



海信电器

智能电视龙头，受益客厅经济

观点聚焦

投资建议

上调公司评级至“推荐”。公司作为智能电视龙头，将受益于2016年智能电视平台商业化起步。

理由

2016年将是智能电视平台商业化元年：1) 2016年，海信、创维、TCL三大智能电视平台累计活跃用户数量进入商业化规模(>1,000万)，将带动智能电视平台商业化。2) 2016年智能电视家庭渗透率将超过20%，促使传统电视广告向智能电视广告分流。当前传统的电视广告规模每年1,600亿元。3) 视频收费、在线游戏、在线教育、在线购物未来前景广阔，但目前还处于培育期。4) 基于当前产业链结构，掌握智能电视可以分享客厅经济的收益，但不需要承担内容投入的资金和风险。

海信将受益智能电视平台：1) 海信电器当前智能电视激活用户1,200万，日活跃用户500万。海信每年可新增600万智能电视用户，行业领先。2) 2015年海视云(海信智能电视平台)各种商业模式试点，例如接受蒙牛、加多宝的1,000万元广告投放；引入腾讯运营智能电视游戏；建设智能电视购物平台聚享购，销售韩国免税商品。3) 未来三年，我们最看重智能电视平台带来的广告收益。预计2016年海信智能电视平台的收益将在2亿以上，这部分收益边际成本为0。海信将销售开机广告以及分享视频网站的贴片广告收益(15%比例)。

公司文化推崇稳健，智能电视龙头地位稳固：1) 海信电器是海信集团控股公司，国有企业，企业文化特点是稳健。2) 中国市场海信电视销量稳步提升，盈利能力维持稳定。2012年以来，数据上没有受到互联网企业的冲击。2) 海信品牌具有溢价权，是国内品牌中零售均价最高的。公司当前主推曲面电视、ULED技术，具有一定的差异化。

盈利预测与估值

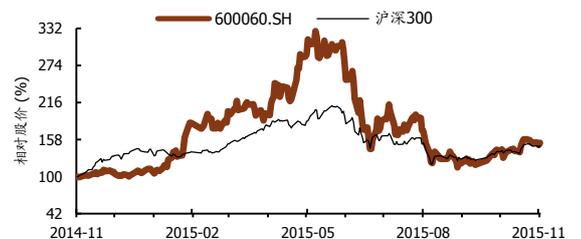
维持盈利预测，2015/16年EPS 1.08、1.22元，分别同比+1%、13%。上调至推荐评级，目标价22.71元(上调26%)，对应12x 2015e P/E+120亿元智能电视平台价值。

风险

市场竞争风险；公司转型风险。

上调至推荐

股票代码	600060.SH
评级	↑ 推荐
最新收盘价	人民币 17.14
目标价	人民币 22.71
52周最高价/最低价	人民币 37.00~11.03
总市值(亿)	人民币 224
30日日均成交额(百万)	人民币 526.87
发行股数(百万)	1,308
其中：自由流通股(%)	49
30日日均成交量(百万股)	31.80
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	28,480	29,007	30,548	32,779
增速	12.8%	1.9%	5.3%	7.3%
归属母公司净利润	1,583	1,400	1,417	1,600
增速	-1.3%	-11.6%	1.2%	12.9%
每股净利润	1.21	1.07	1.08	1.22
每股净资产	7.56	8.27	9.03	9.92
每股股利	0.37	0.33	0.33	0.37
每股经营现金流	1.00	0.73	1.13	0.86
市盈率	14.2	16.0	15.8	14.0
市净率	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.3	11.8	13.2	11.0
股息收益率	2.1%	1.9%	1.9%	2.2%
平均总资产收益率	8.3%	6.9%	6.5%	6.8%
平均净资产收益率	17.0%	13.5%	12.5%	12.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

何伟

分析师

wei3.he@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080512010001

SFC CE Ref: BBH812

郭海燕

分析师

haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表				
营业收入	28,480	29,007	30,548	32,779
营业成本	23,376	24,124	25,500	27,390
营业税金及附加	101	104	122	131
营业费用	2,501	2,549	2,627	2,786
管理费用	773	819	825	852
财务费用	-56	-43	-44	-38
其他	0	0	0	0
营业利润	1,785	1,419	1,481	1,703
营业外收支	167	285	289	289
利润总额	1,952	1,704	1,770	1,993
所得税	247	216	275	311
少数股东损益	40	43	28	32
归属母公司净利润	1,583	1,400	1,417	1,600
EBITDA	1,917	1,676	1,415	1,669
资产负债表				
货币资金	2,906	2,981	4,060	4,442
应收账款及票据	11,390	11,162	11,972	12,827
预付款项	47	35	40	46
存货	3,077	3,465	3,834	3,891
其他流动资产	0	477	477	477
流动资产合计	17,420	18,120	20,383	21,682
固定资产及在建工程	1,518	1,511	1,884	2,231
无形资产及其他长期资产	269	292	281	270
非流动资产合计	0	0	0	0
资产合计	19,867	20,704	22,597	24,234
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	0	0	0	0
其他流动负债	9,633	9,473	10,347	10,785
流动负债合计	9,633	9,473	10,347	10,785
应付长期债券	0	0	0	0
非流动负债合计	65	106	106	106
负债合计	9,698	9,579	10,453	10,890
股东权益合计	9,888	10,820	11,812	12,979
少数股东权益	281	304	333	365
负债及股东权益合计	19,867	20,704	22,597	24,234
现金流量表				
净利润	1,623	1,443	1,445	1,632
折旧和摊销	162	206	38	63
营运资本变动	-1,028	-344	-396	-484
其他	-82	-47	-93	-87
经营活动现金流	1,315	955	1,476	1,128
投资活动现金流入	1,546	539	385	50
投资活动现金流出	1,074	934	-400	-400
投资活动现金流	473	-394	-15	-350
股权融资	0	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	-430	-487	-382	-396
汇率变动对现金的影响	-4	2	0	0
现金净增加额	1,353	75	1,079	381

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	12.8%	1.9%	5.3%	7.3%
营业利润	-1.4%	-20.5%	4.3%	15.0%
EBITDA	-3.3%	-12.6%	-15.6%	17.9%
净利润	-1.3%	-11.6%	1.2%	12.9%
盈利能力				
毛利率	17.9%	16.8%	16.5%	16.4%
营业利润率	6.3%	4.9%	4.8%	5.2%
EBITDA 利润率	6.7%	5.8%	4.6%	5.1%
净利润率	5.6%	4.8%	4.6%	4.9%
偿债能力				
流动比率	1.81	1.91	1.97	2.01
速动比率	1.49	1.55	1.60	1.65
现金比率	0.30	0.31	0.39	0.41
资产负债率	48.8%	46.3%	46.3%	44.9%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	8.3%	6.9%	6.5%	6.8%
净资产收益率	17.0%	13.5%	12.5%	12.9%
每股指标				
每股净利润 (元)	1.21	1.07	1.08	1.22
每股净资产 (元)	7.56	8.27	9.03	9.92
每股股利 (元)	0.36	0.33	0.33	0.37
每股经营现金流 (元)	1.00	0.73	1.13	0.86
估值分析				
市盈率	14.2	16.0	15.8	14.0
市净率	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.3	11.8	13.2	11.0
股息收益率	2.1%	1.9%	1.9%	2.2%

公司简介

海信电器是国有控股企业，大股东海信集团。公司是中国彩电龙头，主要产品包括彩电和机顶盒。海信科龙（000921.SZ）是公司的兄弟公司。公司对彩电市场把握能力强，往往能主抓彩电消费升级趋势，在中国市场逐渐取得领先的优势。但随着互联网企业进入彩电市场，行业正在被颠覆。



目录

2015 年是智能电视平台商业化元年	4
智能电视在客厅经济产业链中具备端口价值	4
2016 年中国家庭智能电视渗透率将超过 20%，行业启动在即	5
广告将是主要的收入来源	6
海信在彩电市场具有竞争优势	7
彩电市场成熟	7
彩电龙头与互联网企业激烈交锋	8
中国品牌占据市场优势	9
公司业务和财务	10
彩电硬件稳健	10
未来看点在智能电视平台	11
公司估值	14

图表

图表 1: 客厅经济产业链结构	4
图表 2: 中国市场创维、TCL 智能电视出货量渗透率	5
图表 3: 中国家庭智能电视渗透率估计	5
图表 4: 智能电视激活用户行为分析	5
图表 5: 中国广播电视广告收入 (亿元)	6
图表 6: 中国在线视频行业广告市场规模 (亿元)	6
图表 7: LCD 彩电年度出货及增长率趋势	7
图表 8: LCD 彩电内销量出货监测 YoY	7
图表 9: LCD 彩电外销量出货监测 YoY	7
图表 10: LCD 彩电内销出货市场份额	8
图表 11: LCD 彩电零售额市场份额	8
图表 12: 彩电三龙头出货量增长快于行业	8
图表 13: 彩电内外销出货监测数据	9
图表 14: 各品牌 LCD 彩电零售量、零售额及产品均价	9
图表 15: 公司分业务经营数据	10
图表 16: 创维 FY14/15 中国业务渠道结构	10
图表 17: 海信电器 1H2015 渠道结构估计	10
图表 18: 海信智能电视平台潜在收益推算	11
图表 19: 季度财务分析	12
图表 20: 公司毛利率季度趋势	13
图表 21: 公司归母净利润率季度趋势	13
图表 22: 公司营业总收入和归母净利润增长趋势	13
图表 23: ROA 及 ROE 年度趋势	13
图表 24: 传媒板块估值 (2015/11/19)	14
图表 25: 可比公司估值表	15
图表 26: 历史 P/E 和 P/B 区间	15



2015年是智能电视平台商业化元年

智能电视在客厅经济产业链中具备端口价值

基于当前产业链结构以及监管要求（广电181号文），掌握智能电视可以分享客厅经济的收益，但不需要承担内容投入的资金和风险。智能电视平台可分享视频内容收益的15%，游戏内容收益的20~30%。

图表1：客厅经济产业链结构



资料来源：中金公司研究部

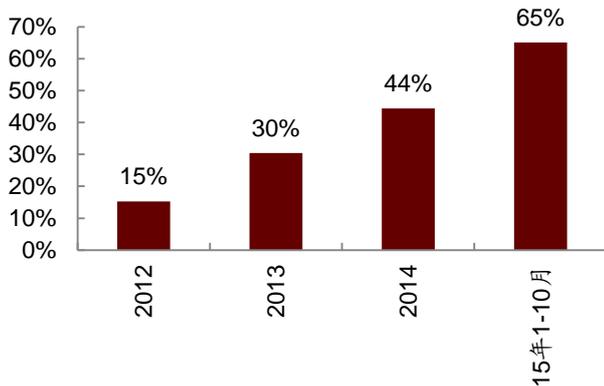


2016年中国家庭智能电视渗透率将超过20%，行业启动在即

1) 智能电视2012年推出市场，目前已经成为电视普遍配置。预计2015年智能电视出货量占比65%，在城市市场已经普及。由于中国4.3亿户家庭中宽带用户2.0亿户的限制，未来三年出货量占比不会大幅提升。

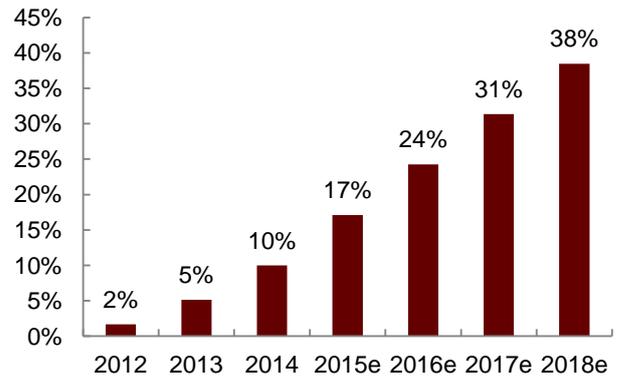
2) 预计2015年末，智能电视家庭渗透率将达到17%。考虑到OTT机顶盒的补充作用，预计30%的家庭，即60%的城市家庭将使用智能电视或者OTT机顶盒。

图表2：中国市场创维、TCL智能电视出货量渗透率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表3：中国家庭智能电视渗透率估计



资料来源：中金公司研究部

3) 智能电视用户一旦激活，视频观看习惯将发生不可逆转的改变，即观看电视时大部分时间将用于在线视频。

图表4：智能电视激活用户行为分析

品牌	截止日期	激活用户万台	日活用户万台	日活用户 单日使用时长	日活用户 单日视频点播时长	日活用户 单日视频点播次数	日活用户 日均开机
海信海视云	2015年6月1日	1,067	403		160分钟		
创维酷开	2015年10月	907	388		165分钟		2.6次
TCL	2015年10月	1,059	397	4.4小时		15次	
LeTV	2015年10月	400					
小米	2015年6月1日	电视+盒子 677	NA				
小米盒子				3.3小时			
小米电视				5.2小时			

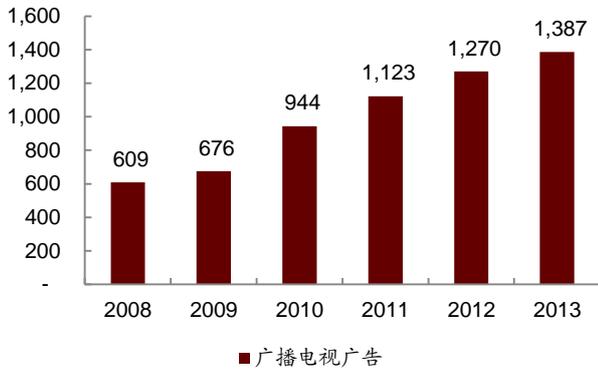
资料来源：中金公司研究部



广告将是主要的收入来源

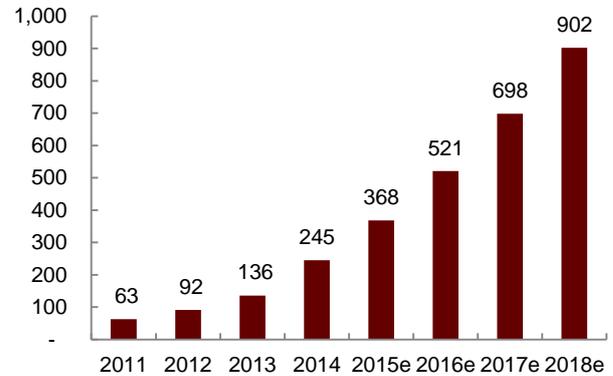
智能电视的广告将主要来自于广播电视广告分流：1) 2013年中国广播电视广告收入1,387亿元，2014年在线视频广告收入245亿元（主要来自PC、手机、PAD）。2) 随着家庭智能电视渗透率提升，家庭用户收看电视的习惯发生改变，更倾向于在线点播，导致智能电视投放广告价值提升。

图表5：中国广播电视广告收入（亿元）



资料来源：中国广播电影电视发展报告、中金公司研究部

图表6：中国在线视频行业广告市场规模（亿元）



资料来源：艾瑞、中金公司研究部

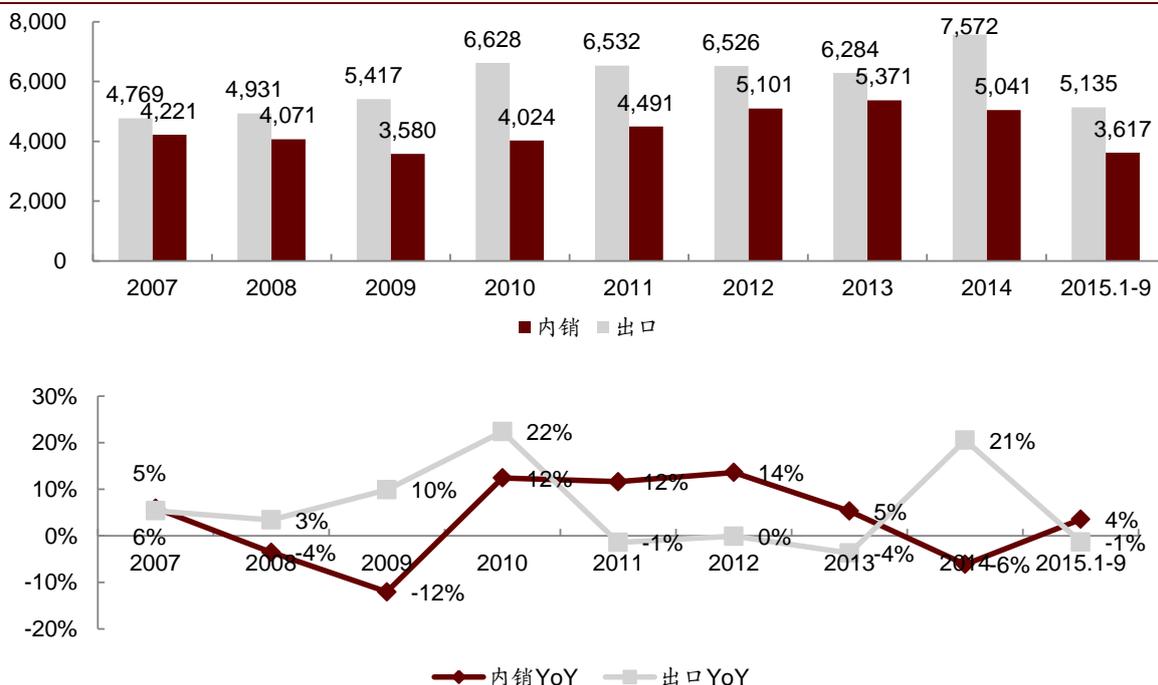


海信在彩电市场具有竞争优势

彩电市场成熟

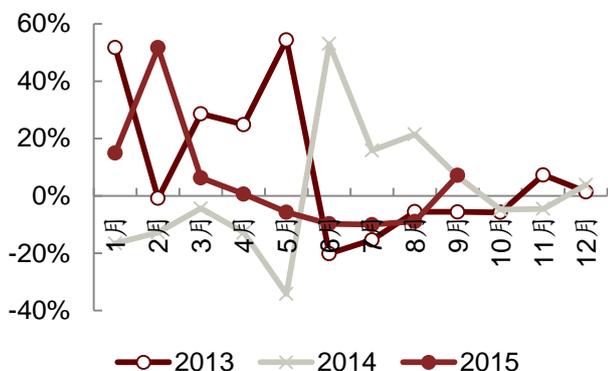
- 1) 中国彩电市场已经成熟。中国家庭数量 4.3 亿户，彩电保有量 5.3 亿台，10 年更新周期，年销量维持在~5,000 万台水平。
- 2) 彩电更新周期有望缩短，但目前还未到来。液晶电视在 2009 年开始普及，其生命周期将缩短至 8 年。
- 3) 随着日本品牌全球衰退，中国彩电出口存在机会，但意义不大。彩电出口毛利率低，相关上市公司出口业务处于盈亏平衡点附近，销量增长也不能带来智能电视用户增长。

图表 7: LCD 彩电年度出货及增长率趋势



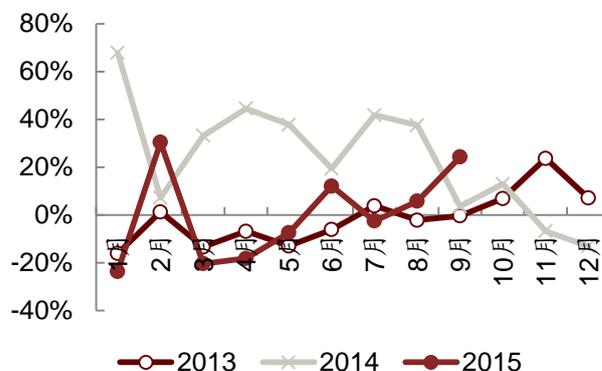
资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 8: LCD 彩电内销量出货监测 YoY



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 9: LCD 彩电外销量出货监测 YoY



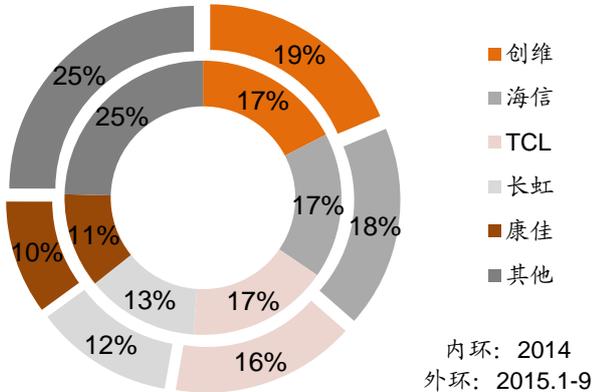
资料来源：产业在线，中金公司研究部



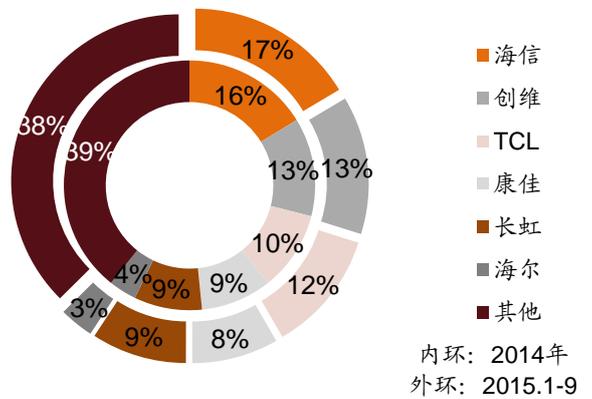
彩电龙头与互联网企业激烈交锋

1) 彩电市场已经从过去的五大龙头逐渐演变为海信、创维、TCL 三大龙头，康佳和长虹退居二线。

图表 10: LCD 彩电内销出货市场份额



图表 11: LCD 彩电零售额市场份额



资料来源：产业在线，中金公司研究部

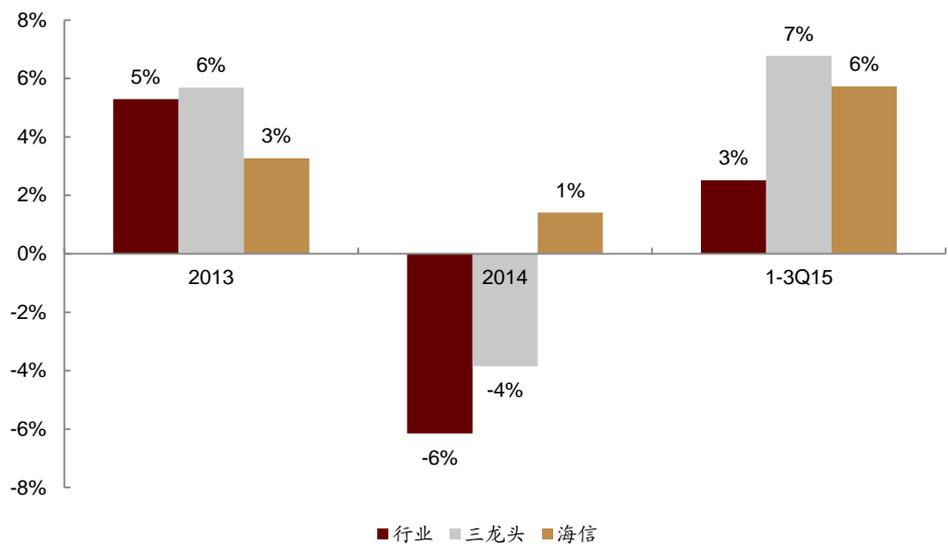
注：中怡康监测以线下连锁渠道为主，2014 年彩电零售监测量占行业 37%。

资料来源：中怡康，中金公司研究部

2) 由于智能电视在客厅经济中的重要地位，导致 2012 年开始，互联网企业大量进入智能电视市场。目前主流的互联网品牌包括乐视、小米、PPTV、微鲸等。

3) 从竞争格局看，虽然乐视、小米快速崛起，但更多的是从二三线品牌中抢夺市场份额，一线的海信、创维、TCL 市场份额没有受到影响，三大品牌的出货量增长快于行业。

图表 12: 彩电三龙头出货量增长快于行业



资料来源：产业在线，中金公司研究部



图表 13：彩电内外销出货监测数据

LCD品牌	2015年9月			2015年7-9月			2015年1-9月累计			2014年1-12月累计		
	内销量 (万台)	同比	市场份额	内销量 (万台)	同比	市场份额	内销量 (万台)	同比	市场份额	内销量 (万台)	同比	市场份额
TCL	105	10%	18%	212	-4%	16%	587	3%	16%	832	-14%	17%
创维	106	7%	18%	253	2%	20%	675	11%	19%	876	2%	17%
海信	92	9%	16%	224	0%	17%	646	6%	18%	865	1%	17%
长虹	64	-15%	11%	155	-17%	12%	441	2%	12%	664	-4%	13%
康佳	57	-20%	10%	128	-19%	10%	365	-11%	10%	563	-14%	11%
海尔	44	30%	8%	107	25%	8%	314	25%	9%	351	-1%	7%
行业	575	7%	100%	1,291	-3%	100%	3,617	4%	100%	5,041	-6%	100%

LCD品牌	2015年9月			2015年7-9月			2015年1-9月累计			2014年1-12月累计		
	出口量 (万台)	同比	市场份额	出口量 (万台)	同比	市场份额	出口量 (万台)	同比	市场份额	出口量 (万台)	同比	市场份额
TCL	90	41%	11%	254	22%	12%	637	7%	12%	812	3%	11%
创维	34	2%	4%	101	15%	5%	289	35%	6%	333	25%	4%
海信	51	9%	6%	160	18%	8%	440	12%	9%	567	68%	7%
长虹	31	37%	4%	78	17%	4%	205	7%	4%	285	52%	4%
康佳	24	185%	3%	70	189%	3%	141	114%	3%	114	105%	2%
兆驰	34	25%	4%	76	-19%	4%	168	-33%	3%	320	-10%	17%
行业	796	24%	100%	2,117	7%	100%	5,135	-1%	100%	7,572	21%	100%

资料来源：产业在线，中金公司研究部

中国品牌占据市场优势

外资品牌收缩在一二线城市，竞争力逐步下降。1) 三年前，外资品牌彩电新品领先中国品牌 6~12 个月，但最近三年中国品牌和外资品牌的新品推出基本同步。2) 由于视频内容独特的监管政策，导致外资品牌在智能电视市场缺乏竞争力。

图表 14：各品牌 LCD 彩电零售量、零售额及产品均价

	2014			2015		
	零售量 (百万台)	零售额 (亿元)	均价 (元/台)	零售量 (百万台)	零售额 (亿元)	均价 (元/台)
海信	3.11	112.85	3,629	2.17	79.47	3,658
创维	2.56	88.50	3,454	1.90	64.88	3,423
TCL	2.30	71.33	3,100	1.80	57.35	3,181
长虹	2.20	63.66	2,892	1.44	44.00	3,064
康佳	2.01	60.77	3,026	1.43	39.80	2,783
海尔	0.89	24.85	2,792	0.57	15.71	2,744
三星	1.30	92.99	7,146	0.90	65.40	7,274
LG	0.43	25.22	5,879	0.29	17.24	5,963
夏普	1.08	64.11	5,918	0.80	45.47	5,712
索尼	0.83	51.62	6,186	0.48	30.95	6,396

资料来源：中怡康，中金公司研究部

中怡康监测说明：2014 年中怡康监测 LCD 彩电零售量占行业整体的 33%。

海信善于把握彩电趋势，并具有品牌溢价：1) 海信是国内品牌中零售均价最高的品牌，具有品牌溢价。2) 海信历史上善于把握彩电升级趋势。2009 年以来 LCD 电视替代液晶电视，LED 背光电视替代 CCFL 背光电视、3D 电视、智能电视、4K 电视海信都正确把握。3) 2015 年以来，海信强调曲面电视和 ULED 电视。ULED 是海信自己发展的液晶电视画质改善技术。海信认为 OLED 电视良品率低导致成本高，未来 5 年无法普及。ULED 电视显示画质类似 OLED，并具有成本优势。



公司业务和财务

彩电硬件稳健

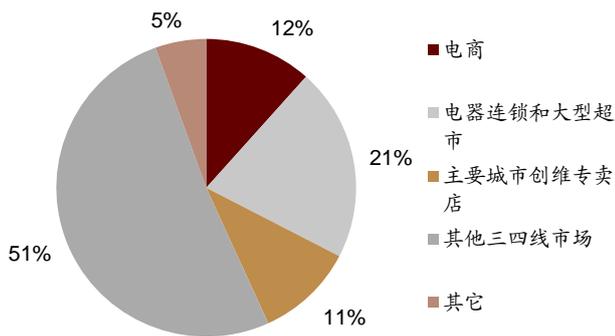
图表 15：公司分业务经营数据

(人民币百万元)	1H15	2H14	1H14	2H13	1H13	2H12	1H12	2H11	1H11	2013A	2012A	2011A
营业收入												
电视机	12,905	14,323	12,040	13,516	12,382	13,272	9,036	12,320	9,021	25,898	22,308	21,341
其他	150		229	207	364	578	328	245	168	571	906	413
毛利率												
电视机	16.2%	18.6%	17.3%	19.4%	18.7%	19.8%	18.9%	22.8%	21.6%	19.1%	19.4%	22.3%
其他	7.2%		13.2%	-10.4%	17.7%	12.2%	13.8%	17.6%	13.0%	7.5%	12.8%	15.7%
营业收入 YoY												
电视机	7.2%	6.0%	-2.8%	1.8%	37.0%	7.7%	0.2%	15.3%	4.9%	16.1%	4.5%	10.7%
其他	-34.7%		-37.1%	-64.2%	11.0%	135.5%	95.5%	48.7%	-48.8%	-36.9%	119.2%	-16.2%
营业收入												
国内	8,906	10,711	8,754	10,700	9,971	10,899	6,980	9,996	7,516	20,672	17,879	17,512
国外	4,149	3,766	3,516	3,023	2,775	2,951	2,384	2,569	1,673	5,798	5,334	4,242
毛利率												
国内			23.0%	23.6%	23.0%	23.1%	23.1%	27.1%	25.2%	23.3%	23.1%	26.3%
国外			2.7%	2.6%	2.9%	6.2%	5.7%	5.9%	4.5%	2.8%	6.0%	5.3%
营业收入 YoY												
国内	2%	0%	-12%	-2%	43%	9%	-7%	17%	5%	16%	2%	12%
国外	18%	25%	27%	2%	16%	15%	42%	12%	-7%	9%	26%	4%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

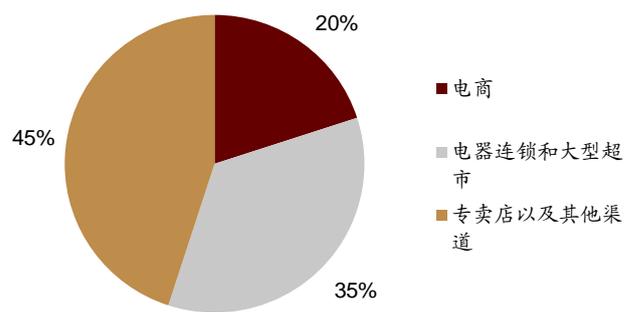
中国市场毛利率稳定：1) 2012 年互联网企业开始进入，并在电商渠道低价销售，对行业造成一定冲击。但观察公司内销毛利率，基本维持稳定。综合毛利率下降主要是由于出口占比提升导致。2) 相比主要竞争对手创维，公司在电器连锁和大型超市的销售占比要更高，创维专卖店的占比要更高。海信和创维电商占比都发展很快，预计市场份额相差不大。

图表 16：创维 FY14/15 中国业务渠道结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 17：海信电器 1H2015 渠道结构估计



资料来源：中金公司研究部

海外业务增长快，但利润影响不大：1) 海信电器海外业务 (OEM、自主品牌) 由海信集团统一销售，海信电器仅负责生产，因此毛利率仅 3%。2) 2015 年 8 月，海信集团收购夏普墨西哥公司，以及夏普电视美洲地区五年品牌使用权。海信电器参股 49%，未来承担主要的电视生产任务。3) 海信海外业务处于扩张期，增长快，但预计对利润影响不大。同样，创维和 TCL 的海外业务也对利润影响不大。



未来看点在智能电视平台

公司未来的利润增长点在于智能电视平台。我们最看好广告的分成收益，其它的内容收益规模不大。

海信电器文化保守：1) 公司也不愿意给予市场任何指引或承诺。2) 2016年将是智能电视平台商业化元年，其中TCL和创维将积极推进，海信采取谨慎追随的策略。3) 由于智能电视平台用户的稳定性，追随策略不会影响海视云的长远价值。4) 预计海视云2016年将获得2亿元的分成收益，2017年开始爆发性增长，这一业绩已经明显好于大部分创业板公司。

图表 18：海信智能电视平台潜在收益推算

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
期末累积激活用	271	800	1,380	2,040	2,830
期末日均活跃用	67	296	557	886	1,131
日活跃用户_年度平均(万)		182	427	722	1,009
开机广告					
活跃用户日均开机次数			2.0	2.0	2.0
年CPM量(万个)			311	527	736
开机广告CPM(元)			30	72	100
潜在收入(万元)			9,340	37,922	73,621
视频广告					
活跃用户日均视频(小时)			3	4	4
广告频率(次/小时)			1	2	2
CPM量(万个)			467	1,383	1,933
视频广告CPM(元)			100	100	140
潜在收入(万元)			46,702	138,257	270,555
分成收入(万元)			7,005	20,739	40,583
潜在收入合计(万元)			16,346	58,661	114,204
广告位出售率			40%	60%	80%
广告销售折扣			40%	40%	20%
估计收入(万元)			3,923	21,118	73,090

资料来源：中金公司研究部



财务分析

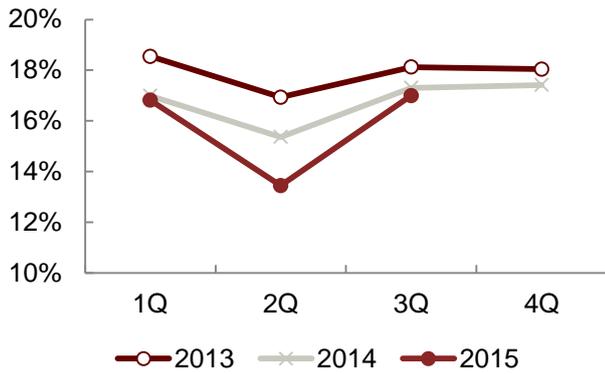
图表 19：季度财务分析

(人民币百万元)	2014	2015E	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
营业收入	29,007	30,548	6,904	6,354	7,835	7,914	7,527	6,475	8,128
减：营业成本	24,124	25,500	5,731	5,378	6,479	6,536	6,261	5,604	6,747
减：营业税费	104	122	31	26	31	16	20	15	27
减：销售费用	2,549	2,627	433	635	735	746	539	532	797
减：管理费用	819	825	186	182	199	252	192	189	212
减：财务费用	(43)	(44)	(11)	(7)	(8)	(16)	(12)	(4)	(15)
减：资产减值损失	80	86	2	24	31	23	(13)	17	31
加：投资净收益(元)	45	50	9	20	17	(1)		10	6
营业利润	1,419	1,481	541	136	384	357	539	131	337
加：营业外收入	263	263	19	25	27	192	58	41	38
减：营业外支出	23	23	3	4	3	13	4	4	11
利润总额	1,659	1,721	557	157	408	537	593	168	364
减：所得税	216	275	85	10	79	42	95	22	65
净利润(含少数股东损益)	1,443	1,445	472	146	330	495	498	147	298
减：少数股东损益	43	28	15	(10)	23	14	15	4	(5)
净利润(不含少数股东损益)	1,400	1,417	457	156	306	481	483	142	303
完全摊薄EPS	1.07	1.08	0.35	0.12	0.23	0.37	0.37	0.11	0.23
财务分析									
收入增长率	2%	5%	1%	-6%	11%	1%	9%	2%	4%
净利润增长率	-12%	1%	-8%	-50%	-3%	5%	6%	-9%	-1%
毛利率	17%	17%	17%	15%	17%	17%	17%	13%	17%
营业利润率	5%	5%	8%	2%	5%	5%	7%	2%	4%
净利润率	5%	5%	7%	2%	4%	6%	6%	2%	4%
营业税金率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
销售费用率	9%	9%	6%	10%	9%	9%	7%	8%	10%
管理费用率	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
有效税率	13%	16%	15%	7%	19%	8%	16%	13%	18%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

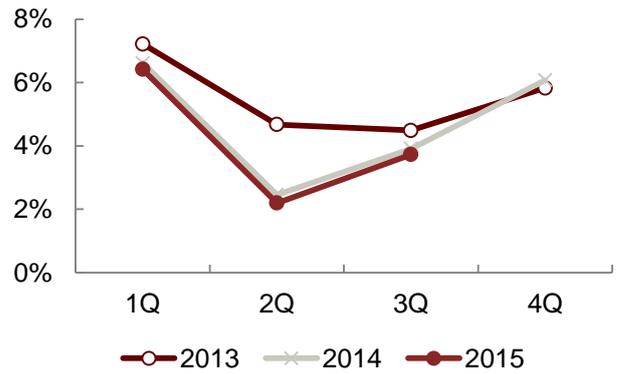


图表 20：公司毛利率季度趋势



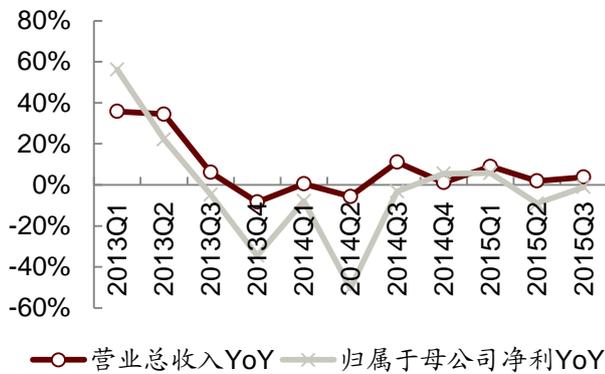
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 21：公司归母净利润率季度趋势



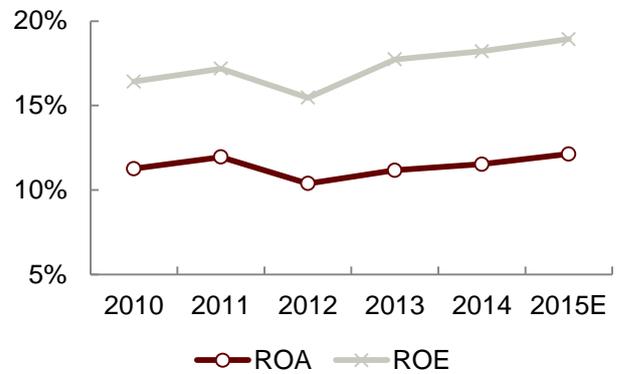
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 22：公司营业总收入和归母净利润增长趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 23：ROA 及 ROE 年度趋势



资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司估值

上调至推荐评级，目标价 22.71 元（上调 26%），对应 12x 2015e P/E +120 亿元智能电视平台价值。

2016 年，预计海信智能电视平台盈利 2 亿元，可以享受传媒板块估值，估值 120 亿元：1) 智能电视平台分到的收益边际成本为 0，基本全是利润。2) 智能电视的入口价值导致智能电视平台是在分享客厅经济的成长，利润性质属于传媒板块。3) 传媒板块 2016e P/E 平均值是 62x。4) 给予智能电视平台 60x 2016e P/E，估值 120 亿元。

图表 24：传媒板块估值 (2015/11/19)

			2014 P/E	TTM P/E	2015e P/E	2016e P/E			2014 P/E	TTM P/E	2015e P/E	2016e P/E	
1	600637.SH	东方明珠	135	35	29	24	37	002261.SZ	拓维信息	230	124	72	50
2	300059.SZ	东方财富	644	68	48	33	38	300383.SZ	光环新网	339	317	224	99
3	601098.SH	中南传媒	28	26	21	16	39	002238.SZ	天威视讯	58	42	47	44
4	002739.SZ	万达院线	144	109	73	51	40	300295.SZ	三六五网	75	100	57	40
5	000793.SZ	华闻传媒	30	46	19	16	41	000681.SZ	视觉中国	198	175	147	102
6	600373.SH	中文传媒	37	35	24	18	42	000607.SZ	华媒控股	67	45	61	50
7	300027.SZ	华谊兄弟	56	55	39	32	43	300071.SZ	华谊嘉信	132	86	42	34
8	601928.SH	凤凰传媒	34	34	28	24	44	002712.SZ	思美传媒	119	94	53	36
9	300058.SZ	蓝色光标	41	75	31	21	45	300392.SZ	腾信股份	200	150	118	82
10	600804.SH	鹏博士	67	50	35	26	46	002315.SZ	焦点科技	88	65	67	52
11	000917.SZ	电广传媒	110	122	54	34	47	300426.SZ	唐德影视	148	90	84	63
12	000719.SZ	大地传媒	27	25	NA	14	48	000835.SZ	长城动漫	905	NA	132	36
13	002400.SZ	省广股份	45	41	24	19	49	600661.SH	新南洋	213	165	107	75
14	601801.SH	皖新传媒	38	33	29	24	50	600831.SH	广电网络	67	69	62	60
15	002292.SZ	奥飞动漫	109	87	65	46	51	300431.SZ	暴风科技	627	757	431	233
16	002555.SZ	顺荣三七	719	108	56	43	52	603598.SH	引力传媒	146	218	85	74
17	600037.SH	歌华有线	49	40	36	29	53	000503.SZ	海虹控股	1618	NA	NA	313
18	300133.SZ	华策影视	71	90	40	30	54	300364.SZ	中文在线	478	471	336	263
19	600633.SH	浙报传媒	35	42	27	23	55	002095.SZ	生意宝	561	749	528	322
20	300251.SZ	光线传媒	116	129	63	47	56	002148.SZ	北纬通信	376	NA	319	113
21	002354.SZ	天神娱乐	90	64	36	25	57	300226.SZ	上海钢联	697	NA	NA	NA
22	002174.SZ	游族网络	61	49	40	30	58	000504.SZ	南华生物	NA	NA	NA	NA
23	600880.SH	博瑞传播	24	49	15	10	59	000665.SZ	湖北广电	NA	32	NA	NA
24	300315.SZ	掌趣科技	103	91	64	48	60	002181.SZ	粤传媒	NA	87	NA	NA
25	000156.SZ	华数传媒	121	85	83	64	61	300052.SZ	中青宝	NA	NA	NA	NA
26	300104.SZ	乐视网	771	190	285	143	62	300148.SZ	天舟文化	NA	39	NA	NA
27	300043.SZ	互动娱乐	80	61	42	33	63	300288.SZ	朗玛信息	NA	145	NA	NA
28	601929.SH	吉视传媒	51	64	43	33	64	600088.SH	中视传媒	NA	164	NA	NA
29	300336.SZ	新文化	146	91	39	29	65	600386.SH	北巴传媒	NA	37	NA	NA
30	300291.SZ	华录百纳	160	84	55	40	66	600652.SH	游久游戏	NA	NA	NA	NA
31	603000.SH	人民网	56	83	52	43	67	600757.SH	长江传媒	NA	45	NA	NA
32	300418.SZ	昆仑万维	166	161	127	96	68	600825.SH	新华传媒	NA	194	NA	NA
33	600551.SH	时代出版	30	30	27	23	69	600959.SH	江苏有线	NA	83	NA	NA
34	300113.SZ	顺网科技	172	113	97	61	70	601999.SH	出版传媒	NA	84	NA	NA
35	300359.SZ	全通教育	577	555	132	64	71	603729.SH	龙韵股份	NA	110	NA	NA
36	000673.SZ	当代东方		192	34	31			平均	223	131	90	62

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

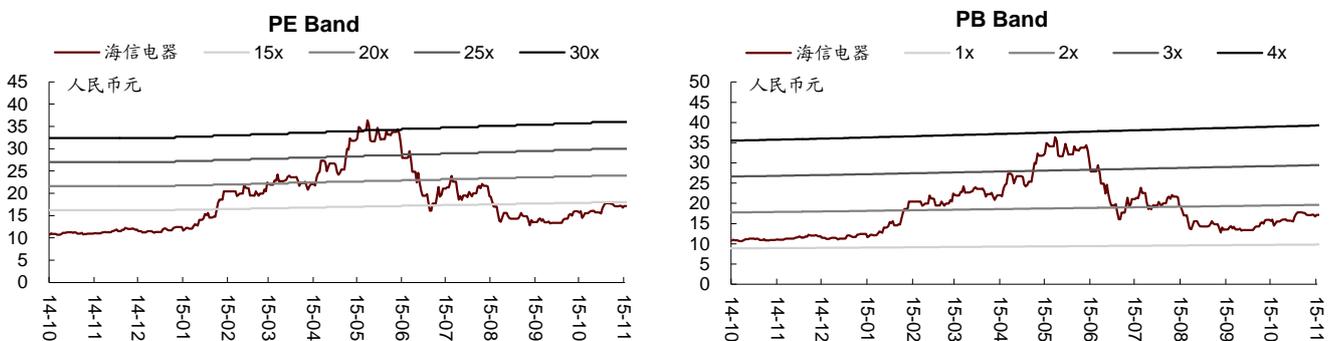


图表 25: 可比公司估值表

子行业分类	代码	公司	股价	总市值	净利润 (百万本地货币)						EPS (元 本地货币)			P/E				
			本地货币	百万美元	2014A	YoY	2015E	YoY	2016E	YoY	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
家电																		
A股	白电	000651.CH	格力电器	18.75	17,676	14,115	30%	14,336	2%	15,503	8%	2.35	2.38	2.58	8.0	7.9	7.3	
		000333.CH	美的集团	28.47	19,031	10,502	44%	12,729	21%	14,640	15%	2.46	2.98	3.43	11.6	9.5	8.3	
	600983.CH	惠而浦 (中国)			294	-19%	385	31%	480	25%	0.38	0.50	0.63					
	黑电	000100.CH	TCL集团	4.14	7,931	3,183	51%	2,843	-11%	3,379	19%	0.26	0.23	0.28	15.9	17.8	15.0	
		600839.CH	四川长虹	6.96	5,035	59	-89%	-527	N.A	-59	N.A	0.01	-0.11	-0.01	545.9	-61.0	-547.8	
	小家电	600060.CH	海信电器	17.14	3,515	1,400	-12%	1,417	1%	1,600	13%	1.07	1.08	1.22	16.0	15.8	14.0	
		002242.CH	九阳股份	23.95	2,882	528	12%	616	17%	715	16%	0.69	0.80	0.93	34.8	29.8	25.7	
		002032.CH	苏泊尔	25.49	2,528	690	17%	862	25%	1,040	21%	1.09	1.36	1.64	23.4	18.7	15.5	
		002035.CH	华帝股份	17.40	979	281	26%	237	-16%	279	18%	0.78	0.66	0.78	22.2	26.3	22.4	
		002508.CH	老板电器	41.18	3,137	574	49%	807	40%	1,075	33%	1.18	1.66	2.21	34.8	24.8	18.6	
		000418.CH	小天鹅A	22.25	2,205	623	-11%	921	48%	1,124	22%	0.99	1.46	1.78	22.6	15.3	12.5	
		000521.CH	美菱电器	7.12	852	325	10%	316	-3%	361	14%	0.43	0.41	0.47	16.7	17.2	15.1	
		000921.CH	海信科龙	9.03	1,928	1,027	53%	420	-59%	543	29%	0.75	0.31	0.40	12.0	29.3	22.7	
		000016.CH	深康佳	6.95	2,623													
		600261.SH	阳光照明	8.27	1,882	339	18%	391	15%	503	29%	0.23	0.27	0.35	35.4	30.7	23.9	
	A股平均																	
H股	白电	1169.HK	海尔电器	14.38	5,182	2,447	20%	2,680	10%	2,982	11%	0.88	0.96	1.07	12.6	15.0	13.5	
		0751.HK	创维数码	4.81	1,810	1,254	-16%	1,766	41%	1,900	8%	0.43	0.61	0.65	11.2	7.9	7.4	
	黑电	1070.HK	TCL多媒体	3.95	707	234	N.A	-259	N.A	372	N.A	0.17	N.M	0.27	23.4		14.7	
		2014.HK	海信净水	1.93	432	124	-19%	112	-9%	140	25%	0.07	0.06	0.08	27.0	29.8	23.9	
	2618.HK	TCL通讯	5.69	928	1,059	-3%	1,115	5%	1,125	1%	0.84	0.00	0.89	6.8	#DIV/0!	6.4		
	0449.HK	志高控股	0.13	141														
	0921.HK	海信科龙	3.90	686	948	41%	420	-56%	543	29%	0.70	0.31	0.40	4.3	12.7	9.8		
	H股平均																	
	美国	WHR US	Whirlpool	158.05	12,359	877	35%	944	8%	1,118	18%	11.21	12.07	14.30	14.1	13.1	11.1	
			UTX US	United Technology	97.71	86,671	6,220	0%	5,542	-11%	5,400	-3%	7.01	6.25	6.09	13.9	15.6	16.1
AOS US		A.O. Smith	79.20	6,971	218	5%	278	28%	312	12%	2.48	3.16	3.54	32.0	25.0	22.3		
		IR US	Ingersoll-Rand plc	58.03	15,149	883	-5%	994	13%	1,073	8%	3.38	3.81	4.11	17.2	15.2	14.1	
HELE US		Helen of Troy Ltd	103.14	2,898	115	-13%	153	33%	137	-10%	4.08	5.45	4.88	25.3	18.9	21.2		
CREE US		Cree, Inc	24.57	2,532	202	-416%	89	-56%	102	15%	1.96	0.86	0.99	12.5	28.5	24.8		
平均																		
欧洲		ELUXB.SS	Electrolux	244.10	8,679	3,128	40%	3,086	-1%	4,527	47%	10.12	9.99	14.65	24.1	24.4	16.7	
			DLG.IM	De'Longhi	25.10	4,020	123	-3%	146	18%	162	11%	0.82	0.98	1.09	30.5	25.7	23.1
		SK.FP	SEB	93.28	5,014	191	12%	213	11%	251	18%	3.81	4.24	5.01	24.5	22.0	18.6	
	RAA.GY		Rational	396.40	4,829	108	-2%	126	17%	138	9%	9.48	11.11	12.11	41.8	35.7	32.7	
	OSR.GR	OSRAM	39.31	4,409	273	64%	374	37%	267	-29%	2.61	3.57	2.55	15.1	11.0	15.4		
	PHIA.NA	Philips	25.22	25,737	1,013	144%	1,196	18%	1,429	19%	1.06	1.26	1.50	23.7	20.1	16.8		
	平均																	
	日本	6502.JP	Toshiba	290	9,991	-16,878	-55%	81,944	-586%	115,321	41%	-4	19	27	-72.9	15.0	10.7	
			6367.JP	Daikin Industries	8,835	21,040	116,712	-2%	135,398	16%	151,495	12%	398	462	517	22.2	19.1	17.1
		6752.JP	Panasonic	1,422	28,331	189,817	6%	196,659	4%	241,064	23%	77	80	98	18.4	17.7	14.5	
6758.JP		Sony	3,297	33,812	-141,359	12%	187,773	-233%	245,674	31%	-112	149	195	-29.4	22.2	16.9		
6501.JP		Hitachi	731	28,723	270,899	25%	331,760	22%	358,805	8%	56	69	74	13.0	10.7	9.9		
6503.JP		Mitsubishi Electric	1,356	23,648	204,372	-13%	224,396	10%	234,151	4%	95	105	109	14.2	13.0	12.4		
5943.JP		Noritz	1,882	777	4,273	23%	4,500	5%	4,925	9%	84	89	97	22.4	21.2	19.4		
5947.JP		Rinnai	10,670	4,527	20,426	-1%	23,711	16%	25,489	7%	391	454	488	27.3	23.5	21.9		
7965.JP		Zojirushi Corp	1,724	1,017	6,350	69%	7,350	16%	7,800	6%	87	101	107	19.7	17.0	16.0		
6753.JP		Sharp	126	1,742	-30,629	-86%	-71,990	135%	-5,206	-93%	-18	-42	-3	-7.0	-3.0	-41.2		
平均																		
韩国	066570.KS	LG Electronics	56,300	7,944	831,853	108%	447,115	-46%	726,901	63%	5,083	2,732	4,442	11.1	20.6	12.7		
		005930.KS	Samsung Electronics	1,289,000	163,708	21,634,193	-6%	21,200,190	-2%	21,539,587	2%	146,872	143,926	146,230	8.8	9.0	8.8	
	014470.KS	LiHOM	5,140	108														
	021240.KS	Coway	87,600	5,825	272,267	9%	322,733	19%	356,202	10%	3,530	4,185	4,619	24.8	20.9	19.0		
平均																		
其他	FPH.NZ	Fisher & Paykel	7.90	2,895	111	-2%	140	26%	169	21%	0.20	0.25	0.30	40.1	31.8	26.2		
		CIC.PM	Conception Industrial	41	296	666	4%	712	7%	820	15%	1.96	2.10	2.41	20.9	19.6	17.0	
	ARCLK.TI	Arcelik	17	3,952	641	4%	786	23%	822	5%	0.95	1.16	1.22	17.5	14.3	13.7		

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部 注: 灰色为中金覆盖股票, 其余为中金未覆盖股票, 未覆盖股票数据来自彭博预测

图表 26: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

