信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

助推双+战略转型 华星光电产能再升级

—— TCL 集团（000100.sz）首次覆盖报告

2014 年 06 月 25 日

王镆

家电行业分析师

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

TCL 集团（000100.sz）

买入 增持 持有 卖出

首次评级

王镆 行业分析师
执业编号：S1500513100001
联系电话：+86 10 63081086
邮箱：wangmo@cindasc.com

TCL 集团相对沪深 300 表现

资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2014.6.24）	
收盘价（元）	2.27
52 周内股价波动区间(元)	1.94-2.83
最近一月涨跌幅(%)	-3.4
总股本(亿股)	94.52
流通 A 股比例(%)	86.1
总市值(亿元)	215

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

助推双+战略转型 华星光电产能再升级

首次覆盖报告

2014 年 06 月 25 日

本期内容提要：

- **多媒体业务下滑，移动通讯和华星光电业绩快速增长。**2013 年公司多媒体业务出现下滑，但移动通讯和华星光电的面板业务收入分别增长 61%和 114.6%。未来大尺寸屏幕仍然是电视和手机的发展主流，公司的双+战略转型也要依托于公司多媒体、移动通讯业务。
- **华星光电扩产二、三期项目，增强电视和手机的产业链垂直整合能力。**华星一期 8.5 代线具备较强的生产能力，2013 年销售成绩斐然，今年前四个月投片量和面板销量又分别增长 13.2%和 16.9%。公司计划投资的二、三期项目，分别用于生产 8.5 代线的 50 寸以上的大尺寸液晶面板和 6 代线的智能手机平板电脑用面板（LTPS），产能设计分别是 10 万片/月和 3 万片/月，新增的大尺寸产能及新技术面板将有力补充公司现有产品，更有利于结合多媒体和移动通讯的业务需要，完善的上下游产业链配套，将发挥集团的垂直整合的最大优势，确保 TCL 具有长期竞争力。我们预计 2014-16 年华星将增厚公司 EPS 为 0.21、0.26、0.35 元。
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.27 元、0.34 元、0.43 元，对应 2014/6/24 股价的 PE 为 8x、7x、5x，未来六个月的合理估值为 2.8 元，首次给予公司“增持”评级。
- **股价催化剂：**多媒体业务和移动通讯业务销售增长，面板价格稳中有升。
- **风险因素：**面板价格剧烈下跌，终端销售低迷。

盈利预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	69,628.67	85,504.35	94,886.26	108,867.43	128,350.42
增长率 YoY %	14.46%	22.80%	10.97%	14.73%	17.90%
归属母公司净利润(百万元)	796.09	2,109.07	2,292.57	2,877.14	3,659.63
增长率 YoY%	-21.43%	164.93%	8.70%	25.50%	27.20%
毛利率%	16.55%	17.71%	19.65%	20.80%	21.76%
净资产收益率 ROE%	6.91%	16.28%	16.33%	20.46%	24.78%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.25	0.27	0.34	0.43
市场一致预期 EPS(元)	--	--	0.28	0.32	0.38
市盈率 P/E(倍)	24	9	8	7	5
市净率 P/B(倍)	1.65	1.37	1.39	1.36	1.26

资料来源：wind，信达证券研发中心预测　　注：股价为 2014 年 6 月 24 日收盘价

目 录

投资聚焦 1
公司消费电子业务情况: 2
TCL 多媒体: 销量保持稳定增长，全球市场份额第三，但业绩仍出现亏损 2
通讯业务扭亏为盈，销售规模、技术全面提升 3
智能时代向双+战略转型 4
华星光电: 二期、三期项目将增强 TCL 产品垂直整合能力，支持公司战略转型 4
上游 LCD 电视行业近况: 出货量增速虽有放缓，但面积增长率呈较快增长 4
液晶面板行业展望: 大尺寸面板需求旺盛，中小尺寸面板需求受智能手机、平板电脑普及的拉动 5
2013 年华星光电业务情况: 产销快速增长 6
华星光电二、三期项目: 扩大面板产能，完善上下游产业链配套，形成规模优势 9
华星光电 2014-18 年盈利预测 12
公司行业竞争分析 12
盈利预测、估值与投资评级 14
产品销售收入和盈利预测 14
公司估值和评级 15
风险因素分析 17

图 目 录

图 1: 2013 年 TCL 和行业的 LCD 电视销量增速比较 2
图 2: 2013 年国内外主要电视厂商中国、全球市场占比比较 2
图 3: LCD 电视平均单价下降 3
图 4: 国内、海外市场多媒体业务毛利均同比下降 3
图 5: TCL 智能终端手机的单价和销量出货量占比 4
图 6: 通讯业务毛利率 4
图 7: LCD 电视全球出货量及预测 5
图 8: 中国 LCD 电视销售情况 5
图 9: LCD 电视全球出货面积及预测 5
图 10: 全球 LCD 电视平均尺寸变化趋势 5
图 11: 中国市场 4K 电视线下零售占比 6
图 12: 华星光电一期投片量 7
图 13: 华星光电一期电视液晶面板及模组销售量 7
图 14: 2013 年液晶面板价格下降 8
图 15: 高世代产能面积变化 9
图 16: LTPS 面板全球产能预估 11
图 17: 2016 年各厂商 LTPS 面板市占率预估 11
图 18: 华星三期面板产能比例预估 11
图 19: 公司竞争优势分析 13
图 20: TCL 集团和黑电板块的估值比较（PE TTM） 16

表 目 录

表 1: 2014 年主要面板厂大尺寸产品计划 6
表 2: 2013 年华星光电利润财务数据 8
表 3: 各面板厂商的月投片量（千片） 9
表 4: 二期 8.5 代线产品比例预测 10
表 5: 华星光电盈利预测 12
表 6: TCL 主要业务收入盈利预测 14
表 7: FCFE 估值假设 15
表 8: FCFE 绝对估值分析及结果 15
表 9: 黑电行业内上市公司盈利一致预期与估值比较 16

投资聚焦

核心观点：公司收入稳定增长，虽然电视业务下滑，但通讯业务和华星光电的业绩表现成为亮点，2013 年收入分别同比增长 56.5%和 114.6%。就公司主要的多媒体和移动通讯业务来看，行业未来的发展趋势仍然是大尺寸屏幕作为主流，产品结构将进一步向大尺寸、高端化变化。公司拥有面板制造厂商华星光电，一期的 8.5 代线生产能力较强，销售成绩突出，各户不仅包括 TCL，还涵盖国内外主要的 TV 一线厂商。华星此次将投资建设二、三期生产线，分别为主要生产大尺寸的 8.5 代 TFT-LCD（包括 Oxide 和 OLED）项目，为智能手机和平板电脑供货的第 6 代 TFT-LCD（低温多晶硅）项目，新增的大尺寸产能及新技术面板将有力补充公司面板产品，更有利于结合 TCL 多媒体和移动通讯的业务需要，完善的上下游产业链配套，将发挥集团的垂直整合的最大优势，确保 TCL 具有长期竞争力。同时战略转型是集团的工作重点，双+战略将依托于 TCL 多媒体和 TCL 移动通讯，建立产品和内容的封闭生态圈，推动公司未来在智能化、互联网的家电领域中加快发展。

与市场不同之处：面板产业产能虽然整体表现有过剩的迹象，但是下游对大尺寸面板和 UHD 面板的需求仍然较大，各大面板厂商都在提前布局高世代线。

股价催化剂：公司的多媒体业务和移动通讯业务销售增长，面板价格稳中有升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.27 元、0.34 元、0.43 元，对应 2014/6/24 股价的 PE 分别为 8x、7x、5x，未来六个月的合理估值为 2.8 元，首次给予“增持”评级。

主要风险

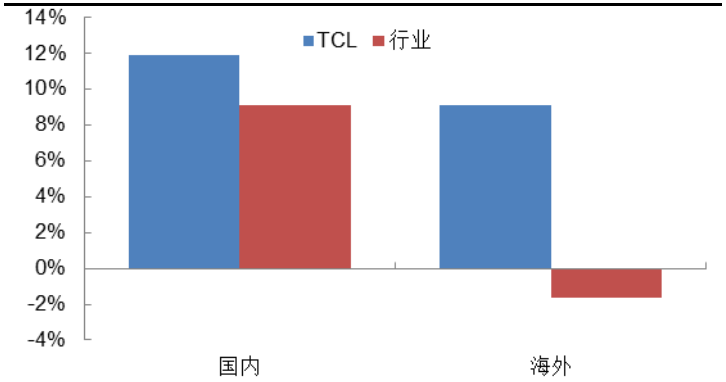
1. 面板价格剧烈下跌;
2. 终端销售低迷。

公司消费电子业务情况：

TCL 多媒体：销量保持稳定增长，全球市场份额第三，但业绩仍出现亏损

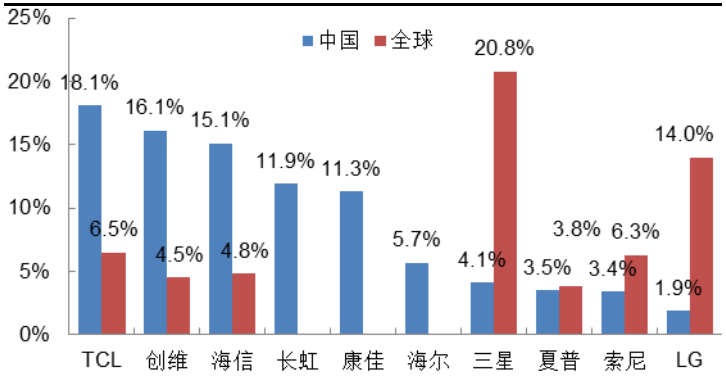
2013 年公司多媒体业务实现营业收入 314.57 亿元，同比增长 7.17%，全球市场份额第三（6.5%），中国市场份额第一（18.1%）。LCD 电视共销售 1718.4 万台，同比增长 10.7%，其中中国市场销售 990.8 万台，同比增长 11.9%，海外市场销售 727.6 万台，同比增长 9.1%，销量增长均超过行业平均增速。但由于 2013 年下半年节能惠民政策的退出，国内 LCD 电视销售增速不如预期，再加海外 LCD 电视需求放缓，全球 LCD 电视销售增速放缓。

图 1：2013 年 TCL 和行业的 LCD 电视销量增速比较



资料来源：公司公告，产业在线，信达证券研发中心

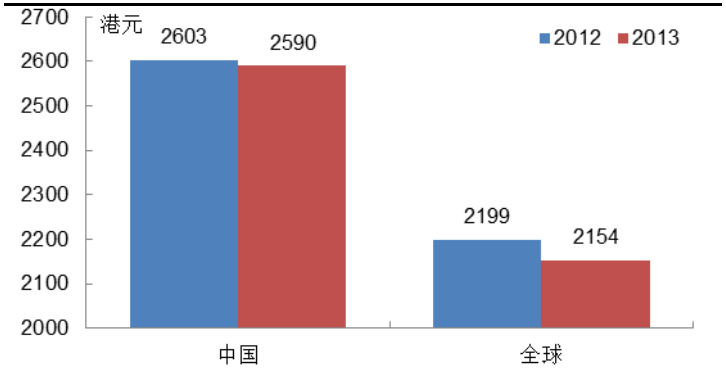
图 2：2013 年国内外主要电视厂商中国、全球市场占比比较



资料来源：DisplaySearch，信达证券研发中心

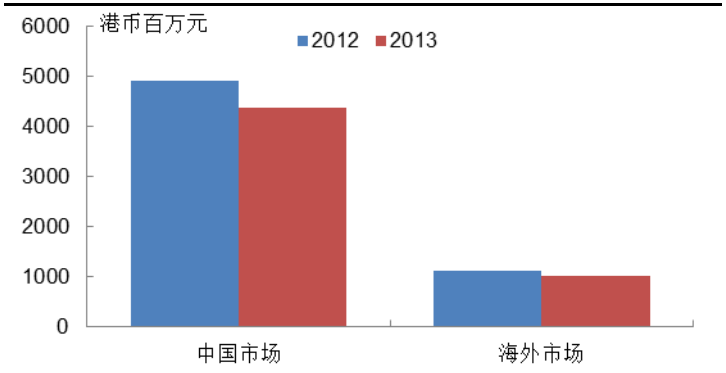
虽然公司 LCD 电视销售量增长比较稳定，但从多媒体业务的利润情况上看不甚理想：公司 2013 年多媒体业务上亏损达到 9195 万元，毛利率为 14.71%，同比下滑 2.69 个百分点，其中中国地区和海外地区的毛利分别下降 11.1%和 8.9%。主要原因除去了补贴政策退出造成国内终端需求下滑外，还受到新品上市进度不如预期、多媒体库存较多造成跌价损失较大、海外高端产品比例较低、汇率影响等多重负面因素的影响，另外受到彩电市场竞争加剧（互联网等企业纷纷参与竞争等）和全球市场需求的低迷也造成了产品单价的回落。

图 3：LCD 电视平均单价下降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：国内、海外市场多媒体业务毛利均同比下降



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司 2014 年 LCD 电视销售目标为 1850 万台，同比提高 7.7%，并优化产品组合以提升平均售价，经营业绩同比改善，力争实现扭亏为盈。国内业务方面，公司将加快互联网布局，深化“全云”战略，完善 4K 超高清电视和 TCL 爱奇艺 TV+等产品的规划和布局，进行销售管道的改革，加强专卖店建设和 O2O 线上线下整合；国外业务方面，公司将增加新兴市场高端产品的销售比例，继续加强品牌投入，提升新产品的上市速度及销售量。

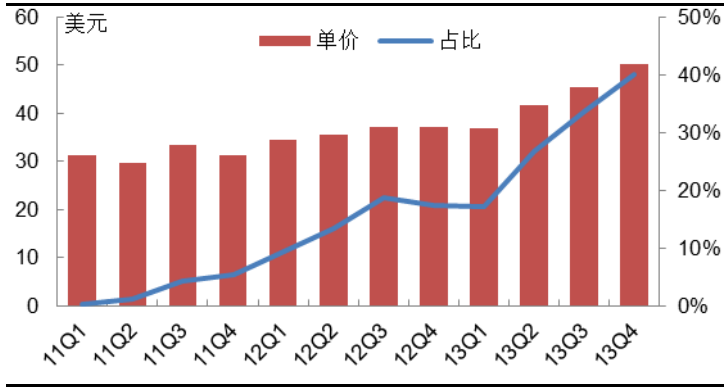
通讯业务扭亏为盈，销售规模、技术全面提升

2013 年通讯业务实现销售收入 152.95 亿元，同比增长 61%，全年手机销售量为 5520 万台，同比增长 29.6%，其中智能手机销售 1755.5 万台，同比增长 169.2%，手机出货量居全球第 5 位，其中智能手机出货量全球排名第 10 位。TCL 手机销售仍以海外为主：虽然国内手机销量下跌 16.3%，但海外市场销量同比猛增 36.7%，占到总销量的 91.2%。

公司不断加强产品研发投入，积极优化产品结构，推出三大产品系列：HERO, IDOL 和 POP 系列，公司的智能终端出货量已达到总出货量的 32%，在 2013 年四季度智能终端的出货量占比更是达到 40%，为历年单季度最高，同时智能终端的平均单价也在不断提高，2013 年四季度达到 50.2 美元，同比提高 35.3%，环比提高 10.6%。产品结构优化和销售规模的扩大，也带来了通讯业务盈利能力的提升，其实现净利润 2.54 亿元，扭亏为盈，毛利率为 25.68%，同比提高 1.17 个百分点。

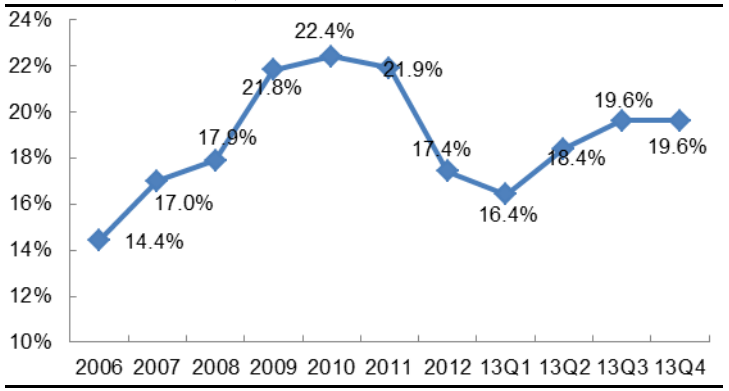
公司 2014 年将重点转向 4G 设备市场，计划 60%的产品将支持 LTE，继续深耕现有国内外的线下销售渠道，组建线上销售团队，深化销售渠道的整合，实现有效的 O2O 模式，以实现 35%年度营业收入增长目标。

图 5：TCL 智能终端手机的单价和销量出货量占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：通讯业务毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

智能时代向双+战略转型

公司在家电互联网化智能时代积极谋划转型，双+战略将成为公司未来的主攻方向：双+战略的核心，即为“智能+互联网”、“产品+内容”，从产品的竞争转向生态圈的竞争，将打造一个硬件为入口，以云计算和大数据为纽带向用户提供全方位内容服务的互联网闭环生态圈，以用户为中心，实现从“从经营产品向经营内容”商业模式的变革，立足于前期的系列产品、内容和服务，以及布局的金融、教育、娱乐等平台，将向文化传播、在线支付、消费信贷、游戏领域等扩展。

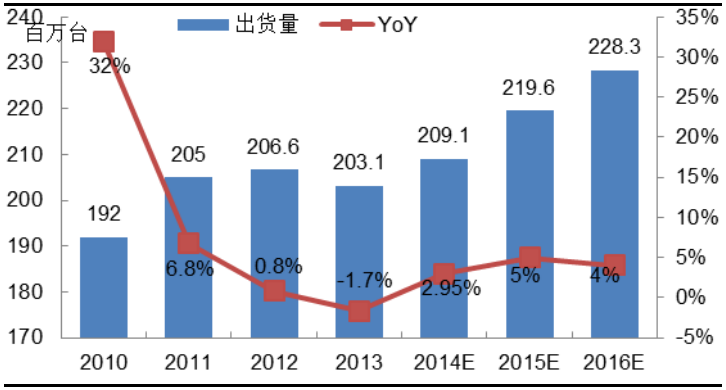
实现双+战略的落地，主要还是要由 TCL 多媒体和 TCL 通讯两大平台承担产品落地，因此我们认为公司在新的新业务模式下，如何发挥与华星光电形成联动优势，增强产业链垂直整合，强化供应量管理，将是公司重点发展方向。

华星光电：二期、三期项目将增强 TCL 产品垂直整合能力，支持公司战略转型

上游 LCD 电视行业近况：出货量增速虽有放缓，但面积增长率呈较快增长

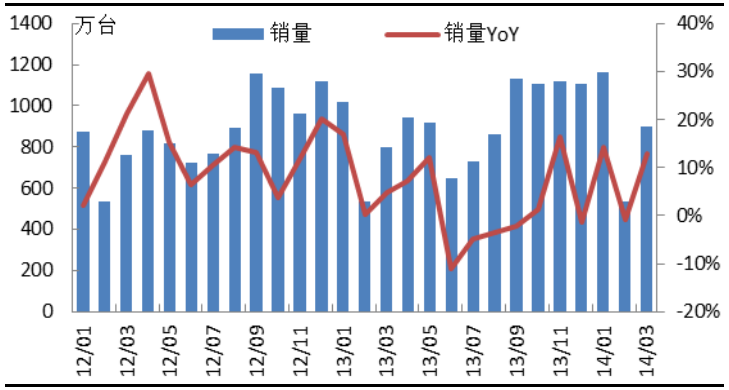
全球 LCD 电视行业从 2012 年以来出货量增长出现放缓，主要原因我们认为是：1、发达地区 LCD 电视的大规模更新换代进程接近尾声，总需求出现下降，而新兴市场经济增速放缓，消费者购买力下降致使其需求增长不能弥补发达地区的需求下降；2、电视下一代产品上市进度不如预期，UHD 电视、OLED 电视还在推广初期，价格相对仍然较高，FHD 电视仍为主流产品，难以激发消费者更新换代的热情；3、中国市场受到家电消费政策退出的影响，LCD 需求前期出现提前透支，后期销售增长相对乏力。但长期来看 LCD 电视在新兴市场仍然具有增长潜力，随着发达国家的经济复苏、新型电视的上市及其智能电视在中国等地区市场的普及，LCD 电视出货量有望从 2014 年开始重新恢复平缓增长。

图 7：LCD 电视全球出货量及预测



资料来源：WitsView，信达证券研发中心整理

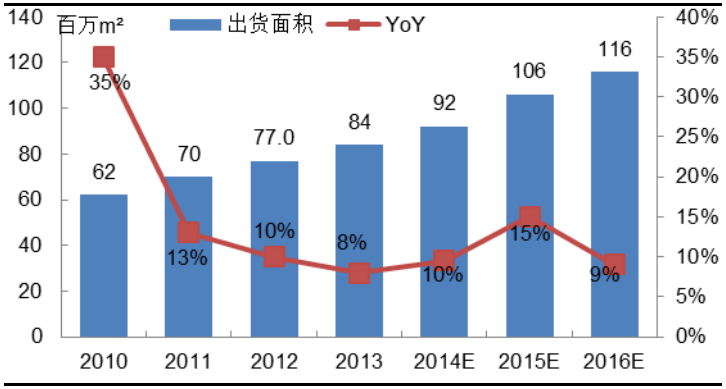
图 8：中国 LCD 电视销售情况



资料来源：产业在线，信达证券研发中心

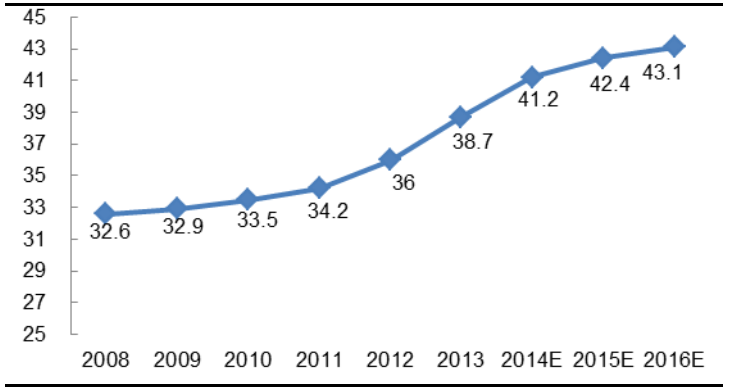
但从 LCD 电视表现出尺寸大型化的发展趋势，面积的增长率明显超过出货量增长，2013 年增长 8%左右，预计 2014 年增长 10%，而 40 寸以上大尺寸的 LCD 电视比例也明显增加，销售量 2013 年占到 42%左右，预计 2014-16 年占比分别达到 48%、58%、63%，到 2016 的其面积占比达到 80%。

图 9：LCD 电视全球出货面积及预测



资料来源：WitsView，DisplaySearch，信达证券研发中心整理

图 10：全球 LCD 电视平均尺寸变化趋势



资料来源：WitsView，DisplaySearch，信达证券研发中心整理

液晶面板行业展望：大尺寸面板需求旺盛，中小尺寸面板需求受智能手机、平板电脑普及的拉动

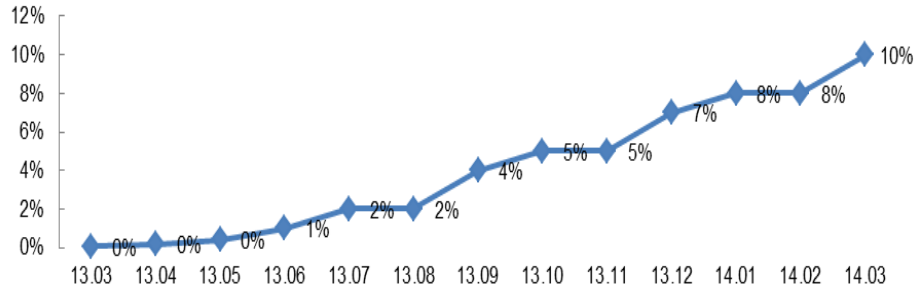
液晶面板行业主要受到下终端的需求影响，从大尺寸液晶面板上看：由于各大电视厂商开始大力推广 50 寸以上的高画质电视，DisplaySearch 预测 2014 年 50 寸以上的产品占比将相比 12 年翻一番，达到 14%，到 2016 年更将达到 22%，因此未来对大尺寸液晶面板和 4K 的超高清面板的需求将快速增长。

表 1：2014 年主要面板厂大尺寸产品计划

面板厂	大尺寸产品线	50"以上面板占比
三星	55"65"75"85"98"110"	12.1%
乐金	50"55"60"65"79"84"98"	12.5%
友达	50"55"65"	29.1%
群创	50"58"65"	22.6%
夏普	60"70"80"90"	42.3%
华星	48"49"55"110"	8.8%
京东方	55"65"75"98"	8.5%

资料来源：公司资料，信达证券研发中心整理

图 11：中国市场 4K 电视线下零售占比



资料来源：奥维咨询，信达证券研发中心

从中小尺寸液晶面板上看：主要受终端智能手机和平板电脑需求的拉动，IDC 的数据显示 2013 年智能手机突破 10 亿只，为 10.042 亿只，同比增长 38.4%，平板电脑的出货量为 2.171 亿台，同比增长 50.6%，预计到 2017 年，智能手机将基本取代功能手机，市场占有率将接近 90%。同时随着移动互联网的发展，4G 技术的普及，未来的中小尺寸掌上产品发展趋势将是大屏幕、高分辨率、窄边框、轻薄/柔性设计等，因此大尺寸的智能手机/平板电脑面板的需求将会快速增长，而 4 寸以下的市场下滑，同时在技术上的要求（如高分辨率、PPI、轻薄程度等）会越来越高，预计到 2017 年 4-4.X 寸屏市场占比大约为 56%，5 寸以上屏超过 35%。 但全球的中小尺寸产能增长较慢，平均每年增长 3%-5%，而 G5.5-G8.5 生产线所占比例逐年增大。

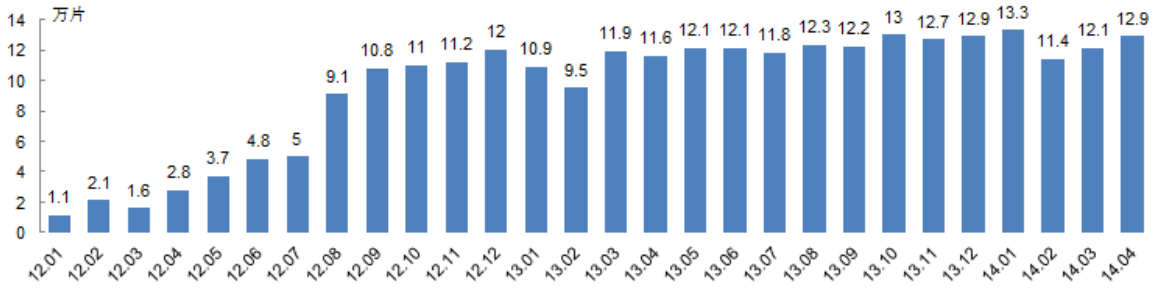
2013 年华星光电业务情况：产销快速增长

2013 年，华星光电销售液晶面板及模组产品 2163 万片（YoY 101%），实现销售收入 155.58 亿元（YoY 114%），净利润 22.62 亿元（YoY 618%）。华星光电已成为全球第五大液晶电视面板提供商，市场份额 9%，主要的客户包括 TCL（集团内 41%）、

三星、LG、及长虹海信等国内电视厂商；公司 32 寸产品稳居全球前两位，46 寸以上的大尺寸产品销售占比稳步提升，55 寸超高清电视面板国内市场占有率排名第一。华星光电收入占集团收入 18.2%，净利占比的 78.4%，为上市公司贡献主要净利润。

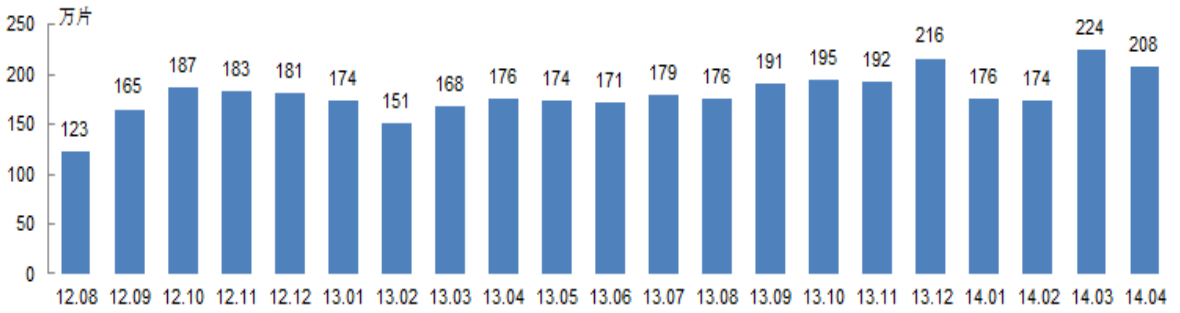
生产能力上看，公司于 2012 年 9 月投片量已突破设计产能为 10.9 万片，12 月达到 12 万片，在 2013 年 10 月达到 13 万片新高，预计今年下半年可达到一期的最高产量 14 万片左右/月，产能利用率超过 100%，良率也不断提升保持在 95%以上，全年总投片量为 139.7 万片，同比提高 85.37%。面板及模组销售量 2013 年 4 月后保持在 170 万片以上每月，9 月保持在 190 万片以上每月，12 月更是达到 216 万片，全年销售 2163 万片，实现了翻番增长。在今年前四个月华星光电的投片量和销量又分别增长 13.2%和 16.9%，依然保持较快增长。

图 12：华星光电一期投片量



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：华星光电一期电视液晶面板及模组销售量

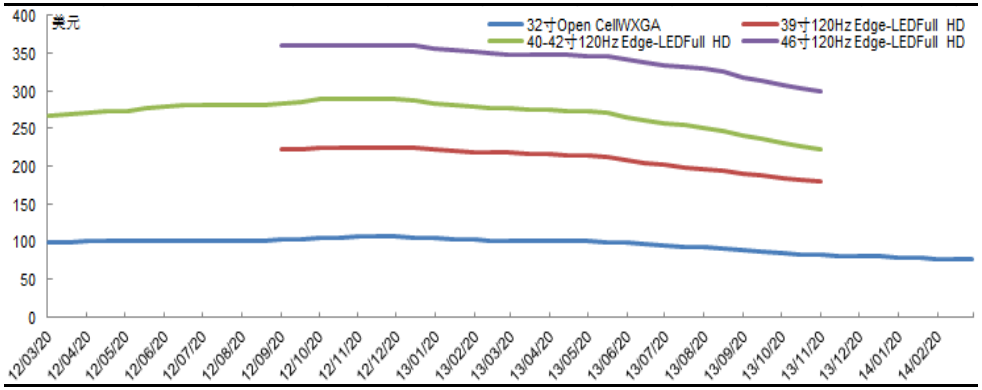


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

在技术研发方面，公司已建立了完整的三级人才梯队，形成 300 人的研发团队，其中覆盖 Oxide、OLED 等新型显示技术的人才 70 人以上；截至 2013 年年底，公司全球申请专利将近 7000 件，其中获得授权的中国专利 513 件，美国专利 122 件，2013 年就新增专利 810 件；公司已建立多个实验室，建设了国内最大的 4.5 代 OLED 试验线，已经掌握较成熟的 OLED 技术。

2013 年，欧美市场对 LCD 电视的需求依然疲软，而国内市场受到节能补贴政策退出的影响，面板下游终端需求下降，但全球液晶面板的供给充足，各厂商的稼动率水平仍然较高，面板价格出现下滑。但公司通过产品结构优化，提高如 55 寸这样的大尺寸出货量，提高产能利用率和良品率，优化生产工艺等措施，依然保持了较好的盈利能力，优于行业平均水平。

图 14：2013 年液晶面板价格下降



资料来源：DisplaySearch，信达证券研发中心整理

表 2：2013 年华星光电利润财务数据

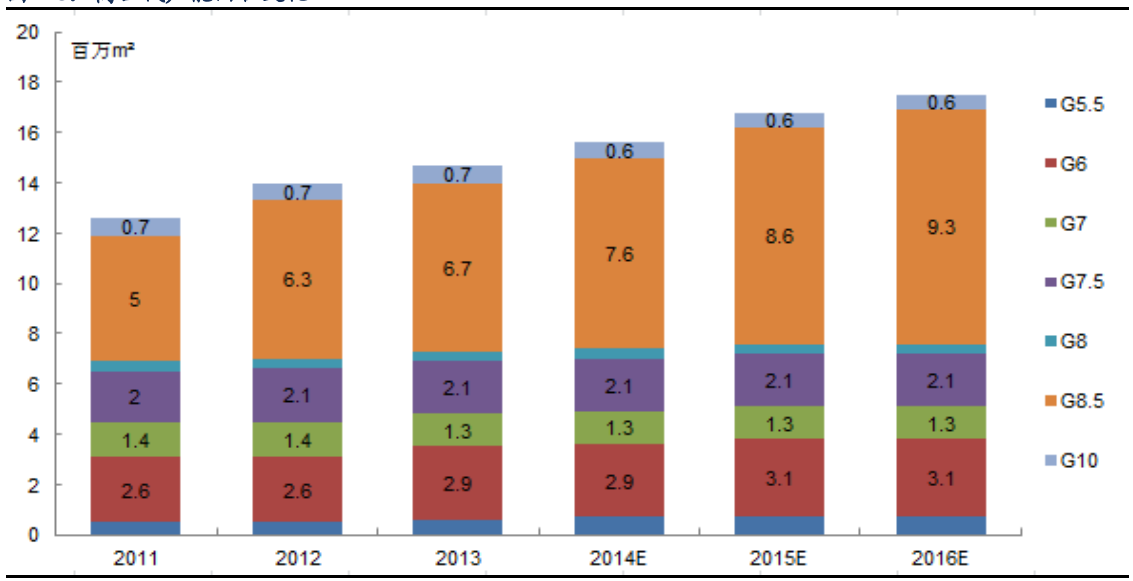
	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
面板销售量（万片）	493.2	521.8	545.3	602.43	2162.8
销售收入（百万元）	3362.8	3454.7	3796.8	4916.50	15530.8
平均单价(元)	682	662	696	816	718
销售成本（百万元）	2888.4	2911	3309.2	4345.10	13453.7
毛利率	14.1%	15.7%	12.8%	11.6%	13.4%
净利润（百万元）	408	484	523	847.00	2262
净利润率	12.1%	14.0%	13.8%	17.2%	14.6%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

华星光电二、三期项目：扩大面板产能，完善上下游产业链配套，形成规模优势

综上，虽然液晶面板的出货量增速下降，但是液晶面板的出货面积增长率正在加快，得益于液晶电视技术的升级和显示市场对大尺寸产品需求的增长。而高世代产线能提供大尺寸面板及新技术面板（如 OLED、Oxide 等），随着面板出货面积增长加快，苏州三星、广东 LG、京东方等面板厂商开始在中国大陆扩充 G8.5 产能：一方面提高液晶面板自给率（十二规划中要求 2015 年 TV 面板自给率达到 80%以上，而根据现行产能扩充计划，到 2016 年智能达到 72%），增强国内企业的竞争力；另一方面境外企业通过新建或者投资高世代生产线，以资金和技术优势，切入到中国高端电视市场中来，提高市占率。而从竞争对手上看，京东方部分 8.5 代线用于生产笔记本电脑面板，中电熊猫 8.5 代线也规划生产用于智能手机和平板电脑的 IGZO 面板，华星则以大尺寸 LCD 电视为主，技术上向 Oxide 等靠拢。

图 15：高世代产能面积变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 3：各面板厂商的月投片量（千片）

面板厂商	世代	地点	2011	2012	2013	2014	2015	2016
京东方	G5.5	鄂尔多斯				24	24	24
	G6	合肥	90	85	95	110	110	110
	G6	合肥		2	10	10	10	10
	G8.5	北京	25	90	120	120	120	120
	G8.5	合肥			5	60	90	90

	G8.5	重庆					85	90
华星	G8.5	深圳	18	117	130	136	136	136
	G8.5	深圳					42	90
友达	G6	昆山					20	30
三星	G8.5	苏州			30	55	90	90
LG 乐金	G8.5	广州				60	70	90
中电熊猫	G6	南京			80	80	80	80
	G8.5	南京					45	85

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

完善的产业链布局，目前已成为华星光电的最大竞争优势，目前华星只有一条 8.5 代线，但保持着高稼动高产出高销售的好成绩，也得益于产业链的上下游整合。为实现规模效应，提高市场竞争能力，实现产业技术升级，抢占国际高端市场，TCL 集团和华星光电将总投资 244 亿元的二期第 8.5 代线项目的建设，本项目加工的玻璃基板尺寸为 2500mm × 2200mm，设计产能为 10 万片/月，其中 TFT 设计产能 60K，Oxide 设计产能 25K，OLED 设计产能 5K，补充产能的同时发展下一代显示技术为公司长期发展打下良好基础。产品将以 32 寸、55 寸、65 寸面板为主，未来重点发展 50 寸以上的大屏及 UHD 面板，并不断提高其比例，这将有利于结合 TCL 多媒体的未来布局，并与一期 8.5 代线形成互补，发挥产业链垂直整合的最大优势。二期建设正在正常推进中，2015 年 6 月前后将正式投产，预计 2017 年逐步达到满产状态，公司预计项目建成后，每年增加供应液晶面板 1000 多万片，新增年产值 226.68 亿元。

表 4：二期 8.5 代线产品比例预测

	主要规格	比例预测
入门产品	24HD、28HD、32HD、37HD	10%
主流产品	32FHD、42FHD、46FHD、50FHD、55FHD	65%
高端产品	42UHD、46UHD、50UHD、55UHD、65UHD、60UHD、98UHD、110UHD	25%

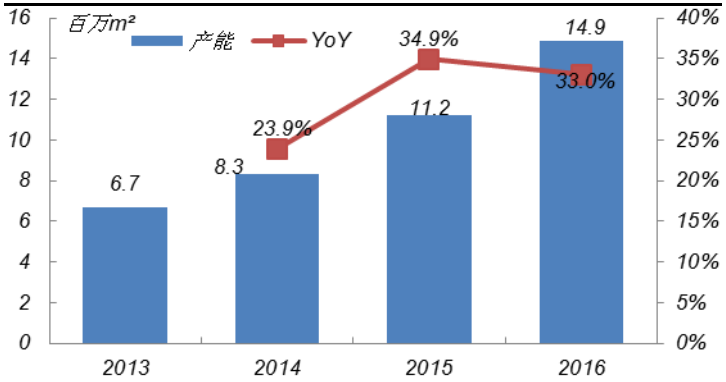
资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

同时二期项目也符合国家发展规划，将促进彩电产业的转型和结构调整，继续改善国产面板的自给率，将推动 TFT-LCD 制造设备自主创新和国产化进程，项目有望仍享受国家和政府的诸多优惠政策和支持，包括一期所受到贷款贴息、产业链补助等。

另一方面，随着全球 3G 网络的普及，4G 网络进入建设高峰，移动互联网引领中小尺寸智能终端市场爆发，中小尺寸面板的市场需求快速增长，中小尺寸面板销售比例将从 2012 年的 27%增长到 2018 年的 40%，市场前景广阔。因此华星光电为了提升在智能手机、平板电脑的上下游一体化协同能力，抓住现今中小尺寸面板市场的快速增长机会，复制之前 8.5 代项目的模式，拟与湖北科投设立合资公司建设三期第 6 代 LTPS（低温多晶硅）项目，项目投资总额将达到 160 亿元。

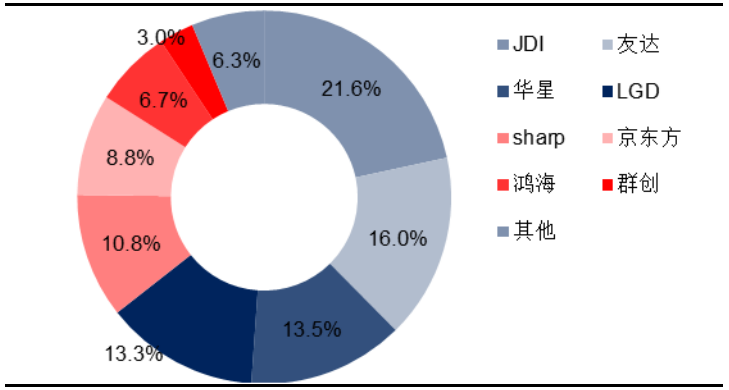
华星三期将以生产 4.5 寸以上面板为主，设计产能为 3 万片/月，手机屏以 4、4.46、4.66、4.99、5、5.46、5.98、6.3 寸为主，平板电脑以 7、9、12 寸为主，可以覆盖大部分智能手机和平板电脑应用，而 LTPS 作为高端面板，最大优势在于超薄、重量轻、低耗电，可以提供更艳丽的色彩和更清晰的影像（300ppi 以上高分辨率），近年来产能涨幅较快，日韩厂商纷纷对 LTPS 面板进行扩产，并集中在 6 代生产线上，而国内其的自给率偏低，而台湾的友达、群创虽然其中小尺寸面板产能全球居前，但主要来自六代 a-Si TFT LCD 产线转产中小尺寸面板，供给中低端手机及平板电脑市场需求，高端的 LTPS 面板产能依然不足，DisplaySearch 预计，2014 年 LTPS 手机显示屏的销售额占比将达到 44%，并于 2020 年达到 51%；出货量占比将从 2013 年的 19%增至 2020 年的 33%，WitsView 也表示预计 3 年之内 LTPS 产能面积有机会增加 2 倍以上。因此公司以华星三期生产高端 LTPS 面板有利于增强华星在国内面板行业中的地位和竞争力，加强与 TCL 多媒体和通讯的产业一体化协同能力，扩大面板销售规模，提升市占率。

图 16：LTPS 面板全球产能预估



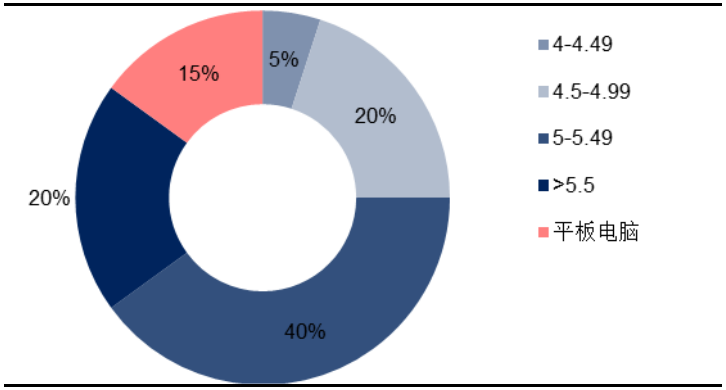
资料来源：WitsView，信达证券研发中心

图 17：2016 年各厂商 LTPS 面板市占率预估



资料来源：WitsView，信达证券研发中心

图 18：华星三期面板产能比例预估



资料来源：信达证券研发中心预测

华星光电 2014-18 年盈利预测

我们预计面板价格企稳，以及大尺寸面板比例的提升，良品率提升，及单月产能的提高，将摊薄折旧成本，华星光电未来毛利率、净利率有望提升。

表 5：华星光电盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
面板销售量（万片）	2162.8	2552.0	2909.3	3782.1	4538.6	5219.3
YoY		18%	14%	30%	20%	15%
销售收入（百万元）	15530.8	17864.3	20947.2	27231.3	32223.8	37057.3
YoY		15.0%	17.3%	30.0%	18.3%	15.0%
平均单价(元)	718	700	720	720	710	710
销售成本（百万元）	13453.7	15399.0	17972.7	23201.1	27229.1	31128.1
毛利率	13.4%	13.80%	14.20%	14.80%	15.50%	16.00%
净利润（百万元）	2262	2144	2618	3540	4189	4817
净利润率	14.6%	12.0%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%

资料来源：信达证券研发中心预测

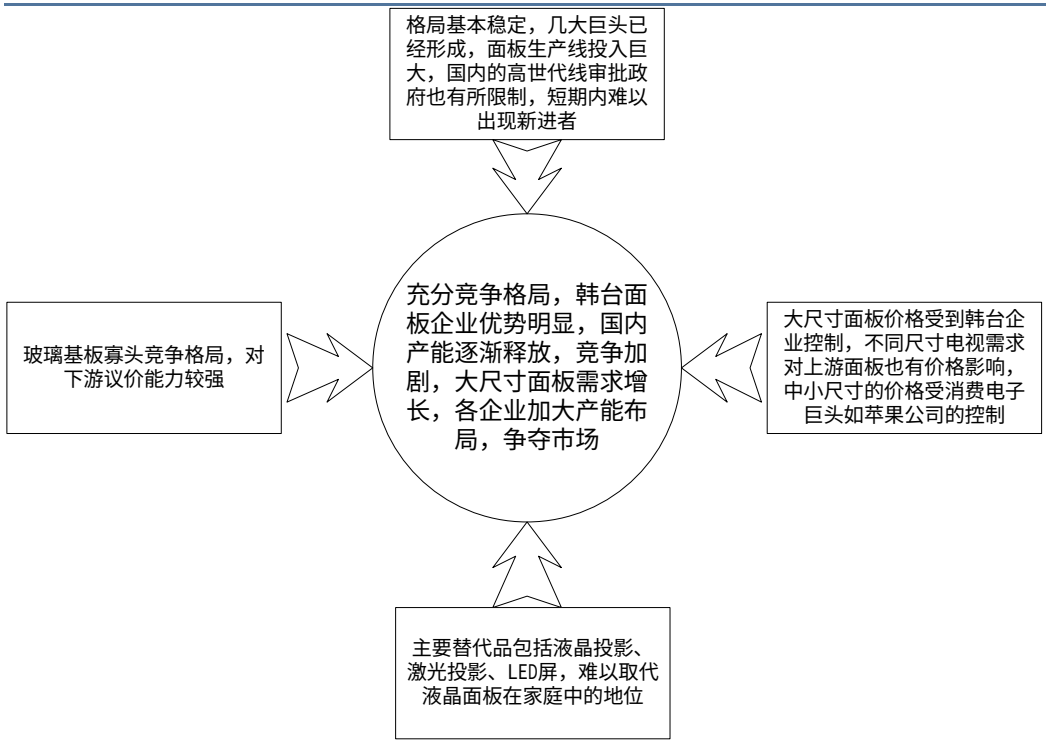
以上述分析，除去少数股东损益，预计华星光电在 2014-18 年将增厚公司 EPS 为 0.21、0.26、0.35、0.42、0.48 元。

公司行业竞争分析

- **现存竞争者的竞争强度：**液晶面板行业是充分竞争的行业，外资方面如韩国的三星、LG，日本的 JDI、sharp，台湾的友达、群创等，均拥有较强的资金和技术优势，生产线也慢慢在向国内转移，国内企业京东方、中电熊猫等也纷纷扩大产能，随着国内新增产能的陆续释放，面板行业的竞争将愈加激烈，随着大尺寸面板的需求增长，各企业对高世代线进行产能布局，加紧市场争夺。华星光电的优势包括：与 TCL 集团多媒体、通讯业务的协同作用明显，技术研发实力强，地方政府支持力度大，拥有良好的客户资源。
- **下游的议价能力：**台湾和韩国面板厂商出货量较大，对面板价格控制力较强，同时大尺寸面板也受到下游电视需求的变化影响，而中小尺寸面板的价格受到苹果等消费电子巨头订单的影响很大。
- **原材料供应商的议价能力：**上游玻璃基板多处于寡头垄断格局，玻璃基板厂商对下游面板厂商具有较强的议价能力。
- **替代品的威胁：**液晶投影、激光投影、LED 屏，价格偏高，家庭中难以取代液晶面板。

➢ **新进企业的威胁：**国内面板行业未来产能提升较快，而且政府将对高世代线审批有一定限制，产线投入资金较大，竞争格局基本稳定，新进企业难以短时间出现。

图 19：公司竞争优势分析



资料来源：信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

产品销售收入和盈利预测

表 6: TCL 主要业务收入盈利预测

		2013A	2014E	2015E	2016E
多媒体	营业收入（百万元）	31457.05	32086.19	33048.78	34701.22
	YoY	14.71%	15.00%	15.50%	16.00%
	毛利率	-2.61%	2.00%	3.00%	5.00%
通讯	营业收入（百万元）	15295.17	21413.24	28907.87	37580.23
	YoY	56.49%	40.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	25.68%	26.50%	27.00%	27.50%
华星	营业收入（百万元）	15530.81	17864.32	20947.19	27231.34
	YoY	114.59%	15.03%	17.26%	30.00%
	毛利率	13.37%	13.80%	14.20%	14.80%
白电	营业收入（百万元）	9322.60	11187.12	13424.54	16109.45
	YoY	21.52%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.09%	20.00%	21.00%	21.50%
物流服务	营业收入（百万元）	12424.94	12673.44	12926.91	13185.45
	YoY	-4.14%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	3.96%	4.20%	4.40%	4.50%
合计	营业总收入（百万元）	85504.35	94886.26	108867.43	128350.42
	YoY	22.80%	10.97%	14.73%	17.90%
	毛利率	17.71%	19.65%	20.80%	21.76%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

综上所述和财务模型，我们预测公司 2014-2016 年 EPS 为 0.27 元、0.34 元、0.43 元，对应 6 月 24 日收盘价的 PE 分别为 8x、7x、5x。

公司估值和评级

绝对估值法

采用自由现金流模型（FCFE）对公司进行估值

表 7: FCFE 估值假设

指标	假设
预测年限	10 年
行业平均资产 Beta	0.91
股票 Beta	0.97
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	6.76 %
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	10.46%

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

根据我们的财务模型预测结果，通过股权现金流折现分析，对公司的 FCFE 和现值预测如下：

表 8: FCFE 绝对估值分析及结果

指标	估值
研究期经营价值（元）	6,066,483,500.79
TV（元）	13,979,617,396.63
其他（元）	4,611,770,666.67
合计（元）	24,657,871,564.08
每股价值（元）	**2.89**

资料来源：信达证券研发中心预测

相对估值法

我们横向比较黑电行业内的上市公司 PE 估值，公司的 2014 年预测 EPS 对应 PE 水平在行业中处于低位，与海信电器相接近：

表 9：黑电行业内上市公司盈利一致预期与估值比较

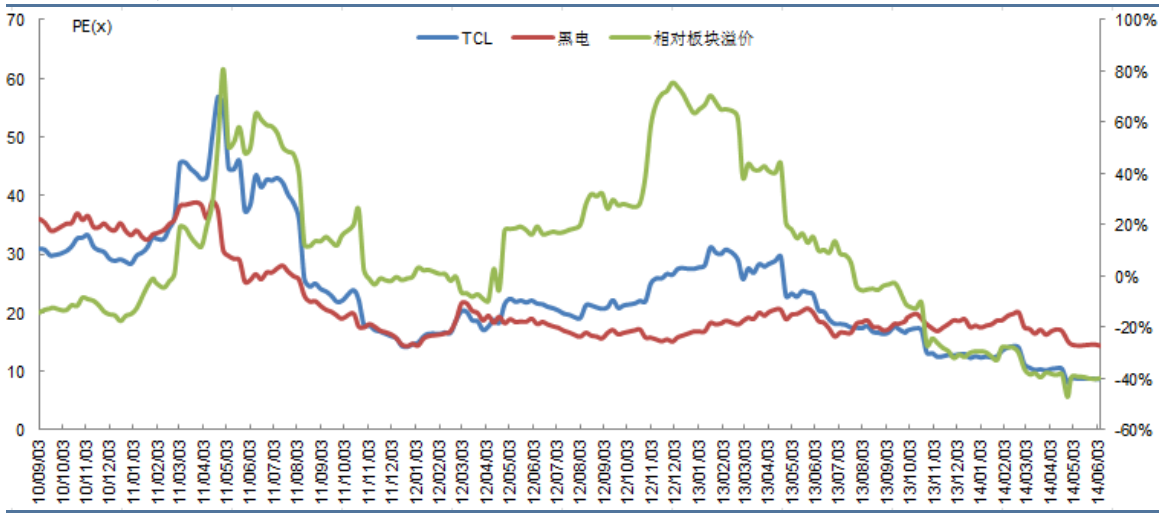
	股价	市值	EPS（元）			PE（倍）		
	（元）	（亿元）	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
海信电器	9.59	125	1.21	1.34	1.45	8	7	7
深康佳 A	4.34	52	0.04	-	-	-	-	-
四川长虹	3.09	143	0.11	0.14	0.17	28	22	18
兆驰股份	7.45	119	0.60	0.50	0.63	12	15	12
中值						12	15	12
TCL 集团	2.27	215	0.25	0.27	0.34	9	8	7

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2014 年 6 月 24 日收盘价，除 TCL 集团外的 EPS 为 wind 收集的盈利预测中值

再从历史估值来看，2010 年以来公司的估值与黑电板块的估值溢价大部分时间在 20%以下，2013 年以来 TCL 估值开始逐渐走低，以低于黑电板块 20-40%之间。当公司在消费电子业务（包括多媒体和移动通讯）方面拥有国内其他厂商的缺乏的上下游垂直整合能力，双+战略建立起的自有产品和内容的封闭生态圈将为公司在智能移动时代提升业绩增强支持，公司盈利有望超过行业平均水平，但由于彩电行业整体的增速放缓，盈利水平偏低，影响到了公司的估值，综上现在的 8-10x PE 应为行业的合理估值区间。

图 20：TCL 集团和黑电板块的估值比较（PE TTM）



资料来源：wind，信达证券研发中心

我们给予公司 8-10 倍 PE 估值区间，对应 2014 年预测 EPS 的合理估值区间在 2.16-2.7 元，再结合绝对估值的结果，我们认为公司未来 6 个月的合理价值区间在 2.7-2.9 元，取中值为 2.8 元，首次给予公司“增持”评级。

风险因素

- 面板价格剧烈下跌：面板价格受上下游影响较大，随着终端需求增长放缓，而大尺寸和 UHD 的销售又不如预期的情况下，有可能影响到面板价格，对华星光电盈利有较大影响。
- 终端销售低迷：彩电和手机是公司主要的销售收入来源，一旦下游需求疲软，或是公司的新品推广不力，将影响公司收入增长。同时行业销售低迷，引起彩电厂商的价格战，对公司的盈利能力影响也较大。主要还要关注全球宏观经济的变化，和大尺寸、UHD 电视的普及速度。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	51,179.24	47,928.62	50,530.94	50,019.20	56,494.18
货币资金	17,798.18	12,317.74	11,253.00	5,941.50	6,250.09
应收票据	6,822.72	5,498.17	6,864.61	7,980.12	9,268.22
应收帐款	7,854.01	10,267.13	11,215.20	12,849.92	15,179.99
预付账款	601.93	553.94	696.67	776.60	895.73
存货	11,956.12	12,183.00	13,392.82	15,362.42	17,791.51
其他	6,146.29	7,108.64	7,108.64	7,108.64	7,108.64
非流动资产	28,565.56	30,152.02	42,529.48	51,788.96	54,876.58
长期投资	1,953.24	3,185.30	3,185.30	3,185.30	3,185.30
固定资产	21,335.52	20,361.13	19,939.46	31,142.11	39,334.67
无形资产	1,798.79	1,873.27	2,202.45	2,324.13	2,342.05
其他	3,478.00	4,732.31	17,202.27	15,137.42	10,014.55
资产总计	79,744.79	78,080.64	93,060.42	101,808.16	111,370.76
流动负债	45,246.24	37,150.35	39,402.83	42,382.36	46,080.42
短期借款	10,154.81	5,958.75	5,958.75	5,958.75	5,958.75
应付账款	12,694.37	11,023.96	12,599.67	14,560.00	16,762.95
其他	22,397.06	20,167.65	20,844.41	21,863.62	23,358.72
非流动负债	14,265.68	20,972.19	32,972.19	37,172.19	40,372.19
长期借款	8,257.99	10,027.84	22,027.84	26,227.84	29,427.84
其他	6,007.69	10,944.35	10,944.35	10,944.35	10,944.35
负债合计	59,511.91	58,122.54	72,375.02	79,554.55	86,452.61
少数股东权益	8,486.59	5,789.78	6,783.96	8,034.48	9,598.84
归属母公司股东权益	11,746.29	14,168.32	13,901.44	14,219.13	15,319.31
负债和股东权益	79744.79	78080.64	93060.42	101808.16	111370.76

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	69,628.67	85,504.35	94,886.26	108,867.43	128,350.42
同比(%)	14.46%	22.80%	10.97%	14.73%	17.90%
归属母公司净利润	796.09	2,109.07	2,292.57	2,877.14	3,659.63
同比(%)	-21.43%	164.93%	8.70%	25.50%	27.20%
毛利率(%)	16.55%	17.71%	19.65%	20.80%	21.76%
ROE(%)	6.91%	16.28%	16.33%	20.46%	24.78%
每股收益(元)	0.09	0.25	0.27	0.34	0.43
P/E	24	9	8	7	5
P/B	1.65	1.37	1.39	1.36	1.26
EV/EBITDA	9.10	5.45	5.77	4.87	4.03

利润表 单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	69,628.67	85,504.35	94,886.26	108,867.43	128,350.42
营业成本	58,108.01	70,358.81	76,237.59	86,219.89	100,418.29
营业税金及附加	409.37	466.75	545.03	620.60	729.68
营业费用	6,583.13	8,080.95	9,014.19	10,669.01	12,578.34
管理费用	3,838.74	4,996.75	5,579.31	6,532.05	7,701.03
财务费用	351.30	177.93	1,422.95	1,555.00	2,194.55
资产减值损失	341.65	475.19	437.55	504.63	591.63
公允价值变动收益	-33.38	36.34	18.57	16.92	19.19
投资净收益	294.32	326.24	349.13	339.15	328.61
营业利润	243.20	1,275.18	2,017.31	3,122.34	4,484.71
营业外收入	1,443.12	2,477.04	2,219.69	2,177.28	2,208.21
营业外支出	46.18	123.76	94.96	88.30	102.34
利润总额	1,640.14	3,628.46	4,142.04	5,211.31	6,590.58
所得税	367.43	743.77	855.29	1,083.65	1,366.59
净利润	1,272.71	2,884.69	3,286.75	4,127.67	5,223.99
少数股东损益	476.62	775.62	994.18	1,250.52	1,564.36
归属母公司净利润	796.09	2,109.07	2,292.57	2,877.14	3,659.63
EBITDA	4,690.22	7,576.31	9,232.17	11,803.83	15,063.21
EPS（摊薄）	0.09	0.25	0.27	0.34	0.43

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	3,915.51	5,181.61	6,388.40	8,327.58	10,657.72
净利润	1,272.71	2,884.69	3,286.75	4,127.67	5,223.99
折旧摊销	2,321.18	3,473.05	3,479.13	4,494.72	6,161.89
财务费用	728.90	474.80	1,611.00	2,097.79	2,310.74
投资损失	-294.32	-326.24	-349.13	-339.15	-328.61
营运资金变动	-393.90	-2,107.18	-1,852.13	-2,324.85	-3,059.97
其它	280.93	782.50	212.79	271.40	349.68
投资活动现金流	-6,511.70	-4,512.46	-15,279.95	-13,181.84	-8,678.95
资本支出	-5,426.99	-3,414.24	-15,629.09	-13,520.99	-9,007.56
长期投资	2,657.85	9,078.28	349.13	339.15	328.61
其他	-3,742.57	-10,176.50	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	150.51	-1,049.41	7,845.43	-440.57	-1,662.57
吸收投资	360.16	501.38	0.00	0.00	0.00
借款	-796.05	1,690.70	12,000.00	4,200.00	3,200.00
支付利息或股息	1,612.33	1,479.69	4,154.57	4,640.57	4,862.57
现金净增加额	-2480.51	-524.96	-1062.00	-5311.50	308.58

分析师简介

王镆，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

家电行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。