

## 华星光电获 51 亿债务豁免

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, 收到《华星光电委托贷款豁免事宜的通知》, 深超科技同意豁免华星光电 8.5 代面板项目 51.01 亿元债务。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一) 华星光电获 51 亿债务豁免。

截止 13 年 6 月 14 日, 华星光电累计收到深超科技用于面板项目建设的委托贷款 51.01 亿元。按照前期项目条款, 华星光电已达到债务豁免所需产能条件, 深超科技对 51.01 亿贷款予以豁免。此项债务豁免, 相当于深超公司代政府履行优惠政策, 属政府补助。

公司根据相关会计处理准则, 按照华星光电相关资产 7 年折旧年限, 补贴将按照 7 年计入收益。2013 年计入华星光电收益约为 3.8 亿元 (2013 年 6 月 14 日起), 未来每年华星光电将新增收益约 7.3 亿元。

TCL 集团已经签约收购深超公司在华星光电的 30% 股权, 该部分股权收购完成后, 华星光电补贴收益对公司的财务影响将按照 85% 计入合并财务报表。若 2013 年末股权完成交割, 预计增厚集团 EPS 0.02 元 (因交割原因, 2013 年部分可能计入资本公积), 2014 年后每年将增厚集团业绩 0.07 元。

##### (二) 玻璃基板成本下降, 华星光电盈利贡献稳定

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 年二季度后, 面板价格出现小幅下滑, 目前公司 32 吋面板仍保持 100 美元以上。同时, 日元大幅贬值, 日本供应原材料价格下降, 面板企业玻璃基板成本下降, 部分对冲面板价格下降对企业盈利影响。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 18 亿元。

##### (三) 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 1-5 月, 公司多媒体实现彩电销售 726 万台, 同比增长 26%。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。

##### (四) 通讯业务逐步好转, 期待二季度扭亏为盈

二季度后, 通讯业务逐步好转, 5 月智能手机实现销量突破 110 万台盈亏平衡量。公司研发和市场投入效果显现, 通讯业务有望在二季度实现扭亏为盈。2013 年公司还将加大新品推广和市场拓展, 计划通讯业务销量增长 25%。

#### 3. 投资建议

预计公司 2013 年 EPS 0.24 元 (利润不包括购买华星光电 30% 股权产生的收益, 因交割原因, 2013 可能计入资本公积。若计入利润, 将增厚 4 分钱, 达到 0.28 元), 2014 年预计实现 EPS 0.40 元。公司的估值已经不贵。公司业绩弹性较大。目前公司绝对股价较低, 具有良好的市场人气, 给予“谨慎推荐”评级。

#### 4. 风险提示: 面板价格下降, 终端需求增长放缓。

#### 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

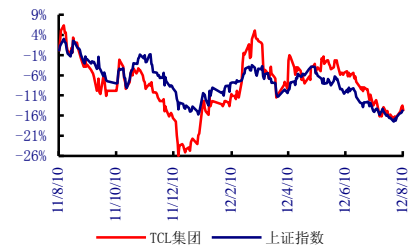
(Linhuanyu\_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

#### 市场数据 时间 2013.06.18

A 股收盘价(元)	2.63
A 股一年内最高价(元)	3.05
A 股一年内最低价(元)	1.71
上证指数	2159.29
市净率	1.85
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、华星光电获 51 亿债务豁免，预计 13 年增厚集团 EPS 0.02 元 .....	2
二、日元贬值利好玻璃基板成本下降，华星光电盈利贡献稳定 .....	2
三、发挥垂直一体化优势，液晶产业链综合竞争力加强 .....	2
四、公司未来主要看点: .....	3
五、盈利预测及估值 .....	5

## 图表目录

表 1: TCL 董事长增持情况 .....	4
表 2: 考虑华星光电 30% 股权成功购买后盈利预测表 .....	5

## 一、华星光电获 51 亿债务豁免，预计 13 年增厚集团 EPS 0.02 元

根据深圳市政府优惠政策及公司与深超科技签署的相关协议，深超科技将为华星光电 8.5 代线建设提供不超过 54.1 亿元的委托贷款。截止 13 年 6 月 14 日，华星光电累计收到深超科技用于面板项目建设的委托贷款 51.01 亿元。按照前期项目条款，华星光电已达到债务豁免所需产能条件，深超科技对 51.01 亿贷款予以豁免。此项债务豁免，相当于深超公司代政府履行优惠政策，属政府补助。

公司根据相关会计处理准则，按照华星光电相关资产 7 年折旧年限，补贴将按照 7 年计入收益。2013 年计入华星光电收益约为 3.8 亿元（2013 年 6 月 14 日起），未来每年华星光电将新增收益约 7.3 亿元。

2013 年 3 月，TCL 集团已经签约收购深超公司在华星光电的 30% 股权，该部分股权收购完成后，华星光电补贴收益对公司的财务影响将按照 85% 计入合并财务报表。若 2013 年末股权完成交割，预计增厚集团 EPS 0.02 元（因交割原因，2013 年部分可能计入资本公积），2014 年后每年将增厚集团业绩 0.07 元。

## 二、日元贬值利好玻璃基板成本下降，华星光电盈利贡献稳定

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 年末玻璃基板投片量提升至 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。

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。

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 年二季度后，面板价格出现小幅下滑，目前公司 32 吋面板仍保持 100 美元以上。同时，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，有利于部分对冲近期面板价格下降影响。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。

## 三、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1-5月，公司多媒体实现彩电销售726万台，同比增长26%。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。

## 四、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。

### （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年以来再度多次增持。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%
<b>20120517</b>	<b>665</b>	<b>0.08%</b>	<b>2.172</b>	<b>1444</b>	<b>47,201</b>	<b>5.57%</b>
20120621	191	0.02%	2.09	400	47,392	5.59%
20120627	198	0.02%	2.02	400	47,590	5.61%
<b>20121106</b>	<b>403</b>	<b>0.05%</b>	<b>1.984</b>	<b>799</b>	<b>47,993</b>	<b>5.66%</b>
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%
<b>20130116</b>	<b>745</b>	<b>0.09%</b>	<b>2.3</b>	<b>1714</b>	<b>50,229</b>	<b>5.93%</b>
20130510	600	0.07%	2.84	1704	50829	6.00%
20130513	69	0.01%	2.82	195.68	50898	6.00%
20130605	117	0.01%	2.57	299.41	51015	6.02%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 五、盈利预测及估值

预计公司 2013 年 EPS 0.24 元（利润不包括购买华星光电 30% 股权产生的收益，因交割原因，2013 可能计入资本公积。若计入利润，将增厚 4 分钱，达到 0.28 元），2014 年预计实现 EPS 0.40 元。公司的估值已经不贵。公司业绩弹性较大。目前公司绝对股价较低，具有良好的市场人气，给予“谨慎推荐”评级。

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	2013 年 E	2014 年 E
<b>一、营业总收入</b>	<b>51,870</b>	<b>60,834</b>	69,629	87,837	98,958
其中: 主营业务收入	51,834	60,752	<b>69,448</b>	<b>87,644</b>	<b>98,748</b>
营业收入增长率	17.0%	17.2%	14.3%	26.2%	12.7%
利息收入	36	83	<b>180</b>	<b>193</b>	<b>210</b>
<b>二、营业总成本</b>	<b>52,201</b>	<b>59,927</b>	<b>69,648</b>	<b>86,080</b>	<b>96,270</b>
其中: 营业成本	44,535	51,119	58,108	72,911	81,754
毛利率(简单测算)	14.1%	15.9%	16.3%	16.8%	17.2%
利息支出	1	2	16	10	15
营业税金及附加	121	454	409	517	582
销售费用	5,101	5,457	6,583	8168	8986
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	4224	4683
管理费用率	4.2%	4.6%	4.9%	4.8%	4.7%
财务费用	33	-63	351	150	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	200
<b>三、营业利润</b>	<b>-157</b>	<b>1,221</b>	<b>243</b>	<b>1,976</b>	<b>2,889</b>
加: 营业外收入	1,145	937	1,443	2185	2709
减: 营业外支出	215	115	46	155	200
<b>四、利润总额</b>	<b>773</b>	<b>2,043</b>	<b>1,640</b>	<b>4,006</b>	<b>5,398</b>
减: 所得税费用	300	372	367	886	1,188
综合所得税率	38.9%	18.2%	22.4%	22.1%	22.0%
<b>五、净利润</b>	<b>473</b>	<b>1,672</b>	<b>1,273</b>	<b>3,121</b>	<b>4,210</b>
归属于母公司净利润	<b>433</b>	<b>1,014</b>	<b>796</b>	<b>2,033</b>	<b>3,404</b>
净利润率	0.8%	1.7%	1.1%	2.3%	3.4%
少数股东损益	40	658	477	1,088	806
少数股东损益占比	8.4%	39.4%	37.4%	34.9%	19.1%
<b>六、总股本</b>	<b>8476</b>	<b>8476</b>	<b>8476</b>	<b>8476</b>	<b>8477</b>
七、按期末股数简单每股收益:	0.05	0.12	0.09	0.24	0.40
净利润增长率	-7.9%	134.2%	-21.5%	155.3%	67.5%

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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)