

**买入****31%↑**

目标价格: 人民币 14.68

海信电器

600060.CH

价格: 人民币 16.63

目标价格基础: 市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11	(4)	(14)	36
相对新华富时 A50 指数	24	(2)	(18)	36

发行股数(百万)	1,303
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	15,157
3个月日均交易额(人民币 百万)	236
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
珠海格力集团	41

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 11 月 7 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

消费品: 家用电器

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120012

三季度同比下滑, ITV 产品成未来亮点

近日, 公司股东大会审议通过了“为增加 ITV 产品通话功能, 在经营范围中增加移动电话的研发、生产和销售等相关内容”的议案。此次对 ITV 产品附加通话功能主要是公司考虑到未来平板电视的智能化、多媒体互动化的发展趋势。目前 ITV 产品在美国市场销量较大, 预计在 70 万台左右。而在国内, 由于渠道多元化, 市场渗透需要过程。公司也将加大推广力度。

支撑评级的要点

- 互联网电视尚未出现成熟的运营和盈利模式。产业链条中需要内容提供商、整机制造商、终端运营商和消费群体之间的协同配合。对于海信, 核心是把产品体验做好, 目标成为内容提供商的集合平台。目前海信具有操作系统, 云平台, 但是缺乏内容。公司正在学习和借鉴按照互联网的做法, 采取开放, 合作和分享的态度。
- 公司前三季度事项营业收入 206.5 亿元, 同比增长 23.6%, 实现归属于母公司的净利润 11.3 亿元, 同比增长 24.2%, 实现每股收益 0.86 元, 业绩基本符合市场预期。前三季度各项费用率和利润率基本稳定, 毛利率维持在 17.9%, 净利率为 5.46%。销售费用率和管理费用率分别为 8.53% 和 2.58%
- 公司电子商务渠道运行已有 3 年年, 目前正在加大投入。其运作的目标定为要单独规划产品, 学习电子商务规律, 打造专业电子商务团队。目前电子商务销售额占比约 8%, 其中北上广等一线城市占比近 3 成。我们判断, 虽然线上产品售价低于线下, 但由于成本较低, 其利润率高于线下。公司不会以价格为代价换取市场份额的提升。

评级面临的主要风险

- 家电行业政策的影响
- 智能电视、互联网电视的发展速度。

估值

- 我们维持对公司 13-15 年 1.468 元、1.724 元和 1.955 元的每股盈利预测, 基于 10 倍 PE, 我们给予海信电器 14.68 元的目标价, 重申对其**买入**评级

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	23,524	25,252	28,609	33,565	38,787
变动(%)	11	7	13	17	16
净利润(人民币 百万)	1,689	1,599	1,914	2,249	2,551
全面摊薄每股收益(人民币)	1.949	1.227	1.469	1.725	1.957
变动(%)	102.1	(37.1)	19.7	17.5	13.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.435	1.656	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	-	-	-
调整幅度(%)	-	-	N/A	N/A	N/A
核心每股收益(人民币)	1.854	1.161	1.316	1.626	1.901
变动(%)	96.4	(37.4)	13.4	23.5	16.9
全面摊薄市盈率(倍)	6.0	9.5	7.9	6.7	5.9
核心市盈率(倍)	6.3	10.0	8.8	7.2	6.1
每股现金流量(人民币)	0.92	0.18	1.40	1.37	1.72
价格/每股现金流量(倍)	12.7	64.8	8.3	8.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	7.0	5.7	4.4	3.4
每股股息(人民币)	0.200	0.370	0.294	0.345	0.391
股息率(%)	1.7	3.2	2.5	3.0	3.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

三季度收入增速放缓，业绩同比下滑

公司前三季度事项营业收入 206.5 亿元，同比增长 23.6%，实现归属于母公司的净利润 11.3 亿元，同比增长 24.2%，实现每股收益 0.86 元，业绩基本符合市场预期。前三季度各项费用率和利润率基本稳定，毛利率维持在 17.9%，净利率为 5.46%。销售费用率和管理费用率分别为 8.53% 和 2.58%。

三季度单季营收增幅有所放缓，同比增长 6.1%；毛利率小幅下滑至 81.9%；费用率出现上升，销售费用率和管理费用率分别从去年同期的 8.18% 和 2.26% 上升到 9.62% 和 2.73%，净利率从 5% 下降至 4.5%。

图表 1.2013 年前三季度业绩摘要

(人民币:百万)	2012 年前三季度	2013 年前三季度	同比(%)
营业收入	16,712.10	20,654.30	23.6
营业成本	13,774.40	16,962.80	23.1
毛利润	2,937.70	3,691.50	25.7
营业税金及附加	78.13	82.60	5.7
销售费用	1,409.50	1,762.60	25.1
管理费用	371.10	532.10	43.4
经营利润	1,078.98	1,314.20	21.8
资产减值	54.20	79.00	45.8
财务费用	(28.70)	(13.00)	(54.7)
投资收益	2.50	50.10	1,904.0
营业外收入	28.80	73.10	153.8
营业外支出	1.60	8.00	400.0
税前利润	1,083.18	1,363.40	25.9
所得税	166.40	203.50	22.3
少数股东损益	9.70	33.00	240.2
归属于母公司的净利润	907.07	1,126.90	24.2
每股收益	0.70	0.86	23.9

资料来源：公司数据

智能电视成趋势

据“第三季度中国电子信息产业运行公报”数据显示，2013 年第三季度整体彩电销量 1084 万台，同比下降 6.4%；销售额 394 亿元，同比下降 0.5%。其中液晶电视销量为 1083 万台，同比下降 3.8%，销售额同比上升 3.1%；等离子电视销量跌幅较大，同比下降 37.8%，销售额为 18 亿元，同比下降 40.9%。

由于节能补贴政策在今年 5 月 31 日终止，受政策退出影响，大部分消费者为了获得节能补贴、减少购置彩电的支出，纷纷在节能补贴政策退出之前购买彩电，提前透支了市场需求。另一方面，楼市增速放缓也进一步抑制了市场需求，从一定程度上导致第三季度彩电市场销售量下滑。自 2013 年 5 月份起，消费者的信心指数呈下滑趋势，采取了保守的消费态度，减少购买彩电产品。

第三季度彩电行业呈现出大屏化、智能化、UHD 超高清和 3D 电视渗透率逐渐提高的趋势。数据显示，9 月份，智能电视渗透率达到 47.5%，较 1 月份提高 9.9%；3D 电视的渗透率达到 39.8%，比 1 月份增加 0.7%；UHD 超高清电视渗透率也在 9 月份达到了 4.62%。随着 IT、互联网企业和电视企业都相应投入巨资开发智能电视，智能电视的价格逐渐趋于平民化。同时智能电视为广大用户打造一个可加载无限内容、无线应用的开放式应用平台，智能电视发展已经成为不可逆转的趋势。

重视 ITV 产品推广

近日，公司股东大会审议通过了“为增加 ITV 产品通话功能，在经营范围中增加移动电话的研发、生产和销售等相关内容”的议案。此次对 ITV 产品附加通话功能主要是公司考虑到未来平板电视的智能化、多媒体互动化的发展趋势。ITV 产品除了具有平板电脑基本功能外，还具有移动视频通话功能，突出其视频特色。使 ITV 产品集手机、电视、照相机、电脑灯多媒体功能于一体。目前 ITV 产品在美国市场销量较大，预计在 70 万台左右。而在国内，由于渠道多元化，市场渗透需要过程。公司也将加大推广力度。

互联网电视有待成熟模式

互联网电视未来发展空间巨大，已经有整机厂商与互联网内容商的跨界合作。但是其产业链条很长，目前尚未出现成熟的运营和盈利模式。产业链条中需要内容提供商、整机制造商、终端运营商和消费群体之间的协同配合。对于海信，核心是把产品体验做好，目标成为内容提供商的集合平台。据估计，海信电视有效用户的活跃度 60%。目前海信具有操作系统，云平台，但是缺乏内容。公司正在学习和借鉴按照互联网的做法，采取开放，合作和分享的态度。

电子商务平台稳步发展

公司电子商务渠道运行已有 3 年，目前正在加大投入。其运作的目标定为要单独规划产品，学习电子商务规律，打造专业电子商务团队。目前电子商务销售额占比约 8%，其中北上广等一线城市占比近 3 成。我们判断，虽然线上产品售价低于线下，但由于成本较低，其利润率高于线下。公司不会以价格为代价换取市场份额的提升。

估值

我们维持对公司 13-15 年 1.468 元、1.724 元和 1.955 元的每股盈利预测，公司目前股价仅相当于 8 倍 13 年 PE，估值具有明显优势。尽管彩电行业竞争激烈，利润率面临一定压力，我们相信，作为彩电行业的龙头，公司的管理效率和盈利能力处于行业领先，能够使其在不利环境下保持平稳增长。基于 10 倍 PE，我们给予海信电器 14.68 元的目标价，重申对其**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	23,524	25,252	28,609	33,565	38,787
销售成本	(18,614)	(20,702)	(23,351)	(27,327)	(31,559)
经营费用	(2,885)	(2,606)	(3,031)	(3,506)	(4,025)
息税折旧前利润	2,025	1,944	2,227	2,732	3,203
折旧及摊销	(178)	(148)	(200)	(251)	317
经营利润(息税前利润)	1,847	1,796	2,027	2,481	2,886
净利息收入/(费用)	44	50	42	69	85
其他收益/(损失)	75	61	218	137	77
税前利润	1,965	1,907	2,287	2,686	3,048
所得税	(253)	(281)	(343)	(403)	(457)
少数股东权益	(23)	(28)	(31)	(37)	(42)
净利润	1,689	1,599	1,914	2,249	2,551
核心净利润	1,607	1,513	1,716	2,119	2,477
每股收益(人民币)	1.949	1.227	1.469	1.725	1.957
核心每股收益(人民币)	1.854	1.161	1.316	1.626	1.901
每股股息(人民币)	0.200	0.370	0.294	0.345	0.391
收入增长(%)	11	7	13	17	16
息税前利润增长(%)	86	(3)	13	22	16
息税折旧前利润增长(%)	82	(4)	15	23	17
每股收益增长(%)	102	(37)	20	17	13
核心每股收益增长(%)	96	(37)	13	24	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,965	1,907	2,287	2,686	3,048
折旧与摊销	178	148	200	251	317
净利息费用	(44)	(50)	(42)	(69)	(85)
运营资本变动	(1,078)	(1,528)	(293)	(697)	(587)
税金	0	0	1	2	3
其他经营现金流	(226)	(243)	(328)	(389)	(449)
经营活动产生的现金流	795	234	1,825	1,785	2,246
购买固定资产净值	(316)	(465)	(430)	(731)	(930)
投资减少/增加	8	(9)	0	0	0
其他投资现金流	3	(973)	(19)	(22)	(25)
投资活动产生的现金流	(305)	(1,447)	(449)	(753)	(955)
净增权益	23	15	0	0	0
净增债务	(14)	0	0	0	0
支付股息	(173)	(173)	(482)	(383)	(449)
其他融资现金流	(1)	(3)	45	73	90
融资活动产生的现金流	(166)	5	(437)	(310)	(360)
现金变动	324	(1,209)	939	722	931
期初现金	2,437	2,766	1,553	2,492	3,213
公司自由现金流	491	(1,206)	1,403	1,080	1,355
权益自由现金流	475	(1,216)	1,418	1,100	1,375

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	2,752	1,553	2,492	3,213	4,145
应收帐款	9,295	9,942	11,263	13,214	15,270
库存	2,280	3,600	3,780	3,969	4,167
其他流动资产	28	32	31	30	29
流动资产总计	14,355	15,125	17,565	20,426	23,610
固定资产	1,044	1,360	1,546	1,981	2,557
无形资产	181	195	216	239	260
其他长期资产	564	1,571	1,639	1,714	1,798
长期资产总计	1,790	3,126	3,401	3,934	4,615
总资产	16,145	18,251	20,966	24,360	28,225
应付帐款	6,303	6,735	7,615	8,676	9,899
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	2,503	2,487	2,858	3,286	3,781
流动负债总计	8,806	9,223	10,473	11,962	13,680
长期借款	7	7	7	7	7
其他长期负债	12	40	40	40	40
股本	869	1,307	1,307	1,307	1,307
储备	6,299	7,478	8,912	10,780	12,884
股东权益	7,167	8,784	10,218	12,086	14,190
少数股东权益	152	197	228	265	308
总负债及权益	16,145	18,251	20,966	24,360	28,225
每股帐面价值(人民币)	8.27	6.74	7.84	9.27	10.89
每股有形资产(人民币)	8.06	6.59	7.67	9.09	10.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.17)	(1.19)	(1.91)	(2.46)	(3.18)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.6	7.7	7.8	8.1	8.3
息税前利润率(%)	7.8	7.1	7.1	7.4	7.4
税前利润率(%)	8.4	7.6	8.0	8.0	7.9
净利率(%)	7.2	6.3	6.7	6.7	6.6
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	176.1	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	6.0	9.5	7.9	6.7	5.9
核心业务市盈率(倍)	6.3	10.0	8.8	7.2	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.2	13.2	11.6	9.4	8.0
市净率(倍)	1.4	1.7	1.5	1.3	1.1
价格/现金流(倍)	12.7	64.8	8.3	8.5	6.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.6	7.0	5.7	4.4	3.4
周转率					
存货周转天数	47.3	51.8	57.7	51.7	47.0
应收帐款周转天数	117.9	139.0	135.3	133.1	134.0
应付帐款周转天数	85.5	94.2	91.5	88.6	87.4
回报率					
股息支付率(%)	10.3	30.2	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	26.3	20.0	20.1	20.2	19.4
资产收益率(%)	11.2	8.9	8.8	9.3	9.3
已运用资本收益率(%)	28.7	22.8	21.2	22.2	22.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371