

TCL业务转型打开市值增长空间

投资要点：

- 公司 2014 年取得了不错的业绩，分业务来看，除多媒体业务收入因需求不振以及家电产业受四季度固定折旧拖累盈利增长外，其他业务都保持良好增长势头，尤其是通讯业务增长强劲，而华星光电业务受益于行业景气以及效率提高也继续成为公司现金奶牛；分区域来看，受多媒体内销同比下降 23.6% 拖累，内销同比下滑 23.6%，受全球主要市场复苏带动，海外销售同比增长 28.5%，这也使得海外销售比重上升至 46.6%。
- 15 年，公司整体目标是集团营业收入增长 18%，分区域来看，海外收入仍将保持较快增长，国际化将继续成为公司增长的主要动力，预计海外收入增长 25%，海外收入占比也将继续提高；受益于主要产品国内市场份额提升，内销增长将相对于 14 年提速，业绩增长的亮点主要是华星光电、多媒体业务、互联网运营。
- 多媒体业务方面，收入和净利润增速都有望明显改善，如受益于公司大力推广曲面、大屏幕、超高清灯售价较高的电视产品，今年产品价格均价将显著回升；今年公司智能电视可运营的商业模式将成型，这一方面来自于行业的成熟，另一方面也来自公司智能电视生态圈建设的成熟，受此驱动，15 年激活用户数有望达到 1011 万。预计公司 TV+15 年来自于开机广告、视频广告、游戏等的运营收入将从 14 年 1000 万左右提高至 5000 万；受益于 T2 项目的投厂，华星光电将继续为公司贡献较大部分利润。
- 公司 15 年净利润增速 20% 左右，每股收益预计 0.31 元，虽然 15 年 PE 估值已经提升至 16 倍，但考虑到公司管理层具有较强的市值扩张动力（如 14 年报第一次提出市值超千亿元的目标），公司股价 15 年仍有上升空间，股价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	101,029	120,830
增长率(%)	14.32%	22.86%	18.41%	19.60%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	796.09	2109.07	3183.21	3823.53
增长率(%)	-21.43%	164.93%	50.93%	20.12%
毛利率%	16.33%	17.54%	17.57%	18.00%
净资产收益率(%)	6.78%	14.89%	17.50%	14.15%
EPS(元)	0.07	0.17	0.26	0.31
P/E(倍)	83.69	31.59	20.93	17.43
P/B(倍)	5.67	4.70	3.66	2.47

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：	6

市场数据

市价(元)	5.46
上市的流通 A 股(亿股)	81.77
总股本(亿股)	122.03
52 周股价最高最低(元)	5.5-2.23
上证指数/深证成指	3279.53/ 11655.08
2014 年股息率	0%

52 周相对市场表现

14-3 14-5 14-7 14-9 14-11 15-1

相关研究

正文目录

多媒体业务实现盈利	3
华星光电仍是业绩奶牛	5
通讯业务增长继续强劲	6
公司产业转型进一步加快	7
财务预测	9

图表目录

图 1:多媒体智能电视生态圈	4
图 2:公司智能电视占比提升	4
图 3:公司智能手机占比提升	6
图 4: 公司垂直一体化和内容服务生态圈	7
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(预计)
多媒体	-9195万	1.9亿	2.4亿
通讯	2.54亿	8亿	12亿
华星光电	22.6亿	24.3亿	25.5亿
家电	1.18	0.57	1.1
创投		4.45	5.5
金融		3.47	4.5

资料来源：民族证券

公司2014年取得了不错的业绩，分业务来看，除多媒体业务收入因需求不振以及家电产业受四季度固定折旧拖累盈利增长外，其他业务都保持良好增长势头，尤其是通讯业务增长强劲，而华星光电业务受益于行业景气以及效率提高也继续成为公司现金奶牛；分区域来看，受多媒体内销同比下降23.6%拖累，内销同比下滑23.6%，受全球主要市场复苏带动，海外销售同比增长28.5%，这也使得海外销售比重上升至46.6%。

展望15年，公司整体目标是集团营业收入增长18%，分区域来看，海外收入仍将保持较快增长，国际化将继续成为公司增长的主要动力，主要驱动力来自：中国政府大力提倡和推进“一带一路”经济圈建设的政策，为中国企业加快国际化创造了很好的条件；公司除了持续提升欧美市场份额外，还将采取三军联动的方式，集中力量开拓印度、巴西等新兴市场，预计海外收入增长25%，海外收入占比也将继续提高；受益于主要产品国内市场份额提升，内销增长将相对于14年提速，这很能主要来自于多媒体业务、家电业务、通讯业务的增长，而受益于T2 项目的投厂，华星光电将继续为公司贡献较大部分利润。

多媒体业务实现盈利

报告期内，TCL多媒体电子销售收入共计265.66亿元，同比下降15.55%，净利润1.90亿元，虽然盈利状况相对于13年亏损9195万明显好转，但是经营业绩未达预算目标。

这主要与以下因素有关：在国内市场需求疲软以及互联网企业跨界竞争情况下，公司应对不足，高端产品销售落后于主要竞争对手，这也使得公司无论是销量增速还是产品价格都出现了回落，这也拖累公司国内营业收入增速下降19.3%，公司国内市场份额从13年18.1%回落至14年16%；国际方面，销售收入未达预期，一方面与部分市场汇率波动有关，另一方面也与巴西市场的销售表现较差有关。

展望15年，考虑到以下因素，公司收入增速有望出现转，盈利也会有较大的改善。

第一，受益于公司各类高端产品的推出，无论是收入表现和毛利率都会出现明显改善。如公司确定了持续的领先产品战略，大力推广曲面、大屏幕、超高清灯售价较高的电商，今年以来成效突出，1-2月，产品价格均价同比上涨11%，环比12月上涨13%，这也使得收入表现远好于同行：在行业同比增速只有1.8%的情况下，公司收入增速达到23%；再如，公司大力推进TV+智能电视平台建设，搭建智能电视生态圈的举措也促进了智能电视的较快增长：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48.6%，而去年同期只有31%，公司也预期今年国内智能电视销量占比将从14年的41%提升至15年60%。

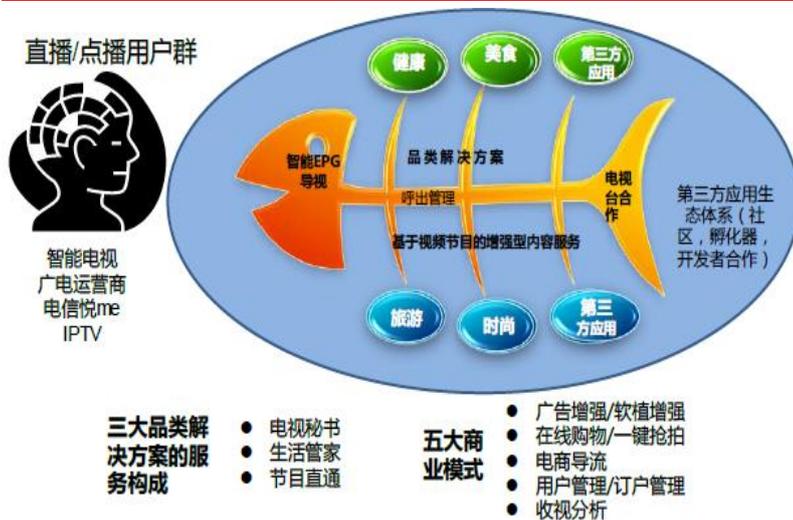
第二，在海外市场的开拓方面，公司一方面将集中资源，在重点市场，如法国、美国、巴西等取得突破，

另一方面公司为了解决过去海外业务协同性不够等问题，将积极与TCL集团其他产业协调，如公司多媒体，通讯，家电三家企业已经成立联合小组，以加强海外区域市场协同，全球联合推广TCL品牌，以此带动公司产品收入增长。

第三，国内市场方面，公司也将通过加强与其它产业的协同促进业务的增长与经营效率的提高。如针对目前多媒体业务需要更多大尺寸的面板供应，华星光电15年将向多媒体提供更多大尺寸的面板，以充分发挥公司产业链垂直整合的效应；再如公司还将借助O2O推进渠道的整合，减少渠道中间层次，大力发展电商，网上销售量占比将从15年的7.8%上升至15年的15%，这将较好地降低公司费用水平。

除了产品收入的增长外，15年公司更重要的任务还在于依托智能电视生态圈的建设，实现基于互联网运营的商业模式。而从以下因素来看，15年公司基于智能电视生态圈的商业模式将可以成型。

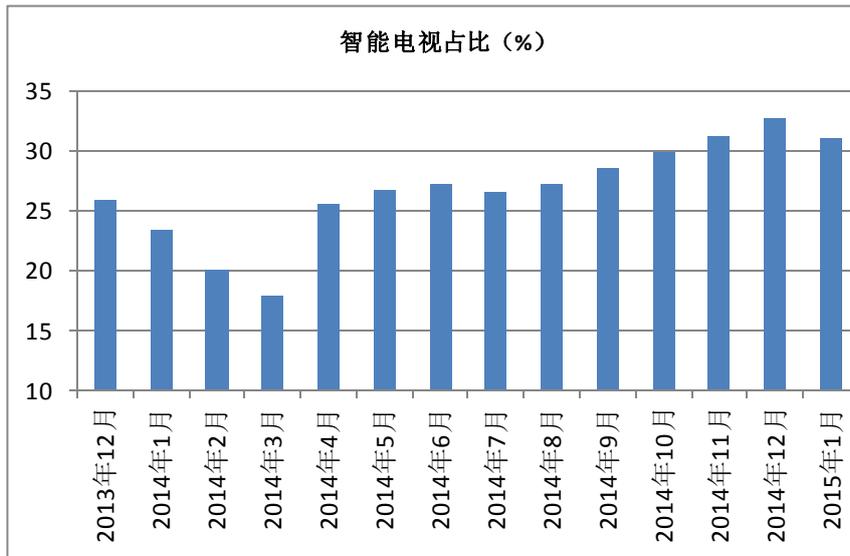
图 1:多媒体智能电视生态圈



资料来源：民族证券

首先，智能电视应用市场进入快速成熟，如以电视游戏为例，今年互联网巨头为抢占客厅娱乐大屏市场，加大与电视厂商的合作力度，以共建游戏生态圈；八大电视厂商今年拟成立电视游戏内容联盟，合力推动电视游戏破冰，集众家之力实现单款电视游戏月流水破百万的目标传统电视厂商也联合起来，传统电视厂商也联合起来，拟共同开发拟共同开发商开发适合电视的游戏，共建游戏生态圈市场；再如随着微信摇一摇等互联网应用在用户中的广泛普及，人们与电视交互时代也来临，这也更有利于催生各种基于电视内容的电商、广告的兴起。

图 2:公司智能电视占比提升



资料来源：民族证券

其次，这也来自于智能电视用户市场的成熟，如去年以来智能电视的激活用户和活跃用户数量急剧增加，更多的用户开始主动使用智能电视的各类应用，这都为电视厂商探索智能电视的商业模式创造了条件。

当然更重要还是来自于公司积极推进智能电视生态圈建设的战略实施。

如公司将把扩大智能电视可运营的用户规模，也就是激活用户数是作为重点，15年公司激活用户数将累计超过达到1011万，比14年底增加50%，日均活跃户达到452万，比14年底增加100%，增量都大大超过14年。

再如公司还将采取措施增强智能电视用户的粘性，包括不断引入类似全球播的更多优质视频内容及应用以提高用户体验，增加更多用户互动内容以强化用户关系等。

公司也由此预计随着用户数的增长以及用户粘性的增加，智能电视生态圈的价值今年也就逐渐体现，特别是到下半年，TV+获得的运营收入将明显增加，1年底基于开机广告、视频广告、游戏等的运营收入将从14年1000万左右提高至5000万。

华星光电仍是业绩奶牛

2014年华星光电收入增长16%至180亿元，利润增长7.6%至24.3亿元，贡献集团利润的57%，超额完成目标。

公司业绩增长超预期的因素有：行业的景气度较高，如去年3月以来，华星光电的主导产品32英寸面板价格从去年一季度的78美元上升至今年初的94美元；公司产能持续提升，如投产玻璃基板160.5万片，同比增长14.9%，其中10月峰值产能达到146K大片玻璃基板，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%，目前T1项目已经成为全球单一产能最大工厂，出货量排名全球第五，其中32寸市占率全球第一，产品的规模效应的体现也带来公司单位固定成本的下降以及毛利率水平的提高；产能稼动率和产品综合良率也稳步提高，其中全年综合良率达到96.2%，继续保持行业领先水平，这也较大程度上提升了公司生产效率；公司产品与客户结构的改善，如针对大部分尺寸的液晶电视面板产品均处于供不应求状态，公司增大了大尺寸面板的投放，其中48以上大尺寸产品销量同比增长113%，超高清产品销量同比提升247%。

展望15年，考虑到以下因素，华星光电仍将继续成为公司业绩奶牛。

第一，面板行业仍将保持较高景气，如15年面板面积产能增速为8%，虽然比14年提高2个百分点，但16年增速会下降至4%，由此可见，2016年产能增速会快速下降，未来两年产能释放压力并不大，而另一方面，受益于下游智能终端市场的快速发展，15年面板需求增长会比较旺盛，增速达到10.7%，可以很好的消化

2015 年新增产能，面板供需仍保持紧平衡，尤其是需求量较大的大尺寸面板价格有望保持相对强势。

第二，除了T1项目继续为公司贡献盈利外，T2业务有望实现盈亏平衡。如T2产能投放快，4月开始达产后，9月底就能满产，预计今年生产液晶电视面板和模组产品销量200万片，能实现收入15-20亿；由于T2投资过程中的优化，项目实际投资额只有T1期的一半，折旧压力大大减少，预计T215年折旧不超过10亿，华星光电盈利小幅超过14年。

而公司盈利持续好转的局面15年后随着产能的不断释放以及产品结构的改善还有望持续，如由于T2主要生产55寸及以上大尺寸面板，且GOA、COA、Cu制程、IGZO、AMOLED和曲面显示等多项新技术和新产品将会导入t2的产品序列，这也使得公司产品更能适应未来大尺寸或具有新技术特征面板的需求；T3 主体工程计划7月中旬封顶，16年开始投厂，这也将进一步推动公司利润再上一个台阶。

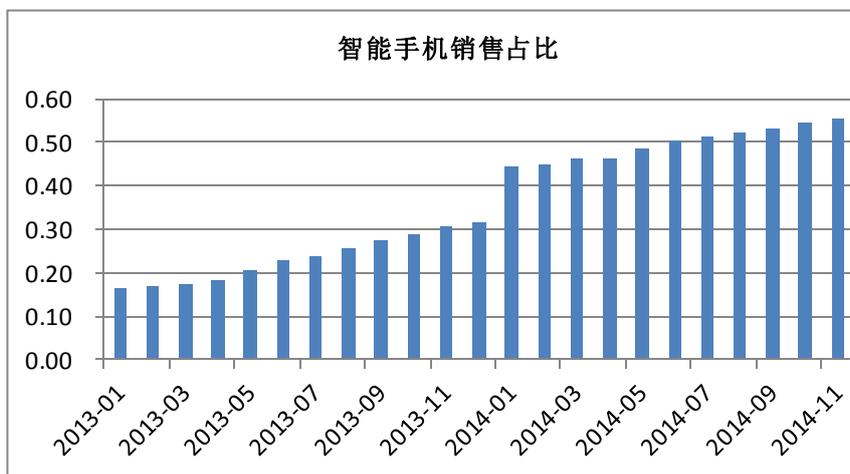
通讯业务增长继续强劲

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，全年实现销售收入245.24亿元，同比增长60.3%；净利润达8.64亿元，同比增加2.41倍。

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年手机出货量达到760万台，同比上升58%。根据2014年第四季度Gartner及公司数据，TCL通讯科技当季的整体手机销量在全球手机厂商及中国手机厂商中分别位列第四位及第一位，全球排行提升一位。

图 3: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，TCL通讯科技产品销售均价由去年同期的45美元提升至53.5美元。

第三，公司为全面推进“双+”转型战略，成立互联网新兴业务中心，重点发展增值服务、用户运营、智能云平台、可穿戴设备及创新应用等移动互联和智能家庭业务，2014年年底，移动互联网应用平台累计用户为668.9万，这也较大程度上推动了服务收入的增长，年底实现增值服务收入218万美金。

展望15年，由于增长基数的提高，手机销量的增速将会出现下滑，公司由此2015年，收入增长目标下调至30%，但我们认为，考虑到以下因素，利润增速仍会高于收入增长。

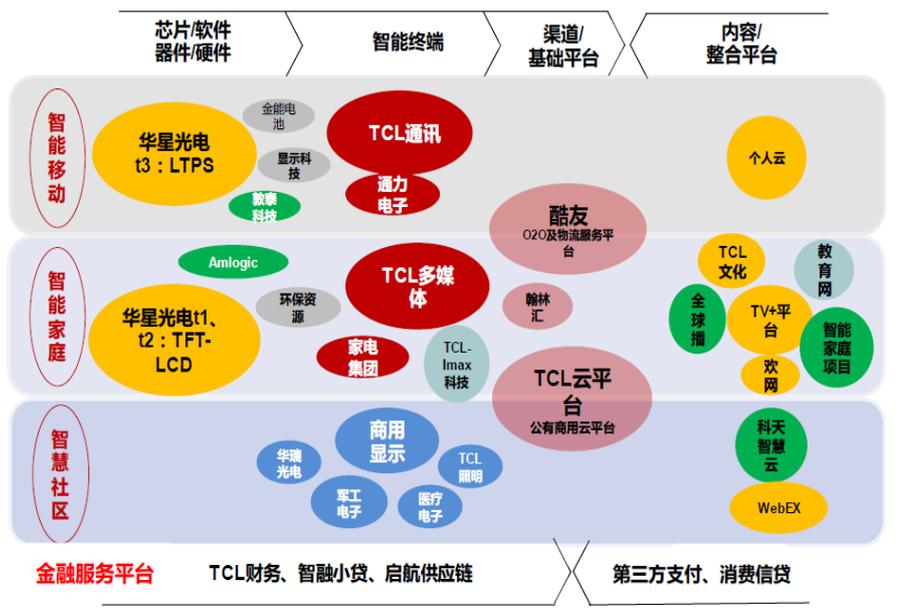
第一，随着近期FDD牌照如期发放给电信与联通，4G全面商用大幕正式开启，2015年4G手机将迎来爆发性增长，移动运营公司都制定了激进增长目标，其中中国移动预计2015年4G终端销量达2亿部，较14年增长1亿，公司在4G手机产品线上游广泛的布局，2015年将有多样款4G新机上市销售，包括idol系列（4.7、5.5寸4G手机）、么么达系列、pop系列（10寸平板），而公司还拟将大部分研究资源用以发展4G智能终端4G手机，这都有利于推动公司4G手机快速增长，由此推动公司产品结构继续改善。

第二，15年公司还将继续增强移动互联网应用和服务能力，以确立移动互联网应用平台的竞争优势，受此带动，2015年移动平台用户增长有望快速增长，预计年底将超过2000万，增值服务收入将达到8000万元。

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。

图 4：公司垂直一体化和内容服务生态圈



资料来源：民族证券

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。

这些举措都将继续强化公司在互联网平台及应用领域的优势，推动公司加快构建以用户为中心的“垂直一体化和内容服务生态圈”，公司2014年提出未来5年“双+”转型工作具体目标也日渐清晰：即成为全球智能终端产品主流厂商，其中智能电视和智能手机销量达到全球前3名；通过“产品+服务”，发展有ARPU值贡献

的1亿家庭用户和1亿移动用户；通过各种服务能力的建设，实现来自产品和服务的收益贡献各占50%；构建新的核心能力，使公司价值增长超越销售收入增长，实现市值超千亿元。

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	4,699,869	4,808,099	营业收入	69,448	85,324	101,029	120,830
现金	1,672,021	978,957	748,772	120,830	营业成本	58,108	70,359	83,281	99,081
应收账款	1,467,673	1,576,530	1,804,559	2,239,223	营业税金及附	409	467	518	620
其它应收款	352,208	316,230	375,765	451,861	营业费用	6,583	8,081	8,815	10,452
预付账款	60,193	55,394	56,922	76,702	管理费用	3,839	4,997	6,089	7,129
存货	1,195,612	942,315	1,259,482	1,259,482	财务费用	351	178	951	792
其他	240,162	657,619	454,369	660,000	资产减值损失	342	475	341	70
非流动资产	2,826,627	2,976,892	3,681,689	4,359,295	公允价值变动	-33	36	86	100
长期投资	195,324	318,530	321,499	344,499	投资净收益	294	326	773	80
固定资产	2,133,552	2,036,113	2,025,118	2,180,446	营业利润	242	1,274	2,114	3,166
无形资产	179,879	187,327	224,343	287,278	营业外收支	1,398	2,354	2,945	2,783
其他	317,871	434,921	1,110,729	1,547,073					
资产总计	7,814,494	7,503,936	8,381,558	9,167,394	利润总额	1,640	3,628	5,059	5,950
流动负债	4,375,157	3,425,999	4,469,664	4,296,795	所得税	367	744	826	865
短期借款	1,135,481	645,875	1,162,095	685,495	净利润	1,273	2,885	4,233	5,084
应付账款	1,745,910	1,611,304	1,590,872	1,825,709	少数股东损益	477	776	1,050	1,261
其他	1,493,766	1,168,821	1,716,697	1,785,591	归属母公司净	796	2,109	3,183	3,824
非流动负债	1,416,049	2,082,127	1,222,828	1,172,828	EBITDA	4,299	7,592	9,362	10,110
长期借款	1,271,403	1,462,665	1,221,301	1,171,301	EPS (元)	0.07	0.17	0.26	0.31
其他	144,647	619,462	1,527	1,527	主要财务比				
负债合计	5,791,206	5,508,127	5,692,492	5,469,622	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	848,659	578,978	866,615	992,679	成长能力				
股本	847,622	853,150	945,241	1,217,999	营业收入	14.32%	22.86%	18.41%	19.60%
资本公积金	155,226	207,532	255,247	544,289	营业利润		426.85%	65.90%	49.78%
留存收益	134,687	171,782	356,150	618,947	归属母公司净	-21.43%	164.93%	50.93%	20.12%
归属母公司股东权益	1,174,629	1,416,832	1,819,435	2,702,076	获利能力				
负债和股东权益	7,814,494	7,503,936	8,378,541	9,164,377	毛利率	16.3%	17.5%	17.6%	18.0%
现金流量表					净利率	1.8%	3.4%	4.2%	4.2%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.8%	14.9%	17.5%	14.2%
经营活动现金流	3929	4869	5631	1974	ROIC	0.9%	3.6%	6.2%	9.0%
净利润	1,273	2,885	4,233	5,084	偿债能力				
折旧摊销	232,118	347,305	357,069	300,590	资产负债率	74.11%	73.40%	67.92%	59.66%
财务费用	74,273	16,203	150,641	79,218	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	34,165	47,519	34,068	7,000	流动比率	1.14	1.32	1.05	1.12
营运资金净变动(增加为负)	-214,794	737,423	-279,753	499,340	速动比率	0.82	0.86	0.72	0.71
其它	-123,106	-1,146,465	-260,627	-889,259	营运能力				
投资活动现金流	-6,512	-4,512	-10,863	-6,835	总资产周转率	0.89	1.14	1.21	1.32
资本支出	549,719	376,760	769,348	900,000	应收帐款周转	4.73	5.41	5.60	5.40
长期投资	374,265	1,054,483	1,134,676	20,000	存货周转率	4.86	5.78	8.84	7.87
其他	-930,496	-1,435,755	-1,914,887	-926,835	每股指标(元)				
筹资活动现金流	151	-1,049	6,549	-1,418	每股收益	0.07	0.17	0.26	0.31
短期借款	-144,219	-489,606	516,221	-476,600	每股经营现金	0.32	0.40	0.46	0.16
长期借款	-314,418	176,985	-93,019	-50,000	每股净资产	0.96	1.16	1.49	2.21
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	47,715	289,042	P/E	83.69	31.59	20.93	17.43
其他	451,803	253,738	-556,459	-36,618	P/B	5.67	4.70	3.66	2.47
现金净增加额	-2,432	-693	1,318	-6,279	EV/EBITDA	14.48	8.40	7.83	9.01

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)