

积极培育核心竞争力, 关注盈利能力的持续改善

——TCL 集团(000100)调研简报

核心观点

近日, 我们实地调研了 TCL 集团, 与董事会经理孙飞先生就彩电行业和生产经营情况进行了深入分析与交流。

1、LED 配套能力已经完备, 下半年发力在即。中怡康的数据显示, 目前 LED 电视的市场销量和销售额占比均在逐月上升, 5 月份已经分别达到 9.6% 和 19.7%, 今年进入了快速普及阶段, 成为各彩电厂商重点角逐的产品类型。公司自去年开始不断完善 LED 上游模组的配套能力, 与友达合作的项目已量产, 年产量超过 360 万片, 覆盖 32 寸-55 寸的主流尺寸, 为后期产品结构持续优化奠定了坚实基础。此外, 8 月之后, 公司计划推出多款 LED 新品, 因此 3、4 季度的市场表现更值得期待。

2、网络电视虽前景不明, 中长期仍会大势所趋。今年网络电视的推广速度略低于公司的预期, 我们认为原因在于: 1) 行业监管存在分歧, 2) 上游运营商、内容商与彩电厂商之间的商业模式尚不成熟, 3) 平台设计标准化导向不明, 内容也需要充实。但随着 3 网融合的推进, 网络电视的前景仍然向好, 公司在此领域也积聚了较大的优势, 包括业内领先的“欢网”平台和具备市场影响力的奥鹏教育, 上半年又与三家已获牌照的内容商(央视国际、上海文广和杭州华数)建立了紧密的合作关系, 未来将在技术支持和内容协作方面不断取得突破。

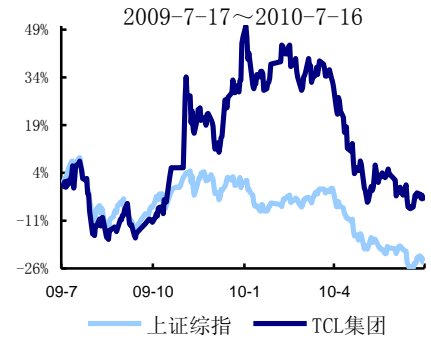
3、国内彩电销售低于之前预期, 竞争较为激烈。去年彩电销售超预期增长使得国内外品牌对今年的市场过于乐观, 液晶电视的库存快速上升, 但为了抢占市场份额, 外资品牌启动了低价竞争策略, 加上二季度液晶销量增速开始放缓, 上半年行业销售额增长低于预期。我们认为, 近期上游面板价格维持稳中有降, 下游国内外厂商继续大幅降价的空间有限, 但行业集中度分散, 对消费者议价能力不强, 基本面好转需要较长的时间。

4、海外市场增长强劲, 局部调整意在长远。近几个月公司液晶电视增速放缓的原因除了国内产品结构调整外, 还来自海外市场的战略转型, 目前在欧美地区正在加速推广 TCL 自主品牌, OEM 订单相应减少, 这实际更有利于进一步提升国际影响力。同时, 公司在新兴市场的销售实现了 2 倍以上的增长, 尤其在越南、印尼和阿根廷等国家的市占率已稳居前三位, 后期扩张潜力巨大。此外, 公司的手机出口也实现了 2 倍以上

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	44287	54446	66130	79951
同比增速(%)	15.3%	22.9%	21.5%	20.9%
净利润(百万)	704	1001	1176	1430
同比增速(%)	-6.2%	58.4%	20.4%	20.5%
EPS(元)	0.16	0.17	0.20	0.25
P/E		22	19	16

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	293693.11
流通A股(万股)	280147.65
52周内股价区间(元)	3.33-6.1
总市值(亿元)	112.48
总资产(亿元)	302.34
每股净资产(元)	1.80
目标价 6个月	4.4
目标价 12个月	5.6

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-TCL 集团(000100): 好的开始是成功的一半》2010-02-11
- 《国都证券-公司研究-调研简报-TCL 集团(000100):TCL 集团: 销售显著好转, 产业链布局完备》2010-01-13

研究员: 李元

电话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940207080086

联系人: 王京乐

电话: 010-84183317

Email: wangjingle@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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, 特此声明。

增长，近期排产持续紧张，全年 2000 万台左右的订单将确保突出业绩的实现。

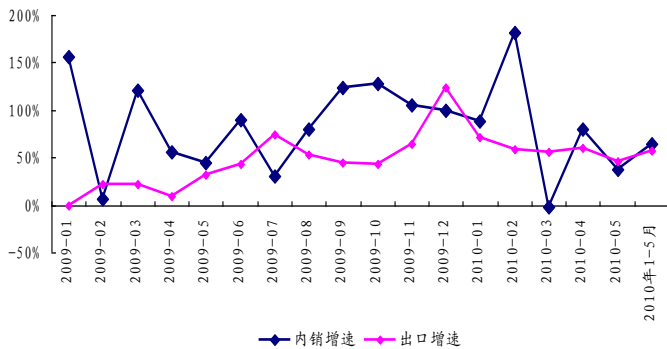
5、面板项目顺利推进，支持力度史无前例。目前面板项目的主体工程已经开始，预计明年 8 月试产，4 季度量产，2012 年实现满产。公司认为市场对未来面板产能过剩和技术落后等问题无需担忧，原因在于：1) 国内尚有 4.3 亿台 CRT 电视需要换代，LCD 寿命在缩短，市场容量巨大。2) 国内仅有三家面板生产线在建，国家会控制产能。3) 量产后仅能满足自供的需要。4) 8.5 代线最大切割 55 寸面板已能满足市场需求。5) 公司拥有实力雄厚的技术团队，后期可能还会与三星合作。6) 华星已与日本旭硝子合作确保原材料玻璃基板的供应。更值得关注的是，近日公司和华星合计收到政府补贴 15.5 亿元，预计后期仍会有补贴到位，此次公司仅需要投入定向增发的 50 亿元，资金压力较小。我们对项目持较为乐观的态度，但也关心未来两年公司成本下降、补贴递延在业绩上对折旧的对冲效果。

6、翰林汇收入持续高增长，奥鹏教育存在分拆上市可能。公司旗下的翰林汇是国内最大的笔记本电脑专业分销商之一，覆盖品牌广泛，今年收入仍有望保持稳定快速增长。此外，旗下的奥鹏教育也是中国最大的远程教育机构，现已纳入到公司多媒体网络平台的设计内容中，未来不排除实现放拆上市。

7、与东芝合作进一步强化核心竞争力。此次双方建立合资公司可使公司在液晶电视上下游产业链的优势与东芝在中国市场的战略布局实现互补，除以 ODM 方式扩大彩电销售规模以外，技术、供应链管理乃至后期的面板合作均存在较大的想象空间。

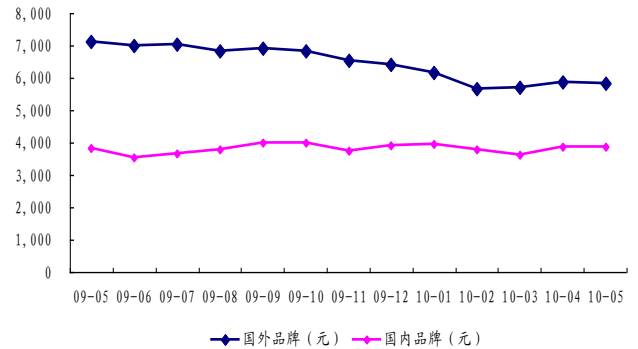
投资建议与估值：估值方面，考虑到非公开增发的前提下，预计公司 10、11 年 EPS 分别为 0.17 元和 0.2 元，对应 PE 为 22 倍和 19 倍。鉴于公司多媒体和通讯主业已步入良性发展阶段，海外市场增长强劲，后期有望成为国内产业链最为完备的彩电厂商，强化核心竞争力，而且业务结构调整、面板项目快速启动也更有利于中长期盈利能力的提升，维持“推荐，A”的评级。

图1: 09-10年LCD电视月度内外销售增速变化



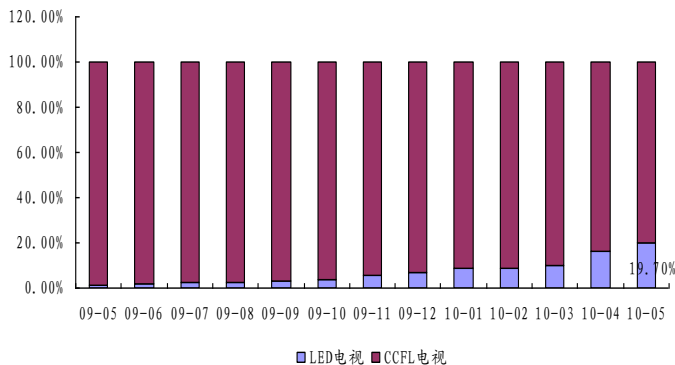
资料来源：产业在线、国都证券研究所

图2: 近一年液晶电视市场均价走势



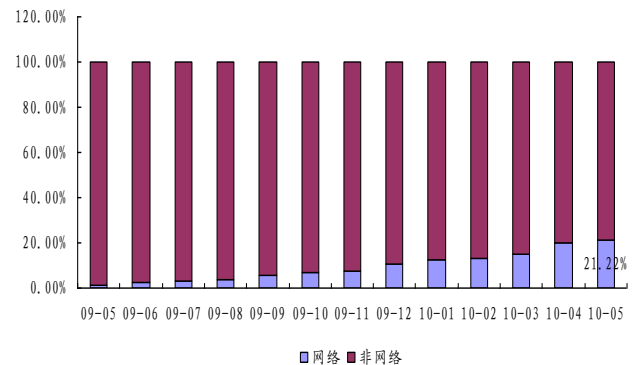
资料来源：中怡康、国都证券研究所

图3: LED电视销售额占比逐月提升



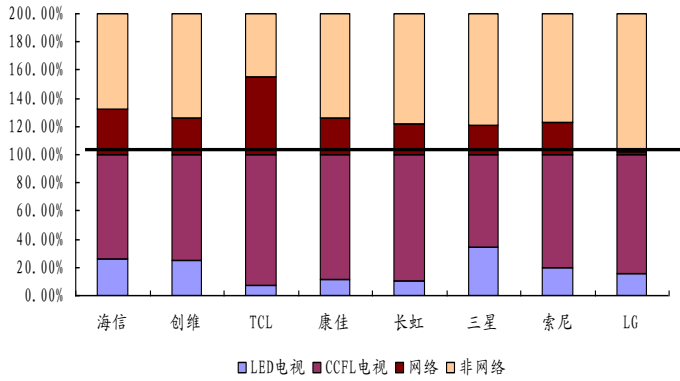
资料来源：中怡康、国都证券研究所

图4: 网络电视销售额占比逐月提升



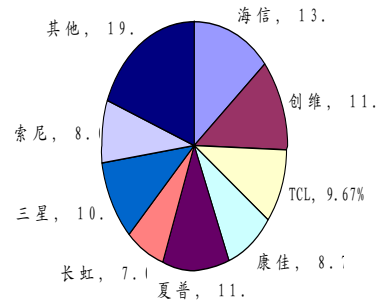
资料来源：中怡康、国都证券研究所

图5: 主流彩电品牌产品销售结构比较



资料来源: 中怡康、国都证券研究所

图6: 10年1-5月彩电市场销售份额分布



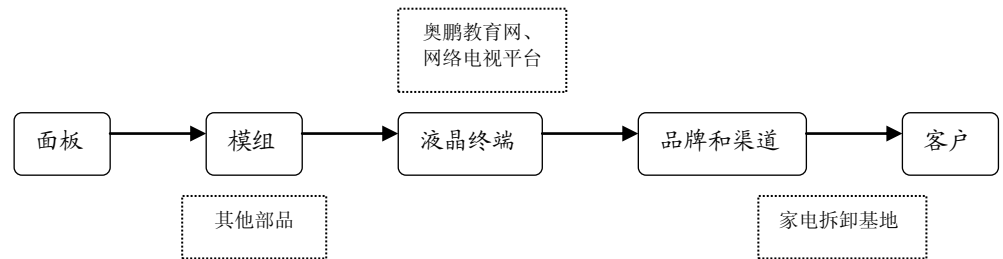
资料来源: 中怡康、国都证券研究所

表1: TCL集团主要业务销售情况

产业	产品	10年月度销售量 (万台)			增减 (%)			10年1-6月	增减 (%)
		4月	5月	6月	4月	5月	6月		
多媒体电子	LCD电视	56	40	36.1	-5.8%	-22.4%	-41.4%	325.4	11.1%
	CRT电视	45.4	38.3	39.6	5.6%	22.6%	15.8%	283.6	23%
	AV产品	179.5	133.4	139.8	-9.6%	-21.4%	-29.4%	777	-13.9%
移动通讯	移动电话	274.5	276.6	292.8	171%	267.8%	187.9%	1422.8	181.3%
家电	空调	16.2	32.8	14.5	28.5%	191.6%	17.5%	110.9	82%
	冰箱	6.3	7.6	7.9	-1.3%	16.6%	1.4%	35.7	8.32%
	洗衣机	2.8	2.1	2.5	-1%	23.9%	20.8%	19.2	32.8%

资料来源: 国都证券研究所

图7: TCL多媒体产业价值链的基本架构



资料来源: 公司资料、国都证券研究所

表2: TCL集团盈利预测

会计年度 (单元: 百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44287	54446	66130	79951
营业成本	37551	46449	55902	67089
营业税金及附加	49	60	73	88
营业费用	3890	4791	6018	7435
管理费用	1977	1960	2645	3438
财务费用	121	314	386	363
资产减值损失	168	156	160	160
公允价值变动收益	-103	-80	-60	-60
投资净收益	155	243	246	230

营业利润	591	880	1132	1547
营业外收入	450	550	470	400
营业外支出	66	100	80	80
利润总额	975	1330	1522	1867
所得税	271	359	406	498
净利润	704	971	1116	1368
少数股东损益	233	256	280	350
归属母公司净利润	470	715	836	1018
EBITDA	1137	1587	1995	2467
EPS (元)	0.16	0.17	0.20	0.25

资料来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姚小军	基金研究	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、利率产品	wuhao@guodu.com
赵荣杰	股指期货	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com