

研究所

证券分析师：刘金沪 S0350510120005

0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn

联系人：韩雪

0755-83716906 hanx@ghzq.com.cn

国内独具产业链一体化优势，各项业务向好

——TCL集团(000100)调研报告

投资要点：

- **TCL多媒体竞争力提升。**全年LCD电视机的销售目标为1520万台，目前已实现出货1500万台，预计全年销售目标实现比较确定。**产品结构提升：**第三季度3D电视机与智能及互联网电视机销售量占LCD电视机销售量比重分别达26.5%及48.8%，LED背光液晶电视机销售量占LCD电视机销售量比重提升至84.3%。**销售渠道拓展较快：**2012年前三季度，三至六级市场及农村市场销售网点已增加至约28,500个，与2012年年初比较增长约2,500个销售网点。公司将继续加强三至六级市场及农村市场的销售渠道建设，并拓展电子商务渠道。预计2012年底将达到30,000个。**一体化垂直整合的成本优势：**TCL多媒体产品线是国内唯一具备“液晶面板+模组+整机”一体化的企业，液晶产业链垂直一体化的优势逐渐显现。目前多媒体业务的净利率在2%左右，未来借助产业链一体化优势转化为成本优势，净利率提升空间较大。**多媒体业务未来的增长看点在于：**1)公司经营的国际化程度高，出口的比重超过40%，市场空间大；2)垂直一体化产业链打通，有利于整体创新和成本控制，毛利率提升空间大；3)3-6线市场渠道基础好，并继续深入拓展。
- **华星光电：**11月实现玻璃基板投片11.2万片，当月产品综合良品率达96.2%，实现液晶电视面板和模组产品销量合计183万片。1-11月实现液晶电视面板和模组产品销量合计900万片，今年全年预计实现销量超过1100万片。目前华星光电的月产能为玻璃基板投片超过11万片，通过导入了四道光罩技术优化了生产流程，预计公司年底有望实现单月产能12万片，未来将进一步提升到13万片。明年没有高世代线投产，面板行业产能压力有望得到缓解。
- **TCL通讯和家电：**目前公司的智能手机销量占比已达到18%，单月出货量超过90万台，基本接近短期单月出货100万台的目标。通讯业务呈现逐步好转的趋势。公司经营的冰、洗、空等白电产品，今年1-11月冰、洗、空的销量同比增速分别为28.66%、41.2%、22.38%，增速大幅好于行业增速。主要原因是：1)产品品质提升；2)与多媒体渠道进行了整合，快速拓展了销售网点；3)拓展了海外市场。
- **盈利预测及投资建议** 公司产业链垂直整合提升了多媒体产品竞争力，多媒体产业业绩改善空间较大。华星光电在面板价格上涨时有望对公司业绩有良好贡献，使公司业绩具有较大弹性。综合考虑，预计公司2012-2014年净利润分别9.8亿、15.2亿和18.8亿元，约合EPS 0.11、0.18和0.22元，对应PE分别为19.3X、12.4X和10X。对各项业务分别估算市值得到2013年公司的总市值为207.9亿元，12月26日公司市值为185.63亿元，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**面板价格下跌；华星光电得到政策补贴的额度和时间存在较大不确定性。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入 (百万元)	60,834	74,249	92,985	110,188
增长率(%)	17%	22%	25%	19%
净利润 (百万元)	1013	975	1515	1878
增长率(%)	134%	-4%	55%	24%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.11	0.18	0.22
ROE(%)	5.3%	4.7%	6.6%	7.3%

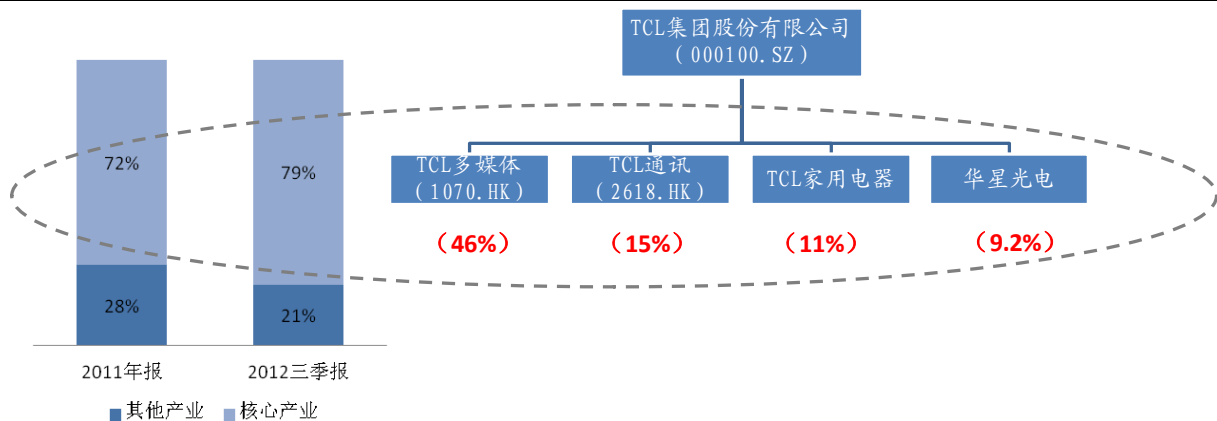
近期我们拜访了公司，就行业情况、公司的经营情况和发展战略进行了交流。

一、“4+6”产业格局

TCL 集团形成了以多媒体、通信、家电和华星光电为四大核心产业，其它产业共同发展的产业布局。

2012 年 1-9 月，公司实现营业总收入 486.06 亿，同比增长 10%，其中，销售收入 479.41 亿元，同比增长 11.87%。

图表 1、公司四大核心产业



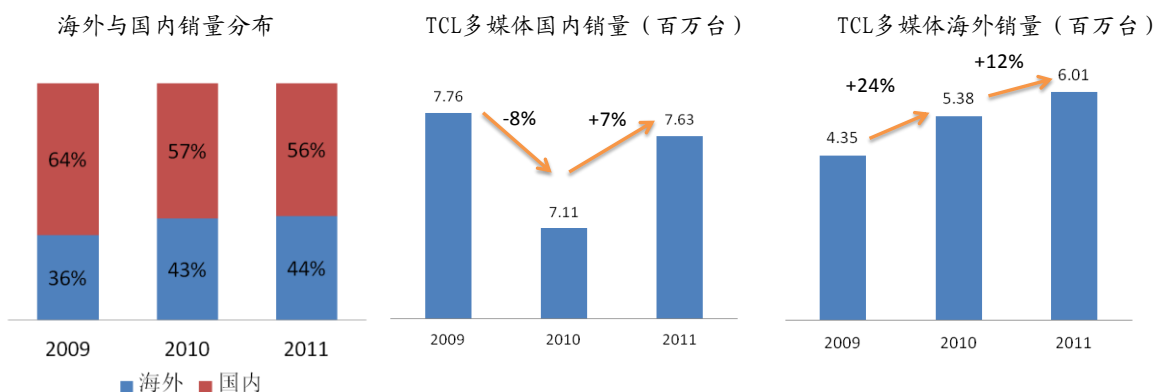
资料来源：公司公告、国海证券研究所

二、TCL 多媒体

2012 年 1-11 月，TCL 多媒体在国内销量同比增长了 37%，在海外销量同比增长 63%。

全年 LCD 电视机的销售目标为 1520 万台，目前已实现出货 1500 万台，预计全年销售目标实现比较确定。

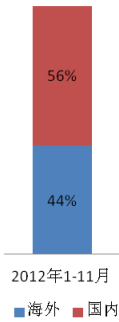
图表 2、多媒体销量情况



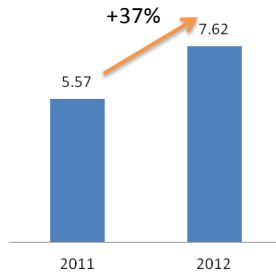
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图表 3、2012 年前 11 月多媒体销量情况

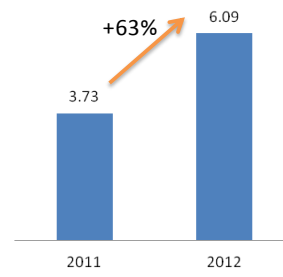
海外与国内销量分布



TCL多媒体国内销量（百万台）



TCL多媒体海外销量（百万台）



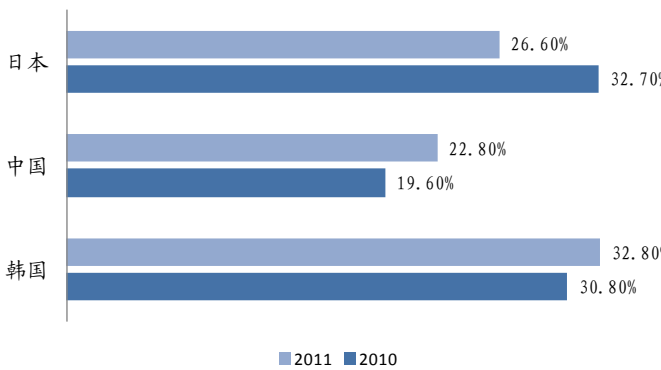
资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.1、全球行业概况

1) 全球彩电产业重新洗牌

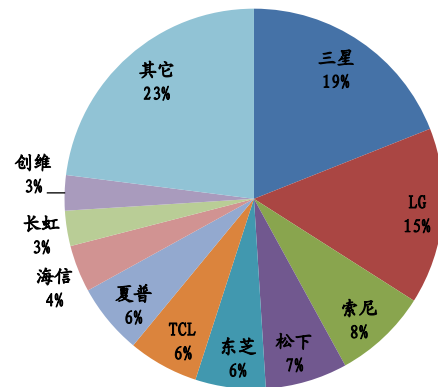
全球品牌彩电市场上，中日韩企业三分天下。2011 年，韩国企业在全世界市场的占有率为 34%，日本企业占有率约为 30%，中国企业市场占有率接近 30%。随着经营亏损的加大，日企逐渐减少了对液晶电视的投入，未来液晶电视市场中，中、韩企业的竞争将成为主要竞争。

图表 4、全球竞争着市场份额变化



资料来源：Display Search、国海证券研究所

图表 5、2011 年全球市场占有率

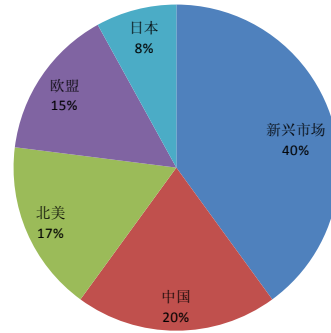


资料来源：Display Search、国海证券研究所

2) 新兴市场的电视需求增长迅速

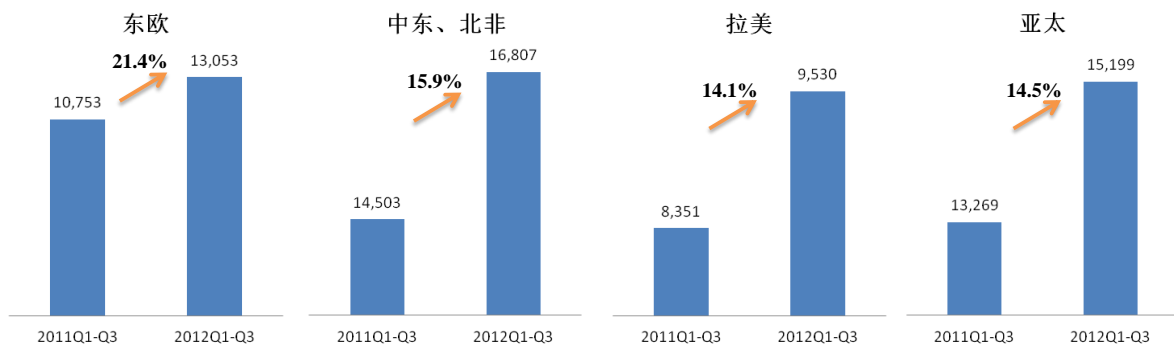
欧美市场增长放缓，新兴市场的电视需求增长迅速。

图表 6、2011 年全球电视销量分布



资料来源: Display Search、国海证券研究所

图表 7、新兴市场国家液晶电视销量增长迅速



资料来源: 产业在线、国海证券研究所

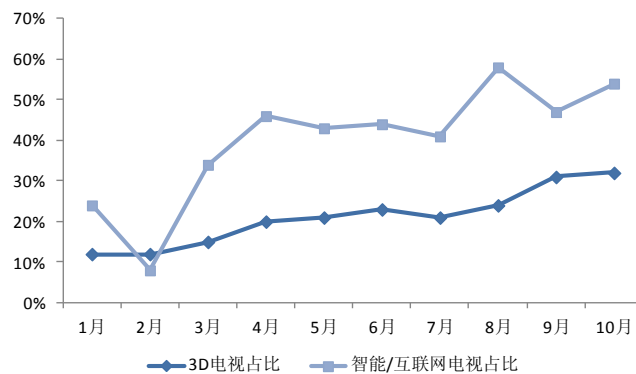
2.2、TCL 多媒体竞争力提升

1) 产品结构提升

第三季度 3D 电视机与智能及互联网电视机销售量占 LCD 电视机销售量比重分别达 26.5%及 48.8%，LED 背光液晶电视机销售量占 LCD 电视机销售量比重提升至 84.3%。

前三季毛利率由去年同期的 20.7%提升 1.4 个百分点至 22.1%。

图表 8、3D 电视、智能/互联网电视占比



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2) 销售渠道拓展较快

2012 年前三季度，三至六级市场及农村市场销售网点已增加至约 28,500 个，与 2012 年年初比较增长约 2,500 个销售网点。公司将继续加强三至六级市场及农村市场的销售渠道建设，并拓展电子商务渠道。预计 2012 年底将达到 30,000 个。

新兴市场销量占比 25-30%，今年以来公司多媒体产品在新兴市场销量表现良好，前 11 个月销量提升 70%。

3) 一体化垂直整合的成本优势

TCL 多媒体产品线是国内唯一具备“液晶面板+模组+整机”一体化的企业，液晶产业链垂直一体化的优势逐渐显现。

从全球电视行业过去六年的市场份额变化看，在产业链上下游供求的波动中，具备“液晶+模组+整机”一体化的企业实现了更为持续稳定的增长。

目前多媒体业务的净利率在 2% 左右，未来借助产业链一体化优势转化为成本优势，净利率提升空间较大。

图表 9、TCL 多媒体产品线是国内唯一具备“液晶面板+模组+整机”一体化的企业

		液晶面板	背光模组	整机组装	品牌销售
中国	TCL	✓	✓	✓	✓
	海信		✓	✓	✓
	奇美电子	✓	✓	✓	
韩国	三星	✓	✓	✓	✓
	LG	✓	✓	✓	✓
日本	日立		✓	✓	✓
	SONY		✓	✓	✓
	松下	✓	✓	✓	✓

注：松下是采用了 PDP 面板技术路线

资料来源：公司资料、国海证券研究所

多媒体业务未来的增长看点在于：1) 公司经营的国际化程度高，出口的比重超过 40%，市场空间大；2) 垂直一体化产业链打通，有利于整体创新和成本控制，毛利率提升空间大；3) 3-6 线市场渠道基础好，并继续深入拓展。

三、华星光电

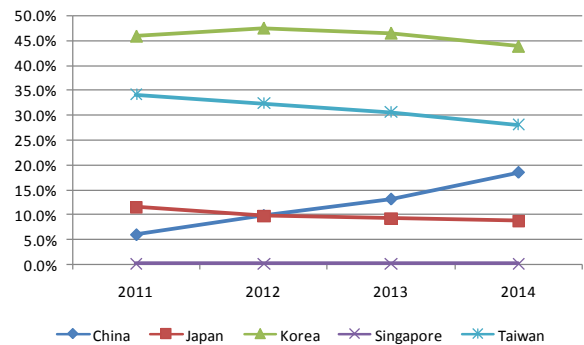
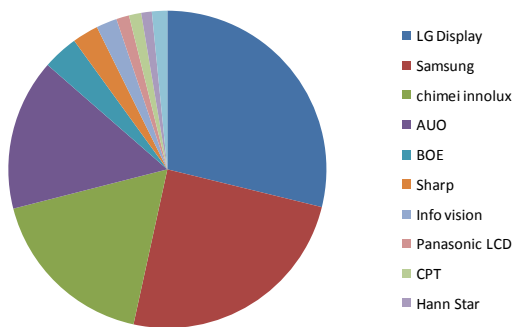
华星光电 11 月实现玻璃基板投片 11.2 万片，当月产品综合良品率达 96.2%，实现液晶电视面板和模组产品销量合计 183 万片。1-11 月实现液晶电视面板和模组产品销量合计 900 万片，今年全年预计实现销量超过 1100 万片。

目前华星光电的月产能为玻璃基板投片超过 11 万片，通过导入了四道光罩技术优化了生产流程，预计公司年底有望实现单月产能 12 万片，未来将进一步提升到 13 万片。

目前，32 寸面板的占比为 90% 以上，明年将根据供求情况进行尺寸调整，32 寸面板占比或降为 50%-60%。公司目前已经导入了 32"、37"、46"、55" 的液晶面板产品，计划明年导入更多尺寸。

2006-2007 年，韩国和台湾企业竞相投资液晶面板，2008 年生产线产能逐步释放后，面板供应量大增，而面板需求放缓，供过于求导致产品价格大幅下降。但是 2009 年以后，全球没有大产能的面板项目投入建设，即明年没有高世代线投产，面板行业产能压力有望得到缓解。

图表 10、2011 年 4 季度 TPO10 液晶面板供应商市场份额 图表 11、2011-2014 年液晶面板市场份额预测



资料来源：Display Search、国海证券研究所

资料来源：Display Search、国海证券研究所

四、TCL 通讯

TCL 通讯前三季度实现营业收入 66 亿元，同比增长 6%；实现净利润 1,459 万元，同比下降 97%。原因是功能机向智能机转化的研发周期长，研发费用较高而收入未达预期，导致费用率大幅提升。

目前公司的智能手机销量占比已达到 18%，单月出货量超过 90 万台，基本接近短期单月出货 100 万台的目标。通讯业务呈现逐步好转的趋势。

五、TCL 家电

公司经营的冰、洗、空等白电产品，今年 1-11 月冰、洗、空的销量同比增速分别为 28.66%、41.2%、22.38%，增速大幅好于行业增速。主要原因是：1) 产品

品质提升；2) 与多媒体渠道进行了整合，快速拓展了销售网点；3) 拓展了海外市场。

六、盈利预测与投资建议

公司产业链垂直整合提升了多媒体产品竞争力，产业链整合优势将厚积薄发，多媒体产业业绩改善空间较大。华星光电在面板价格上涨时有望对公司业绩有良好贡献，使公司业绩具有较大弹性。

综合考虑，预计公司 2012-2014 年净利润分别 9.8 亿、15.2 亿和 18.8 亿元，约合 EPS 0.11、0.18 和 0.22 元，对应 PE 分别为 19.3X、12.4X 和 10X。对各项业务分别估算市值得到 2013 年公司的总市值为 207.9 亿元，12 月 26 日公司市值为 185.63 亿元，给予公司“增持”评级。

图表 12、TCL 集团 2013 年市值估算

单位 (亿)		2012E	2013E		2013PE	2013市值	TCL集团股 权占比	TCL集团持股 的市值	
多媒体	收入	327.02	392.43	PE法估值	11	99.28	61.88%	61.4	
	净利	6.54	9.03						
通讯	收入	95.18	105.65				24.30	49.67%	12.1
	净利	0.48	1.16						
家电	收入	74.78	86.75			12	18.74	100%	18.7
	净利	1.27	1.56						
泰科立集团	收入	23.91	28.69			20	10.90	55%	6.0
	净利	0.41	0.55						
翰林汇	收入	130.92	144.01			20	51.84	80%	41.5
	净利	2.23	2.59						
房地产	收入	3.72	4.46			15	3.34	66.50%	2.2
	净利	0.15	0.22						
		2012E	2013E			2013PB	2013市值 (亿)	TCL集团股 权占比	TCL集团持股 的市值
华星光电	净资产	98	100		PB法估值	1.2	120.00	55%	66.0
TCL集团2013年市值估算								207.9	

资料来源：国海证券研究所

盈利预测和投资建议

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	5%	7%	7%	EPS	0.12	0.11	0.18	0.22
毛利率	16.0%	16.2%	17.6%	17.5%	BVPS	1.33	1.43	1.58	1.77
期间费率	14.2%	15.1%	15.4%	15.2%	估值				
销售净利率	1.7%	1.3%	1.6%	1.7%	P/E	18.57	19.31	12.42	10.02
成长能力					P/B	1.66	1.55	1.40	1.26
收入增长率	17%	22%	25%	19%	P/S	0.31	0.25	0.20	0.17
利润增长率	134%	-4%	55%	24%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.82	0.98	1.18	1.34	营业收入	60834	74249	92985	110188
应收账款周转率	3.91	4.66	5.34	5.76	营业成本	51119	62199	76599	90878
存货周转率	6.03	6.24	6.58	6.82	营业税金及附加	454	555	695	823
偿债能力					销售费用	5457	6735	8527	9994
资产负债率	74%	73%	71%	69%	管理费用	2800	3491	4465	5181
流动比	1.27	1.02	1.19	1.37	财务费用	(63)	500	600	700
速动比	1.04	0.76	0.89	1.03	其他费用/(-收入)	155	155	155	155
					营业利润	1220	925	2255	2767
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业外净收支	822	1040	800	1020
现金及现金等价物	21368	11386	15706	20319	利润总额	2043	1965	3055	3787
应收款项	15562	15942	17418	19131	所得税费用	372	358	556	689
存货净额	8472	10056	11750	13438	净利润	1671	1608	2499	3098
其他流动资产	2822	1924	1719	1898	少数股东损益	658	633	984	1219
流动资产合计	48223	39152	46437	54630	归属于母公司净利润	1013	975	1515	1878
固定资产	10559	21503	22153	18238					
在建工程	10497	10497	5497	4997	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	1361	1361	1225	1089	经营活动现金流	1666	1942	2259	2228
长期股权投资	1416	1416	1416	1416	净利润	1671	1608	2499	3098
资产总计	74014	75887	78686	82327	少数股东权益	658	633	984	1219
短期借款	12197	12197	12197	12197	折旧摊销	795	1192	2286	2338
应付款项	14263	15446	16907	17546	公允价值变动	(2)	(2)	(2)	(2)
预收帐款	1159	398	(521)	(316)	营运资金变动	(1456)	(1489)	(3508)	(4424)
其他流动负债	10487	10487	10487	10487	投资活动现金流	(16615)	(21888)	3837	8467
流动负债合计	38106	38527	39070	39915	资本支出	(7679)	(10944)	(650)	3915
长期借款及应付债券	15360	15360	15360	15360	长期投资	(179)	0	0	0
其他长期负债	1265	1265	1265	1265	其他	253	0	0	0
长期负债合计	16625	16625	16625	16625	筹资活动现金流	4967	(156)	(243)	(301)
负债合计	54731	55153	55695	56540	债务融资	10194	0	0	0
股本	8476	8476	8476	8476	权益融资	0	0	0	0
股东权益	19283	20734	22990	25787	其它	(4316)	0	0	0
负债和股东权益总计	74014	75887	78686	82327	现金净增加额	(9982)	(20103)	5853	10394

【分析师承诺】

刘金沪，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
李慧		13823570518	lih03@ghzq.com.cn