

海信电器 (600060.SH) 视听器材行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号：S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅

联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

海信电器股东增持公司股份；

事件

公司于 2011 年 12 月 19 日发布公告：2010 年 12 月 28 日至 2011 年 12 月 19 日期间，海信电子（公司控股股东海信集团有限公司的一致行动人）已通过上交所证券交易系统增持公司股份 961.8 万股，增持了总股本的 1.11%，增持后海信电子持股 3.23%；即 2010 年 12 月 28 日增持 0.51% 后，本次增持了 0.60%。原增持计划是在 2011 年 12 月 28 日前增持股份不超过总股本的 2%。

评论

增持说明股东认为公司股价已被低估，看好公司未来发展：继美的电器近期被大股东增持后，海信二股东也增持了海信电器股份，说明家电行业业内有一种公司股价偏低的共识。2008 年至今公司已有 4 次增持（图表 2），历史证明公司每次增持都是正确的：增持正是基于对未来公司业绩的看好，公司业绩也被证明是令人满意的，2008 年至今公司净利润保持高增长（图表 1）。

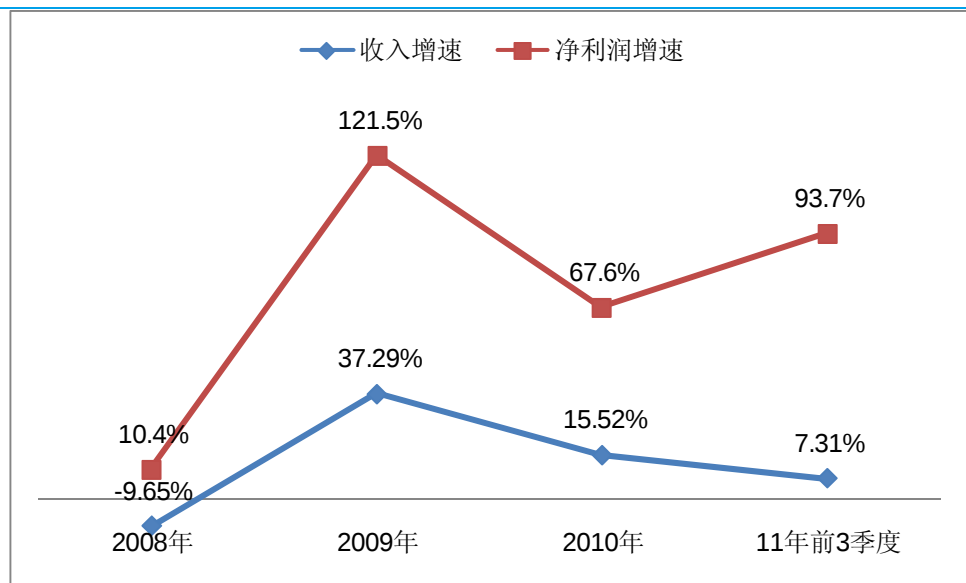
产品更新速度快、成本控制能力强，公司具备较强竞争力。从 LCD 的革命到 LED 的升级，公司总能领先竞争对手切入新产品，3D 和智能电视的产品升级正在进行，公司产品结构优势使得公司产品均价更高；国内面板线相继投产使面板价格压力减小，公司通过模组深度自制等方式可进一步降低成本；因此公司比竞争对手盈利能力更强。

近期行业增速好于白电，公司利润增长可继续超行业。统计局口径前 11 月电视机累计产量增速 6.3%，11 月当月增速 16.8%，下半年增速较上半年-1.4% 的产量增速大为改观。这一方面是去年基数低的原因，另一方面是下半年厂商将面板降价的实惠转移给消费者，因此行业出现价跌量升。预计明年上半年因基数小而可能继续保持由于白电的增速，增速推动因素是产品升级和价格下降等共同推进的结果（明年也有推出电视节能补贴的可能性），公司靠技术和成本优势可获得超行业增速。

投资建议

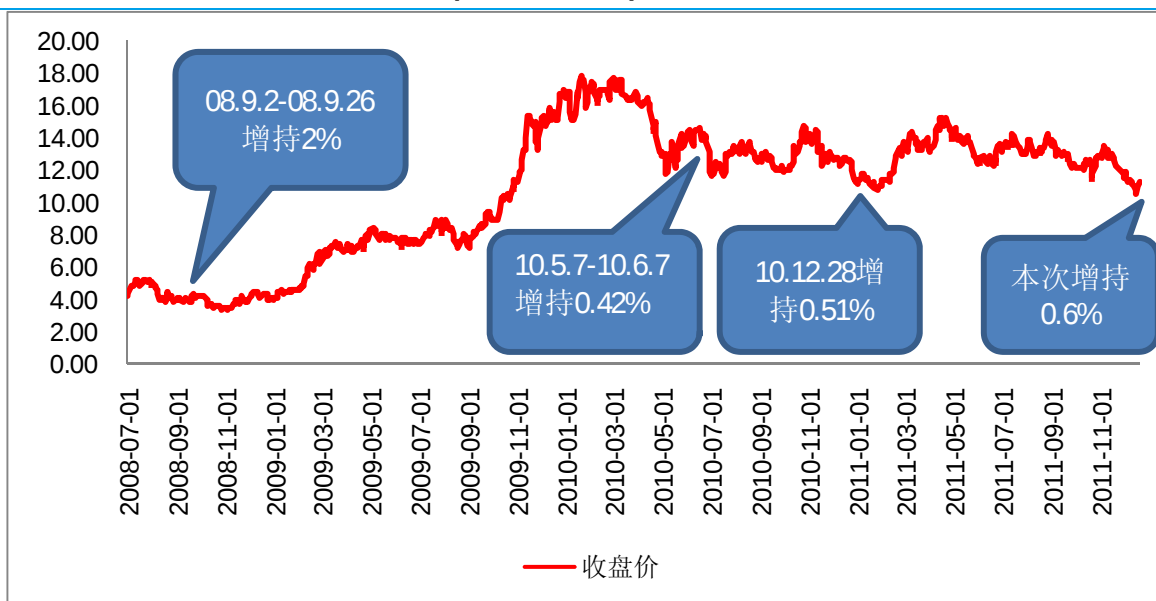
我们认为短期内电视销量增速提高受价格下降促进作用较大，但对收入和利润的提升相对有限；长期来看，近 4 亿台 CRT 存量的更换需求将在新品更吸引人和液晶电视价格更低廉的双重作用下逐步被激发，公司产品竞争力和盈利能力较强，未来利润能够持续增长且增速超过行业。我们小幅上调公司盈利预测 3%，2011-2013 年收入分别为 230、256、279 亿元，增速为 8.2%、11.4%、8.9%；EPS 为 1.417、1.630、1.845 元，净利润增速为 47.1%、15.1%、13.2%。目前价格为 11.28 元，对应 11 年、12 年 PE 为 7.96、6.92 倍，具备长期投资价值，维持“买入”评级。

图表1：公司净利润增速快速增长



来源：公司年报，国金证券研究所

图表2：公司每次增持时，股价都处于相对低点(股价为前复权)



来源：wind，公司公告，国金证券研究所

图表3：公司三张表预测及摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	13,407	18,407	21,264	23,014	25,646	27,923
增长率		37.3%	15.5%	8.2%	11.4%	8.9%
主营业务成本	-11,026	-14,905	-17,576	-18,448	-20,607	-22,469
%销售收入	82.2%	81.0%	82.7%	80.2%	80.4%	80.5%
毛利	2,381	3,502	3,688	4,566	5,039	5,454
%销售收入	17.8%	19.0%	17.3%	19.8%	19.6%	19.5%
营业税金及附加	-54	-51	-66	-46	-51	-56
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-1,711	-2,511	-2,260	-2,647	-2,898	-3,099
%销售收入	12.8%	13.6%	10.6%	11.5%	11.3%	11.1%
管理费用	-314	-366	-370	-460	-487	-503
%销售收入	2.3%	2.0%	1.7%	2.0%	1.9%	1.8%
息税前利润（EBIT）	303	574	992	1,413	1,602	1,796
%销售收入	2.3%	3.1%	4.7%	6.1%	6.2%	6.4%
财务费用	-68	-34	-52	0	0	0
%销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-30	-75	-53	-27	-14	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	18	5	10	15
%税前利润	0.2%	0.7%	1.9%	0.3%	0.6%	0.8%
营业利润	205	469	906	1,390	1,598	1,810
营业利润率	1.5%	2.5%	4.3%	6.0%	6.2%	6.5%
营业外收支	64	145	74	60	70	80
税前利润	269	614	979	1,450	1,668	1,890
利润率	2.0%	3.3%	4.6%	6.3%	6.5%	6.8%
所得税	-58	-112	-140	-218	-250	-283
所得税率	21.4%	18.3%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	211	502	839	1,233	1,418	1,606
少数股东损益	-14	4	4	5	5	7
归属于母公司的净利润	225	498	835	1,228	1,413	1,599
净利率	1.7%	2.7%	3.9%	5.3%	5.5%	5.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	211	502	819	1,233	1,418	1,606
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	215	253	135	247	244	245
非经营收益	7	-165	-62	153	-81	-95
营运资金变动	-215	-225	-351	-3,488	2,925	27
经营活动现金净流	218	365	541	-1,854	4,506	1,784
资本开支	-94	-174	-238	-138	-172	-55
投资	-4	-109	0	167	-1	0
其他	0	0	2	5	10	15
投资活动现金净流	-98	-284	-235	34	-163	-40
股权募资	0	1,504	0	-547	547	0
债权募资	0	0	0	-19	0	1
其他	-65	-63	-82	16	0	0
筹资活动现金净流	-65	1,441	-82	-551	547	1
现金净流量	54	1,523	224	-2,372	4,890	1,744

来源：公司年报，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	676	2,198	2,437	65	4,956	6,700
应收款项	2,858	4,262	5,897	6,366	7,094	7,652
存货	1,193	2,396	2,544	2,426	2,724	2,866
其他流动资产	36	29	26	18	0	24
流动资产	4,763	8,885	10,904	8,876	14,773	17,242
%总资产	80.5%	86.0%	87.4%	88.3%	92.6%	94.2%
长期投资	41	153	167	0	0	0
固定资产	955	1,017	1,088	1,101	1,108	995
%总资产	16.2%	9.8%	8.7%	11.0%	21.0%	20.9%
无形资产	119	104	101	73	65	59
非流动资产	1,151	1,445	1,573	1,173	1,176	1,056
%总资产	19.5%	14.0%	12.6%	11.7%	7.4%	5.8%
资产总计	5,914	10,330	12,477	10,049	15,949	18,298
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	2,730	5,044	6,397	3,538	7,182	7,851
其他流动负债	10	203	268	0	314	364
流动负债	2,741	5,247	6,666	3,538	7,496	8,215
长期贷款	7	7	7	7	7	8
其他长期负债	90	59	19	0	0	0
负债	2,837	5,312	6,692	3,545	7,502	8,223
普通股股东权益	2,959	4,907	5,673	6,370	8,330	9,929
少数股东权益	117	124	129	134	139	146
负债股东权益合计	5,914	10,343	12,494	10,049	15,972	18,298

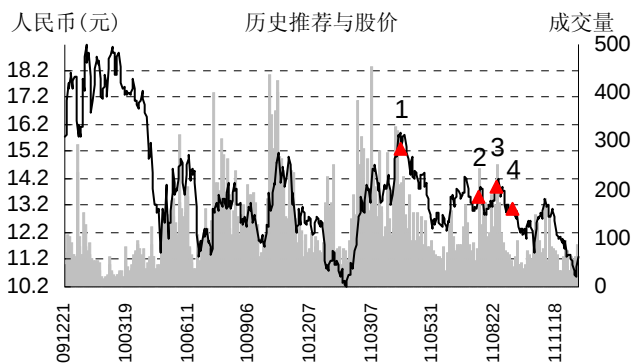
比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.456	1.009	1.445	1.417	1.630	1.845
每股净资产	5.993	8.493	6.546	7.350	9.612	11.457
每股经营现金净流	0.440	0.632	0.645	-2.140	5.200	2.058
每股股利	0.000	0.100	0.120	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.60%	10.15%	14.72%	19.28%	16.96%	16.11%
总资产收益率	3.80%	4.82%	6.68%	12.22%	8.85%	8.74%
投入资本收益率	7.71%	9.31%	14.64%	18.44%	16.07%	15.14%
增长率						
主营业务收入增长率	-9.65%	37.29%	15.52%	8.23%	11.44%	8.88%
EBIT增长率	-3.86%	89.64%	72.89%	42.39%	13.42%	12.07%
净利润增长率	10.37%	121.47%	67.57%	47.07%	15.06%	13.19%
总资产增长率	-5.84%	74.90%	20.80%	-19.46%	58.94%	14.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.2	11.8	13.3	14.0	14.0	13.0
存货周转天数	53.7	45.5	53.5	50.0	50.0	48.0
应付账款周转天数	60.6	54.5	68.6	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	24.8	20.0	18.7	17.8	16.0	13.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.76%	-43.57%	-41.89%	-0.90%	-58.44%	-66.42%
EBIT利息保障倍数	4.4	16.8	19.2	3,136.1	3,557.1	3,701.6
资产负债率	47.98%	51.36%	53.56%	35.27%	46.97%	44.94%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-04-18	买入	15.31	21.00 ~ 22.00
2	2011-08-01	买入	13.51	17.80 ~ 17.80
3	2011-08-24	买入	13.92	17.80 ~ 17.80
4	2011-09-15	买入	13.08	18.00 ~ 18.00

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B