

TCL 集团 (000100.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

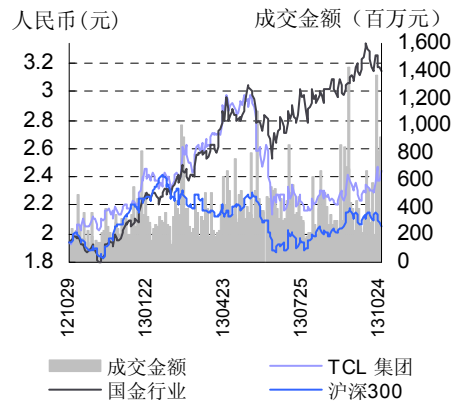
市价(人民币): 2.44元

通讯业务提前扭亏, 面板盈利仍有保障

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	8,104.03
总市值(百万元)	207.40
年内股价最高最低(元)	2.98/1.93
沪深300指数	2368.56
深证成指	8379.61



公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.239	0.094	0.242	0.357	0.415
每股净资产(元)	1.33	1.39	1.57	1.79	2.08
每股经营性现金流(元)	0.20	0.46	0.27	0.89	0.83
市盈率(倍)	14.35	19.59	10.03	6.80	5.85
行业优化市盈率(倍)	42.46	19.90	21.71	21.71	21.71
净利润增长率(%)	134.24%	-21.43%	157.92%	47.43%	16.29%
净资产收益率(%)	8.96%	6.78%	15.47%	19.91%	19.98%
总股本(百万股)	4,238.11	8,476.22	8,476.22	8,476.22	8,476.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ TCL集团发布三季报: 1-9月收入611亿元(YoY 26.1%), 净利润12.6亿元(YoY 159.5%); 7-9月收入220亿元(YoY 17.5%), 净利润4.9亿元(YoY 141%)。

经营分析

■ **3Q13 多媒体业务低于预期, 4Q 有望环比好转:** 前三季度, 多媒体收入为223亿元, 同比增长11.6%, 其中第三季度收入为78亿元(剔除分拆的AV业务), 同比下降2.5%, 当期亏损1.13亿元。亏损原因是: 1) 节能补贴政策退出后, 行业需求下降, 同时尺寸大型化使得32寸电视在丧失价格优势后竞争力下降; 2) 公司年初预期较为乐观, 原材料和产品库存较高导致存货跌价损失较高; 3) 外购液晶屏(非华星供应)出现质量问题, 导致部分产品召回, 增加售后服务成本, 此项损失额度较高, 目前公司正在与供应商商讨赔偿事宜。预计第四季度行业销量环比有望小幅改善, 同时公司已经在积极调整产品结构, 降低库存。

■ **通讯业务超预期, 预计可维持良好趋势:** 通讯业务第三季度实现销售收入43亿元(YoY 55%), 净利润1.8亿元, 使得1-9月通讯业务实现扭亏。3Q13单季度公司智能手机销量达到519万部, 增长更多来自海外市场, 带动公司手机平均单价从35.8美元/台升至42.2美元/台, 单季度毛利率回升至19.6%(1Q13毛利率仅为16.4%)。目前公司手机产能充足, 新品竞争力较强且毛利率较高, 同时公司已在4G产品方面做了准备, 有望把握4G牌照放开的机会, 增加在中国市场的销售。因此, 公司将年度营业额增长目标从25%上调至40%。

■ **华星光电盈利仍可保障:** 1-9月投产101万张玻璃基板, 销售液晶面板和模组产品合计1560万片, 实现收入106亿元, 净利润14.2亿元, 其中经营性盈利10.5亿元, 经营性利润率为9.9%, 其中第三季度收入38亿元, 净利润5.2亿元, 经营性盈利3.1亿元, 经营性利润率为8.1%。三季度面板价格下降给公司盈利带来一定压力, 但是公司通过扩大产能获得规模效应、采用新材料降低成本、争取更优采购价格等方式控制成本, 并提升运营效率, 保障盈利水平。预计面板价格有望在11月逐步企稳。目前华星光电产品结构中, 48、55寸FHD产品和55寸UHD产品的占比已经达到投片量的20%以上, 明年大尺寸产品的占比将进一步提高。

相关报告

1. 《电视内销恢复增长, 有望帮助面板价格触底》, 2013.9.9
2. 《业绩符合预告, 定增对股价影响有利有弊》, 2013.8.16
3. 《电视内销下降属预期内, 等待面板价格反弹》, 2013.8.8

蔡益润 联系人
(8621)61356501
caiy@gjzq.com.cn

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

- **华星光电将投产第二条 8.5 代线：**公司公告华星光电将投产二期 8.5 代 TFT-LCD（含氧化物半导体及 AMOLED）生产线，总投资额 244 亿元。二期项目的设计产能为 10 万片/月，其中 7 万片投入非晶硅半导体玻璃基板，3 万片投入氧化物半导体玻璃基板（部分用于生产 OLED 面板）。公司投产第二条 8.5 代线的目的包括：1）补充公司目前缺失的主流尺寸 42 寸产品，2）可发展 55 寸以上的大型面板、OLED 面板，3）导入铜制程、COA、GOA 等新技术。二期项目的融资方式主要来自自有资金、引入外部投资者和银行贷款，暂未考虑从 A 股融资。第二条 8.5 代线将丰富华星光电的产品线，并有助于提高华星在新技术领域的竞争力。

盈利调整

- 虽然 3Q13 多媒体业务的表现低于预期，但是考虑到通讯业务超预期、2013.4.10-2013.9.30 期间收购深超投所持有的华星光电 30% 股权对应收益计入公司净利润，因此维持前期盈利预测：预计 2013-2015 年收入为 880、972 和 1045 亿元，同比增长 26.4%、10.4%和 7.45%，净利润为 20.5、30.3 和 35.2 亿元，同比增长 158%、47%和 16%，EPS 为 0.242、0.357 和 0.415 元（摊薄前）。
- 尽管不调整盈利预测，但是由于多媒体业务的利润下降、市值下降，根据分拆估值，我们小幅下调目标价：**摊薄前**合理区间为 2.52-3.05 元。**摊薄后**价格区间为 2.42-2.89 元，维持“买入”评级。

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	88,034	97,228	104,470	货币资金	25,946	21,368	17,798	9,000	9,000	9,000
增长率		17.3%	14.5%	26.4%	10.4%	7.4%	应收款项	9,641	15,562	18,549	22,865	23,921	25,702
主营业务成本	-44,536	-51,119	-58,124	-74,211	-82,084	-88,059	存货	7,689	8,472	11,956	11,182	12,369	13,269
%销售收入	85.9%	84.0%	83.5%	84.3%	84.4%	84.3%	其他流动资产	1,250	2,822	2,876	2,759	2,996	3,175
毛利	7,334	9,715	11,505	13,824	15,144	16,411	流动资产	44,526	48,223	51,179	45,807	48,285	51,146
%销售收入	14.1%	16.0%	16.5%	15.7%	15.6%	15.7%	%总资产	83.3%	65.2%	64.0%	57.0%	58.0%	61.5%
营业税金及附加	-121	-454	-409	-440	-486	-522	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	-6,603	-7,098	-7,522	%总资产	8.9%	28.4%	27.9%	34.7%	34.0%	30.6%
%销售收入	9.8%	9.0%	9.5%	7.5%	7.3%	7.2%	无形资产	1,562	2,439	3,064	3,553	3,445	3,345
管理费用	-2,161	-2,800	-3,839	-3,609	-3,986	-4,283	非流动资产	8,800	25,791	28,566	34,242	34,572	31,612
%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%	42.6%	41.5%	38.0%
息税前利润 (EBIT)	-49	1,004	674	3,171	3,574	4,083	资产总计	53,478	74,014	79,954	80,402	83,211	83,111
%销售收入	n.a	1.7%	1.0%	3.6%	3.7%	3.9%	短期借款	15,423	12,981	11,361	10,946	7,313	956
财务费用	-33	63	-351	-388	-485	-385	应付款项	13,203	22,533	26,197	29,687	32,811	35,195
%销售收入	0.1%	-0.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	其他流动负债	1,890	2,592	7,688	4,209	4,537	4,788
资产减值损失	-249	-158	-342	-194	-169	-157	流动负债	30,517	38,106	45,246	44,841	44,661	40,940
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%	7.2%	6.0%	5.1%	负债	35,386	54,731	59,512	56,969	56,789	53,069
营业利润	-158	1,220	243	2,889	3,221	3,842	普通股股东权益	10,274	11,306	11,746	13,277	15,202	17,620
营业利润率	n.a	2.0%	0.3%	3.3%	3.3%	3.7%	少数股东权益	7,818	7,978	8,487	9,692	10,597	11,648
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	80,402	83,211	83,111
税前利润	773	2,043	1,640	4,178	5,040	5,861	比率分析						
利润率	1.5%	3.4%	2.4%	4.7%	5.2%	5.6%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-300	-372	-367	-919	-1,109	-1,289	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	0.242	0.357	0.415
净利润	472	1,671	1,273	3,259	3,931	4,572	每股净资产	2.424	1.334	1.386	1.566	1.793	2.079
少数股东损益	40	658	477	1,206	904	1,051	每股经营现金净流	0.188	0.197	0.462	0.273	0.894	0.826
归属于母公司的净利润	433	1,013	796	2,053	3,027	3,520	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%	2.3%	3.1%	3.4%	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%	15.47%	19.91%	19.98%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	0.81%	1.37%	1.00%	2.57%	3.67%	4.28%
净利润	472	1,671	1,273	3,259	3,931	4,572	投入资本收益率	-0.08%	1.72%	1.18%	5.37%	6.16%	7.52%
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	4,328	主营业务收入增长率	17.10%	17.28%	14.46%	26.43%	10.44%	7.45%
非经营收益	14	-165	309	-606	-1,365	-1,665	EBIT增长率	N/A	-2138.29%	-32.87%	370.63%	12.70%	14.25%
营运资金变动	-159	-391	-394	-3,196	965	-232	净利润增长率	-7.98%	134.24%	-21.43%	157.92%	47.43%	16.29%
经营活动现金净流	1,284	2,116	3,851	2,311	7,579	7,003	总资产增长率	76.88%	38.40%	7.74%	0.38%	3.51%	-0.12%
资本开支	-2,863	-15,658	-5,427	-7,345	-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	-7,046	-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	111.1	101.5	83.8
债权募资	4,878	12,309	1,404	-3,820	-3,632	-6,356	偿债能力						
其他	-592	-1,092	-1,648	-829	-1,857	-1,757	净负债/股东权益	-38.85%	35.35%	28.40%	58.96%	38.41%	12.14%
筹资活动现金净流	13,328	11,347	116	-4,063	-5,489	-8,113	EBIT利息保障倍数	-1.5	-15.9	1.9	8.2	7.4	10.6
现金净流量	10,740	-3,152	1,199	-8,798	0	0	资产负债率	66.17%	73.95%	74.63%	71.27%	68.76%	64.45%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	6	13	24	52
增持	0	0	1	6	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.04	1.13	1.16

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-06-06	买入	2.61	3.15 ~ 3.66
2 2013-06-07	买入	2.56	3.15 ~ 3.66
3 2013-06-18	买入	2.63	3.21 ~ 3.74
4 2013-06-26	买入	2.26	N/A
5 2013-07-10	买入	2.22	2.80 ~ 3.34
6 2013-08-08	买入	2.22	N/A
7 2013-08-16	买入	2.25	2.81 ~ 3.34
8 2013-09-09	买入	2.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD