

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

股价跌至董事长增持均价以下，反弹空间大

事件

TCL 集团公告: 董事长、CEO 李东生基于对公司持续稳定发展的信心, 于 2013 年 6 月 25 日通过深交所证券交易系统增持了 142.3 万股公司股份, 成交均价为 2.113 元。今年以来, 李东生已累计增持公司股份 1673.2 万股, 占总股本的 0.2%。

评论

近期股价已跌破历史增持的平均成本, 董事长再次增持以表明认为股价被低估的态度: 昨天公司的收盘价为 2.14 元, 已低于董事长过去 12 次增持的平均成本 2.24 元 (不包括今天的增持), 董事长于此时再次增持, 表明了对公司前景的坚定信心以及认为股价被低估的态度。

图表1: 董事长李东生近期增持情况一览

时间	股份数 (万股)	均价 (元)	增持金额 (万元)	说明
2012年合计	3,500	2.10	7,340	公告合计9次
2013/1/14	355	2.30	817	公告
2013/1/15	390	2.30	897	
2013/5/10	600	2.84	1,702	公告
2013/5/13	69	2.82	196	
2013/6/5	117	2.57	299	公告
2013/6/25	142	2.11	301	公告
2013年合计	1,673	2.52	4,211	
两年合计	5,174	2.23	11,551	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

面板价格有望在 8 月旺季回升, 且大尺寸面板的盈利弹性高及占比提升可对冲价格下降: 6 月 19 日 Displaysearch 的 32 寸 opencell 价格环比下跌 1 美元至 98 美元, 再次引发市场对华星光电盈利水平的担心, 但是考虑到全球面板的供应仍偏紧, 我们认为随着 8 月面板出货旺季的来临, 面板价格有望出现回升。另一方面, 经过我们的测算, 假设每月投片 10 万片、良品率相同的情况下, 同一块玻璃基板切割成 55 寸面板产生的营业利润将比切成 32 寸面板高约一倍 (测算过程详见图表 2), 原因主要是收入提高而成本和费用增长很少, 因此公司的大尺寸面板占比提升可以有效对冲面板价格下跌的影响, 保证华星光电全年盈利达到预期。华星光电 2Q13 的毛利率环比已有提升。

投资建议

维持前期盈利预测: 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: 如按照华星光电用 PB 法估值 (按照历史均值 $1.5 \times 13\text{BPS}$)、其他业务用 PE 法估值, 目标价为 3.15 元 (见图表 3), 存在 45% 上涨空间。我们也测算了在市场悲观情况下, 估值可能受到影响而低于应有水平时的股票价值, 也达到 2.63 元, 存在 21% 的上涨空间 (见图表 4), 因此认为目前价位下, 股价短期内即有望实现上涨。另外, 根据公司每月披露的销量和华星光电经营数据测算, 预计中报净利润增速可达 200% 以上, 且 8 月份面板价格若实现上涨, 未来 3-6 个月内公司股价有进一步上探 3.15 元的可能, 维持“买入”评级。

图表2: 单片玻璃基板切成 32 寸面板和 55 寸面板的利润比较

	32 寸	55 寸	变化
产量	18	6	-67%
单价 (美元)	100	330	230%
单月收入 (美元)	1800	1980	10%
按照汇率 6.3 换算为人民币	11340	12474	10%
原材料成本 (元)	8000	8000	0%
折旧摊销 (元)	1900	1900	0%
期间费用 (元)	330	350	6%
单月营业利润(人民币)	1110	2224	100%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 公司分拆估值——目标情况下

(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(6月25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: 公司公告, 同花顺, 国金证券研究所

图表4: 公司分拆估值——估值受到市场悲观情绪影响低于下

(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	10	104.0	61.9%	64.4	参考海信近期估值, 考虑TCL多媒体规模和净利率的提升空间及产业链一体化优势, 给予高于海信的估值, 为10倍	
通讯	107.5	0.1		32.0	49.7%	15.9	港股TCL通讯市值32亿人民币(6月25日)	
家电	88.2	2.5	10	24.7	100.0%	24.7	参考科龙、美菱等二三线白电企业近期估值	
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	16	39.6	80.0%	31.7	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		1.2	127.0	85.0%	76.1	参考京东方A近期估值1.1倍PB, 考虑到华星光电的产业链一体化优势, 给予高于京东方A的1.2倍PB(已减去收购华星光电30%股权所对应的现金。	
TCL集团合计						下限	223.3	2.63

来源: 公司公告, 同花顺, 国金证券研究所

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%		应收账款	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	2013-04-25	增持	2.93	3.15~3.66
2	2013-05-03	买入	2.92	3.15~3.66
3	2013-05-08	买入	2.86	3.15~3.66
4	2013-05-14	买入	2.94	3.15~3.66
5	2013-05-16	买入	2.98	3.15~3.66
6	2013-06-06	买入	2.61	3.15~3.66
7	2013-06-07	买入	2.56	3.15~3.66
8	2013-06-18	买入	2.63	3.21~3.74

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