



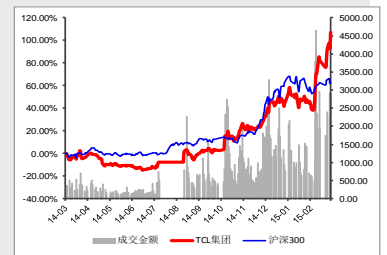
家电：TCL 集团（000100）点评报告

2015 年 3 月 5 日

全产业链价值显现 未来可期

评级：推荐

市场表现 截至 2015.3.5



市场数据 2015/3/5

A 股收盘价 (元)	5.37
A 股一年内最高价 (元)	5.50
A 股一年内最低价 (元)	3.61
上证指数	3248.48
市净率	3.60
总股本 (亿股)	122.03
实际流通 A 股 (亿股)	81.77
限售的流通 A 股 (万股)	402528
流通 A 股市值 (亿元)	439.13

分析师：贺众营  
执业证书号：S1490514050001  
电话：010-58566805  
邮箱：hezongying@hrsec.com.cn

联系人：袁明  
电话：010-58568297

证券研究报告

⑤ 事件

公司发布 2014 年度报告，公司实现营业收入 1010.29 亿元，同比增长 18.41%；归属上市公司股东的净利润为 31.83 亿元，比上年同期增 50.93%；基本每股收益 0.35 元。

⑤ 华星光电贡献利润半壁江山，通讯业务快速成长

华星光电贡献的净利润占公司净利润总额的 57%，主要受益于公司主要的 32 吋面板产品价格回升，及大尺寸面板持续的供不应求，同时成本的下降和效率提升，保证了华星光电较好的盈利能力提高；通讯业务是公司 14 年增速最高的板块，净利润增加 2.41 倍，达到 8.64 亿元；受全球电视终端需放缓影响，多媒体业务销售收入为 265.66 亿元，同比下降 15.55%；家电集团呈现收入放缓态势。其他业务（含投资业务）增速较快。

⑤ 投资建议：智能电视的概念提升估值，业绩增长可期

我们对于智能电视的前景保持乐观，TCL 集团作为相关板块的龙头公司，坐享估值东风。从公司基本面看，光星光电及通讯业务的快速扩张有效对冲了传统多媒体业务的相对低迷，公司全产业链的优势尽显。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.33 元、0.38 元及 0.43 元，对应当前股价的 PE 分别为 16.27X、13.27X 及 10.91X，我们给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、面板供给竞争加剧导致价格战；2、全球手机市场占有率下降；3、政府对于面板产业政策出现变动。

关键指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	85,504.35	101,296.62	119,043.79	137,317.01	156,994.54
增长率(%)	23.12	18.72	17.52	15.35	14.33
归属母公司股东净利润(百万)	2,109.07	3,183.21	3,992.70	4,894.65	5,955.32
增长率(%)	164.93	50.93	25.43	22.59	21.67
EPS(摊薄)	0.25	0.34	0.33	0.40	0.49
PE	21.48	15.79	16.27	13.27	10.91

目 录

---

一、公司 2014 年业绩大幅增长，符合预期.....	3
二、华星光电贡献净利润半壁江山，后续项目陆续投产.....	4
三、智能手机占比提升，通讯业务异军突起.....	5
四、多媒体业务及家电集团增速略低于预期.....	6
五、投资建议：乘智能电视东风，业绩提升安全边际.....	7
六、风险提示.....	8

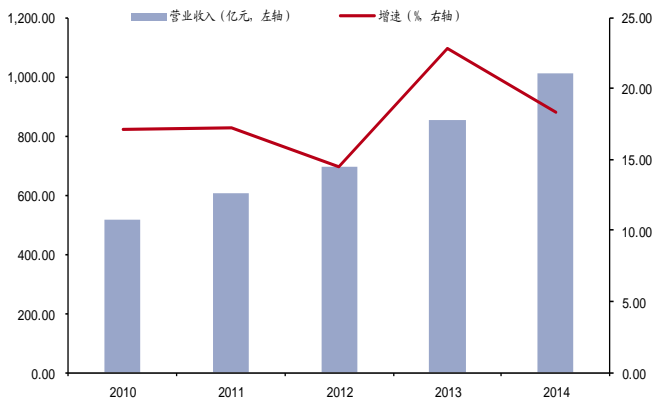
## 图表目录

图表 1: 公司近五年收入增长情况.....	3
图表 2: 公司近五年净利润增长情况.....	3
图表 3: 未来 3 年面板产业景气度仍然较高.....	5
图表 4: TCL 通讯产品按区域销售构成 (单位: 万台) .....	6
图表 5: 公司盈利及估值预测表.....	7

## 一、公司 2014 年业绩大幅增长，符合预期

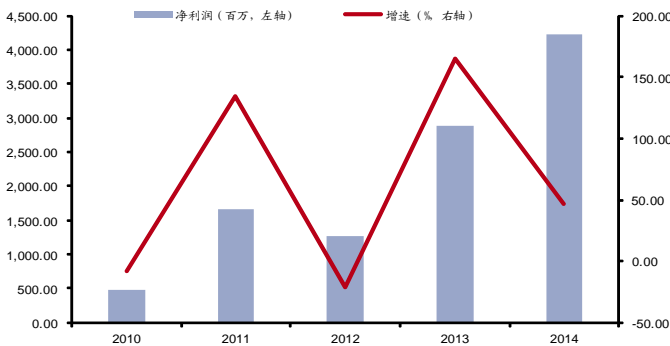
3月3日，TCL集团发布2014年度报告，公告期内实现营业收入1010.29亿元，同比增长18.41%；归属上市公司股东的净利润为31.83亿元，比上年同期增50.93%；扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为18.23亿元，同比增长100.59%；基本每股收益0.35元。ROE达到18.21%，同比提升2.37个百分点。公司业绩增速实现大幅增长，基本符合我们此前预期。

图表 1：公司近五年收入增长情况



数据来源：WIND，华融证券整理

图表 2：公司近五年净利润增长情况



数据来源：WIND，华融证券整理

公司盈利同比大幅增长的主要原因有两点：一是从2014年3月份开始，电视液晶面板市场供需趋于平衡，部分尺寸产品价格持续上涨；华星光电产能继续提升，产量和销量均保持增长；华星光电产能稼动率和产品综合良率及主

要营运和财务指标继续保持行业领先水平，实现净利润 24.34 亿元，同比增长 7.60%。二是 TCL 通讯科技智能手机产品销量快速增长，销售均价和盈利能力同比均有提升，报告期内共实现净利润 8.64 亿元，同比增加 2.41 倍。华星光电及通讯板块的强势表现对冲了多媒体及家电集团的相对低迷。

## 二、华星光电贡献净利润半壁江山，后续项目陆续投产

2014 年度，华星光电实现营业收入 179.64 亿元，同比增长 15.67%，实现净利润 24.34 亿元，同比增长 7.6%，华星光电贡献的净利润占公司净利润总额的 57%，是公司盈利最强、利润贡献最大的板块。

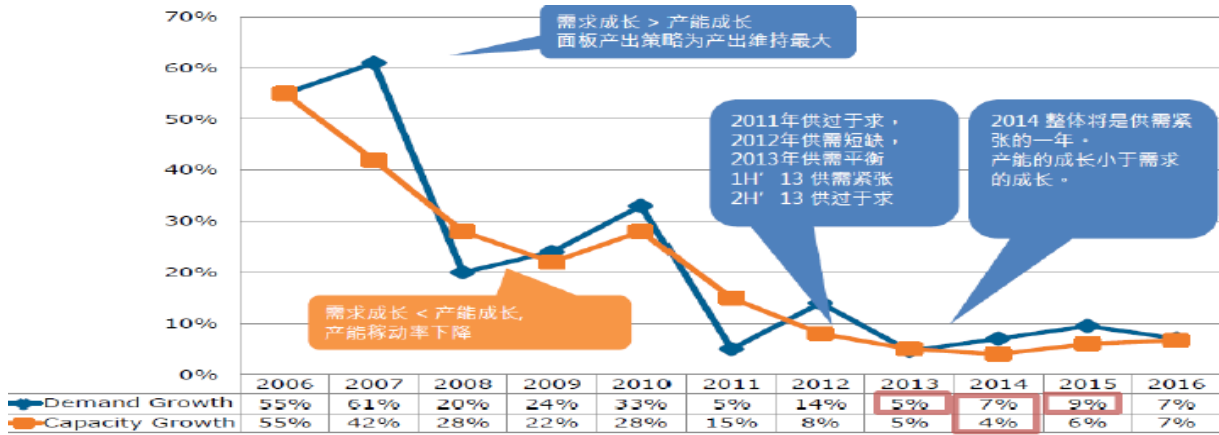
报告期内，华星光电保持满产满销，部分产品供不应求，共投入玻璃基板 160.54 万张，同比增长 15.0%；液晶面板和模组产品合计销售 2,496.4 万片；实现销售收入 179.64 亿元，同比增长 15.67%，实现净利润 24.34 亿元，同比增长 7.60%。受益于液晶电视大尺寸化趋势加快及海外市场需求回暖，液晶面板行业景气度逐季回升。第三季度起，华星光电大部分尺寸的液晶电视面板均处于供不应求状态，产品售价稳定上升。华星光电产能已超过 14 万片/月，产能稼动率和产品综合良率以及主要运营、财务指标连续八个季度保持行业领先水平。

华星光电持续调整产品组合，优化客户结构。48 吋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%；大客户订单量稳定增长，客户结构更趋合理，为 t2 项目投产打下了良好的客户基础。

华星光电 t2 项目土建工程比原计划提前一个月完成封顶，主设备顺利搬入，计划提前 45 天在 4 月份投产。新的产品技术研发也按计划推进，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。t3 工厂第 6 代 LTPS·LCD/AMOLED 显示面板生产线项目已于 9 月中旬在武汉启动，投产后可供应高端 LTPS 手机及平板电脑触控显示屏，与 TCL 通讯科技将形成产业链垂直一体化优势。

我们预计，未来 3 年全球面板尤其是大尺寸面板需求稳定增长，大尺寸化趋势仍将加快，而供应处于相对偏紧的状态，液晶面板的景气度较高。

图表 3: 未来 3 年面板产业景气度仍然较高



数据来源: 公司公告, 华融证券整理

### 三、智能手机占比提升, 通讯业务异军突起

报告期内, TCL 通讯科技业绩强劲增长, 智能终端销售量同比增长 136% 至 4,150 万台, 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, 收入和利润指标均创新高。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, 其中智能手机销量在全球位列第七位。受益于中高端智能产品占比持续提高, 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。

受益于持续的研发投资和“产品技术提升”策略, ALCA TEL ONETOUCH 和 TCL ONETOUCH 的品牌知名度快速提升, 获得全球主要运营商和分销商的认可, 市场份额快速提升, 北美市场继续取得突破, 销售收入增长 126%; 美洲地区智能终端销量同比增长近 2 倍达到 2005 万台。

凭借在产品研发、供应链管理、生产、销售和市场推广方面的优势, 通过“双+”转型战略, 打造新的业务能力, 公司预计在 2015 年销售额实现 30% 的持续增长。

**图表 4: TCL 通讯产品按区域销售构成 (单位: 万台)**

	2014 年 1-12 月	2013 年 1-12 月	变化(%)
- 中国市场	762.7	483.4	57.8
- 海外市场	6,586.0	5,036.7	30.8
合计	7,348.7	5,520.1	33.1
其中: 智能终端	4,146.5	1,755.5	136.2

数据来源: 公司公告, 华融证券整理

#### 四、多媒体业务及家电集团增速略低于预期

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。受国内市场需求疲软的影响, TCL 多媒体电子在中国市场实现销售收入 174.71 亿元, 同比下降 23.61%; 海外市场小幅增长, 实现销售收入 90.95 亿元, 同比增长 5.91%。

但公司在智能化布局方面, 取得一定成效。围绕“双+”转型战略, 积极推进 TV+智能电视平台建设。凭借在液晶面板、芯片、中间件开发等关键技术的领先战略布局, 公司在改进用户视听体验方面快速推进大尺寸、超高清产品迭代, UI 运营和用户发掘能力显著提升。报告期内, 公司在全球率先推出量子点电视, 引领彩电业显示技术革命; 相继发布了芒果 TV+电视、七 V 智能机顶盒、游戏主机等智能终端产品; 并联合腾讯首家在 TV+平台全面导入微信应用和服务功能, 推动多屏互动的体验实现和商业模式的建立。通过产品结构优化及成本控制, TCL 多媒体电子毛利率同比提升 2.22 个百分点, 达 16.93%。

家电业务方面, 作为集团“智能家庭战略”的组成部分, 家电产业集团确定了高效节能、健康环保和智能化的技术发展方向, 积极推进“双+”转型战略。报告期内, 家电产业集团实现销售收入 100.38 亿元, 同比增长 7.68%; 受合肥新冰洗产业基地建设及投产前期成本摊销影响, 实现净利润 5,657 万元, 同比下降 51.9%。

## 五、投资建议：乘智能电视东风，业绩提升安全边际

从行业来看，随着智能电视的深度开发，电视产业链价值将被重估，电视的硬件价值在制造端在价值链中的作用将下降，而娱乐社交、广告、电子商务价值将被重视和挖掘。对传统的制造厂商而言，具有成熟的推广渠道、上下游产业链整合资源、客户存量、销售服务平台、品牌影响力等诸多优势，最有可能实现资源价值变现的最大化，享受行业转型的巨大红利，相关龙头公司可以坐享估值东风。

从公司自身的基本面看，公司未来发展方向是国内唯一垂直整合液晶平板、电视、手机、白色家电上下游产业的全球性电子消费巨头，我们长线看好 TCL，主要投资逻辑：1) 面板产业属于国家层面重点支持的战略性新兴产业，华星光电面板产业目前进入收获期，未来两年内面板行业的景气度还可以保持在较高的水平。由于面板行业属于国家重点支持的基础性战略产业，看好华星光电未来在全球范围内与韩资和台资企业角逐；2) 公司电视机和手机未来更可能定位于公司面板采购的最大最稳定需求方，因此出货量和市场渗透率提升非常重要，总体判断，公司电视机和手机业务在出货量方面进入平稳发展期，电视业务的毛利率未来可能更加收窄，但手机业务的毛利率随着智能机占比的提升有望继续提升。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.33 元、0.40 元及 0.49 元，对应当前股价的 PE 分别为 16.27X、13.27X 及 10.91X。我们给予公司“推荐”评级。

**图表 5：公司盈利及估值预测表**

关键指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	85,504.35	101,296.62	119,043.79	137,317.01	156,994.54
增长率(%)	23.12	18.72	17.52	15.35	14.33
归属母公司股东净利润(百万)	2,109.07	3,183.21	3,992.70	4,894.65	5,955.32
增长率(%)	164.93	50.93	25.43	22.59	21.67
EPS(摊薄)	0.25	0.34	0.33	0.40	0.49
PE	21.48	15.79	16.27	13.27	10.91

数据来源：WIND,华融证券整理



## 六、风险提示

- 1、面板供给竞争加剧导致价格战；
- 2、全球手机市场占有率下降；
- 3、政府对于面板产业政策出现变动。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

## 免责声明

贺众营，在此声明，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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010-58568159

网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)