

TCL 集团 (000100.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

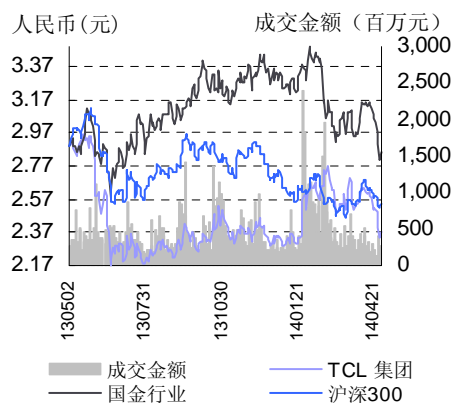
市价(人民币): 2.38元

双+战略细化落地, 游戏相关产品为亮点

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)	8,137.80
总市值(百万元)	224.02
年内股价最高最低(元)	2.96/2.17
沪深300指数	2158.66
深证成指	7312.86



相关报告

1. 《重组盘活资产,有助集中精力于主业》, 2013.12.31
2. 《通讯业务提前扭亏,面板盈利仍有保障》, 2013.10.28
3. 《电视内销恢复增长,有望帮助面板价格触底》, 2013.9.9

蔡益润 分析师 SAC 执业编号: S1130513080013
(8621)60230249
caiy@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.188	0.249	0.263	0.305	0.392
每股净资产(元)	1.39	1.66	1.77	1.87	2.06
每股经营性现金流(元)	0.46	0.61	0.75	0.85	0.90
市盈率(倍)	18.29	7.39	9.01	7.77	6.04
行业优化市盈率(倍)	42.46	19.90	21.71	21.71	21.71
净利润增长率(%)	-21.56%	165.37%	17.87%	15.86%	28.70%
净资产收益率(%)	6.77%	14.89%	14.90%	16.29%	19.01%
总股本(百万股)	4,238.11	8,476.22	9,448.82	9,448.82	9,448.82

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **TCL 集团“产品+服务”双+战略细化落地:** TCL 集团提出“产品+服务”双+战略,其产品序列包括电视、手机、Pad、健康电器、面板等,而在服务方面,公司正在推进的内容有电视游戏、奥鹏教育、高清视频通讯等,未来不排除发展其他服务内容的可能。
- **具备“一键云适配”功能的游戏电视/游戏主机将颠覆现有电视游戏生态圈:** 公司与 ATET、Gameloft 合作开发电视游戏相关产品(包括游戏电视、搭载游戏平台的 TV+电视以及游戏主机 T2),率先开发“一键云适配”功能,可在 1 分钟内完成任意 Android 游戏适配(过去一款 Android 游戏适配需要 1-2 个月,因此用户只能玩预置的经过适配的游戏,且内容商非常少),从而构建起基于 Android 系统的开放式游戏生态圈。用户可以任意安装最新的 Android 游戏,扩大选择面;进一步,未来将吸引优秀的 Android 游戏内容商针对电视大屏开发针对性游戏,推动行业发展。我们预计该技术领先优势有望维持 6-12 个月。与竞品相比,竞争优势在于低廉的价格和丰富的游戏内容。
- **奥鹏教育具有较高壁垒,优质客户资源有待开发:** 奥鹏教育是国内在线高等教育龙头之一,拥有 400 万学生,为全国最高,去年收入超过 10 亿元,主要业务包括学历教育、职业教育、国际汉语、教师培训等,同时开发其他内容。进入学历教育市场需要申请相应资质,壁垒较高。奥鹏教育依托学历教育建立了正规、专业的在线教育品牌形象,有助于拓展在其他领域的业务。且客户资源质量高、粘性强,未来有望进一步开发。
- **高清视频会议市场竞争激烈:** TCL 多媒体和 TCL 通讯联合开发高清远程视频通讯系统,画面清晰、时滞极短、效果好,未来有望进入商业视频会议市场。但是高清视频会议市场的竞争对手包括宝利通、思科、华为、中兴等强势厂商,竞争激烈。除了产品性能外,品牌知名度和销售渠道为重要的竞争要素。预计 TCL 集团需要在品牌、渠道等多方面加以提升。
- **2014 年多媒体扭亏概率高,通讯保持高增长,面板价格全年来看仍存压力:** 1) 由于政策退出、高基数等原因,预计今年电视内销需求同比小幅下降;同时新进入者在电商、一线城市仍形成较大价格压力,预计多媒体提升收入增速和盈利能力仍存在压力。但是今年库存减值损失有望得到控制,同时召回事件预计不再发生,因此扭亏为盈将是大概率事件。

2) TCL 通讯在海外的运营商渠道稳固,完成中高端智能机产品开发后,增长确定性高。在国内市场,公司推出的新品 S720T(么么哒)以其低价高配、屏幕接触无线传播技术以及出色的互联网营销取得良好销售。由于看好其海外渠道粘性、国内新品推出、加强与电信运营商合作,预计全年 TCL 通讯将继续快速增长。3) 受到 1Q14 出口增长、五一备货的推动,近期面板价格止跌,但是由于全年电视终端需求不旺、下半年有新产能实现量产,预计面板价格反弹高度有限,全年价格仍存压力。

投资建议

- 预计 2014-2016 年公司收入为 986、1054、1191 亿元,同比增长 15.4%、6.9%和 13.0%,净利润 24.9、28.8 和 37.1 亿元,同比增长 18%、16%和 29%,其中 16 年净利润增速加快的原因是华星光电二期达产。摊薄后 EPS 为 0.263、0.305、0.392 元。
- 按照分拆估值,考虑到游戏业务带来估值提升,给予多媒体业务 12 倍估值,经计算得 TCL 集团总估值应为 279.5 亿元,对应摊薄后股价为 2.96 元,维持买入评级。

风险

- 电视内销降幅超预期,竞争对手推出具备与“一键云适配”类似功能的产品。

内容目录

TCL 集团服务业务落地：游戏+奥鹏教育+高清视频通讯.....	4
游戏电视/游戏主机有望颠覆现有电视游戏生态圈	4
奥鹏教育：学历教育进入壁垒高，客户质量优.....	6
高清视频通讯：需要增强品牌和渠道建设	7
多媒体扭亏概率高，通讯业务维持高增长，华星光电盈利承压	8
TCL 多媒体：收入增长存压力，利润率可同比改善	8
TCL 通讯：期待维持快速增长.....	8
华星光电：面板价格仍存压力	9
盈利预测	10
风险提示	10
附录：三张报表预测摘要	11

图表目录

图表 1: TCL 游戏主机 T2 和手柄.....	4
图表 2: TCL 游戏电视.....	4
图表 3: 代表游戏主机参数一览	5
图表 4: TCL 游戏内容合作伙伴	5
图表 5: TCL 集团推出的游戏产品一览	6
图表 6: 宝利通利润表主要指标	7
图表 7: 智能手机销量快速增长	8
图表 8: 智能手机带动 TCL 通讯的均价和毛利率	8
图表 9: TCL S720T (么么哒) 和小米红米 Note 参数对比.....	9
图表 10: 近期面板价格止跌企稳	9
图表 11: 国内 8.5 代线投产情况统计.....	10
图表 12: TCL 集团分拆估值	10

TCL 集团服务业务落地：游戏+奥鹏教育+高清视频通讯

- 今年 TCL 集团提出“双+”战略转型，其核心内涵包括：以“产品+服务”的模式重构互联网时代的商业模式，开发机制体验的智能产品和服务，同时经营好产品和用户，并建立适应转型要求的业务流程和组织体系。
- 集团提出的转型目标包括：1) 智能电视和智能手机销量达到全球前三名（2013 年 LCD 电视销量为全球第三，2013 年第四季度智能手机销量为全球第十）；2) 发展有 ARPU 值贡献的 1 亿家庭用户和 1 亿移动用户；3) 实现来自产品和服务的收益贡献各占 50%；4) 构建新的核心能力，使得市值增长超越销售收入增长，实现市值超千亿。
- 我们更为关注的是公司的具体产品和服务内容及前景。集团的产品序列已经明确，主要包括电视、手机、Pad、健康电器、面板等，而经过近期调研，我们认为公司正在推进的服务内容有游戏电视/主机、奥鹏教育、高清视频通讯等，未来不排除发展其他服务内容的可能。

游戏电视/游戏主机有望颠覆现有电视游戏生态圈

- 在今年春季新品发布会上，TCL 集团推出了与 ATET、Gameloft 合作开发的游戏相关产品，包括专业游戏电视、搭载游戏平台的 TV+系列电视以及游戏主机 T2。

图表1: TCL 游戏主机 T2 和手柄



图表2: TCL 游戏电视



来源：京东商城，国金证券研究所

- 通过率先开发出“一键云适配”技术与优秀内容商 ATET、Gameloft 合作，TCL 游戏电视/游戏主机有望颠覆传统 Android 电视游戏市场，大幅提升 Android 电视游戏市场的内容丰富度和玩家体验，从而推动并受益于该细分市场的发展。
 - 不同于端游、页游、手游等游戏市场，目前电视游戏生态圈主要是以微软 Xbox、索尼 PlayStation 为代表的封闭生态圈，游戏商完成从操作系统、硬件生产到游戏内容开发的各个环节，盈利模式为低价销售硬件、依靠销售游戏内容收费。该模式的优点是游戏体验出色，缺点是硬件和游戏价格较高（每款游戏售价约 50 美元），每年每家厂商推出的游戏数量数量较少，仅十余款。
 - 而基于 Android 系统开发的开放式游戏生态圈目前仅局限于手游市场，原因在于将 Android 游戏嵌入电视平台时需要进行繁琐的适配工作，包括调整操作模式、画面精度等。一款游戏适配一个机芯平台需耗时 1-2 个月，而每家电视厂商同时拥有 4-5 个机芯平台、且每年更换，而适配需要电视硬件厂商和游戏内容商共同参与，因此投入非常

高，阻碍了电视 Android 游戏的发展。市场上现有的游戏电视产品基本是由硬件厂商预置经过适配的 Android 游戏，缺点是：1、游戏数量偏少，2、用户只能玩预置的游戏，不能随意下载新游戏。

- TCL 集团与 ATET 率先合作开发出具有“一键云适配”功能的手柄，解决了适配难题，可在 1 分钟内完成任意 Android 游戏适配，因此用户可以随意安装最新的 Android 游戏，扩大了选择面。更深远的影响在于，解决适配难题后，未来将吸引优秀的 Android 游戏内容商进入电视游戏开发领域，针对电视大屏开发针对性游戏，推动电视游戏行业的发展。我们预计该技术领先优势有望维持 6-12 个月。
- 与 Xbox、PlayStation 相比，开放的 Android 电视游戏生态圈的优势在于游戏数量多、价格便宜（甚至免费），缺点在于游戏体验可能稍逊。
- 在开放的 Android 电视游戏产业链中，预计盈利模式包括下载（占比较低）、购买道具和点卡（占比较高）等方式。而在分成比例上，预计内容商的分成较高，硬件厂商的分成比例约为 20-30%。

图表3：代表游戏主机参数一览

游戏主机	系统架构	硬件配置	游戏载体	硬件价格（元）
XBOX ONE	基于 Windows 独立系统	内存 8GDDR3+八核 CPU+硬盘 500G	蓝光碟	350
PS4	基于 Linux 独立系统	内存 8GDDR5+八核 CPU	蓝光碟	3200
wii	自主开发独立系统	内存 2GDDR3+多核 CPU+8G 或 32G 闪存+外界存储器	蓝光碟	1000-1500
T2	基于 Android 开放系统	四核 CPU+八核 GPU+内存 2GDDR3+16GFlash 存储	开放网络中的 Android 游戏	699

来源：根据网络资料整理，国金证券研究所

- 在内容方面，TCL 与 Gameloft、完美世界、蓝港在线、掌趣等 20 多家国内外内容商合作，4 月全球首发 4 款 Gameloft 出品的大型游戏，未来每月有一款 Gameloft 大型游戏在 TCL 游戏平台首发，6 月独家发行 10 款棋牌游戏，9 月将独家发行 10 款教育游戏。操控方面，TCL 游戏手柄支持按键自定义，满足个人操作习惯。同时，TCL 游戏平台支持多屏互动。

图表4：TCL 游戏内容合作伙伴



来源：TCL 春季发布会，国金证券研究所

- 电视主机游戏是单体容量最大的游戏形式，据统计 2012 年全球家庭主机游戏占据游戏市场比例达到 36.7%，超过 PC 和手机游戏。今年年初国务院办公厅发布通知，将允许外资企业从事游戏游艺设备的生产和销售，通过文化主管部门内容审查的游戏游艺设备可面向国内市场进行销售，从而

解除了从 2000 年开始长达 13 年的游戏主机销售禁令。据测算，我国电视游戏相关硬件和软件市场规模将达到 600 亿元以上。

- 据 Newzoo 统计，2013 年全球游戏市场销售规模达到 704 亿美元，同比增长约 6%。根据法米通统计数据，2013 年日本家用游戏市场规模为 40.3 亿美元，其中硬件市场规模为 15.3 亿美元，软件市场为 25 亿美元。
- 考虑到公司的经营思路，预计游戏电视/游戏主机贡献的硬件利润较少，主要依靠后端服务收费。假设今年游戏电视和搭载游戏平台的 TV+销量达到 100 万台，电视主机销量达到 100 万台，激活率 80%，人均月度 ARPU 值 20 元，TCL 集团分成率 25%，则可贡献收入 9600 万元，预计大部分可转化为净利润。

图表5: TCL 集团推出的游戏产品一览

产品系列	特点	售价	价格比较
游戏电视	配置较高，内置 TCL 游戏平台，含游戏手柄	49 寸 4K3D 游戏电视： 5999 元（预售价） 55 寸 4K3D 游戏电视： 7999 元（预售价）	TCL 50 寸 4K 智能 3D 非游戏电视：5290 元 TCL 55 寸 4K 智能 3D 非游戏电视：7598 元 海信 50 寸 4K 智能 3D 电视：5499 元 海信 55 寸 4K 智能 3D 电视：8299 元 乐视 50 寸 4K3D 电视：2999+980 元
搭载游戏平台的 TV+	内置 TCL 游戏平台，需另购游戏手柄（299 元）	42 寸非 3DTV+娱乐版游戏电视：2999 元 48 寸非 3DTV+娱乐版游戏电视：3699 元	
“游戏主机+手柄”套装	可搭载非 TCL 品牌电视使用	699 元	

来源：网络资料整理，国金证券研究所

奥鹏教育：学历教育进入壁垒高，客户质量优

- 奥鹏教育由教育部高等教育司于 2001 年 12 月批准立项试点，2005 年 4 月正式批准运营，是国内在线高等教育市场的龙头之一，目前拥有 400 万学生，为全国最高。2013 年奥鹏教育营业额超过 10 亿元，净利润超过 6000 万元，主要业务体系包括学历教育、职业教育、国际汉语、教师培训等，同时开发其他教育内容。
- 学历教育：奥鹏教育与北京大学、浙江大学、中国人民大学等 40 余所国内高校开展远程教育合作，提供高中起点专科、高中起点本科、专科起点本科、本科第二学历和辅修专业等多种服务。
- 职业教育：奥鹏教育与人力资源和社会保障部、共青团中央、国内高等院校、培训机构等建立合作，提供的培训方案包括：心理辅导技能培养、思科官方在线学院、职业发展培训计划、大学生就业培养计划以及各类行业认证培训等。
- 国际汉语：为全球 354 家孔子学院、369 家孔子课堂提供在线学习、在线考试等服务。
- 教师培训：面向中小学各学科教师的教学培训、业务培训。
- 资料显示，2013 年中国在线教育市场规模约为 125-130 亿元左右，其中网络高等教育市场规模约为 60-70 亿元，各类职业培训市场规模为 25-30 亿元，企业在线培训市场约为 15-20 亿元，K12 在线教育约 10 亿元，在线语言培训约 10-12 亿元，平台及工具软件市场约为 3 亿元。
- 由于开办学历教育需要申请相应学历授予资质，因此进入壁垒较高。而奥鹏教育依托学历教育建立了正规、专业的在线教育品牌形象，有助于拓展

在职业教育等其他教育领域的业务。同时，通过学历教育、职业教育获得的客户资源质量较高、粘性较强，未来有望进一步开发。因此看好奥鹏教育的发展趋势。

高清视频通讯：需要增强品牌和渠道建设

- 4月，TCL多媒体和TCL通讯联合开发高清远程视频通讯系统，现场演示与美国主持人互动，画面清晰、时滞极短、效果很好，未来有望进入商业视频会议市场。
- 远程视频会议可以帮助企业节约差旅、培训、招聘等费用，并加快决策速度，目前国内视频会议市场容量约90-100亿元，年增速约10-20%，主要分为硬件视频会议系统和软件视频会议系统。其中，硬件视频会议系统需要购买专用设备，铺设专用通讯线路，优点是效果好、安全性高，缺点是成本高、移动性差，而软件视频会议系统基于开放网络，成本低、使用方式灵活，缺点是效果一般、有延迟、安全性较弱。也有企业将两种系统结合使用。
- 视频会议市场的竞争者较多，分为专业视频通讯厂商、网络设备厂商、IT数码厂商、综合IT设备厂商。
 - 专业视频通讯厂商的代表企业有宝利通（Polycom）、科达、华平股份等，其中宝利通是国内视频市场的龙头，市场份额达30%以上，具有深厚的专业积累、良好的品牌知名度以及强大的渠道。

图表6：宝利通利润表主要指标

单位：百万美元		2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
收入	设备收入	\$724	\$937	\$1,138	\$,042	\$991
	YoY		29%	21%	-8%	-5%
	服务收入	\$148	\$18	264	\$350	\$377
	YoY		22%	45%	33%	8%
	合计	\$873	\$1,119	\$1,402	\$1,393	1,368
	YoY		28%	25%	-1%	-2%
毛利率	设备	60%	62%	61%	59%	57%
	服务	55%	53%	61%	59%	59%
	合计	59%	61%	61	59%	58%
销售费用率		31%	33%	31%	33%	32%
研发费用占比		12%	12%	14%	15%	16%
管理费用率		6%	7	%	7%	7%
营业利润		\$68	\$87	\$133	\$6	(\$17)
营业利润率		7.8%	7.7%	9.5%	0.5%	-1.3%
净利润		\$50	\$68	\$135	\$8	(\$18)
净利率		5.7%	6.1%	9.6%	0.6%	-1.3%

来源：公司财报，国金证券研究所

- 网络设备厂商包括思科、华为、中兴等，其中思科在收购WebEx、腾博后，在视频会议市场的竞争力已经逼近宝利通；而华为、中兴将视频会议系统与网络规划建设、监控系统融合，在国内外市场占据一席之地。有统计数据表明，3Q13华为在全球企业视频会议市场的份额已达到10.1%。
- IT数码厂商主要包括索尼、罗技，虽然这些企业在终端配件方面具有优势，但是其分销渠道集中在IT数码产品分销领域，在渠道拓展方面存在困难。

- 综合 IT 设备厂商主要指收购了华三的惠普，凭借华三的技术和品牌知名度以及惠普的销售渠道，有望在视频会议市场取得较好发展。
- 尽管公司产品在高清视频通讯中的效果较好，但是高清视频远程会议市场的竞争对手较强，竞争激烈，除了产品性能外，品牌知名度和销售渠道为重要的竞争要素，预计 TCL 集团需要在品牌、渠道等多方面加以提升。

多媒体扭亏概率高，通讯业务维持高增长，华星光电盈利承压

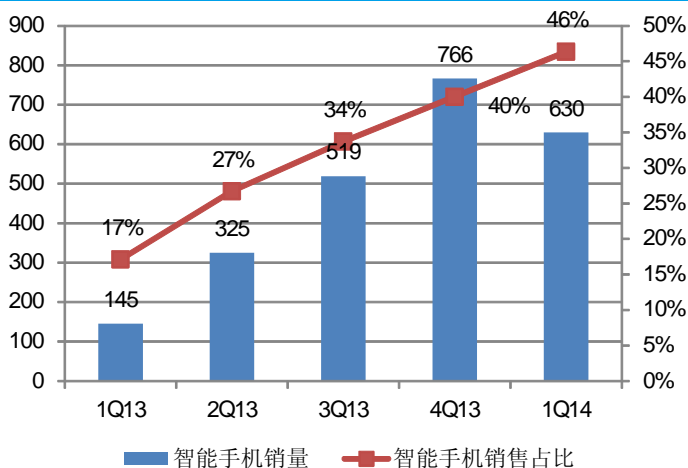
TCL 多媒体：收入增长存压力，利润率可同比改善

- 2013 年 TCL 多媒体实现收入 315 亿元 (YoY 7.2%)，亏损 9195 万元，原因主要是：1) 节能补贴政策退出后需求下降，2) 库存液晶屏价格下降产生高额存货跌价损失，3) 外购液晶屏出现质量问题召回，发生高额召回费用。
- 1Q14，TCL 多媒体实现收入 62.3 亿元 (YoY 17.6%)，其中内销销售电视 180 万台 (YoY -29%)，实现收入 38.8 亿元 (YoY -31.2%)，毛利率同比下降 4.3 个百分点，导致内销业务亏损；出口销售电视 202.5 万台 (YoY 47%)，实现收入 23.5 亿元 (YoY 20.1%)，毛利率提升 0.7 个百分点，实现出口业务扭亏，合计实现净利润 1343 万元 (YoY -89.5%)。
- 2014 年，由于政策退出、高基数等原因，预计电视机内销需求同比小幅下降；同时乐视等新进入者在电商、一线城市等细分市场仍形成较大价格压力，预计 TCL 多媒体提升收入增速和盈利能力仍存在压力。但是今年库存减值损失有望得到控制，同时召回事件预计不再发生，因此扭亏为盈将是大概率事件。

TCL 通讯：期待维持快速增长

- 2013 年，中高端智能手机新品快速上量带动 TCL 通讯的销售单价、毛利率快速增长，实现销售收入 153 亿元 (YoY 61%)，全年扭亏为盈，实现净利润 2.54 亿元，其中第四季度净利率达到 4.0%。1Q14TCL 通讯延续了该良好趋势，实现销售趋势 43.4 亿元 (YoY 120%)，其中智能手机销量同比增长 335%，实现净利润 1.39 亿元 (去年同期亏损 1.99 亿元)。

图表7：智能手机销量快速增长



图表8：智能手机带动 TCL 通讯的均价和毛利率

	手机出货量	智能手机出货量	均价 (美元)	毛利率
2013 年	5520	1760	45	19.0%
2013 YoY	30%	169%	24%	1.6
4Q13	1917	766	50.2	19.6%
4Q13 YoY	43%	228%	35%	4.0
1Q14	1360	630	52.2	19.6%
1Q14 YoY	60%	334%	41%	3.2

注：此表中毛利率按照香港会计准则计算。

来源：公司财报，国金证券研究所

- 2014 年，公司的增长动力将主要来自 4G 产品及平板产品。公司计划全年 60% 产品 (包括智能手机和平板) 支持 LTE (制式包括 TDD-LTE 和 FDD-

LTE)；进入中国移动、中国电信的官方商城；并于 1Q14 将收入增长目标从 35%上调至 45%。

- TCL 通讯 90%收入来自海外运营商，渠道稳固，因此完成中高端智能机产品开发后，增长确定性高。而在国内，公司今年推出的新品 S720T (么么哒) 以其低价高配、屏幕接触无线传播技术（通过屏幕接触完成视频、照片等内容的传送，速度达到 4M/s）以及出色的互联网营销吸引客户，销售情况良好。由于看好其海外渠道粘性、国内新品推出、加强与电信运营商合作，预计全年 TCL 通讯有望实现其经营目标，继续取得快速增长。

图表9: TCL S720T (么么哒) 和小米红米 Note 参数对比

	TCL S720T (么么哒)	小米红米 Note (增强版)
价格 (元)	778	999
3G 网络	支持移动 3G	支持移动 3G
网络类型	双卡双模	双卡双模
主屏尺寸	5.5 英寸	5.5 英寸
CPU	联发科 MT6592	联发科 MT6592
电池容量	3300mA	3200mA
后置摄像头像素	800 万	1300 万
操作系统	Android OS 4.2	MIUI V5 (支持 Android 4.2)
RAM 容量	1G	2G
ROM 容量	8G	8G

来源：根据公开资料整理，国金证券研究所

华星光电：面板价格仍存压力

- 2013 年，华星光电实现销售收入 155.3 亿元，盈利 22.6 亿元；1Q14 保持满产满销，实现销售收入 42.7 亿元 (YoY 26.9%)，净利润 3.67 亿元 (YoY -10.1%)。
- 受到 1Q14 出口增长、五一备货的推动，近期面板价格止住下跌趋势，但是由于全年来看电视终端需求不旺、下半年有新产能投产，预计面板价格反弹高度有限。

图表10: 近期面板价格止跌企稳

尺寸	分辨率	20 Jan 14	19 Feb 14	19 Mar 14	02 Apr 14	21 Apr 14	增长	增幅
32" Open Cell	WXGA	\$79	\$77	\$76	\$77	\$78	\$1	1%
39" 60 Hz Open Cell	Full HD	\$119	\$116	\$115	\$116	\$117	\$1	1%
40"-42" 60 Hz Open Cell	Full HD	\$138	\$133	\$131	\$132	\$133	\$1	1%
46" 60 Hz Open Cell	Full HD	\$185	\$180	\$178	\$178	\$178	\$0	0%
50" 120 Hz Open Cell	Full HD	\$210	\$206	\$202	\$202	\$202	\$0	0%

来源：Displaysearch，国金证券研究所

图表11: 国内 8.5 代线投产情况统计

	代线	产能	投产时间
京东方合肥	8.5	总投资 285 亿元, 设计产能为 90K 玻璃基板/月, 玻璃基板尺寸 2200mm×2500mm。	2014 年一季度量产, 2014 年内达到设计产能。
京东方重庆	8.5	该面板项目总投资 328 亿元人民币, 设计产能每月基板投入 9 万片(可扩至 12 万片)。	2015.06
三星苏州	8.5	该产线的每月生产规模约 5.5 万片。	2013.10.25 投产。
LGD 广州	8.5	项目产能为 12 万片/月。	将于 2014 年上半年建成, 下半年量产。
中电熊猫南京	8.5	将以中小屏为主。	将于 2015 年正式投产。
华星光电深圳	8.5	二期: 投资 244 亿元, 设计产能为月产 10 万片玻璃基板。	计划于 2015 年 6 月投产。
友达光电昆山	从 8.5 代线改为 6 代 LTPS 线	分两至三年投入 500 亿元新台币, 月产 2~3 万片玻璃基板	预计 2016 年量产。

来源: 根据公开资料整理, 国金证券研究所

盈利预测

- 预计 2014-2016 年公司收入为 986、1054、1191 亿元, 同比增长 15.4%、6.9%和 13.0%, 净利润 24.9、28.8 和 37.1 亿元, 同比增长 18%、16%和 29%, 其中 16 年净利润增速加快的原因是华星光电二期达产。按计划, 华星光电二期将于 2015 年 6 月投产, 但存在产能爬坡过程, 因此对 15 年业绩影响较小。摊薄后 EPS 为 0.263、0.305、0.392 元。
- 按照分拆估值, 考虑到游戏业务带来估值提升, 给予多媒体业务 12 倍估值, 经计算得 TCL 集团总估值应为 279.5 亿元, 对应摊薄后股价为 2.96 元, 维持买入评级。

图表12: TCL 集团分拆估值

单位: 亿元	股权比例	2013 年净利润	2014 年净利润	PE	2014 年分部估值 (考虑股权比例)
多媒体	61.9%	-0.9	2	12	14.9
通讯	49.7%	2.54	8	15	59.6
家电	100.0%	1.18	1.42	10	14.2
部品 (泰科立)	55.0%	0.88	1	8	4.4
房地产与投资	66.5%	1	-	-	7
物流与服务 (翰林汇)	80.0%	2.2	2.5	10	20.0
华星光电	85.0%	22.6	18	10	153.0
通力电子	62.7%	1.1	1.3	8	6.4
合计 (考虑股权比例)		21.7	25.3		279.5

注: 其中房地产业务将由花样年经营, 公司持有其 15%股权, 因此估值按照持有 15%花样年控股计算。

来源: 公司资料, 国金证券研究所

风险提示

- 电视内销需求降幅超预期。
- 竞争对手掌握“一键云适配”技术并开发出具有类似功能的产品。

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	60,834	69,629	85,504	98,643	105,423	119,119	货币资金	21,368	17,798	12,318	10,000	10,800	11,664
增长率		14.5%	22.8%	15.4%	6.9%	13.0%	应收款项	15,562	18,549	19,309	21,126	22,239	25,091
主营业务成本	-51,119	-58,124	-70,395	-80,690	-86,004	-96,460	存货	8,472	11,956	12,183	13,485	14,255	15,856
%销售收入	84.0%	83.5%	82.3%	81.8%	81.6%	81.0%	其他流动资产	2,822	2,876	4,119	3,992	4,245	4,450
毛利	9,715	11,505	15,109	17,953	19,419	22,659	流动资产	48,223	51,179	47,929	48,603	51,539	57,062
%销售收入	16.0%	16.5%	17.7%	18.2%	18.4%	19.0%	%总资产	65.2%	64.2%	61.4%	58.2%	59.4%	62.0%
营业税金及附加	-454	-409	-467	-493	-527	-596	长期投资	2,149	2,821	4,474	4,675	4,824	4,974
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	21,056	22,296	21,284	25,856	26,431	26,301
营业费用	-5,457	-6,583	-8,081	-9,174	-9,594	-10,602	%总资产	28.4%	28.0%	27.3%	31.0%	30.5%	28.6%
%销售收入	9.0%	9.5%	9.5%	9.3%	9.1%	8.9%	无形资产	2,439	3,064	3,366	3,561	3,359	3,192
管理费用	-2,800	-3,839	-4,997	-5,524	-5,693	-6,313	非流动资产	25,791	28,566	30,152	34,842	35,244	34,988
%销售收入	4.6%	5.5%	5.8%	5.6%	5.4%	5.3%	%总资产	34.8%	35.8%	38.6%	41.8%	40.6%	38.0%
息税前利润 (EBIT)	1,004	674	1,565	2,762	3,606	5,149	资产总计	74,014	79,745	78,081	83,445	86,783	92,049
%销售收入	1.7%	1.0%	1.8%	2.8%	3.4%	4.3%	短期借款	12,981	11,361	8,102	6,520	6,428	4,814
财务费用	63	-353	-178	-273	-403	-486	应付款项	22,533	26,197	25,221	29,640	31,619	35,522
%销售收入	-0.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	其他流动负债	2,592	7,688	3,827	5,451	5,772	6,296
资产减值损失	-158	-342	-475	-103	-58	-57	流动负债	38,106	45,246	37,150	41,612	43,819	46,632
公允价值变动收益	-2	-33	36	0	0	0	长期贷款	11,402	8,258	10,028	8,478	8,558	8,658
投资收益	313	296	327	360	440	450	其他长期负债	5,223	6,008	10,944	10,049	9,249	8,549
%税前利润	15.3%	18.0%	9.0%	8.6%	9.3%	7.2%	负债	54,731	59,512	58,123	60,138	61,625	63,839
营业利润	1,220	242	1,275	2,746	3,585	5,056	普通股股东权益	11,306	11,746	14,168	16,689	17,679	19,496
营业利润率	2.0%	0.3%	1.5%	2.8%	3.4%	4.2%	少数股东权益	7,978	8,487	5,790	6,618	7,479	8,714
营业外收支	822	1,397	2,353	1,450	1,150	1,200	负债股东权益合计	74,014	79,745	78,081	83,445	86,783	92,049
税前利润	2,043	1,639	3,628	4,196	4,735	6,256	比率分析						
利润率	3.4%	2.4%	4.2%	4.3%	4.5%	5.3%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-372	-367	-744	-881	-994	-1,314	每股指标						
所得税率	18.2%	22.4%	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.345	0.188	0.249	0.263	0.305	0.392
净利润	1,671	1,271	2,885	3,315	3,741	4,942	每股净资产	1.334	1.386	1.661	1.766	1.871	2.063
少数股东损益	658	477	776	829	860	1,236	每股经营现金净流	0.197	0.462	0.607	0.753	0.851	0.899
归属于母公司的净利润	1,013	795	2,109	2,486	2,880	3,707	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
净利率	1.7%	1.1%	2.5%	2.5%	2.7%	3.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.96%	6.77%	14.89%	14.90%	16.29%	19.01%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	总资产收益率	1.37%	1.00%	2.70%	2.98%	3.32%	4.03%
净利润	1,671	1,273	2,885	3,315	3,741	4,942	投入资本收益率	1.72%	1.18%	2.90%	5.07%	6.35%	8.76%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,000	2,663	3,948	3,744	5,195	4,863	主营业务收入增长率	17.28%	14.46%	22.80%	15.37%	6.87%	12.99%
非经营收益	-165	309	-50	-1,326	-1,001	-1,019	EBIT增长率	N/A	-32.87%	132.21%	76.51%	30.54%	42.80%
营运资金变动	-391	-394	-2,107	1,386	106	-288	净利润增长率	134.24%	-21.56%	165.37%	17.87%	15.86%	28.70%
经营活动现金净流	2,116	3,851	4,676	7,119	8,041	8,498	总资产增长率	38.40%	7.74%	-2.09%	6.87%	4.00%	6.07%
资本开支	-15,658	-5,427	-3,414	-6,714	-4,259	-3,210	资产管理能力						
投资	-1,010	2,567	8,912	-200	-150	-150	应收账款周转天数	38.8	39.8	39.4	38.0	37.0	37.0
其他	54	92	196	360	440	450	存货周转天数	60.3	65.3	62.6	61.0	60.5	60.0
投资活动现金净流	-16,615	-2,767	5,694	-6,554	-3,969	-2,910	应付账款周转天数	56.7	68.9	61.5	60.0	59.0	58.0
股权募资	130	360	501	1,967	0	0	固定资产周转天数	63.8	111.8	86.9	81.2	72.7	59.4
债权募资	12,309	1,404	3,174	-4,151	-813	-2,214	偿债能力						
其他	-1,092	-1,648	-4,869	-699	-2,459	-2,510	净负债/股东权益	35.35%	28.40%	51.24%	40.38%	34.18%	22.05%
筹资活动现金净流	11,347	116	-1,194	-2,883	-3,272	-4,724	EBIT利息保障倍数	-15.9	1.9	8.8	10.1	8.9	10.6
现金净流量	-3,152	1,199	9,176	-2,318	800	864	资产负债率	73.95%	74.63%	74.44%	72.07%	71.01%	69.35%

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	1	5	6	10	17
增持	1	1	4	8	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.33	1.39	1.39

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 2013-06-18	买入	2.63	3.21 ~ 3.74
2 2013-06-26	买入	2.28	N/A
3 2013-07-10	买入	2.24	2.80 ~ 3.34
4 2013-08-08	买入	2.24	N/A
5 2013-08-16	买入	2.27	2.81 ~ 3.34
6 2013-09-09	买入	2.30	N/A
7 2013-10-28	买入	2.53	N/A
8 2013-12-31	买入	2.35	2.95 ~ 2.95

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