

TCL 集团

双+战略转型继续，非公开发行摊薄收益

2014 年业绩快速增长，正式步入千亿时代

公司发布 2014 年年报，全年实现营收 1010 亿元，同比增长 18.4%，归属于上市公司股东的净利润 31.8 亿元，同比增长 50.9%，基本每股收益 0.35 元。分配方案为每 10 股派发现金红利 0.80 元，分红比例 30.7%。

受益于人民币贬值，非公开增发摊薄每股收益

若全年人民币对美元贬值 240 个基点，同时考虑到公司产品出口及原材料进口均以外币计价，我们估算将贡献公司 2 亿元的汇兑收益。公司在今年 2 月底完成非公开发行，发行总股数 27.3 亿，股本扩张 29%，总募资 57 亿元，投向第二条（T2）8.5 代线面板项目，将摊薄每股收益。由于该项目已经预先投资，我们估计今年 4 月有望投产，将增加液晶面板收入。

“双+”战略继续推进，提升长期盈利增速

随着“双+”战略转型的继续推进，截至 2014 年末，公司智能电视累计激活用户数 674.7 万，实现增值服务收入 6300 万元。通过 TV+、全球播、欢网等的布局，公司有望获得更多服务性收益。我们假设中国在全换智能电视后，按照 TCL 市占率和 40% 的活跃度，测算公司将有 3278 万活跃智能电视用户，按 750 元价值/用户计算，预计市值增加 246 亿元，折合 2.01 元/股。

估值：上调目标价至 6.2 元，维持“中性”评级

我们上调液晶面板和多媒体业务毛利率并分别上调 2015-17 年净利润预测 13%/16%/22%，但由于股本增加，EPS 分别下调至 0.33/0.40/0.47 元。另外，考虑到“双+”战略的推进对长期盈利增速的提升，我们将未来 10 年的投资回报率假设从原来的 8.8% 上调至 13.3%。基于瑞银 VCAM 工具通过现金流折现（WACC 7.4%）得到新目标价 6.2 元。过去 1 个月公司股价累计涨幅达 52%，目前估值水平处于过去两年来的高位，我们维持“中性”评级。

Equities

中国

家具及电器业

12 个月评级 **中性**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb6.20**
之前: **Rmb4.32**

股价 **Rmb5.83**

路透代码: 000100.SZ 彭博代码 000100 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb5.83-2.24
市值	Rmb71.1 十亿/US\$11.4 十亿
已发行股本	12,203 百万 (ORDA)
流通股比例	82%
日均成交量(千股)	369,670
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb1,666.9
普通股股东权益 (12/15E)	Rmb26.9 十亿
市净率 (12/15E)	2.6x
净债务 / EBITDA	0.9x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/15E	0.38	0.33	-12.54	0.34
12/16E	0.44	0.40	-10.43	0.44
12/17E	0.49	0.47	-5.61	0.50

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	69,629	85,504	101,297	120,955	138,597	152,914	165,348	176,335
息税前利润(UBS)	689	1,601	2,593	4,325	5,933	7,075	7,980	8,559
净利润 (UBS)	796	2,144	3,183	4,008	4,837	5,682	6,410	6,948
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.09	0.25	0.35	0.33	0.40	0.47	0.53	0.57
每股股息 (Rmb)	0.04	0.06	0.10	0.05	0.06	0.07	0.08	0.09
现金 / (净债务)	(8,291)	(8,093)	(7,882)	(7,648)	(2,142)	5,431	15,418	23,028

盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	1.0	1.9	2.6	3.6	4.3	4.6	4.8	4.9
ROIC (EBIT) (%)	2.8	6.5	9.9	12.9	15.3	18.3	21.5	23.4
EV/EBITDA(core)x	7.3	5.9	5.8	9.4	7.5	6.8	4.8	6.2
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	21.9	9.7	7.8	17.7	14.7	12.5	11.1	10.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(9.1)	6.8	(9.5)	4.4	10.4	13.1	16.2	12.4
净股息收益率(%)	1.8	2.5	3.8	0.8	1.0	1.2	1.4	1.5

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2015 年 03 月 19 日 20 时 26 分的股价(Rmb5.83)得出。

投资主题

TCL 集团

投资理由

TCL 集团是国内电视行业的领导者之一（市占率约 15%），全球排名前五，且是国内电视企业中唯一一家生产液晶面板的公司，我们认为未来将受益产业链的垂直整合。公司移动通讯产业实现智能化转型，积极开拓海外渠道，手机出货量居全球第五。公司战略转向“智能+互联网、产品+服务”，未来或将探索出新的盈利增长点。

我们预计公司 2015/2016/2017 年的 EPS 为 0.33/0.40/0.47 元（市场一致预期 0.31/0.39/0.49 元）。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 7.4%），推导出目标价 6.2 元，维持“中性”评级。

乐观情景

公司电视出口保持快速增长，电视和面板一体化带来的竞争优势逐渐凸显，协同性进一步发挥有望增长盈利能力。同时通讯、游戏主机等其他终端产品共同发力，在硬件智能化浪潮中占得先机。

上述乐观情景下，我们假设 2015 年电视行业销量增长 10%，政府补助较 2014 年没有减少，则我们估算 TCL 集团 2015 年 EPS 可能到 0.38 元，每股估值为 6.80 元。

悲观情景

2015 年国内电视需求或出现负增长，同时拖累液晶面板价格。悲观情境下假设 2015 年电视行业销量下降 10%，液晶面板价格下跌 10%，则我们估算 TCL 集团 2015 年的 EPS 可能下探至 0.30 元，每股估值为 4.50 元。

近期催化剂

公司“智能+互联网、产品+服务”战略转型有成果，游戏主机等终端产品有较好表现。

液晶面板供需状况好转，价格止跌回升。

12 个月评级

中性

12 个月目标价

Rmb6.20

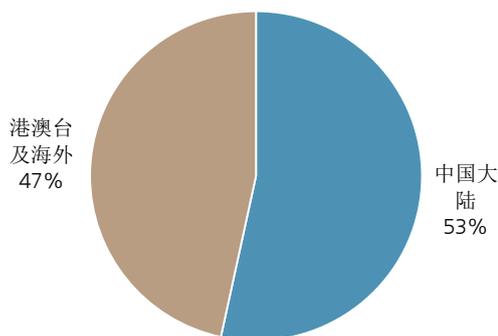
公司简介

TCL 集团是国内消费电子行业中进入领域最多的公司之一，2004 年合并子公司后实现在深交所整体上市，目前旗下同时有两个控股子公司 TCL 多媒体和 TCL 通讯在香港联交所上市。公司的主营产品包括各类电视、手机、冰洗空等白电及消费电子分销和地产等业务，近期成功进入液晶面板行业。

行业展望

随着电视升级速度不断加快，我们预计行业销量有望维持 8% 左右的增长。电视大屏化、智能化将成为趋势，技术进步可望带来消费者体验的提升，从而把消费者重新拉回到客厅，并有望催生新的盈利模式。

收入按区域分布，2014 (%)



来源: 公司数据

各类产品的毛利

亿元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
多媒体电子	46.3	45.0	43.8	47.3	51.1
通力电子	4.0	5.2	5.9	7.0	8.1
物流与服务	4.9	7.4	7.6	8.5	9.9
通信产业	39.3	61.9	91.7	105.5	119.1
家电	17.8	20.5	22.9	25.6	28.9
部品	3.4	5.0	5.6	6.3	7.9
房地产与投资	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
液晶面板	20.8	26.3	35.2	44.7	46.9
其他	13.3	8.8	15.7	19.6	23.7
合计	151.5	180.2	228.3	264.4	295.5

来源: 公司公告，瑞银证券预测

营收维持高增速，业绩好于预期

TCL 集团 2014 年全年营业收入首次突破千亿元大关，达到 1010 亿元，同比增长 18.4%，其中海外增长 28.5%；多媒体、通讯、华星、翰林汇、家电五个产业收入超百亿。2014Q4 公司实现营业收入 318.2 亿元，同比上升 31.3%，公司归母净利润 9.6 亿元，同比增长 14.2%。

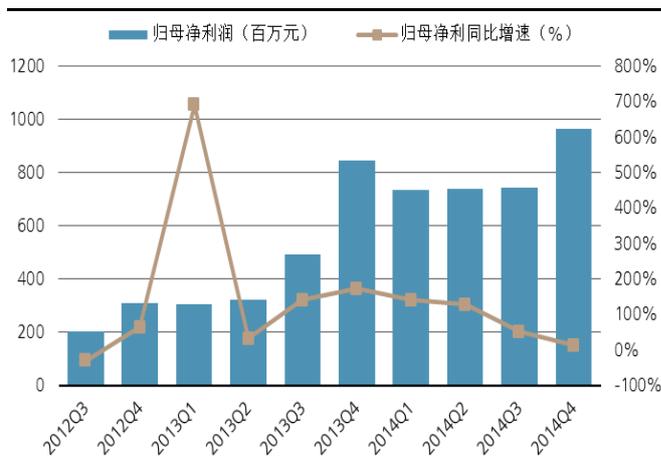
公司 2014 年实现净利润 42.3 亿元，同比增长 46.7%。公司盈利同比大幅增长主要源于：1) 华星光电产能持续提升，大部分尺寸产品的价格稳定或小幅上涨，同时材料成本下降；2) TCL 通讯科技智能手机产品销量快速增长，整体销售均价及毛利率同比均有提升；3) 政府补贴继续收到，金额比我们预期大。

图表 32: 2012Q3-2014Q4 营业收入及同比增速



来源: 公司数据

图表 33: 2012Q3-2014Q4 归母净利润及同比增速



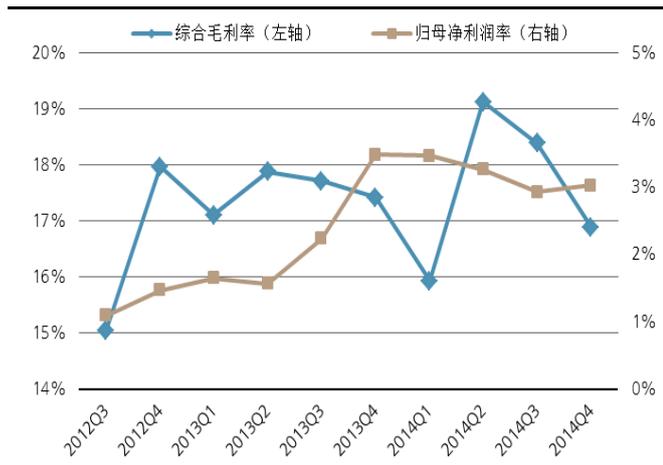
来源: 公司数据

第四季度毛利率和归母净利率同比有所下降

2014Q4 公司综合毛利率 16.9%，同比下降 0.5 个百分点。我们预计由于 2015 年面板整体供需平衡，面板价格的上涨或将不会延续，影响公司毛利率。

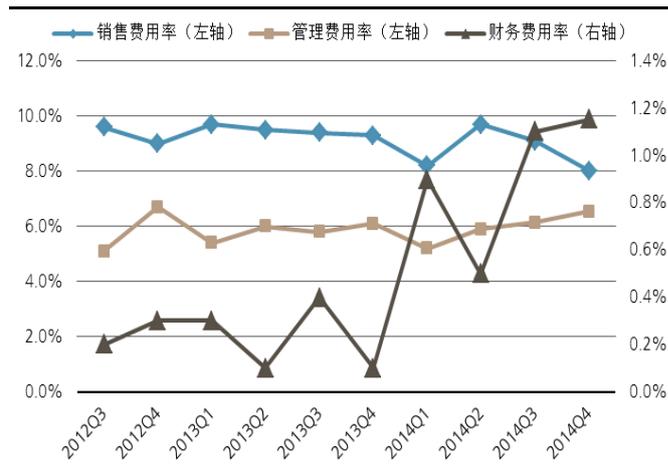
2014Q4 公司销售、管理和财务费用率分别为 8.0%、6.5%和 1.2%，同比变动分别为-1.3 个百分点、+0.5 个百分点和+1.1 个百分点。公司财务费用率有所提升，导致期间费用率总体上升。2014Q4 公司归母净利率 3.0%，同比下降 0.5 个百分点。

图表 34: 2012Q3-2014Q4 综合毛利和归母净利润率



来源: 公司数据

图表 35: 2012Q3-2014Q4 销售、管理及财务费用率



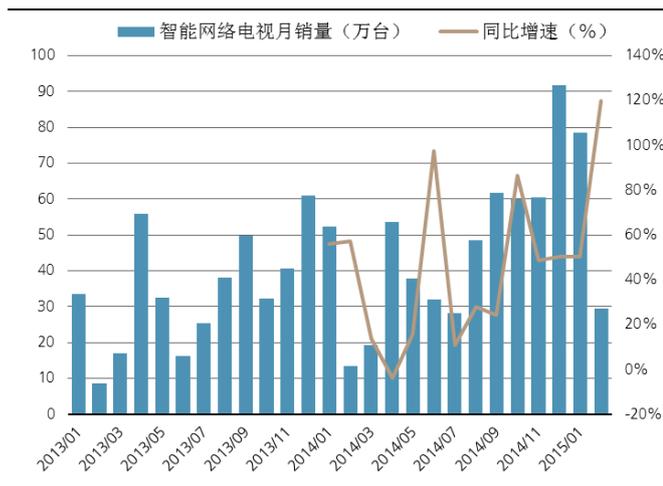
来源: 公司数据

智能电视活跃用户数有望提升长期盈利

截至 2015 年 2 月, 公司智能网络电视的累计激活用户数为 754.4 万, 2 月日均活跃用户数为 282.5 万。公司增强硬件入口优势、发掘用户价值的平台经营战略已见成效, 在游戏、视频广告、第三方支付等领域已建立流量收益分成模式, “双+” 战略取得实质性进展。

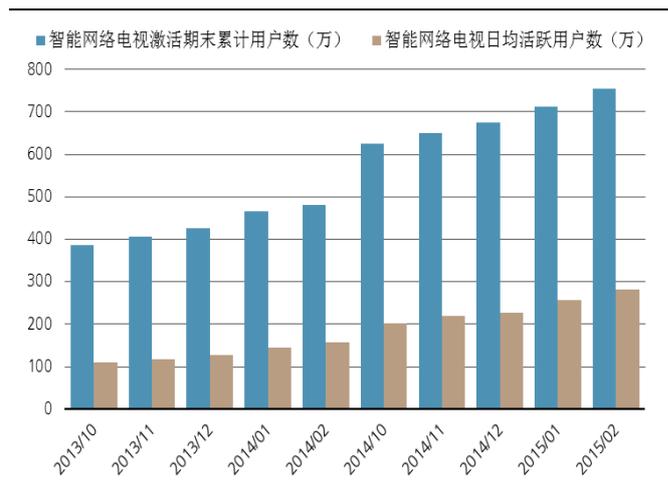
公司 2014 年已经取得 6300 万元的智能电视增值业务收入, 其主要来自垂直业务平台欢网、全球播等, 证明了其获取增值收入的能力。除此之外, 公司计划今年在 TV+ 上获得 5000 万元收入, 源自 TCL 自己的电视和内容公司的合作, 我们预计亦有望成功。

图表 36: TCL 智能网络电视月销量及同比增速



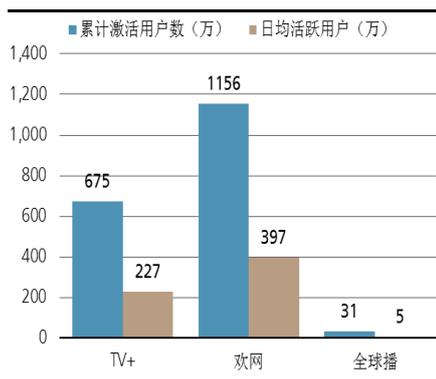
来源: 公司数据

图表 37: TCL 智能网络电视激活累计及日均活跃用户数



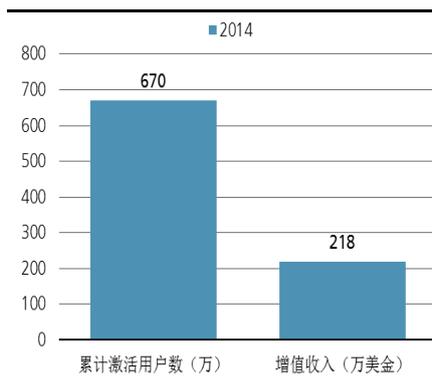
来源: 公司数据

图表 38: 智能电视服务平台



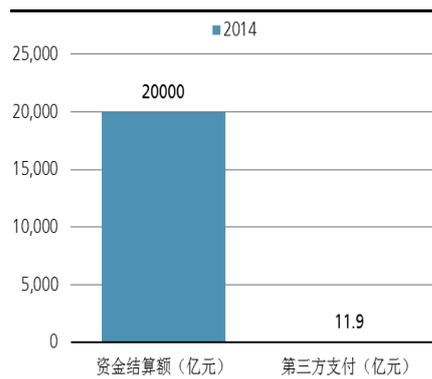
来源: 公司公告, 全球播数据为 2015 年 2 月 28 日数据, 其他数据为 2014 年期末数据。

图表 39: 移动服务平台



来源: 公司公告

图表 40: 金融服务平台



来源: 公司公告

我们以基于活跃用户数为盈利模式的较成熟的公司腾讯和乐视网为参考, 估算单个用户价值约 1500 元, 考虑到 TCL 才刚开始转型成流量收益分成模型, 我们假设其单个用户价值约 750 元。

长期来看, 我们假设中国电视保有量 5.85 亿台不变, 且全部换成智能电视, 按照 TCL 集团 14% 的市占率, 测算得出 TCL 电视保有量 8195 万台。我们又假设月均活跃用户数比例 40%, 得出月均活跃用户数 3278 万。

若假设单个智能电视用户价值 750 元, 按照 TCL 的用户量, 可以得到用户贡献总市值 246 亿元, 而公司 2015 年总股本数 122 亿, 我们得出未来智能化趋势对目前估值提升约 2.01 元/股。

在我们的现金流折现模型中, 这个用户价值对应公司的长期业绩增长率。我们相信智能电视是大势所趋, 电视公司通过提供入口能够分到收益, 调高了公司的长期增长率。

图表 41: 智能电视用户带动公司潜在估值提升

中国电视保有量 (万台)	58,537
TCL 预计市占率 (%)	14%
TCL 电视保有量 (万台)	8,195
月均活跃用户数比例 (%)	40%
月均活跃用户数 (万)	3,278
单个用户市值 (元/人)	750
用户贡献总市值 (万元)	2,458,568
2015 年公司股本 (万)	1,220,272
未来趋势对目前每股估值的提升 (元)	2.01

来源: Wind、瑞银证券估算

增发募资投建第二条 8.5 代线, 股权被摊薄

公司在今年 2 月底完成了一次非公开发行, 发行总股份数 27.3 亿股, 股本扩张 29% 达到 122 亿股。发行价 2.09 元, 总共募资 57 亿元, 主要投向华星光电第二条 (T2) 8.5 代线项目。

图表 42: TCL 集团非公开发行募投项目

序号	项目名称	项目总投资	拟以募集资金投入金额
1	华星光电第 8.5 代 TFT-LCD (含氧化物半导体及 AMOLED) 生产线建设项目 (t2 项目)	2,440,000 万元	400,000 万元
2	补充流动资金		170,066 万元
募集资金拟投入金额		570,066 万元	

来源: 公司公告

在公司华星光电 T1 项目顺利满产并实现较好盈利后, TCL 集团已于 2013 年 11 月开建二期项目 (T2), 公司以自有资金预先投入, 经过一年多的建设, 我们预计将于今年 4 月投产, 有望到 9 月完成产能爬坡期满产。

T2 项目总计划投资 244 亿元, 设计产能为玻璃基板月投放量 10 万片, 基本和 T1 项目相当 (月玻璃基板投放量 12 万片)。两者的差别在于, T2 将主要切割 55 寸、42 寸、65 寸等大屏, T1 集中切割 32 寸小屏。由于电视需求大屏化趋势已现, 我们预计公司 T2 项目也将取得成功。

盈利预测假设主要调整

由于华星光电 T2 项目今年投产, 贡献今年液晶面板收入, 所以我们上调液晶面板收入增速假设, 从原来 2015/16 年的 25.0%/10.0% 上调至 40.0%/20.0%, 整体营收增速从原来 2015/16 年的 11.0%/10.9% 上调至 19.4%/14.6%。

图表 43: TCL 集团液晶面板和整体收入增速假设变化 (%)

调整前	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入增速	14.5%	22.8%	13.9%	11.0%	10.9%	9.0%
液晶面板收入增速			114.6%	25.0%	10.0%	10.0%
调整后	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入增速	14.5%	22.8%	18.5%	19.4%	14.6%	10.3%
液晶面板收入增速		114.6%	15.7%	40.0%	20.0%	5.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

另外, 我们调整了公司主营业务毛利率假设变化, 综合毛利率假设从原来 2015/16/17 年的 18.3%/18.4%/18.4% 上调至 18.9%/19.1%/19.3%: 主要源自公司液晶面板的盈利状况超出预期, 我们把 2015/2016/2017 液晶面板业务毛利率从 13.0%/13.0%/13.0% 上调至 14.0%/14.8%/14.8%; 其中预计 2015 年液晶面板毛利率同比降低, 主因是 T2 项目今年 4 月投产开始折旧, 但爬坡期间产能利用率不足, 对整体毛利率可能带来负面影响。

同时多媒体业务有所恢复, 加之欢网、TV+ 等智能家电的运营带来增值业务收入, 我们上调了公司多媒体业务的毛利率, 从 2015/2016/2017 年的 16.0%/16.3%/16.5% 上调至 17.0%/17.0%/17.0%。

图表 44: TCL 集团主营业务分产品毛利率假设变化 (%)

调整前	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
综合毛利率	16.5%	17.7%	18.1%	18.3%	18.4%	18.4%
多媒体电子	17.4%	14.7%	15.5%	16.0%	16.3%	16.5%
通力电子			11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
物流与服务	3.8%	4.0%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%
通信产业	24.5%	25.7%	25.8%	26.0%	26.0%	26.0%
家电	17.9%	19.1%	19.5%	20.0%	20.5%	21.0%
部品	8.5%	9.2%	9.2%	9.3%	9.7%	10.0%
液晶面板	1.9%	13.4%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
调整后	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
综合毛利率	16.5%	17.7%	17.8%	18.9%	19.1%	19.3%
多媒体电子	17.4%	14.7%	16.9%	17.0%	17.0%	17.0%
通力电子		11.1%	12.3%	11.5%	11.5%	11.5%
物流与服务	3.8%	4.0%	4.3%	4.0%	4.0%	4.2%
通信产业	24.5%	25.7%	25.2%	25.8%	25.8%	26.0%
家电	17.9%	19.1%	20.4%	20.0%	20.0%	20.5%
部品	8.5%	9.1%	9.5%	9.2%	9.2%	9.7%
液晶面板	1.9%	13.4%	14.6%	14.0%	14.8%	14.8%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

在瑞银宏观经济团队预测的人民币汇率贬值 240 个基点的假设上, 考虑到公司产品出口及原材料进口均以外币计价, 我们把公司 2015 年的汇兑收益预测上调至 20000 万元。

图表 45: 公司汇兑收益预测调整

汇兑收益 (万元)	2015E	2016E	2017E
调整前			
调整后	20,000		

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

上调目标价至 6.2 元, 维持“中性”评级

综上, 我们分别上调了公司 2015/16/17 年的净利润预测 12.9%/15.6%/21.9%, 但由于 2015 年股本扩大摊薄 EPS, 我们下调 2015/16/17 年 EPS 预测至 0.33/0.40/0.47 元 (原为 0.38/0.44/0.49 元), 但考虑到“双+”战略的推进对长期盈利增速的提升, 上调长期盈利假设, 未来 10 年的投资回报率从原来的 8.8% 上调至 13.3%。基于瑞银 VCAM 工具通过现金流折现 (WACC 假设为 7.4%), 得出目标价 6.2 元 (原为 4.32 元), 维持“中性”评级。

虽然由于股本扩张摊薄了未来三年的 EPS, 但面板生产线折旧完成后我们预计业绩增长将提升。同时公司已经获得智能电视增值收入, 证明其和内容企业分享运营收益的能力。随着智能电视活跃用户的增加, 我们预计来自运营的收入将继续提升, 并有助于提升公司的估值。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2015-2024 年。我们假设权益风险溢价为 5%，公司的贝塔系数为 0.81，综上推导出贴现率为 7.4%。

图表 46: TCL [000100.SZ]瑞银 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	4,325	5,933	7,075	7,980	8,559	11,617	11,516	11,281	10,906	10,386
折旧及摊销*	4,499	4,885	5,155	5,362	2,332	571	563	548	525	495
资本支出	(4,033)	(2,279)	(1,683)	(1,683)	(1,683)	(1,428)	(1,254)	(1,041)	(787)	(495)
运营资本变动	(2,029)	(2,562)	(2,086)	(1,532)	(1,570)	(2,063)	(2,000)	(2,001)	(1,982)	(1,942)
所得税 (营运)	(935)	(1,278)	(1,521)	(1,706)	(1,824)	(2,904)	(2,879)	(2,820)	(2,727)	(2,597)
其他	(590)	(529)	(430)	(373)	(330)	(423)	(428)	(430)	(427)	(420)
自由现金流	1,237	4,169	6,510	8,048	5,483	5,369	5,517	5,537	5,508	5,427
增长		237.0%	56.1%	23.6%	-31.9%	-2.1%	2.7%	0.4%	-0.5%	-1.5%

估值	
明计现金流现值	45,960
期末价值 (第 15 年) 现值	55,618
企业价值	81,578
占永续价值百分比	44%
联营公司及其他	6,121
少数股东权益	8,967
现金盈余 **	17,876
债务 ***	25,745
权益价值	70,863
已发行股数 [m]	12,202.7
每股权益价值 (Rmb/股)	5.81
权益成本	7.6%
股息收益率	0.9%
1年期目标价 (Rmb/股)	6.20

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.0%	5.0%	4.0%
息税前利润率	4.2%	3.1%	2.4%
资本支出 / 销售收入	0.2%	0.2%	0.2%
投资资本回报率	13.3%	10.5%	8.9%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.2x	7.5x	8.8x
企业价值 / 息税前利润	18.9x	13.8x	17.5x
自由现金流收益率	1.5%	5.1%	2.3%
市盈率 (现值)	17.7x	14.7x	17.0x
市盈率 (目标)	18.9x	15.7x	18.1x

加权平均资本成本	
无风险利	3.57%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.81
债务 / 权益	32.3%
边际税率	25.0%
权益成本	7.6%
债务成本	5.8%
WACC	7.4%

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	2.6%
回报率增幅	7.2%
企业价值 息税折旧摊销前利	9.5x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

从电视板块可比公司估值来看，TCL 目前相对 2015 年 18 x 的 PE 估值水平处于行业中间水平。从公司的历史估值来看，2011 年 6 月及之前公司估值较高，维持在 25x 以上。之后至 2014 年 3 月，大部分时间估值在 5x-20x 的区间，之后估值逐步提升，目前处于最近 2 年的偏高水平。

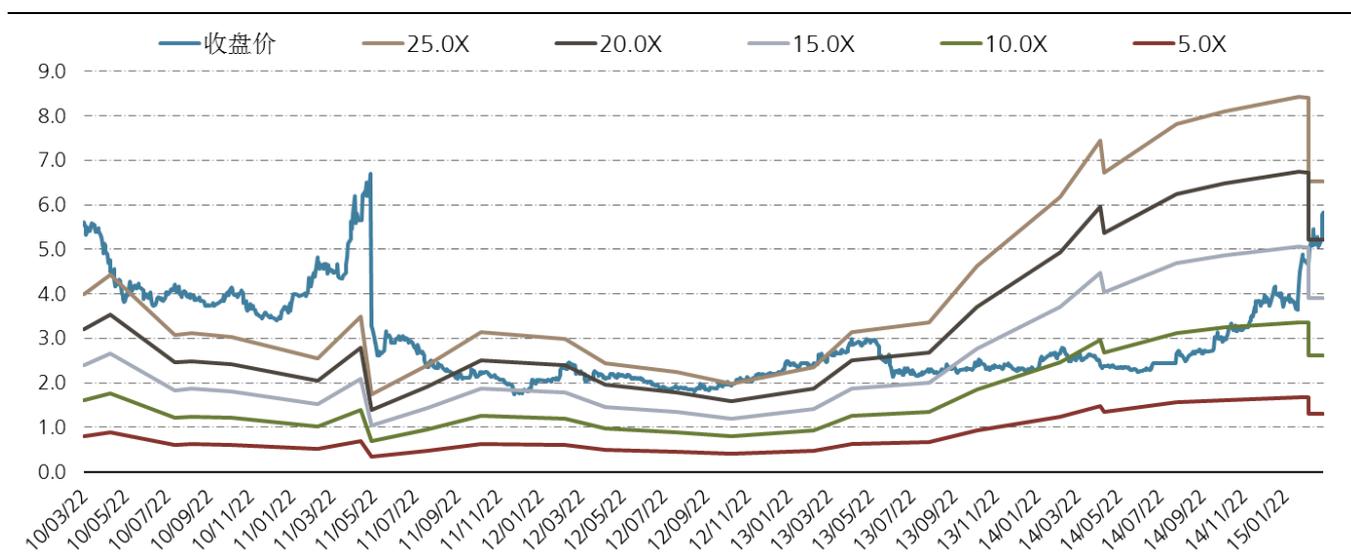
我们的目标价 6.2 元，相对公司 2015 年的 PE 为 18.8x，将 TCL 的估值与行业和公司历史的纵向相比，我们认为较为合理。

图表 47: 电视板块可比公司 PE 表

公司	代码	收盘价	市值			EPS			PE			PEG		ROE	Div Yld
			(\$bn)	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2015E	2015E		
海信电器	600060 CH	22.32	4.7	1.16	1.24	1.29	19.3	18.0	17.3	3.38	0.14	13.3%	1.6%		
创维数码	0751 HK	6.17	2.3	0.55	0.62	0.65	11.22	9.92	9.43	1.24	1.10	0.14	3.3%		
兆驰股份	002429 CH	10.95	2.8	0.50	0.59	0.66	21.7	18.5	16.6	1.50	0.28	21.2%	1.4%		
黑电平均			3.3	0.74	0.82	0.87	17.4	15.5	14.4	2.04	0.51	16.2%	2.1%		
TCL 集团	000100 CH	5.83	11.5	0.33	0.40	0.47	17.7	14.7	12.5	0.93	0.32	17.8%	0.8%		

来源: Bloomberg, 瑞银证券估算, 股价为 2015 年 3 月 19 日收盘价, 股价和 EPS 是本地货币元, 海信电器、兆驰电视和 TCL 盈利预测为瑞银证券预期, 创维数码为 Bloomberg 一致预测。

图表 48: TCL 集团 PE-Bands



来源: Wind, 股价截止 2015 年 3 月 19 日

TCL 集团 (000100.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	69,629	85,504	101,297	120,955	19.4	138,597	14.6	152,914	165,348	176,335
毛利	11,521	15,146	18,016	22,831	26.7	26,445	15.8	29,554	31,956	34,127
息税折旧摊销前利润(UBS)	2,954	4,981	6,164	8,824	43.2	10,818	22.6	12,230	13,343	10,890
折旧和摊销	(2,264)	(3,380)	(3,571)	(4,499)	26.0	(4,885)	8.6	(5,155)	(5,362)	(2,332)
息税前利润(UBS)	689	1,601	2,593	4,325	66.8	5,933	37.2	7,075	7,980	8,559
联营及投资收益	294	326	773	350	-54.7	400	14.3	450	450	450
其他非营业利润	1,022	1,914	2,644	2,386	-9.7	2,260	-5.3	2,282	2,296	2,310
净利息	(351)	(178)	(951)	(248)	73.9	(370)	-49.1	(148)	170	492
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,654	3,664	5,059	6,813	34.7	8,223	20.7	9,659	10,896	11,811
税项	(367)	(744)	(826)	(1,397)	-69.0	(1,686)	-20.7	(1,980)	(2,234)	(2,421)
税后利润	1,287	2,920	4,233	5,416	28.0	6,537	20.7	7,679	8,662	9,389
优先股股息及少数股权	(491)	(776)	(1,050)	(1,408)	-34.2	(1,700)	-20.7	(1,996)	(2,252)	(2,441)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	796	2,144	3,183	4,008	25.9	4,837	20.7	5,682	6,410	6,948
净利润(UBS)	796	2,144	3,183	4,008	25.9	4,837	20.7	5,682	6,410	6,948
税率(%)	22.2	20.3	16.3	20.5	25.5	20.5	0.0	20.5	20.5	20.5
每股(Rmb)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
每股收益(UBS 稀释后)	0.09	0.25	0.35	0.33	-5.6	0.40	20.7	0.47	0.53	0.57
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.09	0.25	0.35	0.33	-5.6	0.40	20.7	0.47	0.53	0.57
每股收益(UBS, 基本)	0.09	0.25	0.35	0.33	-5.6	0.40	20.7	0.47	0.53	0.57
每股股息净值(Rmb)	0.04	0.06	0.10	0.05	-52.3	0.06	20.7	0.07	0.08	0.09
每股账面价值	1.39	1.66	1.92	2.20	14.4	2.55	15.8	2.95	3.41	3.90
平均股数(稀释后)	8,484.45	8,501.58	9,146.34	12,202.72	33.4	12,202.72	0.0	12,202.72	12,202.72	12,202.72
资产负债表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
现金和现金等价物	18,329	12,503	15,791	30,239	91.5	34,649	14.6	38,229	41,337	44,084
其他流动资产	32,850	35,425	39,689	47,735	20.3	55,784	16.9	62,796	66,854	70,841
流动资产总额	51,179	47,929	55,480	77,974	40.5	90,433	16.0	101,024	108,191	114,925
有形固定资产净值	22,805	21,926	25,213	25,003	-0.8	22,623	-9.5	19,337	15,663	15,020
无形固定资产净值	2,450	2,525	2,907	2,901	-0.2	2,895	-0.2	2,889	2,883	2,877
投资/其他资产	3,310	5,702	9,276	9,436	1.7	9,546	1.2	9,666	9,786	9,906
总资产	79,745	78,081	92,877	115,314	24.2	125,497	8.8	132,916	136,524	142,729
应付账款和其他短期负债	35,091	31,192	36,555	41,226	12.8	47,085	14.2	52,046	55,221	58,359
短期债务	10,155	5,959	11,421	22,752	99.21	21,656	-4.82	17,663	10,784	5,921
流动负债总额	45,246	37,150	47,976	63,977	33.4	68,741	7.4	69,708	66,005	64,281
长期债务	12,727	14,638	12,252	9,137	-25.4	9,137	0.0	9,137	9,137	9,137
其它长期负债	1,539	6,335	5,788	5,266	-9.0	4,750	-9.8	4,248	3,749	3,251
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	59,512	58,123	66,016	78,380	18.7	82,627	5.4	83,093	78,891	76,668
普通股股东权益	11,746	14,168	18,194	26,859	47.6	31,096	15.8	36,052	41,610	47,597
少数股东权益	8,487	5,790	8,666	10,074	16.2	11,774	16.9	13,770	16,023	18,464
负债和权益总计	79,745	78,080	92,877	115,314	24.2	125,497	8.8	132,916	136,524	142,729
现金流量表(Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
净利润(支付优先股股息前)	796	2,144	3,183	4,008	25.9	4,837	20.7	5,682	6,410	6,948
折旧和摊销	2,264	3,380	3,571	4,499	26.0	4,885	8.6	5,155	5,362	2,332
营运资本变动净值	394	2,107	2,631	2,622	-0.4	1,780	-32.1	1,589	255	346
其他营业性现金流	461	(2,450)	(3,973)	(3,978)	-0.1	(1,790)	55.0	(1,411)	1,183	853
经营性现金流	3,916	5,182	5,412	7,151	32.1	9,712	35.8	11,016	13,210	10,478
有形资本支出	(5,497)	(3,768)	(7,779)	(4,033)	48.2	(2,279)	43.5	(1,683)	(1,683)	(1,683)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(1,002)	(745)	(3,269)	(728)	-	(390)	-	(320)	(290)	(150)
投资性现金流	(6,499)	(4,512)	(11,048)	(4,761)	56.9	(2,669)	43.9	(2,003)	(1,973)	(1,833)
已付股息	(424)	(322)	(512)	(976)	-90.6	(601)	38.4	(726)	(852)	(962)
股份发行/回购	360	501	5,065	2,750	-45.7	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	2,411	(1,762)	(25,360)	(3,930)	84.50	(936)	76.17	(715)	(397)	(74)
债务及优先股变化	0	0	0	14,214	-	(1,096)	-	(3,993)	(6,879)	(4,863)
融资性现金流	2,348	(1,583)	(20,807)	12,058	-	(2,633)	-	(5,434)	(8,128)	(5,899)
现金流量中现金的增加/(减少)	(236)	(913)	(26,443)	14,448	-	4,410	-69.5	3,579	3,108	2,747
外汇/非现金项目	(2,960)	(4,913)	29,731	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(3,196)	(5,826)	3,288	14,448	339.4	4,410	-69.5	3,579	3,108	2,747

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

TCL 集团 (000100.SZ)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	21.9	9.7	7.8	17.7	14.7	12.5	11.1	10.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.9	9.7	7.8	17.7	14.7	12.5	11.1	10.2
股价/每股现金收益	5.7	3.8	3.7	8.4	7.3	6.6	6.0	7.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(9.1)	6.8	(9.5)	4.4	10.4	13.1	16.2	12.4
净股息收益率(%)	1.8	2.5	3.8	0.8	1.0	1.2	1.4	1.5
市净率	1.5	1.5	1.4	2.6	2.3	2.0	1.7	1.5
企业价值/营业收入(核心)	0.3	0.3	0.4	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	7.3	5.9	5.8	9.4	7.5	6.8	4.8	6.2
企业价值/息税前利润(核心)	NM	18.2	13.7	19.2	13.7	11.8	8.1	7.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	20.0	7.9	6.8	12.0	10.6	9.6	7.8	7.5
企业价值/运营投入资本	0.9	1.2	1.4	2.5	2.1	2.2	1.7	1.8
企业价值 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
市值	17,455	20,686	24,813	71,142	71,142	71,142	71,142	71,142
净债务 (现金)	(1,465)	7,169	8,192	7,988	4,766	4,766	(16,423)	(16,423)
少数股东权益	8,487	5,790	8,666	10,074	11,774	13,770	16,023	18,464
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	24,477	33,644	41,671	89,204	87,682	89,678	70,742	73,183
非核心资产	(2,821)	(4,474)	(6,121)	(6,121)	(6,121)	(6,121)	(6,121)	(6,121)
核心企业价值	21,655	29,170	35,550	83,083	81,561	83,557	64,621	67,062
增长率(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	14.5	22.8	18.5	19.4	14.6	10.3	8.1	6.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	64.2	68.6	23.7	43.2	22.6	13.1	9.1	-18.4
息税前利润(UBS)	-31.3	132.2	62.0	66.8	37.2	19.3	12.8	7.2
每股收益(UBS 稀释后)	-21.5	168.8	38.0	-5.6	20.7	17.5	12.8	8.4
每股股息净值	-24.0	58.0	72.1	-52.3	20.7	17.5	12.8	8.4
利润率与盈利能力(%)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
毛利率	16.5	17.7	17.8	18.9	19.1	19.3	19.3	19.4
息税折旧摊销前利润率	4.2	5.8	6.1	7.3	7.8	8.0	8.1	6.2
息税前利润率	1.0	1.9	2.6	3.6	4.3	4.6	4.8	4.9
净利 (UBS) 率	1.1	2.5	3.1	3.3	3.5	3.7	3.9	3.9
ROIC (EBIT)	2.8	6.5	9.9	12.9	15.3	18.3	21.5	23.4
税后投资资本回报率	2.1	5.0	8.0	10.1	12.0	14.4	16.9	18.4
净股东权益回报率(UBS)	6.9	16.6	19.7	17.8	16.7	16.9	16.5	15.6
资本结构与覆盖率	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
净债务/息税折旧摊销前利润	2.8	1.6	1.3	0.9	0.2	(0.4)	(1.2)	(2.1)
净债务/总权益 %	41.0	40.6	29.3	20.7	5.0	(10.9)	(26.8)	(34.9)
净债务/ (净债务 + 总权益) %	29.1	28.9	22.7	17.2	4.8	(12.2)	(36.5)	(53.5)
净债务/企业价值	38.3	27.7	22.2	9.2	2.6	(6.5)	(23.9)	(34.3)
资本支出 / 折旧 %	NM	111.5	NM	89.6	46.6	32.6	31.4	72.2
资本支出/营业收入(%)	7.9	4.4	7.7	3.3	1.6	1.1	1.0	1.0
息税前利润/净利息	2.0	9.0	2.7	17.4	16.0	47.8	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.5	4.2	3.4	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
股息支付率 (UBS) %	40.5	23.8	29.7	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	69,629	85,504	101,297	120,955	138,597	152,914	165,348	176,335
总计	69,629	85,504	101,297	120,955	138,597	152,914	165,348	176,335
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
其他	689	1,601	2,593	4,325	5,933	7,075	7,980	8,559
总计	689	1,601	2,593	4,325	5,933	7,075	7,980	8,559

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

TCL 集团 投资理由

TCL 集团是国内电视行业的领导者之一（市占率约 15%），全球排名前五，且是国内电视企业中唯一一家生产液晶面板的公司，我们认为未来将受益产业链的垂直整合。公司移动通讯产业实现智能化转型，积极开拓海外渠道，手机出货量居全球第五。公司战略转向“智能+互联网、产品+服务”，未来或将探索出新的盈利增长点。我们预计公司 2015/2016/2017 年的 EPS 为 0.33/0.40/0.47 元（市场一致预期 0.31/0.39/0.49 元）。我们基于瑞银 VCAM 工具，通过现金流贴现（WACC 假设为 7.4%），推导出目标价 6.2 元，维持“中性”评级。

风险声明

房价快速上涨后，政府对房地产市场的调控加剧，导致房地产成交量急剧下滑；市场竞争加剧，价格竞争在未来一段时间内持续；欧洲经济持续低迷，家电需求未能启动，同时美国和日本市场在较高基数下出现同比下滑。