听器材
海信电器(600060)
推荐
2011 年中报点评及更新报告

(维持评级)

2011 年 8 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	868.9/868.9
总市值 (百万元)	11,999.2/11,999.2
沪深 300/深圳成指	2,554.02/11,243.42
12 个月最高/最低 (元)	15.50/10.89

相关研究报告:

《海信电器-600060-产品应用开发能力领先、盈利提升能力更为稳固》——2011-4-28

《海信电器-600060-高毛利产品销售比率超越同行》——2011-4-18

《海信电器 10 年 1 季报点评:产品结构优化效果将在下半年有所体现》——2010-4-26

《海信电器 09 年报点评:下半年超预期表现几率更大》——2010-3-29

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120027

更新报告

竞争力提升下的盈利确定性增加

●产品应用开发先行优势、成本控制优势带动下的业绩超预期

2011 年 1-6 月, 公司获得收入 98 亿元, 同比增长 3%, 归属母公司股东的净利润 5.18 亿元, 同比增长 109.6%, 每股收益 0.60 元。在行业整体表现一般的情况下, 公司获得了明显超越同类公司的业绩表现, 显示其经营内功的精进。公司毛利率大幅上升, 1-6 月公司毛利率 20.4%, 同比去年上升 5 个百分点, 主要是公司产品应用开发领先国内同行, 上游模组配套比率上升也使得公司更具备成本控制优势。

●企业间差距明显扩大、公司竞争力有明显提升趋势

公司继续保持了在 LED-LCD 电视、3D 液晶电视的市场份额领先优势, 在智能电视应用开发上也保持了较好的先发优势。公司在较好的产品结构之下, 配合较好的上游模组配套, 获得了利润率的保持。公司上游液晶屏模组配套相比同行而言, 比率较高, 全年达到 60% 配套率, LED 背光模组配套能力也在上升。对比同类上市公司中期业绩表现, 显示公司竞争力有明显提升表现。

●下半年有望进一步出现业绩略超预期

在上游液晶屏价格不易上涨的前提下, 加之外资品牌以及国内同行通过价格竞争获取市场份额的可能性下降, 我们认为公司下半年有望获得较好的利润率保持, 假定下半年公司获得 125 亿收入, 利润率保持在 5%, 公司全年将获得 11.8 亿元净利润, 每股收益达到 1.35 元, 超出目前市场普遍预期。

●风险提示

2012 年行业需求继续保持低速增长, 而公司市场份额提升速度低于预期。

●合理价值在 17~18 元/股之间, 维持“推荐”评级

预期公司 2011、2012、2013 年每股收益 1.35 (上调 7%) 元、1.57 元、1.81 元。公司估值目前相比其他家电公司为最低 (按 2011 年 PE 值为 10 倍), 估值安全, 且在竞争力提升情况公司的盈利确定性上升, 维持“推荐”评级。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

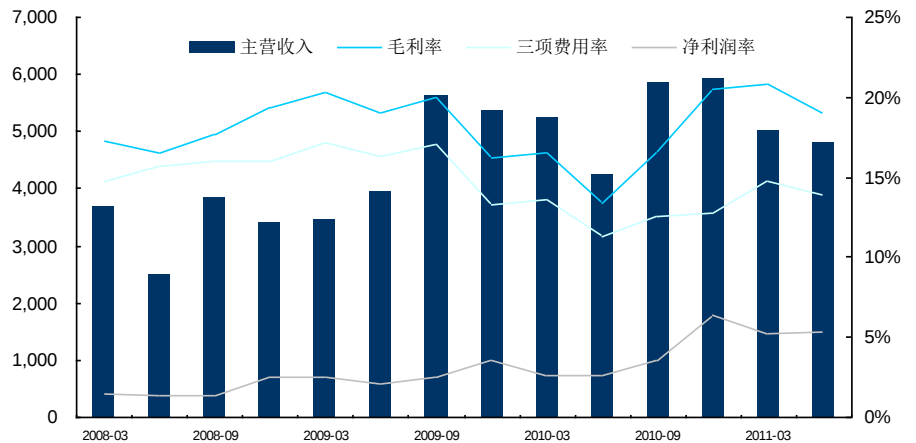
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,406.55	21,263.70	22,540	25,582	28,652
(+/-%)	37.29%	15.52%	6.0%	13.5%	12.0%
净利润(百万元)	498.23	834.91	1169	1358	1572
(+/-%)	121.47%	67.57%	40.0%	16.2%	15.7%
每股收益 (元)	0.86	0.96	1.35	1.57	1.81
EBIT Margin	3.53%	4.47%	5.7%	5.8%	6.0%
净资产收益率 (ROE)	10.15%	14.72%	18.0%	18.3%	18.4%
市盈率 (PE)	16.01	14.34	10.2	8.8	7.6
EV/EBITDA	9.65	10.49	13.0	11.8	10.7
市净率 (PB)	1.63	2.11	1.84	1.61	1.40

竞争力提升、盈利能力确定性增加

二季度公司获得收入 48 亿元，同比增长 12.8%，净利率 5.3%，环比一季度持平，显示二季度利润率得到了很好的保持。

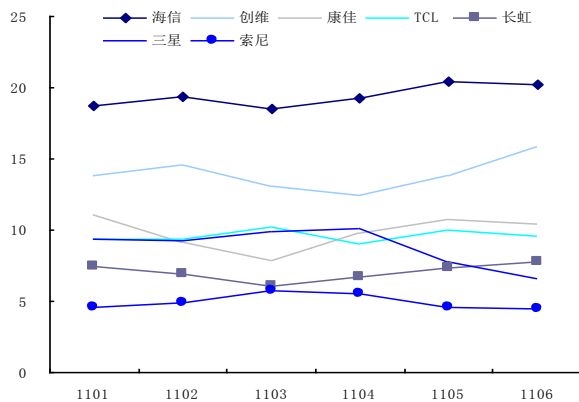
二季度营业利润率 5.93%，环比一季度 6.08% 基本持平。这主要还是得益于公司产品结构优于同行，以及上游 LED 液晶模组的配套比率上升。海信电器今年有明显的上升趋势，3D 电视、LED-LCD 电视、智能电视市场份额表现好于同行。公司于近期还发布了最新智能电视产品，最大的亮点是电视内容传到小屏的功能将得到消费者的喜爱。此功能可以使家人将一个电视频道内容传到小屏上，而电视大屏则播放另一个频道的内容，而由于小屏可以方便的移动，相当于家里多了一台移动的小电视。我们认为将得到消费者尤其是小朋友以及青少年的喜爱。

图 1: 公司分季度收入、毛利率、净利润、费用率变化 (百万元、%)



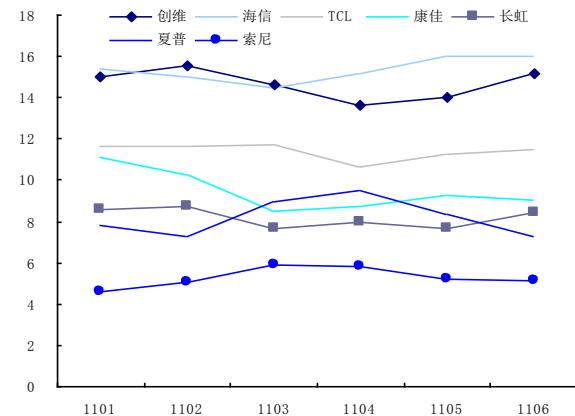
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

图 2: 2011 年分月度 LED-LCD 电视主要公司国内销售金额市占率 (%)



资料来源：奥维资讯，国信证券经济研究所整理

图 3: 2011 年分月度 LCD 电视主要公司国内销售金额市占率 (%)



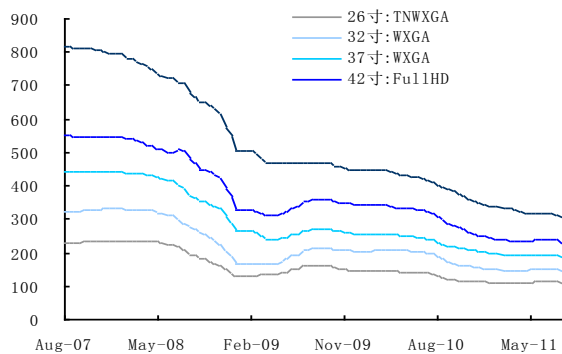
资料来源：奥维资讯，国信证券经济研究所整理

2009 年由于上游面板价格的大幅下降，公司获得了因拥有低价资源而得到的毛利率上升，2010 年 4 季度和今年 1、2 季度则是由于公司持续产品应用开发能力较强而获得的毛利率改善，这样的盈利能力比 2009 年的更具稳固性和持续性。

多方因素导致上游液晶屏价格偏低

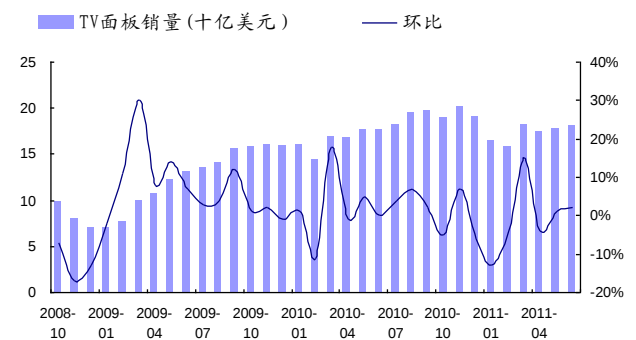
液晶电视行业已经进入增速放缓阶段，加上上游面板产能利用率目前而言低于 85%，以及新的产能还将进一步释放增加（国内京东方、TCL 等），需求不易出现快速增长以及产能投放充分均导致上游液晶屏价格偏低的状况。

图 4: 液晶面板价格走势（美元）



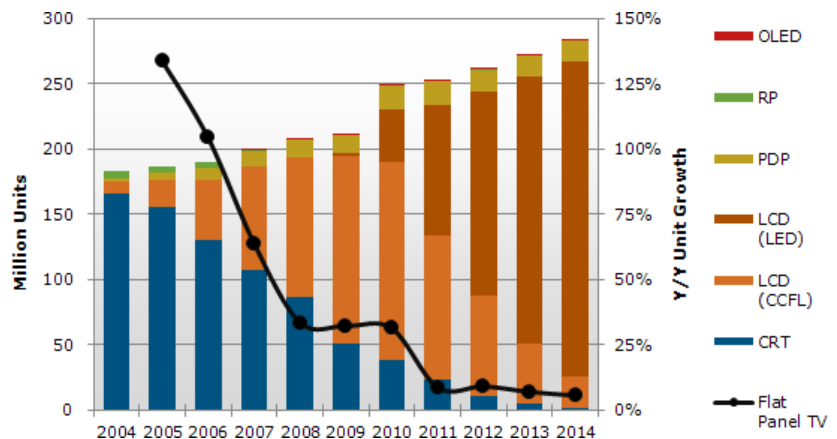
资料来源: DISPLAYSEARCH, 国信证券经济研究所整理

图 5: 液晶面板月度销售金额（十亿美元、%）



资料来源: DISPLAYSEARCH, 国信证券经济研究所整理

图 6: 全球分类型电视出货量预期（百万台、%）

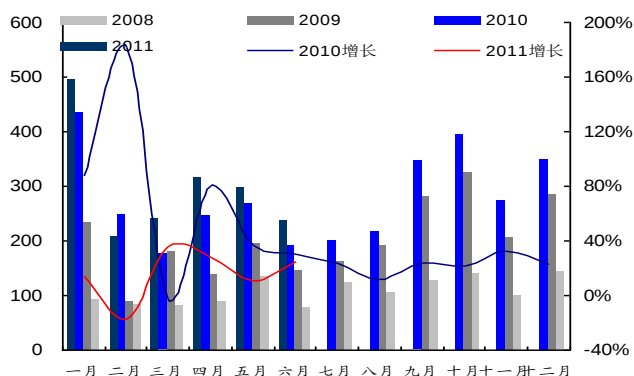


资料来源: DISPLAYSEARCH, 国信证券经济研究所整理

液晶屏产能利用率偏低的情况下，加上欧美需求表现不佳，外资整机品牌的降价动力不足，国内企业当中康佳和长虹在液晶电视上的产品竞争力下降，因此整体行业价格竞争趋缓。此时公司有望以其产品应用开发的领先优势，以及模组配套的成本控制优势获得在行业当中市场份额的提升，同时盈利能力保持行业领先。

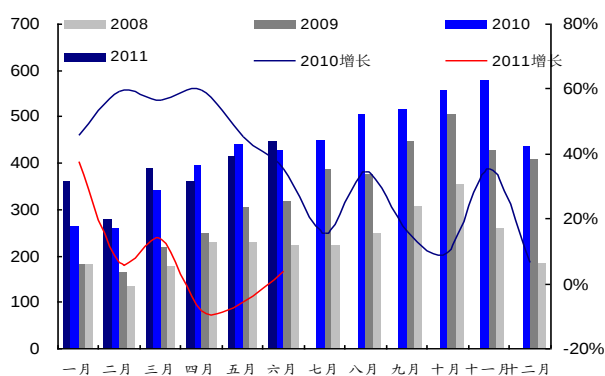
预计公司全年 LED-LCD 液晶电视占到整体液晶电视比率近 80%，3D 电视比率达到 25%。

图 7: LCD 电视内销量及增速表现 (百万台、%)



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

图 8: LCD 电视出口销量及增速表现* (百万台、%)



资料来源: 产业在线, 国信证券经济研究所整理

公司对比同类上市公司竞争力明显提升

我们比较国内同类上市公司, 会看到公司的电视销售收入在近年来明显获得提升, 相比其他公司的领先优势更为明显。如果考虑各公司的内销收入比率, 其中 TCL 多媒体有大约 34% 的出口收入, 创维数码出口收入约占 6%, 四川长虹出口收入约占 11%, 公司出口收入约占 18%, 比较而言公司和创维的收入差距不大。从各公司利润率表现来看, 创维在过去几年一直是行业中利润率最高的, 但近期公司获得了较好的改善。

从收入和利润率对比来看, 都显示公司的竞争力明显提升。

表 1: 同类上市公司电视收入对比 (百万元)

	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
四川长虹	6,379	14,832	12,531	11,236	10,832
海信电器	9,021	19,281	16,710	12,172	11,222
创维数码		16,540	16,848	11,319	10,059
TCL 多媒体	8,929	16,517	21,331	20,675	17,118
深康佳		13,289	10,131	9,087	9,614

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所

注: 创维数码的财年以每年 4 月 1 日到第二年的 3 月 31 日至, 因此与其他公司计算周期不同

表 2: 同类上市公司净利润率对比 (%)

	2011 年 1-6 月	2010 年	2009 年	2008 年	2007 年
海信电器		4.82%	5.49%	2.99%	3.28%
创维数码	5.29%	3.93%	2.71%	1.68%	1.37%

资料来源: 各公司公告、国信证券经济研究所

注: 创维数码的财年以每年 4 月 1 日到第二年的 3 月 31 日至, 因此与其他公司计算周期不同

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2437	2216	2796	3532
应收款项	5897	6175	7009	7850
存货净额	2544	2727	3099	3471
其他流动资产	26	23	26	29
流动资产合计	10904	11140	12929	14881
固定资产	1105	1246	1283	1307
无形资产及其他	82	79	77	75
投资性房地产	269	269	269	269
长期股权投资	135	143	151	159
资产总计	12494	12877	14709	16691
短期借款及交易性金融负债	0	25	25	25
应付款项	4171	4313	4901	5490
其他流动负债	2494	2114	2396	2678
流动负债合计	6666	6452	7322	8193
长期借款及应付债券	7	(224)	(224)	(224)
其他长期负债	19	24	29	34
长期负债合计	26	(199)	(194)	(189)
负债合计	6692	6252	7128	8004
少数股东权益	129	134	139	145
股东权益	5673	6491	7442	8542
负债和股东权益总计	12494	12877	14709	16691

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.96	1.35	1.57	1.81
每股红利	0.10	0.40	0.47	0.54
每股净资产	6.54	7.49	8.58	9.85
ROIC	16%	20%	24%	26%
ROE	15%	18%	18%	18%
毛利率	17.34%	19.50%	19.40%	19.40%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	7%
收入增长	16%	6%	14%	12%
净利润增长率	68%	40%	16%	16%
资产负债率	55%	50%	49%	49%
息率	0.7%	2.9%	3.4%	3.9%
P/E	14.3	10.2	8.8	7.6
P/B	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	16.8	13.0	11.8	10.7

资料来源：WIND, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	21264	22540	25582	28652
营业成本	17576	18144	20619	23094
营业税金及附加	66	68	77	86
销售费用	2260	2592	2942	3238
管理费用	370	454	459	513
财务费用	52	(63)	(73)	(90)
投资收益	18	8	8	8
资产减值及公允价值变动	(53)	(40)	(30)	(30)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	906	1312	1536	1789
营业外净收支	74	70	70	70
利润总额	979	1382	1606	1859
所得税费用	140	207	241	279
少数股东损益	4	6	7	9
归属于母公司净利润	835	1169	1358	1572

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	835	1169	1358	1572
资产减值准备	(80)	(1)	(0)	(0)
折旧摊销	120	121	136	149
公允价值变动损失	53	40	30	30
财务费用	52	(63)	(73)	(90)
营运资本变动	(531)	(690)	(333)	(340)
其它	84	5	5	6
经营活动现金流	482	644	1197	1416
资本开支	(54)	(301)	(201)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(69)	(309)	(209)	(209)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(84)	(351)	(407)	(471)
其它融资现金流	(5)	25	0	0
融资活动现金流	(174)	(556)	(407)	(471)
现金净变动	239	(221)	580	735
货币资金的期初余额	2198	2437	2216	2796
货币资金的期末余额	2437	2216	2796	3532
企业自由现金流	385	219	865	1071
权益自由现金流	380	68	927	1147

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn