

面板业务折旧影响盈利

TCL 集团 (000100.SZ)

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景

公司公告 2012 年中报, 上半年, 公司实现营业总收入 298 亿元, 同比增长 9.0%; 归属于上市公司股东的净利润 2.8 亿元, 同比下降 47.5%, EPS 0.03 元。其中, 二季度实现收入 153 亿元, 同比增长 9.1%。实现净利润 2.4 亿元, 同比下滑 21.8%。

2. 我们的分析与判断

(一) 彩电业务增长势头迅猛

上半年, 多媒体业务实现收入 133 亿元, 同比增长 20.8%, 实现净利润 2.4 亿元, 同比增长 96%。多媒体产业实现 LCD 电视机销售 648 万台, 同比增长 60.6%。增量中, 以外销为主, 以中小尺寸为主, 所以销售额增幅低于销量增幅, 综合形成彩电收入增长 21% 左右。

2012 年公司全年 LCD 电视机销售目标从 1380 万台上调到 1520 万台, 预期较 2011 年增长 40%。

(二) 面板业务提升公司综合竞争力

上半年, 华星光电实现销售收入 11.3 亿元, 净利润-0.22 亿元。7 月末, 华星光电单月产量约 5 万片玻璃大板/月, 良品率约在 94% 左右, 32 寸屏良品率已达行业中上水平。随着华星光电面板产品良品率逐渐提升, 产量逐步释放, 有利于公司彩电业务完善上游产业链配套, 发挥成本优势, 缩短新品推出周期, 提升产品市场竞争力。

(三) 关注华星光电发展以及相关政策补贴

公司计划年底达产 10 万片/月, 目前产量离设计目标尚有差距。面板良品率和产量提升进展, 决定了折旧的金额和比例, 也直接影响了公司的利润状况, 也影响到未来补贴政策的实施, 还需密切跟踪。

上半年华星光电共确认补贴 4.2 亿元, 下半年预计还有补贴确认, 但补贴的金额、补贴的时点和节奏, 都有重大不确定性。

(四) 通讯业务低迷, 家电等其他业务发展良好。

通讯业务实现净利润 0.9 亿元, 减少 74%。家电业务实现净利润 0.8 亿元, 增长 71%。但由于其体量较小, 而其他事项更为重大和关键, 我们认为通讯和家电等其他业务, 暂时对公司总体价值判断影响不大。

3. 投资建议

综合考虑, 预计公司 2012/2013 年 EPS 0.13 和 0.14 元。但是由于华星光电的业务发展和相关政策补贴具有较大不确定性, 公司业绩也有较大不确定性。公司目前股价不足 2 元, 虽然相比 2012 年 PE15 倍左右, 估值并不便宜。考虑到公司业绩弹性较大, 或有相应政策补贴, 目前绝对股价较低, 维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示: 面板业务产能进展低于预期; 补贴收入低于预期。

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

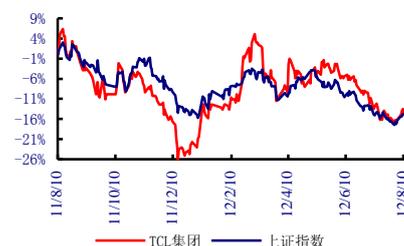
✉: haoxumei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

市场数据 时间 2012.08.10

A 股收盘价(元)	1.90
A 股一年内最高价(元)	2.58
A 股一年内最低价(元)	1.71
上证指数	2168.81
市净率	1.45
总股本(万股)	847621.88
实际流通 A 股(万股)	792406.59
限售的流通 A 股(万股)	55215.29
流通 A 股市值(亿元)	152.93

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

目录

一、TCL 集团 2012 年中报情况.....	2
二、TCL 多媒体 2012 年中报情况.....	5
三、TCL 通讯 2012 年中报情况.....	6
四、华星光电进展情况.....	6
五、公司未来主要看点:	7
六、盈利预测及估值.....	8

图表目录

表 1: 收入分内外销 (单位: 亿元, %)	2
表 2: 收入分产业 (单位: 亿元, %)	2
表 3: 毛利率分产业 (单位: %)	3
表 4: 毛利率分地区 (单位: %)	3
表 5: 2012 年 1-6 月利润表各项对比 (单位: 百万, %)	4
表 6: 盈利预测表	8

一、TCL 集团 2012 年中报情况

2012 年 1-6 月份, 公司实现营业总收入 298 亿元, 同比增长 9.0%。实现净利润 4.8 亿元, 同比下降 43.8%; 归属于上市公司股东的净利润 2.8 亿元, 同比下降 47.5%, EPS 0.03 元。

其中, 二季度实现收入 153 亿元, 同比增长 9.1%。实现净利润 2.4 亿元, 同比下滑 21.8%。

公司利润下滑的主要原因有: (一) TCL 通讯受行业不景气影响, 实现净利润 0.86 亿元, 同比减少 73.8%。(二) 华星光电业务仍处于产量爬坡阶段, 导致经营性亏损 4.28 亿元。(三) 集团营业外收入同比减少 1.7 亿元, 并因股票期权计划确认了 0.26 亿元非付现期权费用。

(一) 收入增一成, 内外销齐增长

2012 年上半年, 公司主营业务收入 293 亿元, 其中, 国内销售 182 亿元, 同比增长 11.2%, 海外销售收入 111 亿元, 同比增长 8.4%。

表 1: 收入分内外销 (单位: 亿元, %)

	2012H1	收入占比	同比	2011H1	收入占比
国内	182	62.0%	11.2%	164	61.4%
国外	111	38.0%	8.4%	103	38.6%
合计	293	100.0%	10.1%	266	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

分产业看, 公司多媒体产业增速明显, 2012 年上半年增长 20.8%, 达 133 亿元。多媒体产业占公司收入比重 45.4%, 为公司收入主要来源。通讯产业实现 7.2% 的增长, 收入达 41 亿元, 收入占比在 14.1% 左右。白色家电产业上半年寿险收入 46 亿元, 收入占比在 15.8% 左右。

表 2: 收入分产业 (单位: 亿元, %)

	2012 年 1-6 月	收入占比	同比增长	2011 年 1-6 月	占比
多媒体	133	45.4%	20.8%	110	41.4%
通讯	41	14.1%	7.2%	39	14.5%
华星光电	11	3.8%	-	-	-
家电集团	46	15.8%	13.5%	41	15.3%
泰科立集团	11	3.7%	26.3%	9	3.2%
翰林汇	60	20.3%	6.4%	56	21.0%
房地产	0.3	0.1%	-79.1%	2	0.6%
其他及合并抵销	-10	-3.3%	-	10	3.9%
合计	293	100.0%	10.1%	266	100.0%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

（二）产品结构优化提升整体毛利率

2012年上半年，公司持续优化产品结构。出口方面，加大在新兴市场自有品牌的占比。上半年，公司综合毛利率15.5%，同比提升近1个百分点。

其中，多媒体毛利率提升1.4个百分点，达17.5%，主要受智能电视和3D电视等高端产品拉升；通讯产业毛利率下降3个百分点，达26%，毛利率下降主要受行业价格战以及公司智能机规模有限，尚未达到规模效应。此外，公司白色家电产业在行业不景气背景下，实现毛利率17.8%，同比提升6个百分点，提升幅度明显。

表3：毛利率分产业（单位：%）

分产品	2012H1	2011H1	同比
多媒体	17.5%	16.1%	1.4%
通讯	26.0%	29.1%	-3.1%
华星光电	-24.5%		-24.5%
家电集团	17.8%	11.4%	6.4%
泰科立集团	8.3%	6.1%	2.2%
翰林汇	4.2%	4.6%	-0.3%
房地产	63.3%	37.1%	26.2%
合计	15.5%	14.5%	0.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表4：毛利率分地区（单位：%）

	2012H1	2011H1	同比
国内	15.0%	14.2%	0.7%
国外	16.3%	15.0%	1.3%
合计	15.5%	14.5%	0.9%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）费用率略升，受华星光电折旧影响，盈利水平下降

上半年，公司加大品牌推广和市场拓展，销售费用同比增长18.4%，达28.9亿元，销售费用率9.7%，同比提升0.8个百分点。受公司计提股权激励费用及研发投入增加影响，当期管理费用14.8亿，同比增长35.7%，管理费用率提升1个百分点。

财务费用方面，受2011年人民币升值影响，上半年财务费用同比提升较多，达2.5亿元。

综合造成公司上半年经营产生亏损5800万元。净利润4.8亿元，归属母公司净利润2.8亿元，同比下降47.2%。

表 5: 2012 年 1-6 月利润表各项对比 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2012H1	2011H1	同比
一、营业总收入	29,809	27,355	9.0%
其中: 主营业务收入	29,713	27,328	8.7%
利息收入	96	27	
二、营业总成本	29,910	26,825	11.5%
其中: 营业成本	24,965	23,206	7.6%
毛利率(简单测算)	16.0%	15.1%	0.90%
利息支出	11	4	
营业税金及附加	177	160	
销售费用	2,890	2,441	18.4%
销售费用率	9.7%	8.9%	0.8%
管理费用	1,480	1,091	35.7%
管理费用率	5.0%	4.0%	1.0%
财务费用	254	-123	
资产减值损失	134	46	
加: 公允价值变动收益	-20	-21	
投资收益及其它	63	46	
汇兑收益	1	0	
三、营业利润	-58	555	-110.4%
加: 营业外收入	694	519	33.6%
减: 营业外支出	12	65	
四、利润总额	623	1,008	-38.2%
减: 所得税费用	143	159	-9.6%
综合所得税率	23.0%	15.7%	7.3%
五、净利润	480	850	-43.5%
归属于母公司净利润	283	535	-47.2%
净利润率	1.0%	2.0%	-1.0%
少数股东损益	197	315	
少数股东损益占比	41.1%	37.0%	
六、总股本	8476	8476	
七、按期末股数简单每股收益:	0.03	0.06	
毛利率减销售费用率	6.3%	6.2%	0.1%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、TCL 多媒体 2012 年中报情况

上半年，公司多媒体产业实现 LCD 电视机销售 648 万台，同比增长 60.6%。其中，国内市场销量 334 万台，增长 32.1%；海外销量 314 万台，同比增长 108.4%。

多媒体业务共实现销售收入 133.2 亿元，同比增长 20.8%，实现净利润 2.4 亿元，同比增长 96%。

上半年，华星光电实现 32 寸屏量产，产业链垂直一体化的协同优势逐步体现，带来 TCL 多媒体电视机收入和盈利的双增长。其中，电视机国内收入 86.4 亿港元，增长 15.5%，经营利润 4.7 亿，增长 54.1%。电视海外收入 57.8 亿元，同比增长 70%，经营利润 1.1 亿港元，实现扭亏为盈。

国内市场增长迅猛，受益于公司大力拓展市场。下半年公司还将加大市场拓展，年内目标实现 3 万家有效网点。

国内销量增长快于收入增长，主要是产品均价下降影响。中国区域平均售价有下降主要原因包括：

1) 产品结构。上半年，40%以上出货为 32 寸。主要为华星光电消化产能，造成平均售价拉低。

2) 5 月份推出节能补贴政策，长远对行业有正面的贡献，一方面，推动行业需求增长，拉动企业出货量增长。另一面对大尺寸需求拉动效果明显。42 以上，补贴 400 块，对大尺寸需求推动比较大。公司为准备下半年大尺寸出货，6 月份清理库存比较明显。一次性影响二季度毛利率下降 1.3 个百分点。

下半年，华星光电大尺寸出货量加大，且随着补贴政策实施，公司大尺寸产品占比将逐步提升，产品均价将恢复到正常水平。

海外市场，主要出口四个区域：美洲、欧洲、新兴市场以及策略性 OEM。

美洲市场竞争比较大，公司主要是选择性的增长。保持稳定的销量，但不过多追求增长。

欧洲区，公司依托汤姆逊品牌，目标主要是提高自由品牌的占比，目前自有品牌占比。

新兴市场主要包括亚太区和拉丁区，是公司获利和增长最快的地域。目前正积极推出 TCL 自有品牌。

第四个是 OEM，同比增长 104%。最大的客户是东芝，正努力扩展客户，目前又新增两个日本企业的代工。今年公司与宜家合作，将彩电和音响，加入到家具设计中。随着日资企业外包业务的增长，公司策略 OEM 未来还会增长较快。

2012 年公司将彩电销量目标调高到 1520 万台，已与松下 1550 万台出货目标相差不多。

三、TCL 通讯 2012 年中报情况

TCL 通讯整体销量为 1861 万台，同比下滑 4.3%。其中，中国市场实现销量 183.5 万台，同比增长 67.4%；海外市场实现销售 1578 万台，同比下降 11.1%。TCL 通讯实现销售收入 41.3 亿元，同比增长 7.2%，实现净利润 0.86 亿元，同比下降 73.8%。

上半年利润出现下降的原因主要包括：

1) 行业环境恶劣，主要竞争对手除三星和苹果，均出现大幅下滑。

行业价格战明显，国内出现负毛利。

2) 海外经济状况不好。运营业务增长乏力，减少对客户的补贴，减缓送手机速度。

通讯全年增长目标调整到收入增长 15%。

四、华星光电进展情况

上半年，华星光电实现销售收入 11.3 亿元，净利润-0.22 亿元，包括期内确认补贴收入 4.2 亿元，其中属于一次性的项目专项补助共计 2 亿元。上半年，华星光电经营性亏损 4.28 亿元。

上半年，华星光电完成在 32 寸液晶面板产品上量产，6 月份的产品综合良品率达到了 92.80%，7、8 月份良品率已达 94%，32 寸屏单月出货量突破 100 万片。

上半年，华星光电 32 寸屏在中国区合计销售 169 万片，其中供给 TCL 多媒体占 80%以上，目前正在积极开拓国内市场的一级客户和海外市场客户。公司 32 寸产品的技术和质量已经获得了国外知名整机厂商的肯定，第二季度开始，华星光电集团外客户采购量已超过销量的 20%。预计下半年除 TCL 外客户采购的数量和比例会进一步提升。

目前，华星光电 37 和 46 寸液晶显示屏已完成开发并进行了试量产，并导入 HVA 技术。预计三季度 55 寸有望实现量产。下半年在大尺寸屏幕上将逐步推进，预计 2013 年大屏有望实现量产

上半年公司经营性亏损主要由折旧造成。公司在产能和良率推进上，处行业领先。目前台湾 6 代线厂商逐步转产，部分舒缓面板供大于求的压力。随着公司大尺寸屏开发和量产，加大多媒体彩电业务垂直一体化协同效应的发挥，公司整体竞争优势还将逐步加强。

五、公司未来主要看点：

（一）彩电业务增长势头迅猛，面板业务增强公司综合竞争力

1. 液晶电视增长迅猛，市场份额提升，但以中小尺寸为主

2012 年开年，日系厂商受累彩电业务亏损，大幅减产，给国内彩电厂商提供行业性计划，TCL 凭借自身品牌和生产优势，市占率提升。

上半年，公司多媒体产业实现 LCD 电视机销售 648 万台，同比增长 60.6%。其中，国内市场销量 334 万台，增长 32.1%；海外销量 314 万台，同比增长 108.4%。

多媒体业务共实现销售收入 133.2 亿元，同比增长 20.8%，实现净利润 2.4 亿元，同比增长 96%。其中，电视机国内收入 86.4 亿港元，增长 15.5%，经营利润 4.7 亿，增长 54.1%。电视海外收入 57.8 亿元，同比增长 70%，经营利润 1.1 港币，实现扭亏为盈。

但增量中，以外销为主，以中小尺寸为主，所以销售额增幅低于销量增幅，综合形成彩电收入增长 21%左右。

2012 年公司全年 LCD 电视机销售目标从 1380 万台上调到 1520 万台，预期较 2011 年增长 40%。

2. 面板业务提升公司综合竞争力。

随着华星光电面板产品良品率逐渐提升，产量逐步释放，有利于公司彩电业务完善上游产业链配套，发挥成本优势，缩短新品推出周期，提升产品市场竞争力：

1.) 目前面板销量 80%自用，未来计划面板业务中 1/3 自用，降低多媒体业务采购成本，提升公司电视业务毛利率。

2.) 利用上游面板产业链配套，多媒体业务能够有效压缩新产品研发周期，建立快速市场反应机制，强化公司电视业务产品和市场竞争力。

（二）面板逐步向大尺寸推进。

7 月末，华星光电单月产量约 5 万片玻璃大板/月，良品率约在 94%左右，32 寸屏良品率已达行业中上水平。尽管相比同类生产线建设表现优秀，但离设计目标尚有差距。公司计划年底达产 10 万片/月，同时加快在大尺寸面板上实现量产。

（三）关注华星光电发展以及相关政策补贴。

面板良品率和产量提升进展，决定了折旧的金额和比例，也直接影响了公司的利润状况和整个多媒体业务拓展，也影响到未来补贴政策的实施，还需密切跟踪。

上半年华星光电共确认补贴 4.2 亿元，下半年预计还有补贴确认，但补贴的金额、补贴的时点和节奏，都有重大不确定性。

六、盈利预测及估值

综合考虑，预计公司 2012/2013 年净利润分别为 10.6 和 12.2 亿元，约合 EPS 0.13 和 0.14 元。但是由于华星光电的业务发展和相关政策补贴具有较大不确定性，公司业绩也有较大不确定性。公司目前股价不足 2 元，虽然相比 2012 年 PE15 倍左右，估值并不便宜。考虑到公司业绩弹性较大，或有相应政策补贴，目前绝对股价较低，具有良好的市场人气，我们给予“谨慎推荐”评级。

表 6: 盈利预测表

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	51,870	60,834	68,072	79,164
其中: 主营业务收入	51,834	60,752	67,920	78,991
营业收入增长率	17.0%	17.2%	11.8%	16.3%
利息收入	36	83	152	173
二、营业总成本	52,201	59,927	67,472	78,360
其中: 营业成本	44,535	51,119	56,530	65,669
毛利率(简单测算)	14.1%	15.9%	16.8%	16.9%
利息支出	1	2	2	3
营业税金及附加	121	454	508	591
销售费用	5,101	5,457	6645	7861
销售费用率	9.8%	9.0%	9.8%	10.0%
管理费用	2,161	2,800	3294	3886
管理费用率	4.2%	4.6%	4.9%	4.9%
财务费用	33	-63	295	165
资产减值损失	249	158	198	185
加: 公允价值变动收益	-51	-2	-30	-25
投资收益及其它	225	316	120	140
三、营业利润	-157	1,221	691	919
加: 营业外收入	1,145	937	1605	1785
减: 营业外支出	215	115	75	255
四、利润总额	773	2,043	2,221	2,449
减: 所得税费用	300	372	471	566
综合所得税率	38.9%	18.2%	21.2%	23.1%
五、净利润	473	1,672	1,750	1,883
归属于母公司净利润	433	1,014	1,064	1,220
净利润率	0.8%	1.7%	1.6%	1.5%
少数股东损益	40	658	686	663
少数股东损益占比	8.4%	39.4%	39.2%	35.2%
六、总股本	8476	8476	8476	8476
七、按期末股数简单每股收益:	0.05	0.12	0.13	0.14
净利润增长率	-7.9%	134.2%	4.9%	14.7%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn