

黑电业绩反转趋势下最纯正标的



核心观点

- **2018年正在成为黑电行业业绩反转的一年。**鉴于黑电行业的典型大小年周期特性，在2017年销量低基数和2018年俄罗斯世界杯刺激的双重作用下，2018年我国电视内销和出口有望重回增长（2018年前2个月液晶电视整体销量2023.4万台，同比增长18.8%；出口1177.7万台，同比增长33.3%）。利润方面，在成本端2018年面板价格受新产能开出影响有望稳定下行（2018年4月55寸Open-Cell面板报价均价同比下降14.9%），在收入端电视销售价格预计略有下降，受益于“剪刀差”、“时间差”和产品升级等因素毛利率改善可期。此外，互联网电视品牌风光不再，夏普对行业的冲击减弱，黑电行业竞争格局重回正轨。综上所述我们认为2018年黑电板块业绩反转可期。
- **公司布局全球产能，提升全球品牌影响力，制造能力实力雄厚，各项财务指标行业领先。**海信电器通过收购东芝映像、夏普墨西哥工厂，设立美国、欧洲研发中心提升全球市场竞争力、制造能力和研发能力，通过赞助世界杯、欧洲杯等大型体育赛事提升全球品牌知名度，开拓全球市场。公司在制造端优势明显，拥有芯片、模组制造研发能力，面板采购较分散，布局ULED和激光电视等未来显示技术。除此之外，公司搭建“聚好看”内容平台，具有一定竞争力。公司毛利率、净利率、营运效率，研发投入，ROE等各项财务指标均处于行业领先水平。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2018-2020年每股收益分别为1.02、1.07和1.18元，根据可比公司，我们给予公司2018年17倍PE估值，目标价为17.34元，首次给予买入评级。

风险提示

- 国内黑电行业竞争格局恶化；
- 电视出口不达预期；
- 商誉减值风险；
- TVS经营未得到明显改善。

公司主要财务信息

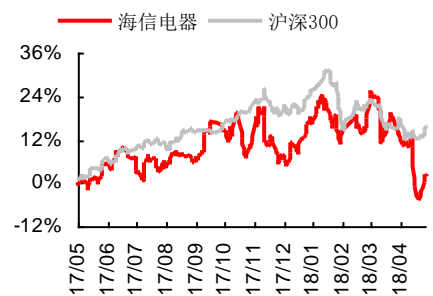
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 31,832 | 33,009 | 36,174 | 37,191 | 38,736 |
| 同比增长 | 5.4% | 3.7% | 9.6% | 2.8% | 4.2% |
| 营业利润（百万元） | 1,835 | 1,120 | 1,561 | 1,658 | 1,822 |
| 同比增长 | 24.1% | -39.0% | 39.4% | 6.2% | 9.9% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1,759 | 942 | 1,334 | 1,403 | 1,541 |
| 同比增长 | 18.1% | -46.4% | 41.7% | 5.2% | 9.8% |
| 每股收益（元） | 1.34 | 0.72 | 1.02 | 1.07 | 1.18 |
| 毛利率 | 16.6% | 13.6% | 14.8% | 15.2% | 15.6% |
| 净利率 | 5.5% | 2.9% | 3.7% | 3.8% | 4.0% |
| 净资产收益率 | 14.0% | 7.0% | 9.3% | 9.0% | 9.0% |
| 市盈率（倍） | 10.2 | 19.1 | 13.5 | 12.8 | 11.7 |
| 市净率（倍） | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

| | |
|-----------------|-----------------|
| 股价（2018年05月10日） | 13.84元 |
| 目标价格 | 17.34元 |
| 52周最高价/最低价 | 16.93/12.85元 |
| 总股本/流通A股（万股） | 130,848/130,848 |
| A股市值（百万元） | 18,109 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 家电 |
| 报告发布日期 | 2018年05月11日 |

| 股价表现 | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|----------|-----|------|------|-------|
| 绝对表现（%） | 5.4 | -9.3 | -7.0 | -1.1 |
| 相对表现（%） | 2.8 | -8.4 | -8.4 | -17.8 |
| 沪深300（%） | 2.6 | -0.9 | 1.4 | 16.6 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 唐思宇
021-63325888*6082
tangsiyu@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070003

联系人 赵阳
021-63325888-2505
zhaoyang1@orientsec.com.cn

目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 一、十余年电视龙头，最纯正黑电标的 | 5 |
| 二、2018 年黑电行业业绩有望实现反转 | 6 |
| 2.1 2018 年销量有望重回增长 | 6 |
| 2.2 2018 年黑电行业盈利能力有望大幅改善 | 8 |
| 2.3 互联网品牌电视衰落，竞争格局边际改善 | 10 |
| 2.4 总结 | 11 |
| 三、公司布局全球，实力雄厚，行业领先 | 11 |
| 3.1 开阔的全球化视野 | 11 |
| 3.1.1 海外收购：东芝映像和夏普墨西哥工厂 | 12 |
| 3.1.2 品牌推广：赞助世界杯、欧洲杯等体育赛事 | 13 |
| 3.2 数十年积累的硬实力 | 14 |
| 3.2.1 突出的上游生产能力和供应链管控能力 | 14 |
| 3.2.2 研发布局先进技术：ULED&激光电视 | 16 |
| 3.3 内容端实力雄厚 | 17 |
| 3.4 财务指标行业领先 | 17 |
| 盈利预测与投资建议 | 18 |
| 盈利预测 | 18 |
| 投资建议 | 19 |
| 风险提示 | 20 |

图表目录

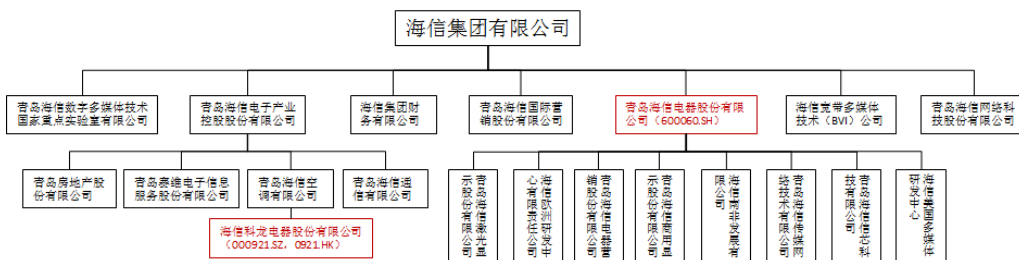
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 海信集团关键子公司组织架构..... | 5 |
| 图 2: 公司历史业绩 (亿元) | 5 |
| 图 3: 海信零售量市占率始终保持第一 | 6 |
| 图 4: 我国彩电市场零售量市占率历史 | 6 |
| 图 5: 2017 年整体电视销量下滑 | 6 |
| 图 6: 2017 年国内电视零售市场萎靡 | 6 |
| 图 7: 我国电视机出口大小年明显 (万台) | 7 |
| 图 8: 体育赛事集中在偶数年 | 7 |
| 表 1: 液晶电视用面板 2018 年新增产能汇总 | 8 |
| 表 2: 液晶电视用面板 2018 年产能增长 | 8 |
| 图 9: 液晶电视和面板价格同比走势..... | 9 |
| 图 10: 2017 年下半年面板价格开始松动下滑 (美元) | 9 |
| 图 11: 电视平均尺寸在不断提高 (寸) | 10 |
| 图 12: 2018 年初电视机价格下降情况 | 10 |
| 图 13: 互联网电视品牌占有率出现下滑 | 11 |
| 图 14: 互联网电视今年屡次涨价导致优势不在 | 11 |
| 图 15: 黑电行业 2018 年有望迎来拐点 | 11 |
| 图 16: 海信电视全球品牌布局及地位..... | 12 |
| 图 17: 海信全球工厂、研发中心、海外公司分布情况..... | 12 |
| 图 18: 海信赞助 FIFA2017 俄罗斯联合会杯..... | 13 |
| 图 19: 海信进入 FIFA 赞助体系 | 13 |
| 图 20: 海信成为 2016 法国欧洲杯顶级赞助商 | 14 |
| 图 21: 海信富有争议的广告语成功吸引眼球 | 14 |
| 表 3: 海信各项体育赛事赞助情况 | 14 |
| 图 22: 澳网海信球场..... | 14 |
| 图 23: 海信 Hi-View Pro 超高清画质引擎芯片 | 15 |
| 图 24: 海信液晶模组产线..... | 15 |
| 表 4: 2017 年电视品牌面板采购构成 | 15 |
| 图 25: 海信独家 ULED 概念 | 16 |
| 图 26: 海信激光电视..... | 16 |
| 图 27: 聚好看合作品牌 | 17 |
| 图 28: 海信电视均价国产品牌最高 (元) | 18 |
| 图 29: 公司净利率水平较高 | 18 |
| 图 30: 海信运营效率行业最高 (2017H1) | 18 |

| | |
|--|----|
| 图 31：公司 ROE 行业第一 | 18 |
| 图 32：公司近 10 年 PE 走势分析 | 20 |
| 图 33：公司近 10 年 PE-Band | 20 |
| 表 5：不同并表时间和 TVS 净利率下的 2018 年公司业绩情景分析 | 21 |

一、十余年电视龙头，最纯正黑电标的

海信电器是国内最早进入平板电视行业的彩电企业之一，拥有中国最先进数字电视机生产线，是中国最大的彩电生产基地之一。公司控股股东为海信集团，是集团经营规模最大的控股子公司，公司的品牌推广及销售受控股集团决策影响较大。控股集团海信集团成立于1969年，前身为“青岛无线电二厂”成立，生产半导体收音机起家，集团实际控制人是青岛市国资委。

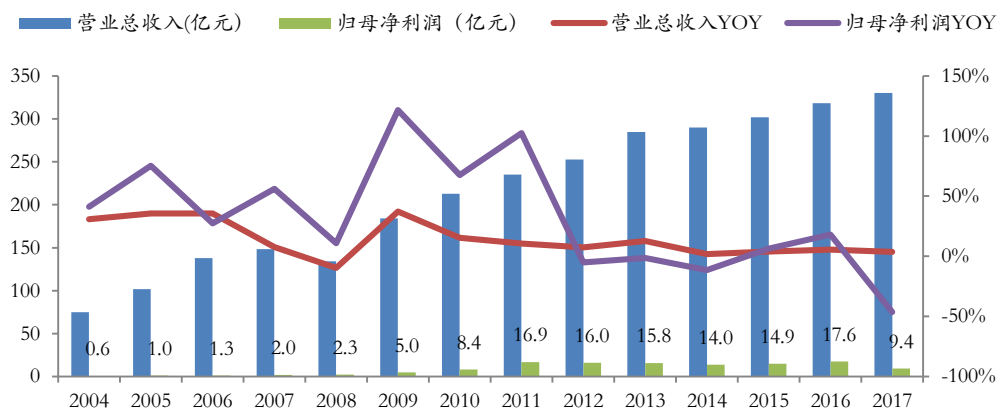
图 1：海信集团关键子公司组织架构



资料来源：《海信成功之道》，公司年报，东方证券研究所

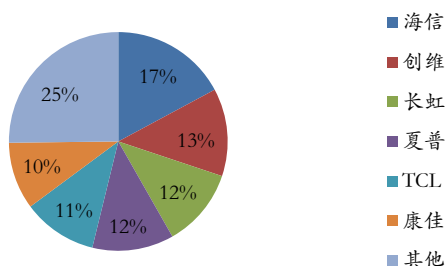
公司历史上成功把握液晶电视的大趋势，成功抢占国内液晶电视市场，连续 14 年稳居中国电视市场零售量第一位宝座。公司 2017 年营业收入 330 亿，同比增长 3.69%，在 2017 年全球电视市场萎靡的背景下难能可贵；归母净利润 9.42 亿，同比下滑 46.45%，主要由面板及其他原材料价格上涨导致。公司主营电视机业务，2017 年收入占比达 91.2%，堪称最纯正的 A 股电视标的。

图 2：公司历史业绩（亿元）

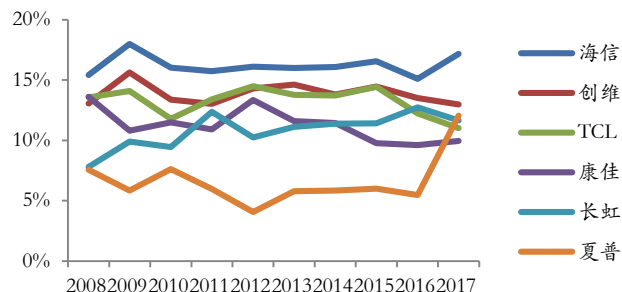


资料来源：Wind，东方证券研究所

公司 2017 年销售 1637 万台产品，保持彩电市场零售量市占率第一，2017 年 11 月海信品牌电视机销量占比 17.16%，全年保持 15%以上市占率。

图 3： 海信零售量市占率始终保持第一


资料来源：中怡康，东方证券研究所

图 4： 我国彩电市场零售量市占率历史


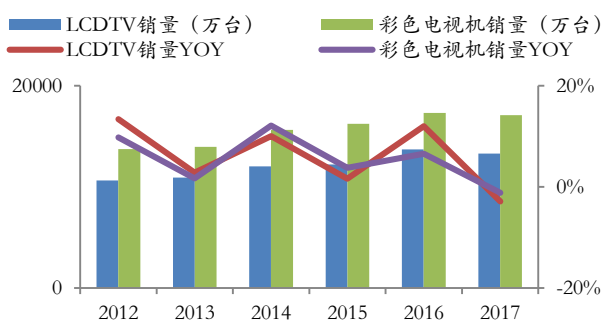
资料来源：中怡康，东方证券研究所

二、2018 年黑电行业业绩有望实现反转

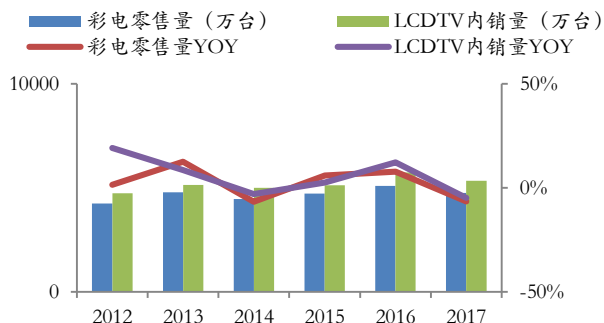
2018 年有望成为黑电行业业绩大反转的一年。鉴于黑电行业的典型大小年周期特性，在 2017 年销量低基数和 2018 年俄罗斯世界杯刺激的双重作用下，2018 年我国电视内销和出口有望重回增长。利润方面，在成本端 2018 年面板价格受新产能开出影响有望稳定下行，在收入端电视销售价格预计略有下降，受益于“剪刀差”、“时间差”和产品升级等因素毛利率改善可期。此外，互联网电视品牌强势不再，黑电行业竞争格局重回正轨。综上所述我们认为黑电板块是 2018 年较具投资价值的板块之一。

2.1 2018 年销量有望重回增长

首先，通过不同数据来源可以得到的共识是：1.2017 年我国电视总销量出现下滑（根据产业在线数据，2017 液晶电视销量 13300.8 万台，同比下滑 2.86%；根据国家统计局数据，2017 彩色电视机销量 17096.37，同比下滑 1.16%）；2.2017 年我国电视内销市场尤其萎靡（根据奥维云网数据，2017 彩电国内零售量 4752 万台，同比下滑 6.6%；根据产业在线数据，2017 年液晶电视内销量 5344.5 万台，同比下滑 4.8%），这使得 2017 年电视销量基数较低，**2018 年基数效应明显。**

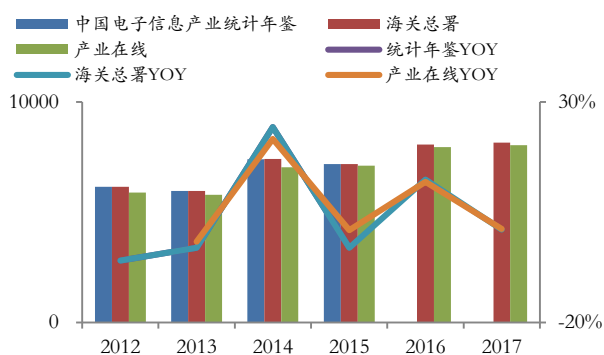
图 5： 2017 年整体电视销量下滑


资料来源：产业在线，国家统计局，东方证券研究所

图 6： 2017 年国内电视零售市场萎靡


资料来源：产业在线，奥维云网，东方证券研究所

其次，根据历史经验，黑电销量具有明显的大小年之分，可以推断**2018年将会是黑电大年**。在体育盛会较多的偶数年份电视销量一般会好于体育赛事较少的奇数年份，体育大年往往伴随着电视大年，彩电出口更是如此。虽然电脑、移动端等新终端对电视观看体育赛事有一定冲击，但根据奥维咨询数据，72%用户（中国）使用电视作为其观看世界杯的唯一渠道，说明电视仍然是大型体育赛事最主要观看渠道，这在国外更是如此。通过历史数据我们可以进一步验证：根据产业在线数据，2014年有巴西世界杯，我国液晶电视总销量1.20亿台，同比增长10.04%，而2015年是体育小年，电视销售同样是小年，当年我国液晶电视总销量1.22亿台，仅增长1.61%；2016年有法国欧洲杯和巴西奥运会，当年我国液晶电视总销量达1.37亿台，同比增长12.02%；今年2017年是体育小年，电视销量萎靡，前三季度甚至同比下滑6.98%。由此我们可以判断，即将迎来俄罗斯世界杯的2018年的电视销量有望出现大幅增长。

图 7：我国电视机出口大小年明显（万台）


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：体育赛事集中在偶数年


资料来源：各赛事官网、东方证券研究所

最后，**2018年前两个月电视销售数据验证了我们的逻辑**。根据产业在线数据，2018年前2个月液晶电视整体销量2023.4万台，同比增长18.8%；出口1177.7万台，同比增长33.3%。根据海关总署数据，2018年前2个月彩电出口1288万台，同比增长45.2%。国内市场同样有所增长，根据奥维云网数据，2018年前2个月国内电视销售856万台，同比增长1.0%；根据产业在线数据，2018年前2个月国内电视销售845.7万台，同比增长18.8%；根据中怡康数据，2018年前2个月国内电视销售同比增长11.5%。

至于产生这一现象的核心原因，我们认为是以下逻辑链：

1. 目前彩电普及率高。根据国家统计局统计，我国城镇居民户均彩电保有量为1.22台，农村居民户均彩电保有量也有1.18台。彩电渗透率很高且城乡差异较小。我国尚且如此，全球发达地区和部分发展中地区同样如此。
2. 更新需求为主要驱动。渗透率高直接导致了电视销售以更新需求为主要驱动。根据奥维云网数据，目前72%需求为换购需求，6%需求为增购需求，只有22%需求为新增需求。
3. 世界杯等体育赛事成了更换电视的重要因素之一。在剔除其他非周期性因素（如产品寿命更换、搬家更换等）后，四年一度的世界杯、奥运会、欧洲杯成为最为重要的具备奇偶年特性的电视更换催化因素之一。因此全球电视销量呈现明显奇偶周期特性。

2.2 2018 年黑电行业盈利能力有望大幅改善

首先从成本端来看，众所周知，液晶电视最主要的成本就是面板。黑电上游面板行业格局正在发生历史性的改变（国内面板厂商崛起）。随着 2018 年大批新增产能开出，**我们预计 2018 年面板价格将会继续下降**，这将缓解黑电厂商的成本端压力，改善经营状况。即便液晶电视的终端价格下降随面板价格下降，1. “时间差”：会出现一定时间上的滞后；2. “剪刀差”：下降幅度不会有面板下降幅度那么大，因此总体来看面板价格的下降对黑电行业来说是一项利好，简单来讲就是电视降价不会有面板价格下降来得快和猛，收支两端形成“时间差”和“剪刀差”，使产业链利润滞留在黑电行业。

历史数据可以印证我们的观点：1. 2018 年新增电视面板产能预计 1391 千平方米/月，较 2017 年 9 月的 13001 千平方米产能增长约 10.7%。2. 2015 年以来 32 寸 OpenCell-WXGA 面板价格同比波动达到 $\pm 40\%$ 以上，而同期液晶电视价格基本在 0~20% 区间波动，较面板波动更小，并且电视价格波动明显滞后于面板价格波动。3. 2017 年下半年开始上游面板价格已经开始松动：2018 年 3 月 32 寸 Open-Cell 液晶电视面板报价较 2017 年 3 月已经下跌 17.6%，根据 Witseview 面板价格数据，2018 年 4 月 55 寸 Open-Cell 面板报价均价 171 美元/片，较 2017 年 4 月（同比）201 美元/片下降 14.9%。

表 1：液晶电视用面板 2018 年新增产能汇总

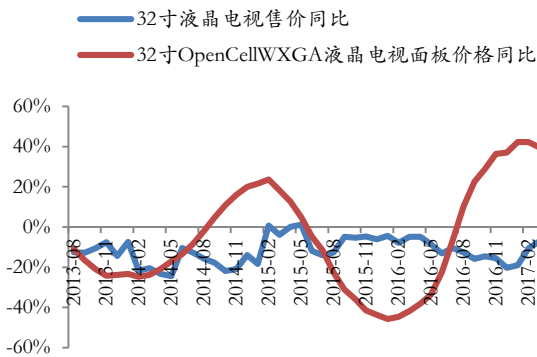
| 厂商 | 国家(地区) | 产线 | 量产时间 | 世代 | 2018 年产能 (千平方米/月) |
|------|--------|--------|--------|------|-------------------|
| 夏普 | 日本 | 大阪工厂 2 | 2018Q2 | 6.0 | 6 |
| 中电熊猫 | 中国 | 咸阳工厂 1 | 2018Q1 | 8.6 | 70 |
| 中电熊猫 | 中国 | 成都工厂 1 | 2018Q3 | 8.7 | 18 |
| 京东方 | 中国 | 合肥 | 2018Q2 | 10.5 | 89 |
| 总计 | | | | | 183 |

资料来源：互联网，各公司官网，东方证券研究所

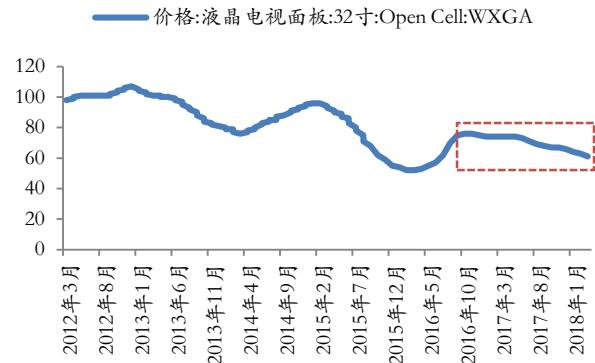
表 2：液晶电视用面板 2018 年产能增长

| 厂商 | 国家(地区) | 产线 | 量产时间 | 世代 | 2017 年产能 (千平方米/月) | 2018 年产能 (千平方米/月) | 2018 年产能增长 (千平方米/月) |
|------|--------|------|--------|------|-------------------|-------------------|---------------------|
| 惠科股份 | 中国 | 重庆 | 2017Q3 | 8.6 | 77 | 205 | 128 |
| 华星光电 | 中国 | 深圳 | 2015Q2 | 8.0 | 770 | 825 | 55 |
| 中电熊猫 | 中国 | 南京 | 2015Q3 | 5.5 | 330 | 495 | 165 |
| 京东方 | 中国 | 福州 | 2018Q2 | 10.5 | 495 | 825 | 330 |
| 友达光电 | 台湾 | 后里乡 | 2011Q2 | 8.0 | 660 | 770 | 110 |
| 群创 | 台湾 | 竹南 | 2009Q3 | 6.0 | 333 | 375 | 42 |
| LGD | 韩国 | 广州 | 2016Q1 | 8.0 | 413 | 660 | 227 |
| LGD | 韩国 | P9-1 | 2012Q2 | 8.0 | 385 | 413 | 28 |
| 其他 | | | | | | | 123 |
| 总计 | | | | | | | 1208 |

资料来源：互联网，各公司官网，东方证券研究所

图 9：液晶电视和面板价格同比走势


资料来源：Wind，东方证券研究所

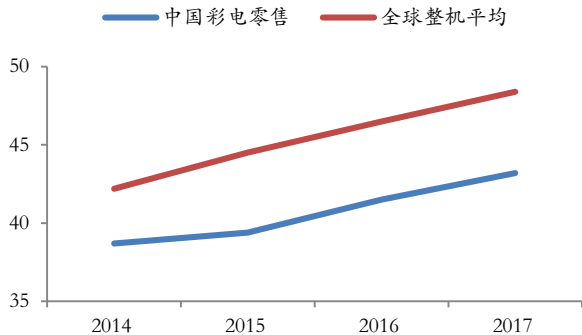
图 10：2017 年下半年面板价格开始松动下滑 (美元)


资料来源：Wind，东方证券研究所

再看收入端，我们预计 2018 年电视价格将会平稳略有下降，但降幅低于面板价格降幅。受到成本端面板价格上涨影响，2017 年我国彩电尺寸均价上涨明显。根据奥维云网数据，全渠道市场彩电尺寸均价由 2016 年 8 月的 61.8 元/寸上涨至 2017 年 9 月的 74.2 元/寸，涨幅达 20.1%；另一方面，由于消费升级和技术进步，消费者选购电视的尺寸也越来越大，彩电销售平均尺寸由 2016Q3 的 46.6 寸增长至 2017Q3 的 47.9 寸，一年增加 1.3 寸。基于以上原因 2017 年我国黑电行业走出了长达数年的降价通道，不论互联网品牌还是传统彩电品牌产品价格都出现了大幅上调。进入 2018 年以来，受到上游面板价格下降影响，终端电视价格出现滞后性下降。根据奥维云网数据，2018 年 1 月销量占比最大的 55 寸电视均价 3960 元，同比下降 3.7%；销量第二的 32 寸电视均价 1135 元，同比下降 9.8%。我们注意到终端电视价格下降水平要小于面板价格下降水平，产生“剪刀差”，因而成本和终端价格的双降导致的结果是电视整机行业利润水平的改善。

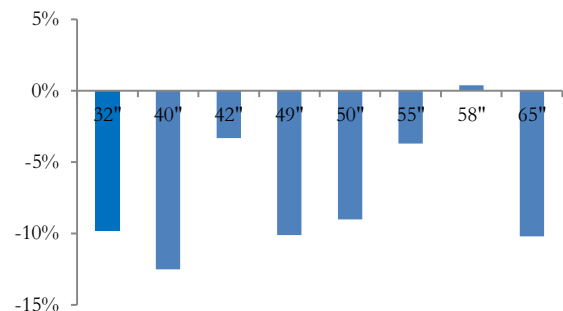
产生剪刀差主要原因是即便黑电行业竞争格局不甚乐观，但品牌厂商仍然有能力通过 1.调整自身产品结构，提升高附加值产品占比 2.清理库存原料面板和调整生产节奏，3.达成行业共识等方式尽量留存原材料价格下滑带来的利润空间，形成剪刀差。另外，黑电行业经历数十年发展，已经走出打价格战的历史阴霾，尤其是经过 2016-2017 面板价格大幅上涨重创后，电视整机厂商都已经不愿意并且无力打价格战，2017 年下半年面板价格下降趋势下终端产品均价并无大幅回落也印证了这一点。

图 11：电视平均尺寸在不断提高（寸）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 12：2018 年初电视机价格下降情况



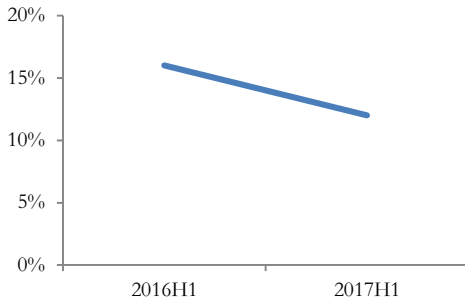
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

2.3 互联网品牌电视衰落，竞争格局边际改善

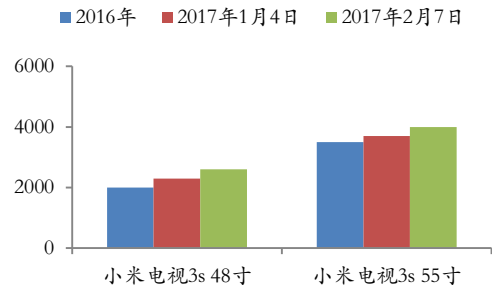
近年来黑电行业受到新进入者互联网品牌的冲击。相比于几年前互联网电视品牌的火爆，2017 年互联网电视品牌可谓进入了寒冬。根据奥维云网，2017H1 互联网品牌电视国内零售市场份额仅为 12.0%，较去年下滑 4.0%。产生这一结果的原因我们分析主要为：1.上游面板价格走高后，互联网品牌硬件“亏本”的营销模式难以维持，事实上各大互联网品牌去年底以来不断涨价，例如乐视电视分别在去年 9 月份、11 月份和今年 2 月份先后三次密集涨价，另一大互联网电视巨头小米电视在今年 1 月份和 2 月份先后两次提价，这使得互联网品牌电视之前的低价优势不再，靠前期低价优势获得的市场份额拱手奉还；2. 互联网红利正在消退：随着网民用户总数趋于稳定，网民用户时长挖掘殆尽，电商红利正在消退。2017 年上半年线上彩电零售量为 768 万台，占比 35%，较去年同期下降了 1%；3. 乐视危机出现导致整个互联网电视品牌受到冲击，乐视 2017 年上半年全球市场份额下跌 1.3%，而小米电视仅仅提升 0.4%，乐视事件对整个互联网电视品牌弊大于利。

值得一提的是，在电视品牌全线涨价的背景下夏普在中国市场“一枝独秀”的大幅杀价，成为 2017 年我国电视市场的 X 因素，接盘了互联网品牌吐出的市场。当然夏普一路高涨的市场份额是用不符合市场规律的营销模式和惨烈的毛利率换来的。我们判断夏普 2018 年仍然会持续开拓国内市场，但对整体市场的影响不会像 2017 年那么大，产生价格战的可能性微乎其微。原因有以下 4 点：

1. 夏普 2017 年的降价策略严重牺牲了其毛利率，不可持续，未来持续采取这种破坏性的营销策略可能性值得商榷；
2. 在 2017 年实施了异常激进的销售政策后，夏普的价格已经低于市场均价，其继续下调价格换取市占率的空间不大；
3. 无论夏普未来销售政策如何，其对市场扰动远不会像 2017 年那么大。由于 2017 年夏普实行低价促销对于消费者有较大冲击力和新鲜感，取得了较理想的市占率提升。但是未来这种突然性和惊喜感不再，其持续低价促销造成对消费者的边际影响会减小，取得的边际效果也会减小；
4. 即便夏普持续采取这种营销策略，彩电行业其他品牌也不会跟进，2017 年就是这样。因而对行业内其他公司的盈利能力不会产生较大影响。

图 13: 互联网电视品牌占有率出现下滑


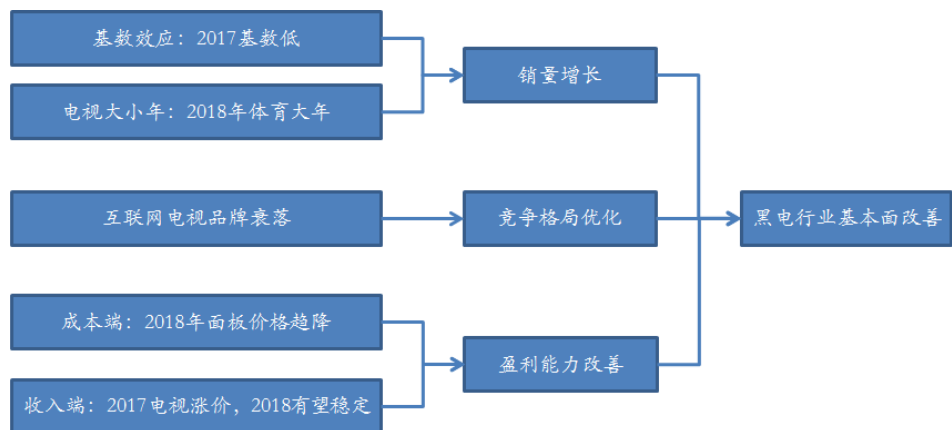
资料来源: 奥维云网, 东方证券研究所

图 14: 互联网电视今年屡次涨价导致优势不在


资料来源: 互联网, 东方证券研究所

2.4 总结

通过以上分析, 从销量、利润、市场格局等多角度我们可以综合判断得出, 2018 年黑电板块具有投资价值。

图 15: 黑电行业 2018 年有望迎来拐点


资料来源: 东方证券研究所

三、公司布局全球, 实力雄厚, 行业领先

海信电器通过收购东芝映像、夏普墨西哥工厂, 设立美国、欧洲研发中心提升全球市场竞争力、制造能力和研发能力, 通过赞助世界杯、欧洲杯等大型体育赛事提升全球品牌知名度, 开拓全球市场。公司在制造端优势明显, 拥有芯片、模组制造研发能力, 面板采购较分散, 布局 ULED 和激光电视等未来显示技术。除此之外, 公司搭建“聚好看”内容平台, 具有一定竞争力。公司毛利率、净利率、营运效率, 研发投入, ROE 等各项财务指标均处于行业领先水平。

3.1 开阔的全球化视野

3.1.1 海外收购：东芝映像和夏普墨西哥工厂

2017年11月15日,公司公告收购 Toshiba Visual Solutions Corporation,也就是东芝映像的95%股权,并获得东芝电视40年全球品牌授权。根据2018年3月1日公告,收购价格为4.53亿人民币。东芝映像2016年收入27.02亿人民币,净利润-5.68亿人民币;2017H1收入11.95亿人民币,净利润-2.47亿人民币(未审计)。

我们分析海信收购东芝映像的目的,主要是希望通过东芝品牌拓展在全球市场的影响力。东芝电视在图像处理、画质芯片、音响等方面有深厚的技术积累,海信电视在智能化技术及内容运营服务、以及激光电视等新型显示产品和技术方面具有领先优势,收购后可以实现双方在电视技术、产品方面的互相补充提升,同时有利于缩短东芝电视产品上市的周期和降低开发成本。海信电视拥有采购和制造的成本优势和规模效应,收购后通过与东芝电视共享供应链资源,可以提高东芝电视产品的市场竞争力和盈利能力。近期,海信董事长周厚健接受《日本经济新闻》采访时称,希望能够在18年扭亏。

此外,海信收购东芝或许还有对国内竞争格局的考量。事实上,近年来国内东芝电视早已由海信的竞争对手TCL集团代工。2010年东芝就和惠州TCL电器销售公司成立合资公司——东芝视频产品(中国)有限公司,TCL方面持股49%,面向中国市场的东芝电视机生产由TCL代工。2014年5月以0元人民币取得了东芝视频产品(中国)有限公司21%股权,即TCL持股比例升至70%。2015年1月29日,东芝宣布彻底退出海外电视机业务。

图 16: 海信电视全球品牌布局及地位



资料来源: 公司官网, 东方证券研究所

图 17: 海信全球工厂、研发中心、海外公司分布情况



资料来源: 人民网, 东方证券研究所

2015年7月31日,公司及美国海信与 Sharp Electronics Corporation (SEC) 及 Sharp Electronics Manufacturing Company of America INC. (SEMA) 共同签署《股权与资产购买协议》,共同出资收购 SEC 和 SEMA 所持有的夏普墨西哥公司 (SEMEX) 100%股权。其中,公司现金出资约1121万美元收购 SEMEX 公司49%股权,美国海信现金出资约1167万美元收购 SEMEX 公司51%股权。SEMEX 公司2014年度经审计的总资产为约37952万人民币,净资产为约34532万人民币,营业收入为约20457万人民币,净利润为约3073万人民币。同时,海信集团获得美洲(除巴西之外) SHARP、AQUOS、Quattron 品牌5年授权。2016年12月28日,海信电器出资1421万美元、美国海信出资1479万美元,在美国设立海信美国电子制造有限公司,对海信墨西哥工厂进行技改投资,扩大海信墨西哥工厂规模。

随着 2016 年富士康收购夏普，夏普和海信的关系变得愈发微妙。2017 年海信和夏普进行专利诉讼，目前两家都已撤诉。我们判断在 5 年品牌授权到期后，海信在夏普身上的烙印会越来越淡。但是从中美贸易摩擦日趋严重的角度来看，海信收购夏普墨西哥工厂仍然不失为成功的国际化战略布局。此举成功避免了受到“301 调查”对中国商品拟加征关税清单的影响，使得公司对美国出口基本不受影响。

3.1.2 品牌推广：赞助世界杯、欧洲杯等体育赛事

近年来，海信电器抓住体育赛事，尤其是足球赛事对电视品牌的影响，大力投入体育赛事赞助。2017年4月7日，海信集团宣布成为2018年俄罗斯世界杯的官方赞助商，为此海信集团斥资近亿美元，目标是全球品牌知名度实现翻番。我们判断主营电视业务的海信电器将会受益最大，海信电视在全球的品牌认知度和影响力有望爆发式提升，可以参考赞助欧洲杯的成功案例。

图 18：海信赞助 FIFA2017 俄罗斯联合会杯



资料来源：海信官微，东方证券研究所

图 19：海信进入 FIFA 赞助体系



资料来源：FIFA 官网，东方证券研究所

海信赞助2016年法国欧洲杯取得优异效果。2016年，海信集团宣布成为2016年法国欧洲杯顶级赞助商，同时也成为2018年世界杯欧洲区预选赛的全局赞助商。海信LOGO出现在票面、场地广告和官方背景板上。在欧洲杯51场比赛中，海信HISENSE单场广告露出为415秒，累计露出时长21165秒（不计补时、加时赛和点球决战的广告露出时间），仅按直播前后中场等同时间段15秒广告单价核算，折合广告总金额为5.7亿元。加上各类视频露出、媒体图片报道露出、社交媒体微视频、经典镜头重复播放等，海信的广告带来了“长尾”倍增曝光的效应，广告价值无法做出简单的评估。此外，根据世界三大市场研究调查集团之一的益普索在赛前（6月9日）、赛后（7月10日）全球11个国家的抽样调查显示：海信知名度在中国提高一个百分点（由80%提高到81%），全球除中国以外的十一个被调查国家知名度提高6个百分点（由31%提高到37%），欧洲五国（英国、德国、法国、意大利、西班牙）海信认知直接翻番。根据CSM数据，央视欧洲杯电视直播累计覆盖4.24亿受众；截止到7月11日全部51场赛事，平均收视率1.203%。决赛尽管在凌晨3:00，平均每分钟也有714万人观看，收视率达1.934%，这个数据接近超央视王牌栏目《新闻联播》，也超过了上一届奥运会。在产品销量上，海信的营销效果更为明显。中怡康6月份月报显示，在中国市场上，海信销售额市场份额创造了18.74%新高，环比提高了1.87个百分点，销量份额也提高了1.51个百分点，品牌指数由104提升到了106。在欧洲市场，海信电视销售第二季度同比提高了56%，环比增长了65%；其中，海信43M3000出货为法国市场月度销量第一；德国Amazon网站，海信65寸产品是60-69寸单品销量第一名。2016年海信电器营收同比增长5.44%，为2013年以来最高；归母净

利润17.59亿元，为历史最高水平，同比增长18.14%，为2011年以来最高增速。足球赛事赞助和体育年推动电视销量和业绩的事实和逻辑显而易见。

图 20：海信成为 2016 法国欧洲杯顶级赞助商



资料来源：欧足联官网，东方证券研究所

图 21：海信富有争议的广告语成功吸引眼球



资料来源：FIFA 官网，东方证券研究所

海信在各项体育赛事领域均拓展品牌影响力。集团公司在网球、竞速赛车、体操等领域和全球顶级赛事合作，扩大品牌世界影响力。例如海信自2006年至今冠名澳大利亚网球公开赛2号馆，这成为海信夺得澳洲电视市场第一位的重要原因。

表 3：海信各项体育赛事赞助情况

| 赛事类别 | 赛事（球队）名称 | 赞助时间 | 赞助项目 |
|-------|-----------|----------|-----------------------|
| 网球 | 澳大利亚网球公开赛 | 2008 年至今 | 2 号馆冠名权；电视及冰箱产品官方主赞助商 |
| 足球：德甲 | 沙尔克 04 | 2014 年至今 | 高级合作伙伴 |
| 赛车：F1 | 红牛车队 | 2015 年至今 | 战略合作伙伴 |
| 体操 | 中国国家队 | 2015 年至今 | 官方合作伙伴 |

资料来源：各赛事官网、互联网、东方证券研究所

图 22：澳网海信球场



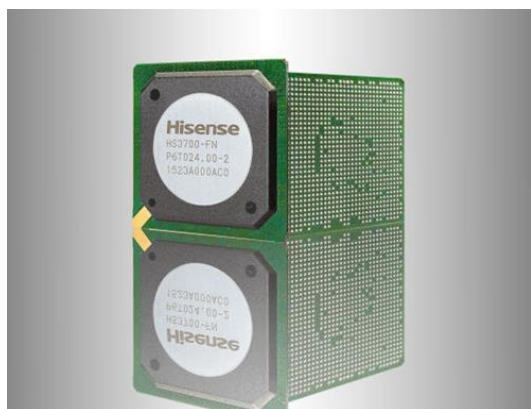
资料来源：澳网官网，东方证券研究所

3.2 数十年积累的硬实力

3.2.1 突出的上游生产能力和供应链管控能力

海信电器依靠自身研发实力和高效供应链管理具备较强的成本控制能力，在芯片、模组、面板等上游均拥有比较优势。在芯片领域，2005 年海信发布中国首颗具有自主知识产权的彩电芯片----“信芯一号”，终结了中国彩电没有中国“芯”的历史；2013 年，海信研制完成国内首款基于国产高性能 CPU 核的网络多媒体电视 SOC 主芯片，并成功实现整机量产；2016 年，海信自主研发的 Hi-View Pro 画质引擎芯片全面应用到 ULED 超画质电视上，大幅度提高电视画面的动态范围、动态对比度、色彩、清晰度和运动流畅性表现。海信 Hi-View Pro 画质引擎芯片是中国第一颗自主研

发的超高清画质引擎芯片，随着视频流媒体及 4K、8K 内容的普及，高端画质芯片重要性进一步凸显。在背光模组领域，2007 年 9 月，海信电视液晶模组生产线投产，这是中国彩电业第一条液晶模组生产线，打破了外资垄断的历史。目前海信分别在贵阳和广东各建一条模组生产线。2008 年 7 月 9 日，海信首款 42 英寸超薄 LED 背光液晶电视 TML42T08GP 正式上市，宣告了中国 LED 液晶电视时代的到来。自建背光模组厂不但能够提升自身制造研发能力，并且削弱上游面板厂对整机厂的议价能力，因此海信电器多年来坚持自主研发生产背光模组。

图 23：海信 Hi-View Pro 超高清画质引擎芯片


资料来源：环球网，东方证券研究所

图 24：海信液晶模组产线


资料来源：北方网，东方证券研究所

面板方面，海信电器无自建面板厂，这是无法改变的事实，也必将受到上游面板厂的制约。但是公司通过分散面板采购来源降低对单一面板厂的依赖，从而提高自身议价能力。2016 年，海信集团与 TCL 集团签署战略合作协议，在面板领域建立密切合作，摆脱对韩系、台系面板厂的依赖。2017 年海信电视面板采购供应商中没有一家份额超过 30%。

表 4：2017 年电视品牌面板采购构成

| 电视品牌 | 面板厂商 | | | | | | | | |
|------|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|
| | 韩系 | | | 台系 | | | 大陆 | | |
| | 三星 | LGD | 群创 | 友达 | 夏普 | 京东方 | 华星 | 惠科 | 中电熊猫 |
| 海信 | 13% | 10% | 12% | 29% | 1% | 11% | 23% | | |
| 三星 | 26% | | 24% | 14% | 1% | 20% | 14% | 0.4% | 0.4% |
| LG | | 62% | 9% | 2% | 2% | 22% | 3% | | |
| 索尼 | 27% | 29% | 2% | 27% | | 15% | | | |
| 东芝 | | 40% | 60% | | | | | | |
| 夏普 | | | 28% | | 67% | | 6% | | |
| 松下 | 1% | 51% | 48% | | | | | | |
| TCL | 15% | 6% | 4% | 5% | | | 70% | | |
| 创维 | | 40% | 28% | | | 11% | 20% | | 1% |
| 长虹 | 7% | 23% | 6% | 26% | | 18% | 18% | | 1% |

| | | | | | | | |
|----|-------|-------|----|----|-----|----|----|
| 康佳 | 24% | 33% | 3% | 3% | 33% | 3% | 1% |
| 海尔 | 74.0% | 26.0% | | | | | |

资料来源：IHS，东方证券研究所

3.2.2 研发布局先进技术：ULED&激光电视

海信电器通过 ULED 技术保持在传统液晶电视性能上的优势，大力投入激光电视技术抢占超大屏市场。公司持续推进 ULED 技术升级，实现“高动态显示”、“高色域”、“高清晰”、“高运动流畅”，采用高达 1056 个独立背光分区实现高精度电视背光控制，峰值亮度达到 2200nit，动态对比度高达 3000 万：1，色域范围达到了 NTSC 标准色域的 120%，同时在 ULED 电视上搭载 Motion Flow 智能运动帧测系统，增强对运动画面的智能帧测，更加清晰、流畅地还原出物理运动轨迹，更适合用户观看如 2018 世界杯等体育赛事。在量子点电视领域，

海信是国内最早开展量子点显示技术研发的电视厂家，并将量子点显示技术与 ULED 技术紧密结合，2015 年上市全球首批量子点膜背光 ULED 电视。ULED 加量子点显示技术是提升画质水平的“绝配”，后续海信将进入 QLED 领域，QLED 技术成本更低、能耗更少、画质更优、更加稳定。

海信通过多年在激光显示技术方面的投入和积累，已实现激光电视完全自主研发和自主生产制造，在激光显示领域已申请 412 项核心专利技术，完成了从 2K 到 4K、再到双色 4K 的技术突破，在激光光学引擎、镜头、光源、整机等方面已建立起充分的技术优势和产业资源整合能力。海信 4K 激光电视具有色域范围广、寿命长、视觉舒适度高、节能环保等优势，其 4K 激光光学引擎实现了自主研发设计，掌握了 70% 的制造成本，光学引擎 100% 自主研发设计，从而牢牢掌握了产业自主发展的主动权。同时，公司负责牵头起草制定中国激光电视行业技术规范，成为行业标准的制定者。中怡康数据显示，2017 年海信激光电视占 80 吋及以上电视市场销售额的份额达到 43.1%。

通过 ULED 和激光电视，海信成为全球大尺寸电视领导者。根据 IHS 数据，2017Q2，全球液晶电视平均出货尺寸为 42.2 吋，海信电视的平均出货尺寸达到了 47.9 吋，超过三星和索尼，位居全球第一。2017 年，海信电视全球平均出货尺寸达到 47.3 吋，一举超过索尼跃居全球第一，并拉开了与三星和 LG 的距离，在平均出货单价方面达到 407 美元，位居中国第一。

图 25：海信独家 ULED 概念



资料来源：ZNDS，东方证券研究所

图 26：海信激光电视



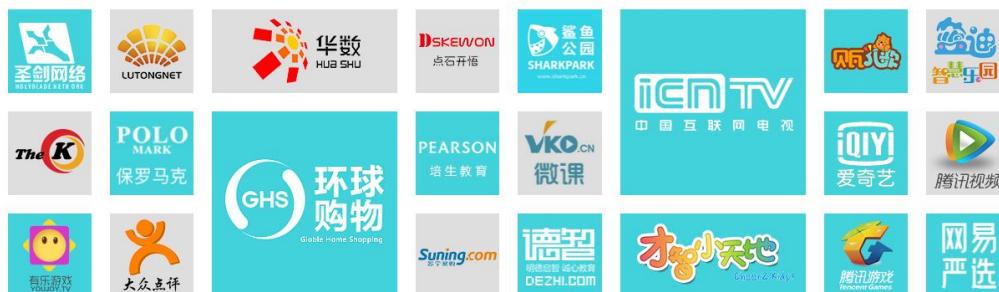
资料来源：太平洋电脑网，东方证券研究所

海信寄希望于 ULED 和激光电视赢得后液晶时代电视行业的话语权。

3.3 内容端实力雄厚

公司依托“聚好看”平台成为内容端领导者。聚好看（聚好看影视）联合华数、iCNTV、爱奇艺、腾讯等，提供丰富视频资源；聚好玩（聚好看游戏）与腾讯游戏、有乐游戏等合作；聚好学（聚好看教育）与各年龄段相关行业中的优秀教育机构合作，如中国教育电视台、清华、北京四中、悟空识字等。此外还有聚享购（聚好看购物）、聚好看应用等平台。公司已经建立完整互联网电视生态。2017H1，聚好看互联网视频用户达到 1965 万，日均观看时长 290 分钟。聚好学搭建的在线教育平台已经累积 736 万优质用户，成为全家共享的在线教育中心。2017 年聚好玩游戏已拥有 1511 万累计用户，102 万日活跃用户，日均启动达 180 万次，是中国客厅第一游戏平台。

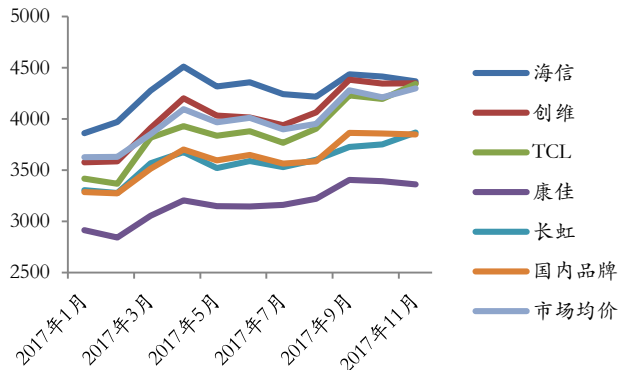
图 27：聚好看合作品牌



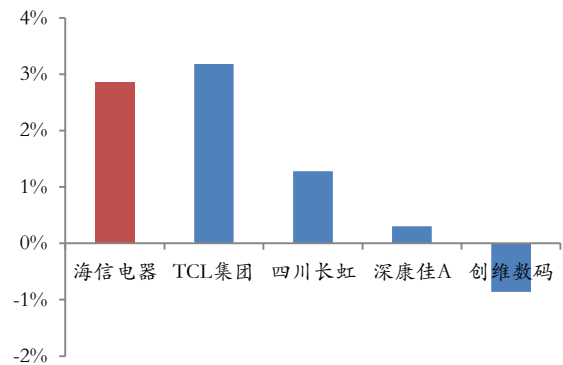
资料来源：聚好看官网，东方证券研究所

3.4 财务指标行业领先

公司毛利率、净利率行业领先。公司 2017 年销售毛利率为 13.6%，高于深康佳 A 的 11.0%，在电视整机行业处于较高水平。（由于四川长虹有白电业务、TCL 集团有面板和白电业务，受行业自身禀性影响两家公司整体毛利率略高于海信。）公司具有行业较高的毛利率主要由于海信中高端的品牌定位和定价导致。海信不论在国内市场还是全球市场都是均价最高的国产品牌。根据中怡康数据，2017 年海信始终是均价最高国产品牌，根据 HIS 数据，海信全球平均出货单价方面达到 407 美元，位居中国第一。公司 2017 年销售净利率 3.04%，2017H1 为 2.86%，高于 2017H1 创维数码的-0.86%、深康佳 A 的 0.30%、四川长虹的 1.28%。

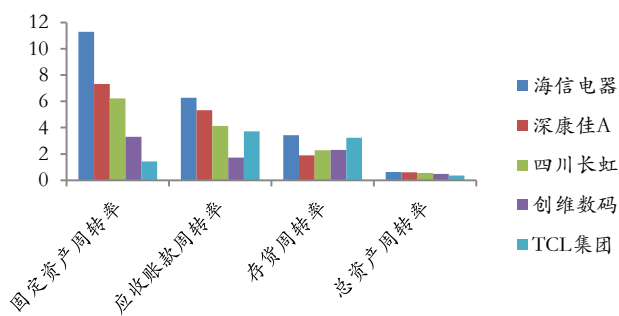
图 28：海信电视均价国产品牌最高（元）


资料来源：中怡康，东方证券研究所

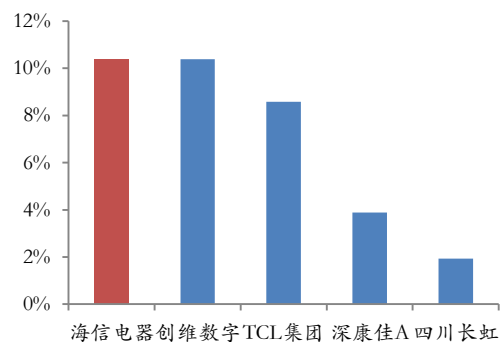
图 29：公司净利率水平较高


资料来源：Wind，东方证券研究所

公司营运效率行业最优，研发投入较高，ROE 行业领先。公司存货周转率、固定资产周转率、总资产周转率、应收账款周转率行业最高。公司 2017 年存货周转率 8.18，固定资产周转率 27.69，总资产周转率 1.40，应收账款周转率 14.12，行业最高。公司研发投入较大，2017 年研发投入 11.8 亿元，研发投入占比 3.57%，处于行业较高水平。公司 2017 年销售费用率 6.90%，管理费用率 3.51%，处于行业平均水平。公司 ROE2017 年 6.91%，2017H1 为 10.38%，高于其他四大电视品牌公司。

图 30：海信营运效率行业最高（2017H1）


资料来源：中怡康，东方证券研究所

图 31：公司 ROE 行业第一


资料来源：Wind，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 由于低基数、世界杯刺激等原因，我国彩电行业 2018 年内销量 5583 万台，同比增长 6.26%，出口数量 9537 万台，同比增长 18.57%；

- 2) TVS2018年9月并表，由于公司管理可能带来的制造上的协同效应和销售上的渠道共享，我们假设2018-2020年毛利率分别为2.83%、4.77%和4.77%；
- 3) 由于面板价格持续走低，行业竞争格局边际改善的情况下终端电视价格降幅小于面板价格降幅，公司毛利率出现边际改善。公司2018年电视机内销业务和出口业务毛利率分别为24.86%和4.62%，2018-2020年公司电视机业务毛利率15.89%、16.78%和17.30%；
- 4) 由于世界杯年营销推广和持续研发投入，2018年公司销售费用和管理费用分别同比增长9.53%和21.39%，2018-2020年销售费用率和管理费用率分别为6.89%、6.96%、6.94%和3.89%、4.05%和4.27%。

收入分类预测表

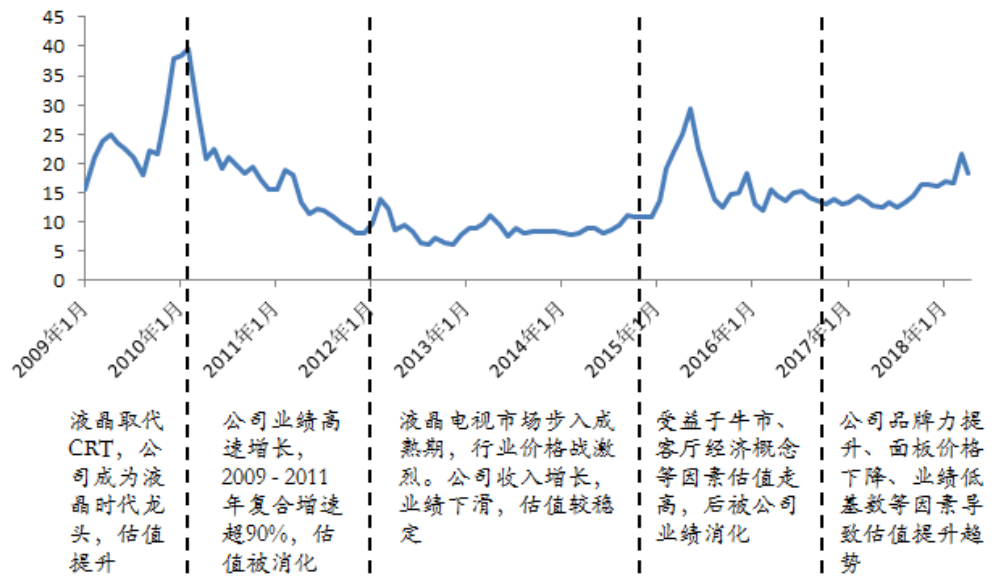
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 电视机 | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 28,178.0 | 30,103.4 | 32,097.2 | 31,521.2 | 32,589.5 |
| 增长率 | 2.1% | 6.8% | 6.6% | -1.8% | 3.4% |
| 毛利率 | 18.1% | 14.2% | 15.9% | 16.8% | 17.3% |
| 其他主营业务 | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 445.0 | 509.3 | 477.2 | 477.2 | 477.2 |
| 增长率 | 1.1% | 14.5% | -6.3% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 20.7% | 32.0% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 3,210.0 | 2,395.9 | 2,802.9 | 2,802.9 | 3,279.2 |
| 增长率 | 49.2% | -25.4% | 17.0% | 0.0% | 17.0% |
| 毛利率 | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 4.3% |
| TVS | | | | | |
| 销售收入(百万元) | 0.0 | 0.0 | 796.7 | 2,390.0 | 2,390.0 |
| 增长率 | | | | 200.0% | 0.0% |
| 毛利率 | | | 2.8% | 4.8% | 4.8% |
| 合计 | 31,833.0 | 33,008.6 | 36,174.0 | 37,191.3 | 38,735.8 |
| 增长率 | 5.4% | 3.7% | 9.6% | 2.8% | 4.2% |
| 综合毛利率 | 16.6% | 13.6% | 14.8% | 15.2% | 15.6% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

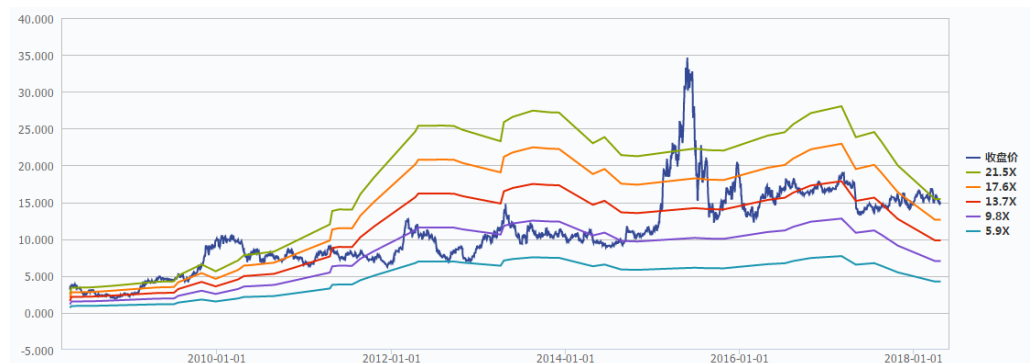
预测公司2018-2020年EPS分别为1.02、1.07和1.18元，由于黑电板块存在一致预测的可比公司较少，并且公司为黑电板块龙头公司，我们根据公司近10年（2007年至今）平均估值给予其2018年17倍PE估值，目标价为17.34元，首次给予买入评级。

图 32：公司近 10 年 PE 走势分析



资料来源：Wind, 东方证券研究所

图 33：公司近 10 年 PE-Band



资料来源：Wind, 东方证券研究所

风险提示

国内黑电行业竞争格局恶化：如果国内电视机市场发生价格战等恶性竞争事件，公司主要产品销量、毛利率、销售费用等均会受到影响，最终导致公司业绩受到影响；

电视出口不达预期：如果全球电视市场不景气，势必会影响到我国电视出口，公司作为我国电视出口龙头将会受到影响；

商誉减值风险：公司收购 TVS 造成较大规模商誉，存在减值风险；

TVS 经营未得到明显改善：TVS 并表对于公司业绩产生影响。我们对不同 TVS 并表时间和净利率下公司 2018 业绩进行情景分析得到下表（基准假设为 2018 年 9 月并表和净利率为 -8.17%）：

表 5：不同并表时间和 TVS 净利率下的 2018 年公司业绩情景分析

| | | 净利率 | | |
|------|-------------|------|--------|------|
| | | -15% | -8.17% | 0% |
| 并表时间 | 2018 年 7 月 | 0.97 | 1.03 | 1.09 |
| | 2018 年 9 月 | 0.98 | 1.02 | 1.06 |
| | 2018 年 11 月 | 1.00 | 1.02 | 1.04 |

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 2,596 | 2,794 | 3,041 | 4,395 | 5,358 | 营业收入 | 31,832 | 33,009 | 36,174 | 37,191 | 38,736 |
| 应收账款 | 2,327 | 2,348 | 2,573 | 2,646 | 2,756 | 营业成本 | 26,554 | 28,505 | 30,817 | 31,551 | 32,690 |
| 预付账款 | 48 | 57 | 62 | 64 | 66 | 营业税金及附加 | 180 | 205 | 224 | 230 | 240 |
| 存货 | 3,739 | 3,231 | 3,493 | 3,576 | 3,705 | 营业费用 | 2,252 | 2,276 | 2,493 | 2,589 | 2,688 |
| 其他 | 11,620 | 13,860 | 14,683 | 14,947 | 15,349 | 管理费用 | 970 | 1,159 | 1,407 | 1,505 | 1,656 |
| 流动资产合计 | 20,331 | 22,290 | 23,852 | 25,628 | 27,235 | 财务费用 | (25) | 111 | 22 | 14 | 2 |
| 长期股权投资 | 172 | 232 | 232 | 232 | 232 | 资产减值损失 | 113 | 58 | 85 | 85 | 85 |
| 固定资产 | 1,226 | 1,159 | 1,085 | 684 | 926 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 25 | 24 | 0 | 320 | 421 | 投资净收益 | 47 | 194 | 189 | 189 | 189 |
| 无形资产 | 227 | 220 | 0 | 7 | 13 | 其他 | 0 | 231 | 246 | 251 | 259 |
| 其他 | 711 | 643 | 1,548 | 1,514 | 1,481 | 营业利润 | 1,835 | 1,120 | 1,561 | 1,658 | 1,822 |
| 非流动资产合计 | 2,360 | 2,278 | 2,865 | 2,757 | 3,074 | 营业外收入 | 344 | 61 | 90 | 90 | 90 |
| 资产总计 | 22,691 | 24,568 | 26,717 | 28,385 | 30,309 | 营业外支出 | 109 | 43 | 76 | 76 | 76 |
| 短期借款 | 0 | 800 | 800 | 800 | 800 | 利润总额 | 2,071 | 1,138 | 1,576 | 1,673 | 1,837 |
| 应付账款 | 3,901 | 4,522 | 4,889 | 5,005 | 5,186 | 所得税 | 282 | 136 | 193 | 209 | 230 |
| 其他 | 5,066 | 4,964 | 5,432 | 5,519 | 5,655 | 净利润 | 1,789 | 1,002 | 1,383 | 1,464 | 1,608 |
| 流动负债合计 | 8,967 | 10,286 | 11,120 | 11,324 | 11,641 | 少数股东损益 | 30 | 61 | 48 | 61 | 66 |
| 长期借款 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 归属于母公司净利润 | 1,759 | 942 | 1,334 | 1,403 | 1,541 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 1.34 | 0.72 | 1.02 | 1.07 | 1.18 |
| 其他 | 107 | 104 | 36 | 36 | 36 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 113 | 110 | 43 | 43 | 43 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 9,081 | 10,396 | 11,163 | 11,367 | 11,684 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益 | 426 | 545 | 593 | 653 | 720 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 1,308 | 1,308 | 1,308 | 1,308 | 1,308 | 营业收入 | 5.4% | 3.7% | 9.6% | 2.8% | 4.2% |
| 资本公积 | 2,259 | 2,259 | 2,259 | 2,259 | 2,259 | 营业利润 | 24.1% | -39.0% | 39.4% | 6.2% | 9.9% |
| 留存收益 | 9,631 | 10,077 | 11,411 | 12,814 | 14,356 | 归属于母公司净利润 | 18.1% | -46.4% | 41.7% | 5.2% | 9.8% |
| 其他 | (14) | (17) | (17) | (17) | (17) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 13,611 | 14,171 | 15,554 | 17,018 | 18,625 | 毛利率 | 16.6% | 13.6% | 14.8% | 15.2% | 15.6% |
| 负债和股东权益 | 22,691 | 24,568 | 26,717 | 28,385 | 30,309 | 净利率 | 5.5% | 2.9% | 3.7% | 3.8% | 4.0% |
| | | | | | | ROE | 14.0% | 7.0% | 9.3% | 9.0% | 9.0% |
| | | | | | | ROIC | 12.1% | 7.6% | 8.9% | 8.6% | 8.6% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 资产负债率 | 40.0% | 42.3% | 41.8% | 40.0% | 38.5% |
| 净利润 | 1,789 | 1,002 | 1,383 | 1,464 | 1,608 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 折旧摊销 | 338 | 222 | 100 | 71 | 71 | 流动比率 | 2.27 | 2.17 | 2.14 | 2.26 | 2.34 |
| 财务费用 | (25) | 111 | 22 | 14 | 2 | 速动比率 | 1.84 | 1.85 | 1.83 | 1.94 | 2.02 |
| 投资损失 | (47) | (194) | (189) | (189) | (189) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (2,211) | (1,221) | (498) | (219) | (329) | 应收账款周转率 | 14.4 | 14.1 | 14.7 | 14.3 | 14.3 |
| 其它 | 2,625 | 2,448 | 314 | 1 | 1 | 存货周转率 | 8.0 | 8.1 | 9.0 | 8.8 | 8.8 |
| 经营活动现金流 | 2,470 | 2,368 | 1,132 | 1,141 | 1,164 | 总资产周转率 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 资本支出 | 31 | 7 | 323 | 3 | (421) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | (144) | (66) | 3 | 0 | 0 | 每股收益 | 1.34 | 0.72 | 1.02 | 1.07 | 1.18 |
| 其他 | (2,622) | (2,980) | (1,189) | 223 | 222 | 每股经营现金流 | 1.89 | 1.81 | 0.87 | 0.87 | 0.89 |
| 投资活动现金流 | (2,736) | (3,038) | (863) | 226 | (199) | 每股净资产 | 10.08 | 10.42 | 11.44 | 12.51 | 13.69 |
| 债权融资 | 0 | (6) | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | (0) | (0) | 0 | 0 | 0 | 市盈率 | 10.2 | 19.1 | 13.5 | 12.8 | 11.7 |
| 其他 | (1,669) | 470 | (22) | (14) | (2) | 市净率 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 筹资活动现金流 | (1,669) | 464 | (22) | (14) | (2) | EV/EBITDA | 7.4 | 10.9 | 9.4 | 9.1 | 8.3 |
| 汇率变动影响 | 0 | (17) | 0 | 0 | 0 | EV/EBIT | 8.7 | 12.8 | 10.0 | 9.5 | 8.7 |
| 现金净增加额 | (1,934) | (223) | 247 | 1,354 | 963 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有海信电器(600060.SH) 股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；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任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

