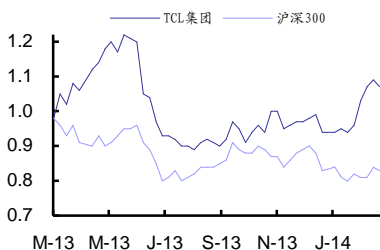


证券研究报告—动态报告
家用电器
视听器材
TCL 集团 (000100)
推荐

合理估值: 3.3 元 昨收盘: 2.75 元 (维持评级)

2014年02月27日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	8,531/8,134
总市值/流通(百万元)	23,462/22,367
上证综指/深圳成指	2,041/7,320
12个月最高/最低(元)	3.05/1.98

相关研究报告:

《TCL 集团-000100-2013 年一季报点评: 新品销售将进一步助力业绩提升》——2013-04-25
 《TCL 集团: 盈利扭转趋势显现》——2009-12-23
 《TCL 集团: 政府强力支持下介入液晶面板行业》——2009-11-17
 《TCL 集团: 初步摆脱 4 年前的激进国际化战略危机》——2009-09-21
 《GTCL 集团-06 年仍然处在收缩战略下的调整期》——2006-04-20

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 曾婵

电话: 0755-82130646
 E-MAIL: zengchan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

“双+” 战略转型, 双轮驱动

● “智能+互联网”与“产品+服务”战略双轮驱动

“智能+互联网”是以互联网思维规划极致体验的智能产品和服务, 在集团技术和经营方面进行重大转型; 同时以“产品+服务”重构互联网时代创新商业模式, 实现企业商业模式的重大转型。在产品层面, 公司围绕智能化构建四类产品: 智能电视及机顶盒、智能健康电器、智能家居及智能云、智能可穿戴移动终端及可穿戴设备。在服务层面, 公司将构建应用服务、内容、O2O、金融服务等全方位服务体系。

● 5年规划目标清晰, 公司价值增长超越收入增长

公司的5年规划目标位: 全球智能终端主流厂商, 智能电视、智能手机全球前3; 1亿家庭用户+1亿移动用户; 来自产品与服务的利润贡献各占50%; 公司价值增长超越销售收入增长, 5年实现市值超千亿。

● 业绩有望持续好转

2013年, 公司收入853.24亿元, 同比增长22.86%; 归属于上市公司股东的净利润21.09亿元, 同比增长164.93%。业绩增长较快, 贡献最大的当属华星光电, 13年实现净利润22.62亿元、占公司总利润的78.4%; 通讯净利润2.54亿, 扭亏为盈; 多媒体亏损0.9亿元。我们预计, 14年公司的多媒体业绩将有较明显的改善、通讯仍保持较快增长, 华星仍能保持较好的盈利能力, 空调、冰洗销量稳定增长。

● 风险提示

互联网企业对黑电企业冲击加剧, 面板价格持续大幅下跌。

● “推荐”评级

预计14/15/16年EPS0.28/0.31/0.41元, 维持“推荐”评级。预计14/15/16年EPS0.28/0.31/0.41元, 公司的战略转型方向正确, 积极的人员及各项资源投入实施有效, 新的产品结合服务的商业模式显现预计很快会呈现端倪, 我们期待较好的成效显现

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	69,448	85,324	95,765	110,130	126,649
(+/-%)	14.5%	22.8%	12.0%	15.0%	15.0%
净利润(百万元)	796	2,109	2,401	2,614	3,514
(+/-%)	-21.4%	164.9%	13.8%	8.8%	34.5%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.25	0.28	0.31	0.41
EBIT Margin	2.9%	4.5%	2.7%	2.7%	3.3%
净资产收益率(ROE)	6.8%	14.9%	15.1%	14.8%	17.4%
市盈率(PE)	29.5	11.1	9.8	9.0	6.7
EV/EBITDA	19.2	11.2	25.6	24.0	19.4
市净率(PB)	2.0	1.7	1.5	1.3	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

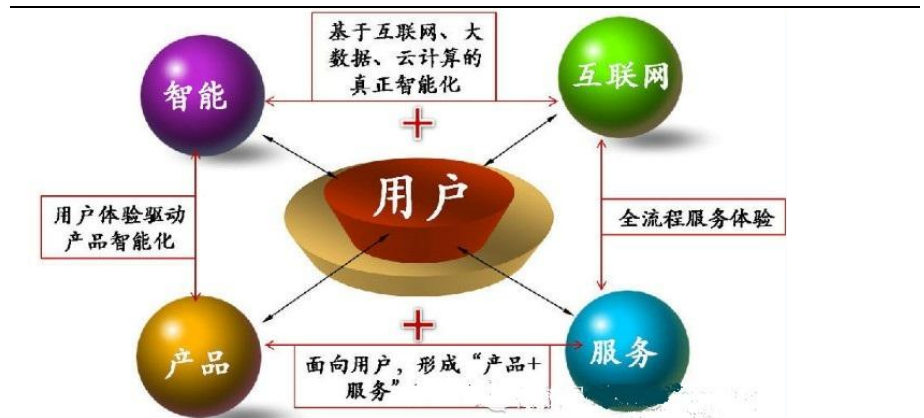
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

“双+”战略转型，双轮驱动

“智能+互联网”与“产品+服务”战略双轮驱动

继国际化战略后，此次公司提出“双+”战略转型，核心是 TCL 集团将从经营产品为中心转向以经营用户为中心，实施“智能+互联网”与“产品+服务”战略双轮驱动，其中“智能+互联网”是以互联网思维规划极致体验的智能产品和服务，在集团技术和经营方面进行重大转型；同时以“产品+服务”重构互联网时代创新商业模式，实现企业商业模式的重大转型。最终建立起满足战略转型的开放、协同、融合的业务流程和组织体系。

图 1：以用户为中心的“双+”战略



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

智能产品覆盖个人、家庭和社区

在产品层面，公司围绕智能化构建四类产品：智能电视及机顶盒、智能健康电器、智能家居及智能云、智能可穿戴移动终端及可穿戴设备。

图 2：以用户为中心的智能产品群



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

- ✓ 智能电视及机顶盒：公司与百度推出的 TCL 爱奇艺“TV+”上市 4 个月内实现销量 10 万台，14 年将采用 OTO 的模式，从线上向线下拓展，力争销量突破百万台。此外，公司智能云电视、4K、3D 以及大尺寸产品的销量占比也将显著提升。
- ✓ 智能健康电器：包括净水器、空气净化器等产品。
- ✓ 智能家居及智能云：公司正在筹备家庭云和视频通讯系统，将个人用户向家庭用户延伸。通过网络远程对家里空调、洗衣机、安防的远程监控，同时也通过外部的互联网实现家庭和家之间的各种内容的分享，未来还将从家庭延伸到企业、社区。2013 年 12 月 23 日，TCL 香港公司认购花样年集团 8.64 亿股，成为其第二大股东。据悉，TCL 已与花样年旗下的彩生活物业在物业增值服务、O2O 团购和物业 APP 等开展合作，今年两家的合作将拓展到智能家居、家庭云、智慧社区上。
- ✓ 智能可穿戴移动终端及可穿戴设备：主要包括智能手机、智能手环等。2013 年全年销售智能终端 1756 万台，占总出货量的 32%，预计 14 年仍能维持快速增长势头。

图 3：以用户为中心的服务群



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

以用户为中心，构建全方位内容服务体系

在服务层面，公司将构建应用服务、内容、O2O、金融服务等全方位服务体系。

- ✓ 应用服务：提供内容平台的欢网科技，未来提供全球移动互联网电视网络云平台的全球播，以及公司自身的云服务，OTT 等。
- ✓ 内容：与 IMAX 合作的高端私人影院级内容、开发游戏机及游戏平台、奥鹏在线教育、网络孔子学院等；延伸内容的 TCL 文化传播公司也将不久后亮相。
- ✓ O2O：酷友、速必达、地面体验店等。2013 年 12 月，公司对销售公司进行了一次结构性的变革，将电商公司将整合旗下电商、地面专卖店、物流及服务资源，成立 O2O 公司，整合之后，公司销售前端的网络变得更精减、更扁平化，变得更有效。通过线上线下互联、互通、互动，为用户提供随时、随地的服务。
- ✓ 金融服务：成立财务公司、与银联支付合作，后续还有小额信贷、第三方支

付等。自 2012 年 5 月，公司推出了多款基于银联在线支付的手机终端后，截至到今年 1 月份，支付系统、结算系统的资金流量每月为 5000 万元-6000 万元；收取的千分之三的费率虽然不高，但已为软件开发、平台运营、客户拓展、第三方支付牌照申请打下了基础。接下来，公司将组建第三方支付公司，并涉足互联网银行。

表 1: 公司主要服务和内容的用户量

服务和内容	用户量
TCL-电大在线教育	累计学员 500 万，年新增数 30 万人，国内第一
欢网	激活总用户 460 万，月活跃用户 190 万
4 万家加盟商及合作伙伴	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

5 年规划目标清晰

在“智能+互联网”与“产品+服务”的“双+”长期发展战略基础上，公司提出 5 年规划的具体目标：

- ✓ 全球智能终端主流厂商，智能电视、智能手机全球前 3；
- ✓ 1 亿家庭用户+1 亿移动用户；
- ✓ 来自产品与服务的利润贡献各占 50%；
- ✓ 公司价值增长超越销售收入增长，5 年实现市值超千亿。

目前，公司的彩电销量全球排名第三、手机销量全球排名第五，但智能电视、智能手机的销量会更靠后，13 年四季度智能手机销量排名第 10。随着公司产品中智能产品占比的提升，目标是在 3 年内智能电视和智能手机全球销量前五、5 年内达到前三。

针对每年国内、国际 5000 万以上的新增客户端销量，采取一系列创新方式将其转化为互联网信息消费的粘性粉丝，力争实现 5 年内“双 1 亿”用户群（1 亿家庭+1 亿活跃移动用户会员）。

通过长年的业务深化发展，公司已初步形成欢网、全球播、IMAX 家庭影院、家庭云与社区云平台、教育科技、银行支付、电商物流等服务群。具备着围绕着用户提供内容播放平台、金融服务、内容供应以及 O2O 业务四大服务优势，涉及人们生活的方方面面。通过丰富产品技术与广泛的服务群基础，在 O2O 体系的带动下，为用户提供极致的智能产品和服务，开创新的盈利模式，目标是实现五年后服务利润与产品利润相当。

表 2: 公司主要产品的销量及排名情况

上下游	产品	13 年销量	排名情况
终端	彩电	1766 万台	全球第三
	手机	5520 万部	全球第五
	洗衣机	126 万台	中国第六
	空调	450 万套	中国第五
上游	冰箱	109 万台	中国第十
	华星液晶面板	2162 万片	全球第五

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

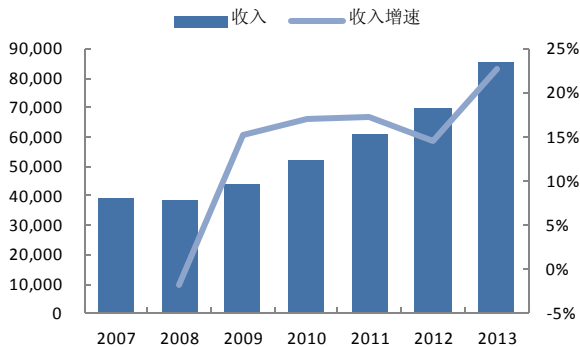
业绩有望持续好转

13 年业绩好转，华星、通讯贡献大

2013 年，公司收入 853.24 亿元，同比增长 22.86%；实现净利润 28.85 亿元，同比增长 126.66%，其中归属于上市公司股东的净利润 21.09 亿元，同比增长

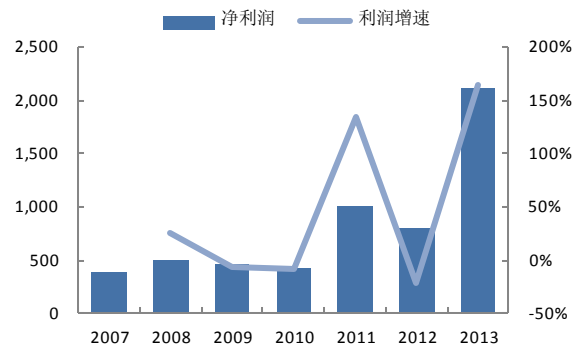
164.93%。业绩增长较快，其中贡献最大的当属华星光电，13年实现净利润 22.62 亿元、占公司总利润的 78.4%；通讯业务净利润 2.54 亿，扭亏为盈。

图 4: 公司历年的收入及增速 (百万元, %)



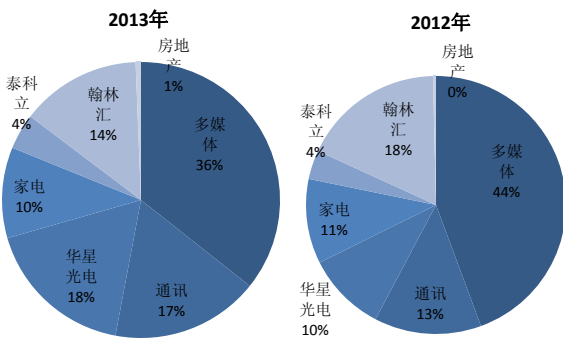
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司历年的净利润及增速 (百万元, %)



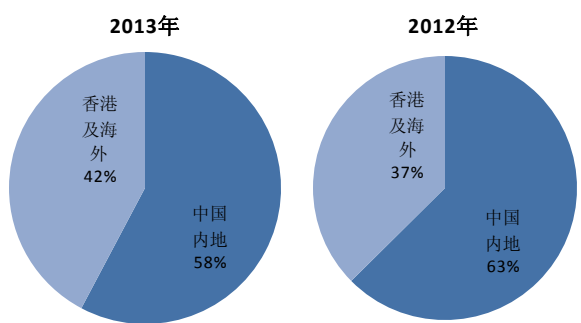
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 2013、2012 年公司各产业的收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 2013、2012 年公司各区域的收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 3: 2013 年公司各产业的收入、净利润及增速 (亿元, %)

产业	2013 年收入	收入同比	2013 年净利润	利润同比	净利率
多媒体	315	7.20%	-0.92	亏损	-
华星	155	115%	22.62	617%	14.59%
通讯	153	56%	2.54	改善 4.23 亿	1.66%
翰林汇	124	-4%	2.22	-5%	1.79%
家电	93	22%	1.18	20%	1.27%
通力电子	36	23%	1.07	42%	2.97%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 4: 2013 年公司主要财务指标一览 (亿元, 天, %)

财务指标	2013 年	同比	财务指标	2013 年	同比
营业收入	853 亿元	23%	存货周转	56 天	减缓 8 天
毛利率	19.42%	0.86%	应收周转	39 天	减缓 1 天
税前利润总额	36.3 亿元	121%	应付账款	59 天	加快 1 天
归属上市公司股东净利润	21.1 亿元	165%	现金周期	36 天	减缓 10 天
净资产收益率	15.84%	9.19%	经营现金流入	52 亿	32%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

多媒体业务由于对下半年的市场预期过于乐观，导致原材料库存过多，亏损 0.92

亿元。2013年，公司 LCD 电视 1718.4 万台，全球市场占有率为 6.5%，排名全球第三位，并以 18.1% 的市场占有率继续位居中国市场第一位。

14 年多媒体业务有望好转，通讯保持较快增长

14 年公司提出的目标是：

- ✓ 集团：营业收入突破 1000 亿元，周转效率改善，盈利能力提升。
- ✓ 多媒体：业绩同比改善，扭亏为盈。
- ✓ 华星：大尺寸液晶电视面板占比提升，尺寸比数量增长快 10%，14 年产能提高到 14 万片/月。
- ✓ 通讯：营业收入同比增长 35% 以上，智能手机销量保持快速增长。
- ✓ 家电：空调、冰洗销量同比增长，市场份额上升。

我们认为，14 年公司的多媒体业绩将有较明显的改善、通讯仍保持较快增长，华星仍能保持较好的盈利能力，空调、冰洗销量稳定增长。

家电行业中，黑电入口特性使得其成为互联网企业进攻的重灾区，13 年我国传统黑电企业受乐视、小米等互联网企业冲击较大。互联网企业凭借价格、营销模式的优势获得市场关注。目前，互联网电视的潜在盈利模式主要有两种：（1）乐视内容收费模式，（2）小米增值服务类。不管采取哪种模式，生态圈内的入口数量至关重要。在这一点上，传统黑电厂商凭借巨大的用户数量具备与新进入者抗衡的实力，无需过度担忧。14 年，公司将提高智能电视、4K 电视的占比，提升盈利能力；世界杯效应，上半年电视出口情况偏乐观；利用 O2O 将与爱奇艺合作的“TV+”从线上扩展到线下，尤其是二三四五线城市，力争销量扩大到 100 万台；利用游戏机政策放开的时机，公司将积极推出游戏电视、游戏平台等。我们认为，14 年公司的多媒体业务有望明显改善。

13 年年末相比年初，面板价格平均下滑 20% 左右，预计 14 年降幅会在 10% 以内。公司仍能保持较好的盈利，原因主要是：1) 材料成本降低，13 年降了 15%，预计 14 年仍有 10% 左右的降幅；2) 原材料损耗减少，13 年降 2%，预计 14 年仍会有所下降；3) 良率提升；4) 产能增加：不增加投入的情况下，从而 13 万片/月提升到 14 万片/月，可以增加对固定成本的摊消；5) 产品结构升级：如推出更多大尺寸液晶屏。

“推荐”评级

预计 14/15/16 年 EPS0.28/0.31/0.41 元，公司的战略转型方向正确，积极的人员及各项资源投入实施有效，新的产品结合服务的商业模式显现预计很快会呈现端倪，我们期待较好的成效显现。

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	12318	20000	20000	20000	营业收入	85504	95765	110130	126649
应收款项	18928	24925	28664	32963	营业成本	70359	78527	90306	103092
存货净额	12183	15490	17814	20336	营业税金及附加	467	575	661	760
其他流动资产	4315	3831	4405	5066	销售费用	8081	8715	10132	11652
流动资产合计	47929	64431	71068	78551	管理费用	5262	5392	6072	6964
固定资产	21284	23019	26553	29845	财务费用	178	1002	1078	1173
无形资产及其他	1873	1748	1624	1499	投资收益	326	310	350	350
投资性房地产	2648	2648	2648	2648	资产减值及公允价值变动	(439)	(164)	(164)	(164)
长期股权投资	3185	3191	3197	3203	其他收入	230	1	1	1
资产总计	78081	95038	105090	115746	营业利润	1275	1701	2068	3195
短期借款及交易性金融负债	7298	12211	14231	15687	营业外净收支	2353	1300	1200	1200
应付款项	16113	21514	24741	28244	利润总额	3628	3001	3268	4395
其他流动负债	13739	18502	21277	24317	所得税费用	744	600	654	879
流动负债合计	37150	52227	60250	68249	少数股东损益	776	0	1	2
长期借款及应付债券	14627	14627	14627	14627	归属于母公司净利润	2109	2401	2614	3514
其他长期负债	6346	6546	6746	6946					
长期负债合计	20972	21172	21372	21572					
负债合计	58123	73399	81622	89821					
少数股东权益	5790	5790	5789	5787					
股东权益	14168	15849	17679	20138					
负债和股东权益总计	78081	95038	105090	115746					

现金流量表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2109	2401	2614	3514
折旧摊销	3380	1226	1427	1669
公允价值变动损失	439	164	164	164
应付账款	(1346)	5401	3227	3503
财务费用	178	1002	1078	1173
营运资本变动	(3737)	2705	(434)	(740)
其他	1578	(5401)	(3227)	(3506)
经营活动现金流	2422	6496	3770	4604
资本开支	(1664)	(3000)	(5000)	(5000)
其它投资现金流	346	0	0	0
投资活动现金流	(2550)	(3006)	(5006)	(5006)
权益性融资	(145)	0	0	0
负债净变化	1770	0	0	0
支付股利、利息	(1480)	(720)	(784)	(1054)
其它融资现金流	(5788)	4913	2020	1456
融资活动现金流	(5352)	4192	1236	402
现金净变动	(5480)	7682	0	0
货币资金的期初余额	17798	12318	20000	20000
货币资金的期末余额	12318	20000	20000	20000
企业自由现金流	(959)	2976	(1640)	(726)
权益自由现金流	(4977)	8691	1242	1669

关键财务与估值指标				
	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.25	0.28	0.31	0.41
每股红利	0.17	0.08	0.09	0.12
每股净资产	1.66	1.86	2.07	2.36
ROIC	3%	5%	5%	7%
ROE	15%	15%	15%	17%
毛利率	18%	18%	18%	19%
EBIT Margin	2%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	6%	4%	4%	5%
收入增长	23%	12%	15%	15%
净利润增长率	165%	14%	9%	34%
资产负债率	82%	83%	83%	83%
息率	6%	3%	3%	4%
P/E	11.1	9.8	9.0	6.7
P/B	1.7	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	17.3	25.6	24.0	19.4

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		机械	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
化工		房地产		医药	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		建材	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
汽车及零配件		金融工程		基金评价与研究	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱晶	021-60875163
		吴子昱	0755-22940607	潘小果	0755-82130843
		周琦	0755-82133568		
军工					
朱海涛	0755-22940097				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				