

竞购华星光电 30%股权, 预计约增厚 2013 年业绩 0.04 元

核心观点:

1. 报告背景

2013年3月, 深超科技公司在深圳联交所公开挂牌转让其持有华星光电 30%股权, 转让价格 31.8 亿元。公司公告, 竞购深超科技所转让的华星光电 30% 股权。若交易成功完成后, 公司持有华星光电股权将从目前 55%, 提升到 85%。

2. 我们的分析与判断

(一) 交易存在一定不确定性, 但交易成功概率较大

由于深超此次交易采取公开挂牌方式征集意向受让方, 虽不能确保公司成功交易, 但成功概率较大。深超公司为此次交易受让方做了较严格限制: (1) 中国境内合法企业法人; (2) 总资产不低于 250 亿元, 净资产不低于 100 亿元, 近三年连续三年盈利且累计净利润不低于 20 亿元; (3) 不存在竞争; (4) 不接受联合求购。综合考量, 潜在受让方有限, 公司成功受让 30% 股权概率较大。

(二) 面板业务 2012Q4 单季盈利, 日元贬值利好玻璃基板成本下降, 预计增厚公司 2013 年业绩 0.04 元左右

2012 年, 华星光电液晶面板共销售 1085 万片, 实现销售收入 72 亿元, 净利润 3.2 亿元。其中, 四季度达产后, 实现收入 38.6 亿元, 单季已实现经营性盈利 4.5 亿元, 净利润 3.9 亿元, 净利率 10% 左右。

华星光电目前已成为全球最大 32 吋面板供应商, 面板供应占全球份额 9%, 占国内份额 17%。2012 年末玻璃基板投产量提升至 12.02 万片/月, 良品率已达 95.9%。2013 年公司面板出货目标 1800 万片, 收入有望突破 150 亿元。

2013 年以来, 日元大幅贬值, 造成日本供应原材料价格下降, 面板企业玻璃基板成本下降, 有利于面板盈利水平提升。2013 年 3 月后面板价格逐步企稳, 预计 4 月后价格稳中有升。2013 年华星光电还将逐步推出大尺寸及超高清面板, 利好公司产品结构优化, 预计 2013 年华星光电业务净利润有望超 15 亿元。

目前公司持有华星光电 55% 股权, 若交易成功完成, 持股比例提升至 85%, 综合考虑预计将增厚公司 2013 年 EPS 0.04 元左右。

(三) 关注华星光电相关政策补贴

根据项目前期协议, 华星光电预计或有 40 多亿债务豁免, 目前公司正积极申请。根据华星光电的产能及良品率的稳定情况, 补贴将逐步确认。但补贴的金额、补贴的时点和节奏, 还需要跟踪。

(四) 发挥垂直一体化优势, 液晶产业链综合竞争力加强

面板业务发展, 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。

2013 年 1-2 月, 公司多媒体实现彩电销售 272 万台, 同比增长 27%, 其中内销增长约 80%, 出口受 OEM 订单波动影响有所下滑。2013 年公司彩电销量目标 1800 万台, 增 15.9%。随着华星光电业务逐步实现盈利, 2013 年多媒体彩电业务将更加强调利润增长。公司液晶产业链综合竞争力持续加强。

3. 投资建议

若交易成功完成, 暂不考虑债务豁免带来的较大额度补贴, 预计公司 2013/2014 年 EPS 0.26 和 0.33 元。公司主要业务周期性较强, 相关政策补贴具有较大不确定性, 业绩也有较大不确定性。目前股价相对 2013 年业绩估值在 10 倍左右。考虑到目前面板供应进展良好, 华星光电与多媒体产业链竞争力加强, 公司业绩弹性较大, 或有相应政策补贴, 具有良好的市场人气, 我们给予“推荐”评级。

4. 风险提示: 面板价格下降, 终端需求增长放缓。

TCL 集团 (000100.SZ)

推荐 维持评级

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

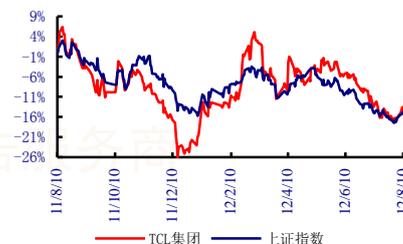
(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.03.29

A 股收盘价(元)	2.62
A 股一年内最高价(元)	2.74
A 股一年内最低价(元)	1.71
上证指数	2236.30
市净率	1.89
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)	207.63

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

目录	1
图表目录	1
一、竞购华星光电 30%股权，预计增厚 2013 年 EPS 0.04 元	2
二、公司未来主要看点:	3
三、盈利预测及估值	5

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表目录

表 1: TCL 董事长增持情况	5
表 2: 盈利预测表	6

-

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

一、竞购华星光电 30%股权，预计增厚 2013 年 EPS 0.04 元

2013 年 3 月，深超科技公司在深圳联交所公开挂牌转让其持有华星光电 30%股权，转让价格 31.8 亿元。公司公告，竞购深超科技所转让的华星光电 30%股权。若交易成功完成后，公司持有华星光电股权将从目前 55%，提升到 85%。

（一）交易存在一定不确定性，但交易成功概率较大

由于深超此次交易采取公开挂牌方式征集意向受让方，虽不能确保公司成功交易，但成功概率较大。

深超公司为此次交易受让方做了较严格限制：

（1）中国境内合法企业法人；

（2）总资产不低于 250 亿元，净资产不低于 100 亿元，近三年连续三年盈利且累计净利润不低于 20 亿元；

（3）不存在竞争；

（4）不接受联合求购。

综合考量，其他潜在的受让方有限，公司成功受让华星光电 30%股权概率较大。

（二）华星光电 2012Q4 单季盈利，日元贬值利好玻璃基板成本下降，预计增厚公司 2013 年业绩 0.04 元左右

2012 年 9 月份，华星光电提前三个月实现项目设计产能 10 万片，并实现经营性盈利。2012 年 12 月份玻璃基板投片量提升至 12.02 万片。产品综合良品率 95%以上，已达到行业先进水平。

2012 年，华星光电液晶面板销售合计 1085 万片，实现销售收入 72.4 亿元，净利润 3.2 亿元，其中经营性亏损 0.63 亿元。其中，**公司四季度实现收入 38.6 亿元，已实现经营性盈利 4.47 亿元，净利润 3.9 亿元。**

目前华星光电已导入了 28 吋、32 吋、37 吋、46 吋、48 吋、55 吋和 110 吋液晶面板和模组产品，并在产品中全面应用了自主研发的具有高光穿透率的 HVA 技术，有效降低了液晶电视能耗和背光成本。目前华星光电的主销产品为 32 吋液晶面板和模组产品，六成以上供给非 TCL 品牌，产品的技术和质量已经获得了国外知名整机厂商的肯定。**2012 年四季度，公司已成为全球最大的 32 吋面板供应商。**

2013 年，电视、电脑、手机等电子产品大屏化趋势不可逆转，全球液晶显示屏总需求面积保持稳定增长。同时，2013 年暂无新增高世代面板产能释放，液晶电视面板产品供需关系依然趋紧，预计 2013 年面板价格将稳中有升。

2013 年公司除 32 吋面板外，下半年还将主推 55 吋全高清面板，预计对面板价格和盈利

水平将形成有效提升。2013 年预计华星光电可实现液晶面板和模组产品销量 1800 万片。

2013 年以来，日元大幅贬值，造成日本供应原材料价格下降，面板企业玻璃基板成本下降，有利于面板盈利水平提升。2013 年预计面板价格逐步企稳，预计 4 月后价格稳中有升。2013 年华星光电还将逐步推出大尺寸及超高清面板，利好公司产品结构优化，预计 2013 年华星光电业务净利润有望超 15 亿元。

目前公司持有华星光电 55% 股权，若交易成功完成，持股比例提升至 85%，综合考虑预计将增厚公司 2013 年 EPS 0.04 元左右。

（三）关注华星光电相关政策补贴

根据前期规划时签订的合同，华星光电项目预计或有 40 多亿补贴，目前公司正积极申请。根据华星光电的产能及良品率的稳定情况，补贴将逐步确认。但补贴的金额、补贴的时点和节奏，还需要跟踪。

（四）发挥垂直一体化优势，液晶产业链综合竞争力加强

面板业务发展，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。

2013 年 1-2 月，公司多媒体实现彩电销售 272 万台，同比增长 27%，其中内销增长约 80%，出口受 OEM 订单波动影响有所下滑。2013 年公司彩电销量目标 1800 万台，增 15.9%。随着华星光电业务逐步实现盈利，2013 年多媒体彩电业务将更加强调利润增长。

二、公司未来主要看点：

（一）面板价格维稳，利好华星光电业务发展

2012 年面板价格出现较大涨幅，华星面板业务充分受益，四季度已实现较好盈利。2012 年 12 月份华星光电玻璃基板投片量已达 12 万片，产品综合良品率达到 95.9%，32 寸液晶面板产品出货量已排名全球第一，外供比例已达 60%。2013 年计划销售目标 150 亿元。

2013 年以来，日元大幅贬值，造成日本供应原材料价格下降，面板企业玻璃基板成本下降，有利于面板盈利水平提升。2013 年预计面板价格逐步企稳，预计 4 月后价格稳中有升。

随着电视、手机等电子产品大尺寸化趋势发展，未来面板总需求持续增长，面板产能供给短期不会大幅增长，预计在可预期的较长时间，面板价格维持较为稳定水平。

此外，华星光电项目预计或有 40 多亿补贴，根据华星光电的产能及良品率的稳定情况，补贴将逐步确认。但补贴的金额、补贴的时点和节奏，还需要跟踪。

（二）彩电行业需求向好，生态明显优化

2013 年以来，彩电终端需求增长表现良好。随着液晶电视的价格下降，电视更新速度和

普及程度还在不断深化。预计 2013 年彩电需求还降稳步增长。

中国的黑电行业作为家电行业发展的排头兵，既经历过高发展、高盈利的阶段，也饱受了价格战竞争之苦。由于黑电行业技术变革较快，下游厂商对上游的依赖性较强，市场较为分散。同时，外资品牌利用技术和上游资源上的优势，对国内品牌打压较重，造成国内黑电行业相对较恶劣的竞争环境，行业盈利能力较低。但随着日系企业的全面衰退，加上国内面板供应完成国有化，上游短板解决，我们按照波特五力分析，几乎价值链每个环节都有所优化，我国黑电制造业竞争生态逐步优化。

1. 日本彩电制造竞争力下降，带来国内彩电制造机会。

日本彩电企业竞争力显著下降，而且会持续，民族品牌竞争力会逐步增强，一方面中国彩电企业会争食日本企业让出的市场份额，市场份额会提升，销售会超越行业整体。另一方面随着市场集中，中国各大彩电企业的整体盈利水平也会提升。

2. 高世代面板上线，打通产业链，有利于国内企业竞争力提升。

2012 年以来，伴随着液晶电视行业竞争趋于平衡，技术的成熟，内资企业在完成面板国有化。京东方、华星光电面板企业高世代液晶面板相继投产，打通产业链，有利于国内整机企业协调上下游制造，加快产品生产周期，提升产品竞争力。面板供应完成国有化，国内彩电企业对外资上游的依赖性降低，更有利于内资彩电品牌竞争力提升。

3. 电子商务大发展，家电卖场绝对主导地位动摇，彩电制造业议价权加强。

国内彩电销售对 KA 等大电器连锁依赖较高，电视制造在产业链中很难取得产品定价权。2012 年电子商务的兴起，对传统电器连锁造成较大冲击。彩电制造企业产业链话语权加强，有利于行业生态优化。

电视产品由于安装简便，主流电视厂商供应链完善，电视产品体积不算大，重量适当，因此较好地适应电子商务渠道，传统电器卖场在彩电行业的话语权有所降低。彩电制造企业产业链议价权加强，有利于行业生态优化。

2013 年 1-2 月，公司多媒体实现彩电销售 272 万台，同比增长 27%，其中内销增长约 80%，出口受 OEM 订单波动影响有所下滑。2013 年公司彩电销量目标 1800 万台，增 15.9%。随着华星光电业务逐步实现盈利，2013 年多媒体彩电业务将更加强调利润增长。

（三）彩电业务增长迅猛，产业链融合提升综合竞争力

1. 日本彩电份额下降，公司份额提升明显

2012 年日资彩电品牌全面衰退，给内资彩电龙头提供了机会，内资品牌行业龙头 TCL、海信、创维，抢占部分份额，行业集中度逐步提升。2012 年，TCL 实现 LCD 电视机销售 1578 万台，较去年同期增长 42.6%。公司彩电销量市场份额居全球第四，国内第一。

2. 产业链融合提升综合竞争力

随着华星光电面板产品良品率逐渐稳定，大尺寸产量逐步释放，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，提升公司综合竞争力。

TCL 渠道广、产业配套到位、规模优势明显，产业价值链话语权争夺中，优势不断强化，有利于公司巩固龙头地位，提升盈利水平。

（四）大股东连续增持，公司积极维护股价

2012 年，公司董事长李东生先后 11 次增持，2013 年新年再度增持，李东生先生又增持公司股份 745 万股。

自 2012 年 5 月起，李东生先生累计增持公司股份 13 次，合计 4245.5 万股，累计耗资约 9053 万元。公司维护股价意愿强烈。

表 1: TCL 董事长增持情况

时间	增持数量 (万股)	占总股本比 例 (%)	增持均 价 (元)	增持金额 (万元)	增值后股本 (万股)	增持后持 股总占比
20120507	553	0.07%	2.169	1200	46536	5.49%
20120517	665	0.08%	2.172	1444	47,201	5.57%
20120621	191	0.02%	2.09	400	47,392	5.59%
20120627	198	0.02%	2.02	400	47,590	5.61%
20121106	403	0.05%	1.984	799	47,993	5.66%
20121115	300	0.04%	2.04	612	48,293	5.70%
20121121	186	0.02%	2.09	388	48,479	5.72%
20121129	680	0.08%	2.057	1399	49,159	5.80%
20121221	325	0.04%	2.15	699	49,484	5.84%
20130116	745	0.09%	2.3	1714	50,229	5.93%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

三、盈利预测及估值

若交易成功完成，暂不考虑债务豁免带来的较大额度补贴，预计公司 2013/2014 年净利润分别 22 和 28 亿元，约合 EPS 0.26 和 0.33 元。由于公司主要业务周期性强，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。目前股价相对 2013 年业绩估值在 10 倍左右。考虑到目前面板供应进展良好，华星光电与多媒体产业链竞争力加强，公司业绩弹性较大，或有相应政策补贴，具有良好的市场人气，我们给予“推荐”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

表 2: 考虑华星光电 30% 股权成功购买后盈利预测表

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E
一、营业总收入	51,870	60,834	69,629	84,434	97,677
其中: 主营业务收入	51,834	60,752	69,448	84,241	97,467
营业收入增长率	17.0%	17.2%	14.3%	21.3%	15.7%
利息收入	36	83	180	193	210
二、营业总成本	52,201	59,927	69,648	82,755	95,024
其中: 营业成本	44,535	51,119	58,108	70,037	80,693
毛利率(简单测算)	14.1%	15.9%	16.3%	16.9%	17.2%
利息支出	1	2	16	10	15
营业税金及附加	121	454	409	497	575
销售费用	5,101	5,457	6,583	7851	8869
销售费用率	9.8%	9.0%	9.5%	9.3%	9.1%
管理费用	2,161	2,800	3,839	4060	4622
管理费用率	4.2%	4.6%	4.9%	4.8%	4.7%
财务费用	33	-63	351	200	150
资产减值损失	249	158	342	100	100
加: 公允价值变动收益	-51	-2	-33	0	0
投资收益及其它	225	316	296	220	100
三、营业利润	-157	1,221	243	1,899	2,753
加: 营业外收入	1,145	937	1,443	2085	2100
减: 营业外支出	215	115	46	255	260
四、利润总额	773	2,043	1,640	3,729	4,593
减: 所得税费用	300	372	367	824	1,011
综合所得税率	38.9%	18.2%	22.4%	22.1%	22.0%
五、净利润	473	1,672	1,273	2,904	3,582
归属于母公司净利润	433	1,014	796	2,241	2,776
净利润率	0.8%	1.7%	1.1%	2.7%	2.8%
少数股东损益	40	658	477	663	806
少数股东损益占比	8.4%	39.4%	37.4%	22.8%	37.0%
六、总股本	8476	8476	8476	8476	8477
七、按期末股数简单每股收益:	0.05	0.12	0.09	0.26	0.33
净利润增长率	-7.9%	134.2%	-21.5%	181.5%	23.9%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net