



海信电器 (600060.sh)

提升高端占比，深化模组自制，盈利增长不断超预期

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

技术、产品领先，支撑高盈利

公司 2011 年业绩 100%以上增长，大幅超全市场预期，其中推算四季度在去年高基数下实现 100%以上增长。拆分第四季度增长动力：1) 受春节及政策退出影响，销售规模大幅增长；2) 产品结构优化、深化模组自制等多因素共同影响下，毛利率同比大幅提升 2-3 个百分点；3) 规模优势下，费用率略有下滑（预计 1 个百分点）；4) 四季度公司收到国家项目奖励基金等补贴也部分贡献利润增长。

我们认为，公司多年研发积累的技术优势、新品创新优势以及上下游整合优势是公司在复杂黑电行业中立于不败地位的关键因素之一，而这些优势也较长时间内依然是支撑公司增长超于行业的重要因素。

下一阶段经营增长有信心

2012 年开年，公司高端 3D/智能机销量增长良好，春节期间 3D 出货占比达到 30%左右。3D/智能等新品畅销将会拉动总体销量增长。公司计划 2012 年销量增长 18%左右，内销市占率提升 1 个百分点，出口渠道合作畅通，销量增长势头较好，对销量增长有信心。

另一方面，公司还将加大模组自制比率以及自制深度。预计公司 2012 年模组自制上占比提升到 60%左右，且大尺寸配程度比还会加深。同时在 3D 电视模组自制上还会继续推进，对高毛利率的维持，起积极作用。

盈利预测及估值

预计公司 2011/2012/2013 年盈利预测分别为 1.93/2.13/2.33 元。相对 11 年盈利目前估值不足 8 倍，按照 2012 年 9 倍估值，目标价 19.16 元，维持买入评级。

风险提示：竞争对手大幅降价。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18406.55	21263.70	24643.33	27556.91	30519.83
增长率(%)	37.29%	15.52%	15.89%	11.82%	10.75%
EBITDA(百万元)	752.38	1182.49	2144.17	2244.59	2454.73
净利润(百万元)	498.23	834.91	1677.08	1849.90	2031.75
增长率(%)	121.47%	67.57%	100.87%	10.31%	9.83%
每股收益(元)	0.86	0.96	1.93	2.13	2.34
市盈率	29.91	11.99	6.15	5.58	5.08
市净率	3.04	1.76	1.40	1.12	0.92
EV/EBITDA	16.89	6.41	2.91	2.01	1.02

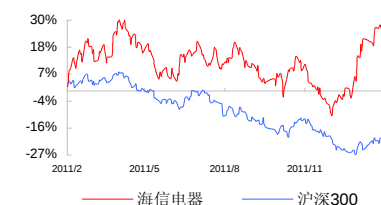
数据来源:青岛海信电器股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	14.87 元
合理价值	19.16 元
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	19.25	16.44	24.02
沪深 300	3.53	-6.15	-18.38

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

868/868

主要股东:

海信集团有限公司

主要股东持股比例 41.25%

流通 A 股比例 100.00%

财务比率

ROE 14.72%

ROA 7.31%

资产负债率 53.56%

2010 年报数据

1. 四季度业绩大幅超预期受多方面因素影响

公司2011年业绩100%以上增长，大幅超市场预期，其中推算四季度在去年高基数下实现100%以上增长。四季度业绩大幅增长受多种利好因素影响。

1.1 收入规模大幅增长

内销方面，2011年末家电下乡、以旧换新等政策退出预期下，带来部分彩电的提前消费，12月整体销售增长较好。此外，由于2012年春节提前到1月份，整机厂商12月加大产品供货，带来销量大幅增长。

图1：2011年彩电行业销售量(单位:万台)

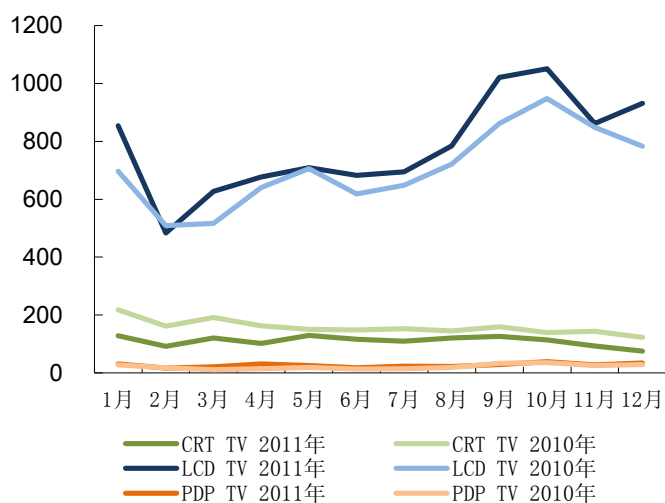
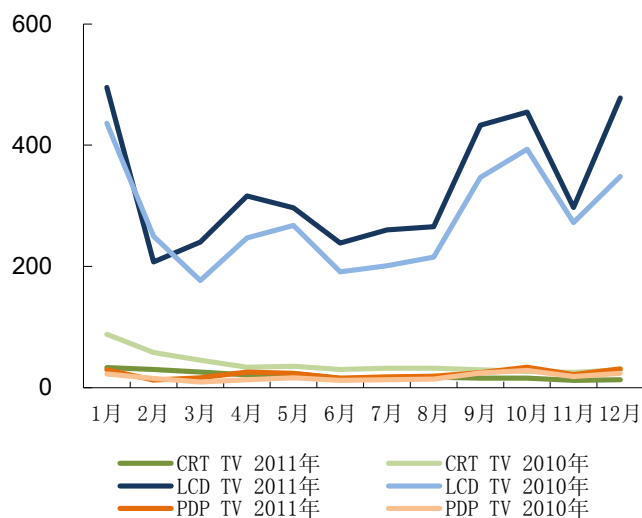


图2：2011年彩电内销量(单位:万台)



数据来源：产业在线，广发证券

1.2 产品面：高端产品占比提升明显

公司主要电视产品包括CCFL-LCD，LED，3D/智能电视。其中，以盈利较好的3D为例（毛利率约在28%左右），11年末，3D电视出货量占比20-21%（春节期间占比30%），相比11年初14%，有较大幅度提升。LED出货占比从年初40%提升到80%左右。高端产品占比提升是拉动毛利率的重要因素。

图2：2011年各品牌分类型销量占比(单位:%)

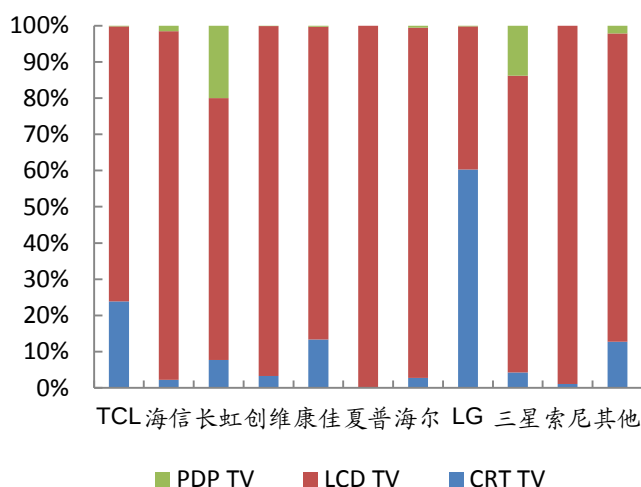
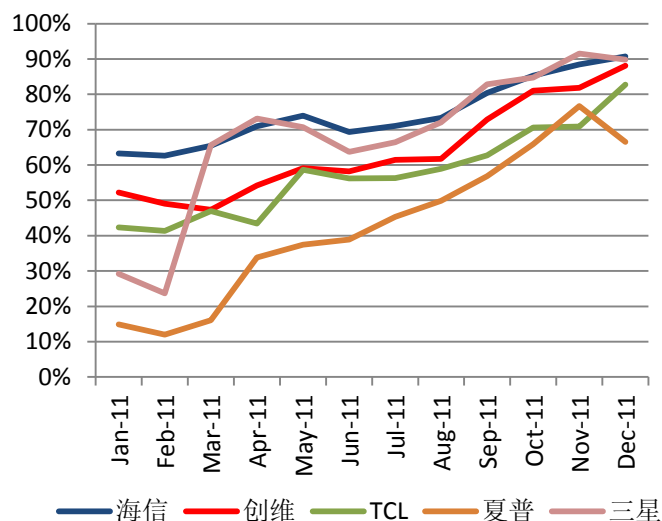


图3：各品牌LED/LCD占比(单位: %)



数据来源：产业在线，中怡康，广发证券

1.3 模组一体化：横向、纵向深化

2011年公司模组自制在50%左右。自制模组销量500万套，数量上和上半年相当。但与上半年比，下半年在模组自制的深度上有较大的提升，主要表现在：1)除open cell，其他部件基本自制或半自制程度高；2)下半年开始做（导光板）大尺寸自制配比。

模组一体化程度加深，一方面，直接贡献毛利率提升，另一方面通过整合上游，公司与上游供应商形成较好产业链联盟，在面板供应、产品质量控制等方面也形成较好协同，减少废品率，进一步提升毛利率。

1.4 规模效应下，费用率略有平摊

四季度在规模大幅增长下，费用率略有平摊，预计费用率下降1个百分点。未来来看，虽然在研发、新品投入上还会加大力度，但规模还在继续增长，预计2012年费用率维持上一年水平。

1.5 补贴部分贡献

四季度公司收到承担国家项目的奖励基金，和政府投资的奖励补助等补贴估计约在4000-5000万左右，对利润有所贡献，但非主要影响因素。

2. 下一阶段经营增长有信心

2.1 销量在2011年基础上，目标增长17-18%。

分解来看，

1，出口，预计有较好的增长。从目前出口规划看，计划目标能够实现。预计12年能够实现300万-400万出口规模。

公司出口销售走海信集团国际营销平台，净利率固定。毛利率上与内销相差较大（约4%-5%），但几乎没有费用，出口占比提升对公司高盈利影响不大。

目前欧美整体占比不高，公司在美国渠道上合作较好，势头较佳，未来还有很大的提升空间。

2，内销，计划增加市占率一个百分点。市占率提升，主要靠新产品推出（带动老产品销售）方式，进一步优化结构。拉开与竞争对手市占率的差距，同时，新产品较高毛利，也保证高毛利率的维持。

2.2 模组自制比例目前50%， 2012年目标提升10个百分点。

四季度模组自制率与二季度相差不多，为50%，但对经营的实际贡献相比二季度提升较多。中期时，公司大尺寸刚开始做，产能释放较小。目前42寸以上模组都可以做，技术已比较成熟。2011年四季度，也开始发展3D的模组自制。

预计2012年自制比例、深度以及3D模组自制，还会继续推进。对高毛利率的维持，起积极作用。

盈利预测及估值

预计公司2011/2012/2013年盈利预测分别为1.93/2.13/2.33元。相对11年盈利目前估值不足8倍，按照2012年9倍估值，目标价19.16元，维持买入评级。

风险提示

竞争对手大幅降价。

资产负债表

单位：百万元

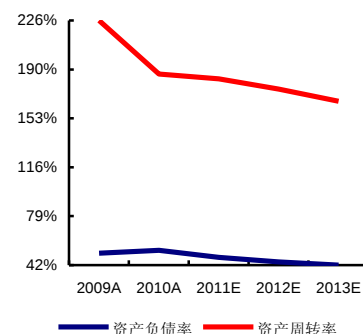
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	8,885	10,904	13,434	16,084	19,131
货币资金	2,198	2,437	4,436	5,824	7,832
应收及预付	4,291	5,923	6,391	7,281	8,014
存货	2,396	2,544	2,608	2,978	3,285
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,458	1,590	1,097	919	694
长期股权投资	120	135	135	135	135
固定资产	1,008	1,093	830	649	444
在建工程	21	11	31	46	36
无形资产	104	101	69	58	47
其他长期资产	204	250	32	32	32
资产总计	10,343	12,494	14,531	17,003	19,825
流动负债	5,247	6,666	6,997	7,607	8,383
短期借款	0	0	342	0	0
应付及预收	5,246	6,665	6,654	7,606	8,382
其他流动负债	1	1	1	1	1
非流动负债	65	26	27	28	30
长期借款	7	7	9	9	10
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	19	18	19	20
负债合计	5,312	6,692	7,023	7,634	8,413
股本	578	867	869	869	869
资本公积	2,927	2,653	2,653	2,653	2,653
留存收益	1,421	2,170	3,847	5,697	7,729
归属母公司股东权益	4,907	5,673	7,369	9,219	11,250
少数股东权益	124	129	139	150	162
负债和股东权益	10,343	12,494	14,531	17,003	19,825

利润表

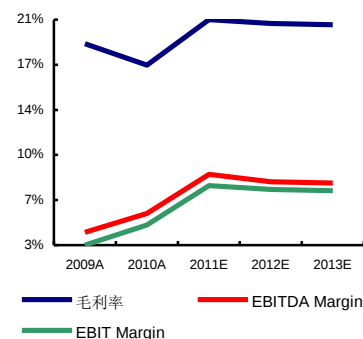
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	18407	21264	24643	27557	30520
营业成本	14905	17576	19482	21888	24275
营业税金及附加	51	66	77	85	94
销售费用	2511	2260	2666	2976	3290
管理费用	366	370	493	546	594
财务费用	34	52	-9	-28	-36
资产减值损失	75	53	45	5	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	18	8	11	10
营业利润	469	906	1896	2098	2313
营业外收入	170	80	93	91	90
营业外支出	25	6	12	10	11
利润总额	614	979	1977	2179	2393
所得税	112	140	290	318	349
净利润	502	839	1687	1861	2044
少数股东损益	4	4	10	11	12
归属母公司净利润	498	835	1677	1850	2032
EBITDA	752	1182	2144	2245	2455
EPS (元)	0.86	0.96	1.93	2.13	2.34

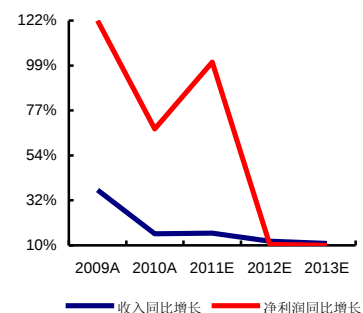
资产负债率趋势



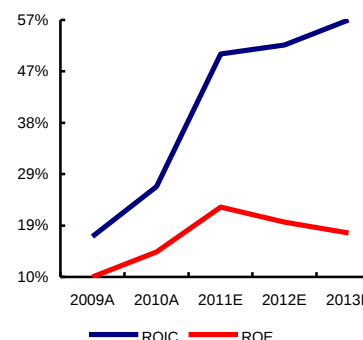
经营利润率趋势



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

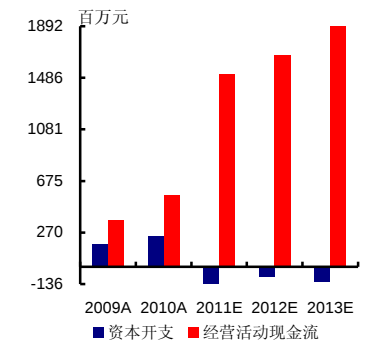
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	365	559	1,504	1,650	1,880
净利润	502	839	1,687	1,861	2,044
折旧摊销	179	190	220	182	189
营运资金变动	-225	-402	-587	-314	-262
其它	-90	-69	184	-78	-90
投资活动现金流	-284	-239	144	89	126
资本支出	-174	-238	136	77	115
投资变动	-109	-1	8	11	10
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1,441	-82	351	-350	2
银行借款	0	0	344	-342	1
债券融资	0	0	-1	1	1
股权融资	1,504	0	2	0	0
其他	-63	-82	7	-9	0
现金净增加额	1,523	239	1,999	1,389	2,008
期初现金余额	676	2,198	2,437	4,436	5,824
期末现金余额	2,198	2,437	4,436	5,824	7,832

主要财务比率

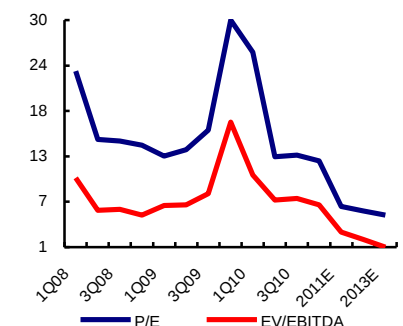
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	37.3%	15.5%	15.9%	11.8%	10.8%
营业利润	128.7%	93.0%	109.4%	10.6%	10.3%
归属于母公司净利润	121.5%	67.6%	100.9%	10.3%	9.8%
获利能力					
毛利率	19.0%	17.3%	20.9%	20.6%	20.5%
净利率	2.7%	3.9%	6.8%	6.8%	6.7%
ROE	10.2%	14.7%	22.8%	20.1%	18.1%
ROIC	17.5%	26.5%	50.4%	52.0%	56.5%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	53.6%	48.3%	44.9%	42.4%
净负债比率	-43.6%	-41.9%	-54.4%	-62.1%	-68.5%
流动比率	1.69	1.64	1.92	2.11	2.28
速动比率	1.23	1.25	1.54	1.72	1.89
营运能力					
总资产周转率	2.26	1.86	1.82	1.75	1.66
应收账款周转率	32.02	29.21	30.10	29.80	29.89
存货周转率	8.31	7.12	7.47	7.35	7.39
每股指标 (元)					
每股收益	0.86	0.96	1.93	2.13	2.34
每股经营现金流	0.63	0.65	1.73	1.90	2.16
每股净资产	8.49	6.55	8.48	10.61	12.95
估值比率					
P/E	29.9	12.0	6.2	5.6	5.1
P/B	3.0	1.8	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	16.9	6.4	2.9	2.0	1.0

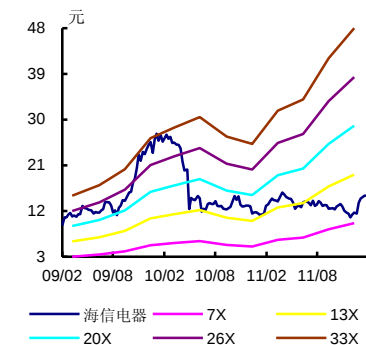
资本支出与经营活动现金流



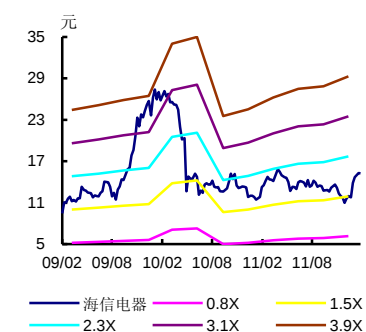
相对估值



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。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。