国联证券 GUOLIAN SECURITIES

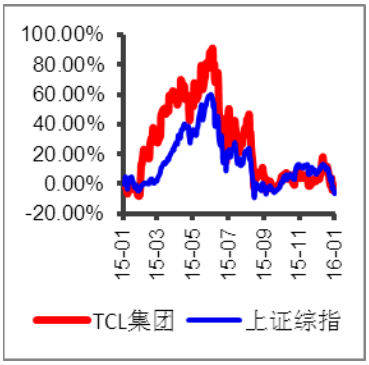
证券研究报告

TCL2015 年度经营数据点评

家电

2016 年 1 月 11 日

评级：推荐



相关研究报告：

报告作者：

分析师：钱建

执业证书编号：S05905101240001

联系人：

钱建

电话： 0510-85613752

E-mail: qj@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

TCL 集团（000100.SZ）2015 年经营点评报告

- **事件：**公司近期公布了 **2015** 年 **12** 月及全年经营数据。
- **点评：LCD 电视销售总量仍保持增长，但增长速度已经低至 3.87%：**1、彩电业含商用 LCD 全年国内外销售总量高达 1784 万台，从绝对量上预计仍处于国内厂商第一方阵，表明公司作为国内彩电厂商龙头的地位仍很稳固，反映公司在彩电业较强的产品竞争力；2、销售增速已经低至 3.87%，反映全球彩电市场容量已经饱和，后续增量空间不大；3、在各项产品中，网络智能电视机的销售全年 751 万台，增速高达 33%，反映创新产品始终存在增量市场，且是未来产品发展的主要方向；4、尽管销售量增长，但我们预计公司为保持销量，被迫促销竞争，在产品价格上预计较上年同期会略有下调，从而在利润上反会出现不利。5、公司海外业务占比较大，可能受人民币兑美元汇率剧烈波动的影响。
- **公司 2015 年移动通信业务销售手机 8354 万台，增长 13.69%，仍处于国内手机出口量的第一方阵：**1）从销售量看，绝对量巨大，但因单台售价过低，毛利率过低，公司产品销售均价据 3 季报仅 47.2 美元；2）、智能机 12 月份的销售增速转而下降为-12%，反映全球智能手机市场或已度过高速增长期，转而进入低速增长甚至下滑期；
- **公司白电业务显著好于同业：**1）、公司空调全年销售 502 万台，仅下滑-0.56%，比全行业 5%以上的销量下滑明显偏好；2）、公司冰箱销售 132 万台，增长 20.7%，而行业增速预计还略有下滑，显示公司冰箱业务 2015 年大获发展；3）、公司洗衣机销售 153 万台，增长 8%，同样远超行业均速；4）、总体看，公司白电业务 2015 年获得长足发展，增速显著，但考虑到公司原本基数较低、且白电业务定位偏中低端为主，利润贡献有限。
- **华星光电全年液晶基板投放量 192 万片，年度增幅近 20%：**从 12 月销售数据看增幅仍高达 26%,55 寸面板全球市占率已经跃居第三，反映华星光电产品竞争力日趋加强，在全球市场地位进一步上升。

公司互联网应用及服务业务取得进展。公司互联网服务业务包括互联网应用平台、移动互联网应用平台和云服务平台的运营，以及欢网科技、全球播、TCL 教育网及在线教育项目、IMAX 家庭影院、智能家庭项目公司和 TCL 文化传媒公司等企业。其中智能电视累计激活用户数达 1192 万户，增长 4.2%；日均活跃用户数 480 万户，增长 4.8%；游戏用户数 438 万户，增长 11.9%移动互联网用户数累计 2364 万户，增长 10.11%、

各项基于互联网基础的服务业务发展迅速，为未来创新商业模式打下基础。如高达 1192 万户的智能电视用户基础已经是一些省级卫视的用户量规模，完全可以据此吸引广告用户，开创新的广告市场。

全球播公司采用分成模式与产业链中的内容、发行和整机等企业合作，收益来自用户点播付费和广告两种模式，尤其是创新用户可以通过“看广告攒金币付电影费”的方式来支付电影费对客户会较有吸引力。截至年末的全球播用户数已经有 475 万户，即使日后稳定在 500 万用户规模都堪比一家大型电影院线，后续发展值得期待。

12 月末游戏平台用户数为 438 万户，增速 11.9%是各项服务业务中增速最高的，反映当下游戏市场仍处于增长中。公司通过初期的客户培养后，后续有望在这一领域有所收获。

- 结论：从产品经营角度看，公司 2015 年各项产品的销售量显著好于同行业平均增速，尤其是白电业务大幅高于同业；从服务业务角度看，公司布局全面，增量显著，其中全球播和游戏业务都比较有前途。我们预计在消费电子领域的竞争愈演愈烈的背景下，公司未来营业收入的增速将放缓至 5%左右，净利润受累于产品均价下滑及成本费用上升、汇率损失等会下降 10%-15%。预测未来两年每股收益在 0.2 元左右。但鉴于公司在互联网服务业务的全面布局，长远看可给予较高的估值预期，给予推荐评级。
- 风险提示：行业销售下滑风险；创新业务遇阻风险

附表：财务预测表

资产负债表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	9789.57	7487.72	14292.98	23791.65	30325.68
应收账款+票据	18927.60	21803.23	22227.82	23629.02	24144.90
预付账款	553.94	569.22	659.49	661.56	733.66
存货	12183.00	9423.15	14213.50	11199.43	15640.19
其他	3630.91	5546.41	5546.41	5546.41	5546.41
流动资产合计	45270.44	46998.69	59109.16	66997.03	78559.79
长期股权投资	3185.30	3214.99	3214.99	3214.99	3214.99
固定资产	20361.13	20251.18	21874.46	19583.90	17293.34
在建工程	922.70	3913.84	0.00	0.00	0.00
无形资产	1873.27	2243.43	3208.00	3124.20	3040.39
其他非流动资产	3426.52	7193.45	5993.80	5842.53	5716.51
非流动资产合计	**29768.92**	**36816.89**	**34291.25**	**31765.62**	**29265.22**
资产总计	**75039.36**	**83815.58**	**93400.42**	**98762.65**	**107825.01**
短期借款	6458.75	11620.95	11632.95	11650.95	11671.95
应付账款+票据	16113.04	15908.72	19122.37	18541.30	21236.82
其他	11688.21	17166.97	17271.43	16901.42	17410.48
流动负债合计	**34259.99**	**44696.64**	**48026.75**	**47093.66**	**50319.25**
长期带息负债	14626.65	12213.01	12213.01	12213.01	12213.01
长期应付款	10.95	9.04	9.04	9.04	9.04
其他	6183.68	6.23	6.23	6.23	6.23
非流动负债合计	**20821.27**	**12228.28**	**12228.28**	**12228.28**	**12228.28**
负债合计	**55081.27**	**56924.92**	**60255.02**	**59321.94**	**62547.53**
少数股东权益	5789.78	8666.15	9596.33	10536.59	11363.14
股本	8531.50	9452.41	9452.41	9452.41	9452.41
资本公积	2075.32	2552.47	2552.47	2552.47	2552.47
留存收益	3561.50	6189.47	9010.74	11862.53	14369.48
股东权益合计	**19958.09**	**26860.50**	**30611.95**	**34404.00**	**37737.51**
负债和股东权益总	**75039.36**	**83785.41**	**90866.98**	**93725.94**	**100285.03**

现金流量表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	2884.69	4232.73	3751.46	3792.04	3333.51
折旧摊销	3473.05	3570.69	2525.64	2525.64	2500.39
财务费用	474.80	1287.73	1261.37	-1942.27	-2028.27
存货减少（增加为	-600.15	332.32	-4790.35	3014.07	-4440.76
营运资金变动	-1507.03	-2963.75	3201.23	-2354.35	2616.62
其它	456.25	-1047.47	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	5181.61	5412.24	5949.35	5035.13	1981.48
资本支出	3767.60	7693.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	10594.94	11479.70	0.00	0.00	0.00
其他	9850.08	8310.43	2105.28	2503.27	2503.27
投资活动现金流	-4512.46	-10862.75	2105.28	2503.27	2503.27
债权融资	3173.70	3387.03	12.00	18.00	21.00
股权融资	501.38	5065.24	0.00	0.00	0.00
其他	-4724.49	-1902.79	-1261.37	1942.27	2028.27
筹资活动现金流	-1049.41	6549.48	-1249.37	1960.27	2049.27
现金净增加额	**-524.96**	**1145.75**	**6805.26**	**9498.67**	**6534.03**

利润表

单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	**85324.09**	**101028.68**	**109110.97**	**114566.52**	**120294.84**
营业成本	70358.81	83281.10	91107.66	97954.37	103453.57
营业税金及附加	466.75	518.46	559.94	587.94	617.34
营业费用	8080.95	8814.89	9520.08	9996.09	10495.89
管理费用	4996.75	6088.90	6332.28	6648.90	6981.34
财务费用	177.93	950.61	1261.37	-1942.27	-2028.27
资产减值损失	475.19	340.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	36.34	85.90	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-81.33	48.34	33.00	38.00	44.00
其他	143.96	220.57	1100.00	150.00	150.00
营业利润	**866.68**	**1388.84**	**1462.63**	**1509.50**	**968.98**
营业外净收益	2761.79	3670.18	2945.02	2945.02	2945.02
利润总额	**3628.46**	**5059.02**	**4407.66**	**4454.52**	**3914.01**
所得税	743.77	826.29	656.20	662.48	580.50
净利润	**2884.69**	**4232.73**	**3751.46**	**3792.04**	**3333.51**
少数股东损益	775.62	1049.52	930.19	940.25	826.56
归属于母公司净利	**2109.07**	**3183.21**	**2821.27**	**2851.79**	**2506.95**

主要财务比率

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					
营业收入	22.86%	18.41%	8.00%	5.00%	5.00%
EBIT	108.29%	40.59%	-2.11%	-55.68%	-24.94%
EBITDA	76.61%	23.31%	-12.47%	-38.52%	-12.94%
归属于母公司净利	164.93%	50.93%	-11.37%	1.08%	-12.09%
获利能力					
毛利率	17.54%	17.57%	16.50%	14.50%	14.00%
净利率	3.38%	4.19%	3.44%	3.31%	2.77%
ROE	14.89%	17.50%	13.42%	11.95%	9.51%
ROIC	2.25%	5.63%	5.01%	-0.73%	-1.67%
偿债能力					
资产负债率	73.40%	67.92%	64.51%	60.07%	58.01%
流动比率	1.32	1.05	1.23	1.42	1.56
速动比率	0.86	0.72	0.82	1.07	1.14
营运能力					
应收账款周转率	5.41	5.60	5.91	5.77	5.90
存货周转率	5.78	8.84	6.41	8.75	6.61
总资产周转率	1.14	1.21	1.17	1.16	1.12
每股指标（元）					
每股收益	0.17	0.26	0.23	0.23	0.21
每股经营现金流	0.42	0.44	0.49	0.41	0.16
每股净资产	1.16	1.49	1.72	1.95	2.16
估值比率					
市盈率	23.59	15.63	17.64	17.45	19.85
市净率	3.51	2.73	2.37	2.08	1.89
EV/EBITDA	8.01	7.12	8.20	13.53	15.73
EV/EBIT	14.77	11.51	11.85	27.12	36.58

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室
电话：0755-82556064
传真：0755-82556064

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。