

家用电器行业

TCL (000100)

维持

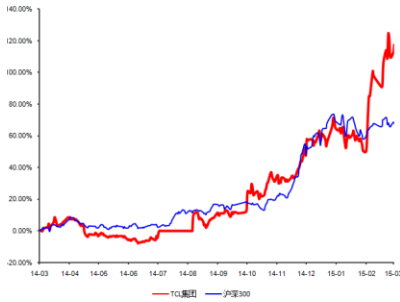
报告原因：公告点评

集团产业结构调整更加契合“双+”战略，盈利增长未来可期 增持

2015年3月9日

公司研究/点评报告

TCL 近一年市场表现



市场数据：2015年3月9日

收盘价(元)	5.17
近一年内最高/最低(元):	5.5/2.26
流通A股/总股本(亿):	81.8/122
流通A股市值(元):	433
总市值(亿元):	646

基础数据：2014年12月31日

每股净资产(元):	1.925
每股公积金(元):	0.27
每股未分配利润(元):	0.56

分析师：石晋

执业证书编号：S0760514050003

Tel：0351-8686645

地址：太原市府西街69号国贸中心A座
电话：0351-8686645
山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

投资要点：

集团 2014 年共实现营业收入 1010.29 亿元，同比增长 18.4%；归属于上市公司股东的净利润 31.83 亿元，同比增长 50.93%。其中多媒体、通讯、华星、翰林汇、家电五个产业收入超百亿。按地区来看，海外销售收入 454.62 亿元，同比增长 28.53%，占集团总体销售收入的比例由 2013 年的 42.25% 提升至 46.6%，海外业务成为公司利润的主力军。

华星光电 2014 年实现销售收入 179.64 亿元，同比增长 15.67%；净利润 24.34 亿元，同比增长 7.60%。公司 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%。48 吋以上大尺寸产品折面积销售占比 25%，同比 2013 提升 15%，整体上 2014 年大尺寸化明显。随着 t2 生产线在今年 4 月投产到 9 月基本满产，到四季度 t2 的盈利能力将保持稳定，我们预计 2015 年华星光电继续做为集团利润的重要来源。

TCL 通讯 2014 年销售收入 245.24 亿元人民币，同比增长 60.3% 净利润达 8.64 亿元人民币，同比增加 2.41 倍，收入和利润指标均创新高。鉴于 4G 的快速发展，我们认为通讯业务 201530% 的增长是大概率事件。

TCL 多媒体电子销售收入共计 265.66 亿元人民币，同比下降 15.55%，净利润 1.90 亿元人民币。虽然 2014 年彩电市场较为平淡，但是考虑到公司在围绕“双+”战略不断为多媒体业务加码——积极推挤智能电视平台的搭建；与爱奇艺、芒果 TV、腾讯和 IMAX 等的跨界合作，整合视频、游戏、教育、生活等内容和服务资源提升电视的附加值，2015 年多媒体业务有望改善。

盈利预测及投资建议：公司“7+3+1”的产业结构转型更加契合“双+”互联网战略，营运能力得到改善，公司的业绩得到快速增长尤其是 TCL 通讯业务和华星光电业务。我们认为随着 2015 年 t28.5 代生产线的投入，华星光电的产能将继续扩大；4G 业务的全球持续推广将提高公司通讯业务中高端智能终端的销售，我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.33 元，0.41 元和 0.5 元，目前股价对应公司未来 3 年业绩 PE 估值为 15.8/12.75/10.31。

风险提示：液晶面板需求下降，价格回落；彩电业务持续下滑。

目录

一 集团产业“7+3+1”模式凸显互联网思维	3
二 华星光电占据集团净利润近半壁江山	7
三 TCL 通讯科技增长幅度最大	8
四 TCL 多媒体业务有改善预期	10
五 公司盈利预测，建议维持“增持”	12
六 风险提示	13

图表目录：

图 1：集团主要业务结构变化	3
图 2：主要业务全球分布	3
图 3：公司“7+3+1”战略	4
图 4：集团营收及归母公司净利润（亿元）	5
图 5：历年成本占比（%）	5
图 6：公司 2014 全年各业务收入（亿元）	5
图 7：公司 2014Q4 各业务收入（亿元）	5
图 8：集团各业务 2014 年营收结构	6
图 9：集团各业务 2014 年净利润占比	6
图 10：TCL 营运能力指标（天数）	6
图 11：公司 32 吋面板市占率（%）	7
图 12：公司各面板尺寸销量占比（%）	7
图 13：华星光电生产线	8
图 14：功能手机分布	9
图 15：智能终端分布	9
图 16：TCL 通讯业务收入表现	9
图 17：TCL 单机均价（按季）	10
图 18：TCL 液晶电视销量（按季）	11

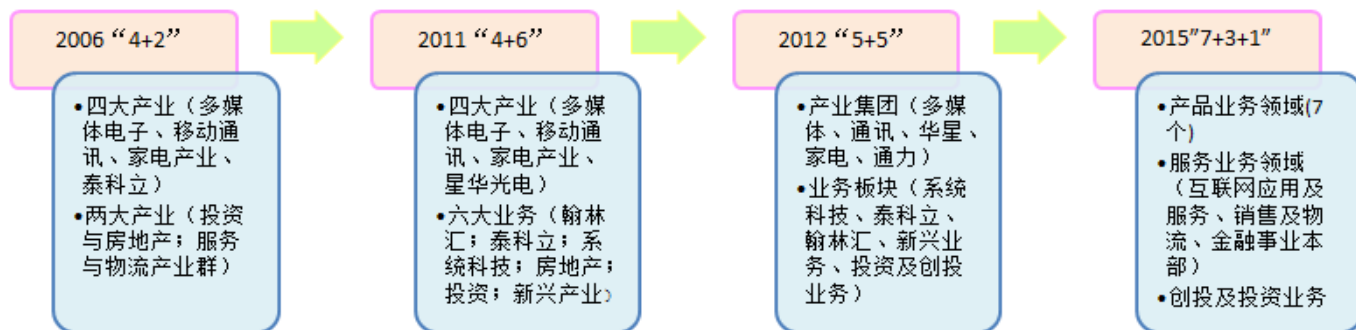
一 集团产业“7+3+1”模式凸显互联网思维

1.1 公司简介——综合型家电消费企业，遍布全球

TCL 集团股份有限公司是中国最大的、全球性规模经营的消费类电子企业集团之一，旗下拥有四家上市公司：TCL 集团 (SZ.000100)、TCL 多媒体科技 (01070.HK)、TCL 通讯科技 (02618.HK)、通力电子 (01249.HK)。

集团已在全球数十个国家和地区设立产销体系，建立七大研发中心、十七个制造基地、四万个销售网点。

图 1：集团主要业务结构变化



资料来源：公司网站，山西证券研究所整理

图 2：主要业务全球分布

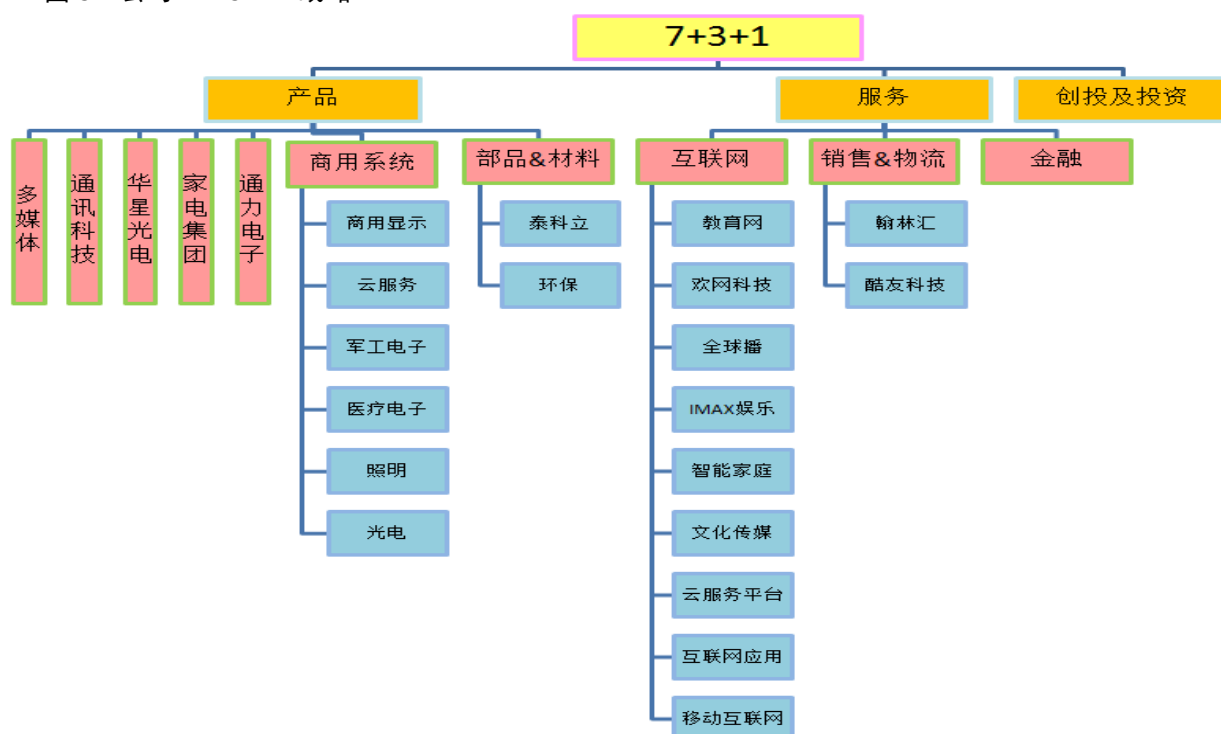


- 两个业务单位:全球移动设备 (WMD) 和智能连接设备 (SCD)
- 全球研究开发基地设在深圳、上海、成都、宁波、惠州
- 超过160个国家拥有超过100个销售办事处
- 115个维修中心，在世界各地拥有超过12,000个员工

资料来源：公司网站，山西证券研究所

集团自 2014 年 2 月发布互联网转型全新战略——“智能+互联网”与“产品+服务”的“双+”战略后，为更有效地建设和展示不同业务板块的价值，发挥产业协同效应，公司整体产业架构从“5+5”结构调整调整为“7+3+1”结构，各业务加快推进更加突出互联网时代下的新商业模式。集团的通过 TV+智能电视业务平台和移动智能业务平台的快速搭建，运营的累计激活用户超过 1800 万。

图 3：公司“7+3+1”战略

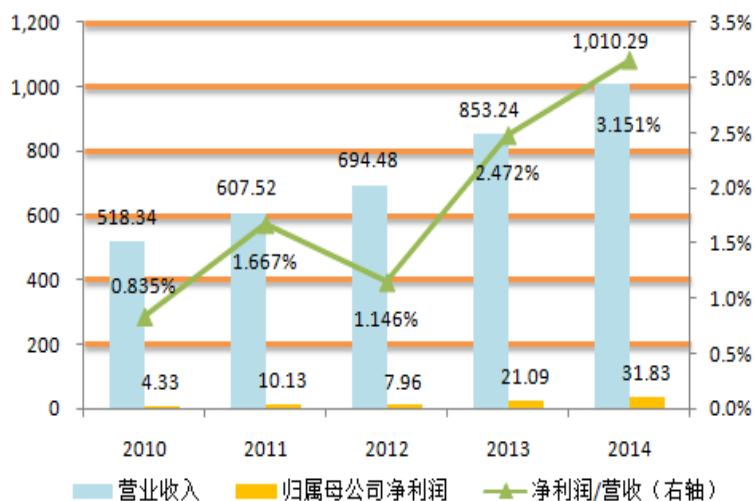


资料来源：山西证券研究所整理

1.2 公司财务状况

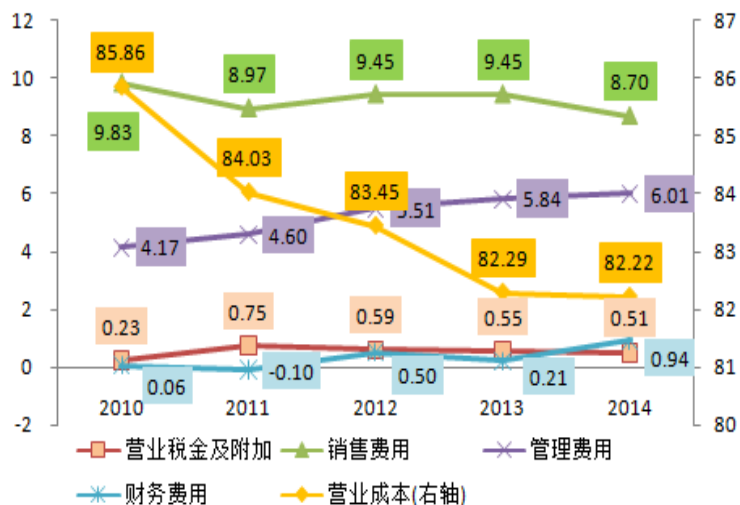
集团 2014 年共实现营业收入 1010.29 亿元，同比增长 18.4%；归属于上市公司股东的净利润 31.83 亿元，同比增长 50.93%。多媒体、通讯、华星、翰林汇、家电五个产业收入超百亿。从成本构成来看，销售费用下降幅度较大，下降 0.75 个百分点；管理费用和财务费用涨幅较大分别增长 0.17 个百分点和 0.73 个百分点，整体上集团成本管控呈现稳定态势，未来尚存下降空间。此外，海外销售收入 454.62 亿元，同比增长 28.53%，占集团总体销售收入的比例由 2013 年的 42.25%提升至 46.6%，全球化战略持续推进。

图 4：集团营收及归母公司净利润（亿元）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 5：历年成本占比（%）

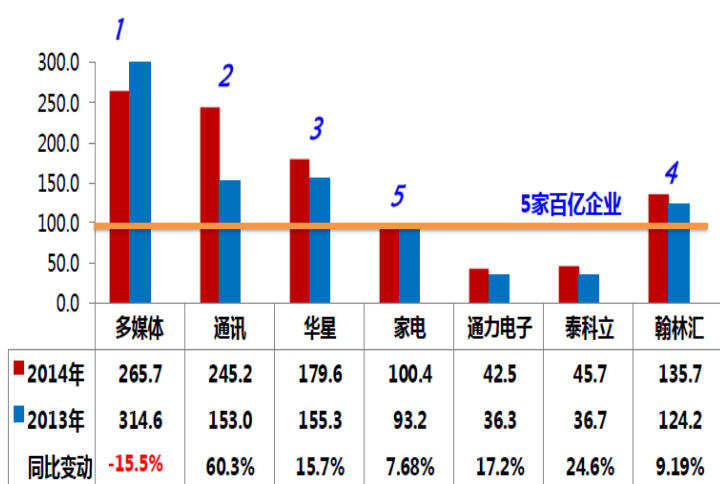


资料来源：公司公告，山西证券研究所

2014 年全年除多媒体业务受到互联网公司冲击导致收入被瓜分而有一定幅度下降 (-15.5%) 外，其余各主要产业收入同比均有不同程度的增长，增幅最大的是通讯 (+60.3%)。

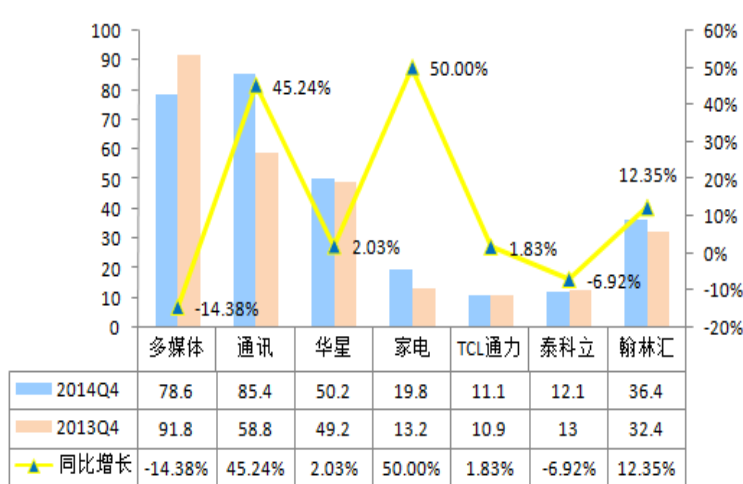
此外，2014Q4 各业务中增长最快的是家电业务 (+50%)，通讯业务继续保持高速增长 (+45.24%)。整体上，Q4 公司各业务呈现涨幅收窄态势。

图 6：公司 2014 全年各业务收入（亿元）



资料来源：公司业绩交流会

图 7：公司 2014Q4 各业务收入（亿元）

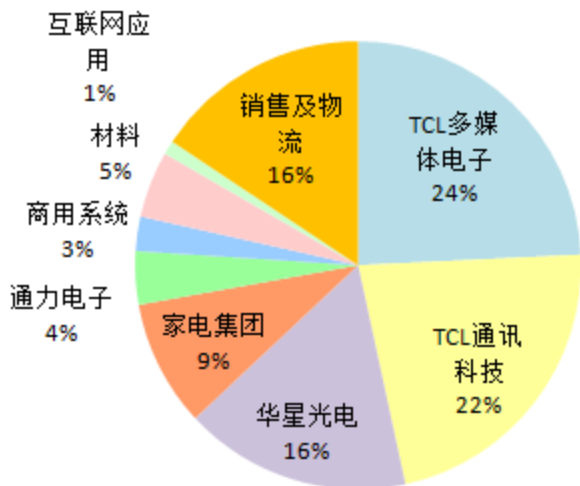


资料来源：公司公告，山西证券研究所

从各业务的收入占比看，传统四大业务仍占据主要地位 (71%)，其中 TCL 多媒体电子占比最大为 24%，TCL 通讯占 22%，华星光电业务占 16%，家电业务占 9%。从净

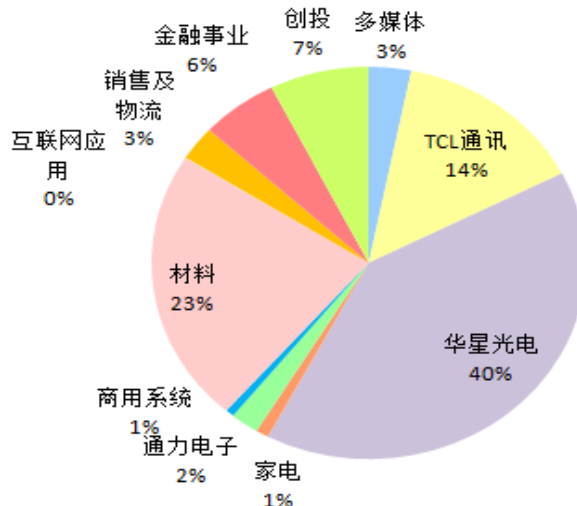
利润占比来看，华星光电占集团净利润达 40%，成为集团盈利的主要来源；其次为部品与材料业务占比 23%，TCL 通讯 14%。

图 8：集团各业务 2014 年营收结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

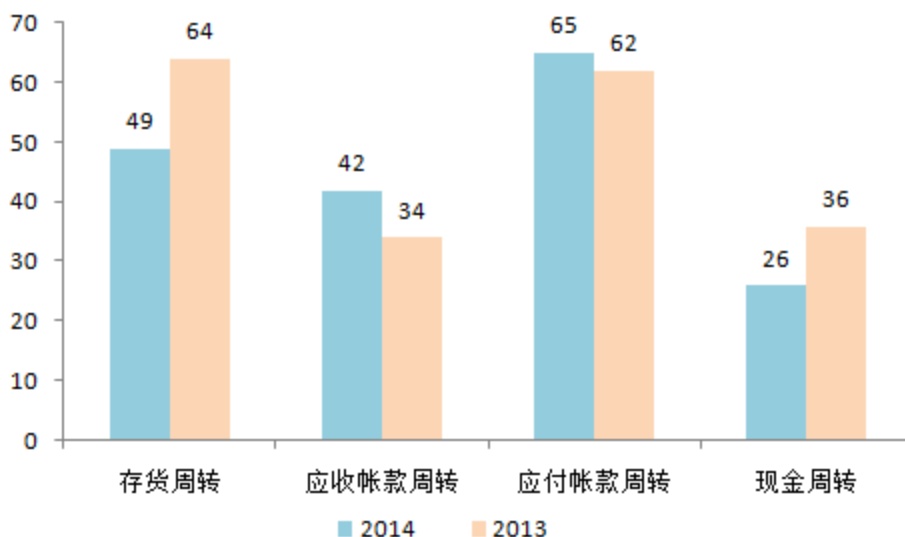
图 9：集团各业务 2014 年净利润占比



资料来源：公司公告，山西证券研究所

从公司的营运能力来看，基本各项指标都有好转，其中存货周转天数减少 15 天，显示资金的使用效率提高；应收帐款周转天数增加 8 天，企业资金的流动性有所释放。应付帐款周转天数微增 3 天，显示公司对上下游的掌控能力进一步加强。

图 10：TCL 营运能力指标（天数）



资料来源：公司公告，山西证券研究所

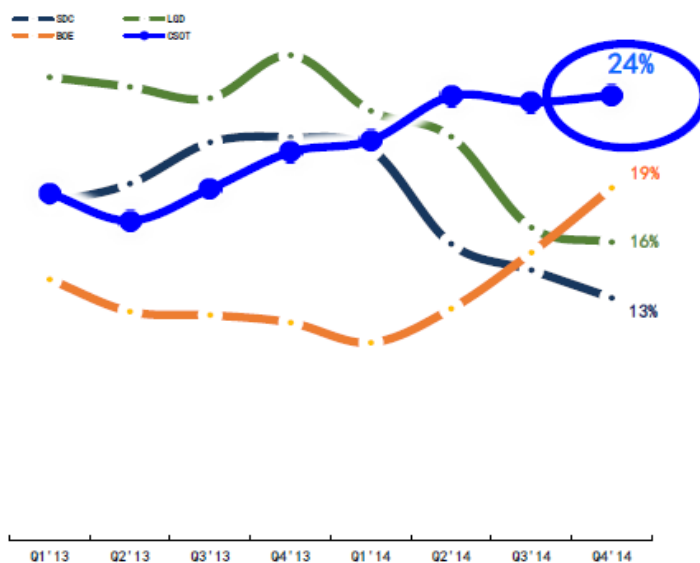
二 华星光电占据集团净利润近半壁江山

华星光电以生产面板为主营业务，2014 年实现销售收入 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%。2014 年华星光电出货量全球第五，并保持满产满销，目前产能已超过 14 万片/月；玻璃基板共投入玻璃基板 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；

其中公司 32 吋市占率全球第一（24%），市场上自 2014 年三月份以来 32 吋液晶面板产品供应偏紧，在海外需求回暖的影响下，液晶面板行业景气度逐步回升。价格由 70 美元上升到 90 美元。

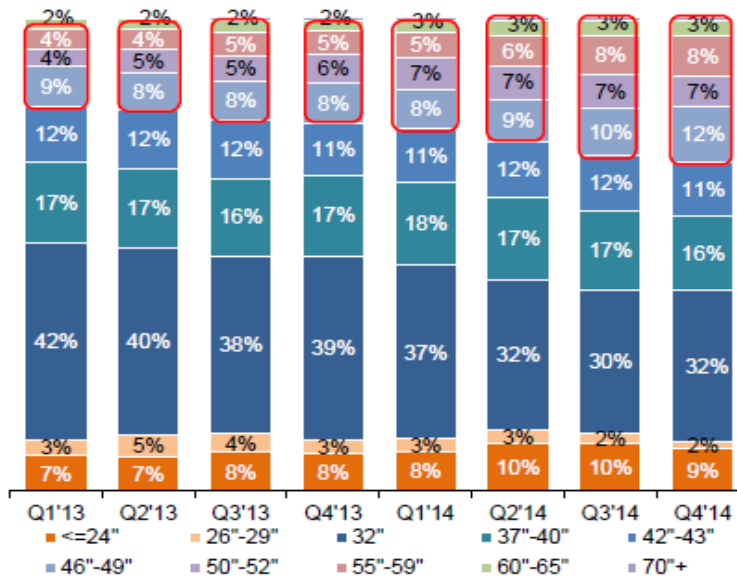
受益于大尺寸面板的逐步普及，公司 48 吋以上大尺寸产品销量同比增长 113%，超高清产品销量同比提升 247%。48 吋以上大尺寸产品折面积销售占比 25%，同比 2013 提升 15%。整体上 2014 年大尺寸化明显，46 吋及以上尺寸占比达到 28%，拉动平均尺寸到 40.5 吋，较 2013 年提高 1.8 吋。

图 11：公司 32 吋面板市占率（%）



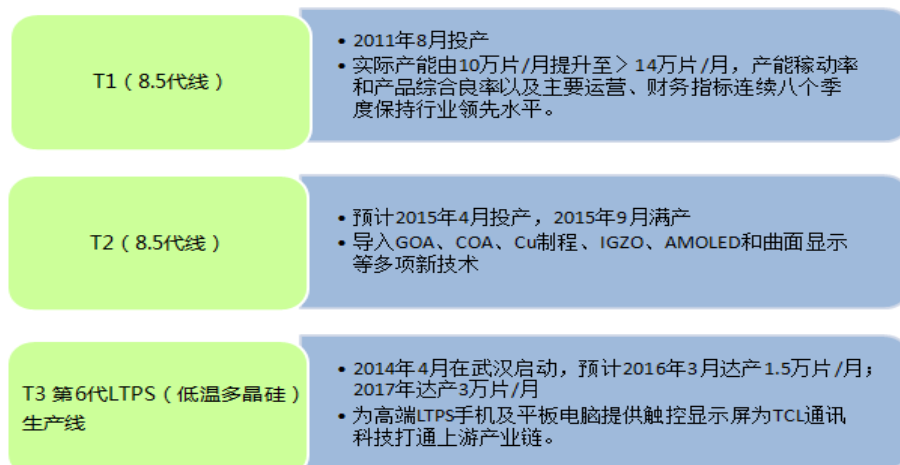
资料来源：公司业绩交流会

图 12：公司各面板尺寸销量占比（%）



资料来源：公司业绩交流会

图 13: 华星光电生产线



资料来源: 山西证券研究所整理

随着 t2 生产线在 4 月投产到 9 月基本满产, 到四季度 t2 的盈利能力将保持稳定, 我们预计 2015 年华星光电继续做为集团利润的重要来源。

三 TCL 通讯科技增长幅度最大

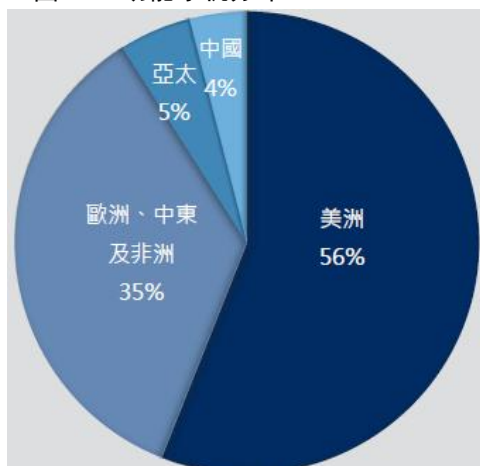
TCL 通讯 2014 年销售收入 245.24 亿元人民币, 同比增长 60.3%; 净利润达 8.64 亿元人民币, 同比增加 2.41 倍, 收入和利润指标均创新高。

其中中国市场销售 762.7 万台, 同比增长 57.8%; 海外市场销售 6586 万台, 同比增长 30.8%。中国销售占有率从 2013 年的 8.76% 上升到 2014 年的 10.38%。在 2014 年第四季度全球手机制造商中排名第 4。智能终端销售量同比增长 136% 至 4,150 万台。公司预计收入 2015 年增长 30%。在 2014Q4 的全球智能手机品牌中排第七。

从公司销售分布来看, 美洲排名第一 56%, 总销售 3690 万台, 同比增长 41%; 营业额同比增长 82%; 智能终端销售 2010 万台, 同比增长 2 倍。

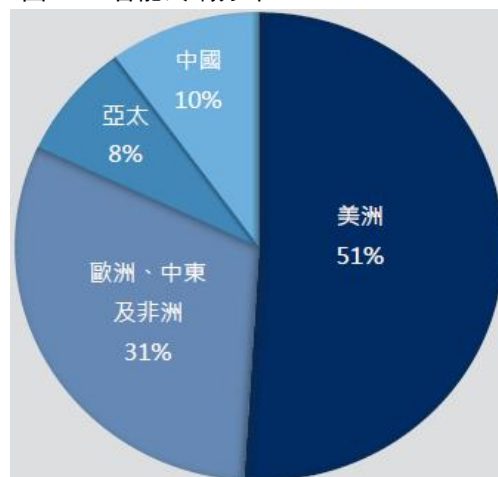
欧洲、中东和非洲占 35%, 总销量 2460 万台, 同比增长 20%, 收入同比增长 25%, 其中智能终端销售 1340 万台, 同比增长 90%。

图 14：功能手机分布



资料来源：公司业绩交流会

图 15：智能终端分布

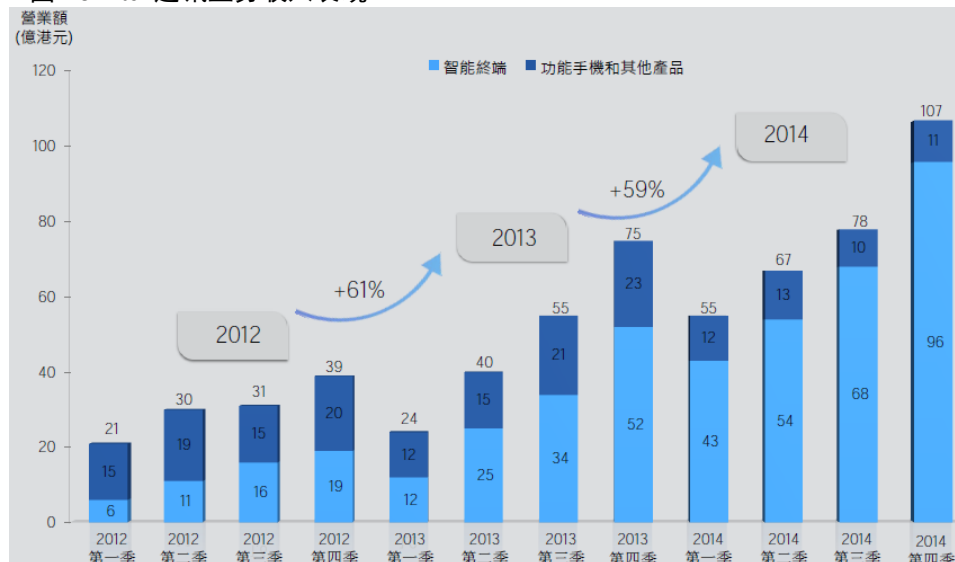


资料来源：公司业绩交流会

TCL 通讯实施“双+”战略

- (1) 成立移动互联网新兴业务中心，重点发展移动互联和智能家庭业务
- (2) 发展基于移动互联网技术平台的第三方支付业务，为线上线下交易平台提供大数据支持。
- (3) 与思科成立面向国内的公有商用云服务平台和云视频通讯和协同办公系统。
- (4) 2015 年 1 月收购美国 Palm，拟在全球构建智能互联网平台。

图 16：tcl 通讯业务收入表现



资料来源：公司业绩交流会

考虑到新兴市场对智能手机的需求稳定，全球 4G 网络的快速发展，TCL 通过加大 4G 智能终端的生产及销售将获得持续利润的增长，我们认为公司预测 2015 年通讯科技收入同比增长 30%是大概率事件。

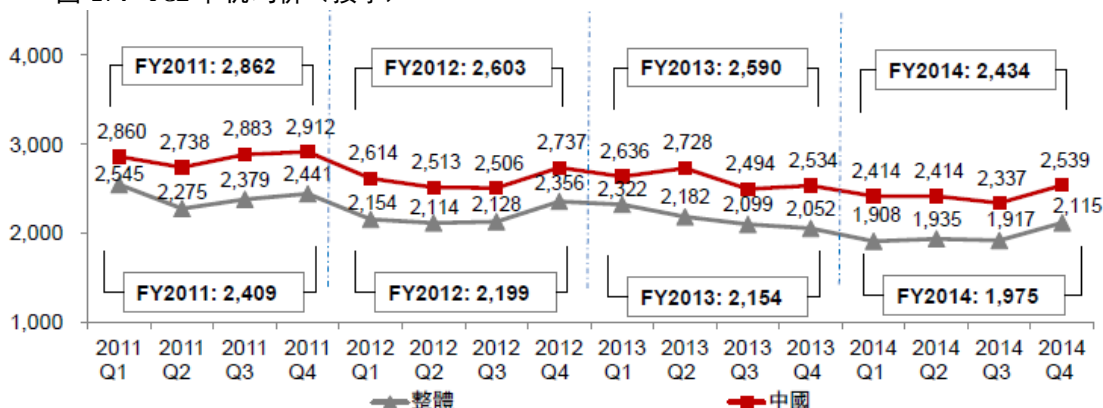
四 TCL 多媒体业务有改善预期

TCL 多媒体电子销售收入共计 265.66 亿元人民币，同比下降 15.55%，净利润 1.90 亿元人民币，经营业绩未达预期。受中国彩电整体需求疲弱，TCL 国内市场实现销售收入 174.71 亿元，同比下降 23.61%，海外市场实现销售收入 90.95 亿元，同比微长 5.91%。

2014 年 TCL 液晶电视销售 1657 万台，在全球市占率为 5.4%，位列第 4；在中国市场占有率 16%，位列国内第三位。单机均价整体呈下降趋势，据估算按 100 元/年速度降价。

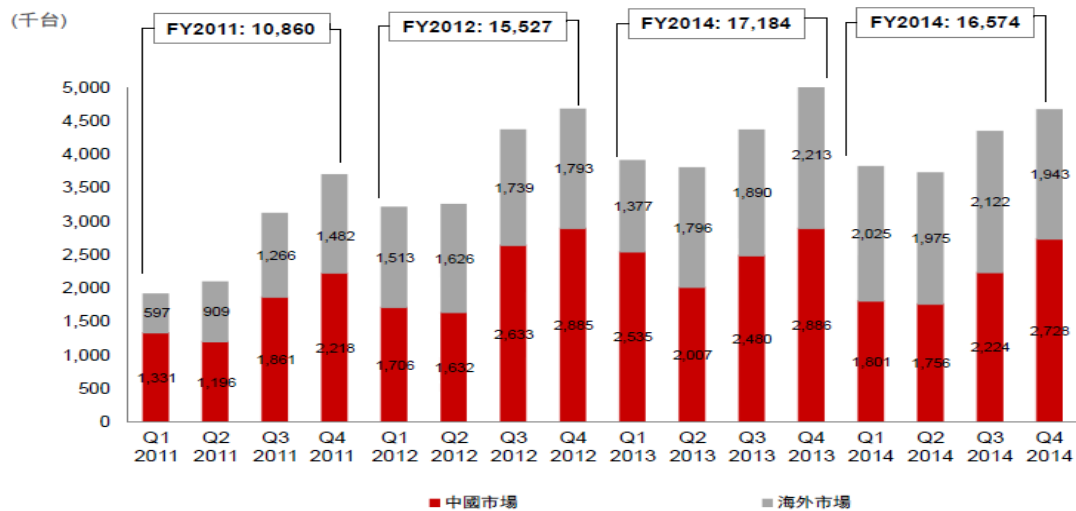
虽然 2014 年彩电市场较为平淡，但是考虑到公司在围绕“双+”战略不断为多媒体业务加码——积极推挤智能电视平台的搭建；与爱奇艺、芒果 TV、腾讯和 IMAX 等的跨界合作，整合视频、游戏、教育、生活等内容和服务资源提升电视的附加值，2015 年多媒体业务有望改善。

图 17: TCL 单机均价 (按季)



资料来源：公司业绩交流会

图 18: tcl 液晶电视销量 (按季)



资料来源: 公司业绩交流会

表 1: 2014 年 TCL 智能进程梳理

时间	事件	影响/作用
2014.2.25	发布互联网转型时代全新战略——“智能+互联网”与“产品+服务”的“双+”战略。	这个战略以用户为中心, 构建 O2O 平台, 旨在推进智能健康家电、智能移动终端、家庭娱乐终端的产品智能化。
2014.2	TCL 联手爱奇艺发九款电视新品	合作模式是 TCL 卖硬件赚的钱, 爱奇艺不分成; 爱奇艺在 TCL 爱奇艺电视上赚取的利润, 将采用分成模式返还给 TCL。
2014.3	TCL 多媒体进军电视游戏产业, 京东成为独家首发渠道	将与联通宽带、ATET、京东、Gameloft 形成一个“TCL 游戏生态圈。”
2014.7	京东首发智能云空调 TCL 钛金智能云空调, 它具有物联网、湿度控制、PM2.5 智控、VOC 智控、氧浓度智控、加湿等功能	意欲借智能化实现弯道超车, 在激烈的竞争环境中, 打造一片天地
2014.7.31	在第十二届中国国际数码互动娱乐展览会(China Joy)上, TCL 多媒体电子与联通宽带和 ATET, 以及 Gameloft、JJ International Company、Rovio、动视 (Marmalade)、Cyberfront Korea、J-FLOW 等多家知名游戏厂商携手, 打造中国最大的电视游戏生态圈; 公司同时发布了新品七 V 盒子	
2014.10	北斗系列的 智能健康空调 。搭载了双核钛金、WIFI 智控、去 PM2.5 的配置, 另外还有智能语音控制, 大屏显示互动、智能氧吧等功能。 智能插座; 壁挂式空气净化器	由“空调制造商”转型为“智能生活空气服务商”, 产品将致力于“节能环保、健康时尚、智能互联”
2014.11	TCL 首次推出 全球播电视院线 , 以云服务平台及技术为基础, 与终端巨头厂商内置合作, 吸引电影发行, 制片商以院线票房分成的模式合作,	
2014.11	与控股子公司 TCL 多媒体、TCL 通讯科技共同投资 9000 万元于香港成立合资公司 并通过该公司于中国境内投资成立一家外商独资企业, 作为智能家庭项目的营运实体。	通过整合新兴物联网及服务业务, 通过 APP 完成对整个家庭的状态监控、远程遥控和智能服务。
2014.12	与京东联手推出空调行业首款“ 网络定制智能空调 ”并在京东首发。	首次实现大家电网络定制化模式, 为互联网企业深度触摸传统制造业提供平台,

2014.12.15	TCL 在清华科技园隆重召开“色彩科技革命：量子点时代开启”发布会，正式推出 TV+ 旗舰新品、中国首款量子点电视 H9700，采用量子点显示技术和真彩显示技术，还搭载了华星光电最高色域和解析度屏，一举实现了 110% 的 NTSC 色域覆盖率
------------	--

资料来源：山西证券研究所整理

五 公司盈利预测，建议维持“增持”

公司“7+3+1”的产业结构转型更加契合“双+”互联网战略，营运能力得到改善，公司的业绩得到快速增长尤其是 TCL 通讯业务和华星光电业务。我们认为随着 2015 年 t28.5 代生产线的投入，华星光电的产能将继续扩大；4G 业务的全球持续推广将提高公司通讯业务中高端智能终端的销售，我们预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.33 元，0.41 元和 0.5 元，目前股价对应公司未来 3 年业绩 PE 估值为 15.8/12.75/10.31。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	69448.35	85324.09	101028.68	121234.42	143056.61	167376.23
归属母公司股东净利润	796.09	2109.07	3183.21	3993.46	4946.90	6119.36
每股收益(EPS)	0.08	0.22	0.34	0.33	0.41	0.50
净资产收益率(ROE)	6.78%	14.89%	16.05%	16.10%	16.91%	18.54%
市盈率(P/E)	47.85	18.06	15.35	15.80	12.75	10.31

报表预测

利润表(百万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	69448.35	85324.09	101028.68	121234.42	143056.61	167376.23
营业成本	58108.01	70358.81	83281.10	99290.99	116734.19	136411.63
营业税金及附加	409.37	466.75	518.46	691.04	786.81	937.31
销售费用	6583.13	8080.95	8814.89	10911.10	13161.21	15264.71
管理费用	3838.74	4996.75	6088.90	7031.60	8368.81	9741.30
财务费用	351.3	177.93	950.61	630.42	743.89	722.98
资产减值损失	341.65	475.19	340.68	751.65	901.26	1037.73
投资收益	294.32	326.24	773.50	497.06	658.06	736.46
公允价值变动损益	-33.38	36.34	85.90	46.07	57.22	66.95
其他经营损益	164.77	143.96	220.57	189.13	226.03	264.45
营业利润	241.86	1274.25	2114.00	2659.88	3301.75	4328.43
其他非经营损益	1398.28	2354.22	2945.02	3394.56	4005.59	4602.85

请务必阅读正文之后的投资评级说明和特别声明部分



利润总额	1640.14	3628.46	5059.02	6054.45	7307.33	8931.28
所得税	367.43	743.77	826.29	969.88	1144.45	1339.01
净利润	1272.71	2884.69	4232.73	5084.57	6162.88	7592.27
少数股东损益	476.62	775.62	1049.52	1091.11	1215.98	1472.91
归属母公司股东净利润	796.09	2109.07	3183.21	3993.46	4946.90	6119.36

资料来源：公司公告，山西证券研究所

六 风险提示

液晶面板需求下降，价格回落；彩电业务持续下滑。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。