

胡铸强

执业证书编号: S0730511010013

021-50588666-8023

Huzq@ccnew.com

研究支持: 贾建虎

主营改善, 华星光电决定投资价值

——TCL 集团 (000100) 分析报告

研究报告-公司分析

增持 (维持)

发布日期: 2011年9月26日

市场数据 (2011年09月23日)

收盘价 (元)	2.10
一年内最高/最低 (元)	6.86/2.05
沪深300 指数	2669.48
市净率 (倍)	1.64
流通市值 (亿元)	166.41

基础数据 (2011年06月30日)

每股净资产 (元)	1.28
每股经营现金流 (元)	0.07
毛利率 (%)	15.08
净资产收益率 (%)	4.97
资产负债率 (%)	69.52
总股本/流通股 (万股)	847,622/563,966
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300 指数走势



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

报告关键要素:

进入2011年以来, 公司通讯业务与多媒体业务盈利能力持续改善。未来, 公司液晶面板项目良品率与开工率若能持续提升并达到合理水平, 公司有望迎来业绩拐点。

投资要点:

- TCL 集团是国内最大的、全球性规模经营的消费类电子企业集团之一, 已形成多媒体、通讯、家电和华星光电为核心的四大产业集团, 以及房地产、投资业务群、泰科立电子、新兴业务群、系统科技业务群和主营笔记本分销的翰林汇信息产业股份有限公司。
- 2010年, 公司手机业务在海外市场取得巨大成功, 营业收入增幅100%, 净利润增长了近30倍。2011年, 公司将发力低端智能手机市场, 公司在智能手机市场的渗透率与盈利能力将决定公司未来手机业务的增长潜力。
- 2010年, 由于产品策略失误, 公司多媒体业务被迫清理LCD-CCFL背光电视库存, 导致当年出现巨额亏损。2011年, 高端产品占比与销售同比增速明显改善, 预计公司多媒体盈利能力将恢复到2009年水平。由于公司多媒体业务盈利能力与业内主要竞争对手差距较大, 未来多媒体业务利润率改善值得关注。
- 2011年8月, 公司投资超过240亿元的液晶面板项目已投产, 一方面液晶面板自产有助于降低成本, 摆脱对面板企业的依赖, 使面板库存更加合理, 减少价格波动带来的风险; 另一方面, 项目盈利能力与产品良率与开工率高度相关, 若良率与开工率不能达标, 项目存在亏损可能。因此, 该项目产能爬坡期长短将对公司盈利造成重大影响。
- 预计2011年、2012年的每股收益分别为0.11元与0.15元, 对应的市盈率分别为19.27与13.80倍, 维持公司“增持”评级。

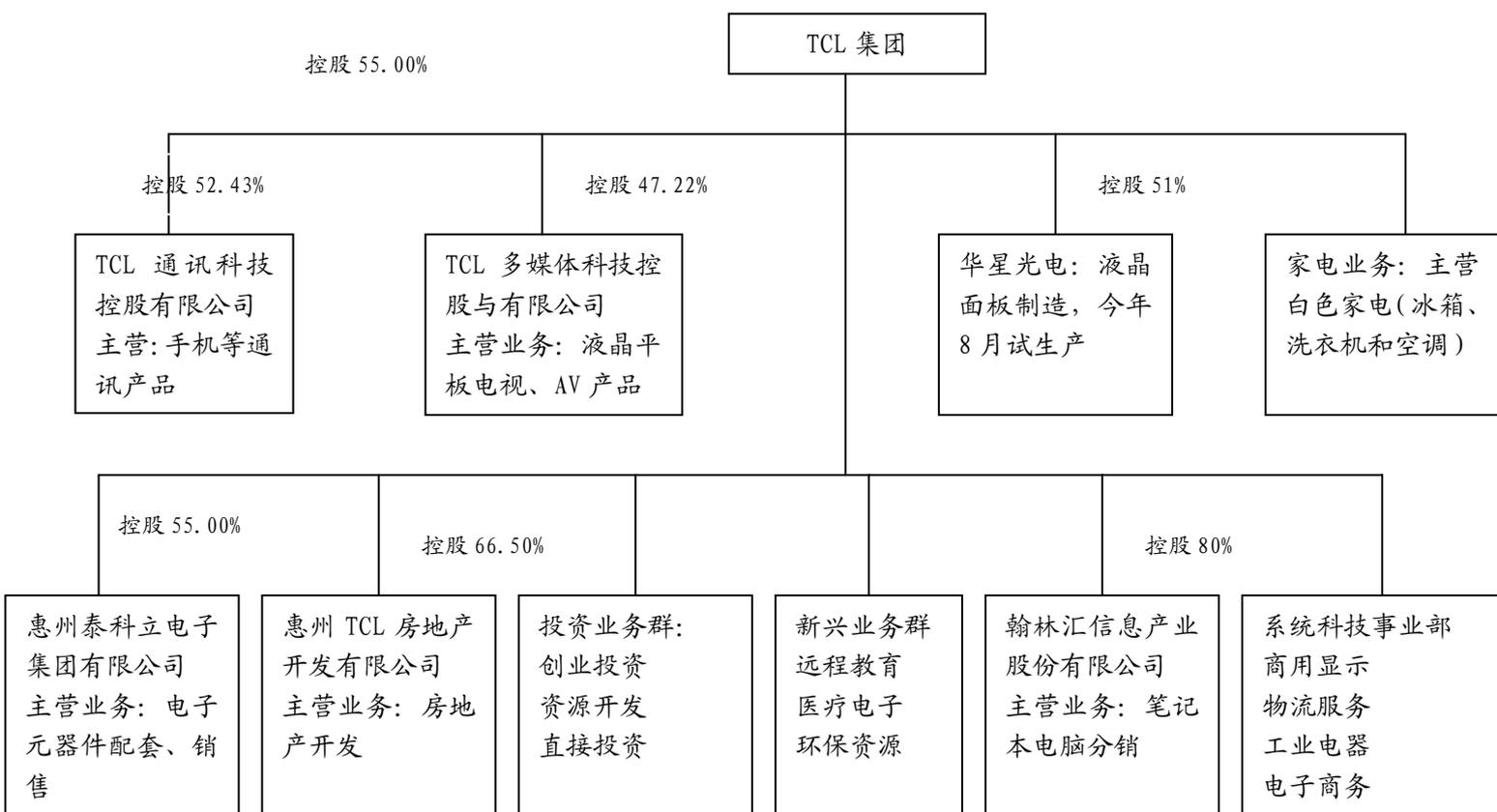
	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	442.95	518.70	587.95	779.81
增长比率 (%)	15.29%	17.10%	13.35%	32.63%
净利润 (亿元)	4.70	4.33	9.24	12.90
增长比率 (%)	-6.19%	-7.98%	113.52%	39.65%
每股收益 (元)	0.17	0.12	0.11	0.15
市盈率 (倍)	12.60	16.89	19.27	13.80

1. 改善中的消费电子龙头

TCL集团是国内最大、全球性规模经营的消费类电子企业集团之一，旗下拥有两家港股上市公司及多家非上市公司，形成多媒体、通讯、家电和华星光电为核心的四大产业集团，以及房地产、投资业务群、泰科立电子、包含远程教育、电子医疗和环保资源在内的新兴业务群、包含商用显示、物流服务、工业电器和电子商务在内的系统科技业务群和主营笔记本分销的翰林汇信息产业股份有限公司。

前期公司海外扩张遭遇挫折，近两年经过积极调整，公司各项主营业务盈利能力日渐恢复：2010年公司手机业务进步神速，销量增速超过100%；2011年8月投资超过百亿元的液晶面板生产线投产，使公司成为国内首家将产业链延伸到液晶面板领域的电子消费品制造商；前期开始布局的上市前股权投资也将在未来成为公司新的利润贡献者。

图1：公司主要控股公司结构图



资料来源：中原证券、公司公告

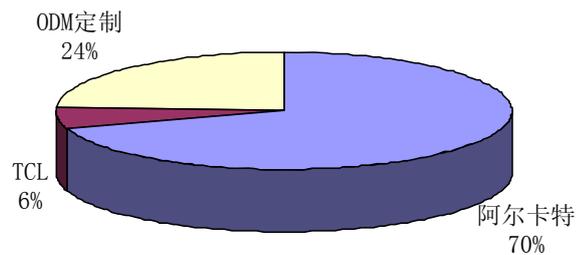
2、手机通讯业务高歌猛进

2.1 2010年手机业务取得突破

2.1.1 传承阿尔卡特，功能性手机是立足之本

公司手机业务主要生产中、低端手机，前期产品以功能性手机为主，2011年起，公司将逐步推出基于Android操作系统的中低端智能手机。公司手机业务实施双品牌战略，阿尔卡特与TCL品牌分别针对海外与国内市场。公司继承了阿尔卡特品牌与全球主要运营商之间良好的客户关系与广泛的品牌基础，现阶段阿尔卡特品牌运作更为成功。此外，公司还提供ODM产品定制服务。2010年，阿尔卡特、TCL和ODM定制分别共享了手机业务营业收入的70%、6%和24%。

图2：2010年各品牌对手机业务主营业务收入的贡献



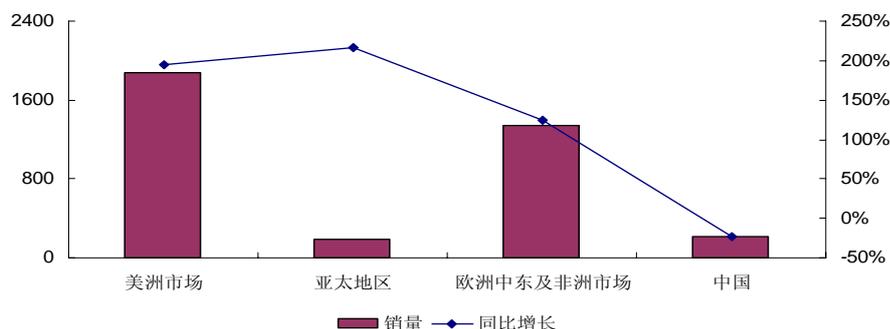
资料来源：中原证券、相关公司资料

2.1.2 海外市场推动2010年手机业务爆发式增长

2010年，公司手机业务取得巨大突破，当年公司实现手机销量3620万台，同比增幅高达125%；其中海外市场是公司取得突破最主要的推动力。2010年公司在美洲市场、亚太市场和欧洲及中东、非洲市场分别实现手机销售1880万台、190万台和1340万台，同比增速分别达到194%、217%和124%。完全抵消了中国市场-23%负增长的负面影响。2010年公司手机业务盈利同比增长超过30倍。

图3: : 2010年手机分区域销量情况

单位: 万台



资料来源: 中原证券、相关上市公司公告

2.1.3 严格品管与成本控制是核心竞争力

与国内手机批发零售市场不同, 海外业务以东欧、中东、非洲、拉美和亚太等发展中国家与地区为发展重点, 通过与各大运营商合作, 推广产品, 开拓市场。与普通消费者不同, 运营商采购通常会弱化中低端手机产品的品牌效应, 而更青睐公司物美价廉的产品特质。

近年来, 受手机市场均价走低影响, 公司销售均价也逐年下调以保证市场竞争力。同时公司通过有效的成本控制与不间断的产品差异化策略, 减少均价下降对毛利率的负面影响, 甚至使毛利率水平稳中有升。

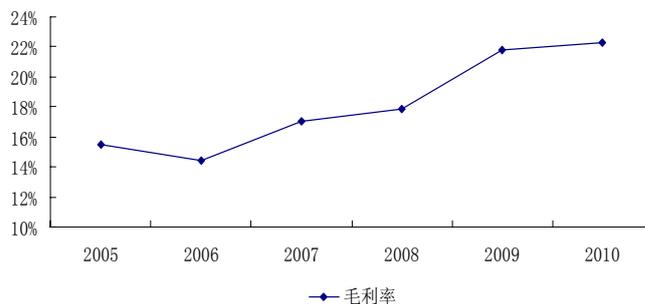
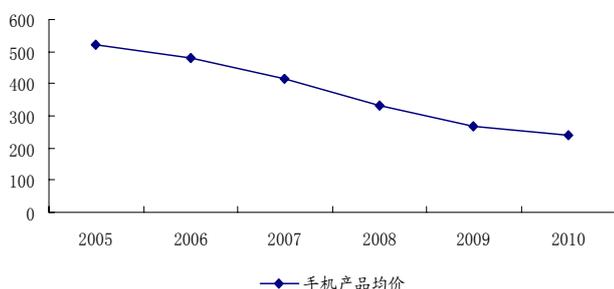
有效的成本控制并未以牺牲品质为前提, 公司所有手机产品(包括阿尔卡特与TCL)已全部沿用原阿尔卡特手机公司的质量控制标准, 使产品品质更有保证。

图4: 近年公司手机均价变动趋势

单位: 港元

图5: 公司手机业务毛利率变动趋势

单位: %



资料来源: 中原证券、相关公司资料

资料来源: 中原证券、相关公司资料

2.1.4 规模效应释放, 业绩大幅增长

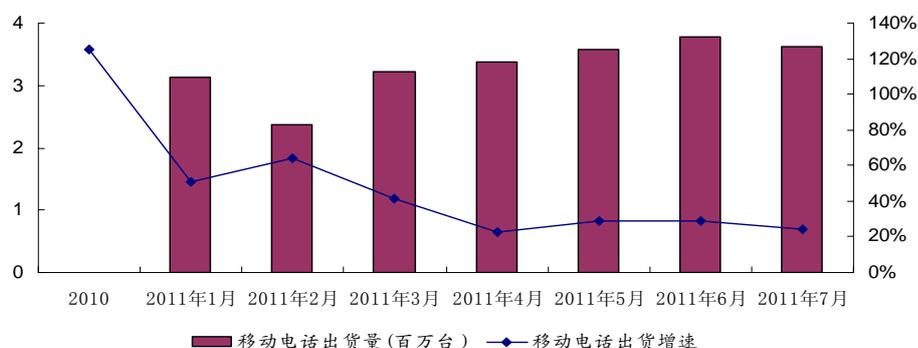
2010年公司通讯业务营业收入大幅增长导致公司规模效应显现。TCL通讯年报显示: 尽管通讯业务2010年研发费用大幅增长44.54%, 管理费用增加28.19%, 但在营业收入增长100%的背景下, 净利润是2009年的30倍, 达到7.89

亿港元。

2.2 2011年：手机业务继续保持高增长，产能即将遭遇瓶颈

2011年上半年，公司手机业务实现销售1950万台，相对于基数较高的2010年仍旧保持了37%的同比增速。TCL通讯公司半年报也显示，上半年通讯公司实现营业收入46亿港元，同比增长33%，实现净利润3.91亿港元，同比增长56%，净利润率也提升1.3个百分点至8.5%。通讯公司产能利用率已接近饱和，公司预计全年出货量将达到5000万台，已接近公司目前产能极限。公司已将产能拓展提上议事日程，以保证2012年以后的增长。公司计划第一期扩产后能形成每年1.3亿台的产能。

图6: 2011年手机出货依旧保持较高增速



资料来源：中原证券、公司公告

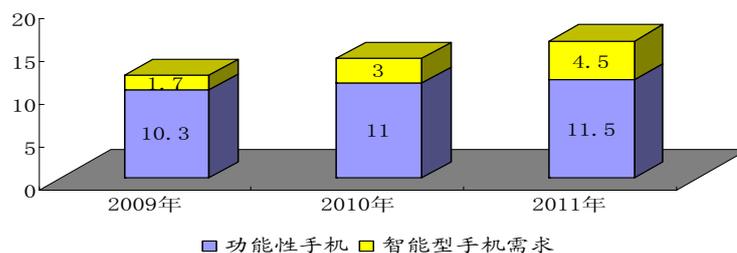
2.3 2011年智能手机是看点

2.3.1 智能手机驱动2011年市场增长

据IDC统计2011年Q1全球手机销售3.72亿部，同比增长20%，其中智能手机出货约9960万部，同比增速达到80%，预计2011年全年手机出货达到16亿部，同比增长14%，而智能手机去年出货将达到4.5亿部，同比增长达到49%，而全球功能性手机（非智能手机）增幅仅为5%左右。

图7: 全球功能性手机及智能手机出货量预测

单位：亿台

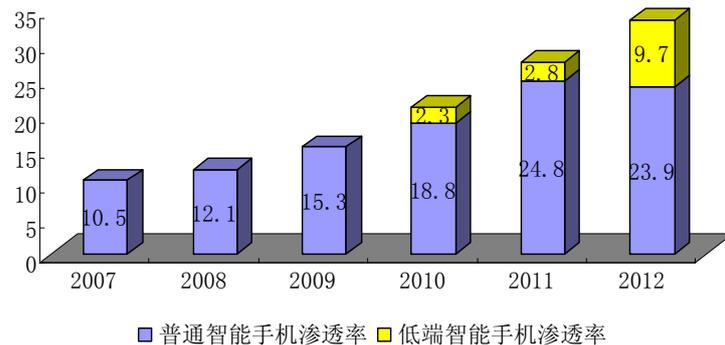


资料来源：中原证券、IDC

智能手机需求较快增长的同时，中低端智能手机渗透率也有望快速提高。台湾拓璞产业研究机构认为2011年起，智能手机需求增量主要集中在新兴市场与中低端手机市场。芯片制造商已推出适合智能手机应用的廉价芯片，Android操作系统已经免去手机制造商的使用许可费，使低端智能手机在具备价格竞争力的同时兼具盈利能力。

图8：中低端智能手机市场渗透率预测

单位：%



资料来源：中原证券、台湾拓璞企业研究

2.3.2 雄心勃勃转战中低端智能手机市场

公司长期关注智能手机市场的机会，并将在中低端智能手机市场继续秉承成本领先战略，以分享该市场快速成长的机会。为此公司在上海、成都等地建立了研发中心。在宁波，公司收购了萨基姆移动电话研发有限公司（Sagem），以充实公司在智能手机领域的研发能力。

公司2010年即已推出了一款智能手机，今年一季度，公司在欧洲与国内市场分别又推出了3款与1款智能手机，其中最高端的OT-990是一款拥有金属外壳和3.5寸触摸屏。

图9：公司已推出智能手机产品

Brand	Alcatel	Alcatel	Alcatel	TCL	Alcatel
Model	OT-990	OT-910	OT-890	A906	Tab
Photo					
Wireless	WCDMA/GSM	WCDMA/GSM	GSM/EDGE	HSPA/GSM	HSPA/GSM
Screen size (inch)	3.5	2.8	3.5	2.8	7.0
Touch screen	Capacitive	Capacitive	Resistive	Resistive	Capacitive
OS	Android 2.2	Android 2.2	Android 2.1	Android 2.2	Android 2.2
Camera (M pixels)	5.0	5.0	2.0	2.0	3.0
Customer	Global model	Global model	Global model	China Unicom	Global model

资料来源：中原证券、公司资料

2.3.3 智能机盈利能力有待观察

智能手机均价远高于普通的功能性手机。智能手机相对于普通手机成本增加主要包括制造成本与软件研发成本，制造成本增量主要包括更高频处理芯片、更大容量存储卡与更大触摸屏成本增量，该部分成本增量远低于智能手机与普通功能性手机价差。软件成本主要包括制造商开发、改进软件平台与研发功能性应用软件的成本，由于软件的可复制性，该部分成本可被出货量摊薄。

由于公司智能手机正处于市场开拓期，预计均价将低于行业平均水平，由于销量有限，对研发成本的分摊作用也较为有限，处于市场导入期的智能手机盈利能力尚有待观察。

2.3.4 智能手机市场推广意义重大

今年是公司智能手机正式上市推广元年，公司计划在下半年再推出15款智能手机新品，期望年内能在维持功能性手机增长的基础上，实现智能手机销售300-500万台，占比达到手机出货量的6%-10%。

尽管公司在中低端手机市场雄心勃勃，推出的5款新品也已被包括中国联通与中国移动在内的运营商选中。但该市场上也面临中兴、华为等通讯龙头企业的竞争，公司产品在中低端智能手机市场上的成长性与盈利能力还有待进一步跟踪观察。

2011年，公司在智能手机市场的表现不仅将影响到公司手机业务2011年的成长性，更将奠定公司在快速成长的中低端智能手机市场的竞争地位，对公司手机业务未来的发展意义重大。

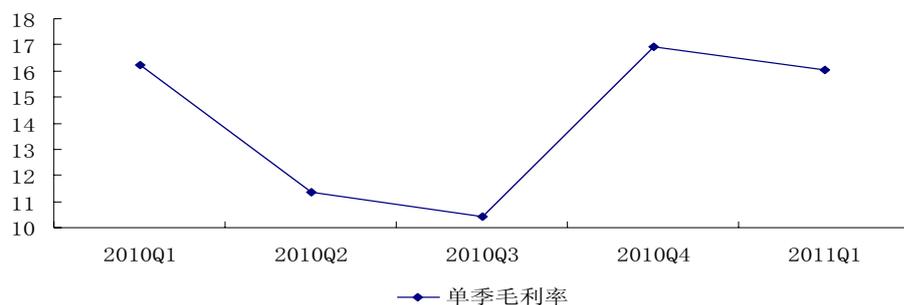
3、多媒体业务改善明显

3.1 产品转型稍慢拖累2010年财务表现

公司多媒体业务主要包括液晶电视与蓝光DVD产品生产与销售，2010年是公司多媒体业务较为“杯具”的一年，由于未能准确判断LED电视加速渗透的机遇，公司不得不在2010年2、3季度打折消化滞销的LCD-CCFL背光电视。TCL多媒体财报显示，此次库存消化直接导致TCL多媒体公司2010年毛利率下滑2个百分点至14%，销售费用激增4个百分点，全年出现近9.83亿港元的亏损。

图10: 2010年公司多媒体业务毛利率大幅波动

单位: %



资料来源: 中原证券、TCL多媒体公告

3.2 2011年多媒体业务有所改善

3.2.1 2011年盈利能力有望恢复到2009年水平

面对困境,公司果断更换多媒体业务的CEO。2010年四季度起,TCL多媒体业务出现改善迹象,公司毛利率恢复到16.94%,净利润率也从第三季度的-9.59%上升到0.10%。截止2011年上半年,TCL多媒体毛利率也稳定在16%以上。预计公司2011年多媒体业务的盈利能力有望恢复到2009年的水平,但由于2012年公司面板项目将释放产能,2011年公司多媒体业务可能实施“规模优先”战略。

3.2.2 2011年Q1: 逆势增长,营收改善趋势良好

进入2011年后,国内LCD电视出货量出现明显放缓趋势,但公司液晶电视出货却呈现出逆势增长的可喜局面。今年前7个月,公司LCD出货同比增速达到31.89%,超过行业平均增速近25个百分点。6月至8月公司LCD出货同比增速更是逆势上升至80%以上,除国内业务维持30%-40%的恢复性增长外,海外新兴市场高增长是公司LCD业务高增长最主要原因。前期并不成功的国际化进程中积累的经验可能成为公司拓展新兴市场重要资产,并帮组公司获得相对于国内同行的竞争优势。

公司液晶电视实现出货高增长的同时产品结构亦获得持续改善。LED、3D电视等高端产品占比不断提高,全年LED渗透率有望达到40%。今年,公司多媒体业务营收出现大幅增长应是大概率事件,其中四季度该业务成长性值得关注。

图11: 公司与国内行业LCD电视出货同比增速比较

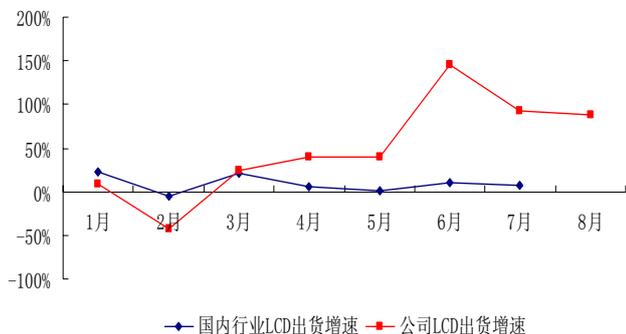
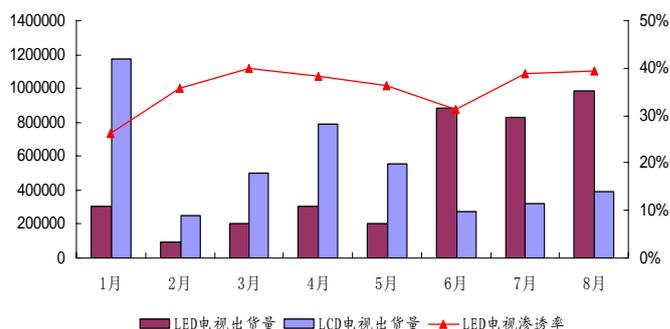


图12: 公司LED渗透率变动情况

单位: 万台



资料来源: 中原证券、产业在线、相关公司资料

资料来源: 相关公司公告

3.2.3 多媒体业务盈利能力改善空间巨大

公司多媒体业务盈利能力长期低于行业平均水平,公司多媒体子公司营业收入与产品定位与主要竞争对手处于同一水平,但毛利率水平远低于业务规模相似的对对手,而销售费用与管理费用占比也较竞争对手高,全球化经营或为推高销售成本的原因之一,但公司应仍有大幅改善余地。

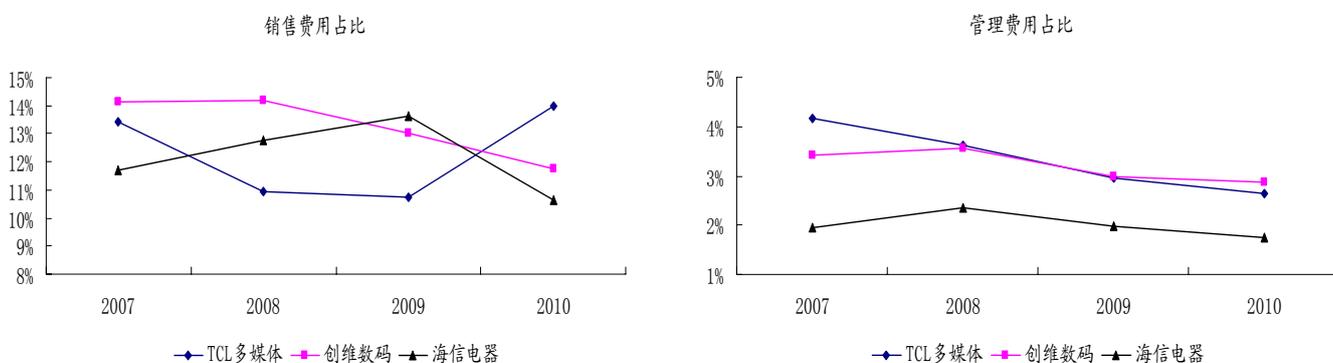
公司管理层已认识到与竞争对手的差距,已通过一些列的流程再造,设立KPI,以提高运营效率、降低运营成本,提高企业盈利能力。但公司此举是否能奏效,还有待进一步观察。

表1: 业内公司盈利能力对比

公司	员工人数		销售规模		毛利率		净利率	
	2010	2010	2010	2011Q1	2010	2011Q1	2010	2011Q1
海信	1.3 万人	213 亿人民币	50 亿人民币		17.34%	21.39%	3.95%	5.40%
创维	2.2 万人	228 亿港元			21.40%		5.49%	
TCL	2.7 万人	269 亿港元	65 亿港元		13.97%	16.02%	-3.24%	0.52%

资料来源: 中原证券, 上市公司公告

图13: 国内液晶电视企业销售费用与管理费用占比情况



资料来源: 中原证券、公司年报

备注: 1、创维财务年度为4月1日-次年3月31日

2、TCL多媒体管理管理费用未包括研发投入,其他二公司包括研发投入

3.3 多媒体业务展望

由于2010年业绩不理想，集团对多媒体业务2011年的表现预期不高，仅要求实现盈亏平衡。我们认为，2012年面板与LED封装产能将释放，2011年公司将尽可能提高LCD、LED产品市场占有率。现阶段，液晶电视出货增速将显得尤为重要。2011年，若公司不出现2010年Q2、Q3类似问题，多媒体业务有望实现微利。

4、产业链前端整合：机遇与风险共存

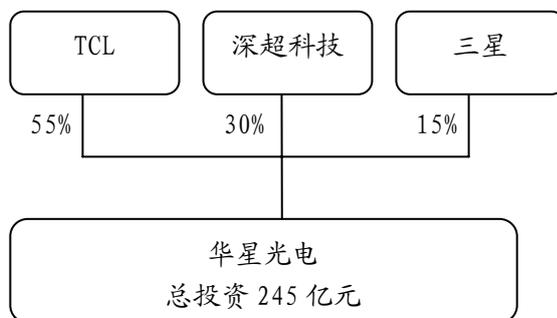
4.1 公司积极布局产业链上游，液晶面板是大手笔

公司积极布局上游核心配件产业，包括LED背光模组、一体化模组等。2009年公司与深超科技合资成立了华星光电，生产8.5代液晶面板。

华星光电8.5代液晶面板生产线拟投资245亿元，规划产能为每月10万片。规划生产的主要产品为26英寸至32英寸（占比50%）、46英寸（占比35%）以及55英寸（占比15%）液晶电视模组，年产液晶电视模组约1,400万块，公司期望爬坡期后该项目的良品率能接近友达光电的水平。

公司前期的项目可行性报告中预测该项目年均净利润为14.83亿元，平均销售利润率为8.79%，总投资利润率为6.23%；项目税前内部收益率为11.42%，项目税后内部收益率9.82%；静态投资回收期为8.15年。

图14：华星光电股权结构



资料来源：中原证券研究所

4.2 高世代面板生产线是行业发展方向

电视和显示器是液晶面板使用最多的细分市场，2010年销售量占比分别为33%和30%。液晶电视和显示器的尺寸在逐年增加，目前液晶电视的主流尺寸在32-46英寸。针对大尺寸液晶面板，高世代生产线具有更高的经济效益。

图15: 大尺寸TFT液晶面板的市场需求和增长率

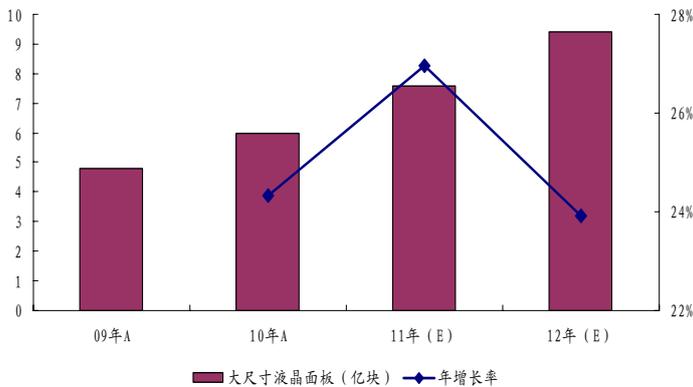
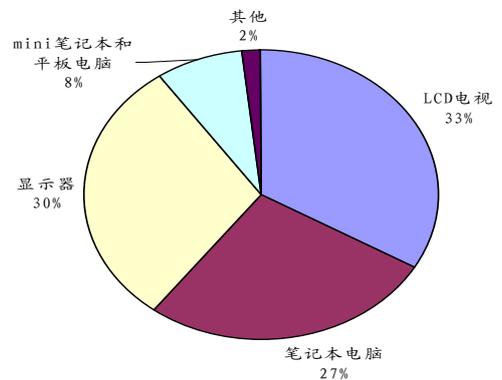


图16: 10年大尺寸液晶面板的细分市场



资料来源: 中原证券、DisplaySearch

资料来源: 中原证券、DisplaySearch

表2: 各世代线切割大尺寸面板能力

尺寸 (16:9)	G6 1500 × 1850	G7 1870 × 2200	G7.5 1950 × 2250	G8 2160 × 2460	G8.5 2200 × 2500
26.0"	12	15	18	24	24
32.0"	8	12	12	15	18
37.0"	6	8	8	12	12
40.0"	4	8	8	8	8
42.0"	3	6	8	8	8
46.0"	3	6	6	8	8
47.0"	3	6	6	6	8
55.0"	2	3	3	3	6
57.0"	2	3	3	3	3
65.0"	2	2	2	2	3

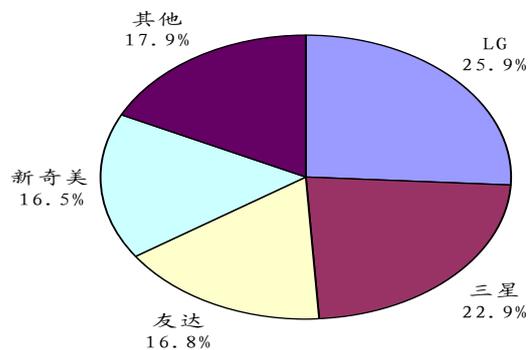
资料来源: 中原证券

4.3 自产液晶面板能够打破封锁、降低成本

2010年前, 我国的液晶面板生产线以2.5代线、4.5代线和5代线为主, 主要生产中小尺寸液晶面板, 应用领域主要为电子产品的屏幕和笔记本电脑屏幕。

液晶面板在电视成本中占比超过70%, 大尺寸面板产能被韩国、台湾企业寡头控制, 压缩了下游彩电企业的利润空间。面板价格波动大, 给液晶电视企业的盈利能力带来强周期波动。自产液晶面板能够降低成本, 摆脱对面板企业的依赖, 使面板库存更加合理, 减少价格波动带来的风险。

图 17: 2010年主要液晶面板企业的产能占比

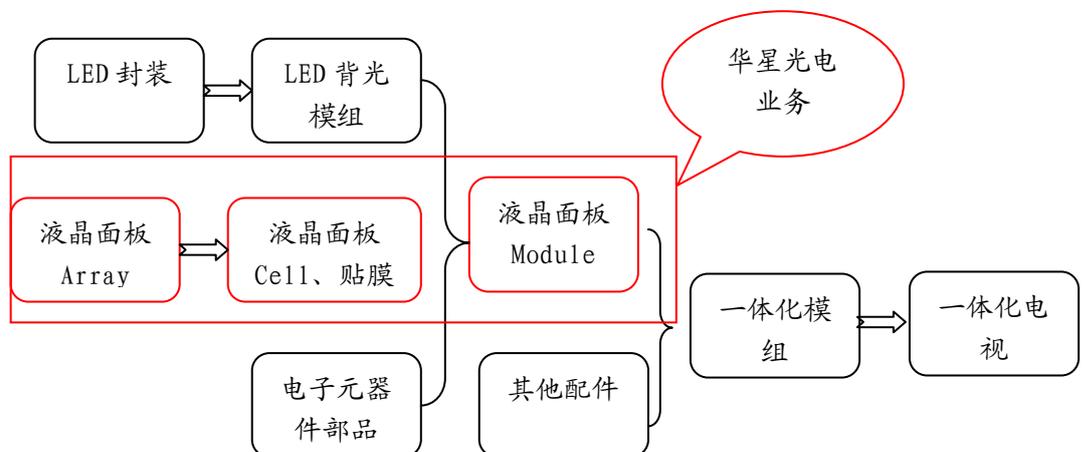


来源: 中原证券研究所、DisplaySearch

4.4 液晶面板业务将盘活整个上游布局

华星光电8.5代线负责从array到cell再到module的全部工序。在模组工序中将使用公司自产的LED背光模组和电子元器件部品, 使整个产业链融为一体, 从而提高营运效率和周转速度。

图18: 华星光电业务是公司液晶电视上游产业链的延伸



资料来源: 中原证券

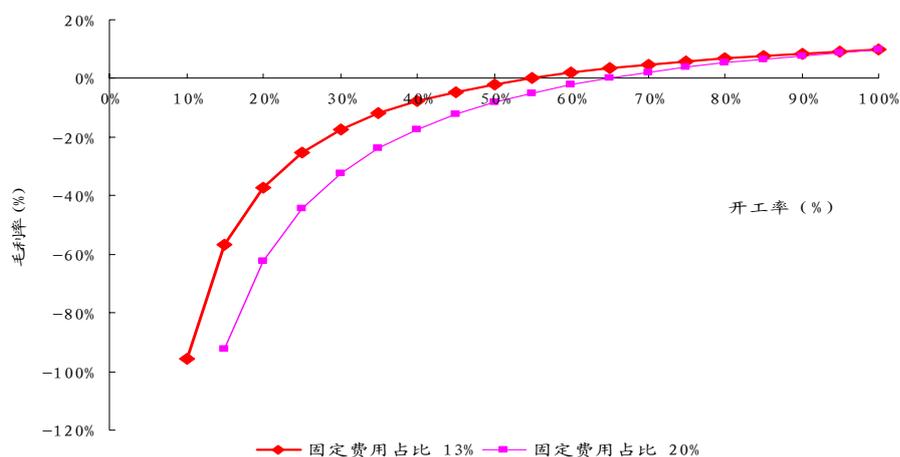
4.5 投产后风险与机遇并存

华星项目对公司液晶电视产业意义重大, 但其巨额投资与技术更新快的特性使该项目财务风险巨大。该项目245亿元投资主要包括建筑与设备投资, 建筑的折旧期为20-50年, 面板设备折旧期通常为7-8年, 以此推测, 华星项目投产后每年的折旧将超过20亿元, 若液晶面板的产能利用率或良品率不能达标, 该项目可能出现较大亏损。

良品率提高依赖公司团队的技术与管理能力, 而产能利用率的前提是良品率达标与下游出货通路顺畅。由于面板项目投产后折旧等刚性固定支出在

成本结构中占比较大，产能利用率将直接影响到该业务的毛利率水平。若以公司披露的项目可行性研究报告中披露的理想状态下(各种尺寸良品率90%以上，产能利用率90%以上)面板项目毛利率为8.8%，该项目产能利用率与毛利率服从如图14分布。

图19: 公司面板项目产能利用率与毛利率关系分布



资料来源: 中原证券

4.6 公司液晶面板项目具有技术和配套上的保障

技术与管理团队是项目产能利用率与良品率的保障,故公司引进强大的技术与管理团队。液晶面板生产对设计、工艺和生产管理都有很高要求。公司的技术人员以台湾团队为主体,日本、韩国和国内团队为辅,并积极培训组建第二技术梯队。公司将新奇美液晶面板事业处处长陈立宜等技术管理核心人才招揽旗下,并在台湾招募了超过100人的技术团队。公司期望项目满产后产能利用率与良品率能达到友达光电的水平,但投产后实际情况还需要进一步观察。

4.7 下游需求稳定, 面板项目盈利能力谨慎乐观

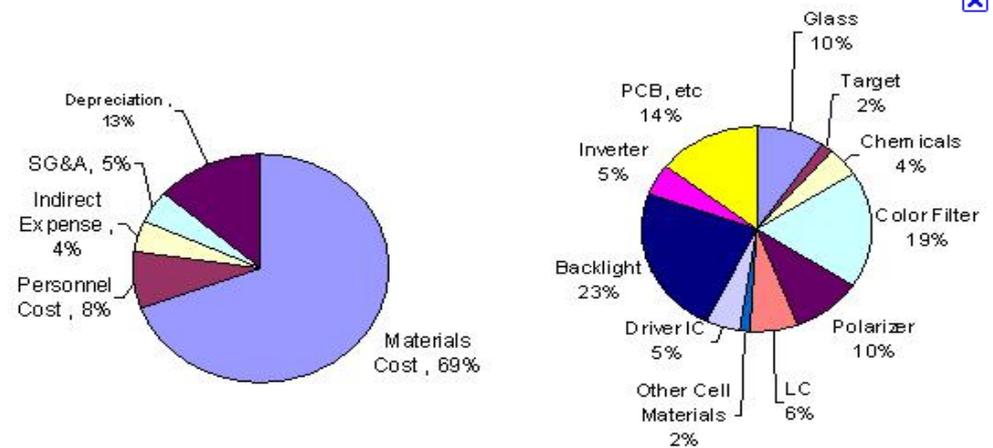
液晶面板的制造成本主要来源于各种原材料和折旧。根据DisplaySearch的数据,在产能利用率充分和良率大于90%的情况下,折旧费用在成本中占比为13%,而原材料占比为69%。制造液晶面板的配件和原材料包括背光源、彩色滤光片、偏光片、玻璃基板、电路板和驱动IC及其他材料。其中背光源在原材料中占比最高,为23%;其次是彩色滤光片,占比为19%;玻璃基板和偏光片占比各约10%。

面板属于强周期产品,在5-7年的价格周期内,面板市场价格波动极大。而上游原材料价格与下游液晶电视价格相对稳定,这也导致面板企业盈利波动极大,因此拥有下游液晶电视生产与销售通路的三星电子TFT-LCD业务盈利能力波动要远小于未整合下游产业链的友达光电(图21)。而规模逊于友达光电的其他未整合下游产业链的TFT-LCD生产企业,不景气年景亏损更是触目惊心。

由于公司已经拥有国内较强的液晶电视出货能力,预计面板项目满产

后，公司液晶电视业务能消化50%以上面板产能(图22)，该自用比例与三星电子比较接近。因此对面板项目的产能利用率与平滑面板项目盈利波动均有较大帮助，因此我们对面板项目盈利能力谨慎乐观。

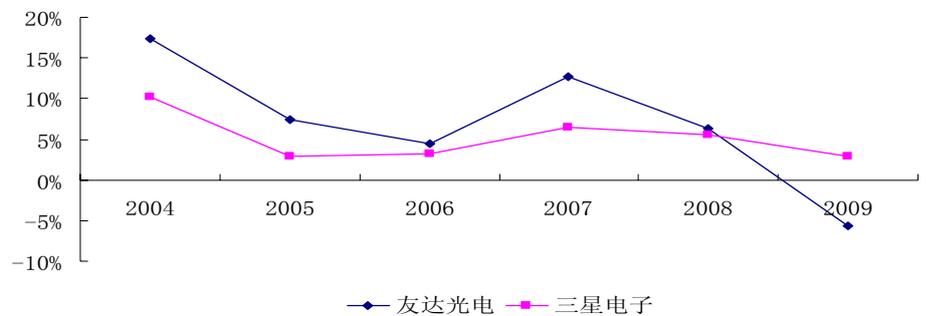
图20: 32寸LCD成本构成



资料来源: DisplaySearch Quarterly TFT LCD Cost Forecast Report

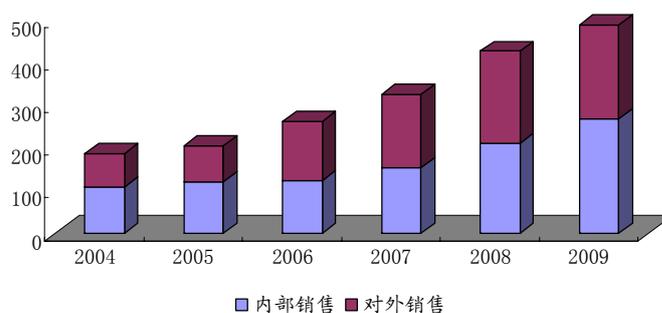
资料来源: Displaysearch、中原证券

图21: 整合下游液晶电视产业链的三星电子盈利波动小于友达光电



资料来源: 中原证券、相关上市公司年报

图22: 三星内部销售比例也接近50%



资料来源: 中原证券、公司年报

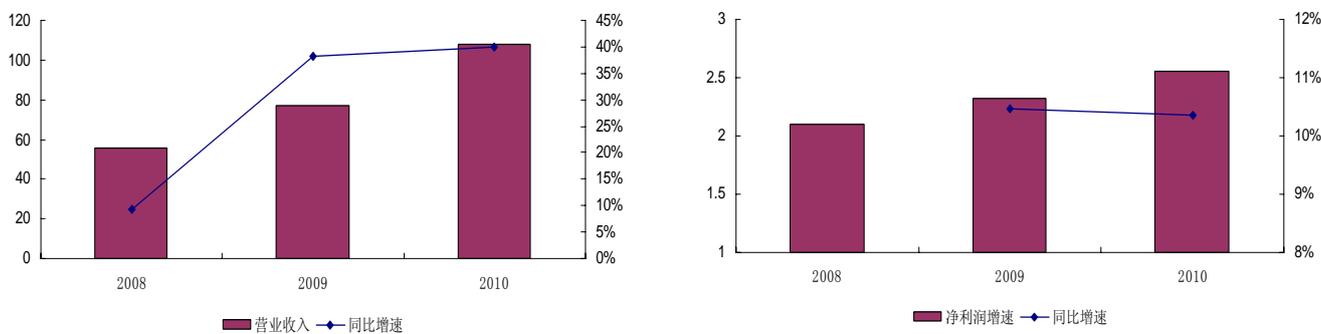
5、翰林汇：现金奶牛

控股80%的翰林汇信息产业股份公司主营业务为笔记本电脑与数码播放器等数码产品分销。其已建立了以信息化为依托，以物流、资金流、信息流协调统一为基础的数码产品分销体系，在IT分销百强排名列第五位。该业务毛利率水平在4-5%，净利率水平在2-2.5%。2008-2010年翰林汇净利润分别为2.1亿元、2.32亿元、2.56亿元，保持稳定增长。

翰林汇业务成熟，现阶段在集团内扮演着现金奶牛的角色。未来该业务有望受益于国内电子消费品市场快速增长。若TCL通讯将产品拓展至平板电脑等数码产品，翰林汇将能提供强悍的通路支持，但也有可能引致现有供应商的反弹。

图23：翰林汇业务营业收入及净利润状况

单位：亿元



资料来源：中原证券、公司资料

6、房地产业务：以实业为依托

公司房地产业务主要依赖于公司实业平台，其土地开发成本相对较低，但也因此一定程度上受制于公司实业平台，其地产项目主要集中于惠州、深圳等公司产业集群聚集地，如目前在售的深圳国际E城、惠州TCL康城、TCL香榭园等。

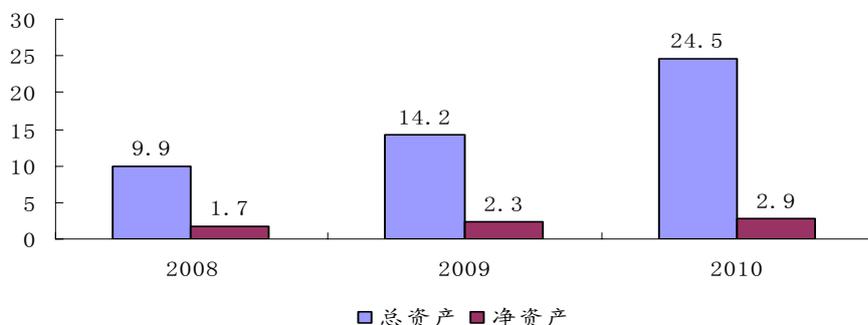
近期公司与武汉市东西湖区人民政府签署的战略合作框架协议较好的诠释了公司商业房地产业务发展的模式。该战略协议内容包括公司拟以东西湖区为中部总部基地，逐步建立中部销售物流中心与品牌推广基地，逐步建立产业集群。“十二五”期末，公司产业集群在东西湖区的年产值力争达到300亿元。而东西湖区政府将对TCL家电产业给予全力支持，并提供土地、税收等方面的优惠政策。

具体合作项目还包括：公司计划于2011-2012年再投入3-5亿元扩大TCL空调武汉基地的产能，计划形成年产空调350万套的能力；并建立研产销一体化体系的TCL冰洗武汉基地项目，规划用地约700亩；公司还拟组织建设TCL家电产业武汉配套工业园，规划用地约600-800亩。除上述工业用地外，公司还将在金银湖区域购地1160亩打造TCL国际E城，**打造集高端科技研发、商务办公、休闲娱乐与低碳居住为一体的生态智慧新城**，吸引TCL研发部门以及上下游约300家企业进驻。

公司房地产业务明显有别于通常意义的房地产公司开发模式，该业务虽不能成长为公司主营，但仍获得了良好的投资回报率。由于房地产业务的特

殊性，该项业务对公司盈利平滑作用明显。

图24：近房地产公司总资产与净资产状况



资料来源：公司公开资料

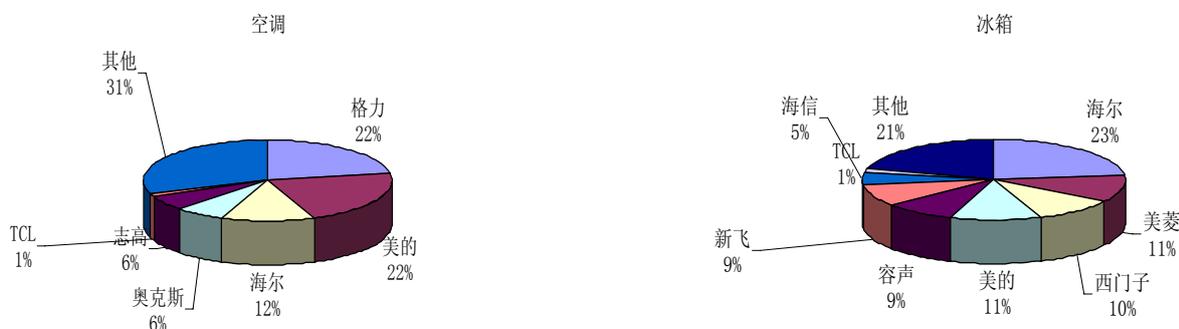
7、白色家电业务：销售平台整合是看点

公司白电业务产品包括冰箱、洗衣机与空调，但规模并不大，2010年销售规模约44亿元。白色家电行业三强鼎立的格局基本形成，公司白电业务处于白色家电行业第二集团，短期内白电业务难有较大突破。

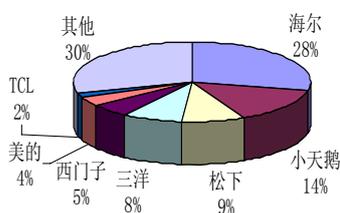
白电业务未来看点在于与多媒体业务销售终端的整合。白色家电与黑色家电渠道同质性较强，公司也是为数不多产品线同时覆盖白电与黑电的家电集团。由于多媒体主要产品液晶电视机的销售淡季恰是冰箱、空调的销售旺季，终端销售网点的整合首先将有助于提高销售团队管理效率，进而为未来降低销售费用率打下良好的基础；其次将有组于提高专卖店特别是农村销售网点的商场平效，进而为公司三四级市场专卖店渠道下沉提供便利。

公司已在评估销售终端整合的可能性并已做了一些有益的尝试，我们期待公司在渠道整合上能有所突破。

图25：公司主要白电产品属于市场第二集团



洗衣机



资料来源：中原证券、中怡康

8、投资业务：兼具资产管理与新兴产业布局职能

公司投资业务兼具新兴产业布局与资产管理职能，业务模式包括自有资金直投与发行基金产品募集资金投资二种方式，募集资金投资的主要资金来源为地方政府的产业基金。截止2011年5月，公司旗下共组建5支基金，基金规模超过11亿元，累计投资项目超过17个，其中通源石油项目已成功上市。投资行业涵盖新材料、能源、能源设备、电子、传媒与第三方支付等。

与基金投资管理公司主要依赖管理收费与投资回报盈利模式不同，公司直投项目或部分体现公司新业务布局思路。公司在资源项目上的动向值得关注。

表3：公司或控股子公司直投项目汇总

TCL 集团直接投资项目	主营业务
新疆能源公司	新疆申请勘探许可证
敦泰科技项目	电容式触控芯片与 LCD 驱动芯片制造
亚太石油	石油勘探
山西联合镁业有限公司	镁及镁合金生产
煤炭勘探公司，公司名待定	煤炭勘探

资料来源：公司公告

表4：产业基金投资项目汇总

创投公司参与投资与管理的基金投资项目	主营业务
通源石油	油田增产技术、产品推广与作业服务
海润影视	电视剧拍摄
易宝支付	电子支付应用和服务提供商
百视通	全球用户规模最大的 IPTV 运营商
盛业光电	LED 封装
添利百勤	油田服务

资料来源：公司公告

9、盈利预测与估值

2011年,公司各项业务改善明显,最核心的多媒体业务与通讯业务盈利能力均有所改善。2011年8月公司面板项目将投产,2012年将处于产能爬坡期,该项目将对2012年盈利产生重大影响,假设公司面板项目在2012年6月达到理想状态(良品率达到90%以上,产能利用率达到90%以上),预计2011年、2012年的每股收益分别为0.11元与0.15元,对应的市盈率分别为19.27与13.80倍,估值在板块中优势并不明显,但考虑随着液晶面板投产,公司或有机会迎来业绩拐点,但这种可能性同时具有高度不确定性,维持公司“增持”评级。

表5: 公司盈利预测

资产负债表	(亿元)				利润表	(亿元)			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	445.26	471.96	512.57	513.73	营业收入	518.70	587.95	779.81	930.87
现金	259.46	264.58	233.94	186.17	营业成本	445.35	496.60	662.32	777.44
交易性金融资产	4.10	0.00	0.00	0.00	营业税费	1.21	0.88	1.17	1.40
应收票据	25.67	17.64	23.39	27.93	销售费用	51.01	49.98	62.39	70.75
应收款项	71.00	86.58	122.24	145.91	管理费用	21.61	22.93	27.29	32.58
存货	76.89	89.38	119.20	139.92	财务费用	0.33	-0.57	-0.02	-0.35
其他	8.13	13.79	13.79	13.79	资产减值损失	2.49	4.57	6.45	7.70
非流动资产	89.52	130.13	127.11	122.41	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	12.37	0.00	0.00	0.00	投资收益	2.25	2.00	2.00	2.00
固定资产	28.81	69.22	86.03	91.95	营业利润	-1.58	15.56	22.22	43.36
无形资产	8.94	9.07	8.62	8.19	营业外收入	11.45	1.25	1.25	1.25
其他	39.41	51.84	32.47	22.27	营业外支出	2.15	0.00	0.00	0.00
资产总计	534.78	602.09	639.69	636.14	利润总额	7.73	16.81	23.47	44.61
流动负债	305.17	337.63	355.98	315.85	所得税	3.00	3.03	4.23	8.03
短期借款	134.58	174.24	149.50	87.21	净利润	4.72	13.78	19.25	36.58
应付帐款	66.53	64.56	86.10	101.07	少数股东权益	0.40	4.55	6.35	12.07
预收帐款	12.39	12.39	12.39	12.39	归属母公司净利润	4.33	9.24	12.90	24.51
其他	91.68	86.45	107.99	115.18	EPS (元)	0.12	0.11	0.15	0.29
长期负债	48.69	28.53	28.53	28.53					
长期借款	19.29	19.29	19.29	19.29	主要财务比率				
其他	29.39	9.24	9.24	9.24		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	353.86	366.16	384.51	344.38	每股指标				
股本	42.38	84.76	84.76	84.76	每股收益	0.12	0.11	0.15	0.29
资本公积金	56.94	56.94	56.94	56.94	每股经营现金	2.43	0.09	-0.36	-0.56
未分配利润	-2.42	5.82	18.72	43.22	每股净资产	2.42	1.81	1.96	2.25
少数股东权益	78.18	82.73	89.08	101.15	增长率				
母公司所有者权益	102.58	153.19	166.09	190.60	营业收入增长率	17.10%	13.35%	32.63%	19.37%
负债及权益合计	534.78	602.09	639.69	636.14	营业利润增长率	-126.67%	#####	42.83%	95.10%
					净利润增长率	-7.98%	113.52%	39.65%	90.04%

现金流量表	0				获利能力				
	2010A	2011E	2012E	2013E		毛利率	14.14%	15.54%	15.07%
经营活动现金流	7.96	-1.63	-6.22	12.87	净利率	0.83%	1.57%	1.65%	2.63%
净利润	4.72	13.78	19.25	36.58	ROE	4.22%	6.03%	7.76%	12.86%
资产减值准备	2.49	4.57	6.45	7.70	ROIC	-0.22%	2.97%	4.30%	8.93%
折旧摊销	7.07	3.29	4.71	5.41	偿债能力				
财务费用	0.33	-0.57	-0.02	-0.35	资产负债率	58.77%	57.24%	60.44%	48.14%
投资收益	2.25	2.00	2.00	2.00	流动比率	1.46	1.40	1.44	1.63
营运资金变动	0.00	-20.71	-34.60	-34.47	速动比率	1.21	1.13	1.11	1.18
投资活动现金流	-38.72	-38.93	0.30	1.30	营运能力				
资本支出	0.00	-63.00	-1.70	-0.70	资产周转率	1.24	1.03	1.26	1.46
其他投资	-38.72	24.07	2.00	2.00	存货周转率	5.95	5.85	6.35	6.00
筹资活动现金流	133.71	47.94	-24.71	-61.94	应收帐款周转率	9.19	9.18	8.85	8.18
借款变动	0.00	-34.68	0.00	0.00	估值比率				
其他	133.71	82.61	-24.71	-61.94	PE	16.98	19.37	13.87	7.30
现金净增加额	102.95	7.37	-30.63	-47.77	PB	0.87	1.17	1.08	0.94

资料来源：中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。