

TCL业绩增长稳健 转型值得期待

投资要点：

- TCL集团业绩2014年高增长的原因包括：2013年亏损的多媒体业务2014年盈利呈现逐渐改善局面，这主要归因于产品销量以及产品结构改善带来的价格回升；受益于产品价格价格的回升，通讯业的持续强劲增长，盈利同比明显改善；受益于产能的持续提升以及价格的回升，华星光电销售稳定增长，盈利水平持续提高；受益于原材料成本的回落以及产品结构改善，家电业务盈利增速仍比较平稳；通力电子业务受产品销售旺季的带动及综合运营效率的提高，营业收入稳步增长。
- 2015年公司业绩增速仍将平稳增长，主要因素包括：受益于国内销量增长去年的低基数以及15年国内市场恢复性的增长，15年多媒体业务盈利有望好于去年；虽然由于增长基数的提高，手机销量的增速将会出现明显下滑，但受益于产品结构持续改善带来的价格提高，15年通讯盈利水平仍会相对于14年有所增长；尽管15年受产能投放影响，面板14年较为紧张的供求关系不会延续，但考虑到今年彩电以及其他智能产品对于面板的需求增强，今年面板将保持供需相对平衡的状态，价格仍将维持高位，由此决定华星光电盈利增长还将持续，当然项目二期的亏损会一定程度影响盈利。
- 预计15年公司净利润增速15%左右，公司2014年，2015年PE估值为13.4和11.7倍，仍位于历史较低水平，估值仍有上升空间，而估值上升的促发因素很可能来自公司双+战略转型举措加快推进带来的成效。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	69,448	85,324	101,010	118,181
增长率(%)	14.32%	22.86%	18.38%	17.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	796.09	2109.07	3184.36	3645.97
增长率(%)	-21.43%	164.93%	50.98%	14.50%
毛利率%	16.33%	17.54%	17.80%	18.10%
净资产收益率(%)	6.78%	14.89%	19.15%	14.49%
EPS(元)	0.08	0.22	0.34	0.39
P/E(倍)	53.43	20.17	13.36	11.67
P/B(倍)	3.62	3.00	2.56	1.69

数据来源：民族证券

TCL 集团 (000100.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	5

市场数据

市价(元)	4.5
上市的流通 A 股(亿股)	81.36
总股本(亿股)	94.52
52 周股价最高最低(元)	4.63-2.23
上证指数/深证成指	3173.42/ 11302.73
2014 年股息率	0%

52 周相对市场改变

14-2 14-4 14-6 14-8 14-10 14-12

相关研究

正文目录

多媒体业务扭亏	3
通讯业务增长继续强劲	4
面板业务盈利能力进一步增强	5
其他产业业绩增长平稳	5
公司产业转型进一步加快	5
财务预测	7

图表目录

图 1:公司智能电视占比提升	3
图 2:公司智能手机占比提升	4
表 1: 主要业务板块业绩	3

事件：2014年，公司营业收入超千亿，达到1,010亿元，同比增长18.4%；公司净利润42.3亿元，同比增长46.8%；其中，归属于上市公司股东的净利润31.8亿元，同比增长51.0%。

表 1：主要业务板块业绩

主要业务	13年净利润	14年净利润	15年净利润
多媒体	-9195 万	预计 2.5 亿	3 亿
通讯	2.54 亿	8 亿	10 亿
华星光电	22.6 亿	24 亿	24 亿

资料来源：民族证券

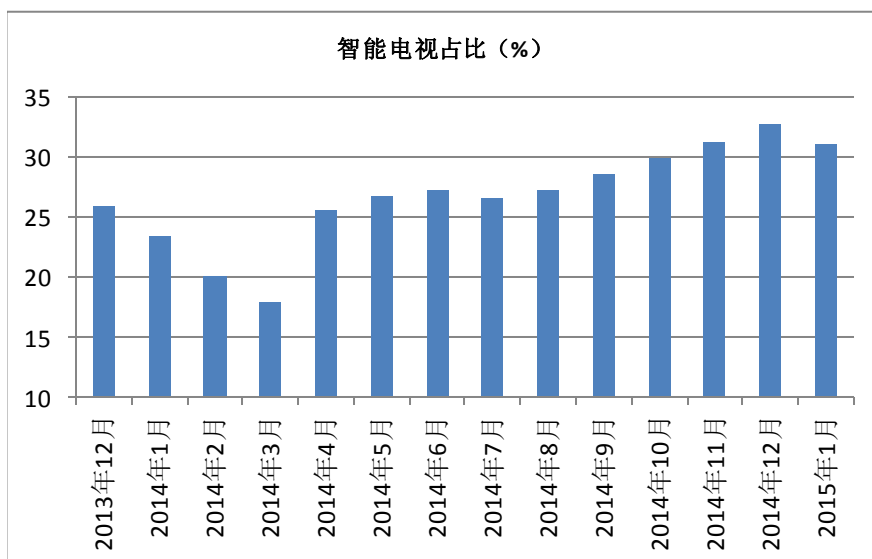
多媒体业务扭亏

2013年公司多媒体经营亏损9,195万元，2014年盈利呈现逐渐改善局面，如前三季度盈利已达1.84亿元，同比增加1.58亿元，考虑到13年四季度公司亏损较大，公司电视销量增长也较平稳，预计四季度盈利能力还将继续增强，全年盈利有望达到2.5个亿。

公司盈利好转的原因主要包括：2014年公司推出了诸多具有创新意义的智能电视产品，获得较好的市场反响，智能电视销量增加加快，同比增速达到50%，这也使得智能电视占比从2013年的26%上升至14年的32.8%；公司2014年推行了更为严格的降成本、控费用措施，这都使得公司毛利率的水平相对于去年同期有所改善，第三季度的毛利率17.96%，同比提升3.55个百分点。

尽管多媒体业绩实现了盈利，但公司的业绩预算目标仍未达到，这一方面与国内市场需求疲软有关，如TCL多媒体电子实现国内电视产品销量1,673.9万台，同比下降8.22%，另一方面也会公司业务的转型有关，如公司为适应互联网平台运营的要求，原有的线下渠道销售开始更多转向O2O方式，一定程度上影响了销售目标的实现。

图 1：公司智能电视占比提升



资料来源：民族证券

展望2015年，考虑到以下因素，预计多媒体业务盈利有望实现同比小幅增加。

第一，尽管海外收入由于14年较高的增长基数而难以持续，但国内销量增长受益于去年的低基数以及国内市场恢复性的增长，销量增长有望好于去年，如从今年1月的情况来看也表现出这种趋势：公司1月内销出

货110万台，同比11%，连续第二个月转为正增长。

第二，公司今年还将推出系列新品，包括代表新显示技术方向的量子点电视等，这有利于产品结构继续改善以及价格的提高，如今年1月国内智能网络电视销量占国内市场销量的比重达到67.1%，而去年同期只有40%，1月产品价格均价也扭转了去年下降的局面，同比上涨100元左右。

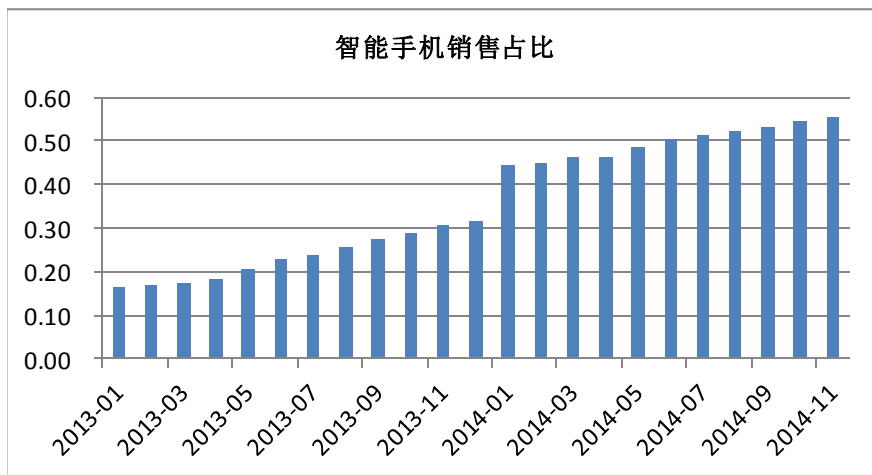
第三，公司智能电视生态圈初见雏形，如视频内容方面，公司13年9月就联合爱奇艺推出了TCL爱奇艺TV+，此后推出了芒果TV+，2014年12月公司还与中影合作推出了首个家庭院线播放平台—全球播，大部分智能电视将预装全球播软件；游戏方面，公司14年开始就大力布局电视游戏，与ATET、GAMELOFT等数十家游戏制作和渠道商均有合作，15年将加强与腾讯等互联网巨头的合作；智能电视激活用户数也增加较快，如公司智能网络电视终端运营的激活用户从去年8月的584.7万上升至今年1月的713.2万，日均活跃用户数也从去年8月的额136万上升至256万，预计今年随着智能电视生态圈的进一步成熟，智能电视激活用户和活跃度还将更快增长，这将有利于公司实现除硬件外的运营收入，预计今年来自于开机广告、视频广告、游戏等的运营收入有望实现5000万。

通讯业务增长继续强劲

2014年通讯业务延续了13年以来的盈利，而且盈利增长更为强劲，前三季度净利润就达到5.73亿元，同比增加盈利5.58亿元，预计全年将实现8亿净利润。公司业绩增长强劲的原因包括：

第一，2014年，TCL通讯在全球各区域市场均实现快速的销量增长，共销售手机7,348.7万台，同比增加33%，比2013年增速提高了4个百分点，尤其是受益于丰富的4G产品组合及多种销售渠道的拓展，TCL通讯中国区业务取得了重大突破。2014年手机出货量同比+33%。

图 2:公司智能手机占比提升



资料来源：民族证券

第二，智能手机的大幅增长改善了产品结构。如全年智能手机4,146.5万台，同比增长136.2%，智能手机销量占比从去年同期31.8%提升至56.4%，由此带动手机价格和毛利率明显提升，如前三季度产品的销售均价由13同期的42.2美元提升至52.7美元，毛利率提升至25.9%。

展望15年，由于增长基数的提高，手机销量的增速将会出现明显下滑，如从1月来看，增速只有10.1%，但受益于产品结构持续改善带来的价格提高，15年盈利水平仍会相对于14年有所增长。此外，考虑到增值服务业务是公司15年的重点布局，增值服务业务也将会有所贡献，预计将达到8000万元，通讯业务全年有望

实现10亿的利润。

面板业务盈利能力进一步增强

华星光电2014年以来盈利能力持续改善，如2014年收入达到180亿，同比增速达到16%，净利润达到24亿，也高于去年的22.6亿，业绩增长的主要原因包括以下方面。

产能的继续提升。如投产玻璃基板160.5万片，同比增长14.9%，这也使得2014年的玻璃基板投片量已提升至每月平均14万片，较设计产能提升40%，而这带来单位固定成本的下降以及生产效率的提高；自3月以来，华星光电的主要产品售价回升，32英寸从去年一季度的78美元上升至今年初的94美元，大部分尺寸的液晶电视面板产品均处于供不应求状态。这些因素都大大提高了产品的毛利率水平，如14年前三季度毛利率从13年的13.4%提升至17.9%。

展望15年，由于产能投放已近瓶颈，投产玻璃基板同比增速将明显回落，如1月液晶玻璃基板投片量同比增长仅7.2%，15年增速预计将落到个位数，但由于以下因素，盈利仍有望出现小幅上升：产能稼动率和产品综合良率继续提高还将有利于成本的降低以及效率的提高；尽管15年受产能投放影响，面板14年较为紧张的供求关系不会延续，但考虑到今年彩电以及其他智能产品对于面板的需求增强，今年面板将保持供需相对平衡的状态，价格仍将维持高位。

当然，15年对于华星光电影响较大的还有二期项目的投产，如二期项目将从4月开始点火投产，有望在今年10月实现月产7万片玻璃基板，由于二期生产的面板主要偏向用于大尺寸（占比70%-80%）高解析度的液晶电视产品，收入贡献将会较大，综合公司一期项目收入以及二期满产后新增产值226亿等数据估算，15年收入将新增30多亿，但考虑到以下因素，仍有可能出现小幅亏损：尽管有了一期项目的经验，二期投产初期的良品率会控制的更好，但毕竟二期用了更多新技术，产能爬坡以及良率提高都需要一个过程；项目的投产会增加公司折旧的压力，如一期项目2011年8月投产后，2012年公司增加折旧18.5亿，与一期规模类似的二期预计将增加公司15年折旧20亿元左右。

因此，总体来看，15年华星光电盈利增速提升有压力，预计净利润与14年基本持平。

其他产业业绩增长平稳

公司2014年其他产业的业绩变化比较平稳。如从家电销量来看，14年销量增速都相对于13年有所下滑，空调、冰箱、洗衣机增速分别从13年的22%，19.5%，27.4%回落至8%，11.6%，4.9%，但是受益于原材料成本的回落以及产品结构改善，盈利增速仍比较平稳，前三季度实现盈利1.2亿，增速达到11.2%，预计受家电消费增速变化平稳影响，15年家电业务净利润仍有望实现10%以上增速；2014年，通力电子业务受产品销售旺季的带动及综合运营效率的提高，营业收入稳步增长，前三季度净利润增速达到10.9%。

公司产业转型进一步加快

2014年除了业绩增长的亮点外，公司业务的转型也加快。如围绕着TCL双+战略的转型，公司14年有关的举措不断，包括：与思科共同投资建设公有商用云服务平台；成立O2O平台，完成对多媒体彩电服务业务、集团内部物流服务业务的整合；成立智能家庭项目合资公司，拟通过整合新兴物联网及服务业务，为用户打造全流程的智能家庭服务体验等。

而2015年随着公司确立了“7+3+1”的产业发展战略，这方面的战略转型还会继续加快，如年初，公司牵手万达，双方将在互联网应用及服务平台、商用显示（含电视）、IMAX影院、照明、空调、智能家居系统等业务的开发、建设、和运维领域开展业务合作；近期公司收购天津七一二通信，这一方面是为了获得军工电子

生产的资质，另一方面也希望借助七一二通信领域的技术优势以及政府资源，进入军用、警用、铁路、交通等行业专用通信设备，集群移动通信系统等市场，而这也有利于强化公司智慧城市的战略布局，未来公司有望在智慧城市的多个领域，包括安防、交通等领域获得更多订单收入；预计今年上半年公司还会与互联网巨头合作加快布局智能家居，以共建开放的智能家居生态圈。

这些举措虽然短期对于公司业绩影响有限，但却有利于增强公司竞争力和未来业绩增长潜力。

综合以上因素，我们预计公司15年盈利仍将有增长，当然考虑到14年营业外收入较多（包含了不可持续的花样年华处置收益2.7亿），在假设华星光电项目补贴不变情况下，15年营业外收入将相对于14年减少2.7亿，集团盈利有望达到48亿，增速15%左右。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4,987,868	4,527,044	5,770,668	6,235,571	营业收入	69,448	85,324	101,010	118,181
现金	1,672,021	978,957	1,300,000	1,200,000	营业成本	58,108	70,359	83,030	96,790
应收账款	1,467,673	1,576,530	2,027,315	2,189,161	营业税金及附	409	467	553	646
其它应收款	352,208	316,230	260,970	345,087	营业费用	6,583	8,081	9,091	10,636
预付账款	60,193	55,394	48,394	89,878	管理费用	3,839	4,997	5,707	6,618
存货	1,195,612	1,218,300	1,153,990	1,611,445	财务费用	351	178	836	816
其他	240,162	381,633	980,000	800,000	资产减值损失	342	475	250	100
非流动资产	2,826,627	2,976,892	3,518,106	4,633,530	公允价值变动	-33	36	25	40
长期投资	195,324	318,530	318,530	318,530	投资净收益	294	326	-50	-30
固定资产	2,133,552	2,036,113	2,010,000	3,000,000	营业利润	242	1,274	2,119	3,174
无形资产	179,879	187,327	218,784	230,000	营业外收支	1,398	2,354	2,947	2,600
其他	317,871	434,921	970,791	1,085,000					
资产总计	7,814,494	7,503,936	9,288,774	10,869,101	利润总额	1,640	3,628	5,066	5,774
流动负债	4,375,157	3,425,999	4,451,577	4,854,820	所得税	367	744	825	922
短期借款	1,135,481	645,875	755,875	835,875	净利润	1,273	2,885	4,241	4,852
应付账款	1,745,910	1,611,304	1,848,286	2,359,985	少数股东损益	477	776	1,658	1,796
其他	1,493,766	1,168,821	1,847,417	1,658,961	归属母公司净	796	2,109	3,184	3,646
非流动负债	1,416,049	2,082,127	2,149,760	1,779,760	EBITDA	4,299	7,592	12,755	15,250
长期借款	1,271,403	1,462,665	1,468,665	1,478,665	EPS (元)	0.08	0.22	0.34	0.39
其他	144,647	619,462	681,095	301,095	主要财务比				
负债合计	5,791,206	5,508,127	6,601,337	6,634,580	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	848,659	578,978	744,789	924,366	成长能力				
股本	847,622	853,150	945,242	1,218,000	营业收入	14.32%	22.86%	18.38%	17.00%
资本公积金	155,226	207,532	115,440	415,440	营业利润	-80.19%	426.85%	66.31%	49.77%
留存收益	134,687	171,782	356,150	601,867	归属母公司净	-21.43%	164.93%	50.98%	14.50%
归属母公司股东权益	1,174,629	1,416,832	1,662,549	2,516,643	获利能力				
负债和股东权益	7,814,494	7,503,936	9,008,674	10,075,589	毛利率	16.3%	17.5%	17.8%	18.1%
现金流量表					净利率	1.8%	3.4%	4.8%	4.6%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.8%	14.9%	19.2%	14.5%
经营活动现金流	3929	4869	10097	8707	ROIC	0.9%	3.6%	17.3%	12.4%
净利润	1,273	2,885	4,241	4,852	偿债能力				
折旧摊销	232,118	347,305	628,165	808,165	资产负债率	74.11%	73.40%	71.07%	61.04%
财务费用	74,273	16,203	83,601	81,587	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	34,165	47,519	25,000	10,000	流动比率	1.14	1.32	1.30	1.28
营运资金净变动(增加为负)	-214,794	737,423	-118,237	320,831	速动比率	0.82	0.86	0.85	0.81
其它	-123,106	-1,146,465	-612,675	-1,216,728	营运能力				
投资活动现金流	-6,512	-4,512	-3,481	-1,075	总资产周转率	0.89	1.14	1.09	1.09
资本支出	549,719	376,760	250,000	150,000	应收帐款周转	4.73	5.41	4.98	5.40
长期投资	374,265	1,054,483	20,000	10,000	存货周转率	4.86	5.78	7.20	6.01
其他	-930,496	-1,435,755	-273,481	-161,075	每股指标(元)				
筹资活动现金流	151	-1,049	-1,423	4,963	每股收益	0.08	0.22	0.34	0.39
短期借款	-144,219	-489,606	110,000	80,000	每股经营现金	0.42	0.52	1.07	0.92
长期借款	-314,418	176,985	6,000	10,000	每股净资产	1.24	1.50	1.76	2.66
普通股增加	0	5,528	92,092	272,758	估值比率				
资本公积增加	6,984	52,306	-92,092	300,000	P/E	53.43	20.17	13.36	11.67
其他	451,803	253,738	-117,423	-657,795	P/B	3.62	3.00	2.56	1.69
现金净增加额	-2,432	-693	5,192	12,595	EV/EBITDA	12.59	7.32	4.49	4.87

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)