

中国

家具及电器业

12个月评级

**买入**  
 保持不变

12个月目标价

**Rmb13.50/US\$2.21**  
 之前: Rmb17.00/US\$2.79

股价

**Rmb12.02/US\$1.97**

路透代码: 600060.SS 彭博代码600060 CH

**2013年10月17日**
**交易数据 (本币/US\$)**
**52周股价波动范围** Rmb16.73-7.91/US\$2.71-1.27

**市值** Rmb15.7十亿/US\$2.57十亿

**已发行股本** 1,307百万 (ORDA)

**流通股比例** 55%

**日均成交量 (千股)** 27,262

**日均成交额(Rmb 百万)** Rmb330.7

**资产负债表数据 12/13E**
**股东权益** Rmb10.7十亿

**市净率 (UBS)** 1.5x

**净现金 (债务)** Rmb1.99十亿

**预测回报率**
**预测股价涨幅** +12.3%

**预测股息收益率** 3.7%

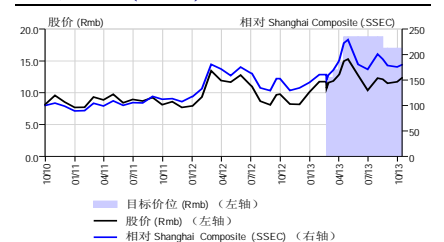
**预测股票回报率** +16.0%

**市场回报率假设** 8.8%

**预测超额回报率** +7.2%

**每股收益 (UBS, Rmb)**

	12/13E		12/12	
	从	到市场预测	实际	实际
Q1	0.38	0.38	0.38	0.24
Q2	0.24	0.24	0.24	0.20
Q3E	0.25	0.25	0.25	0.25
Q4E	0.65	0.62	0.65	0.53
12/13E	1.52	1.50	1.52	
12/14E	1.75	1.69	1.75	

**股价表现 (Rmb)**


资料来源: UBS

[www.ubssecurities.com](http://www.ubssecurities.com)
**三季度报料将不佳, 从Key Call里移出**
**■ 补贴政策退出后内销显著下滑, 料影响公司三季度业绩**

5月底节能补贴政策退出后, 电视内销受到较大影响, 同比增速从退出前的20%以上下滑至退出后的负增长。国庆期间电视内销继续下降, 我们预计恢复增长尚需时日。产业在线数据显示海信8月内销同比下滑在15%以上, 由于内销是公司主要利润来源, 我们预计公司三季度单季度业绩不佳。

**■ 新进入者或压低盈利能力, 同时限制公司估值**

智能电视行业方兴未艾, 吸引众多新进入者。乐视、小米等互联网企业先后发布电视产品, 大部分尺寸较大且定价较低, 我们认为将对海信的中高端产品带来价格压力, 降低公司盈利能力。同时互联网企业不通过销售硬件赚钱的盈利模式, 也可能将限制传统电视企业的估值。

**■ 短期业绩和估值均有压力, 移除出Key Call名单**

鉴于短期业绩和估值上均有压力, 我们下调公司未来三年的盈利预测, 同时把海信电器从瑞银Key Call名单里移除出去。投资者可静待11月股权激励行权后, 观察行业销售是否回暖。

**■ 估值: 下调目标价至13.5元**

我们预计公司2013-2015年EPS分别为1.50/1.69/1.85元(原预测为1.52/1.75/1.95元), 基于瑞银VCAM现金流贴现模型(WACC假设为8.9%), 推导出目标价13.5元(原目标价17元), 对应2013/14/15年PE分别为9/8/7倍。维持“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	23,524	25,252	29,272	33,213	36,934
息税前利润 (UBS)	1,847	1,796	2,292	2,532	2,804
净利润 (UBS)	1,689	1,603	1,956	2,214	2,415
每股收益 (UBS, Rmb)	1.30	1.23	1.50	1.69	1.85
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.37	0.45	0.51	0.55

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	5.0	7.1	7.8	7.6	7.6
ROIC (EBIT) %	-	34.1	32.9	28.9	26.3
EV/EBITDA (core) x	6.3	5.0	5.1	4.8	4.4
市盈率 (UBS) (x)	12.5	8.4	8.0	7.1	6.5
净股息收益率 (%)	2.4	3.6	3.7	4.2	4.6

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。  
 估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2013年10月16日16时56分的股价 (Rmb12.02) 得出;

**廖欣宇**

分析师

S1460512120001

[xinyu.liao@ubssecurities.com](mailto:xinyu.liao@ubssecurities.com)

+86-213-866 8907

# 海信电器 (SS600060)

评级: 买入

## 投资主题

12个月目标价: Rmb13.5

### 投资案件

海信电器是国内电视行业的领导品牌之一（市占率约16%）。公司在国内市场中定位中高端，有望受益于国内需求向大屏化和智能化升级。海信加大研发系统平台和游戏软件等的投入，随着智能电视时代的到来，公司或将寻找到新的盈利增长点。

我们预计公司2013/2014/2015年EPS为1.50/1.69/1.85元（市场一致预期1.49/1.71/1.89元），目标价13.5元，对应2013/14/15年PE分别为9/8/7倍，给予“买入”的投资评级，主要考虑到节能补贴政策退出后电视销量短期下滑、国庆旺季销量继续小幅下滑，及新进入者对电视价格体系和估值带来的负面影响。

我们未来几年的盈利预测低于市场一致预期，主要是担忧乐视、小米等新进入者对行业盈利能力的影响。

### 乐观情景

11月和12月为圣诞和元旦备货，行业销量或将恢复增长。加之明年世界杯，电视销量可能上升。电视大屏化和智能化趋势不减，海信市占率有望上升。

乐观情景下假设4季度电视行业销量增长10%，则海信电器今年EPS可能到1.53元，在PE为10的情况下，估值为15.3元。

### 悲观情景

4季度新的补贴政策若未能推出，国内电视需求或继续出现负增长，悲观情景下假设4季度电视行业销量下降10%，则海信电器今年的EPS可能下探至1.45元，在PE为8的情况下，估值为11.6元。

### 近期催化剂

4季度新家电补贴政策“领跑者计划”可能推出。

海信在智能电视领域或有突破性进展。

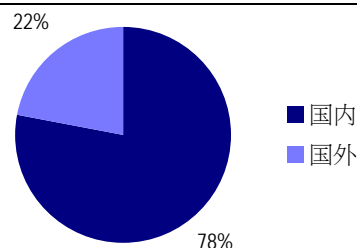
### 业务描述

公司作为海信集团经营规模最大的控股子公司，主营各类电视的研究、开发、制造与销售，产能超过1600万台。目前主要产品包括CRT、LCD、LED等主流电视机以及3D、智能等高端电视。

### 行业展望

随着电视升级速度不断加快，我们预计行业销量有望维持8%左右的增长。电视大屏化、智能化将成为趋势，技术进步可望带来消费者体验的提升，从而把消费者重新拉回到客厅，并有望催生新的盈利模式。

### 收入按地区分布, 2013 H1 (%)



数据来源: 公司公告

### 各类产品的毛利 (亿元)

毛利润	2011	2012	2013E	2014E	2015E
电视机	47.9	43.4	51.0	56.8	62.9
其他	0.6	1.2	1.3	1.5	1.8
总计	48.5	44.5	52.3	58.3	64.7

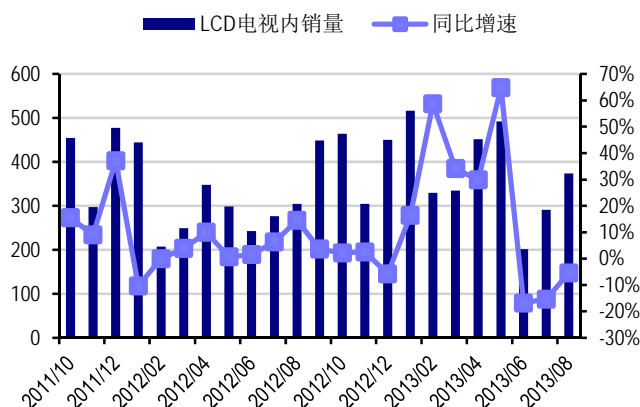
数据来源: 公司公告、瑞银证券估算

## 节能补贴政策退出，海信电视销量下滑

电视是之前的节能补贴政策最大的受益产品，自5月底政策退出后，国内电视销量显著下滑。根据产业在线的数据，7月LCD电视内销291万台，8月为373万台，同比分别下降15.4%和5.4%。

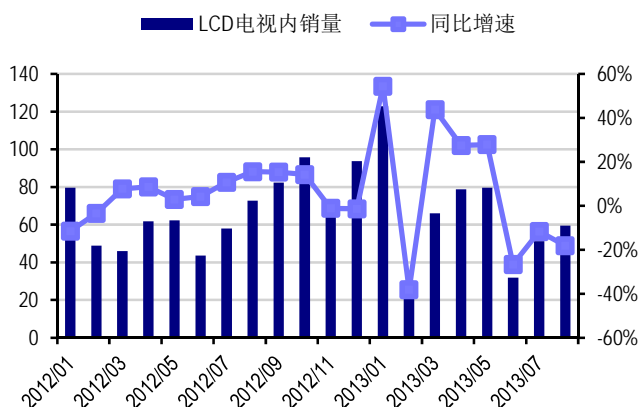
海信电器7月内销51万台，同比下降12%，8月内销60万台，同比下降18%，降幅进一步扩大。由于内销是海信的主要利润来源，我们预计公司三季度单季度业绩表现将较差。

图1: 中国LCD电视行业内销量（万台）及同比增速



数据来源：产业在线

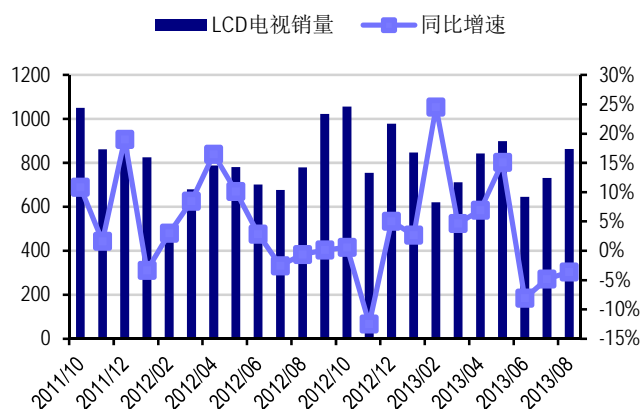
图2: 海信电视LCD电视内销量（万台）及同比增速



数据来源：产业在线

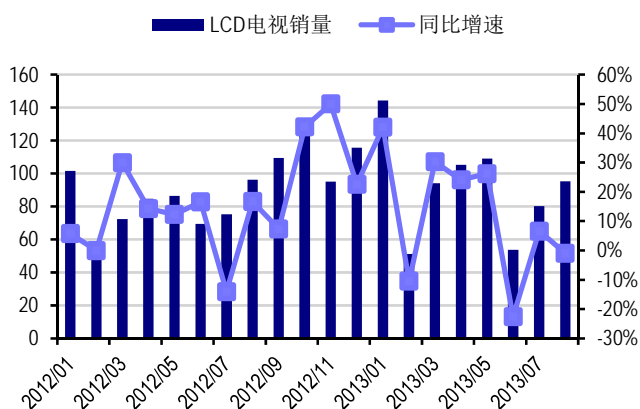
内销的下滑拖累整体行业增长。根据产业在线数据，7月LCD电视销量731万台、8月为863万台，同比分别下滑4.8%和3.6%。海信8月销售95万台，同比下降0.9%，增速环比7月的增长6.6%有所下降。

图3: 中国LCD电视行业销量（万台）及同比增速



数据来源：产业在线

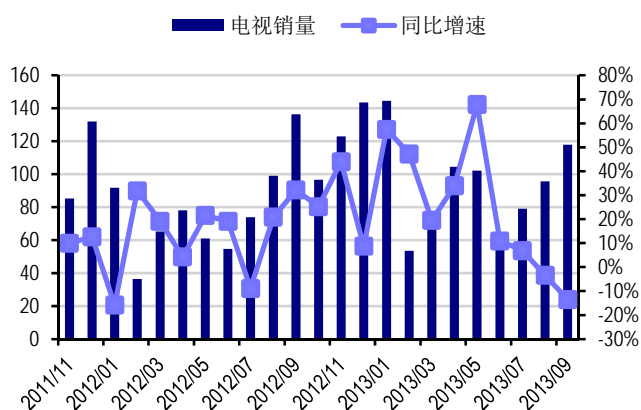
图4: 海信电视LCD电视销量（万台）及同比增速



数据来源：产业在线

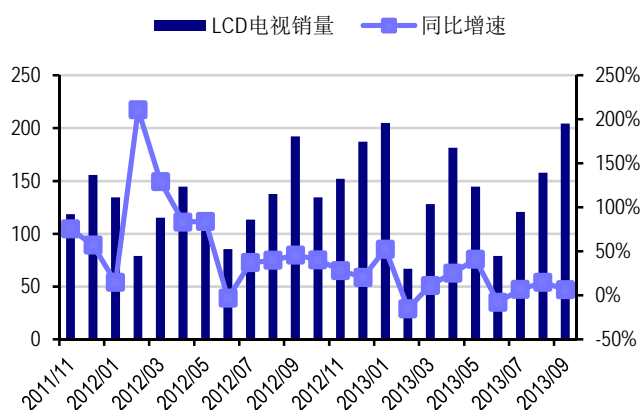
目前产业在线尚未公布9月数据，可以以TCL和创维公告的数据作为参考。TCL集团9月LCD电视销量为204万台，同比增长6%，增速环比8月份的15%降低；创维电视9月销量118万台，同比下降13.5%，增速环比8月的-3.4%，下滑态势持续。所以我们估计海信9月情况仍然不乐观，有较大可能是继续下滑。

图5:创维数码电视销量（万台）及同比增速



数据来源：Wind

图6:TCL集团 LCD电视销量（万台）及同比增速



数据来源：Wind

### 互联网企业进入智能电视领域，或将拉低产品价格

智能电视行业方兴未艾，吸引了众多新进入者。乐视、小米等均已涉足智能电视领域，并已发布多款智能电视。爱奇艺也与TCL合作，共同推出产品。

目前互联网企业进入智能电视领域主要是两种模式：一、找代工企业生产，如乐视网找富士康代工生产的乐视TV，小米找纬创资通代工生产的小米电视；二、以内容平台与传统电视制造商合作，如爱奇艺和TCL，阿里巴巴和创维，CNTV和康佳。

但他们的共同特点是定价较低，不通过销售电视硬件获利，目的在于发展客户获得持续收益。同时乐视小米等企业善于通过媒体营销，产品和低价广为人知，压制了传统电视企业高端电视的价格。

表1:互联网电视领域新进入者的情况列表

新进入者	生产方式	合作方	产品系列	起售时间	售价/尺寸	备注
联想集团	代工	冠捷、兆驰等	智能电视KISIA系列	5/1/2012		京东+线下销售,目前已售约9400台,三年销售目标约200万台
			乐视超级电视X60	7/1/2013	6999元/60寸	7月销售15075台,占60寸电视市场份额约35%
乐视网	代工	富士康	卧室电视S40	7/1/2013	1999元/40寸	7月销售12192台,占39寸电视市场份额约11%
			乐视电视S50	10/10/2013	2499元/50寸	
小米	代工	纬创资通	小米电视	9/5/2013	2999元/47寸	
爱奇艺	合作	TCL集团	TCL爱奇艺电视TV	9/3/2013	2999元48寸	首月出货2.2万台
阿里巴巴	合作	创维数码	酷开电视	10/1/2013	1999元/42寸	网络销售目标10万台
CNTV	合作	康佳集团	智能电视KKTV	9/24/2013	6666元/55寸	9月在京东商城上线
					3333元/39寸	

数据来源：各企业官网，瑞银证券整理

面对行业快速变迁，传统电视制造商积极应对，TCL和创维均已找到了合作伙伴。海信电器坚持自主发展，目前尚未与任何互联网企业有深度合作。我们认为，互联网企业的进入短期内将对公司业绩形成一定冲击，同时压制公司估值。长期看，公司秉持研发创新，若推出消费者体验较好的产品，或将打造智能电视生态链，但需静待时间检验。

### 盈利预测和主要假设变化

我们对海信电器液晶电视的内外销量和价格预测如下表。由于今年上半年液晶电视行业出现大幅增长，2013年全年LCD TV 收入增速有望达到15%，主要由销量贡献。受益于电视大屏化，未来几年公司份额仍有望上升。

但随着液晶面板价格下跌，和乐视等新进入者拉低产品价格，我们预计公司的液晶电视均价将小幅下滑。

表2: 海信电器LCD TV 内外销和价格变化预测

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
LCD TV收入增长	111%	20%	12%	6%	15%	13%	10%
LCD TV销量合计（万台）	514	691	846	908	1040	1184	1318
LCD TV销量合计增长率	136%	35%	22%	7%	15%	14%	11%
LCD TV内销量（万台）	381	511	606	635	699	792	887
LCD TV内销量增长率	118%	34%	19%	-3%	10%	13%	12%
LCD TV行业内销量增长	95%	32%	12%	1%	6%	8%	7%
LCD TV行业内销量份额	17%	16%	17%	16%	16%	17%	18%
LCD TV出口量（万台）	133	180	239	273	341	392	432
LCD TV出口量增长率	207%	35%	33%	14%	25%	15%	10%
LCD TV价格（元/台）	3039	2702	2479	2457	2457	2432	2408
LCD TV价格增长率	-11%	-11%	-8%	-1%	0%	-1%	-1%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算

和之前的预测相比，我们小幅下调了行业今年液晶电视销量增速，源自节能补贴政策退出后的负面影响。同时在乐视、小米等新进入者拉低大尺寸电视价格后，我们预计将对行业盈利能力造成负面影响，下调海信未来几年液晶电视毛利率。在渠道效率提升的背景下，产品本身更加重要，销售费用率有望降低。

表3: 海信电器盈利预测变化

新预测	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
LCD TV行业内销量增长率	95.0%	32.0%	12.0%	1.0%	6.0%	8.0%	7.0%
海信LCD电视毛利率	20.4%	18.5%	22.4%	19.4%	19.6%	19.5%	19.5%
海信销售费用率	13.6%	10.6%	10.6%	8.4%	7.5%	7.6%	7.5%
原预测	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
LCD TV行业内销量增长率	95.0%	32.0%	12.0%	1.0%	7.0%	8.0%	7.0%
海信LCD电视毛利率	20.4%	18.5%	22.4%	19.4%	19.6%	19.9%	20.2%
海信销售费用率	13.6%	10.6%	10.6%	8.4%	7.5%	7.7%	7.8%

数据来源：公司数据，瑞银证券估算



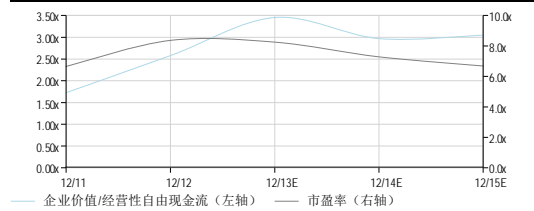
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	13,407	18,407	21,264	23,524	25,252	29,272	15.9	33,213	13.5	36,934	11.2
营业费用 (不含折旧)	(12,974)	(17,743)	(20,158)	(21,506)	(23,317)	(26,838)	15.1	(30,528)	13.7	(34,003)	11.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	433	664	1,106	2,018	1,935	2,434	25.8	2,685	10.3	2,931	9.2
折旧	(130)	(90)	(114)	(172)	(140)	(142)	1.7	(154)	8.3	(127)	-17.2
营业利润 (息税前利润, UBS)	303	574	992	1,847	1,796	2,292	27.6	2,532	10.5	2,804	10.8
其他盈利和联营公司盈利	34	75	39	75	61	16	-74.2	83	423.4	55	-34.1
净利息	(68)	(34)	(52)	44	54	3	-94.3	1	-53.9	(5)	-
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	269	614	979	1,965	1,912	2,311	20.9	2,616	13.2	2,853	9.1
税项	(58)	(112)	(140)	(253)	(281)	(335)	19.3	(379)	13.2	(414)	9.1
税后利润	211	502	839	1,712	1,631	1,976	21.2	2,237	13.2	2,439	9.1
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	14	(4)	(4)	(23)	(28)	(20)	-28.4	(22)	13.2	(24)	9.1
净利润 (本地会计准则)	225	498	835	1,689	1,603	1,956	22.0	2,214	13.2	2,415	9.1
净利润 (UBS)	225	498	835	1,689	1,603	1,956	22.0	2,214	13.2	2,415	9.1
税率 (%)	21	18	14	13	15	15	-1.3	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	21	18	15	13	15	15	-1.5	15	0.0	15	0.1
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.20	0.45	0.64	1.30	1.23	1.50	22.0	1.69	13.2	1.85	9.1
每股收益 (UBS)	0.20	0.45	0.64	1.30	1.23	1.50	22.0	1.69	13.2	1.85	9.1
每股股息净值	0.14	0.15	0.20	0.00	0.37	0.45	21.4	0.51	13.2	0.55	9.1
每股现金收益	0.32	0.53	0.73	1.43	1.33	1.61	20.4	1.81	12.9	1.95	7.4
每股账面净值	2.66	3.77	4.36	5.51	6.72	8.21	22.2	9.46	15.2	10.80	14.2
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	960	1,032	1,105	1,044	1,360	1,584	16.5	1,741	9.9	2,006	15.2
无形固定资产净值	93	88	82	181	195	165	-15.4	135	-18.2	135	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	1,404	1,625	2,038	3,107	4,683	6,013	28.4	7,940	32.0	9,464	19.2
其他负债	(90)	(59)	(19)	(12)	(40)	(40)	0.0	(40)	0.0	(40)	0.0
运营投入资本	2,366	2,686	3,205	4,320	6,197	7,722	24.6	9,776	26.6	11,564	18.3
投资	41	153	167	240	1,238	1,238	0.0	1,238	0.0	1,238	0.0
运用资本总额	2,407	2,839	3,372	4,560	7,436	8,960	20.5	11,014	22.9	12,802	16.2
股东权益	2,959	4,907	5,673	7,167	8,784	10,730	22.2	12,358	15.2	14,109	14.2
少数股东权益	117	124	129	152	197	217	10.0	239	10.3	264	10.2
总股东权益	3,076	5,031	5,802	7,320	8,982	10,947	21.9	12,597	15.1	14,372	14.1
净债务 / (现金)	(669)	(2,192)	(2,430)	(2,760)	(1,546)	(1,987)	28.5	(1,583)	-20.3	(1,570)	-0.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	2,407	2,839	3,372	4,560	7,436	8,960	20.5	11,014	22.9	12,802	16.2
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	303	574	992	1,847	1,796	2,292	27.6	2,532	10.5	2,804	10.8
折旧	130	90	114	172	140	142	1.7	154	8.3	127	-17.2
营运资本变动净值	(424)	2,654	1,750	3,117	1,988	1,460	-26.5	1,972	35.1	1,581	-19.8
其他 (经营性)	334	(2,806)	(2,105)	(4,130)	(3,463)	(2,810)	-18.9	(3,853)	37.1	(3,085)	-19.9
经营性现金流 (税前/息前)	343	511	751	1,005	460	1,085	135.7	805	-25.8	1,427	77.3
收到 / (支付) 利息净值	(68)	(34)	(52)	44	54	3	-94.3	1	-53.9	(5)	-
已付股息	(59)	(68)	(87)	(173)	0	(483)	-	(587)	21.39	(664)	13.19
已缴付税项	(58)	(112)	(140)	(253)	(281)	(335)	19.3	(379)	13.2	(414)	9.1
资本支出	(96)	(248)	(242)	(316)	(465)	(336)	-27.6	(281)	-16.5	(392)	39.6
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	35	38	(264)	(783)	31	-	97	210.9	65	-33.2
股份发行	0	1,504	0	23	15	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	60	1,517	234	13	(1,033)	(32)	-96.9	(404)	1164.4	(13)	-96.7
外汇/非现金项目	-	5	5	317	(181)	473	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	1,523	239	329	(1,214)	441	-	(404)	-	(13)	-96.7
核心息税折旧摊销前利润	433	664	1,106	2,018	1,935	2,434	25.8	2,685	10.3	2,931	9.2
维护资本支出	(130)	(90)	(114)	(172)	(140)	(142)	1.7	(154)	8.3	(127)	-17.2
维护营运资本净支出	-	0	1,750	3,117	1,988	1,460	-26.5	1,972	35.1	1,581	-19.8
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	574	2,742	4,964	3,784	3,752	-0.8	4,504	20.0	4,385	-2.6

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

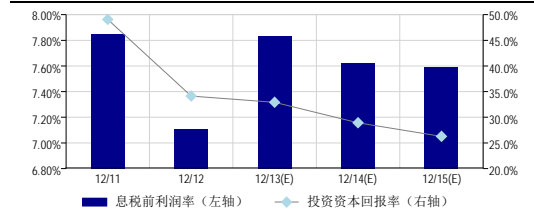
公司概况

海信电器作为海信集团经营规模最大的控股子公司，于1997年在上交所上市。公司主要从事电视、数字电视广播接收设备及信息网络终端产品的研究、开发、制造与销售，产能超过1600万台。目前主要产品包括CRT、LCD、LED等主流电视机以及3D、智能等高端电视，2012年营业收入253亿元。2002-2012年10年时间，营业收入CAGR为16%，净利润CAGR达到47%。

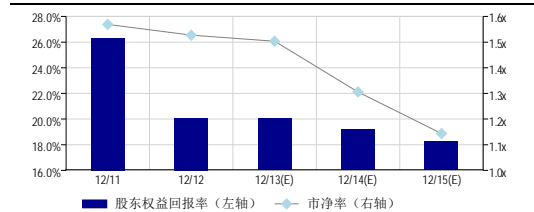
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



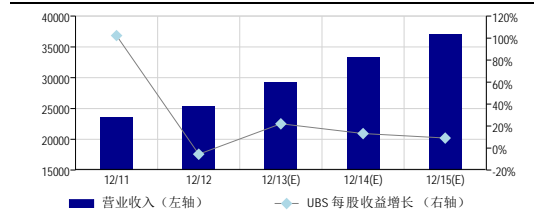
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	12.5	6.7	8.4	8.0	7.1	6.5
市盈率 (UBS)	12.5	6.7	8.4	8.0	7.1	6.5
股价/每股现金收益	10.1	6.0	7.7	7.5	6.6	6.2
净股息收益率 (%)	2.4	0.0	3.6	3.7	4.2	4.6
市净率	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3	1.1
企业价值/营业收入 (核心)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	6.3	4.2	5.0	5.1	4.8	4.4
企业价值/息税前利润 (核心)	7.1	4.6	5.4	5.5	5.1	4.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	1.7	2.6	3.3	2.9	3.0
企业价值/运营投入资本	-	2.3	1.9	1.8	1.5	1.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	11,247	13,389	15,706	15,706	15,706
+ 少数股东权益	152	197	217	239	264
+ 平均净债务 (现金)	(2,595)	(2,595)	(2,153)	(1,767)	(1,785)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(240)	(1,238)	(1,238)	(1,238)	(1,238)
核心企业价值	8,564	9,753	12,532	12,940	12,946

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	17.1	10.6	7.3	15.9	13.5	11.2
息税折旧摊销前利润 (UBS)	45.4	82.5	-4.1	25.8	10.3	9.2
息税前利润 (UBS)	56.1	86.1	-2.8	27.6	10.5	10.8
每股收益 (UBS)	56.9	102.3	-5.6	22.0	13.2	9.1
每股现金收益	42.9	96.1	-6.8	20.4	12.9	7.4
每股股息净值	28.0	-	-	21.4	13.2	9.1
每股账面净值	26.0	26.3	21.9	22.2	15.2	14.2

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	5.7	8.6	7.7	8.3	8.1	7.9
息税前利润/营业收入	5.0	7.8	7.1	7.8	7.6	7.6
净利润 (UBS) /营业收入	4.4	7.2	6.3	6.7	6.7	6.5

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	49.1	34.1	32.9	28.9	26.3
税后投资资本回报率	-	42.7	29.1	28.1	24.7	22.4
净股东权益回报率	-	26.3	20.1	20.0	19.2	18.3

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	NM
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	3.3	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	-	30.2	30.0	30.0	30.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	6.3	4.8	4.2	3.8	3.5
营业收入/固定资产	-	19.5	18.2	17.7	18.3	18.4
营业收入/净营运资本	-	10.3	7.1	5.8	5.0	4.4

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	2.7	2.1	1.6	1.8	1.6
资本支出/营业收入 (%)	1.3	1.3	1.8	1.1	0.8	1.1
资本支出/折旧	2.1	1.8	3.3	2.4	1.8	3.1

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(32.5)	(38.5)	(17.6)	(18.5)	(12.8)	(11.1)
净债务/(净债务 + 权益)	(48.2)	(62.6)	(21.4)	(22.7)	(14.7)	(12.5)
净债务 (核心) / 企业价值	(20.4)	(30.3)	(26.6)	(17.2)	(13.7)	(13.8)

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。  
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年10月16日16时56分的股价 (Rmb12.02) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

## ■ 海信电器

海信电器作为海信集团经营规模最大的控股子公司，于1997年在上交所上市。公司主要从事电视、数字电视广播接收设备及信息网络终端产品的研究、开发、制造与销售，产能超过1600万台。目前主要产品包括CRT、LCD、LED等主流电视机以及3D、智能等高端电视，2012年营业收入253亿元。2002-2012年10年时间，营业收入CAGR为16%，净利润CAGR达到47%。

## ■ 风险声明

宏观经济形势的不确定性和房地产市场调控继续深入等因素都可能导致未来电视行业整体销量受到影响，有可能对其营业收入构成潜在的下行风险；若主要电视企业采取低价竞争的手段以获取更多市场份额，将引发行业竞争加剧，导致公司毛利率下滑，或者销售费用率上升，最终带来销售净利率下滑。

## ■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

### UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 <sup>1</sup>	投行服务覆盖率 <sup>2</sup>
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 <sup>3</sup>	投行服务覆盖率 <sup>4</sup>
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年09月30日。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

**主要定义**

**预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

**市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

**处于观察期 (UR)**: 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

**短期评级** 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

**股票目标价** 的投资期限为未来12个月。

**例外和特殊案例**

**英国和欧洲投资基金的评级和定义:** 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

**主要评级段例外 (CBE):** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

**瑞银证券有限责任公司:** 廖 欣宇.

**涉及报告中提及的公司的披露**

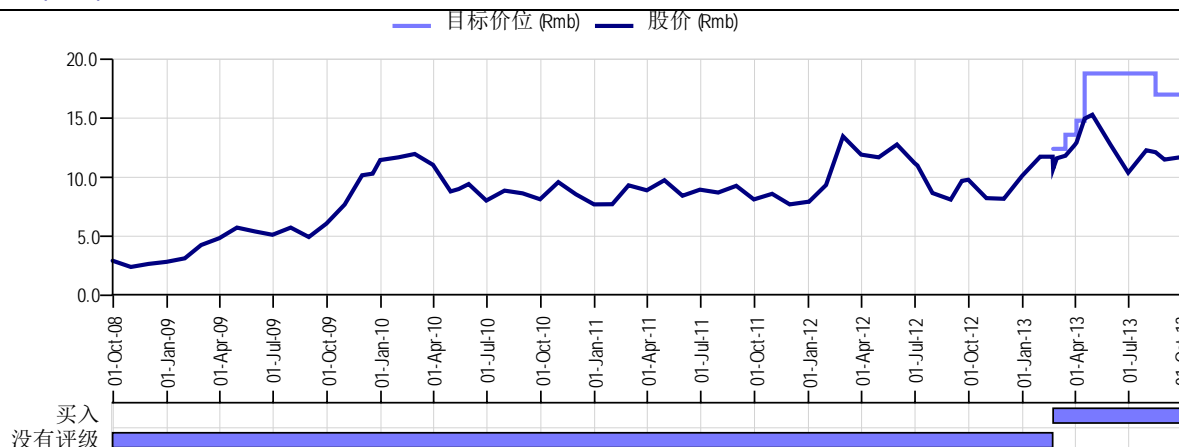
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
海信电器	600060.SS	买入	不适用	Rmb12.35	2013年10月15日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

**海信电器 (Rmb)**



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年10月15日



## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:**除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities C.JSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的特准投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司(澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务牌照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。©UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。