

TCL 集团 (000100.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

蔡益润

联系人
(8621)61356501
caiyr@gjzq.com.cn

王晓莹

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

贷款豁免增厚业绩点评, 及前期调研纪要

事件

TCL 集团发布公告: 2013 年 6 月 14 日, 根据第三方专业机构出具的华星光电第 8.5 代线 TFT-LCD 生产线产能评估报告以及深超公司与本公司签署的合作协议、深超公司与华星光电签署的委托贷款合同的约定, 深超公司同意豁免华星光电 51.0 亿元人民币的债务。

该笔委托贷款属于政府补助, 应确认为递延收益, 并在相关资产使用寿命内平均分配, 计入当期损益, 预计将增加华星光电 2013 年收益约 3.8 亿元。鉴于公司已经签约收购深超公司在华星光电 30% 的股权, 在该部分股权收购完成后, 以上增厚将按照 85% 计入合并财务报表。

我们于 6 月 14 日调研公司, 纪要附后。

评论

豁免的委托贷款将按照 7 年左右分摊, 增厚明后年业绩约 0.056 元: 由于华星光电资产以生产型设备为主, 因此参考其折旧年限, 按照 7 年左右分摊, 据此测算, 每年可获得约 7.29 亿元贷款豁免, 考虑所得税和 85% 的权益, 增厚业绩约 0.056 元。今年从 6 月 14 日起计算, 因此对业绩增厚约为 3.8 亿元。分摊年限基本符合我们之前预期。

大尺寸面板占比超预期上升将有效对冲面板价格下降, 预计华星光电今年盈利水平可维持: 公司近期股价出现下跌, 原因主要是 32 寸面板价格在 6 月份出现下跌, 令投资者担心今年华星光电的盈利会低于市场预期。但是, 我们也应当注意到超预期因素: 公司今年推出了 55 寸面板, 同时整体尺寸也在提高。这种变化将带来收入和利润的增长: 同一块玻璃基板, 如果切成 18 块 32 寸 opencell, 按均价 100 美金计算, 收入为 1800 美金; 而如果切成 6 块 55 寸 opencell, 按保守均价 330 美金计算, 则收入为 1980 美金, 收入可提高 10%, 而成本 (包括固定资产折旧、玻璃基板投入、经营费用) 几乎没有增加, 因此增加的收入中绝大部分可以直接进入净利润, 从而显著提高净利润约 8-9 个百分点。我们重新测算了包含 55 寸面板的情况下华星光电的盈利情况, 发现尺寸的增长可以有效对冲面板价格的小幅下跌, 维持华星光电全年的盈利水平不下降 (图表 1 和图表 2)。如果大尺寸面板占比进一步提升, 业绩还有超预期的可能。

通讯业务有望在 2Q13 实现微亏或基本盈亏平衡, 白电业务受益出口: 公司通讯业务在 1Q13 亏损 1.7 亿元, 但是 5 月单月智能手机销量突破盈亏平衡所需的 100 万台, 如果 6 月份能够延续该趋势, 则 2Q13 通讯业务有望取得微亏甚至基本盈亏平衡的业绩。公司的目标是全年通讯业务盈亏平衡。白电业务受益于产品质量改善及渠道拓展, 收入增长良好, 特别在出口市场增长更快。

投资建议

考虑贷款豁免后维持前期收入预测, 上调盈利预测: 贷款豁免按照 2013 年 55%、2014 和 2015 年 85% 计入合并报表, 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 0.277、0.396、0.448 元, 净利润增速为 194%、43.4%、12.9%。

投资建议: 根据对华星光电用 PB 法 (给予 1.5-2 倍 PB), 其他业务用 PE 法 (图表 3) 为 3.21-3.74 元, 距离现价还有 27% 以上空间, 维持“买入”评级。短期季节性淡季的面板价格环比下行不足担忧, 预期 8 月进入面板采购旺季后面板价格尤其是 32 寸 opencell 的价格将再次环比上涨到至少 102 美金, 同时大尺寸面板占比超预期提高、通讯业务改善将对冲负面因素, 因此现价可以获取短期反弹+中期业绩增长的收益。

公司认为乐视对行业的冲击程度仍有待观察，且自身可以跟上由此带来的市场变化

- 目前来看，乐视电视的销量并不大，对行业价格的影响有限。
- 对于未来可能的其他跟进者，很重要的一点是看是否有硬件厂商支持。目前富士康已经与乐视签署了排他性协议，因此跟进者的选择并不多，同时也可能无法进入高端产品市场。
- 另外不管是对于乐视还是跟进者，售后服务（包括调试、维修等）和门店展示都是进入门槛（电视机销售需要体验，不可能完全依靠网络销售）。
- 如果乐视的后付费模式能够成功的话，对行业内其他公司也会带来好处，公司也可以采取这种模式。公司本身很注重互联网电视的发展，已经占到内销量的 30%，在设计、性能等方面都有优势。从内容提供来说，公司和七家内容商都有合作，并不弱，相信能够跟上行业的发展。

下半年行业销量增速可能下降，但是面积增长仍快、产品结构提高可以对冲

- Displaysearch 对今年全球电视机销量增速预期是 8.5%，而实际 1Q13 全球增速仅为 3.7%，但中国 1Q13 增长很快。考虑到去年下半年基数比较大，预计今年下半年电视销量增速会下来，但是从销售面积来看不一定。
- 今年大尺寸电视的占比提升较快，比如 1Q13 的大尺寸（50 寸以上）占比超过 10%，而 1Q12 这个比例是 5-6%。Displaysearch 数据显示，1Q13 我国电视销量增长 28.4%，尺寸增长 1.9%，销售面积增长 33%。之前节能补贴政策反而延缓了尺寸的上升，预计补贴结束后大尺寸电视占比上升会更快。
- 另外，产品结构的变化也会影响单价进而影响收入，比如 4K 的占比提高可以拉动单价。现在 4K 面板的价格比为 1.3-1.4。与 OLED 相比，4K 的清晰度很好，画面细腻，颜色也不错，最大的优势在于便宜很多。

尽管面板价格有压力，但是华星光电的收入和盈利能力不会受到大幅影响

- 最近面板价格下跌的原因一是因为景气度高、盈利状况好，令面板厂的开工率普遍较高；二是节能政策退出的不确定因素给予价格一定压力。
- 但是一方面，尺寸持续增大提高了销售面积，另一方面大尺寸和 4K 占比的提高提升了面板平均价格，因此收入并不一定会降低。
- 另外，随着公司的产量提高，规模效应令公司成本下降，叠加日元贬值，令华星光电 1Q13 毛利率环比 4Q12 更有提高。
- 对于明年，新增的 8.5 代线中，三星、京东方、LG 最可能在明年投产，但是考虑到良品率爬坡的影响，预计能够释放的产能将增加供给约 10%，和明年消费面积的增速比较匹配，预计不会给面板价格带来太大的向下压力。目前只有友达和华星向外销售 55 寸 4K 面板。
- 由于拥有产业链一体化优势，华星光电的面板基本可以达到满产满销，其中 40-50% 产量由 TCL 多媒体消化。
- 未来为了参与规模竞争，公司基本确定将再新建一条 8.5 代线，但是不会向二级市场融资。具体规划还在研究中。

期待 TCL 通讯扭亏

- 去年亏损的原因是研发和推广的费用太高，1Q13 仍亏损达 1.7 亿。但是现在 5 月单月智能机销量已经达到盈亏平衡点 100 万台。公司的目标是二季度能够实现盈亏平衡，三四季度实现盈利，全年打平。
- 现在 TCL 通讯的研发能力已经有明显提高，有助于跟上市场节奏；但是公司目前仍在探寻进入运营商渠道的方法。

白电出口改善快

- 公司白电销售增长较快，原因一是与黑电共享渠道资源，带动规模快速增长；二是空调质量提升明显，促进出口。公司白电的改善主要来自海外市场。

图表1: 含55寸面板情况下, 华星光电收入详细测算

华星光电月盈利测算	Jan-13	Feb-13	Mar-13	Apr-13	May-13	Jun-13	Jul-13	Aug-13	Sep-13	Oct-13	Nov-13	Dec-13	2014年	2015年
月产能-玻璃投放量(万片)	10.3	9.8	10.7	11.2	11.7	12.0	12.0	12.4	12.9	13.0	13.0	13.0	156	160
良品率	96.3%	96.5%	96.8%	96.8%	96.5%	96.5%	96.5%	96.5%	96.5%	96.5%	96.5%	96.5%	96.7%	96.8%
产能利用率(考虑产销比)	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	100%	100%	100%	95%	93%
汇率	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
32寸占比	75%	75%	70%	70%	68%	68%	65%	65%	65%	65%	60%	60%	45%	40%
32寸产量(万片)	131	125	128	134	135	139	133	137	143	147	135	135	1161	1037
32寸Open Cell价格(美元)	103	102	101	100	100	99	99	102	102	102	101	101	99	98
28寸占比	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	1%
28寸产量(万片)	12	11	12	13	11	11	11	11	9	9	9	9	69	35
28寸Open Cell价格(美元)	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	97	94	94
37寸占比	12%	12%	14%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	10%
37寸产量(万片)	14	13	17	15	16	16	16	17	18	18	18	18	206	173
37寸Open Cell价格(美元)	137	136	135	135	136	136	137	137	138	138	138	139	133	130
46寸占比	5%	4%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	8%	8%	15%	12%
46寸产量(万片)	4	3	5	5	5	5	5	6	6	6	8	8	172	138
46寸Open Cell价格(美元)	227	226	225	224	223	223	223	224	224	224	224	224	215	212
48寸占比	3%	4%	5%	6%	8%	8%	10%	10%	10%	10%	12%	12%	16%	22%
48寸产量(万片)	2	3	4	5	7	7	9	9	10	10	12	12	183	254
48寸Open Cell价格(美元)	229	228	227	226	225	225	225	226	226	226	226	226	220	215
55寸占比	0%	0%	0%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	5%	5%	10%	15%
55寸产量(万片)	0	0	0	1	1	1	2	2	3	3	4	4	86	130
55寸Open Cell价格(美元)	342	340	339	338	337	336	335	334	333	332	330	328	322	320
收入(亿元)	11.3	10.7	11.6	12.1	12.6	12.8	12.8	13.5	14.1	14.5	14.4	14.4	159.9	159.2
折旧摊销费用(亿元)	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	22.5	22.5
原材料成本(亿元)	7.8	7.3	8.0	8.5	8.9	9.1	9.1	9.4	9.8	10.1	10.1	10.1	115.0	115.5
期间费用(亿元)	0.34	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	3.8	3.5
营业利润(亿元)	1.28	1.21	1.42	1.37	1.48	1.48	1.51	1.90	2.05	2.17	2.08	2.09	18.62	17.70
合计销量	163.2	155.5	165.8	172.8	175.7	180.2	176.6	182.5	187.6	192.9	186.4	186.4	1877.4	1765.9

来源: 国金证券研究所

图表2: 华星光电收入利润及对TCL集团EPS贡献预测

(单位: 亿元)	1Q13	2Q13 E	3Q13 E	4Q13 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
收入	33.63	37.49	40.44	43.22	154.8	159.9	159.2
营业利润	3.91	4.33	5.46	6.34	20.0	18.6	17.7
营业外收入	0.6	0.6	1.7	1.7	4.6	9.2	9.8
华星光电净利润	4.08	4.21	6.06	6.80	21.2	23.6	23.4
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	3.3	3.7	11.6	20.1	19.9
贡献EPS(元)	0.026	0.027	0.039	0.044	0.137	0.237	0.234

来源: 公司报表, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表3: 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	105.8		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	272.1	3.21
					上限	317.1	3.74

来源: 同花顺, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
 www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	51,870	60,834	69,629	88,236	96,775	103,459	货币资金	25,946	21,368	17,798	9,000	9,000	11,109
增长率		17.3%	14.5%	26.7%	9.7%	6.9%	应收款项	9,641	15,562	18,549	22,917	23,809	25,454
主营业务成本	-44,536	-51,119	-58,124	-74,091	-81,373	-86,885	存货	7,689	8,472	11,956	11,164	12,262	13,092
%销售收入	85.9%	84.0%	83.5%	84.0%	84.1%	84.0%	其他流动资产	1,250	2,822	2,876	2,756	2,974	3,140
毛利	7,334	9,715	11,505	14,145	15,402	16,574	流动资产	44,526	48,223	51,179	45,837	48,045	52,795
%销售收入	14.1%	16.0%	16.5%	16.0%	15.9%	16.0%	%总资产	83.3%	65.2%	64.0%	58.3%	59.2%	63.7%
营业税金及附加	-121	-454	-409	-441	-484	-517	长期投资	1,972	2,149	2,821	2,822	2,821	2,821
%销售收入	0.2%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	4,769	21,056	22,296	27,864	28,304	25,443
营业费用	-5,101	-5,457	-6,583	-6,353	-6,871	-7,346	%总资产	8.9%	28.4%	27.9%	35.5%	34.9%	30.7%
%销售收入	9.8%	9.0%	9.5%	7.2%	7.1%	7.1%	无形资产	1,562	2,439	3,064	1,683	1,574	1,474
管理费用	-2,161	-2,800	-3,839	-3,618	-3,968	-4,242	非流动资产	8,800	25,791	28,566	32,371	32,702	29,741
%销售收入	4.2%	4.6%	5.5%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	16.5%	34.8%	35.7%	41.2%	40.3%	35.9%
息税前利润 (EBIT)	-49	1,004	674	3,734	4,080	4,469	资产总计	53,478	74,014	79,954	78,562	81,100	82,889
%销售收入	n.a	1.7%	1.0%	4.2%	4.2%	4.3%	短期借款	15,423	12,981	11,361	8,711	4,627	0
财务费用	-33	63	-351	-365	-436	-317	应付款项	13,203	22,533	26,197	29,627	32,523	34,732
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.3%	其他流动负债	1,890	2,592	7,688	4,207	4,511	4,743
资产减值损失	-249	-158	-342	-195	-168	-156	流动负债	30,517	38,106	45,246	42,545	41,661	39,475
公允价值变动收益	-51	-2	-33	0	0	0	长期贷款	1,929	11,402	8,258	8,258	8,258	8,259
投资收益	225	313	296	300	300	300	其他长期负债	2,939	5,223	6,008	3,870	3,870	3,870
%税前利润	29.1%	15.3%	18.0%	6.3%	5.4%	4.8%	负债	35,386	54,731	59,512	54,673	53,789	51,604
营业利润	-158	1,220	243	3,474	3,776	4,296	普通股股东权益	10,274	11,306	11,746	13,564	15,823	18,514
营业利润率	n.a	2.0%	0.3%	3.9%	3.9%	4.2%	少数股东权益	7,818	7,978	8,487	9,861	10,865	11,998
营业外收支	930	822	1,397	1,289	1,820	2,020	负债股东权益合计	53,478	74,014	79,954	78,562	81,100	82,889
税前利润	773	2,043	1,640	4,763	5,595	6,315	比率分析						
利润率	1.5%	3.4%	2.4%	5.4%	5.8%	6.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-300	-372	-367	-1,048	-1,231	-1,389	每股指标						
所得税率	38.9%	18.2%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.147	0.239	0.094	0.276	0.396	0.447
净利润	472	1,671	1,273	3,715	4,364	4,926	每股净资产	2.424	1.334	1.386	1.600	1.867	2.184
少数股东损益	40	658	477	1,375	1,004	1,133	每股经营现金净流	0.188	0.197	0.462	0.313	0.942	0.867
归属于母公司的净利润	433	1,013	796	2,340	3,361	3,793	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	0.8%	1.7%	1.1%	2.7%	3.5%	3.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.21%	8.96%	6.78%	17.25%	21.24%	20.49%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	0.81%	1.37%	1.00%	3.00%	4.18%	4.62%
净利润	472	1,671	1,273	3,715	4,364	4,926	投入资本收益率	-0.08%	1.72%	1.18%	6.58%	7.32%	8.18%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	957	1,000	2,663	2,854	4,047	4,327	主营业务收入增长率	17.10%	17.28%	14.46%	26.72%	9.68%	6.91%
非经营收益	14	-165	309	-629	-1,414	-1,701	EBIT增长率	N/A	-2138.29%	-32.87%	454.05%	9.27%	9.55%
营运资金变动	-159	-391	-394	-3,289	985	-206	净利润增长率	-7.98%	134.24%	-21.43%	193.99%	43.59%	12.87%
经营活动现金净流	1,284	2,116	3,851	2,652	7,982	7,346	总资产增长率	76.88%	38.40%	7.74%	-1.93%	3.25%	2.22%
资本开支	-2,863	-15,658	-5,427	-5,474	-2,389	810	资产管理能力						
投资	-1,055	-1,010	2,567	-1	0	0	应收账款周转天数	41.1	38.8	39.8	35.0	35.0	35.0
其他	46	54	92	300	300	300	存货周转天数	60.1	60.3	65.3	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-3,872	-16,615	-2,767	-5,175	-2,089	1,110	应付账款周转天数	55.2	56.7	68.9	55.0	55.0	55.0
股权募资	9,042	130	360	586	0	0	固定资产周转天数	20.3	63.8	111.8	110.9	102.0	84.6
债权募资	4,878	12,309	1,404	-6,054	-4,085	-4,626	偿债能力						
其他	-592	-1,092	-1,648	-806	-1,808	-1,720	净负债/股东权益	-38.85%	35.35%	28.40%	48.28%	27.07%	1.60%
筹资活动现金净流	13,328	11,347	116	-6,275	-5,892	-6,346	EBIT利息保障倍数	-1.5	-15.9	1.9	10.2	9.4	14.1
现金净流量	10,740	-3,152	1,199	-8,798	0	2,109	资产负债率	66.17%	73.95%	74.63%	70.01%	66.84%	62.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-04-09	增持	2.68	N/A
2	2013-04-25	增持	2.93	3.15 ~ 3.66
3	2013-05-03	买入	2.92	3.15 ~ 3.66
4	2013-05-08	买入	2.86	3.15 ~ 3.66
5	2013-05-14	买入	2.94	3.15 ~ 3.66
6	2013-05-16	买入	2.98	3.15 ~ 3.66
7	2013-06-06	买入	2.61	3.15 ~ 3.66
8	2013-06-07	买入	2.56	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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jtzw.net

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作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