

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

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

多媒体盈利不达预期, 影响公司业绩增长

事件

TCL 集团发布 1H13 业绩预告: 预计上半年实现归属于上市公司股东净利润为 6.0-6.6 亿元, 同比增长 112-133%, 低于市场预期。

同时公司发布了 2013 年 6 月销量数据: 6 月单月 LCD 电视 78.9 万台 (YoY -7.8%), 其中内销 28.2 万台 (YoY -35.5%), 出口 49.6 万台 (YoY 23.1%)。移动电话 406 万台 (YoY -6.3%), 其中智能手机 132 万台 (YoY 126%)。空、冰、洗产品销量同比分别增长 32%、0.2% 和 17%。1-6 月累计销售 LCD 电视 805 万台 (YoY 22%); 移动电话 2063 万台 (YoY 11%), 其中智能手机 470 万台 (YoY 113%)。华星光电 6 月投片 11.5 万片, 液晶电视面板和模组产品销量合计 171 万片。

评论

预计业绩低于预期的主要原因是多媒体业务和其他业务, 华星光电和 TCL 通讯符合预期: 1) 二季度节能补贴政策明确退出后, 公司加大对 32 寸产品的促销力度, 导致 4、5 月份毛利率较低的 32 寸产品占销售总量的比例较高, 并增加了费用支出。预计下半年随着公司新品上市更换老款, 盈利将有所恢复。2) 华星光电在二季度的投片量保持较高水平, 预计盈利水平较好。3) 受益于公司智能手机新品的增长, 通讯业务在二季度单季实现扭亏, 符合预期。4) 根据我们的分业务测算结果, 预计除多媒体、通讯、华星光电以外的其他业务贡献的净利润同比有所下降, 但是这些并非公司的核心业务, 对公司的投资价值影响有限。

6 月 LCD 销量下滑因翘尾效应透支, 智能手机趋势良好: 6 月 LCD 电视内销同比下降 36%, 主要原因是政策退出带动的翘尾效应透支短期需求, 对此市场已有预期, 且我们预计该负面影响将逐步减弱。6 月智能手机出货量达到 132 万台, 超过 100 万台盈亏平衡点, 同时公司推出的中端新品利润率较高, 令通讯业务在 2Q13 实现单季扭亏, 预计下半年有望延续良好趋势, 实现盈利。

华星光电单月投片量保持高水平, 等待旺季价格回升: 6 月及整个 2Q13 单季度华星光电均保持较高投片量及盈利水平, 短期尽管存在面板价格下滑的压力, 但是一方面公司通过调整产品结构、生产价格的坚挺品种来提高盈利, 另一方面预计到 9 月进入生产旺季后, 32 寸 Opencell 价格有望回升至 100 美金以上, 因此我们维持对华星光电的盈利预测不变。

投资建议

小幅下调未来三年收入预测 1%和盈利预测 3-7%: 考虑到多媒体的促销力度高于预期, 我们小幅下调 2013-2015 年收入预测 1%、盈利预测 3-7%, 预计 2013-2015 年收入为 873、957、1023 亿元, 同比增速分别为 25.3%、9.7% 和 6.9%, EPS 为 0.258、0.378 和 0.434 元, 净利润同比增速为 174%、47%、15%。

投资建议: 维持公司合理价格区间根据对华星光电用 PB 法, 其他业务用 PE 法为 2.80-3.34 元, 距离现价还有 29% 以上空间, 维持“买入”评级。下半年 TCL 多媒体盈利有望改善, 同时进入旺季后 32 寸 Opencell 价格有望回升至 100 美金以上, 带动股价反弹。

www.jztzw.net

图表1: 公司 LCD 电视内外销出货量

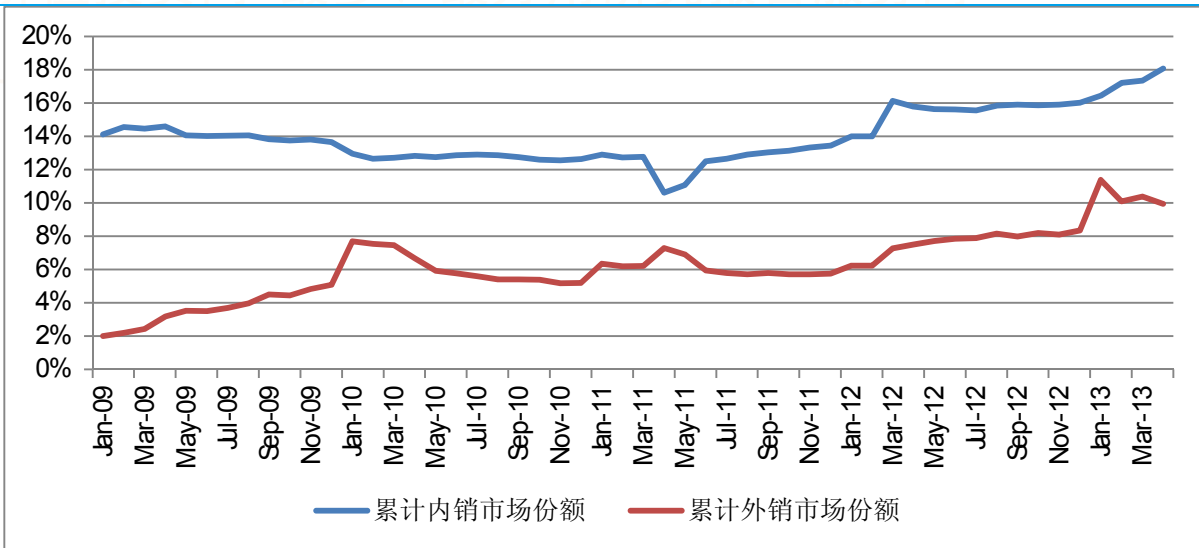
(千台)	当月			累计		
	LCD 电视	其中: 内销	其中: 出口	LCD 电视	其中: 内销	其中: 出口
1月	2,050	1,553	461	2,050	1,553	461
2月	668	321	329	2,718	1,874	790
3月	1,280	661	588	3,998	2,535	1,378
4月	1,813	961	772	5,811	3,496	2,150
5月	1,446	763	631	7,257	4,259	2,781
6月	789	282	496	8,046	4,541	3,277

来源: 国金证券研究所

图表2: 公司 LCD 电视内外销出货量增速

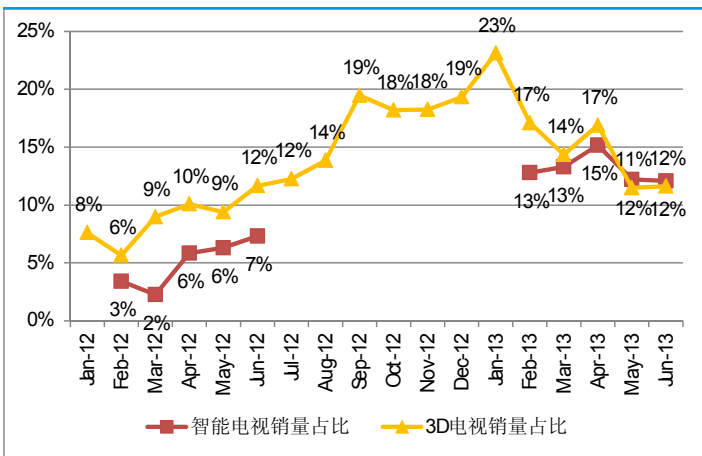
	当月			累计		
	LCD 电视	其中: 内销	其中: 出口	LCD 电视	其中: 内销	其中: 出口
1月	53%	92%	-14%	53%	92%	-14%
2月	-15%	-7%	-26%	27%	62%	-19%
3月	11%	18%	5%	22%	49%	-9%
4月	25%	30%	15%	23%	43%	-2%
5月	41%	67%	15%	26%	47%	2%
6月	-8%	-35%	23%	22%	36%	4%

图表3: TCL 集团电视内销和出口市场份额



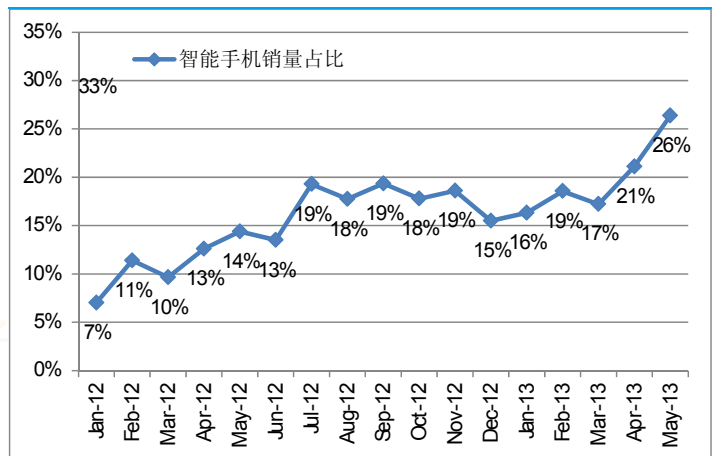
来源: 产业在线, 国金证券研究所

图表4: 公司智能电视销售占比回落



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 公司智能手机销量占比明显提升



图表6: 7月上32寸OpenCell价格下降1美金

尺寸	分辨率	2013/3/19	2013/4/19	2013/5/20	2013/6/19	2013/7/3	变动额	变动幅度
32" Open Cell	WXGA	\$101	\$100	\$100	\$98	\$97	-\$1	-1%
39" 120 Hz Edge-LED	Full HD	\$218	\$216	\$214	\$208	\$205	-\$3	-1%
40-42" 120 Hz Edge-LED	Full HD	\$277	\$276	\$273	\$265	\$261	-\$4	-2%
46" 120Hz Edge-LED	Full HD	\$349	\$349	\$347	\$342	\$338	-\$4	-1%
50" 120Hz Edge-LED	Full HD	\$371	\$368	\$364	\$357	\$354	-\$3	-1%

来源: Displaysearch, 国金证券研究所

图表7: 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	37.49	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: 公司财报, 国金证券研究所

图表8: 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	361.8	8.4	10	84.0	61.9%	52.0	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		33.8	49.7%	16.8	港股TCL通讯市值34亿人民币(7月9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	2.0	16	32.0	80.0%	25.6	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		159-212	85.0%	103-148	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	237.7	2.80
					上限	282.7	3.34

来源: 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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	51,870	60,834	69,629	87,267	95,690	102,286
增长率		17.3%	14.5%	25.3%	9.7%	6.9%
主营业务成本	-44,536	-51,119	-58,124	-73,292	-80,483	-85,929
%销售收入	85.9%	84.0%	83.5%	84.0%	84.1%	84.0%
毛利	7,334	9,715	11,505	13,975	15,207	16,357
%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	-436	-478	-511
%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	-6,545	-6,985	-7,365
%销售收入	9.8%	9.0%	9.5%	7.5%	7.3%	7.2%
管理费用	-2,161	-2,800	-3,839	-3,578	-3,923	-4,194
%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	3,416	3,820	4,287
%销售收入	n.a	1.7%	1.0%	3.9%	4.0%	4.2%
财务费用	-33	63	-351	-367	-441	-329
%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	-194	-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%	6.8%	5.6%	4.9%
营业利润	-158	1,220	243	3,155	3,510	4,101
营业利润率	n.a	2.0%	0.3%	3.6%	3.7%	4.0%
营业外收支	930	822	1,397	1,289	1,820	2,020
税前利润	773	2,043	1,640	4,444	5,330	6,121
利润率	1.5%	3.4%	2.4%	5.1%	5.6%	6.0%
所得税	-300	-372	-367	-978	-1,173	-1,347
所得税率	38.9%	18.2%	22.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	472	1,671	1,273	3,466	4,157	4,774
少数股东损益	40	658	477	1,282	956	1,098
归属于母公司的净利润	433	1,013	796	2,184	3,201	3,676
净利率	0.8%	1.7%	1.1%	2.5%	3.3%	3.6%

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	10,550
应收款项	9,641	15,562	18,549	22,666	23,542	25,165
存货	7,689	8,472	11,956	11,044	12,128	12,948
其他流动资产	1,250	2,822	2,876	2,732	2,948	3,111
流动资产	44,526	48,223	51,179	45,441	47,617	51,774
%总资产	83.3%	65.2%	64.0%	58.1%	59.0%	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%	35.6%	35.1%	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%	41.4%	40.5%	36.3%
资产总计	53,478	74,014	79,954	78,166	80,672	81,868
短期借款	15,423	12,981	11,361	8,892	5,030	0
应付款项	13,203	22,533	26,197	29,333	32,186	34,359
其他流动负债	1,890	2,592	7,688	4,173	4,473	4,703
流动负债	30,517	38,106	45,246	42,398	41,689	39,061
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	54,526	53,817	51,190
普通股股东权益	10,274	11,306	11,746	13,407	15,507	18,081
少数股东权益	7,818	7,978	8,487	9,769	10,725	11,823
负债股东权益合计	53,478	74,014	79,954	78,166	80,672	81,868

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.147	0.239	0.094	0.258	0.378	0.434
每股净资产	2.424	1.334	1.386	1.582	1.829	2.133
每股经营现金净流	0.188	0.197	0.462	0.292	0.916	0.849
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%	16.29%	20.64%	20.33%
总资产收益率	0.81%	1.37%	1.00%	2.81%	4.00%	4.53%
投入资本收益率	-0.08%	1.72%	1.18%	6.03%	6.87%	7.96%
增长率						
主营业务收入增长率	17.10%	17.28%	14.46%	25.33%	9.65%	6.89%
EBIT增长率	N/A	-2138.29%	-32.87%	406.86%	11.84%	12.23%
净利润增长率	-7.98%	134.24%	-21.43%	174.30%	46.59%	14.84%
总资产增长率	76.88%	38.40%	7.74%	-2.42%	3.22%	1.49%
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	112.1	103.1	85.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.85%	35.35%	28.40%	49.57%	29.08%	3.51%
EBIT利息保障倍数	-1.5	-15.9	1.9	9.3	8.7	13.0
资产负债率	66.17%	73.95%	74.63%	70.17%	67.23%	63.12%

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	3,466	4,157	4,774
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	957	1,000	2,663	2,853	4,046	4,327
非经营收益	14	-165	309	-627	-1,408	-1,697
营运资金变动	-159	-391	-394	-3,219	969	-211
经营活动现金净流	1,284	2,116	3,851	2,474	7,764	7,193
资本开支	-2,863	-15,658	-5,427	-5,474	-2,389	810
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	-5,175	-2,089	1,110
股权募资	9,042	130	360	586	0	0
债权募资	4,878	12,309	1,404	-5,874	-3,862	-5,029
其他	-592	-1,092	-1,648	-808	-1,813	-1,725
筹资活动现金净流	13,328	11,347	116	-6,096	-5,675	-6,753
现金净流量	10,740	-3,152	1,199	-8,798	0	1,550

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	2013-05-03	买入	2.92	3.15~3.66
2	2013-05-08	买入	2.86	3.15~3.66
3	2013-05-14	买入	2.94	3.15~3.66
4	2013-05-16	买入	2.98	3.15~3.66
5	2013-06-06	买入	2.61	3.15~3.66
6	2013-06-07	买入	2.56	3.15~3.66
7	2013-06-18	买入	2.63	3.21~3.74
8	2013-06-26	买入	2.26	N/A

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.jztzw.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