

TCL 集团 (000100) \家用电器

——LTPS (低温多晶硅) 6代线投产点评

投资建议: 推荐

当前价格: 3.85元

目标价格: 5元

投资要点:
➤ 事件：公司国内首条LTPS6代线宣布投产
➤ 六代线量产有望打开高端显示屏市场及提高手机业务利润率

华星光电的武汉6代线量产后每年可实现生产高端智能手机及移动PC显示面板约8800万片；投产将会降低TCL手机屏幕的原料进货成本，提高其手机利润率。

➤ 互联网服务用户数稳定增长为公司转型奠定基础

各项基于互联网应用的服务用户数仍处于稳定增长中，尤其是2千万级的智能电视终端用户和5百万级的游戏用户规模都已具备了商业化运营的用户基础。

➤ 投资建议

TCL在技术积累、新品研发和一体化大规模生产方面具备较大优势，乐视前期出巨资成为TCL多媒体第二大股东也是对此的认同。我们预计尽管未来消费电子领域的竞争愈演愈烈，但公司未来营业收入仍有望保持增长，而净利润受累于产品均价下滑及成本费用上升、汇率损失等会有所下降。但鉴于公司的大规模一体化优势和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

全球智能手机市场滑坡；彩电价格战。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	12,214/12,214
流通 A 股市值 (百万元)	3
每股净资产 (元)	1.92
资产负债率 (%)	71.08
一年内最高/最低 (元)	7.68/3.33

一年内股价相对走势


钱建 分析师
 执业证书编号: S05905101240001
 电话: 051085613752
 邮箱: qj@glsc.com.cn

相关报告

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	85324.09	101028.68	118708.69	124644.13	130876.33
增长率	22.86%	18.41%	17.50%	5.00%	5.00%
EBITDA (百万)	7592.22	9361.64	7663.10	4761.76	4708.75
净利润 (百万)	2109.07	3183.21	2520.18	2985.52	2981.69
增长率 (%)	164.93%	50.93%	-20.83%	18.46%	-0.13%
EPS (元/股)	0.173	0.261	0.206	0.244	0.244
市盈率 (P/E)	21.20	14.04	17.74	14.97	14.99
市净率 (P/B)	3.16	2.46	2.23	2.02	1.84
EV/EBITDA	7.55	6.70	8.28	13.59	14.02

➤ **TCL 集团旗下的华星光电在武汉举行了 LTPS (低温多晶硅) 6 代线的点亮仪式**

华星光电的武汉 6 代线于 2014 年 9 月 16 日开工, 总投资 160 亿元。低温多晶硅显示器的清晰度更高、亮度更高、稳定性更强、产品重量更轻、厚度更薄, 工作寿命更长, 耗能更少, 主要用于生产高端智能手机屏幕, 量产后每年可实现生产高端智能手机及移动 PC 显示面板约 8800 万片, 市场调查机构预计 2016 年 LTPS 面板的需求量则将从 2015 年的 1.4 亿片增加到 2.3 亿片。TCL 集团旗下的 TCL 通讯去年出货 8354 万台手机, 本身也是小面板的消化大户。此次投产将会降低 TCL 手机屏幕的原料进货成本, 提高其手机利润率, 以改变公司手机产品目前销售均价仅 47.2 美元而导致毛利率过低的状况。

➤ **国内低温多晶硅 6 代线的过大扩产力度可能导致未来的价格战**

目前已有 TCL, 京东方、天马、富士康、友达等多家巨头宣布开工建设 LTPS/AMOLED6 代线, 且预计集中在 2017 年投产, 这种大力度的产能投放配合智能手机业已下滑的销量增速, 可能导致激烈的价格战, 所以对其未来利润是否能如预期的一样放量还有待观察。

➤ **集团旗下的欢网科技亮相春晚数据服务**

据最新月报, 公司智能电视客户累计量已经高达 1264 万户, 移动互联网激活用户 2577 万户。公司主导运营的欢网科技更引入外部合作伙伴的连接智能终端超过 3900 万台, 平台级激活用户数已突破 2000 万, 日活跃用户数超过 600 万, 覆盖人群超过一个亿。如此庞大的用户积累为公司开展大数据业务提供了基础。公司春节期间联合打造的“2016 年中央电视台春节联欢晚会实时收视大数据平台”通过实时集合智能电视终端收视数据及其它来源数据, 可以实时调查春晚收视率等。在这一合作成功后, 欢网科技可凭借此经验对家庭用户在电视, 手机和 PC 等环节的使用行为做出数据分析, 这有利于公司未来切入新的数据市场。

➤ **LCD 电视新年 1 月销售增速较快, 达到 13.88%, 大幅超过去年全年 3.87% 的增速**

彩电业含商用 LCD 新年 1 月份销售 188.5 万台, 较上年同期增速达到 13.88%, 显著高于上年 3.87% 的年增速。这可能预示彩电业的消费升级态势有望在今年加速, 考虑到去年多地房产销售创新高, 也可望带来其后 2 年家电销售的好转。我们因此对今年彩电业的销量增长持乐观态度。但从电商平台和卖场促销措施看, 彩电的降价力度较大, 可能会带来全行业增产不增利的情形。

➤ **公司新年 1 月手机销售 577 万台, 仅略增 0.6%, 大幅低于去年 13% 的年增速**

公司 2015 年移动通信业务销售手机 8354 万台, 增长 13.69%, 从总量看处于全球手机出口量的第六名。但今年 1 月份出货量增速显著滑坡, 其中智能手机出货量还下降 6 个百分点。这进一步确认全球智能手机市场或已度过高速增长期, 转而进入下滑期, 我们预计公司今年手机业务将难以维持过去几年的高增速。

➤ **公司新年度白电业务仍是亮点所在**

公司新年度 1 月份空调、冰箱和洗衣机产品销量同比分别增长 33.0%、28.9% 和 7.79%，仍显著好于同业，是公司新年度业务亮点所在。

➤ **华星光电在上年增幅近 20%的基础上 1 月增幅仍高达 42%**

华星光电 1 月液晶玻璃基板投片量为 20.3 万片(t1 产线与 t2 产线合计投片量)，同比增长 42.2%；液晶电视面板及模组产品的销售面积折算后约为液晶玻璃基板 19.4 万片，同比增长 46.8%。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。

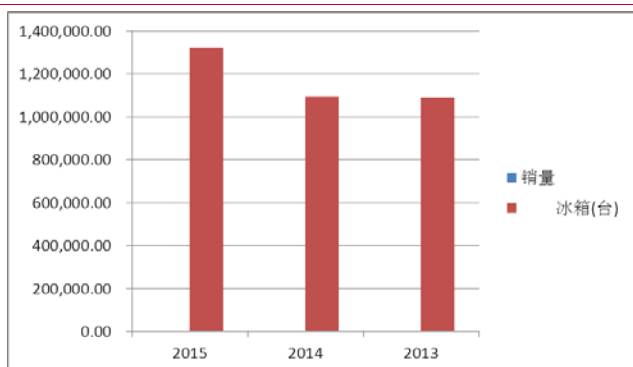
➤ **公司新年度互联网应用及服务业务仍稳定前行**

公司新年度 1 月份智能网络电视终端运营激活用户新增 72.1 万，累计激活用户已达 1,264.6 万，公司通过欢网运营的智能网络电视终端累计激活用户已达 2,054.4 万，日均活跃用户数 762.5 万。游戏应用用户规模为 507.2 万。全球播累计激活用户于 2016 年 1 月达 574.6 万，环比增长 20.8%。公司移动互联网应用平台累计激活用户数达到 2,577.6 万，环比增长 9.01%，月活跃用户为 994.9 万，应用累计下载量 25,137.4 万，环比增长 11.1%。总体看，各项基于互联网的用户数仍处于稳定增长中，尤其是 2 千万级的终端用户和 5 百万级的游戏用户规模都已具备了商业化运营的用户基础，完全可以据此吸引广告用户，开创新的广告市场。

➤ **结论**

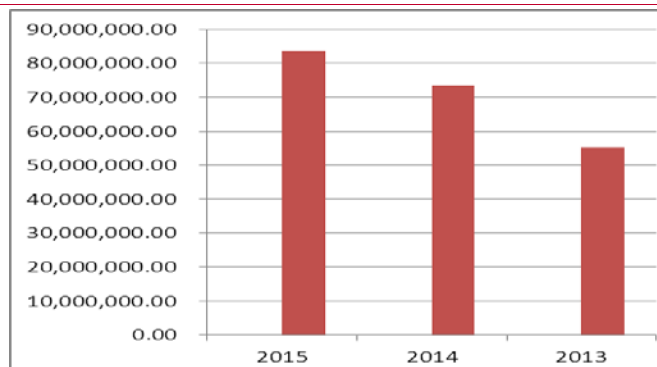
公司 2016 年初彩电、白电业务的增速大幅高于同业，仅智能手机业务因国际市场原因出现一定下滑；从服务业务角度看，公司布局全面，增量显著，其中全球播和游戏业务都比较有前途。作为中国唯一具备“液晶模组-液晶面板-整机”全产业链垂直一体化整合的电视企业，TCL 在技术积累、新品研发和一体化大规模生产方面具备较大优势，乐视前期出巨资成为 TCL 多媒体第二大股东也是对此的认同。我们预计尽管未来消费电子领域的竞争愈演愈烈，但公司未来营业收入仍有望保持增长，而净利润受累于产品均价下滑及成本费用上升、汇率损失等会有所下降。但鉴于公司的大规模一体化优势和在互联网服务业务的全面布局，长远看可给予较高的估值预期，给予推荐评级。

图表 1: 冰箱销量



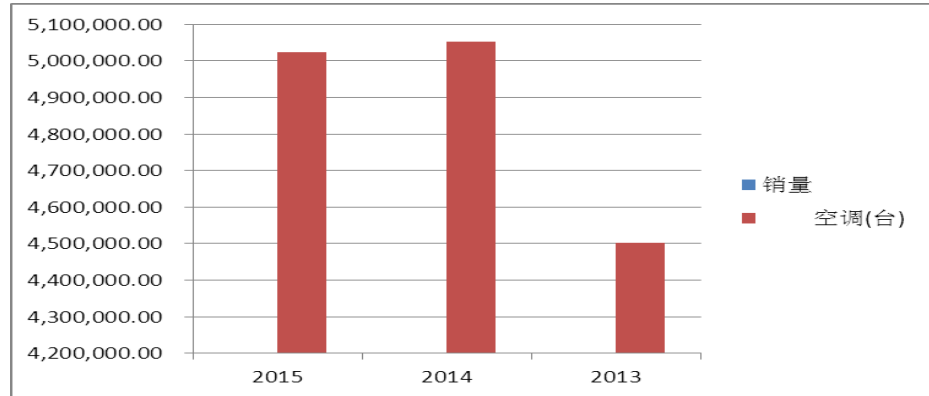
来源：国联证券研究所

图表 2: 手机销量



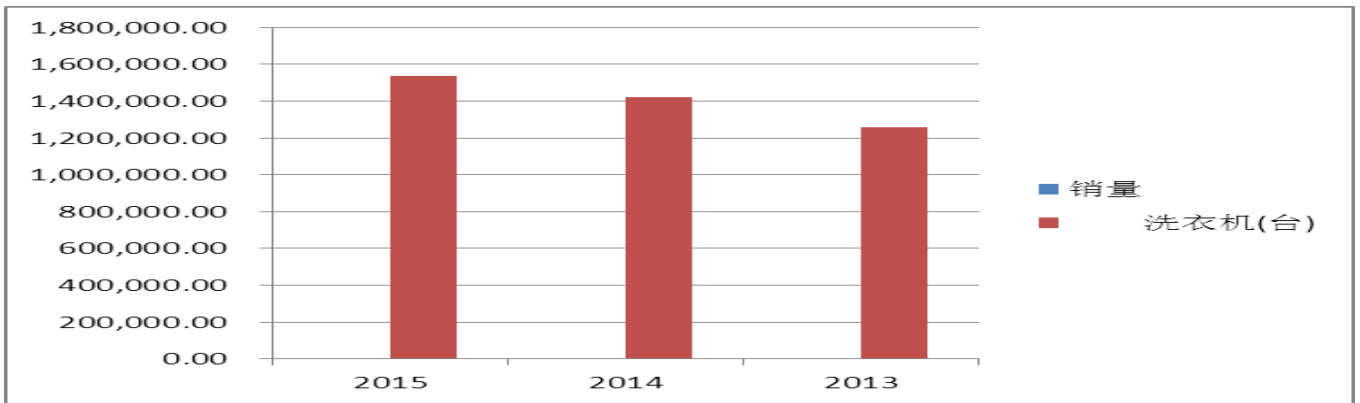
来源：国联证券研究所

图表 3: 空调销量



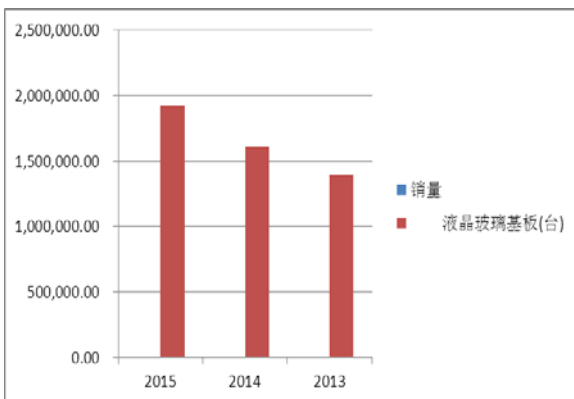
来源: 国联证券研究所

图表 4: 洗衣机销量



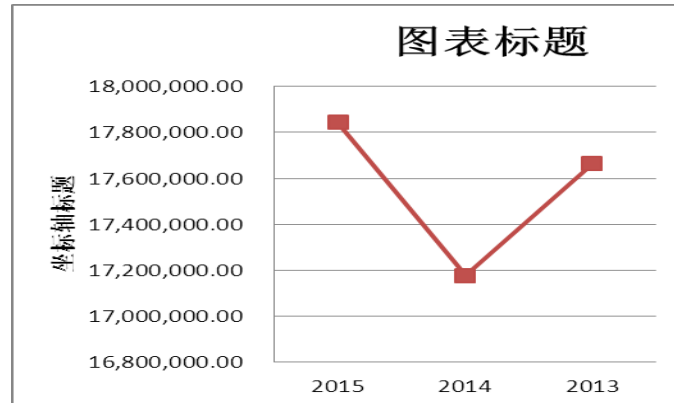
来源: 国联证券研究所

图表 5: 液晶面板销量



来源: 国联证券研究所

图表 6: 电视机销量



来源: 国联证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	9789.57	7487.72	11268.69	22450.37	26810.66	营业收入	85324.09	101028.68	118708.69	124644.13	130876.33
应收账款+票据	18927.60	21803.23	25439.85	23789.62	27525.56	营业成本	70358.81	83281.10	98528.22	105947.51	111244.88
预付账款	553.94	569.22	759.57	669.28	831.01	营业税金及附加	466.75	518.46	609.20	639.65	671.64
存货	12183.00	9423.15	16138.66	11347.98	17512.99	营业费用	8080.95	8814.89	10950.96	11498.51	12073.43
其他	3630.91	5546.41	5546.41	5546.41	5546.41	管理费用	4996.75	6088.90	6889.29	7233.75	7595.44
流动资产合计	45270.44	46998.69	61322.14	65972.62	80395.59	财务费用	177.93	950.61	1338.29	-2259.67	-2281.38
长期股权投资	3185.30	3214.99	3214.99	3214.99	3214.99	资产减值损失	475.19	340.68	385.84	385.84	385.84
固定资产	20361.13	20251.18	21488.62	18812.22	16135.82	公允价值变动收益	36.34	85.90	0.00	0.00	0.00
在建工程	922.70	3913.84	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-81.33	48.34	33.00	38.00	44.00
无形资产	1873.27	2243.43	3208.00	3124.20	3040.39	其他	143.96	220.57	1500.00	1000.00	1000.00
其他非流动资产	3426.52	7193.45	5993.80	5842.53	5716.51	营业利润	866.68	1388.84	1539.90	2236.53	2230.48
非流动资产合计	29768.92	36816.89	33905.41	30993.93	28107.70	营业外净收益	2761.79	3670.18	2232.51	2232.51	2232.51
资产总计	75039.36	83815.58	95227.55	96966.56	108503.29	利润总额	3628.46	5059.02	3772.41	4469.04	4462.99
短期借款	6458.75	11620.95	11632.95	11650.95	11671.95	所得税	743.77	826.29	186.97	221.55	220.95
应付账款+票据	16113.04	15908.72	21975.59	18761.46	24012.44	净利润	2884.69	4232.73	3585.44	4247.49	4242.04
其他	11688.21	17166.97	17504.41	16913.07	17655.70	少数股东损益	775.62	1049.52	1065.26	1261.96	1260.34
流动负债合计	34259.99	44696.64	51112.95	47325.47	53340.09	归属于母公司净利润	2109.07	3183.21	2520.18	2985.52	2981.69
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	63341.23	59553.75	65568.37						
少数股东权益	5789.78	8666.15	9731.41	10993.37	12253.72	成长能力					
股本	8531.50	9452.41	9452.41	9452.41	9452.41	营业收入	22.86%	18.41%	17.50%	5.00%	5.00%
资本公积	2075.32	2552.47	2552.47	2552.47	2552.47	EBIT	108.29%	40.59%	-11.28%	-56.47%	-1.24%
留存收益	3561.50	6189.47	7998.99	10142.63	12283.52	EBITDA	76.61%	23.31%	-18.14%	-37.86%	-1.11%
股东权益合计	19958.09	26860.50	29735.28	33140.88	36542.11	归属于母公司净利润	164.93%	50.93%	-20.83%	18.46%	-0.13%
负债和股东权益总	75039.36	83785.41	93076.50	92694.63	102110.48	获利能力					
						毛利率	17.54%	17.57%	17.00%	15.00%	15.00%
						净利率	3.38%	4.19%	3.02%	3.41%	3.24%
						ROE	14.89%	17.50%	12.60%	13.48%	12.28%
						ROIC	2.25%	5.63%	5.96%	0.01%	-0.04%
						偿债能力					
						资产负债率	73.40%	67.92%	66.52%	61.42%	60.43%
						流动比率	1.32	1.05	1.20	1.39	1.51
						速动比率	0.86	0.72	0.78	1.04	1.07
						营运能力					
						应收账款周转率	5.41	5.60	5.47	6.22	5.51
						存货周转率	5.78	8.84	6.11	9.34	6.35
						总资产周转率	1.14	1.21	1.25	1.29	1.21
						每股指标(元)					
						每股收益	0.17	0.26	0.21	0.24	0.24
						每股经营现金流	0.42	0.44	0.34	0.63	0.07
						每股净资产	1.16	1.49	1.64	1.81	1.99
						估值比率					
						市盈率	21.20	14.04	17.74	14.97	14.99
						市净率	3.16	2.46	2.23	2.02	1.84
						EV/EBITDA	7.55	6.70	8.28	13.59	14.02
						EV/EBIT	13.92	10.84	12.35	28.94	29.89

现金流量表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	2884.69	4232.73	3585.44	4247.49	4242.04
折旧摊销	3473.05	3570.69	2525.64	2525.64	2500.39
财务费用	474.80	1287.73	1365.05	-2232.91	-2254.62
存货减少(增加为)	-600.15	332.32	-6715.52	4790.68	-6165.01
营运资金变动	-1507.03	-2963.75	2975.33	-2064.96	2095.95
其它	456.25	-1047.47	385.84	385.84	385.84
经营活动现金流	5181.61	5412.24	4121.78	7651.77	804.58
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	1722.89	2120.88	2120.88
投资活动现金流	-4512.46	-10862.75	1722.89	2120.88	2120.88
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	-2075.71	1391.03	1413.82
筹资活动现金流	-1049.41	6549.48	-2063.71	1409.03	1434.82
现金净增加额	-524.96	1145.75	3780.96	11181.68	4360.28

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

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

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

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