

TCL 集团 (000100.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

王晓莹

分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蔡益润

联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

华星光电向核心团队实施股权激励, 留住人才

事件

TCL 集团发布公告, 为保留核心管理团队及核心技术团队, 保持并提升公司竞争力, 华星光电董事会决定向其高级管理人员和骨干员工定向增发扩股, 实行股权激励计划。由于本次激励计划中, 激励对象包括 TCL 集团董事、华星光电 CEO 薄连明先生, 因此构成 TCL 集团有关共同投资及股权转让的管理交易及董事薪酬事项。

本次激励对象: 华星光电的董事、监事、中高级管理人员, 核心技术(业务)人员, 以及未来引进的核心员工。华星光电 CEO 在华星光电董事会授权范围内批准激励对象名单及激励额度。

激励额度: 拟向激励对象和 TCL 集团设立的公司定向授予合计不超过华星光电新增 3.5 亿元注册资本的认购权(华星光电目前注册资本为 100 亿元), 其中激励对象设立的公司或合伙企业认购不超过 1.16 亿元注册资本, TCL 集团设立的公司认购不低于 2.34 亿元注册资本。

认购方式及价格: 均以现金认购, 认购价格均为 1.06 元/1 元注册资本。

认购时间: 认购事项于 2013 年完成。

业绩条件及股权转让价格、金额: 见图表 1。如果业绩达不到约定条件, TCL 集团设立的公司将不再向激励对象设立的公司或合伙企业转让该年度对应的股权, 该部分股权及收益归 TCL 集团设立的公司所有。

认购价格调整: 自激励对象授权日至 2015 年 6 月 30 日如果华星光电分红, 则 TCL 集团设立的公司相应调整转让价格, 激励对象按调整后价格认购。

期权费用的会计处理: 对期权费用的初步测算及摊销额预测如图表 2 和图表 3, 该费用将由华星光电承担。

评论

华星光电以接近净资产的价格实施股权激励计划, 且业绩条件不高, 目的是留住核心人才团队: 从我们对华星光电 2013-2015 年收入利润预测来看, 2013、2014 年预期能分别实现净利润 19.3、18.6 亿元(图表 4), 因此股权激励条件中实现净利润超过 12 亿元的难度不大; 股权激励的价格接近净资产, 参考的是深超投转让华星光电 30% 股权给 TCL 集团的评估价格, 溢价度也很低; 以上设置的目的是为了留住核心人才团队, 因为随着国内几条新 8.5 代线的建设, 人才资源紧俏, 公司未雨绸缪以较低门槛的股权激励稳住人才为明智之举。

面板投资是国家战略, 近两三年国内的面板线保持盈利高景气度可期: 在电子信息制造业“十二五”规划的发展目标中, 到 2015 年平板电视面板自给率要达到 80% 以上, 按照届时液晶电视年产 1.5 亿台计算, 目标要实现 1.2 亿片自给。届时电视机的平均尺寸可能提高到 40 寸左右, 一条 8.5 代线的玻璃基板可切 18 片 32 寸或 8 片 46 寸, 按平均可切 13 片、玻璃基板投片量 144 万片计算, 每条线约可生产 1800 台电视, 目前国内已投产、在建和拟建的 TV 面板线(均为 8.5 代线)共有 8 条, 但最晚的南京熊猫可能要 2015 年才投产, 因此在 2013-2015 年国内的已投产面板线保持高盈利景气度可期。

盈利预测及投资建议

盈利调整: 由于公司受让深超投所持有的华星光电 30% 股权在年底交割前的损益大概率是计入资本公积, 因此我们调整 2013 年盈利预测, 维持 2014、15 年预测不变, 依然不考虑委托贷款豁免, 预计 2013-2015 年公司收入分别为 882、968、1035 亿元, 增速为 26.7%、9.7%、6.9%; EPS 为 0.263、0.354、0.402 元, 净利润增速为 180%、34.2%、13.8%。

投资建议: 预计面板行业盈利的高景气度将持续到 1H14, 而且今年将持续加码, 因此今年公司股价随时间推移和面板价格环比上涨而向上的确定性大, 合理价格区间根据对华星光电用 PB 法, 其他业务用 PE 法(图表 5)为 3.15-3.66 元, 景气度推升下股价有望达到上限, 距离现价还有 25% 空间, 维持“买入”评级。

图表1: 股权激励业绩条件及相应的转让价格及股权金额

年度	华星光电的业绩条件	转让价格及股权金额
2013	i. 净利润不低于 12 亿元人民币且经营活动现金净流量不低于 30 亿元人民币;	i. 2014 年 4 月 1 日起三个月内, 以 1.10 元/1 元注册资本作价向激励对象转让不超过 1.17 亿元注册资本对应的股权;
	ii. 净利润在 10-12 亿元人民币之间且经营活动现金净流量不低于 25 亿元人民币;	ii. 2014 年 4 月 1 日起三个月内, 以 1.10 元/1 元注册资本作价向激励对象转让不超过 0.936 亿元注册资本对应的股权;
	iii. 净利润低于 10 亿元人民币或者经营活动现金净流量低于 25 亿元人民币。	iii. 不转让股权
2014	iv. 净利润不低于 12 亿元人民币且经营活动现金净流量不低于 30 亿元人民币;	iv. 2015 年 4 月 1 日起三个月内, 以 1.15 元/1 元注册资本作价向激励对象转让不超过 1.17 亿元注册资本对应的股权;
	v. 净利润在 10-12 亿元人民币之间且经营活动现金净流量不低于 25 亿元人民币;	v. 2015 年 4 月 1 日起三个月内, 以 1.15 元/1 元注册资本作价向激励对象转让不超过 0.936 亿元注册资本对应的股权;
	vi. 净利润低于 10 亿元人民币或者经营活动现金净流量低于 25 亿元人民币。	vi. 不转让股权

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 以 2013 年 5 月 14 为授予日测算的期权费用

行权期	授予数量 (万份)	每份期权价值 (元)	期权费用 (万元)
第一个行权期	11,700	0.13	1,521
第二个行权期	11,700	0.18	2,106
合计	23,400		3,627

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 初步测算的期权费用摊销额 (将随股价变化而变化)

单位: 万元	2013 年摊销	2014 年摊销	2015 年摊销	合计
第一个行权期	1,065	456	-	1 521
第二个行权期	670	1,149	287	2,106
合计	1,735	1,605	287	3,627

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 华星光电收入利润及对 TCL 集团 EPS 贡献预测

(单位: 亿元)	1Q13	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013年 E	2014年 E	2015年 E
收入	33.63	37.52	40.43	43.12	154.7	160.2	159.2
营业利润	3.91	4.37	5.45	6.24	20.0	18.9	17.8
营业外收入	0.6	0.6	0.6	0.6	2.5	3.0	3.6
华星光电净利润	4.08	4.24	5.16	5.83	19.3	18.6	18.2
归属上市公司的净利润 (2013按55%权益, 2014、2015按85%权益)	2.2	2.3	2.8	3.2	10.6	15.8	15.4
贡献EPS (元)	0.026	0.028	0.033	0.038	0.125	0.186	0.182

来源: 国金证券研究所

图表5: 公司分拆估值

(亿元)	2013年 收入E	2013年 净利润E	2013 PE	2013市值	股权比例	按持有股 权比例的 市值	说明
多媒体	371.4	10.4	12	124.8	61.9%	77.2	参考海信估值, 考虑TCL多媒体规模和净利率的提升空间, 给予12倍PE
通讯	107.5	0.1		32.0	49.7%	15.9	港股TCL通讯市值32亿人民币(5月3日)
家电	88.2	2.5	12	29.6	100.0%	29.6	参考科龙、美菱等二三线白电企业估值
部品(泰科立)	33.4	0.7	15	10.0	55.0%	5.5	参考家电配件公司估值
房地产与投资	5.1	0.8	10	7.7	66.5%	5.1	根据存量土地资产给予10倍PE
物流与服务(翰林汇)	137.4	2.5	18	44.5	80.0%	35.6	参考有日日顺业务的港股海尔电器PE
	2013净资产E		2013 PB				
华星光电	102.0		1.5-2	153-204	85.0%	98.3-141.6	考虑到华星光电今年盈利高景气, PB给予1.5-2倍。由于收购30%股权将动用公司现金及或有银行贷款或发债融资, 因此要扣除1倍PB的收购成本即31.8亿。
TCL集团合计					下限	267.2	3.15
					上限	310.6	3.66

来源: 国金证券研究所

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表6: 公司三张报表与预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	51,870	60,834	69,629	88,228	96,800	103,465
增长率		17.3%	14.5%	26.7%	9.7%	6.9%
主营业务成本	-44,536	-51,119	-58,124	-74,091	-81,373	-86,885
%销售收入	85.9%	84.0%	83.5%	84.0%	84.1%	84.0%
毛利	7,334	9,715	11,505	14,138	15,427	16,580
%销售收入	14.1%	16.0%	16.5%	16.0%	15.9%	16.0%
营业税金及附加	-121	-454	-409	-441	-484	-517
%销售收入	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-5,101	-5,457	-6,583	-6,352	-6,873	-7,346
%销售收入	9.8%	9.0%	9.5%	7.2%	7.1%	7.1%
管理费用	-2,161	-2,800	-3,839	-3,617	-3,969	-4,242
%销售收入	4.2%	4.6%	5.5%	4.1%	4.1%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	-49	1,004	674	3,727	4,102	4,475
%销售收入	n.a	1.7%	1.0%	4.2%	4.2%	4.3%
财务费用	-33	63	-351	-367	-444	-341
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-249	-158	-342	-195	-168	-156
公允价值变动收益	-51	-2	-33	0	0	0
投资收益	225	313	296	300	300	300
%税前利润	29.1%	15.3%	18.0%	6.6%	6.0%	5.3%
营业利润	-158	1,220	243	3,465	3,790	4,278
营业利润率	n.a	2.0%	0.3%	3.9%	3.9%	4.1%
营业外收支	930	822	1,397	1,080	1,200	1,400
税前利润	773	2,043	1,640	4,545	4,990	5,678
利润率	1.5%	3.4%	2.4%	5.2%	5.2%	5.5%
所得税	-300	-372	-367	-1,000	-1,098	-1,249
所得税率	38.9%	18.2%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	472	1,671	1,273	3,545	3,892	4,429
少数股东损益	40	658	477	1,312	895	1,019
归属于母公司的净利润	433	1,013	796	2,233	2,997	3,410
净利率	0.8%	1.7%	1.1%	2.5%	3.1%	3.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	25,946	21,368	17,798	9,000	9,000	9,969
应收款项	9,641	15,562	18,549	22,915	23,815	25,455
存货	7,689	8,472	11,956	11,164	12,262	13,092
其他流动资产	1,250	2,822	2,876	2,756	2,974	3,140
流动资产	44,526	48,223	51,179	45,835	48,051	51,656
%总资产	83.3%	65.2%	64.0%	58.3%	59.2%	63.2%
长期投资	1,972	2,149	2,821	2,822	2,821	2,821
固定资产	4,769	21,056	22,296	27,864	28,304	25,443
%总资产	8.9%	28.4%	27.9%	35.5%	34.9%	31.1%
无形资产	1,562	2,439	3,064	1,683	1,574	1,474
非流动资产	8,800	25,791	28,566	32,371	32,702	29,741
%总资产	16.5%	34.8%	35.7%	41.2%	40.3%	36.4%
资产总计	53,478	74,014	79,954	78,560	81,106	81,750
短期借款	15,423	12,981	11,361	8,879	5,274	0
应付款项	13,203	22,533	26,197	29,626	32,524	34,732
其他流动负债	1,890	2,592	7,688	4,207	4,511	4,743
流动负债	30,517	38,106	45,246	42,713	42,309	39,475
长期贷款	1,929	11,402	8,258	8,258	8,258	8,259
其他长期负债	2,939	5,223	6,008	3,870	3,870	3,870
负债	35,386	54,731	59,512	54,841	54,438	51,604
普通股股东权益	10,274	11,306	11,746	13,457	15,352	17,660
少数股东权益	7,818	7,978	8,487	9,798	10,693	11,712
负债股东权益合计	53,478	74,014	79,954	78,560	81,106	81,750

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.147	0.239	0.094	0.263	0.354	0.402
每股净资产	2.424	1.334	1.386	1.588	1.811	2.084
每股经营现金净流	0.188	0.197	0.462	0.318	0.959	0.882
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	4.21%	8.96%	6.78%	16.60%	19.52%	19.31%
总资产收益率	0.81%	1.37%	1.00%	2.86%	3.72%	4.21%
投入资本收益率	-0.08%	1.72%	1.18%	6.57%	7.36%	8.41%
增长率						
主营业务收入增长率	17.10%	17.28%	14.46%	26.71%	9.72%	6.89%
EBIT增长率	N/A	-2138.29%	-32.87%	453.03%	10.06%	9.10%
净利润增长率	-7.98%	134.24%	-21.43%	180.56%	34.17%	13.80%
总资产增长率	76.88%	38.40%	7.74%	-1.93%	3.26%	0.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.1	38.8	39.8	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	60.1	60.3	65.3	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	55.2	56.7	68.9	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	20.3	63.8	111.8	110.9	102.0	84.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.85%	35.35%	28.40%	49.35%	30.22%	5.55%
EBIT利息保障倍数	-1.5	-15.9	1.9	10.2	9.2	13.1
资产负债率	66.17%	73.95%	74.63%	70.22%	67.64%	63.73%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	472	1,671	1,273	3,545	3,892	4,429
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	957	1,000	2,663	2,854	4,047	4,327
非经营收益	14	-165	309	-418	-786	-1,075
营运资金变动	-159	-391	-394	-3,287	978	-203
经营活动现金净流	1,284	2,116	3,851	2,695	8,130	7,479
资本开支	-2,863	-15,658	-5,427	-5,683	-3,009	190
投资	-1,055	-1,010	2,567	-1	0	0
其他	46	54	92	300	300	300
投资活动现金净流	-3,872	-16,615	-2,767	-5,384	-2,709	490
股权募资	9,042	130	360	586	0	0
债权募资	4,878	12,309	1,404	-5,886	-3,606	-5,273
其他	-592	-1,092	-1,648	-808	-1,816	-1,727
筹资活动现金净流	13,328	11,347	116	-6,108	-5,421	-7,000
现金净流量	10,740	-3,152	1,199	-8,798	0	969

来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-01-10	增持	2.21	2.48 ~ 2.48
2	2013-02-28	增持	2.43	2.76 ~ 2.76
3	2013-03-29	增持	2.59	2.89 ~ 2.89
4	2013-04-09	增持	2.68	N/A
5	2013-04-25	增持	2.93	3.15 ~ 3.66
6	2013-05-03	买入	2.92	3.15 ~ 3.66
7	2013-05-08	买入	2.86	3.15 ~ 3.66
8	2013-05-14	买入	2.94	3.15 ~ 3.66

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net