

智能电视市场潜力巨大

增持首次评级

目标价格 24 元

投资要点:

- 📖 业绩超预期，净利润翻番；
- 📖 CRT 面临产品更替，3D、智能电视市场巨大；
- 📖 苹果智能电视推出或将引爆市场，公司将直接受益。

报告摘要:

- **多因素致业绩超预期。**公司业绩预增公告指出，2011 年净利润预计同比增长 100% 以上，其中，四季度净利润超过 7.84 亿元。业绩超出预期的原因有：以旧换新政策即将到期产生“翘尾”现象，春节提前促进消费，面板价格下降的剪刀差效，公司模组自制程度加深降低成本和规模效应带来费用率下降。
- **CRT 面临产品更替，3D、智能电视市场巨大。**电视行业进入理性竞争格局，面板价格下跌也使得整机厂商竞争环境进一步改善。过去 10 年，共销售 CRT 电视 2.7 亿台，从而给未来几年 LED 电视带来巨大的市场空间，预计每年更替量达 3000 万台。而 3D 和智能电视逐渐被消费者认可和接受，规模化扩大带来的价差率下降也加速了高端产品的普及速度。
- **苹果智能电视推出或将引爆市场。**目前智能电视主要以国产厂商为主，预期今年年底苹果将推出智能电视，凭借其超强的品牌号召力，将快速提升消费者对智能电视的认知和接受程度，智能电视产业或将进入爆发时代。海信凭借其领先的技术优势和对市场的把握，在智能电视的推进上国内领先，已有产品储备甚至优于国外厂商，一旦需求得到催化，公司将直接受益。
- **盈利与预测。**预测公司 2011—2013 年完全摊薄 EPS 分别为 1.94 元、2.00 元和 2.20 元，现价对应 11 年仅 9.3 倍估值，估值水平偏低，预计目标价格 24 元，给予“增持”评级。

中小市值上市公司研究组

资深分析师

王凤华 (S1180511010001)

电话: 010-88085761

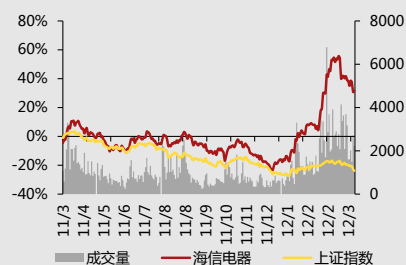
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数	筹码集中度
20110930	13929	较集中
20110630	14182	较集中
20110331	11948	较集中

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	18407	21264	24680	27718	29885
增长率	37.29%	15.52%	16.07%	12.31%	7.82%
净利润 (百万元)	498	835	1684	1737	1915
增长率	121.47%	67.57%	101.64%	3.20%	10.20%
EPS-基本	0.57	0.96	1.94	2.00	2.20
PE	31.43	18.75	9.30	9.01	8.18

目录

一、业绩高于预期的原因	4
二、行业竞争环境改善，产品更替市场巨大.....	4
1、国内厂商理性竞争，面板价格难上涨，行业竞争环境改善	4
2、3 亿台 CRT 带来巨大更替空间	5
3、3D、智能电视普及加速.....	5
三、公司竞争优势	6
四、盈利与预测	8

图表

图 1: 2007-2011 年 1-9 月营业收入趋势图	4
图 2: 2007-2011 年 1-9 月毛利率和期间费用率变化	4
图 3: 液晶电视面板价格持续走低	4
图 4: 2001 年-2011 年 GRT 电视销量情况	5
图 6: 40 寸 3D 电视对 2D 电视价格倍率下降, 3D 电视渗透率提升	5
图 7: 海信 3D 电视	7
图 8: 海信智能电视	7
图 9: 32 寸 LED 电视成本结构图	8

表格

表 1: 技术领先, 新产品推出速度快	6
---------------------------	---

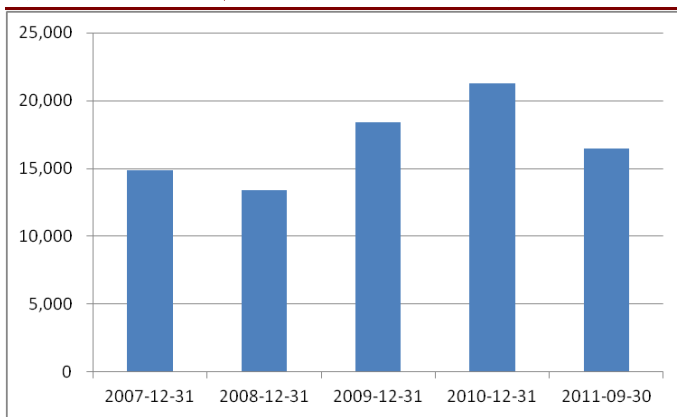
一、业绩高于预期的原因

公司公布了业绩预增公告，公司 2011 年全年净利润预计同比增长 100% 以上（未经审计）。其中，四季度单季净利润超过 7.84 亿元，大幅超出预期。

原因主要有以下几方面：

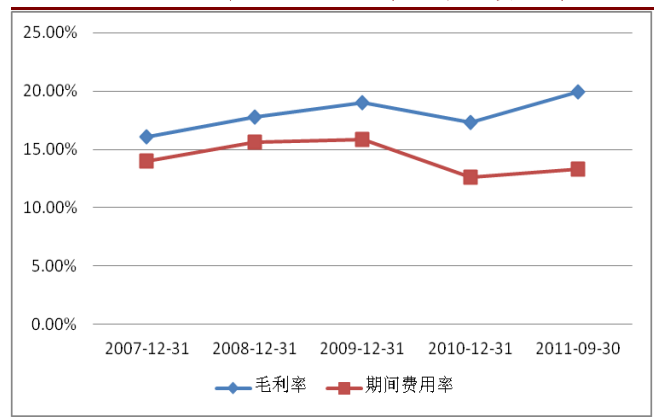
- 1、以旧换新政策即将到期产生“翘尾”现象，春节提前促进消费。
- 2、面板价格下降的剪刀差效应。
- 3、公司模组自制程度加深，降低成本，以及产品结构升级，提升了毛利率。
- 4、规模效应带来的费用率比率下降。

图 1：2007-2011 年 1-9 月营业收入趋势图



资料来源：宏源证券

图 2：2007-2011 年 1-9 月毛利率和期间费用率变化



资料来源：宏源证券

公司认为，面板价格剪刀差只在一段时间可持续，但长期看不能持续。模组自制在四季度利润贡献较大，但其贡献力度跟内配模组和外购模组之间的价差有关系，随着外购模组的价格逐渐下降，那么模组自制带来的利润贡献将被压缩。

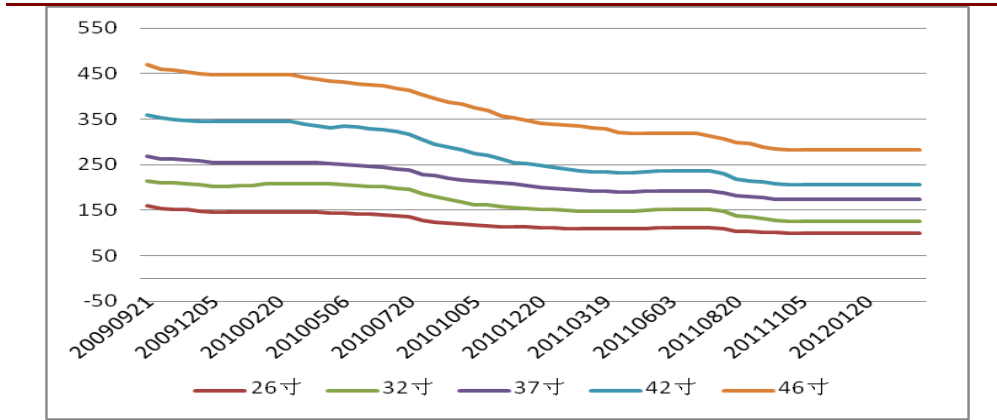
长期来看，行业特点是需求量平稳，产品一直降价，模组、LED、3D 相关技术进步的步伐非常快，良率在提升。未来 LED 产能还有放大的空间，面板、模组也在不断释放产能，价格应该是缓慢走低。大尺寸、3D 等高端液晶电视价格也会走低，主要是受到小尺寸液晶电视价格的压制。

二、行业竞争环境改善，产品更替市场巨大

1、国内厂商理性竞争，面板价格难上涨，行业竞争环境改善

目前五大国内电器品牌（海信、创维、长虹、TCL、康佳）市场份额达到 66%，行业进入理性竞争格局。由于面板行业中期过剩的局面确定，面板价格的弱势使得整机企业在产业链上的话语权得以延续，行业整体竞争环境进一步改善。

图 3：液晶电视面板价格持续走低

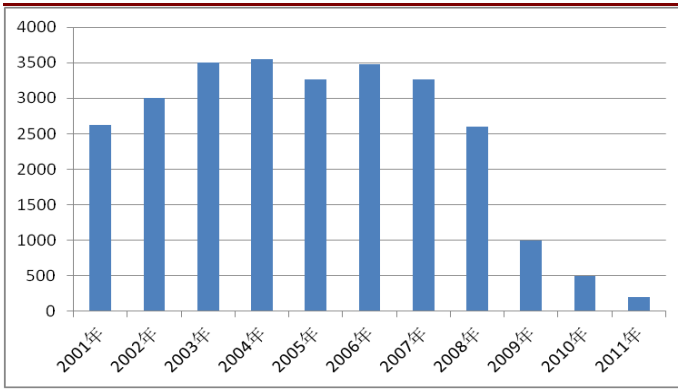


资料来源: Wind 宏源证券

2、3 亿台 CRT 带来巨大更替空间

过去十年，CRT 电视共销售 2.7 亿台，其中 03-04 年达到销售高峰，由于 CRT 每台 8 年左右的使用寿命，我们认为今后几年将进入 CRT 电视更新换代的高峰期，每年潜在的液晶更新需求将超过 3000 万台。

图 4：2001 年-2011 年 CRT 电视销量情况



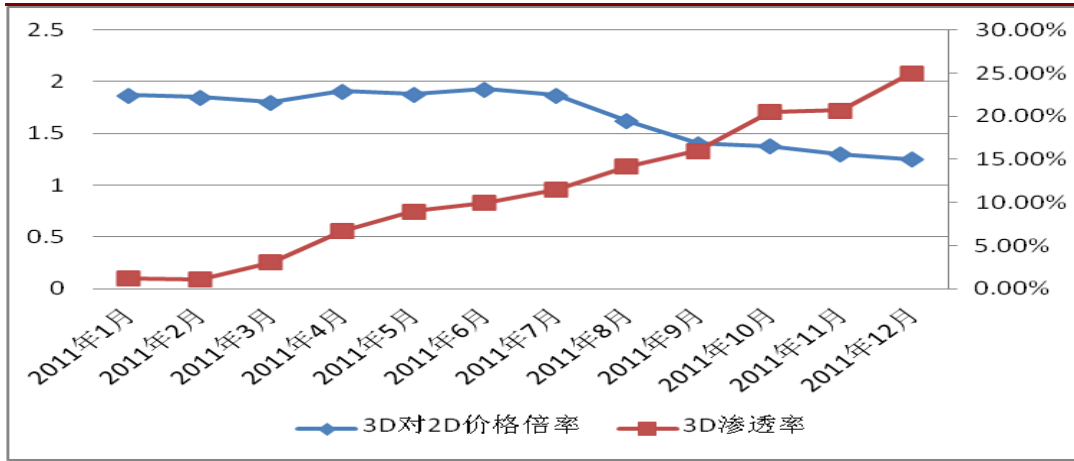
资料来源: 奥维咨询 宏源证券

3、3D、智能电视普及加速

认知度加深，平台建立：2010 年初，《阿凡达》的热映为中国民众快速普及了 3D 电影的概念，2011 年在国内上映的 3D 电影超过了 30 部，受到了广大民众的喜爱。今年元旦，第一个 3D 频道已在央视开播，广电总局的“十二五”规划也指出，中国将在“十二五”期间开播 10 个 3D 频道，制约 3D 需求最大的平台问题基本得到解决。

价差减小，渗透率提升：2011 年开始，由于面板规模化后价格回落，3D 电视对普通 2D 电视的价格倍率快速降低，以 40 寸电视为例，3D 电视与普通 2D 电视的平均价差已由 11 年初的 1.87 倍下降到年末的 1.25 倍。价格倍率的降低，将直接带动了 3D 电视的渗透率的快速提升。

图 6：40 寸 3D 电视对 2D 电视价格倍率下降，3D 电视渗透率提升



资料来源：奥维咨询 宏源证券

裸眼 3D 当受追捧：目前流行的 3D 电视都需要佩戴专门的 3D 眼镜，使部分顾客体验感受不佳，尤其是近视眼的消费者感到不舒适。目前，东芝、海信、TCL 等厂商均已研制出裸眼 3D 电视的样机，预计随着技术成熟和生产成本下降，裸眼 3D 未来有望量产普及。

三、公司竞争优势

1、技术水平持续领先，新产品开发具有优势

母公司海信集团在中国、美国、荷兰、南非等全球七个地区设立研发中心，海信也是国内唯一一家在数字多媒体技术领域设立国家级重点实验室的企业。另外，公司率先与著名的 MIT media lab 以及三星、NEC、Sony 等企业合作研究。

正是凭借公司卓越的研发优势和敏锐的市场敏感度，公司才能始终保持产品技术优势，在新产品推出上领先对手，从而扩大市场份额，改善产品结构，提升毛利率水平。

表 1：技术领先，新产品推出速度快

时间	主要推出新产品
2002 年	PDP 等离子彩电实现自主开发的批量生产，自主开发生产 15 寸、20 寸液晶彩电，年内共推出 68 个产品
2003 年	推出 42 寸等离子电视，领先于中外各品牌，全国首家推出机顶盒内置和兼容全球高清制式
2004 年	推出 1080p 高清数字彩电，液晶电视已形成从 15 寸到 42 寸的全系列规格产品
2005 年	推出国内第一款具有自主知识产权的数字电视视频处理芯片—信芯，平板电视共推 200 余款
2006 年	推出大屏幕、高清晰、高画质的平板多媒体产品，信芯批量用于数字高清电视
2007 年	推出全球第一台 32 寸小尺寸等离子电视
2008 年	LED 背光超薄液晶电视自主研发成功，并批量上市
2009 年	推出首款达到一级能效标准的 LED 电视
2010 年	推出 Hi-smart 智能 3DLED 液晶电视，及国内第一款针对大屏幕智能点事定制打造的开放式操作系统 HiTV--0S
2011 年	推出高端智能产品，3D 电视模组配套进入批量生产阶段，推出全球首款个人智能电视 I' TV M280 系列，个人智能电视 I' TV2 M1101 系列于 11 月全新上市
2012 年	CES 上推出 56 寸支持高清播放的裸眼 3D 电视

2、紧跟市场潮流，3D 电视、智能电视推广领先

随着居民生活水平的提高和对高质生活水平的追求，未来 3D 电视和智能电视的市场需求将逐渐扩大，公司根据市场形势，积极转变策略，率先启动智能化战略，大力推出 3D、网络、LED 等差异化产品，目前在 3D 电视、智能电视等高端产品的推广上，海信居于市场领先地位。2010 年公司推出 Hi-smart 智能 3D 液晶电视，2011 年四季度公司率先推出高端智能化 ITV 电视。

智能电视重新定义电视产品的功能和概念，拥有广阔的市场空间。如果苹果电视的推出成功改变消费者对智能电视的认知观念，智能电视产业将迎来爆发性的时代。海信在智能电视的推进上国内领先，中怡康数据显示海信智能电视份额为 20%，高于海信在全部电视 14% 的市场份额。2012 年美国 CES 展会上公司的 ITV 智能电视产品获得价值创新大奖，这也是国内企业首次获得该奖项，显示了公司在智能电视领域的地位与成就。

图 7：海信 3D 电视



资料来源：太平洋电脑网 宏源证券

图 8：海信智能电视



资料来源：太平洋电脑网 宏源证券

海信作为整机厂不仅追求提供高质量的硬件产品，同时把开发效率高、界面友好、用户易于接受的平台作为重要的战略导向，未来还将去开发娱乐游戏应用以黏住客户。

目前智能电视主要以国内厂商推广为主，受到平台应用和硬件的制约，市场认可度还不高。而预期苹果将在今年推出其智能电视 iTV，凭借苹果的超强品牌号召力，智能电视产业有望迎来爆发时代。海信在智能电视的推进上国内领先，已有产品储备甚至优于国外厂商，一旦需求得到催化，公司将直接受益。

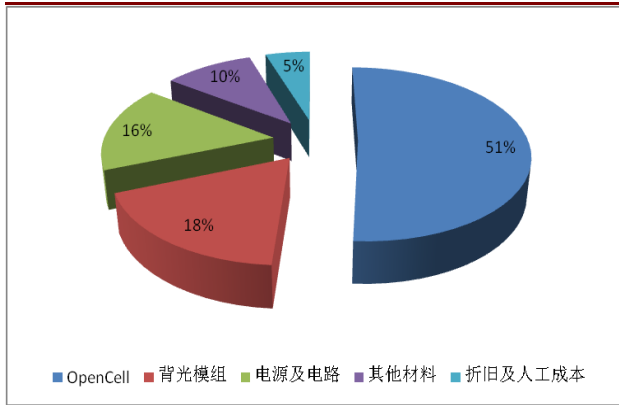
3、模组自制深化，成本掌控力强

液晶模组在液晶电视成本结构中占比超过五成，自建模组可以更好掌控成本。液晶模组 (LCM) 主要是由面板 (Cell)、背光模组 (BLU)、时序控制等电路板、驱动芯片、金属结构件、塑料结构件等部分组成，其中液晶模组是 LCD 电视的核心部件，因此整机厂商向上游延伸，主要选择以制造液晶模组为主。

2007 年 9 月海信开始自建液晶模组厂，是国内最早的自建模组厂的整机厂商。2009 年增发募集资金扩产液晶模组生产线和 LED 背光模组生产线，目前拥有 8 条液晶模组、5 条 LED 背光模组生产线，年产能 650 万片。公司目前模组自制率约为 50%，模组自建使

得公司对单机成本控制范围从之前的 30% 跃升至 60%。

图 9：32 寸 LED 电视成本结构图



资料来源：中怡康 宏源证券

四、盈利与预测

预测公司 2011—2013 年完全摊薄 EPS 分别为 1.94 元、2.00 元和 2.20 元，现价对应 11 年仅 9.3 倍估值，估值水平偏低，预计目标价格 24 元，给予“增持”评级。

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，中国人民大学硕士研究生，14 年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

吴 洋: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	邮箱
华北区域	郭振举	010-88085798	guozhenju@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com
	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
	王艺	010-88085172	wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com
	王俊伟	021-51782236	wangjunwei@hysec.com
	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁	010-88085991	zenglijie@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com
	雷增明	010-88085989	leizengming@hysec.com
	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
QFII	方芳	010-88085842	fangfang@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。