

海信电器(600060)深度研究报告

——受益技术和应用革新驱动下的行业整合

可选消费/家用电器

推荐

维持评级

发布时间：2011 年 11 月 3 日

投资要点：

●**液晶电视未来几年仍将是彩电市场主流**：全球彩电市场未来几年仍将以液晶电视为主流，并在此基础上不断进行技术和应用的革新，朝着更节能、更舒适、更功能化、更智能化方向持续发展。

●**农村将成为国内平板电视需求增长的重要组成部分**：国内彩电市场未来将以产品升级换代为主的消费需求为主，农村市场巨大的更新需求将成为未来几年国内彩电市场需求增长的重要构成，技术推动下的城镇彩电升级换代需求将保持缓慢的增长。

●**政策退出对国内彩电市场的负面影响是短期的、有限的**：尽管在家电下乡政策实施的过程中，彩电成为最大的政策受益品类，但在农村市场逐步进入平板电视对 CRT 电视的替代时期，该政策退出对于农村市场彩电升级换代需求的影响只是短期的，而且影响程度也将是较为有限的。

进一步来看，技术革新是加速彩电消费升级的重要驱动因素，那么，家电“以旧换新”的退出，对于城镇居民彩电消费升级的负面影响也将只是短期的，而且也是比较有限的。

●**海信市场份额将进一步提升，并持续保持较好的盈利能力**：作为国内平板电视市场的领先企业，海信凭借自身较强的技术创新和产品开发优势，未来将集中越来越多的市场份额，并将以高于行业水平的增速保持平稳增长；同时，在持续推动模组整机一体化以及领先推出新品的优势之下，海信电器盈利能力将持续保持较好的水平。

●**盈利预测及投资建议**：我们维持对海信电器未来几年的盈利预测，预计 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 1.36 元、1.57 元和 1.79 元，对应动态 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍，估值水平偏低，维持“推荐”投资评级。

●**主要风险**：价格战、人民币升值等。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率
2010	21,264	15.52	835	67.58	0.96	14.72	13.6	
2011E	23,284	9.5	1,184	41.85	1.36	18.25	9.6	
2012E	26,474	13.7	1,363	15.08	1.57	17.85	8.3	
2013E	29,862	12.8	1,553	13.92	1.79	17.97	7.3	

走势图



市场数据

2011/11/2

收盘价：	13.01 元
52 周最高价：	15.77 元
52 周最低价：	10.60 元
平均持仓成本：	13.12 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	86,887
流通 A 股（万股）：	86,887
每股收益（元）：	1.02
每股净资产（元）：	7.32
每股经营现金流（元）：	0.51
市净率：	1.78

分析师：吴娜

执业证书编号：S0550511020004

TEL: (8621)6336 7000-270

FAX: (8621)6337 3209

Email: wun@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目录

一、 全球彩电行业发展趋势	4
(一) 液晶电视仍是全球主流	4
1. 液晶电视仍是全球电视市场未来几年的主流	4
2. 采用LED 背光技术的液晶电视是主流	4
(二) 3D 电视爆发式增长，3D 智能电视是彩电行业新的产品升级趋势	5
二、 国内彩电市场现状及未来预期	6
(一) 市场结构现状及未来预测	6
1. 国内农村市场将迎来平板电视替代CRT 电视热潮	6
2. LED 背光液晶电视渗透率现状及未来增长空间预测	8
3. 内资彩电企业大力推广3D 智能电视	9
(二) 品牌竞争格局	10
1. 外资品牌旺季促销力度更大，市场份额提升显著	10
2. 技术和应用革新推动彩电行业成长，市场集中度将越来越高	11
三、 原材料价格走势及预期	12
(一) 液晶面板市场供需状况及未来预估	12
1. 液晶面板产能未来预估	12
2. 液晶电视面板未来需求预估	12
(二) 液晶电视面板价格走势及未来判断	13
四、 海信电器：最具竞争力内资彩电品牌	14
(一) 国内平板电视第一品牌	14
(二) 新品推出持续领先	14
(三) 产品结构优，盈利能力强	15
(四) 模组深加工持续推进利于工艺优化和成本降低	16
1. 国内最早涉足液晶模组开发的彩电厂商	16
2. 模组整机一体化设计与制造，提高制造效率和产品盈利能力	17
(五) 费用率控制能力分析	19
1. 销售费用率有望继续得到较好控制	19
2. 管理费用率有望保持在较合理水平	20
3. 财务费用率保持良好，现金流充裕	20
五、 主要结论	21
六、 盈利预测及投资建议	21
七、 主要风险	21
附1：A 股彩电类上市公司财务状况比较	23
附2：A 股家电类上市公司估值现状	25

图表

图 1：液晶电视所占全球电视市场份额变化.....	4
图 2：40 寸高清液晶面板 LED 背光模块成本构成.....	4
图 3：CCFL 与 LED 背光板价格走势（40 寸全高清液晶电视面板用）.....	5
图 4：LED 背光液晶电视渗透率.....	5
图 5：全球 3D 液晶电视面板渗透率.....	6
图 6：全球 3D 液晶电视渗透率.....	6
图 7：国内彩电市场构成.....	6
图 8：国内彩电销量产品结构.....	7
图 9：国内市场 CCFL 液晶电视与 CRT 电视均价比走势.....	7
图 10：农村市场电视机普及状况.....	7
图 11：农村居民收入.....	8
图 12：农村市场 CRTTV 保有量及未来预测.....	8
图 13：国内 LED 背光液晶电视渗透率.....	8
图 14:LED 背光与 CCFL 背光液晶电视均价比走势.....	9
图 15:国内市场 LED 液晶电视需求及未来预测.....	9
图 16：内外资彩电品牌零售量份额.....	10
图 17：内外资彩电品牌零售额份额.....	10
图 18：内资品牌价格优势.....	11
图 19：国内彩电市场各品牌份额.....	11
图 20：液晶面板产能及未来预估.....	12
图 21：全球液晶面板总产能.....	12
图 22：未来几年液晶电视面板市场供需状况预测.....	13
图 23：液晶电视面板周价格走势.....	13
图 24：国内平板电视市场零售量份额.....	14
图 25：内外资彩电品牌新品推出先后.....	15
图 26：LED 电视渗透率.....	16
图 27：A 股同类上市公司彩电产品毛利率对照.....	16
图 28：液晶电视产业价值链.....	17
图 29：32 寸液晶模组成本构成.....	17
图 31：海信液晶模组产能及液晶电视出货量情况.....	19
图 32：A 股主要彩电上市公司销售费用率.....	19
图 33：A 股主要彩电上市公司管理费用率.....	20
图 34：A 股主要彩电上市公司财务费用率.....	20
表 1：海信历年领先推新品一览.....	15
表 2：国内主要彩电厂商模组建设情况一览.....	17
表 3：海信模组整机一体化进程.....	18
表 4：利润表（预测：百万元）.....	22

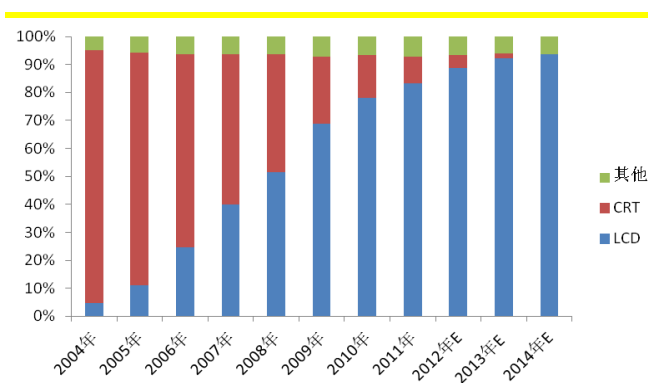
一、全球彩电行业发展趋势

(一) 液晶电视仍是全球主流

1. 液晶电视仍是全球电视市场未来几年的主流

2008 年开始，液晶电视开始取代 CRT 电视成为全球电视市场的主流；根据 displaysearch 数据，2010 年，全球液晶电视出货量约 1.92 万台，预计 2011 年将增加 7% 左右，上升至 2.06 亿台，所占全球电视市场份额超过 80%；同时，预计到 2014 年，液晶电视所占市场份额将达到 95% 左右，即 CRT 电视将在未来三年时间内全部被取代。

图 1：液晶电视所占全球电视市场份额变化

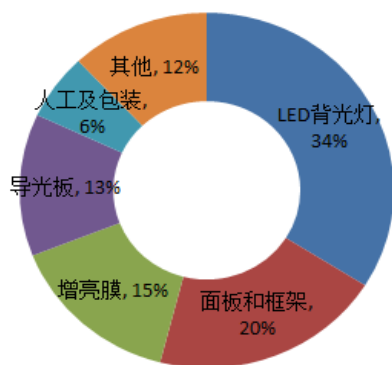


数据来源：displaysearch，东北证券。

2. 采用 LED 背光技术的液晶电视是主流

LED 背光液晶面板在显示效果、轻薄和节能等方面更优于传统的 CCFL 背光液晶面板，将逐步替代 CCFL 成为液晶面板的主流背光技术。但 LED 背光液晶面板在成本上的劣势，也成为阻碍 LED 背光液晶电视快速普及的重要因素，LED 背光液晶电视与 CCFL 背光液晶电视成本差异主要体现在背光模块上。与 CCFL 背光模块相比，LED 背光模块成本构成中增加了 LED 背光灯、导光板、增亮膜三项元器件，未来随着 LED 芯片价格和使用量以及相关材料价格的下降，LED 背光模块成本将逐步降低。

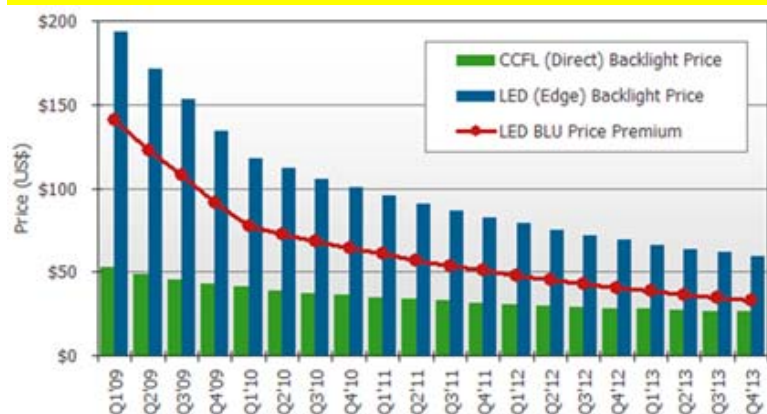
图 2：40 寸高清液晶面板 LED 背光模块成本构成



数据来源：displaysearch，东北证券。

根据 displaysearch 数据，LED 背光与 CCFL 背光液晶电视成本差已经在逐步缩窄，其中到 2010 年第四季度，LED 背光模块成本已经由 2010 年第一季度的 118 美元下降至 100 美元，与 CCFL 背光模块的价差逐步缩小，也将加速 LED 背光液晶电视的渗透率提升。

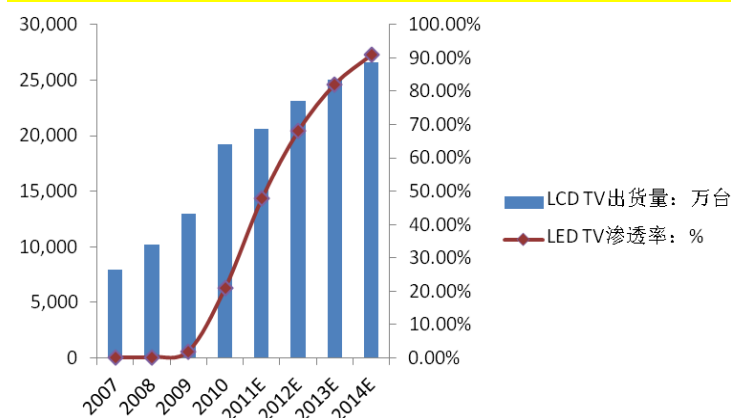
图 3：CCFL 与 LED 背光板价格走势（40 寸全高清液晶电视面板用）



数据来源：displaysearch，东北证券。

根据 displaysearch 数据，2010 年，LED 背光液晶电视渗透率已超过 20%，并预计 2011 年采取 LED 背光技术的液晶电视渗透率将超过 45%，且在未来几年仍将是液晶电视的主流机型，到 2015 年，全球液晶电视将有望全部采用 LED 背光技术。

图 4：LED 背光液晶电视渗透率

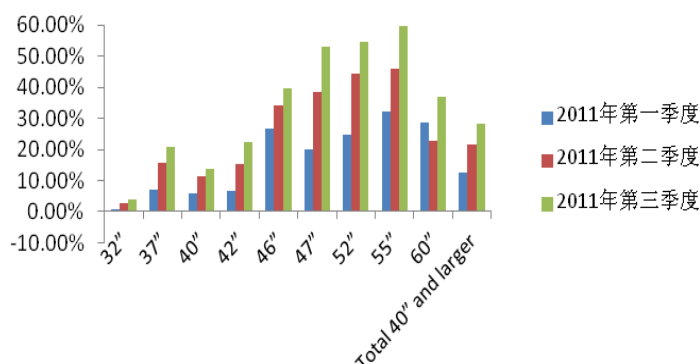


数据来源：displaysearch，东北证券。

（二）3D 电视爆发式增长，3D 智能电视是彩电行业新的产品升级趋势

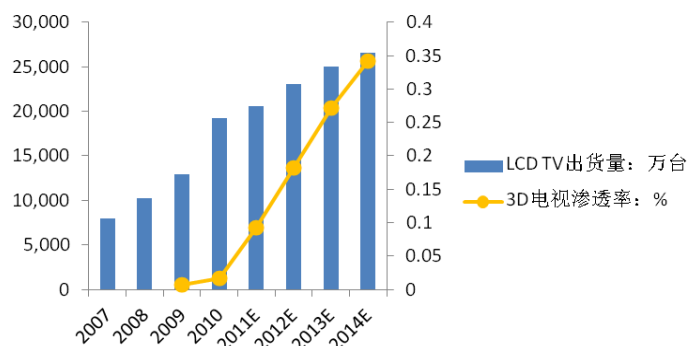
Displaysearch 数据显示，2010 年第四季度 3D 电视出货量为 200 万台，占全球电视总营收的比重为 10%，并预计 2014 年全球 3D 电视出货量将达到 1 亿台。结合彩电产品的智能化发展趋势，我们认为 3D 智能电视正开始成为全球电视产品升级的最新发展趋势。

图 5：全球 3D 液晶电视面板渗透率



数据来源：displaysearch，东北证券。

图 6：全球 3D 液晶电视渗透率



数据来源：displaysearch，东北证券。

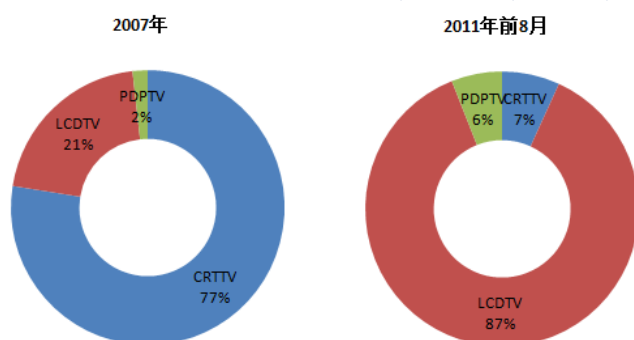
二、国内彩电市场现状及未来预期

(一) 市场结构现状及未来预测

1. 国内农村市场将迎来平板电视替代 CRT 电视热潮

平板电视自 2003 年开始在国内市场逐渐兴起，特别是液晶电视在未来几年呈现了更为快速增长态势，并于 2009 年超过 CRT 电视成为国内彩电市场的主流；截止 2011 年 8 月底，国内彩电市场销量中 CRT 电视已经由 2007 年 77%降低到了 7%。

图 7：国内彩电市场构成



数据来源：产业在线，东北证券。

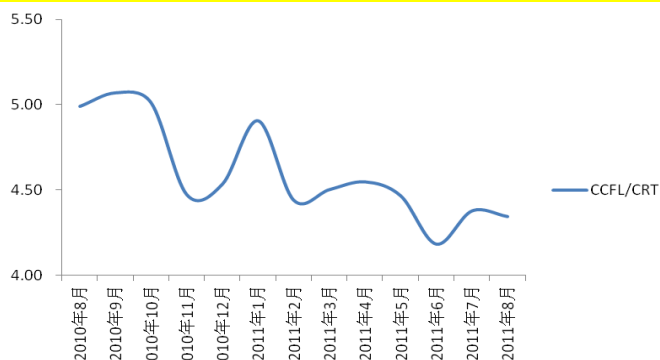
尽管国内彩电市场的 CRT 时代已经过去，但国内 CRT 电视保有量依然较大，且主要分布在农村市场。我们初步估算认为，截止 2010 年年底，我国农村市场 CRT 电视保有量约 2.27 亿台，替代空间巨大。未来几年，随着农村市场升级换代的到来以及平板电视相对 CRT 电视价格差的收窄，平板电视将成为农村彩电市场的主流，加速对 CRT 电视的替代，推动国内彩电市场需求保持一定的增长。我们预计 2012 年、2013 年、2014 年，由农村市场带动的平板电视需求规模将分别达到 2200 万台、2600 万台和 3200 万台左右，预计到 2014 农村市场液晶电视普及率将有望超过 15%。

图 8：国内彩电销量产品结构



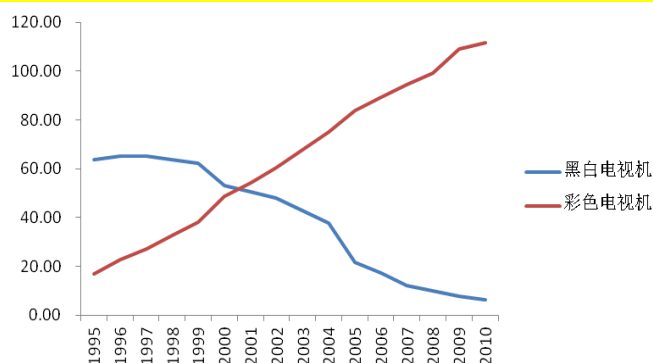
数据来源：产业在线，东北证券。

图 9：国内市场 CCFL 液晶电视与 CRT 电视均价比走势



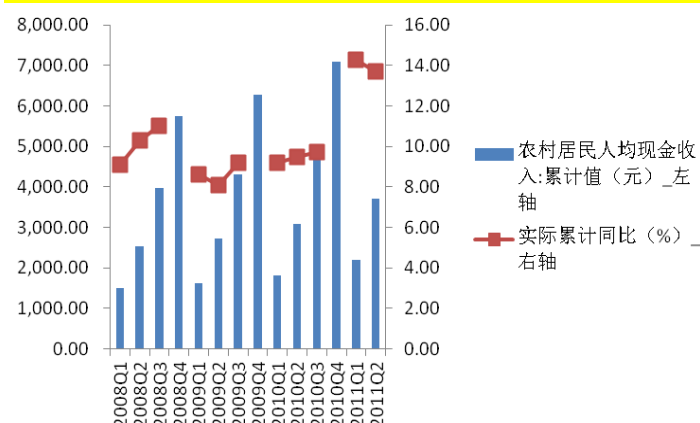
数据来源：中怡康，东北证券。

图 10：农村市场电视机普及状况



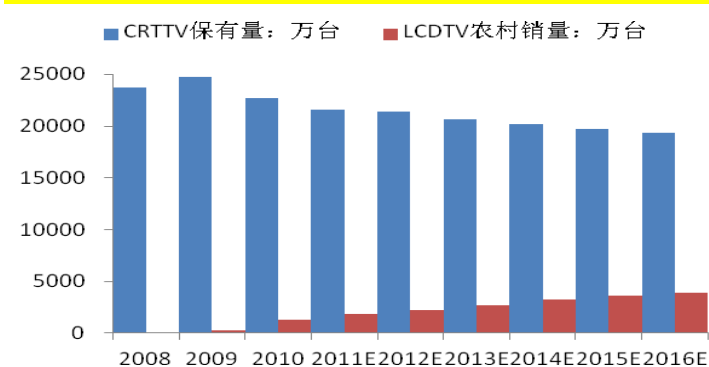
数据来源：国家统计局，东北证券。

图 11：农村居民收入



数据来源：国家统计局，东北证券。

图 12：农村市场 CRTTV 保有量及未来预测

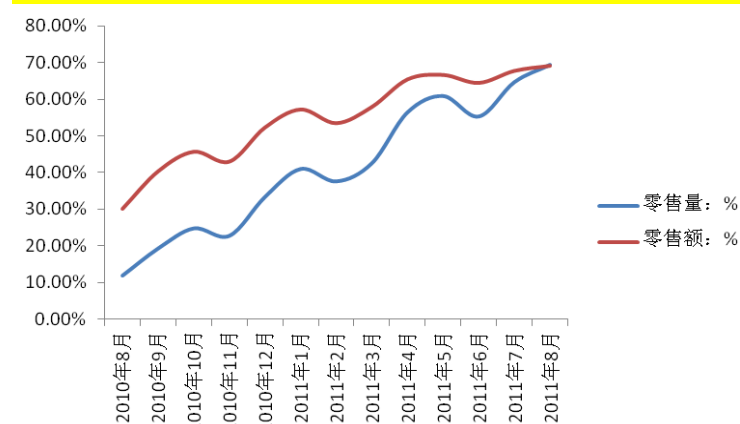


数据来源：东北证券。

2. LED 背光液晶电视渗透率现状及未来增长空间预测

中怡康数据显示，2011 年前 8 个月，国内 LED 背光液晶电视零售量和零售额渗透率已经分别达到 51.77% 和 62.53%，其中 8 月份分别为 69.31% 和 69.08%，较去年 8 月份的 11.88% 和 30.14%，有大幅攀升。

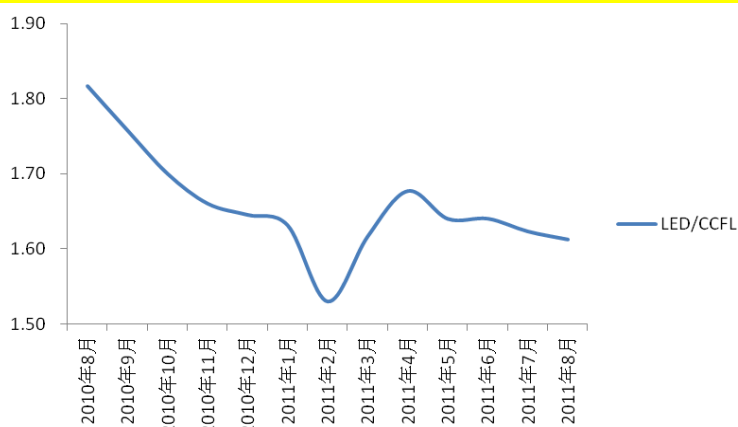
图 13：国内 LED 背光液晶电视渗透率



数据来源：中怡康，东北证券。

且对照零售量和零售额渗透率变化情况，也可以看出 LED 背光液晶电视价格也有一定的下降。根据中怡康数据，今年 8 月，LED 与 CCFL 背光液晶电视的价格比已经由去年 8 月份的 1.82 下降为 1.61，特别是在今年 2 月份该比例仅有 1.53。随着 LED 背光模块成本的下降，LED 与 CCFL 背光液晶电视之间的价差有望进一步缩窄，进一步推动 LED 背光液晶电视的全面普及。

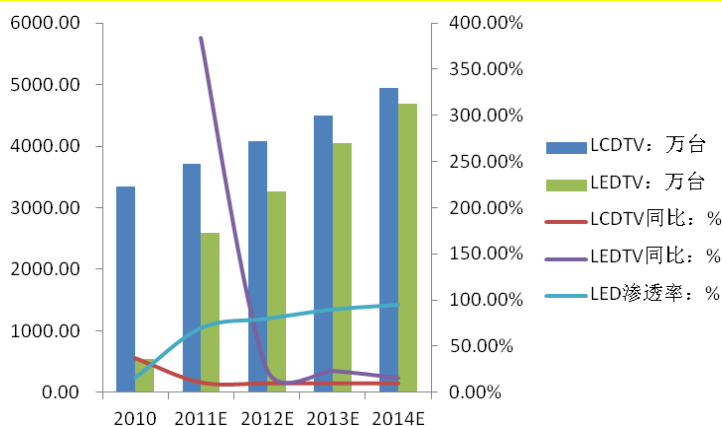
图 14:LED 背光与 CCFL 背光液晶电视均价比走势



数据来源：中怡康，东北证券。

我们预计 2011 年国内市场 LED 液晶电视渗透率有望达到 70%左右，预计未来三年，LED 液晶电视国内市场的渗透率将持续提升，成为国内彩电市场的重要增长点。

图 15:国内市场 LED 液晶电视需求及未来预测



数据来源：东北证券。

3. 内资彩电企业大力推广 3D 智能电视

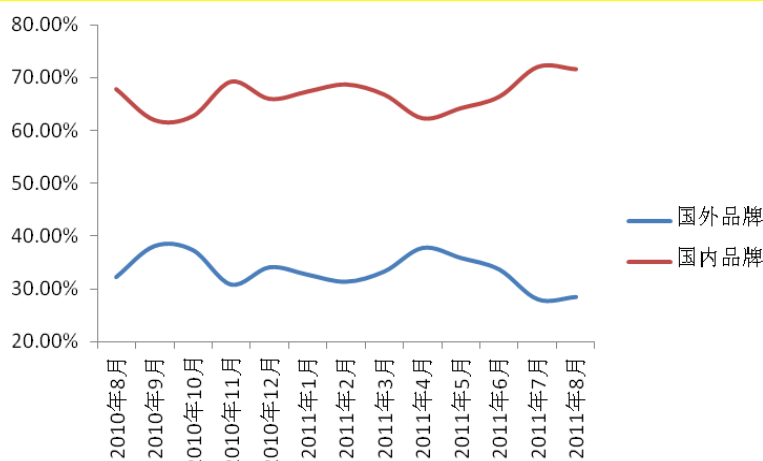
除了 LED 背光液晶电视，3D 电视、智能电视正成为国内彩电市场新的竞争焦点。2011 年以来，在各大彩电厂商大力推广之下，3D 电视渗透率快速攀升；中怡康预测，2011 年全国 3D 电视市场规模将达到 587 万台，到 2013 年将达到 2282 万台。另外，各大厂商也在围绕智能电视不断推出新品，抢占市场先机；中怡康预测，2013 年全国智能电视市场规模将达到 2296 万台，并预计两年后超过半数的平板电视都将智能化。

(二) 品牌竞争格局

1. 外资品牌旺季促销力度更大，市场份额提升显著

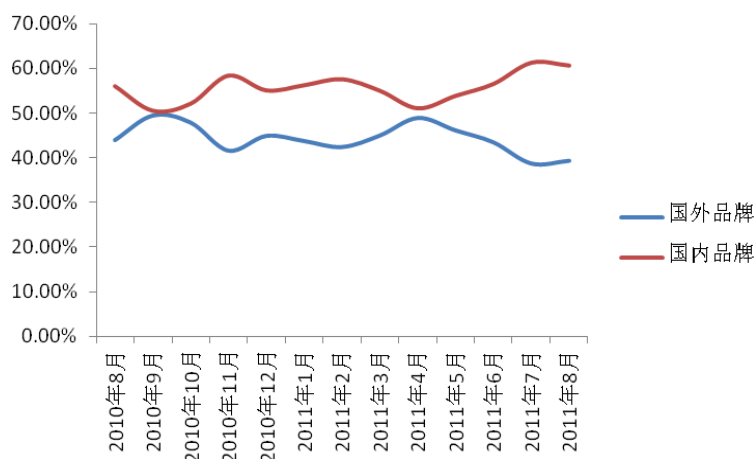
目前，国内彩电市场大部分份额还是集中在内资品牌当中，自去年 8 月份至今年 8 月份，内资品牌市场份额区间分布在 60%和 72%之间。中怡康数据显示，今年 8 月份，内资品牌零售量和零售额份额分别为 71.55%和 60.59%，同比分别提升 3.79 个百分点和 4.57 个百分点。

图 16：内外资彩电品牌销量份额



数据来源：中怡康，东北证券。

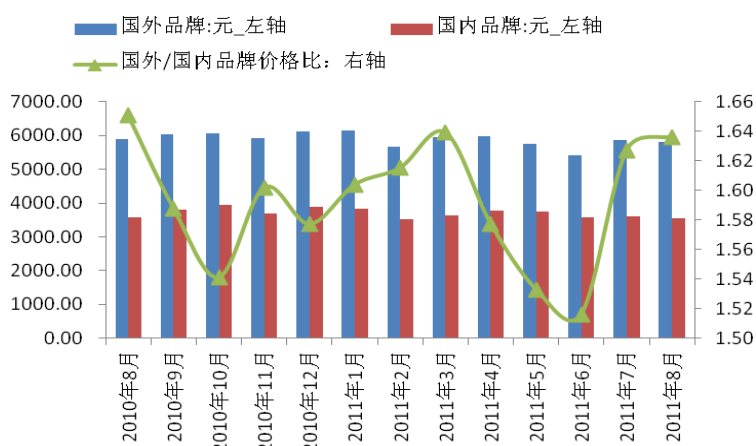
图 17：内外资彩电品牌零售额份额



数据来源：中怡康，东北证券。

从近两年的情况来看，外资彩电品牌在每年的促销旺季是都会采取大幅降价措施，使得内资品牌价格优势较为不明显。我们从近 12 个月的情况来看，外资品牌与内资品牌的价格比区间一般在 1.52 倍至 1.65 倍之间，但每年的十一和五一为低点，相应地，每年的十月份和五月份，外资品牌市场份额也较其他月份有明显提升。因此，目前来看，尽管 8 月份，内资品牌市场份额处于相对较好水平，但预计 9 月和 10 月的市场份额预计会出现环比下滑。

图 18：内资品牌价格优势



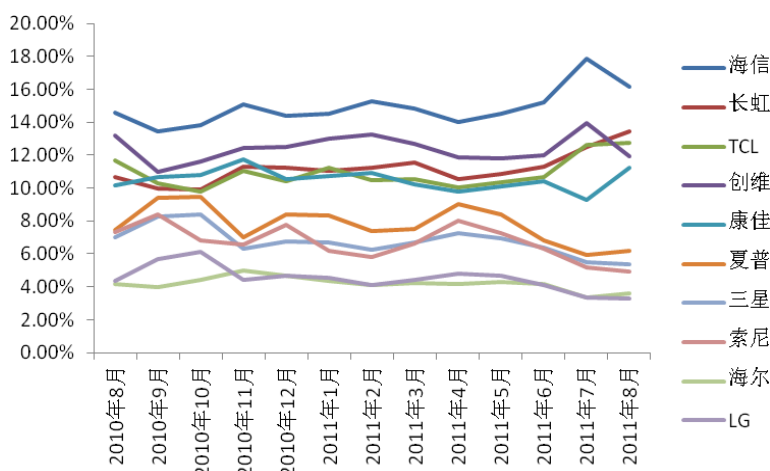
数据来源：中怡康，东北证券。

2. 技术和应用革新推动彩电行业成长，市场集中度将越来越高

目前，国内彩电市场品牌较多，但 90%左右的市场份额主要集中在前十大品牌。中怡康数据显示，自去年 8 月份以来，以海信、长虹、TCL、创维和康佳为首的前 5 大品牌份额保持稳中有升的良好态势，特别是在 3D 电视推动下，等离子电视市场份额提升，使得长虹市场份额自去年年底以来有明显攀升。

根据我们的判断，每逢彩电产品升级变革之时，市场份额将会更加集中于技术和产品创新优势显著以及品牌影响力较大的龙头企业。那么，随着彩电产品升级步伐的加速，技术和应用革新对行业的成长所起到的推动作用越来越大，各品牌市场份额也将在持续变化中愈加集中。

图 19：国内彩电市场各品牌份额



数据来源：中怡康，东北证券。

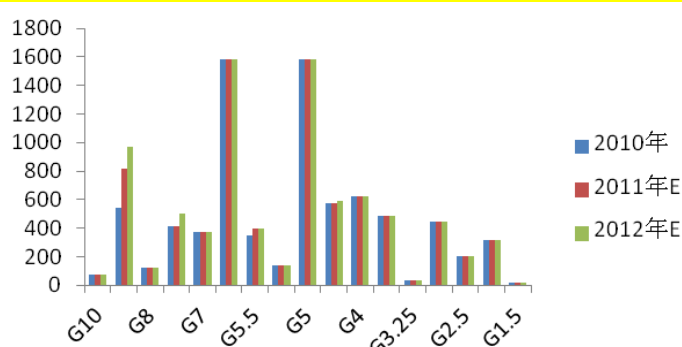
三、 原材料价格走势及预期

(一) 液晶面板市场供需状况及未来预估

1. 液晶面板产能未来预估

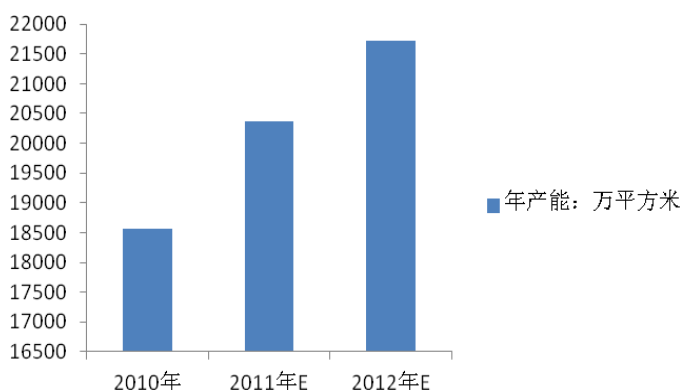
2010 年，全球液晶面板总产能规模约 1.86 亿平方米，2011 年将新增 1 条 5.5 代、3 条 8.5 代液晶面板生产线，2012 年将继续增加 1 条 4.5 代、1 条 7.5 代、2 条 8.5 代液晶面板生产线，那么，按照所预估新增生产线按期投产，预计到 2012 年，全球液晶面板总产能将达到 2.17 亿平方米，其中 6 代线以上的大尺寸液晶面板产能规模将达到 1.62 亿平方米。

图 20：液晶面板产能及未来预估



数据来源：东北证券整理。

图 21：全球液晶面板总产能



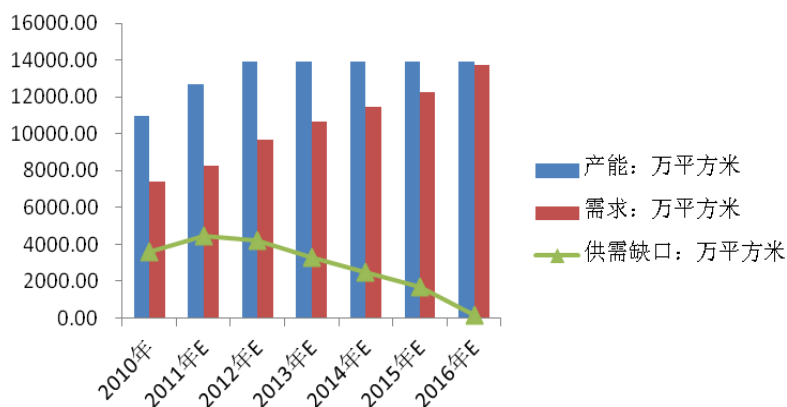
数据来源：东北证券整理。

2. 液晶电视面板未来需求预估

我们结合全球液晶电视主流尺寸现状初步预估，2011 年全球液晶电视平均尺寸约 0.4 平方米，且随着 3D 电视渗透率的提高，大尺寸液晶电视需求比例将越来越高，预计未来几年全球液晶电视平均尺寸将逐步有所提高。根据 displaysearch 对未来几年液晶电视出货量的预测数据，我们初步估算认为，2011 年、2012 年液晶电视面板需求规模大概 8240 万平方米、9700 万平方米左右，而对应的当年液晶电视面板产能规模则明显过剩；那么，

假设 2012 年以后，全球液晶面板产能不再增加，预计液晶面板市场到 2016 年才能基本实现供需平衡。

图 22：未来几年液晶电视面板市场供需状况预测



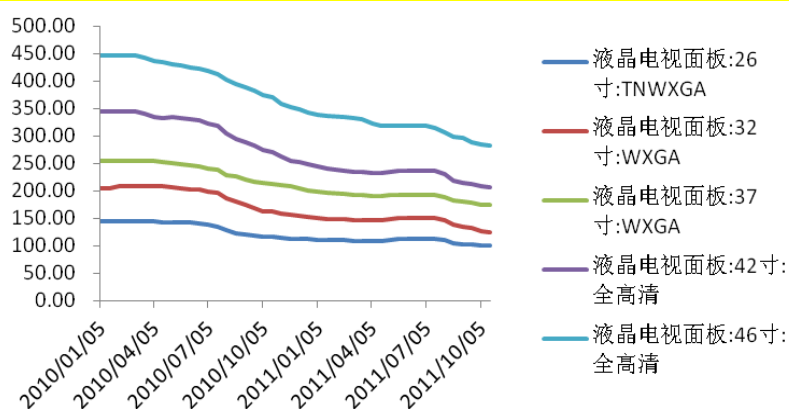
数据来源：东北证券。

(二) 液晶电视面板价格走势及未来判断

自 2009 年 9 月份开始，全球液晶电视面板价格持续走低；根据 displaysearch 数据，与往年同期相比，当前所有尺寸液晶电视面板价格均有显著下滑，以 42 寸为例，2011 年第 19 周价格较 2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年同期同比下滑幅度分别达到了 62.2%、53.18%、41.64%、25.09%。

根据前文分析，当前全球液晶面板产能扩张快速，产能已经出现过剩，且预计这种过剩局面将会持续较长的一段时期；那么，在这种供给过剩的市场环境下，液晶电视面板价格难以恢复上涨，预计下跌态势还将持续一段时期。

图 23：液晶电视面板周价格走势



数据来源：displaysearch，东北证券。

四、 海信电器：最具竞争力内资彩电品牌

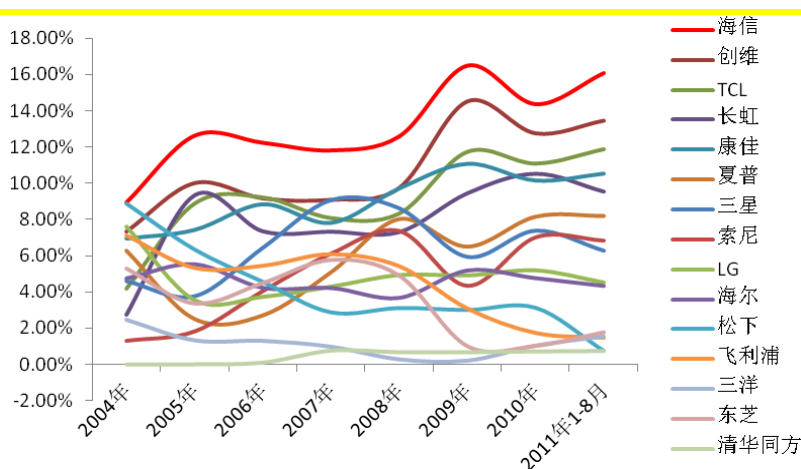
(一) 国内平板电视第一品牌

当前，彩电行业技术革新速度加快，彩电产品生命周期缩短，新产品推出步伐能否跟上行业升级需要，决定了企业能否持续保持较好盈利状况，技术创新和新品开发成为企业持续保持较强竞争力的重要筹码。在这种行业技术革新、产品升级换代不断加速的过程中，国内彩电市场的品牌集中度也在逐步提升，越来越多的市场份额向更具竞争力的品牌集中。

中怡康数据显示，自2004年以来，海信一直稳居国内平板电视市场龙头地位，且伴随市场的越来越加集中，海信平板电视市场份额逐年提升，遥遥领先于其他品牌。今年前8个月，海信平板电视市场份额达到16.1%，较2010年全年提升近两个百分点，高居行业第一。

另外，公司LED背光电视和3D电视、智能电视市场地位也稳居第一。根据中怡康数据，今年上半年公司LED电视零售量份额达到21.38%，领先第二名5个百分点；3D电视零售量份额也达到19.92%，位居第一位；海信智能电视零售量份额达到20.3%，在中国智能电视市场上遥遥领先。

图 24：国内平板电视市场零售量份额



数据来源：中怡康，东北证券。

(二) 新品推出持续领先

在彩电行业的每一次技术革新和产品升级换代的过程中，海信凭借其前瞻性的战略眼光，一次又一次地抢占了市场先机，稳居国内彩电行业的领导者地位。

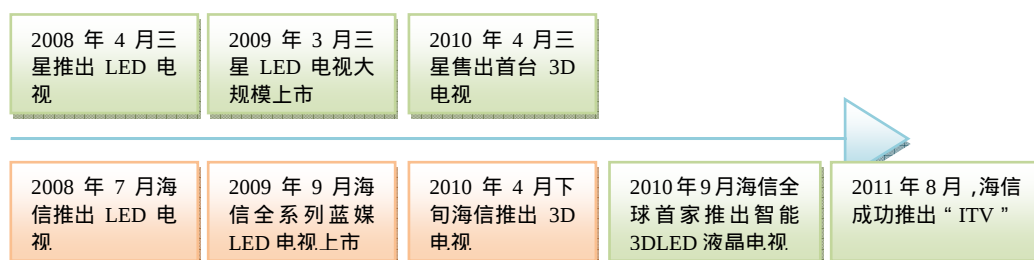
以 LED 背光液晶电视为例，早在 2005 年，海信就已经认识到 LED 背光技术将是未来平板电视的主流，并开始进行 LED 背光组件技术的研发，并于 2008 年 7 月，成为继三星之后全球第二家成功推出 LED 电视的厂商；并在 2009 年 9 月成为全球推出 LED 液晶电视产品规格最多、产品线最完整的企业之一。

2010 年开始，全球彩电市场开始了一轮新的技术革新，LED 背光液晶电视加速替代传统的 CCFL 背光液晶电视，除此之外，智能化、3D 化渐成市场热点。其中，2010 年 4

月，国内市场第一台三星 3D 电视上市，时隔三周，海信成为国内市场推出 3D 电视的第二大品牌，也是内资品牌中的第一家。

2011 年 8 月份，海信成功推出全球首台个人智能电视“ITV”，大打时尚概念，再次彰显其较强的技术创新和产品开发能力，成为推动中国智能电视快速普及的主导力量，引领整个行业的发展方向。

图 25：内外资彩电品牌新品推出先后



数据来源：东北证券整理。

表 1：海信历年领先推新品一览

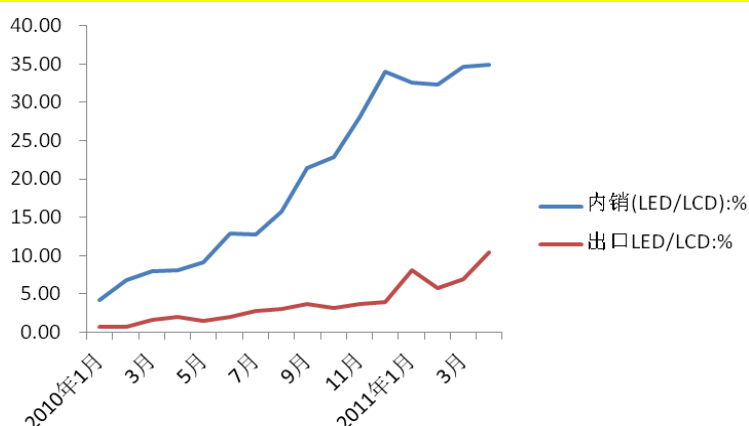
日期	新品	效果及评价
2007 年	120Hz 真+天翼系列平板电视	获得“2007 中国创新设计红星奖”、“2007 创新盛典中国工业设计奖”等一系列大奖。
	32 寸小尺寸等离子电视	全球第一台。
2008 年 7 月	LED 背光超薄液晶电视自主研发成功并批量上市	在全球能开发出 LED 液晶电视的仅有的 5 家企业中，海信成为中国唯一批量上市 LED 液晶电视产品的企业；国内彩电企业首次在新型平板电视关键技术研发上与国际巨头站在同一起点上。
2009 年 9 月	蓝媒 LED 液晶电视	全球推出 LED 液晶电视产品规格最多、产品线最完整的企业之一：集 LED 背光显示、全程高清，超级解霸、网络多媒体、极致纤薄等热点性能于一身，涵盖 19 英寸至 55 英寸共 10 个液晶电视尺寸规格。
2010 年	Hi-smart 智能 3D LED 液晶电视	塑造了高端智能平板电视的新标杆。
2011 年 4 月	全球首发智能 3D 影院电视	融合了时下最热门的智能化技术、3D 技术和数字影院技术。
2011 年 8 月	首发“全球第一台个人智能电视”ITV	实现了大屏幕电视、小屏ITV、智能手机间的“三屏互动”、“协同互传”，提升品牌影响力。

资料来源：东北证券整理。

(三) 产品结构优，盈利能力强

公司新品推出速度快，产品结构优化，高附加值产品比例保持较好水平。目前，公司 LED 背光电视渗透率已经由年初不到 10% 的水平上升至 60% 以上，预计年底有望达到 70% 左右；3D 电视渗透率也由年初的 3% 上升到了 20% 以上，预计今年年底有望超过 30%。

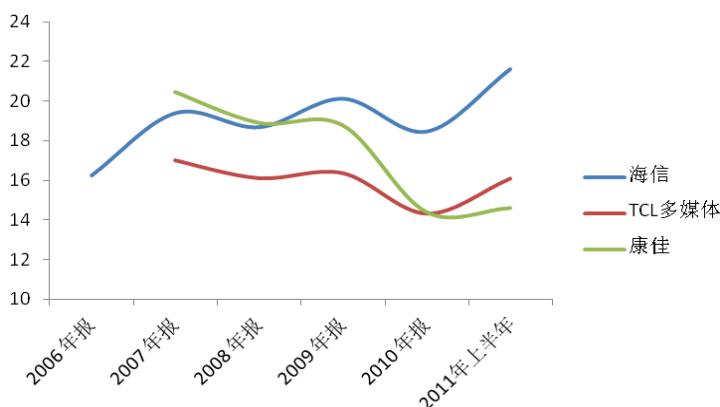
图 26：LED 电视渗透率



数据来源：产业在线，东北证券。

公司以其前瞻性的战略眼光，时刻把握市场先机，持续领先推出新品，是其产品盈利能力稳步提升的重要原因所在。今年 10 月份开始，在“ITV”推出并采取配套销售措施的带动下，公司高端电视销售占比会有进一步提升，产品毛利率将有望持续较好水平。

图 27：A 股同类上市公司彩电产品毛利率对照



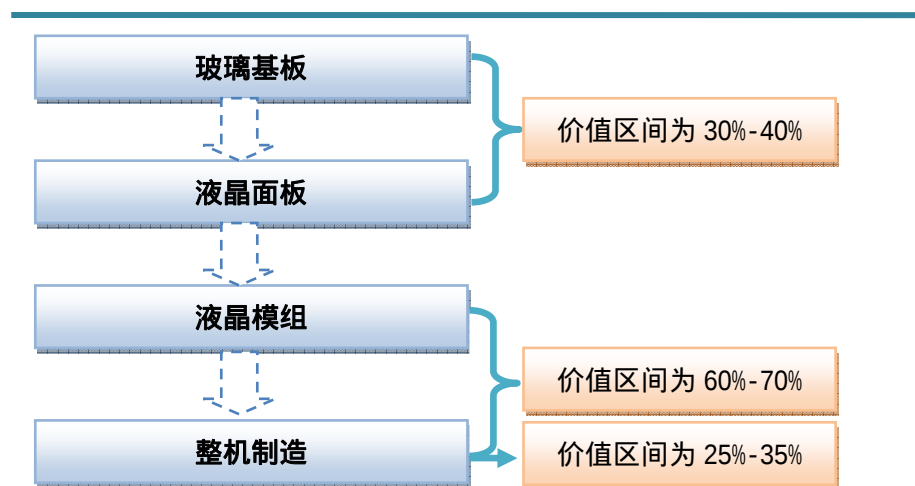
数据来源：各公司财报，东北证券。

(四) 模组深加工持续推进利于工艺优化和成本降低

1. 国内最早涉足液晶模组开发的彩电厂商

从液晶电视价值构成来看，液晶模组环节（含面板）所占比例高达 70%左右。为提升自身成本控制能力，国内彩电厂商纷纷开始涉足上游模组加工环节。2007 年 9 月，海信第一条液晶模组生产线正式投产，也是国内彩电行业的首条液晶模组生产线。

图 28：液晶电视产业价值链



资料来源：东北证券。

表 2：国内主要彩电厂商模组建设情况一览

	开建时间	建设方式	生产线	完全达产后模组产能
海信电器	2007 年 9 月	自建	8 条液晶模组、5 条 LED 背光模组	650 万台
创维	2008 年 4 月	合资	10 条液晶模组	1800 万台
TCL	2008 年 4 月	合资	8 条液晶模组	800 万台
深康佳 A	2009 年 2 月	自建	4 条液晶模组、4 条模组和电视一体	720 万台
四川长虹	2009 年 6 月	合资	4 条玻璃基板和液晶模组一体	360 万台

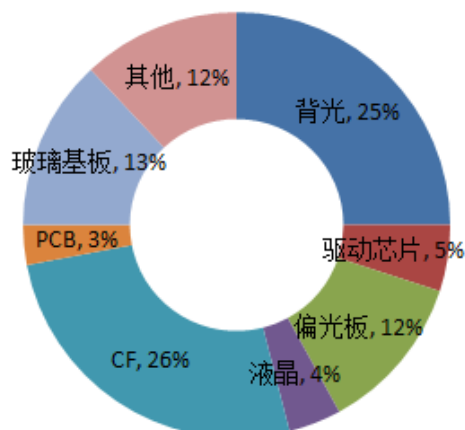
资料来源：东北证券整理。

2. 模组整机一体化设计与制造，提高制造效率和产品盈利能力

1) 电视液晶模组成本构成及关键技术

电视液晶模组主要由 CELL、BLU、电路板、驱动 IC、金属结构件以及塑料结构件等几部分组成，其中 CF、偏光片、玻璃基板和液晶是 CELL 的主要材料，所占材料成本比例约 50%左右，BLU 占整个液晶模组成本的 25%左右，是液晶模组的重要组成部分。

图 29：32 寸液晶模组成本构成



资料来源：displaysearch，东北证券。

液晶模组的关键技术主要包括 CELL 技术、驱动控制电路技术和背光模组技术。近几年，尽管越来越多的整机厂商开始涉足上游模组加工领域，但由于所掌握的技术以及对关键零部件的开发程度差异，也使得意味着整机厂商模组开发深度的不同。

2) 加大模组深度开发力度，提升可控成本比例

海信电器目前已经掌握了电视液晶模组的背光、驱动控制电路等关键技术，能够控制液晶模组超过 40% 的成本；未来随着持续推进在驱动 IC、增亮膜等液晶模组的关键技术和部件的自主开发，海信电器所能够控制的液晶模组成本比例有望上升至 50% 左右。

表 3：海信模组整机一体化进程

日期	项目进度	效果及评价
2005 年	推出“信芯”	中国音视频领域第一款具有自主知识产权的产业化芯片。
2005 年	开始研发 LED 背光组件关键技术	获得国家 863 计划的支持
2007 年 9 月	第一条液晶模组生产线正式投产	中国彩电业第一条液晶模组生产线，彻底打破国内液晶电视模组几乎全部依赖国外品牌的现状。
2008 年 8 月	液晶模组二期工程建成投产	年产能 150 万片（项目投资 2.1 亿元）。
2009 年	LED 背光技术领域获取 50 多项技术专利	有力地推动了海信平板电视和模组产业的发展。
2010 年	LED 液晶电视背光模组关键技术、整机系统设计、节能技术方面取得重大突破。	
	推进模组整机一体化设计与制造	国内第一家，大大简化了整机与模组产品的架构，优化了整机生产流程，降低了材料和能源消耗，提升了制造效率和产品盈利能力。
	推出首台采用自主背光技术市场化的 LED 液晶电视	全球第三家。
	LED 液晶背光模组生产线投产	国内首条。
2011 年	持续推进模组和整机一体化	在模组设计和制造上海信始终走在行业前列。

资料来源：东北证券整理。

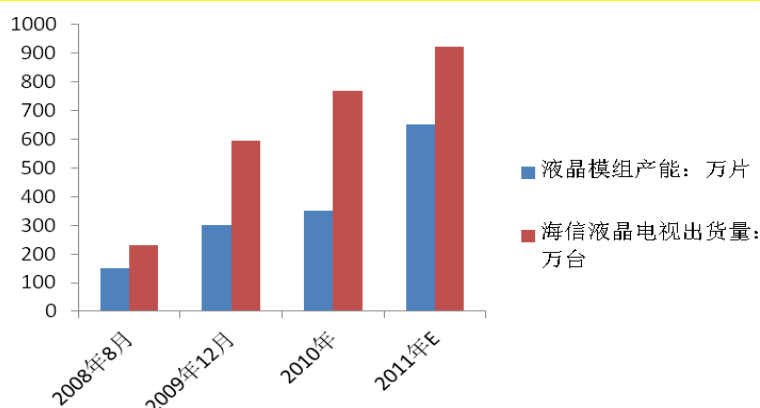
3) 模组整机一体化利于提升公司综合效益

除了提升成本控制能力外，海信电器加大模组深度开发力度，持续推进模组整机一体化设计和制造，实现整机生产流程的优化和整机产品的差异化，同时也保障了上游资源的稳定供应。

2010 年，公司模组整机一体化设计制造及配套项目所产生的收益约 2.41 亿元，提升公司利润率约 1.13 个百分点。2011 年以来，公司持续推进模组整机一体化战略，实施效果显著；今年上半年毛利率较去年同期提升 5 个百分点，达到 20.4% 的较高水平，其中一个主要原因就在于公司模组和整机一体化设计水平和制造能力的提高。

目前，公司液晶模组可用产能 650 万片，自制模组比例由上年的 45% 左右提升至 70% 左右；今年 9 月份，贵阳海信液晶模组项目投产，再增加产能 40 万片。未来三年公司模组自制比例将有望保持在 60% 左右，且模组整机一体化水平也将这一过程中不断得到提升，为公司生产效率提升、流程优化、整机产品差异化以及成本节约继续起着重要的作用效果。

图 30：海信液晶模组产能及液晶电视出货量情况



数据来源：东北证券。

(五) 费用率控制能力分析

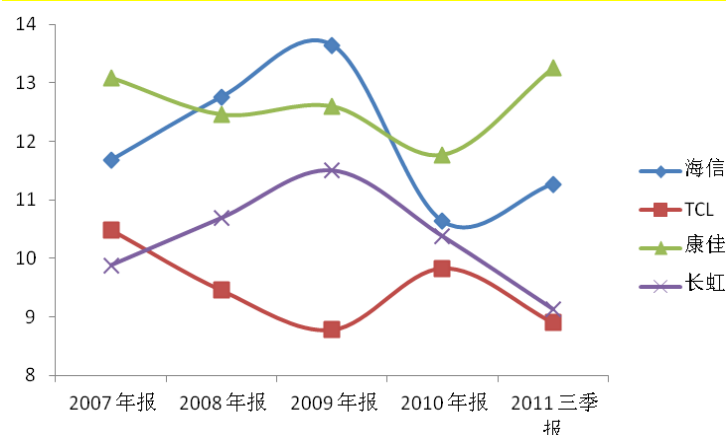
1. 销售费用率有望继续得到较好控制

2010年,公司销售费用同比下降10%,销售费用率由2009年的13.64%下降到10.63%。分析来看,公司2010年销售费用出现下降主要来自于三个方面的原因:

一是仓储物流费用的下降,2010年公司仓储物流费用约1.82亿元,同比下降21.21%;我们认为公司仓储物流费用的下降的主要原因之一是自建液晶模组项目的顺利实施。二是保修费用的下降,2010年公司保修费用约2.56亿元,同比下降15.17%。三是销售支持费用的下降,2010年,公司改变了销售政策,使得销售支持费用同比有48.4%的大幅下降,为2.53亿元。

2011年第三季度,公司销售费用率为9.98%,同比减少0.6个百分点,预计全年销售费用率将保持较好水平。未来随着自建液晶模组可用产能的提升,公司仓储物流费用仍将有望保持较好的水平。

图 31：A 股主要彩电上市公司销售费用率



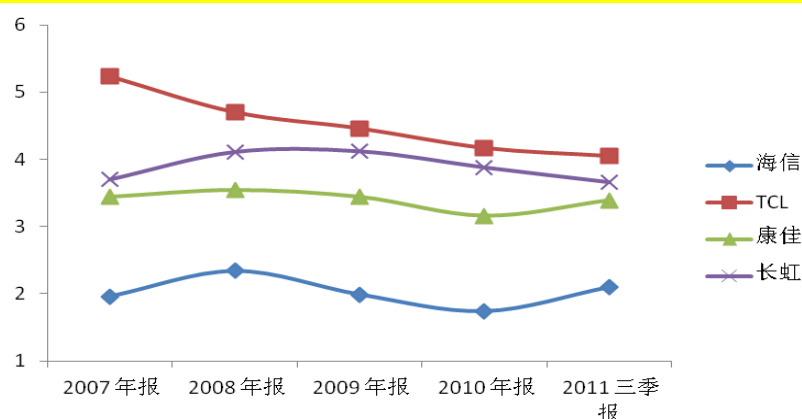
数据来源：各公司财报，东北证券。

2. 管理费用率有望保持在较合理水平

今年以来,受人工成本上涨,公司管理费用率有一定程度的上升;其中,今年前三季度管理费用率为 2.1%,同比增加 0.22 个百分点;但第三季度在销售收入增长带来的规模效应下,公司管理费用率仅为 1.85%,环比出现 1.85 个百分点的明显回落。第四季度是彩电的销售旺季,公司管理费用率第四季度通常也是是全年的低点,那么,我们预计公司 2011 年管理费用率将保持在 1.8%左右的较好水平。

未来,公司将继续加大管理费用支出的控制,管理费用率仍有望保持在 1.8%左右的合理水平。

图 32: A 股主要彩电上市公司管理费用率



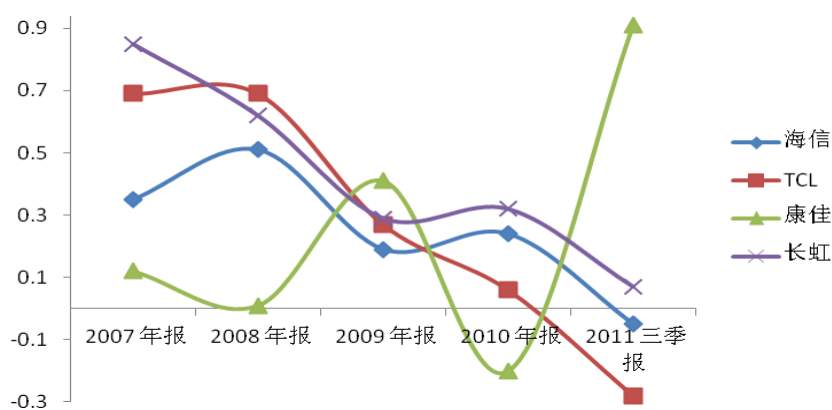
数据来源: 各公司财报, 东北证券。

3. 财务费用率保持良好, 现金流充裕

由于在海外市场品牌及渠道的弱势,国内家电企业在出口业务中对进口商依赖程度较高,也由此造成较多的应收账款;彩电企业也不例外,即出口业务占比很大程度上影响了企业的应收款周转速度。

海信电器出口业务所占比例相对不高,也在一定程度上提高了公司应收账款周转速度,提升资金运营效率,使得财务费用得到较好的控制,保持充足的现金流。

图 33: A 股主要彩电上市公司财务费用率



数据来源: 各公司财报, 东北证券。

五、 主要结论

1. 液晶电视未来几年仍将是彩电市场主流。

我们认为，全球彩电市场未来几年仍将以液晶电视为主流，预计到 2014 年 CRT 电视将退出历史舞台；未来几年，彩电产品将以液晶电视为基础不断进行技术和应用的革新，朝着更节能、更舒适、更功能化、更智能化方向持续发展。

2. 农村将成为国内平板电视需求增长的重要组成部分。

国内彩电市场未来将以产品升级换代为主的消费需求为主，农村市场巨大的更新需求将成为未来几年国内彩电市场需求增长的重要构成，技术推动下的城镇彩电升级换代需求将保持缓慢的增长。

3. 政策退出对国内彩电市场的负面影响是短期的、有限的。

今年 11 月底即将要退出的家电“下乡”政策终止在最早开始的“三省一市”的继续实施。尽管在政策实施的过程中，彩电成为最大的政策受益品类，但根据我们的分析来看，伴随农村居民收入水平的提升，农村市场已经开始步入平板电视对 CRT 电视的替代时期，家电“下乡”政策的退出对于农村市场彩电升级换代需求的影响只是短期的，而且影响程度也将是较为有限的。

同样，对于彩电行业而言，技术革新是加速消费升级的重要驱动因素，那么，家电“以旧换新”的退出，对于城镇居民彩电消费升级的负面也将只是短期的，而且也是比较有限的。

4. 海信市场份额有望在彩电产业升级中进一步提升。

伴随技术革新驱动下的产业升级，作为国内平板电视市场的领先企业，海信凭借自身较强的技术创新和产品开发优势，未来将集中越来越多的市场份额。

5. 海信电器有望持续保持较好的盈利能力。

我们认为，海信电器未来几年将持续以高于行业水平的增速保持平稳增长，且在其持续推动模组整机一体化的背景下，公司将保持较好的成本控制能力；同时凭借自身前瞻性的战略眼光，公司将持续领先推出新品。因此，未来几年，海信电器盈利能力将持续保持较好的水平。

六、 盈利预测及投资建议

我们维持对海信电器未来几年的盈利预测，预计 2011 年、2012 年、2013 年营收增速分别为 9.5%、13.7%、12.8%，给予 EPS 分别为 1.36 元、1.57 元和 1.79 元，对应动态 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍，估值水平偏低，维持“推荐”投资评级。

七、 主要风险

价格战、人民币升值等。

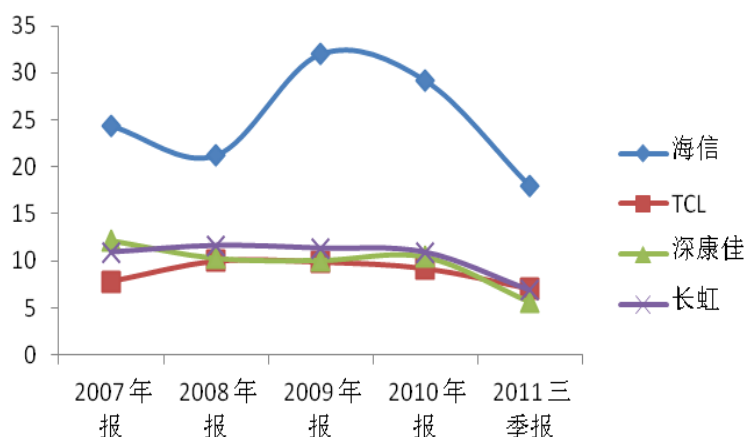
表 4：利润表（预测：百万元）

	2010A	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	21263.70	23283.67	26473.61	29861.49
营业成本	17576.16	18673.50	21258.31	23993.70
营业税金及附加	65.64	69.85	79.42	89.58
营业费用	2260.13	2691.59	3044.47	3404.21
管理费用	369.69	421.43	455.35	507.65
财务费用	51.77	60.54	52.95	53.75
资产减值损失	53.13	50.00	55.00	60.00
投资收益	18.34	5.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	905.53	1321.75	1533.12	1757.59
其他非经营损益	73.88	80.00	80.00	80.00
利润总额	979.40	1401.75	1613.12	1837.59
所得税	140.02	210.26	241.97	275.64
净利润	839.39	1191.49	1371.15	1561.95
少数股东损益	4.48	7.15	8.23	9.37
归属母公司股东净利润	834.91	1184.34	1362.93	1552.58

数据来源：东北证券。

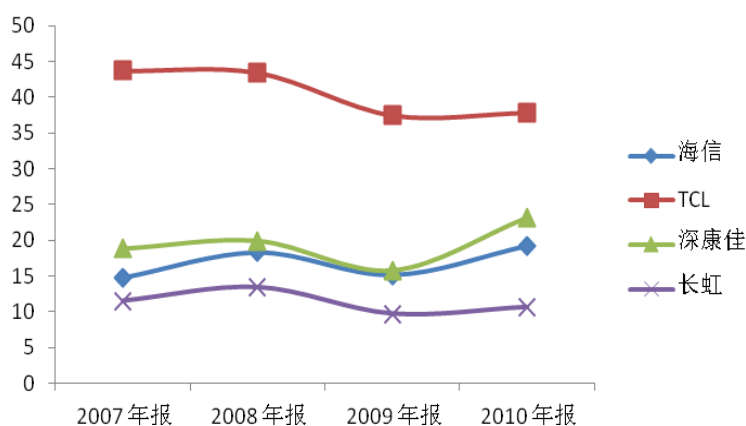
附 1：A 股彩电类上市公司财务状况比较

附图 1：A 股主要彩电上市公司应收账款周转率



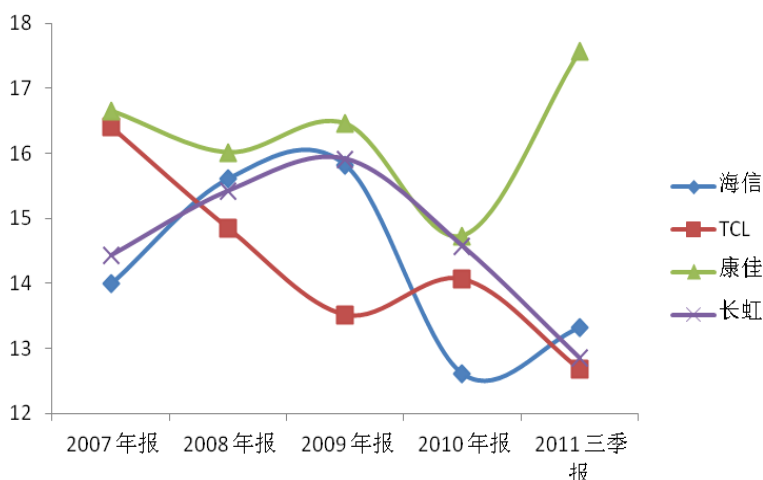
数据来源：各公司财报，东北证券。

附图 2：A 股主要彩电上市公司出口业务占比



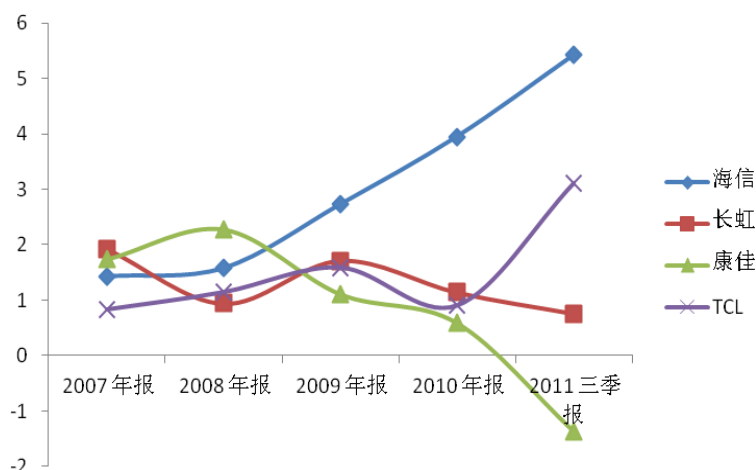
数据来源：各公司财报，东北证券。

附图 3：A 股主要彩电上市公司期间费用率对照



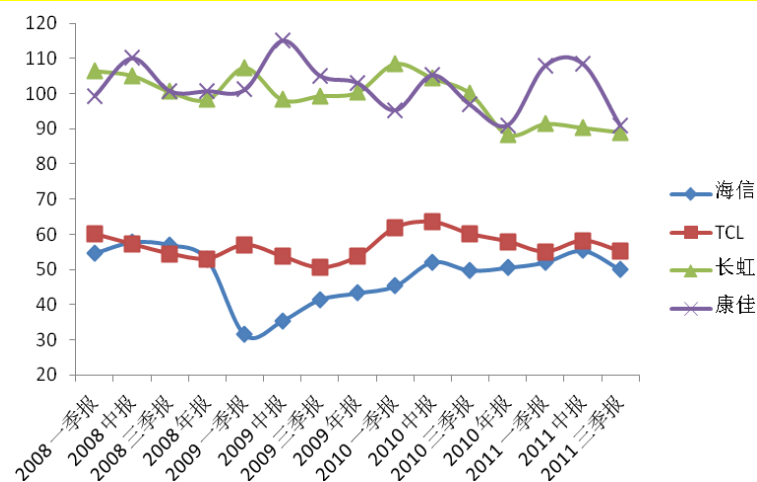
数据来源：各公司财报，东北证券。

附图 4：A 股主要彩电上市公司净利润率对照



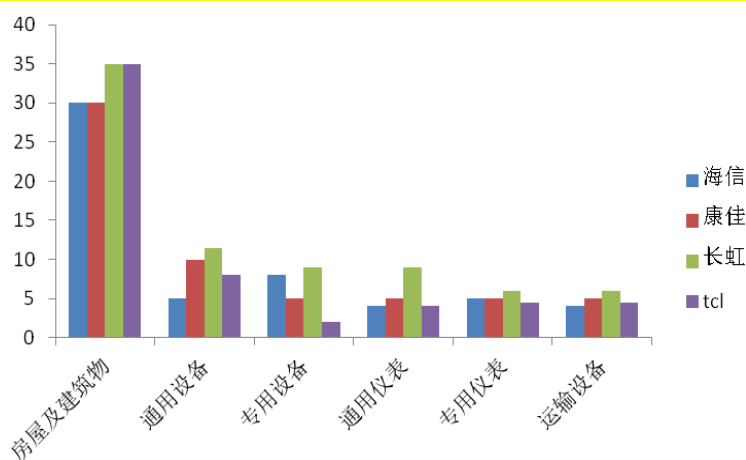
数据来源：各公司财报，东北证券。

附图 5：A 股彩电上市公司库存周转天数对照



数据来源：各公司财报，东北证券。

附图 6：A 股彩电类上市公司各类固定资产平均折旧年限对照



数据来源：各公司财报，东北证券。

附 2：A 股家电类上市公司估值现状

表：A 股家电类上市公司当前估值一览

证券代码	证券简称	市盈率 (PE, TTM) 11-1	市净率 (PB, 11-1)	市现率(PCF, 经 营现金流 TTM) 11-1	市销率 (PS, TTM) 11-1
600060.SH	海信电器	8.95	1.78	13.37	0.51
600690.SH	青岛海尔	10.24	3.43	4.71	0.38
000418.SZ	小天鹅 A	10.36	2.03	13.76	0.46
000651.SZ	格力电器	10.75	3.44	9.19	0.69
002242.SZ	九阳股份	12.09	2.84	13.51	1.30
000527.SZ	美的电器	13.85	2.38	-37.42	0.46
002035.SZ	华帝股份	14.88	4.67	18.20	1.22
000921.SZ	ST 科龙	15.16	7.76	-447.62	0.36
600983.SH	合肥三洋	15.85	4.36	22.24	1.47
000100.SZ	TCL 集团	17.94	1.72	13.09	0.32
002429.SZ	兆驰股份	18.78	2.43	-76.74	1.78
002543.SZ	万和电气	20.26	2.07	-29.18	1.65
002050.SZ	三花股份	23.13	3.20	39.52	2.06
002032.SZ	苏泊尔	23.28	4.13	64.59	1.60
600619.SH	海立股份	23.32	2.99	-47.43	0.66
000521.SZ	美菱电器	23.76	1.34	-13.83	0.43
002508.SZ	老板电器	25.52	2.89	28.47	2.91
002418.SZ	康盛股份	26.05	1.82	-9.46	1.73
600839.SH	四川长虹	26.56	0.96	-29.65	0.26
002366.SZ	丹甫股份	26.76	2.33	20.09	2.44
002614.SZ	蒙发利	28.98	2.39	73.54	2.33
002413.SZ	常发股份	29.26	2.56	-55.88	1.58
300160.SZ	秀强股份	29.42	2.96	-43.63	3.81
002519.SZ	银河电子	29.53	2.41	-34.33	2.47
300217.SZ	东方电热	30.14	3.56	-70.78	4.63
002011.SZ	盾安环境	34.00	4.97	20.85	1.99
300247.SZ	桑乐金	34.78	2.87	46.01	7.68
002420.SZ	毅昌股份	35.71	2.02		1.54
002290.SZ	禾盛新材	39.75	3.47	-22.02	3.00
600336.SH	澳柯玛	41.29	3.51	16.43	0.50
002616.SZ	长青集团	43.27	3.51	38.31	3.05
002403.SZ	爱仕达	67.13	1.87	-21.68	1.33

数据来源：WIND，东北证券。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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征价。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。本报告版权归我公司所有。