

Pad+TV 横空出世，电视智能化有望激活彩电市场

行业深度研究

◆I'TV=Pad+TV,电视智能化新模式

海信推出 I'TV 平板电脑具备同彩电屏幕互动功能,有望大幅提升消费者体验,加强彩电家庭娱乐中心的地位。此外,2012 年苹果公司也将推出能够同 iPad 互动的苹果电视,起到示范作用。

◆Pad+TV 模式突破原有电视智能化的三大难题

电视智能化过程中的互联网电视、智能电视、云电视、网络机顶盒都面临三大难题:(1)广电的管制;(2)操作不方便;(3)软硬件升级不方便。Pad+TV 的新模式能够完全克服上述难题。

◆电视智能化带来全新的电视内容,有望激活彩电市场

传统电视内容缺乏吸引力,彩电正逐渐失去家庭娱乐中心的地位,家庭开机率趋下降态势。平板电视相比 CRT 电视大幅提升显示质量,但仅起到结构性替代作用,没有吸引消费者加快彩电更新速度,提升彩电销量。2010 年中国 LCD 出货量 3347 万台,同期美国出货量为 3190 万台,从人口基数的角度看,中国彩电销量存在很大的提升空间。电视智能化带来的传播内容革命将加强彩电家庭娱乐中心的地位,激活彩电市场。

◆中国企业主导电视智能化市场

不同于外资主导显示技术的升级(CRT->平板电视->LED 背光液晶电视->3D 电视),中国彩电传播内容的升级(电视智能化)从一开始就由国内企业主导。电视智能化是 IT 技术在电视领域的应用性开发。由于 IT 技术已经相当成熟,因此国内外品牌站在同一技术起跑线。广电对电视内容传播的管制形成壁垒,外资企业不熟悉中国市场,导致在中国电视智能化过程中处于边缘位置,市场份额不高。

◆预计未来三年 LCD 电视市场复合增长率达到 20%

2010 年末中国平板电视存量 0.9 亿台,CRT 电视存量 4.6 亿台,其中 1.9 亿台 CRT 电视使用年限超过 10 年,迫切需要更新。电视智能化有助于吸引消费者购买彩电;2015 年中国将关闭电视模拟信息,强行数字化广播,有助于强迫消费者更新彩电。预计 2012-2014 年 LCD 电视市场复合增长率将达到 20%,2014 年销量达到 7000 万台。

◆第三季度彩电行业业绩有望超预期

第三季度彩电行业需求超市场预期,同时面板价格最近两个月大幅下跌 10%左右,这将导致彩电行业第三季度业绩超预期。

◆投资建议:

TCL 是中国推动互联网电视最积极的企业,海信电器创造出 Pad+TV 的新模式。从估值角度看,海信电器具备投资价值,并且当前市场预期偏于悲观,未来增长前景要好于市场预期。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS			PE			投资 评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
600060	海信电器	12.40	0.96	1.35	1.62	12.9	9.2	7.6	买入
000100	TCL 集团	2.10	0.05	0.11	0.13	41.2	19.2	16.6	增持

增持 (维持)

分析师

周励谦

(执业证书编号: S0930510120024)

联系人

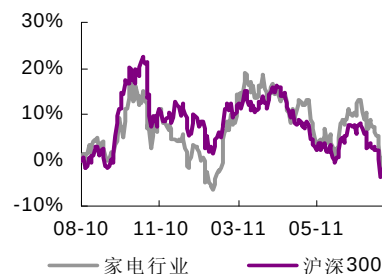
何伟

021-22169108

hewei@ebsecn.com

行业主要数据图

行业与上证指数对比图



相关研报

投资要件

关键假设

- 1、Pad+TV 模式将大幅提升电视智能化的消费体验提升，加强彩电家庭娱乐中心地位，激活电视消费需求
- 2、当前行业竞争格局稳定，不会突然恶化

我们区别于市场的观点

市场认为：（1）彩电已经普及，市场进入成熟期，需求疲软。（2）市场竞争激烈，技术和产品升级由外资主导，国内企业缺乏核心竞争力。因此未来彩电行业收入和盈利增长空间有限，当前盈利较好的情况很不稳定。

1. 电视智能化带来全新的电视内容，有望激活彩电市场

传统电视内容缺乏吸引力，彩电正逐渐失去家庭娱乐中心的地位，家庭开机率趋下降态势。平板电视相比 CRT 电视大幅提升显示质量，但仅起到结构性替代作用，没有吸引消费者加快彩电更新速度，提升彩电销量。2010 年中国 LCD 出货量 3347 万台，同期美国出货量为 3190 万台，从人口基数的角度看，中国彩电销量存在很大的提升空间。电视智能化带来的传播内容革命将加强彩电家庭娱乐中心的地位，激活彩电市场。

2. 中国企业主导电视智能化市场

不同于外资主导显示技术的升级（CRT->平板电视->LED 背光液晶电视->3D 电视），中国彩电传播内容的升级（电视智能化）从一开始就由国内企业主导。电视智能化是 IT 技术在电视领域的应用性开发。由于 IT 技术已经相当成熟，因此国内外品牌站在同一技术起跑线。广电对电视内容传播的管制形成壁垒，外资企业不熟悉中国市场，导致在中国电视智能化过程中处于边缘位置，市场份额不高。

股价上涨的催化因素

海信推出的 I'TV 大幅提升智能化电视的消费者体验，激活彩电市场

投资风险

Pad+TV 模式对消费者体验提升低于预期，无法扭转彩电家庭娱乐中心地位下降的趋势；

政策风险：广电禁止电视和平板电脑互联（看似很滑稽，但存在小概率可能性）；

市场竞争风险；

大盘系统性风险。

注：本文所指智能化电视并不仅仅涵盖智能电视。本文认为互联网电视、智能电视、云电视、网络机顶盒、I'TV 等都是电视智能化的表现方式。

奥维咨询将互联网电视称为 I'TV，定位为：自身具备有线或无线网络接口，不借助第三方设备即可实现对互联网定点 IP 或不定点 IP 的信息内容读取并显示的电视产品。

中怡康将智能电视定义为：具有开放式操作平台，可以自由进行软件的安装、升级和卸载，用户以此自行扩展彩电功能，同时，可以通过 LAN 接口或 WIFI 来满足用户上网需求的彩电就是智能电视。

当前市场对智能化电视的定义并不统一，本文所引用的市场数据请区分数据来源和所指代的具体产品类型。

目录

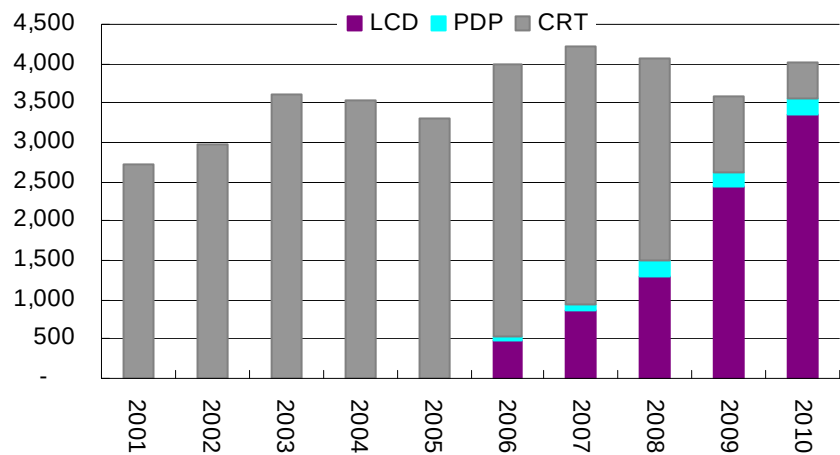
电视智能化将加强家庭娱乐中心地位，激活彩电市场	4
传统传播内容缺乏吸引力导致彩电需求疲软	4
彩电销量还有上升潜力	5
预计未来三年 LCD 电视市场复合增长率达到 20%	6
Pad+TV，突破电视智能化三大难题	7
电视智能化路径分析	9
数字电视的三条路线	9
三网融合受困利益博弈，内容革命互联网电视先行	9
智能化电视的多形态表现	10
海外智能电视产品介绍	11
中国电视智能化的坎坷之路	12
互联网电视的兴起	12
广电对电视传播内容的管制	12
当前同广电合作，成本不菲	13
来自知识产权的阻力	14
外资主导显示技术升级，内资主导传播内容升级	15
彩电市场分析	17
彩电市场需求平淡，第三季度有回暖迹象	17
面板产能向中国转移，价格快速下跌	19
彩电市场竞争格局	19
智能化电视在全球兴起	20
彩电行业产品升级速度和企业反应速度加快	22
智能化电视时代，产品升级将趋于多样化，并具有可持续性	23
平板电脑市场分析	24
平板电脑处于快速成长期	24
家电企业进军平板电脑	26
投资建议	28
海信电器	28

电视智能化将加强家庭娱乐中心地位，激活彩电市场

传统传播内容缺乏吸引力导致彩电需求疲软

中国广电系统传播的电视内容缺乏吸引力是导致彩电需求疲软最主要的原因。虽然彩电经过显示技术革命（平板电视替代 CRT 电视，LED 电视普及、3D 电视普及），显示效果大幅改善，但并没有刺激彩电销量的增长，仅起到结构性替代作用。2006 年以来，国内彩电销量规模维持在 4000 万台/年左右，上下波动不大。

图表 1：中国彩电出货量



资料来源：产业在线，光大证券研究所

消费者渴望观看更好的网络节目资源，主动搜索需要的内容，如内容提供没有革新，越来越多的年轻人将以电脑作为家庭娱乐中心，彩电将逐渐失去家庭娱乐中心的地位。根据艾瑞咨询所作的调查，北京地区电视开机率从 2008 年的 70% 下降到 2011 年的 30%。北京电视开机率的下降是一个明显的缩影。如果电视无法智能化，未来电视开机率下滑的趋势将在全国蔓延。电脑的显示效果明显不如电视，但显示内容更具吸引力，消费者逐渐倾向于电脑作为家庭娱乐中心，说明显示内容的吸引力要比显示效果更关键。

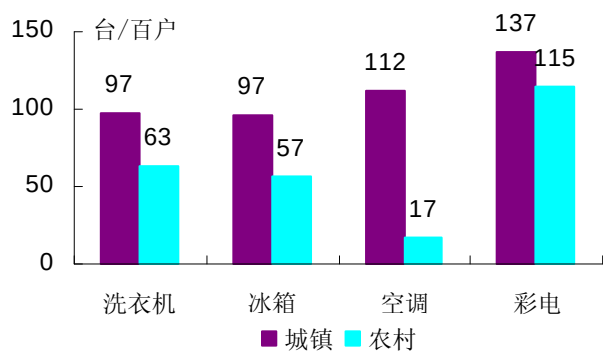
指望广电传播内容短期变得具有吸引力是不现实的。如果智能化电视按照广电的管制方向发展，无非是广电内容通过互联网传播，不会改善传播内容的吸引力。但我们预计 Pad+TV 模式的出现绕开广电管制，将带给消费者真正的内容革命。

彩电销量还有上升潜力

2006 年以来，国内彩电销量规模维持在 4000 万台/年左右，上下波动不大，投资者多认为已经遭遇天花板，但我们的观点不同。

首先，彩电保有率还具有提升空间。彩电保有率是所有家电中最高的，2010 年末城市保有率达到 137 台/百户，农村保有率预计达到 115 台/百户。最近五年，城市的彩电保有率基本维持稳定，农村的保有率稳步上升，已经逼近城市保有率。但我们认为彩电保有率还存在提升空间。例如，到 2009 年末，上海地区保有率达到 185 台/百户，浙江地区保有率达到 182 台/百户。一户家庭客厅一台彩电，卧室一台彩电是容易实现的，关键是电视内容是否吸引消费者有意愿配置更多的彩电。如果彩电家庭娱乐中心的地位继续下滑，那么彩电保有率已经饱和；如果彩电家庭娱乐中心地位得到加强，那么彩电保有率还将上升。

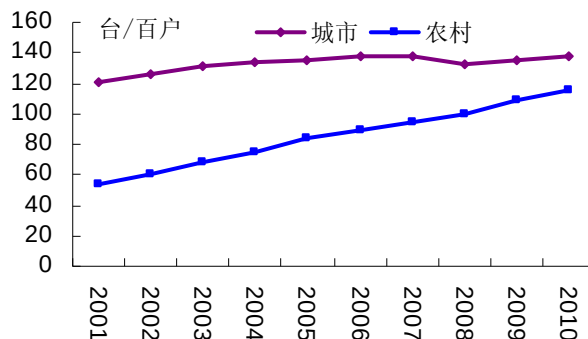
图表 2：2010 年 12 月家电保有率



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：农村数据为估算

图表 3：历年农村和城市彩电保有率

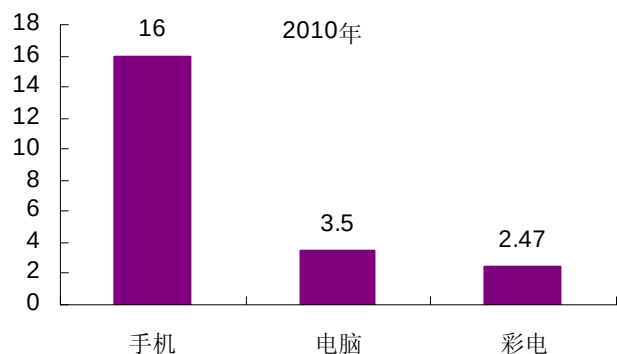


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：2010 年农村数据为估算

其次，彩电更新周期有加快的可能。当前中国彩电的更新周期在 10 年以上，电视智能化将加速彩电的更新周期，带动销量增长。消费电子不同于白电，白电讲究耐用，家庭保有率一旦饱和，销量难以提升，消费电子只要能够激发消费者的购买欲望就能促使消费者加快更新速度。更新周期对年销量的影响可以从手机、电脑和电视三者全球的出货量差异看出端倪。2010 年手机、电脑和电视全球出货量分别为 16 亿台、3.5 亿台、2.47 亿台，比例为 6.5: 1.4: 1。虽然手机、电脑和电视的人均保有量是有所差异的，但导致销量如此大差异更关键的原因是更新周期的不同，手机的更新周期为 1-2 年，电脑的更新周期为 3-5 年，电视的更新周期为 8-12 年。更新周期越短，年销量越高。

图表 4：2010 年全球手机、电脑和彩电出货量(亿台)



资料来源：Gartner、Displaysearch、光大证券研究所

图表 5：2010 年日本、美国、中国液晶电视出货比较

	出货量 万台/年	人口 亿	人均出货量 台/人/年
日本	2519	1.3	0.19
美国	3190	3.0	0.11
中国	3347	13.2	0.03

资料来源：日本电子信息技术产业协会，iSuppli，产业在线，光大证券研究所

同美国和日本市场相比，中国彩电市场存在提升空间。2010 年日本液晶电视出货量为 2519 万台，美国液晶电视出货量为 3190 万台，同期中国液晶电视出货量 3347 万台，同美国相当。即使不考虑中国 50% 的农业人口，中国城镇人口也是美国的一倍，如果中国城镇人口彩电出货量能够达到美国的水平，那么中国的液晶电视出货量将是 2010 年出货量的一倍。即随着居民购买力的提高和消费意愿的刺激，彩电销量存在增长空间。

预计未来三年 LCD 电视市场复合增长率达到 20%

我们预计 2012-2014 年 LCD 电视市场规模保持 20% 的复合增长是大概率事件，到 2014 年，LCD 电视年销量有望达到 7000 万台。首先，智能化电视能够加强彩电家庭娱乐中心的地位；其次，2015 年中国将关闭电视模拟信息，强行数字化广播。

2001-2010 年的 10 年间，国内共计销售 CRT 电视 2.7 亿台，平板电视 0.9 亿台。按照 2010 年末的城市和农村家庭彩电保有率估算，城市彩电存量 3.3 亿台，农村彩电存量 2.2 亿台，合计 5.5 亿台，剔除最近几年销售的平板电视，CRT 电视存量达到 4.6 亿台。也就是说有 1.9 亿台的 CRT 电视使用年限超过 10 年，迫切需要更新。

如果 1.9 亿台使用年限超过 10 年的 CRT 电视能够集中在未来三年更新，每年需要更新 6300 万台。

乐观的看，如果关闭模拟信号之前，4.6 亿台 CRT 电视存量完全替换为 LCD 电视，那么每年就能带动 9200 万台的更新需求。保守的看，如果仅城市的 CRT 电视替代为平板电视，每年城市的更新需求也将达到 4800 万台，再考虑农村的自然更新以及新置需求，达到 7000 万台销售规模是大概率事件。

图表 6：2010 年末中国彩电存量估计

		存量(万台)			存量(万台)
10 年以上	CRT 电视	19,000	城市平板电视		9,000
	平板电视	忽略	城市 CRT		24,000
10 年以内	CRT 电视	27,000	农村平板电视		忽略
	平板电视	9,000	农村 CRT		22,000
合计		55,000	合计		55,000

资料来源：光大证券研究所

Pad+TV，突破电视智能化三大难题

为规避广电的管制，中国电视智能化将走出一条不同于国外的道路——Pad+TV。

电脑和手机已经迈入智能化时代，不断挑战电视家庭娱乐中心的地位。不同于 3D 电视这样的显示技术革命，电视智能化是播放内容的革命。电视的智能化将帮助彩电加强家庭娱乐中心的地位。

目前为止，电视智能化并不顺利，智能化电视的形式如网络电视、智能电视、网络机顶盒，乃至云电视都绕不开三个难题：（1）广电的管制；（2）操作不方便；（3）软硬件升级不方便。

图表 7：电视智能化的三大难题

难题	描述	Pad+TV 的优点
广电的管制	在中国，广电要求电视与互联网的连接必须通过具备互联网电视牌照的平台，完全限制住电视的传播内容。这是中国电视智能化难度大于海外的主要原因。目前，采用电视或者机顶盒方式连接互联网都绕不开广电的管制。	Pad 不属于广电管理
操作不方便	智能化电视操作不方便是电视本身的形式决定的，全球都面临同样的问题。毕竟操作一个具有复杂操作系统的智能化电视不是仅凭一个老旧的电视遥控器就能实现的。三星 Smart TV 和 Google TV 的遥控器设计已经足够先进，但同电脑操作相比，使用的便利性依然是无法比拟的。智能化电视即使配置无线鼠标和无线键盘，也不足以解决操作的方便性问题。以看电视的姿势操作鼠标和键盘是一件很疲劳的事情。	Pad 操作方便
升级不方便	电视使用寿命一般长于电脑，电视的更新周期一般在 8-12 年，而电脑的更新周期在 3-5 年。电视智能化后硬件和软件更新速度加快，就会凸显出更新不方便的矛盾。如果将智能化部件外置，如网络机顶盒或者 Pad，就能单独更新智能化部件。	未来只需要升级 Pad 的软件或更换 Pad 实现软硬件升级

资料来源：光大证券研究所

操作一个具有复杂操作系统的智能化电视不是仅凭一个老旧的电视遥控器就能实现的。

图表 8：三星 Smart TV 遥控器



资料来源：公开资料，光大证券研究所

图表 9：Google TV 的两款遥控器



资料来源：公开资料，光大证券研究所

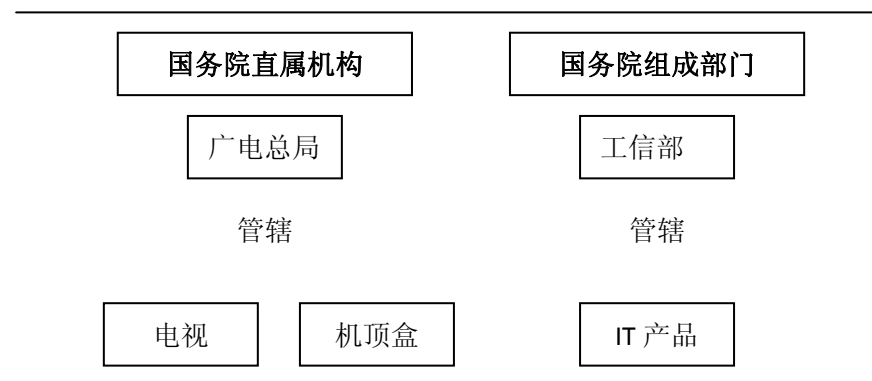
随着海信推出可实现三屏交互的 I'TV，电视智能化所面临的三大难题将迎刃而解。

首先，广电无法限制 Pad 与互联网的连接，Pad 不属于广电的管辖范围。预计广电也无法限制 Pad 同电视的互动。通过电视的 HDMI、DIV 接口，电视可以和不同媒体终端实现有线互联，没有理由限制无线互联。

其次，Pad 操作方便，而且大家都已经习惯。

第三，未来只需要升级 Pad 的软件或更换 Pad 实现软硬件升级。

图表 10：两部委管辖范围



资料来源：光大证券研究所

一年之前网络电视颇为流行，但考虑到广电系统的封闭性和对智能化电视发展的遏制态度，我们在 2010 年上半年就连续发文“群雄逐鹿网络电视，内容服务还需谨慎”，“Google TV 推出，互联网电视终将开放”认为短期智能化电视难以发展，但大势所趋，未来的发展广电也难以遏制，有待新的模式的出现。事情总是在不停的变化，今天我们所等待的新模式出现了，就是 Pad+TV。

电视智能化路径分析

数字电视的三条路线

电视智能化最基本的三大条件就是数字化、联网、互动，因此数字电视也是电视智能化的体现。数字电视发展存在广电高清互动电视，电信 IPTV，以及彩电企业主导的互联网电视三大路径之争。三条路径的区别在于内容传输路径的不同：高清互动电视是通过广电的有线电视网传播电视内容，IPTV 和互联网电视虽然都是通过互联网传播，但是 IPTV 相当于电信在局域网中提供电视内容，而彩电企业力推的互联网电视初衷是电视连接开放自由的万维网。但现在受广电管制，现在已经退化，只能连接具备互联网电视牌照的网络平台。

从硬件而言，接受终端的不同有通过数字一体机或者外置机顶盒两种方案。一般高清互动电视和 IPTV 电视普遍采用外置机顶盒方式，互联网电视普遍采用数字一体机方式。各中原因见下表。

图表 11：数字电视三条发展路径

	主导方	连接网络	简介
高清互动电视	广电	有线电视网	广电利用原有的有线电视网络升级为双向传播网络，并推出高清互动电视的服务。由于各地广电不统一，有自己的加密方式，一般采用外置机顶盒的方式。机顶盒由当地广电定制，统一发放或销售。
IPTV	电信	互联网局域网	IPTV 是电信利用网络宽带传输的有线电视。一般采用外置机顶盒的方式。机顶盒由当地广电定制，统一发放或销售。
互联网电视 (包括现在的智能电视、云电视)	彩电企业推动，但广电通过行政管制夺取主导权	原本连接万维网，目前受管制只能连接具备互联网电视牌照的网络平台	原本可以连接万维网，广电为掌握播控权推出互联网电视牌照。目前互联网电视仅能连接有限的具备互联网电视牌照的网站，退化为由广电提供内容，通过互联网传播的有线电视。 由于互联网电视连接的互联网制式同一，因此不需要机顶盒。为弥补过去的非互联网电视实现互联网功能，市场也出现网络机顶盒。

资料来源：光大证券研究所

三网融合受困利益博弈，内容革命互联网电视先行

从三网融合的角度看，有线电视网、互联网未来会互通互联，因此三种数字电视的路径最后会殊途同归。

但过程不同于结果，三网融合的发展并不顺利。1997 年，国务院在全国信息化工作会议上首次提出“三网”的概念。经过多年的讨论和试点，直到 2010 年的 1 月 13 日才有所突破，国务院常务会议制定了加快推进三网融合的时间表。但广电和电信在三网融合中利益博弈激烈，导致过去一年的试点进度明显落后于计划。2010 年 9 月，12 个三网融合试点城市（北京、大连、哈尔滨、上海、南京、杭州、厦门、青岛、武汉、深圳、绵阳、长沙株洲）提交了具体的试点方案，直到 2011 年 5 月，北京方案才成为第一个获得批准实施的方案。

广电和电信博弈的焦点为播控权。这导致三网融合进度推进缓慢，难以满足消费者需求。在发达地区，互联网电视是继数字化广播(指高清互动电视和IPTV)之后发展起来的。不过在中国，互联网电视的发展却快于地面数字广播。在地面数字广播还没完全普及的情况下，具备网络视频解码功能的互联网电视已经在全国普遍的销售。主要原因是市场已经迫不及待的需要更多更好的内容，没有耐心等待广电对内容的改进。虽然广电在三网融合中获得三年不对称保护期，表面上掌握播控权。但广电的技术实力，资金实力有限，特别是广电缺乏市场化意识，不了解消费者的需求，所以也无法满足消费者对电视智能化的需求。

智能化电视的多形态表现

智能化电视并非仅指当前的智能电视。智能电视仅是电视智能化的一种形式。电视智能化可追溯到“微软维纳斯计划”。到了 2009 年流行的互联网电视时代，智能化电视基本成形。2010 年 5 月 Google 推出首款智能电视后，国内迅速跟进，将互联网电视升级为智能电视，于 2010 年 7 月开始推广智能电视。2011 年，又套用云概念，开始推广云电视。电视的智能化也可以通过其他形态，例如配置网络机顶盒，或者电视电脑一体机（可在电视和电脑之间切换）等。

图表 12：智能化电视的形态

	简介
微软维纳斯计划	1998 年，微软计划提供嵌入 Windows Ce 的简化操作系统的机顶盒，实现同电视互联，使得电视具备上网功能。这是网络机顶盒的雏形。该计划因过于超前而失败。
互联网电视	可以连接互联网，接受来自互联网内容的电视。奥维咨询的定义为：自身具备有线或无线网络接口，不借助第三方设备即可实现对互联网定点 IP 或不定点 IP 的信息内容读取并显示的电视产品。
网络机顶盒	电视通过网络机顶盒连接互联网，接受来自互联网的内容。
电脑电视一体机	具备电视外观，通过重启在电视和电脑操作系统之间切换。电脑功能时采用无线鼠标和无线键盘操作。
智能电视	具有类似电脑的操作系统平台，能够连接互联网的电视。中怡康的定义是：具有开放式操作平台，可以自由进行软件的安装、升级和卸载，用户以此自行扩展彩电功能，同时，可以通过 LAN 接口或 WIFI 来满足用户上网需求的彩电。
云电视	智能电视的一种，可接受来自云端的服务。虽然对于电脑而言无所谓云电脑与否。但对于智能电视而言，初期处理能力有限，通过云端服务可以弥补智能电视的运行能力和储存能力的不足。
Pad+TV	实现三屏互动后，Pad 的内容可在电视上播放，两者的功能组合在一起就是功能最强大的智能电视。

资料来源：光大证券研究所

海外智能电视产品介绍

发达地区并无类似互联网电视牌照的管制，传播的电视内容具有吸引力。不同于中国，发达地区互联网电视是继数字化广播(指高清互动电视和 IPTV)之后发展起来的。

2010 年 5 月 21 日，Google 在旧金山市举行的年度开发者大会上推出全球首款智能电视 Google TV。2010 年 7 月中国企业在国内也开始推广智能电视。Google TV 由电视机设备、蓝光播放器、机顶盒组成。Google TV 装载 Google Android2.1 版本软件，并可进行远程升级。输入系统中包括键盘以及远程遥控设备；浏览器将使用 GoogleChrome 浏览器，支持 Flash 技术。Android 手机可通过 Wi-Fi 网络与 Google TV 机相连接。索尼为 Google 生产电视机设备以及蓝光播放器；罗技负责研发网络电视键盘控制器及远程控制技术。DishNetwork 将 Google TV 置入生产的数字录像机中。Google 将通过电视广告的方式实现盈利，并同合作伙伴分享收入。

2011 年初，三星推出 Smart TV(中国 2010 年 7 月海尔已经推出第一款智能电视，因此三星的反应慢于中国企业)。Smart TV 配置 Smart Hub，将网络内容、Apps 应用程序、AllShare 内容、传统电视频道列表等所有电视相关的节目内容整合到一个使用界面中，同时带搜索功能，网络浏览器，支持 Flash 文件播放，可观看网络视频。三星手机和平板电脑可作为电视遥控器使用。目前，三星 Smart TV 在中国也有销售，但在中国同样受到互联网电视牌照的管制，因此吸引力大减。

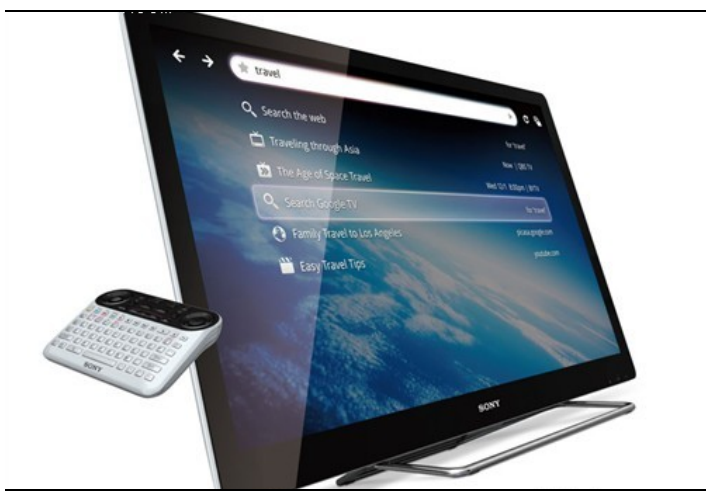
此外苹果也将于 2012 年推出一款基于 IOS 系统的电视。苹果此前已经推出过 Apple TV 机顶盒，用户可通过 iTunes 下载电影和电视节目，以及在线视频内容，因此已经积累了开发智能化电视的经验。苹果电视可以与其他苹果设备，例如 iPhone、iPad 和 MacBook Air 无缝整合。因此可以说，苹果电视也具备 Pad+TV 的概念。

图表 13：三星 Smart TV



资料来源：公开资料，光大证券研究所

图表 14：Google TV



资料来源：公开资料，光大证券研究所

中国电视智能化的坎坷之路

互联网电视的兴起

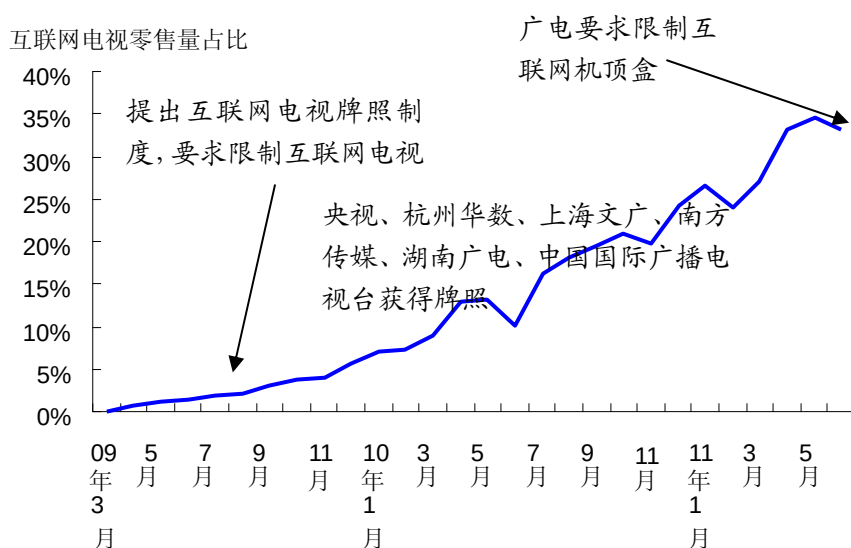
据说, TCL 李东生先生有感于 iPhone 将互联网和手机相联系取得的成功, 认为互联网电视将完全替代传统电视, 因此将电视研究方向重点放于互联网电视。2008 年, TCL 推出一款基于 Linux 系统的互联网电视, 电视带有一个叫做“MiTV”的 Linux 程序。电视只要插上网线, 就可以浏览天气预报、股票信息、网络视频、播放任意格式的网络视频文件, 还能下载网络视频到 USB 硬盘。

2008 年互联网电视开始进入消费者的视野, 全年共销售互联网电视 1.3 万台。2009 年, 互联网电视迅速成为市场热点, 各品牌争相推出互联网电视。2009 年互联网电视共销售 54.6 万台, 占彩电零售量的 1.4%。到 2009 年 12 月, 互联网电视在城市液晶电视市场的销量占比已经提升至 6%。此时市场对互联网电视的预期非常乐观。2009 年 11 月, TCL 宣布停产 40 英寸以上非网络电视; 2009 年 12 月, 长虹宣布停产 32 英寸以上非网络平板电视, 康佳宣布 2010 年五一后停产全尺寸的非互联网电视。此时的中国市场是全球电视智能化的桥头堡。

互联网电视初期应用内容匮乏, 彩电企业不得不自建内容平台辅助产品销售, 同时也期望通过介入内容平台培育新的盈利增长点。当时彩电企业都积极介入内容平台开发, 为用户提供包括在线电影、电影下载、互联网上网等功能。例如, 创维推出酷开网, 并与土豆网、PP-Stream、迅雷展开合作; 海信推出的“蓝媒电视”与新浪网进行合作; 长虹创建乐教网站, 并与 TCL 合作开发内容平台。在没有相关规范之前, 电视厂商生产互联网电视采用与视频网站合作的方式, 利润是两两分成。

广电对电视传播内容的管制

图表 15: 来自广电的管制



资料来源: 中怡康, 公开资料, 光大证券研究所

互联网电视能够绕开广电提供内容，触动了广电对播控权的垄断，这引起广电一系列的行政遏制。虽然广电的限制不能阻止互联网电视的发展，但大大挫伤了彩电企业的积极性，也限制了彩电企业寻找新盈利模式的方向。

广电于 2009 年 8 月下发《关于加强以电视机为接收终端的互联网视听节目服务管理有关问题的通知》，规定要求通过电视机或机顶盒等产品连接互联网，向电视机终端用户提供视听节目服务，必须取得《信息网络传播视听节目许可证》，并取得著作权人的相关授权，必须是国有独资或国有控股单位。广电还规定：每台电视机中只能植入一个互联网电视机客户端，一个互联网电视机客户端中只能嵌入（包括技术支持）一个互联网电视集成平台的地址……对于同一品牌同一型号的电视机，持有“互联网电视集成业务”牌照的机构与电视机厂家签订的委托植入协议应当是排他的，不得再植入其他平台的客户端。此外，节目服务平台只能与持有“互联网电视集成业务”牌照机构所建设的互联网电视集成平台相连接，不能与未经广电总局批准的互联网电视集成平台相连接，不能采取开放式链接。

目前，广电总局共颁发了六张互联网电视牌照，均为广电系统获得：2010 年，国家广电总局先后给中央电视台 CNTV、杭州华数、上海文广正式发放前三张互联网电视牌照；2011 年 3 月，南方传媒和优朋普乐合资设立的广东南广传媒互动影视技术有限公司拿下第四张牌照；2011 年 4 月，湖南广电和中国国际广播电台正式获得第五和第六张互联网电视牌照。彩电企业要发展互联网电视产品，都得与上述牌照拥有者合作。

同数量丰富的互联网视频网站相比，六张互联网电视牌照的选择明显过于狭隘，内容上无法满足消费者多元化的需求。互联网视频网站只需要取得《信息网络传播视听节目许可证》即可，目前已经有 pps、迅雷在内的 200 多家网站获得。

由于中央电视台 CNTV、杭州华数、上海文广、南方传媒、湖南广电和中国国际广播电台六大牌照企业基本上沿用将自己广电内容植入播控平台，再接入互联网电视产品中。因此，互联网电视同有线电视传播的内容并没有本质差别，唯一的区别是内容传播是通过互联网的。因此当前的互联网电视不具备提升消费者体验的能力。

为遏制互联网机顶盒的发展，2011 年 7 月 14 日，广电下发关于严禁通过互联网经机顶盒向电视机终端提供视听节目服务的通知。通知明确，通过互联网经机顶盒（DVD 机等）向电视机终端提供视听节目服务的，均须按照国务院关于推进三网融合的有关要求，在经批准的试点城市，由广电部门另行组织。目前，国家广电总局没有批准任何一家单位可以通过互联网经机顶盒（或 DVD 机等）向电视机终端提供视听节目服务。

当前同广电合作，成本不菲

受到广电行政遏制，彩电企业的互联网电视在内容上不得不和六家具有互联网牌照的企业合作。康佳、夏普同文广合作，TCL、长虹、LG 同杭州华数合作，三星、海信同央视合作，创维和南方传媒合作。牌照商往往将海量的影视节目内容以节目包的方式按照每台电视一定的价格卖给彩电厂获得收益。

这种合作模式对彩电企业而言成本不菲。例如创维计划 2011 年销售 300 万台互联网电视，如果按每台 50 元内容成本计算将增加 1.5 亿元成本，超过期 2011 财年（2010.4.1-2011.3.31）净利润的 10%。

来自知识产权的阻力

电视连接互联网就可能播放盗版影视剧，这导致知识产权纠纷。虽然电脑企业从来不需为用户观看盗版影视剧负责，但彩电企业面临着不同的命运。

2010 年 10 月，历时一年的“全国首例互联网电视机侵权案”宣判。北京市第二中级法院判定被告 TCL 集团股份有限公司、深圳市迅雷网络技术有限公司等单位败诉，赔偿北京优朋普乐科技有限公司 8.75 万余元。

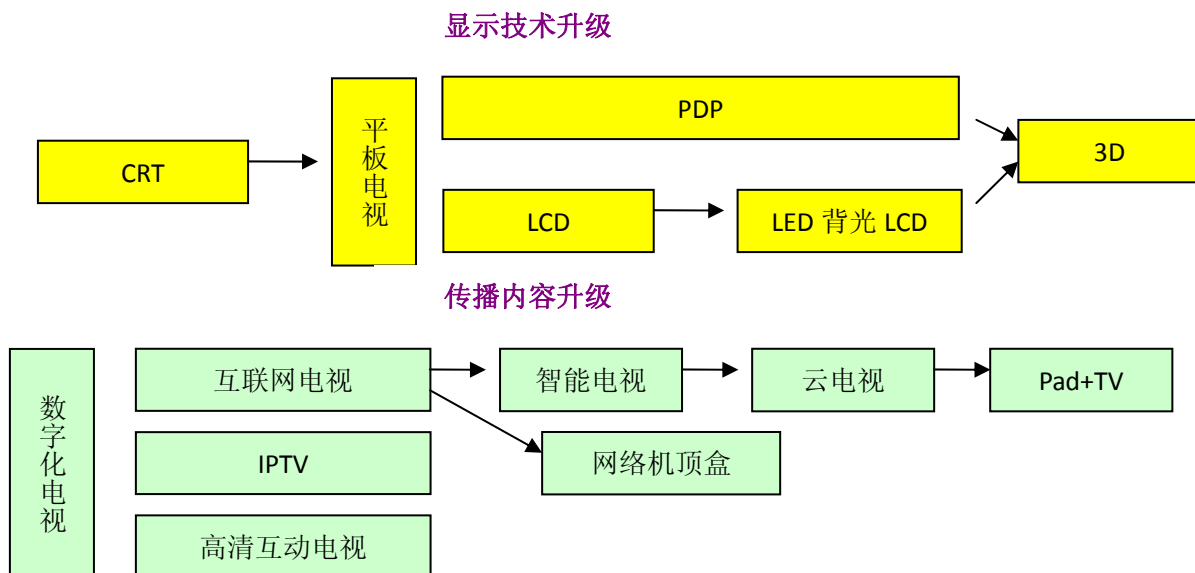
判决认为：TCL 集团于 2009 年推出新品“MiTV 互联网电视机”，这款产品可以让消费者利用电视机的“互联网搜索下载”功能，自行搜索并下载、观看影视剧。北京优朋普乐科技有限公司作为国内影视数字发行商，认为互联网电视机的推出，使其独享的《王贵与安娜》、《少林寺传奇 II》、《薰衣草》等影视作品的信息网络传播权受到侵害。因为 TCL 集团在新产品“MiTV 互联网电视机”中，增加了互联网搜索功能的模块，用户在接入互联网后即可通过搜索，下载观看由“迅雷”软件提供的网络影视作品，在线观看由“PPStream”软件提供的网络影视作品。法院审理后认定，TCL 集团股份有限公司、深圳市迅雷网络技术有限公司等有合理理由知道所链接的作品为侵权作品，主观上具有过错，应就此承担共同侵权责任。

我们认为上述的判决逻辑并不合理。未来 Pad+TV 模式的出现不会再出现类似的判决，至今还没有电脑企业为用户观看盗版影视剧负责的先例。

外资主导显示技术升级，内资主导传播内容升级

彩电行业的发展是在一系列的技术变革推动下实现的，市场普遍认为外资品牌是引领技术升级换代的发动机。这一观点有失偏颇。电视升级可分为显示技术升级和传播内容升级。

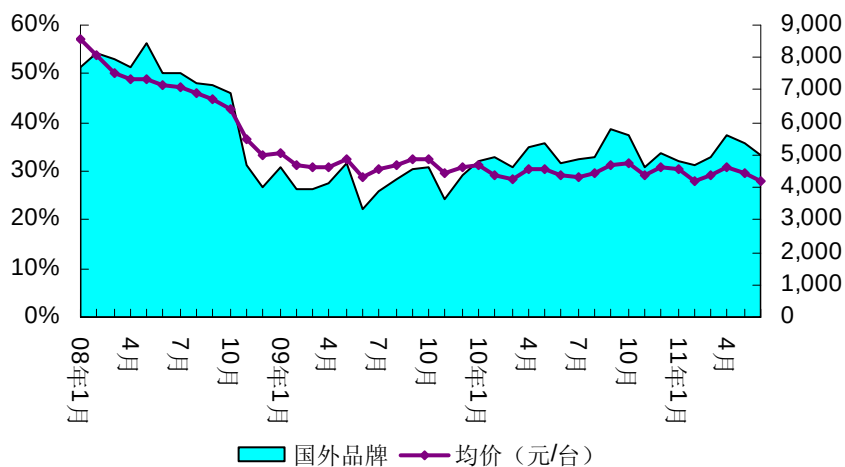
图表 16：彩电的两条升级方向



资料来源：光大证券研究所

显示技术升级路线为 CRT->平板电视->LED 背光液晶电视->3D 电视。这一升级路线，外资品牌占据技术主导地位，引领产品升级。以 LCD 电视、LED 电视和 3D 电视普及为例，初期产品渗透率较低的时候，都是外资品牌占据主导地位。随着价格的下降和产品的普及，内资品牌依靠性价比成为市场主流。LCD 电视在还未进入普及期时属于彩电中的高端产品，当时外资品牌占据销量的 50%以上，但随着价格的下滑，液晶电视进入普及期，外资品牌的销量占比也随之下滑。类似的情况也出现在 LED 电视市场和 3D 电视市场。

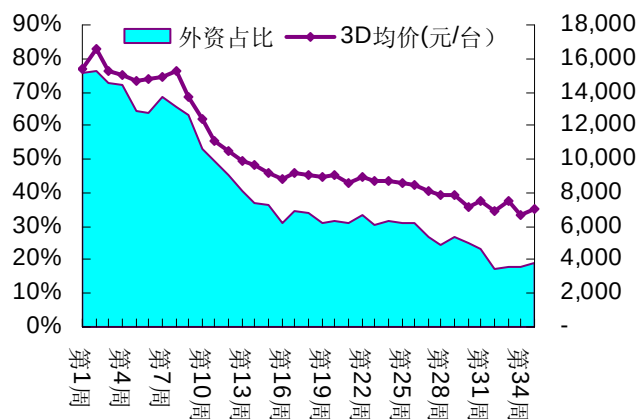
图表 17：城市液晶电视市场零售均价和外资品牌零售量占比



资料来源：中怡康，光大证券研究所

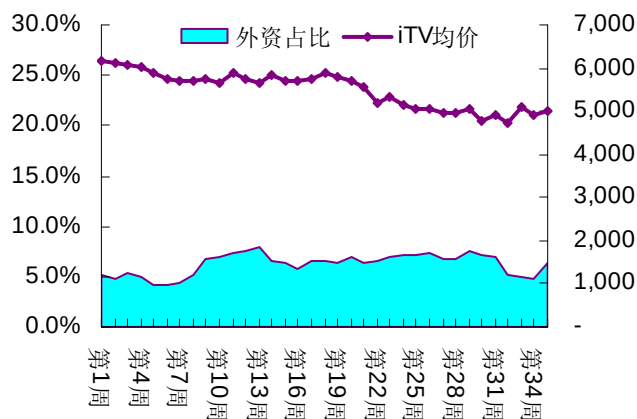
电视传播内容的升级方向为电视智能化，是 IT 技术在电视领域的应用性开发。由于 IT 技术已经相当成熟，因此内外资品牌站在同一技术起跑线。由于世界各国，电视内容传播的管制各有差异，导致管制壁垒。内资品牌更为熟悉中国彩电行业的各种管制，也更适合开发出中国特色的智能化电视。而外资品牌惧怕中国复杂的管制，迟迟未敢进军中国智能化电视市场。从一开始，外资品牌在中国智能化电视市场就处于边缘的位置，市场份额一直不高。例如互联网电视(ITV)和智能电视。在互联网电视市场，外资的零售量占比至今没有超过 10%。在智能电视市场，内资品牌 2010 年下半年已经开始推广，外资品牌直到 2011 年第二季度才在中国市场开始推广。

图表 18：2011 年城市 3D 市场外资品牌零售量占比



资料来源：奥维咨询，光大证券研究所

图表 19：2011 年城市 ITV 市场外资品牌零售量占比



资料来源：奥维咨询，光大证券研究所

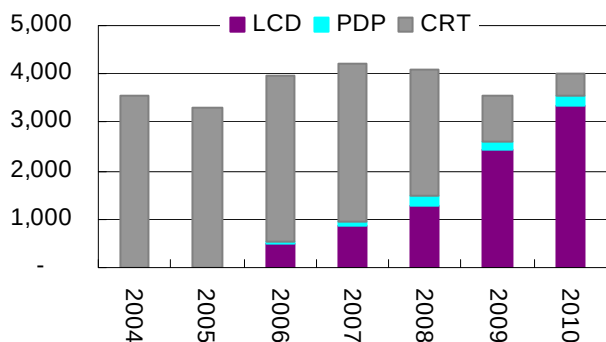
注：奥维咨询所指 ITV 即互联网电视

彩电市场分析

彩电市场需求平淡，第三季度有回暖迹象

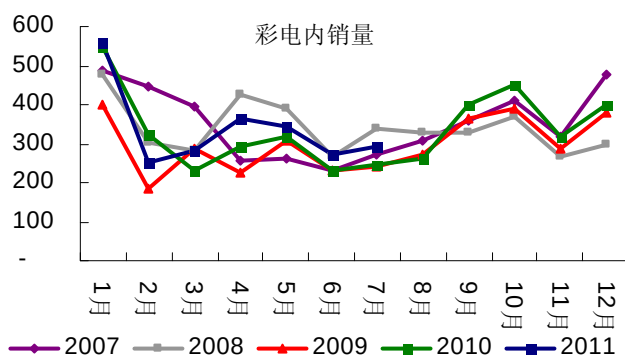
2010 年中国彩电出货量 1 亿台，其中出口 6675 万台，内销 4023 万台。由于电视内容缺乏吸引力，正在日益失去家电娱乐终端的位置，因此国内需求最近五年稳定在 4000 万台左右的水平。由 LCD 电视带动的结构性升级也已经走到尽头，当前 LCD 在国内彩电出货量中的占比已经达到 90%。未来彩电行业的发展必须刺激消费者购买更多的彩电。

图表 20：彩电国内年度出货量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

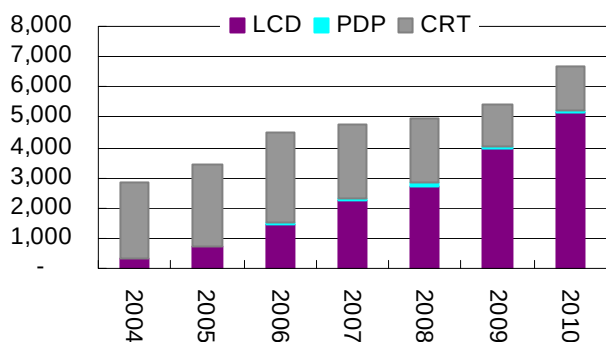
图表 21：彩电国内月度出货量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

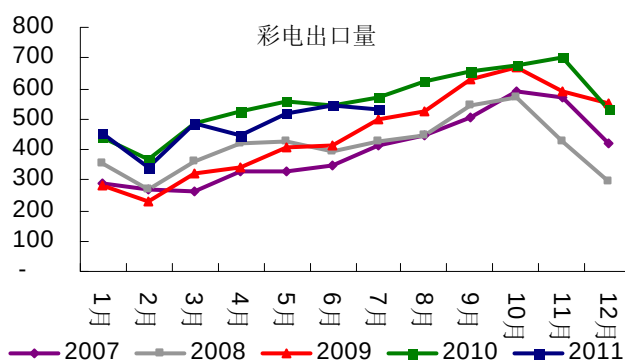
最近几年，彩电出口市场稳步增长，主要是由于越来越多的海外彩电企业以 OEM 方式从中国采购彩电。但由于订单主要集中在台湾投资的代工厂，上市的彩电公司出口销售额占比一般并不高，长虹为 10%，海信和康佳为 20%，TCL 由于收购了海外业务，海外销售占比 30%，但代工也并不多。

图表 22：彩电出口年度出货量（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图表 23：彩电出口月度出货量（万台）

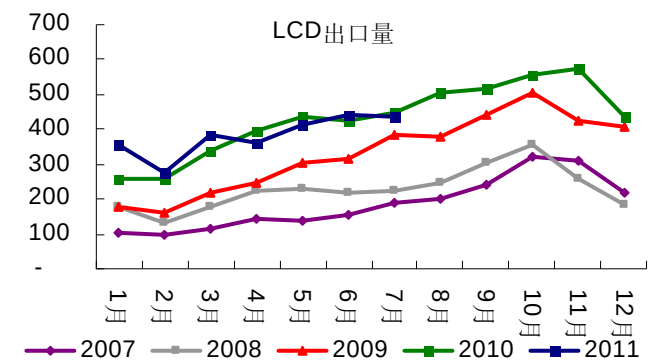


资料来源：产业在线，光大证券研究所

受欧美经济不景气影响，2011 年 1-7 月彩电出口订单小幅下滑 4%。国内的需求也较为疲软，出货量仅小幅增长 8%。

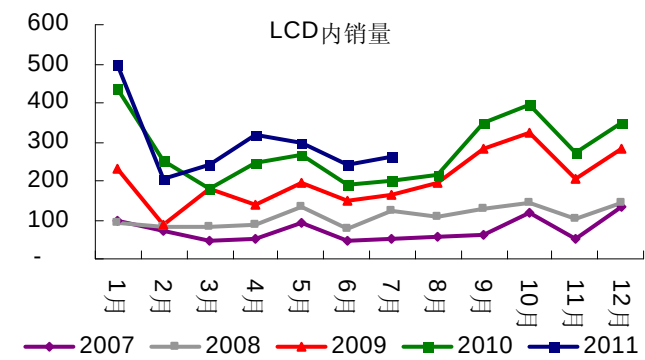
LCD 是彩电销售主打产品，出口市场 LCD 出货量占比已经提升至 80%，国内市场 LCD 出货量占比已经提升至 90%。出口市场 LCD 出货量已经不再增长，但国内市场还保持着稳步增长，2011 年 1-7 月 LCD 销量增长 16%。

图表 24: LCD 出口月度出货量 (万台)



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

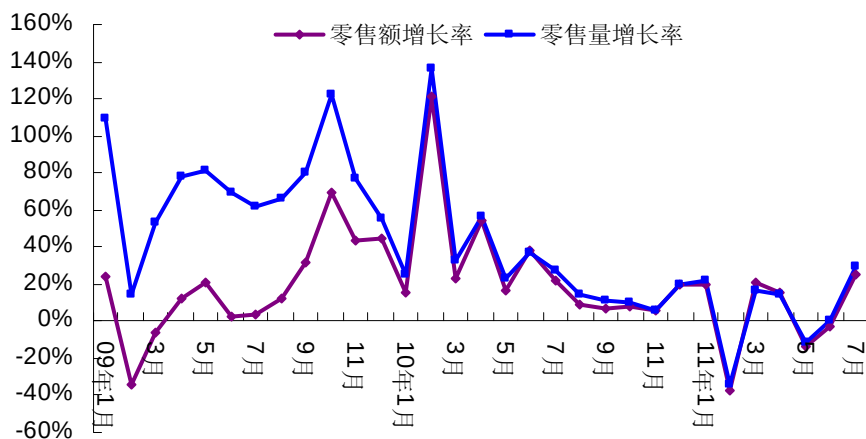
图表 25: LCD 国内月度出货量 (万台)



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

第三季度彩电市场表现好于预期。首先是最近一年陷入低增长甚至是下滑的城市液晶电视市场 7 月表现出明显的回暖。其次，从两个代表性公司创维和 TCL 公布的数据看，彩电销售 7 月和 8 月开始回暖。创维 7 月和 8 月销售额分别同比增长 40% 和 20%，明显好于上半年。TCL 7 月和 8 月液晶电视销售量分别同比增长 92% 和 82%。考虑到 TCL 2010 年由于管理调整导致彩电销量大幅下滑，以 2009 年作为参考值，7 月和 8 月液晶电视销量相比 2009 年同月分别增长 24% 和 22%。

图表 26: 城市市场液晶电视增长率



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所

面板产能向中国转移，价格快速下跌

面板价格于 7 月 20 日开始新一轮的下跌，最近两个月下跌幅度在 10% 左右，超出市场预期。

图表 27：近期液晶面板价格

Size	Resolution		21-Jun-11	20-Jul-11	20-Aug-11	5-Sep-11	20-Sep-11	Change 2 month
26" TN	WXGA	Typical	\$112	\$112	\$104	\$103	\$102	-9%
32"	WXGA	Typical	\$151	\$151	\$138	\$135	\$132	-13%
37"	WXGA	Typical	\$193	\$193	\$182	\$180	\$178	-8%
40-42"	Full HD	Typical	\$237	\$237	\$219	\$215	\$212	-11%
40-42" 120 Hz Edge-LED	Full HD	Typical	\$320	\$315	\$294	\$287	\$280	-13%
46"	Full HD	Typical	\$319	\$314	\$299	\$296	\$288	-10%

资料来源：Displaysearch, 光大证券研究所

随着中国面板产能的大幅投放，未来面板供大于求的局面不会改变，价格还将持续下跌。为扶持国内面板企业，国家有意将面板价格关税从现有的 5% 提升至 8-12%。由于面板价格是持续下跌的，因此税率的提升不会对彩电企业造成成本压力。

图表 28：中国高世代面板线投资项目

项目			城市	技术来源	投资金额	月产能	玻璃基板面积	投产时间
1	彩虹集团	6 代线	张家港		146 亿	6 万片		2009 年 7 月停工
2	中电熊猫	6 代线	南京	夏普	138 亿	8 万片	1500x1800mm	2011Q1
3	京东方	6 代线	合肥	京东方	175 亿	9 万片	1500x1850mm	2010Q4
4	三星	7.5 代线	苏州	三星	22.5 亿美元	10 万片	1950x2250mm	2012 年 Q3
5	京东方	8.5 代线	北京	京东方	280 亿	9 万片	2200x2500mm	2011Q4
6	华星广电	8.5 代线	深圳	群创	245 亿	10 万片	2200x2500mm	2011Q3
7	LGD	8.5 代线	广州	LGD	273 亿	6+6 万片	2200x2500mm	推迟动工
8	龙腾光电	8.5 代线	昆山	友达	33 亿美元	9 万片	2200x2500mm	2011Q4

资料来源：公开资料，光大证券研究所

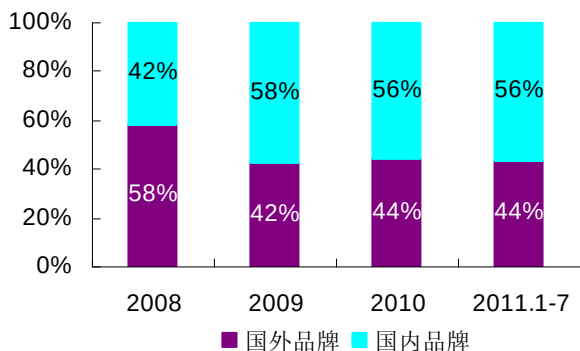
彩电市场竞争格局

城市市场，外资品牌凭借对高端市场的占领，市场销售份额稳定在 44%。彩电市场集中度相比白电而言是偏低的。龙头海信的市场销售份额占有率仅 15%，相比其他品牌优势差距并不大。在 3D、LED 和互联网电视领域，市场集中度要略高一点，龙头的市场优势要更加明显一点。

外资品牌在中国智能化电视市场是跟随者。无论是 Google TV、三星 Smart TV 或者是未来的 Apple TV，这些产品未来难以在中国市场有大作为的，主要是面临广电的管制。首先外资品牌必须放弃自己的内容服务，转而同具备互联网电视牌照的平台进行合作方能进入中国。其次，Pad 配 TV 是中国企业走出的独特道路。虽然三星和苹果未来也能够实现 Pad 和 TV 的屏幕互动，但不能指望他们的 Pad 能够同其他品牌的电视兼容。如果其 Pad 只能和自己品牌的

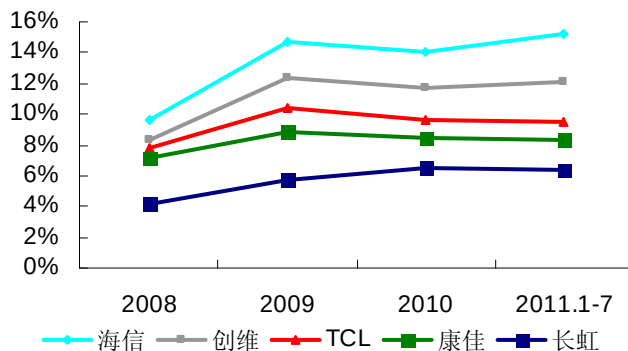
电视互动，而自己品牌的智能电视又无法进入中国，那么就不具备 Pad 配 TV 的推广能力。

图表 29：城市液晶市场内外资品牌销售额占比



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图表 30：城市液晶电视市场品牌销售额占比



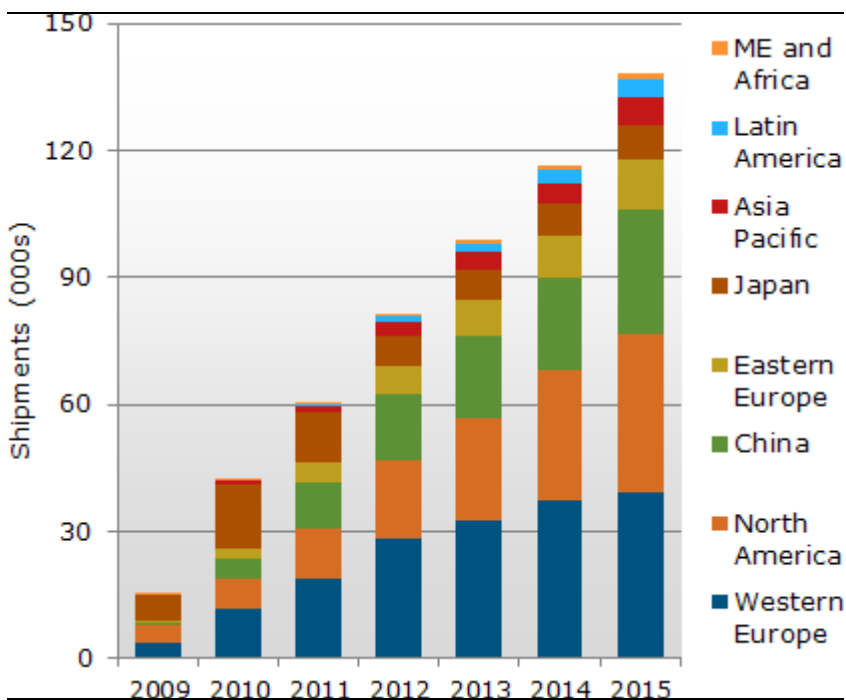
资料来源：中怡康，光大证券研究所

在中国市场，无论是互联网电视或者是智能电视的推广，外资品牌都走在国内品牌的后面。甚至日本品牌至今未把智能化电视作为未来发展重点。索尼中国区总裁永田晴康最近表示，索尼认为高品质的画质仍然是电视最基本的价值，因此在设计和研发时仍然会重点考虑这个因素。并认为当前的电视智能化市场有点混乱。

智能化电视在全球兴起

全球互联网电视呈现直线上升态势，2010 年互联网电视全球销量超过 4000 万台，约占平板电视的 20%。DisplaySearch 预测到 2015 年将有超过 1.38 亿台彩电具备联网功能，占平板电视总出货量的 47%。未来五年，互联网电视全球销量复合增长率可达 35%。

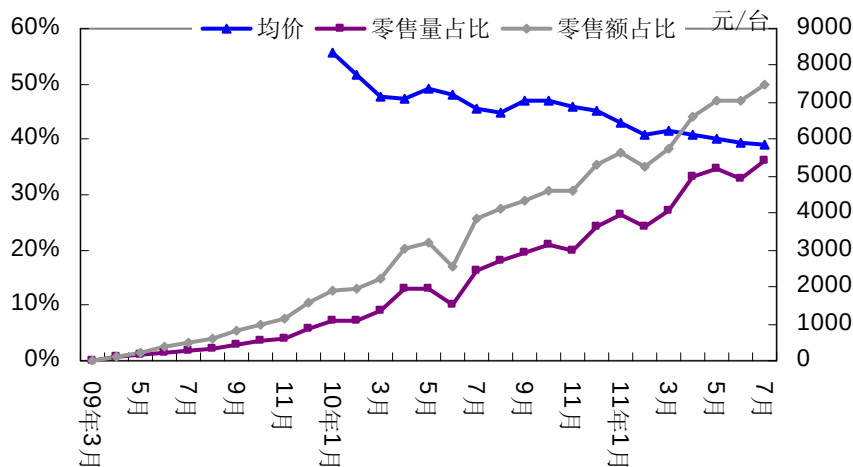
图表 31：2009-2015 年全球互联网电视出货量预测



资料来源：DisplaySearch，光大证券研究所

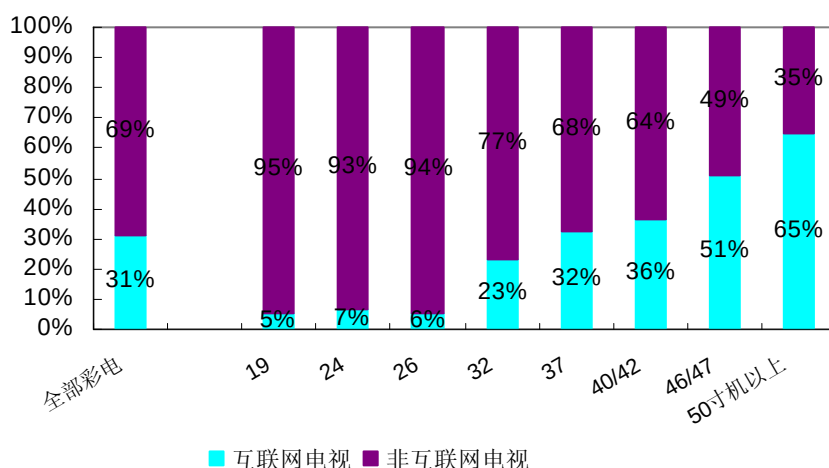
2009 年以来，中国城市市场互联网电视占比不断提升。目前，城市市场互联网电视销量占比已经提升至 35% 以上，销售额占比已经提升至 50%。销售额占比明显高于销量占比的主要原因是越大尺寸的电视配置互联网功能的比例越高，带来的附加值也更高。

图表 32：城市液晶电视市场互联网电视零售占比以及均价



资料来源：中怡康，光大证券研究所

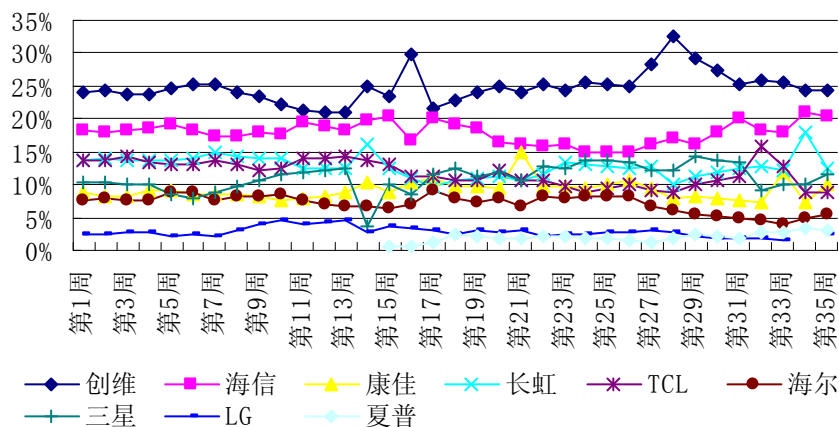
图表 33：2010 年互联网电视上市数量比例



资料来源：中怡康，光大证券研究所

互联网电视市场的集中度要高于普通电视。创维和海信都有 20% 以上的市场份额。

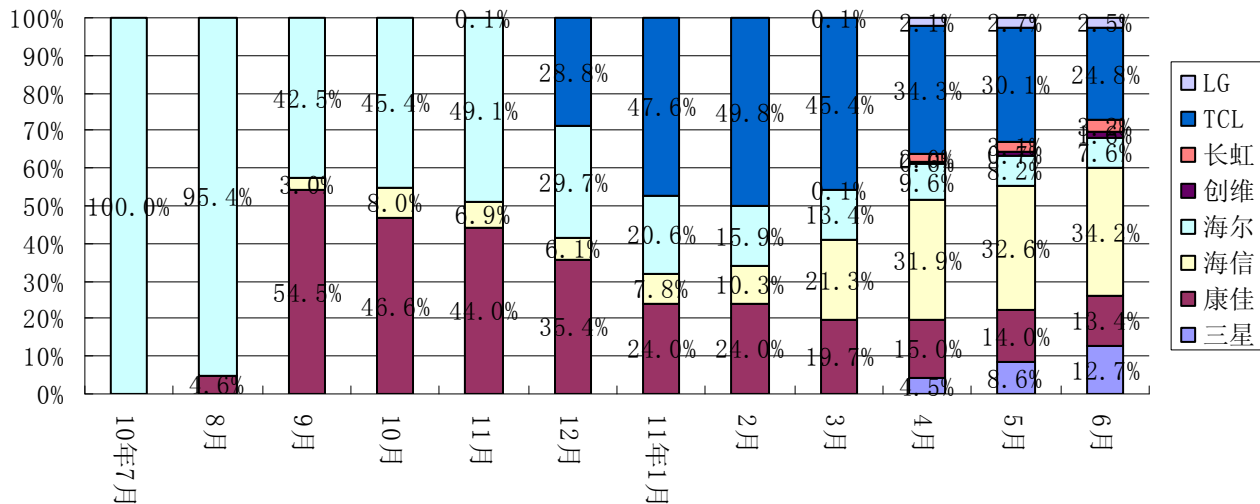
图表 34：2011 年城市市场 ITV（互联网电视）销售额品牌占有率



资料来源：奥维咨询，光大证券研究所

智能电视是 Google TV 于 2010 年 5 月首先发布的。海尔于 2010 年 7 月最早在国内市场销售智能电视，次月康佳也推出了自己的智能电视产品，随后海信、TCL、三星、长虹、LG、创维等品牌纷纷加入了智能电视的行列。中怡康统计，2011 年 6 月智能电视有 118 款在售型号，其中海信 26 款，海尔 25 款，TCL 23 款，康佳和三星为 12 款，长虹 9 款，LG 7 款，创维 4 款。

图表 35：智能电视各品牌零售量份额变化趋势



资料来源：中怡康，光大证券研究所

彩电行业产品升级速度和企业反应速度加快

彩电行业产品升级速度和企业反应速度越来越快。平板电视替代 CRT 电视用时数年；LED 电视成为 LCD 电视主流用时一年；3D 电视变成触手可及的消费产品只用了半年。

中怡康根据零售监测的数据，在各种技术发展初期给相同的渗透率来计算：LED 背光电视的发展用时为 LCD 电视的 1/2，互联网电视的发展用时为 LCD 电视的 1/7，而 3D 电视的发展用时仅为 LCD 电视的 1/200，智能电视的发展速度将比 3D 电视还快。中怡康预计 2011-2013 年国内 3D 电视市场的需求量依次为：587 万台、1817 万台、2282 万台；智能电视的这三年的国内市场需求量依次为：240 万台、1086 万台、2296 万台。

图表 36：彩电产品升级



资料来源：中怡康，光大证券研究所

智能化电视时代，产品升级将趋于多样化，并具有可持续性

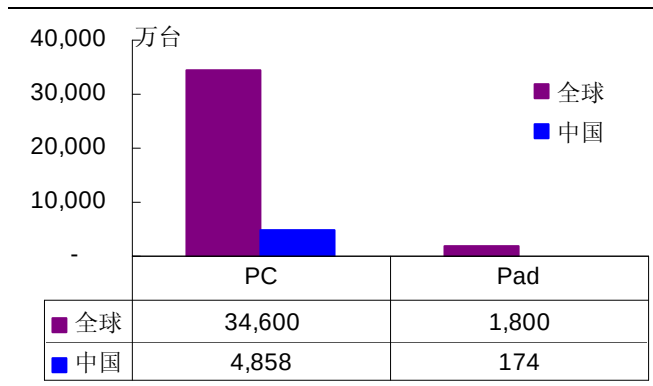
LCD 电视替代 CRT 电视，LED 电视替代 CCFL 电视，或者 3D 电视的普及都是一次性的，普及完成就成为普通产品，不具有可持续性。但智能化电视的普及将是可持续的产品升级。类比电脑的普及，硬件性能和软件的更新带动一代又一代的电脑产品升级。电视一旦智能化也将面临和电脑类似的问题，那就是硬件性能和软件的不断升级，产品升级并不是智能化电视渗透率达到高点之后就完成，而是在不断的进行。这一点我们已经从市场可以观察到，那就是互联网电视发展到智能电视，然后又出现了云电视。

平板电脑市场分析

平板电脑处于快速成长期

在 2010 年 1 月 27 号，苹果公司公布首款平板电脑产品——iPad，自此平板电脑市场开始爆发式增长。2010 年 iPad 销量接近 1500 万台，市场份额超过 80%。2011 年，预计 iPad 销量达到 3370 万台，继续占据 70% 左右的市场份额。二季度全球 Pad 销量 1360 万台，同比增长 304%。

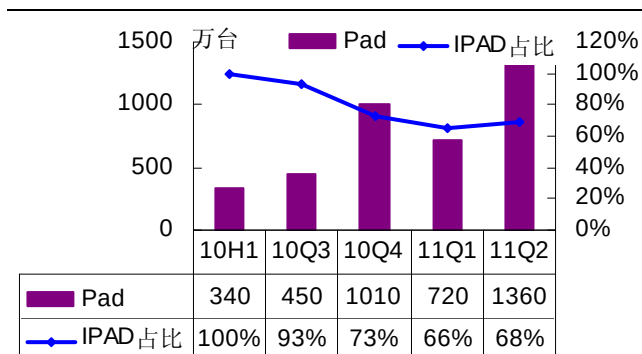
图表 37：2010 年 PC 和 Pad 出货量



资料来源：IDC，ZDC，光大证券研究所

注：全球数据来自 IDC，国内数据来自 ZDC

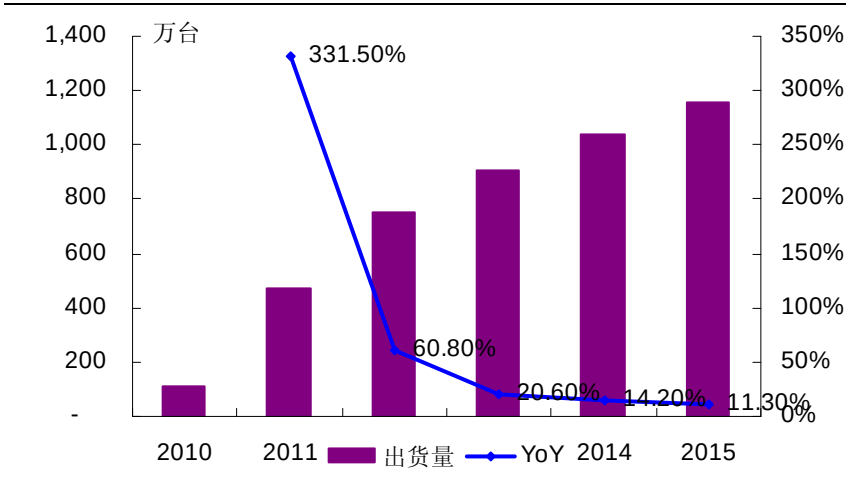
图表 38：全球 Pad 销量和 IPAD 占比



资料来源：IDC，光大证券研究所

ICD 数据，2010 年全球 PC 出货量 3.5 亿台，平板电脑占 5%。ZDC 数据，2010 年中国 PC 出货量 0.49 亿台，平板电脑出货量 174 万台，占 3.6%。相比中国便携式电脑 2010 年出货量 2900 万台，平板电脑还处于成长期。根据 IDC 的预测，2011 年中国平板电脑出货量有望达到 468 万台，并预计 2012 年继续保持高速增长，到 2015 年出货量将达到 1154 万台。当然，IDC 的预测还没有考虑 Pad+TV 模式的出现对平板电脑的刺激作用。

图表 39：中国媒体平板电脑出货量，2010-2015 年

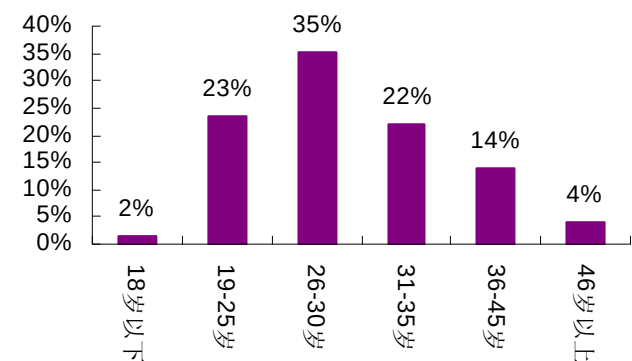


资料来源：IDC 中国多媒体平板设备市场跟踪报告（2011Q1），光大证券研究所

注：IDC2010 年平板电脑销量同 ZDC 略有不同

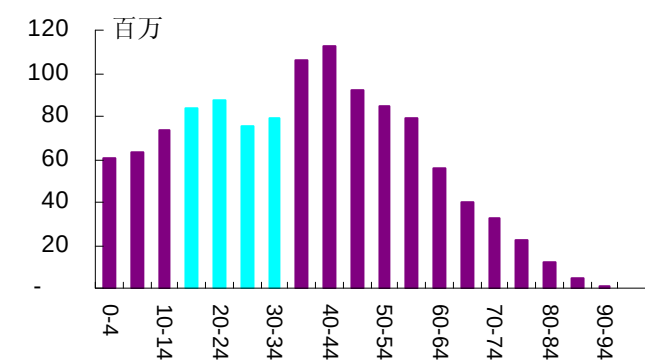
根据互联网消费调研中心的调研,平板电脑 81%的用户年龄集中在 19 岁至 35 岁。根据中国的人口年龄推算,17-37 岁的人口规模达到 3.3 亿,相当于美国人口数量,是未来平板电脑的消费主力,也是最愿意接受智能化电视,有能力接受智能化电视的一代。

图表 40: 2011 年中国平板电脑用户年龄结构



资料来源: 互联网消费调研中心, 光大证券研究所

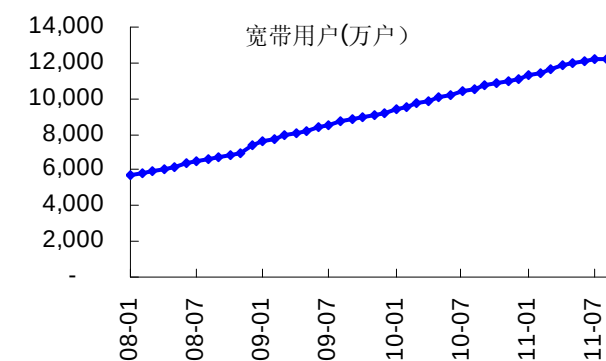
图表 41: 2009 年中国人口年龄结构



资料来源: 国家统计局, 光大证券研究所

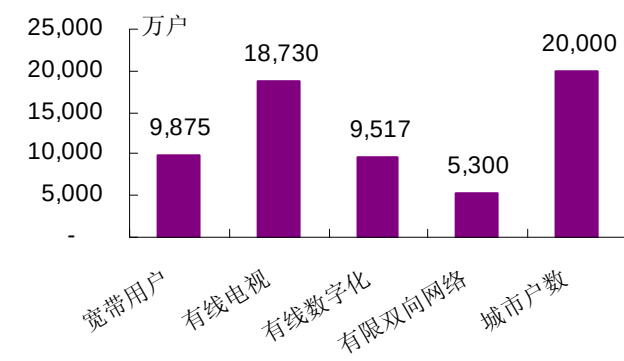
拥有宽带资源是最可能的 Pad 和智能化电视潜在用户。2011 年 7 月, 中国宽带用户已经达到 1.2 亿户, 并保持着稳定的增长速度。宽带用户城市渗透率达到 60%, 未来还有提升空间。按城市每户人口平均 2.9 人计算, 宽带人口覆盖范围达到 3.5 亿, 已经超出美国人口。从 2011 年 4 月的数据看, 中国宽带用户数量同有限电视用户数量接近。考虑到消费能力和网络覆盖范围, 基本可以认为有线电视用户和宽带用户大致重叠。

图表 42: 中国宽带用户数



资料来源: 联通, 电信, 光大证券研究所

图表 43: 宽带、有线电视用户比较 (2011 年 4 月)

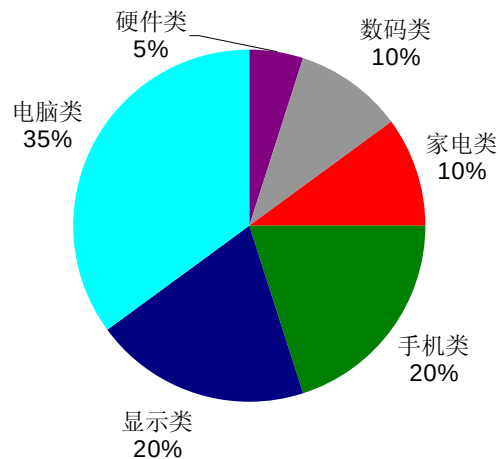


资料来源: 格兰研究, 联通, 电信, 光大证券研究所

家电企业进军平板电脑

平板电脑市场作为一个新兴市场，吸引大量企业的进入。虽然目前苹果公司处于垄断地位，但以过去消费电子的普及经验而言，随着产品的价格下降和普及，国内品牌将通过性价比占据主要的市场份额。

图表 44：2011 年平板电脑品牌制造商涉及行业类型分布



资料来源：互联网消费调研中心,光大证券研究所

家电企业创维和 TCL 已经推出 Pad，但不具备三屏互动功能。2011 年 4 月，创维推出首款 SkyPad，此后又陆续推出多款 SkyPad。2011 年 9 月，TCL 推出两款 Pad，TCL Pad16 和 Open Pad。

图表 45：SkpPad M5



TCLPad16



OpenPad



资料来源：公开资料，光大证券研究所

海信在 2011 年 8 月 16 日发布了一款 I'TV 的 Pad，并将于 9 月末全国正式上市。

海信 I'TV 是一款 8 寸的平板电脑，亮点在于可通过 WIFI 接收电视机的所有节目，还可实现多屏交互，可以实现大屏传小屏：将电视上播放的内容直接传送到 I'TV 上播放，小屏传大屏：将 I'TV 上播放的内容传送到电视上播放，异地传屏：通过网络在异地将视频在电视与 I'TV 之间互传。可以说海信的 Pad 找出了一条差异化道路。

在 WIFI 环境下，单独使用海信 I'TV，可以和海信 XT710 型号电视进行互动。针对当前的彩电存量，海信推出智能电视伴侣，普通电视配置智能电视伴侣后可实现同 I'TV 的互动。

图表 46：海信 I'TV



资料来源：公开资料，光大证券研究所

图表 47：海信智能电视伴侣



资料来源：公开资料，光大证券研究所

此外，海信 I'TV 可作为电视遥控器使用。这一功能同三星的平板电脑是相同的。

图表 48：三星平板电脑可变为 Smart TV 的遥控器



资料来源：公开资料，光大证券研究所

图表 49：海信 I'TV 也可变为遥控器



资料来源：公开资料，光大证券研究所

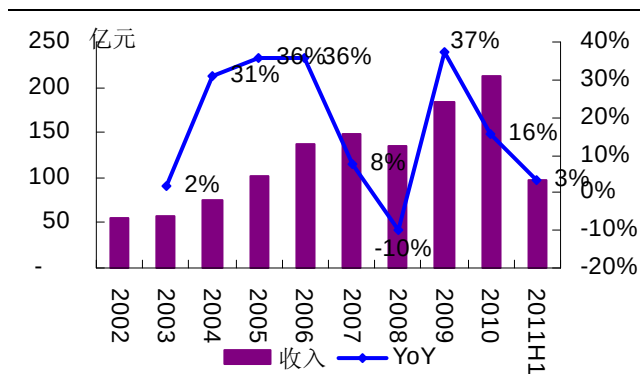
投资建议

我们认为市场对彩电行业的看法过渡悲观，彩电行业未来还存在很好的成长空间。TCL 是中国推动互联网电视最积极的企业，海信电器创造出 Pad+TV 的新模式，并长期保持很好的盈利增长。从估值角度看，海信电器具备投资价值，电视智能化大趋势下未来业绩也有稳定增长的预期。

海信电器

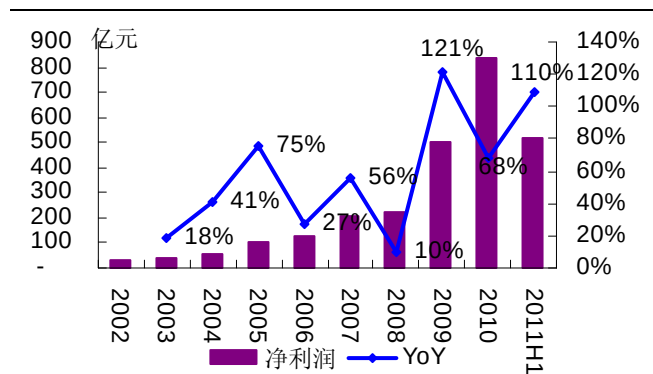
海信电器是国内彩电行业龙头，最近三年业绩屡超市场预期。公司在历次彩电产品升级方向上总能凭借敏锐的市场能力，把握住正确的方向。CRT 电视时代，海信力推平板电视。平板电视时代，海信首先上马液晶模组生产线，当时顶住很多的压力，最终对利润做出重大贡献。2010 年，公司因液晶模组建设节约生产成本 3-4 亿元。2010 年，行业处于互联网电视和 LED 电视选择期，海信准确的判断当年 LED 电视为更好的发展方向，将资源向 LED 电视倾斜。如今海信推出 I'TV 平板电脑，这是一种新的市场开拓，我们给予乐观的期望。

图表 50：海信电器收入



资料来源：公司公告，光大证券研究所

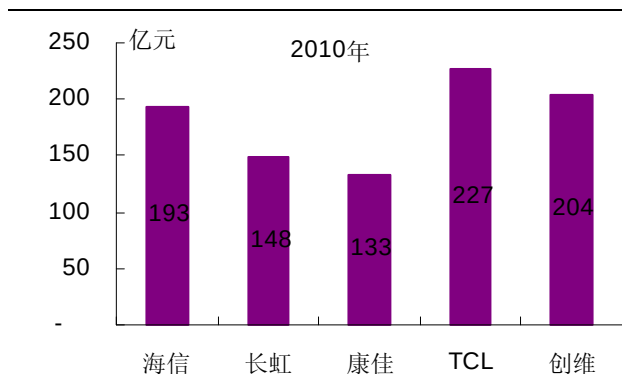
图表 51：海信电器归属母公司净利润



资料来源：公司公告，光大证券研究所

国内市场，创维的彩电收入规模相比海信要略高。2010 年创维（2010.3-2011.4）国内彩电收入 193 亿，海信 176 亿，TCL158 亿。由中怡康统计的城市市场，海信市场份额略高于创维，由奥维咨询统计的城市市场，创维的市场份额略高于海信。

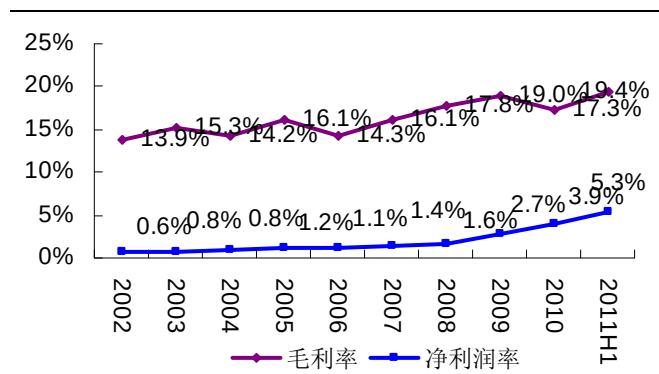
图表 52：2010 年国内彩电企业彩电收入规模



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：其中创维的期间为 2010.4-2011.3 月

图表 53：海信电器毛利率和净利率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

市场对海信的担忧是公司毛利率长期上涨，净利率也长期提升，已经比竞争对手高很多。TCL、长虹、康佳的彩电盈利能力基本处于盈亏平衡之间。海信未来是否能够维持如此高的利润率存在疑问。同时，彩电行业过去过渡价格竞争的印象还很深刻，市场很担忧。我们是这么看问题的：

(1) 当前彩电市场已经进入重复囚徒博弈均衡的均衡状态，发生恶性价格竞争的可能性较小。正由于 TCL、长虹、康佳的彩电盈利能力基本处于盈亏平衡之间，因此不具备发动价格竞争的能力。而外资企业三星、LG、索尼、夏普等企业去年上半年在盈利能力较好的情况下也发动过价格战，但目前这些企业盈利状况并不好，面板价格的下跌使得其面板业务处于亏损状态，也没有能力发动价格战。而且，去年价格竞争结束后，外资企业夺取的市场份额最终又失去了，因此对价格竞争手段的有效性也会持怀疑态度。

(2) 净利率的提高是消费升级和产业链渗透率提高的结果。随着电视功能越来越强大，尤其是当前产品升级速度明显快于过去的 CRT 时代，消费者也愿意付出一定的溢价。其次，过去的 CRT 时代，家电企业基本是组装企业，产业链渗透率很低，但从海信建设液晶模组生产线开始，到现在自制 LED 导光板等核心配件，产业链渗透率已经大大提高，利润率提升是合理的。

图表 54：可比公司一致预期比较(2011 年 9 月 25 日)

公司	货币	市值	股价	PS	EPS					PE				10-13 年
		亿元	元	10A	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	净利润 CAGR	
海信电器	RMB	108	12.4	0.51	0.96	1.29	1.49	1.70	12.9	9.6	8.3	7.3	21%	
TCL	RMB	178	2.1	0.34	0.05	0.11	0.10	0.13	41.2	19.1	20.2	16.2	37%	
四川长虹	RMB	124	2.69	0.24	0.06	0.10	0.11	0.14	42.7	28.0	24.7	19.4	30%	
深康佳 A	RMB	47	3.9	0.30	0.07	-0.13	0.04	0.10	55.7	N/A	108	38	13%	
创维数码	HKD	82	3.15	0.34	0.48	0.36	0.55	0.60	6.6	8.8	5.7	5.2	8%	
三星电子	USD	957	649	0.99	78	83	100	109	8.4	7.9	6.5	6.0	12%	

资料来源：朝阳永续，BLOOMBERG、光大证券研究所

注：我们对海信电器的业绩预期要比市场乐观。市场是在对彩电行业较为悲观的预期下所作的预测。

市场对海信电器 2011-2013 年 EPS 的一致预期为 1.29/1.49/1.70 元，复合增长率为 15%。正如我们前面所言，这是市场基于对彩电行业较为悲观的看法所作出的预期。如果我们的分析正确，那么中国未来的彩电市场增长预期要好于市场预期。从历史看，海信的业绩增长始终高于行业水平，因此复合增长率在 20%以上。同时，从当前情况看，市场对海信 2011 年 EPS1.29 元的预期是偏于保守的。我们预计海信电器 2011-2013 年 EPS 为 1.35/1.62/2.00 元。

2010-2013 年海信预期的净利率 CAGR 低于 TCL 和四川长虹，主要是 TCL 和四川长虹 2010 年盈利能力不佳，同比基数过小导致。此外，TCL 和四川长虹的市销率明显低于海信电器，主要原因是其通过相对控股方式合并大量销售收入。

从估值角度看，海信电器的估值是 A 股板块中最低的。海信电器的估值已经接近国际市场的创维数码和三星电子。如果以我们的业绩预测估值，那么海信电器的估值已经同国际接轨。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
600060	海信电器	869	12.40	18.00	0.96	1.35	1.62	12.9	9.2	7.6	1.90	1.61	1.37	买入	买入
000100	TCL 集团	7924	2.10	2.50	0.05	0.11	0.13	41.2	19.2	16.6	1.73	1.59	1.50	中性	增持

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

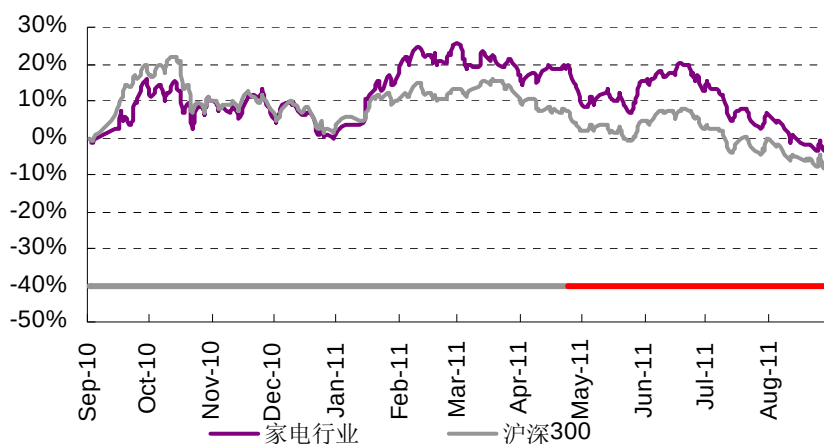
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

投资建议历史表现图

家电行业



日期	评级
2011-05-20	增持
2011-05-31	增持
2011-06-15	增持
2011-07-04	增持
2011-08-01	增持
2011-09-02	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com