

# IT 模式加速周转

——TCL 集团调研报告

## 中性首次

### 投资要点:

- 📖 多媒体业务有望走出低谷
- 📖 智能手机替代促移动电话高增长
- 📖 液晶电视产业链垂直整合

### 报告摘要:

- **彩电业务 IT 模式经营，提升周转率。**随着传统 LCD 库存的清理、LED 电视占比将会逐渐提升，以及公司经营思路调整提高周转率，今年多媒体业务将较 2010 年下半年有所好转。
- **移动电话升级换代迎来高增长。**2011 年仍将是智能手机的快速成长期，处于上升通道中，我们预计今年 TCL 手机业务收入同比增长 50%。若智能手机行业均价降到 60-70 美元，销量增速将会更大。TCL 手机差异化定位规避了激烈竞争。
- **面板项目进展顺利。**基于对液晶面板价格持续下跌、产能过剩以及新显示技术普及可能的担忧，我们对 TCL 面板项目未来的盈利预测持谨慎乐观态度。但 TCL 是第一家打通上下游产业链的内资彩电企业，其未来发展值得市场长期关注。
- **盈利预测与估值，“中性”评级。**公司 2010-2012 年营业收入增速分别为 9%、24%、18%，归属母公司股东净利润分别增长-11%、21%、17%，EPS 分别为 0.10、0.12、0.14。
- **风险提示：**面板项目未能按期达产；液晶面板价格降幅过大。

### 家电小组

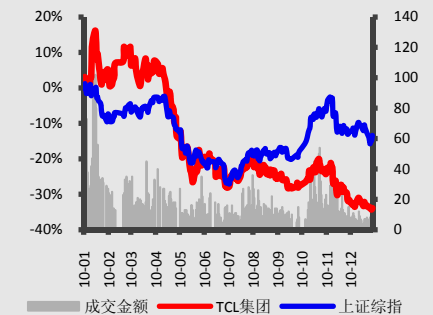
联系人

张泽京

电话：010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

### 市场表现



### 基本情况

总股本(亿)	42.38
流通股本(亿)	28.01
股价(元)	3.48
第一大股东	惠州市投资控股有限公司
第一大股东持股比例	9.79%

数据来源：公司公告，深交所

### 相关研究

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	38413.78	44287.22	48202.60	59715.93	70308.35
同比增长率	-1.66%	15.29%	8.84%	23.89%	17.74%
归属母公司净利润(百万元)	501.11	470.07	415.04	503.37	587.49
同比增长率	26.60%	-6.19%	-11.71%	21.28%	16.71%
每股收益(元)	0.118	0.111	0.098	0.119	0.139
P/E(倍)	29.43	31.38	35.54	29.30	25.10

资料来源：公司公告，宏源证券预测

## 目录

一、彩电业务：有望走出低谷.....	4
二、移动电话：升级换代迎来高增长.....	5
三、面板项目：进展顺利 .....	7
四、盈利预测与估值 .....	8

## 插图

图 1: 09-10 年液晶电视内资企业销量市场份额 (中国大中城市) .....	4
图 2: 09-10 年液晶电视企业份额 (内资 VS 外资) .....	4
图 3: 液晶电视外资企业市场份额 (中国大中城市) .....	4
图 4: 08-10 年 TCL 集团 LCD 电视出货量(月度) .....	5
图 5: 08-10 年 TCL 集团 CRT 电视出货量(月度).....	5
图 6: 08-10 年 TCL 彩电(LCD+CRT)出货量(月度).....	5
图 7: 08-10 年 TCL 集团 AV 产品出货量(月度).....	5
图 8: 08-10 年 TCL 移动电话出货量(月度) .....	6
图 9: 08-10 年 TCL 空调出货量(月度) .....	6
图 10: 08-10 年 TCL 冰箱出货量(月度) .....	6
图 11: 08-10 年 TCL 洗衣机出货量(月度) .....	6
图 12: 08-10 年液晶电视面板价格走势 (32 和 42 英寸) .....	7

## 表格

表 1: 财务和估值数据摘要 .....	8
表 2: 利润表预测 .....	8

## 一、彩电业务：有望走出低谷

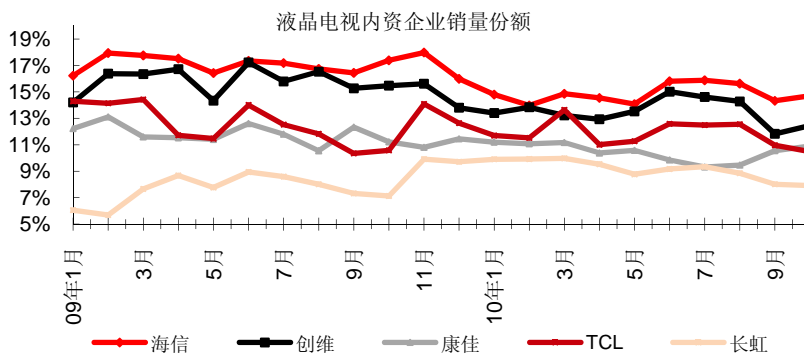
随着传统 LCD 库存的清理、LED 电视占比将会逐渐提升，以及公司经营思路调整提高周转率，我们认为今年多媒体业务将较 2010 年下半年有所好转。

TCL 多媒体业务前三季度 8 亿元亏损的原因：

- (1) 国外品牌激烈的价格战。
- (2) 产品布局失误：LED 电视滞后，没有把握 LED 电视占比大幅上升的机会。

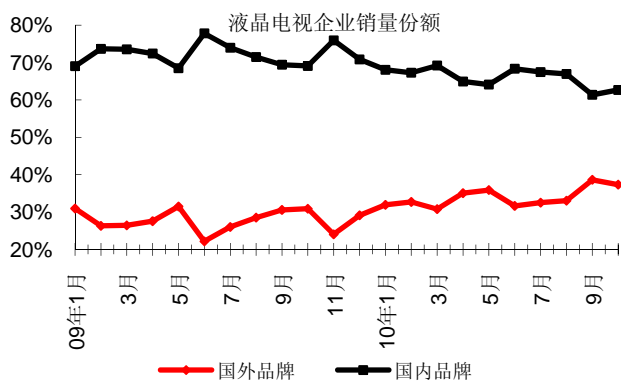
国内市场外资品牌抢占内资品牌市场份额趋势明显，TCL 份额由 09 年 12.4% 下降到 10 年的 11.6%。

图 1：09-10 年液晶电视内资企业销量市场份额（中国大中城市）



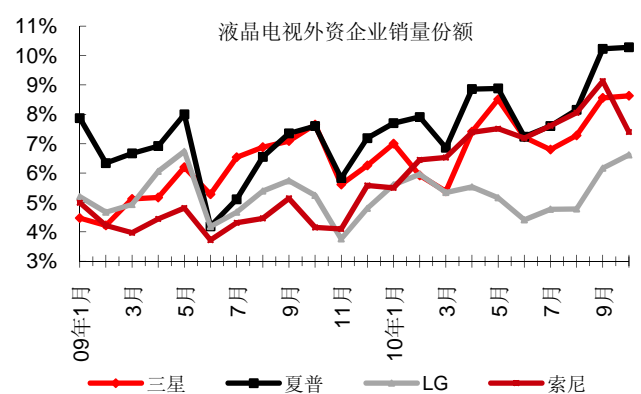
资料来源：中怡康，宏源证券

图 2：09-10 年液晶电视企业份额（内资 VS 外资）



资料来源：中怡康，宏源证券

图 3：液晶电视外资企业市场份额（中国大中城市）



资料来源：中怡康，宏源证券

公司认为 2010 年下半年多媒体业务不如人意，2011 年业绩将好于 2010 年。今年公司思路调整：

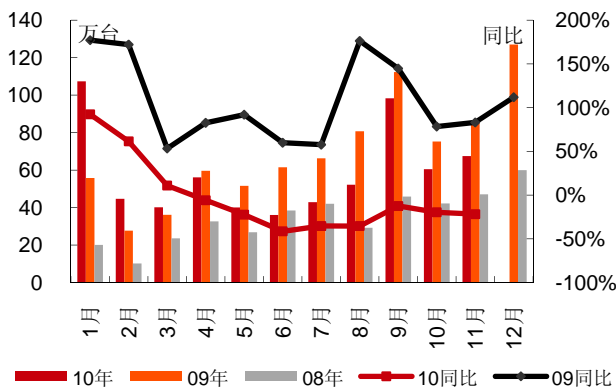
- (1) 经营思路调整：多媒体业务按照 IT 模式经营，朝消费电子方向调整；即提升周转率，提高对资金周转、对内部效率的要求，争取做到 IT 行业周转率水平。加快面板周转率，目前面板的周转期是 3-4 个周期，争取压缩

到 2 个星期。通过提高周转率把成本和费用降下来以应对价格战，要在整个毛利率下滑的同时实现盈利。

(2)产品结构:大幅提高 LED 占比。今年公司 LED 电视占比力争超过行业水平;2010 年 12 月 LED 占比为 27%，预计 2011 年占比达到 50%。互联网电视保持现状。3D 电视 TCL 采取跟随策略，TCL 在 3D 电视领域略领先国内企业。公司认为 3D 电视普及时间较长（长于 LED 电视，LED 电视普及到 50%用时 18 个月），2011 年应该会有所放量。

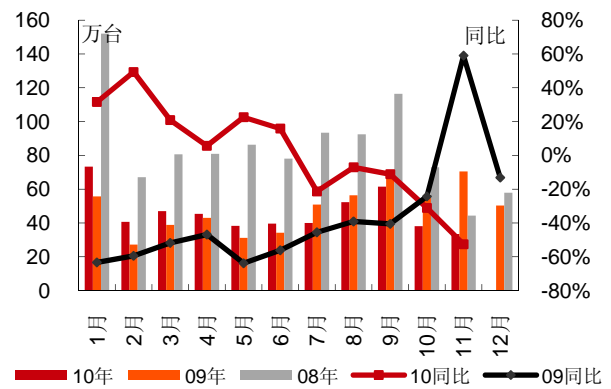
(3)加大营销网络建设：国内重点开拓三四级市场，国外重点开拓新兴市场。

图 4: 08-10 年 TCL 集团 LCD 电视出货量(月度)



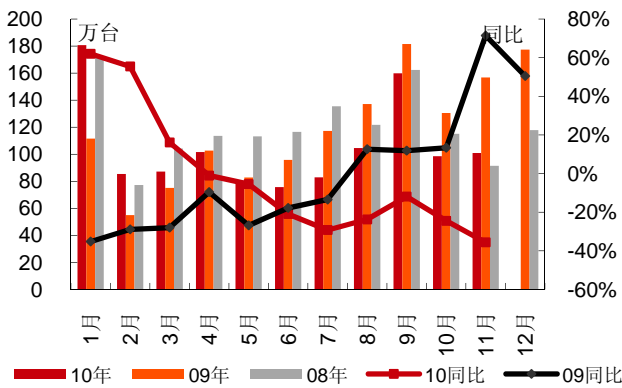
资料来源：公司公告，宏源证券

图 5: 08-10 年 TCL 集团 CRT 电视出货量(月度)



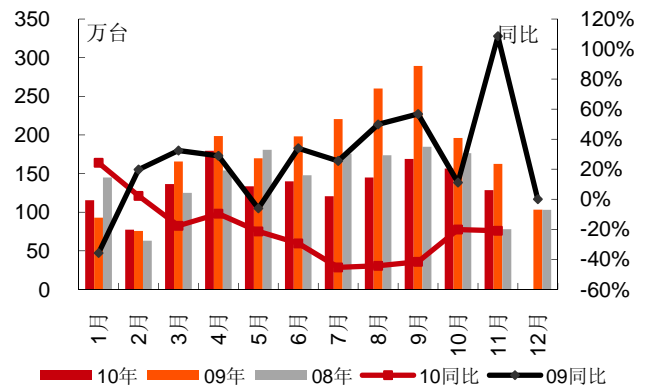
资料来源：公司公告，宏源证券

图 6: 08-10 年 TCL 彩电(LCD+CRT)出货量(月度)



资料来源：公司公告，宏源证券

图 7: 08-10 年 TCL 集团 AV 产品出货量(月度)



资料来源：公司公告，宏源证券

## 二、移动电话：升级换代迎来高增长

2011 年仍将是智能手机的快速成长期，处于上升通道中，我们预计今年 TCL 手机业务收入同比增长 50%。若智能手机的行业均价能降到 60-70 美元，销量增速将会更大。

2010 年 TCL 手机业务是 03 年以来表现最好的一年。TCL 通讯高速增长逻辑：

(1) **行业性机会**：一是全球**智能手机**增速显著超预期，类似于液晶电视替代 CRT 电视一样，进入了快速更新换代进程。并且智能手机售价贵、盈利水平高。二是出现了新的产品平板电脑。电脑厂家不参与平板电脑的竞争，只有手机企业才会做。

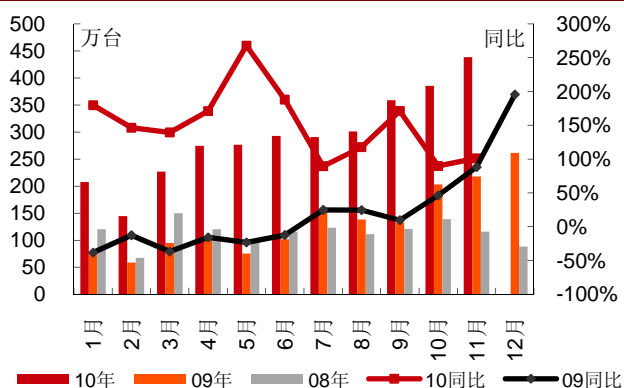
(2) **产品定位、差异化竞争**：TCL 手机定位低端；竞争对手都往高端手机市场挤，低端手机的竞争反而不如以前激烈。

**国外市场**：下半年海外市场较好，四季度的销售收入海外占 95%以上。海外市场中，离中国地理位置越远的国家销售越好，如西欧、南美、美国等，较弱的市场有亚太地区和国内。海外主要是通过运营商渠道销售，客户比较稳定。

**国内市场**：中国区市场销量在国家排序中排第 9。公司将会加大国内市场开拓，希望国内和东南亚市场占到 1/3，其国内市场占到 15%以上。目前 TCL 国内渠道尚需理清，公司采取先收缩再整顿的思路力求奏效。

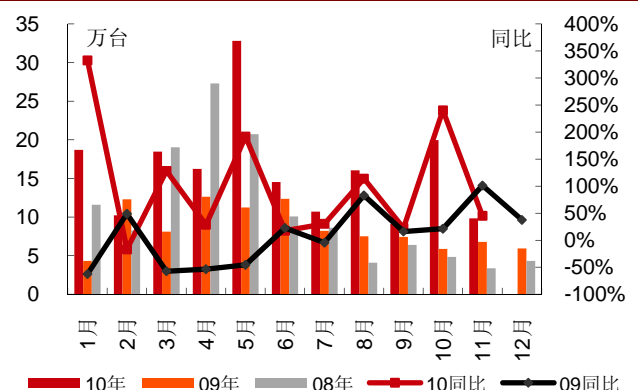
**手机业务研发力量增强**：研发队伍已由 700 人扩大到了 1500 人，未来将会达 2000 人。2010 年已有 1 款基于 Android 平台的 3G 智能手机 OT980 上市，2011 年将有十几款。

图 8：08-10 年 TCL 移动电话出货量(月度)



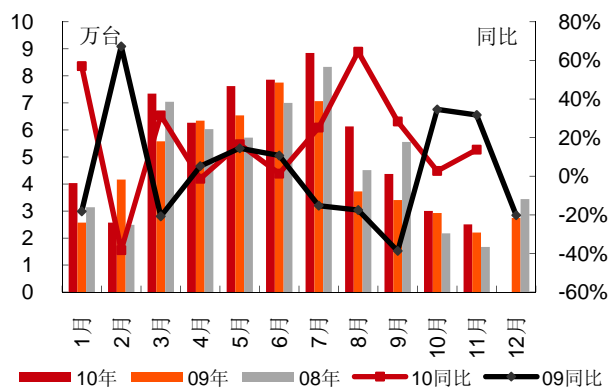
资料来源：公司公告，宏源证券

图 9：08-10 年 TCL 空调出货量(月度)



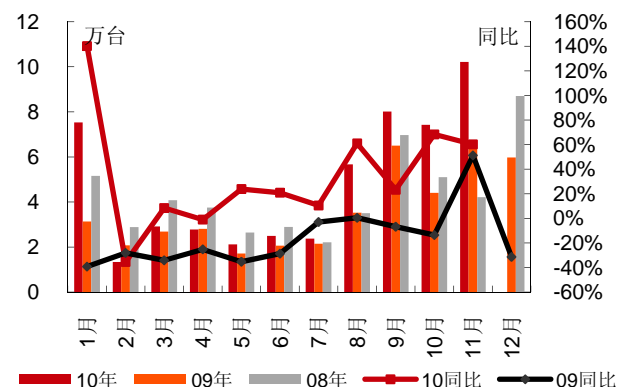
资料来源：公司公告，宏源证券

图 10：08-10 年 TCL 冰箱出货量(月度)



资料来源：公司公告，宏源证券

图 11：08-10 年 TCL 洗衣机出货量(月度)

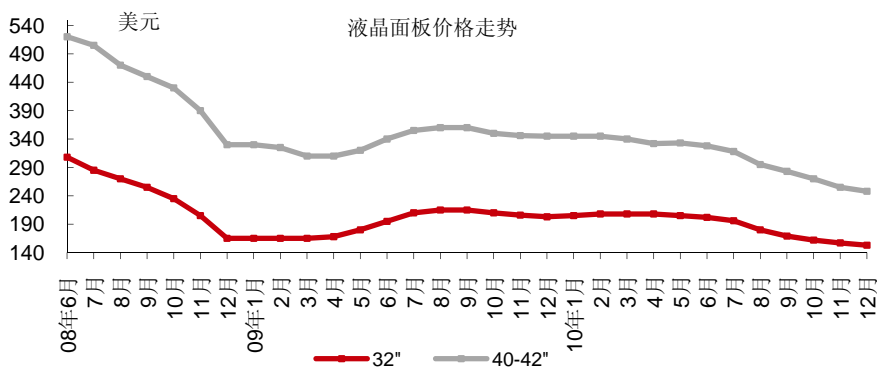


资料来源：公司公告，宏源证券

### 三、面板项目：进展顺利

基于对液晶面板价格持续下跌、产能过剩以及新显示技术普及可能的担忧，我们对 TCL 面板项目未来的盈利预测持谨慎乐观态度。但 TCL 是第一家打通上下游产业链的内资彩电企业，其未来发展值得市场长期关注。

图 12: 08-10 年液晶电视面板价格走势 (32 和 42 英寸)



资料来源: Displaysearch, 宏源证券

项目进展:

8.5 代液晶面板项目的厂房产于 2010 年底提前封顶, 95% 的设备采购已完成, 将于 2011 年 5 月开始装机, 9 月试生产、12 月量产, 计划 2012 年玻璃基板年产 120 万张、液晶屏及模组 1400 万片, 其中一半为 TCL 自给。工程师大约 200 人, 应届生分批送到日本等培训。部分上游零配件厂商处在招标中。

项目期望达到水平:

TCL 的目标是满产后净利率和良品率达到友达光电的水平。面板企业净利率一般在 0-20%, 其中友达、夏普在 7-9%。目前友达、奇美、三星的良品率为 92-93%。

会不会被新的显示技术替代?

韩国政府鼓励三星、LG 发展 OLED 项目, 各投产了 5 代线, 预计在 2011 年将有产品出来。一旦 OLED 突破, 全球显示技术将会发生革命性的变化。

## 四、盈利预测与估值

**表 1: 财务和估值数据摘要**

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	39062.61	38413.78	44287.22	48202.60	59715.93	70308.35
增长率(%)	-19.81%	-1.66%	15.29%	8.84%	23.89%	17.74%
归属母公司股东净利润	395.82	501.11	470.07	415.04	503.37	587.49
增长率(%)	121.27%	26.60%	-6.19%	-11.71%	21.28%	16.71%
每股收益(EPS)	0.093	0.118	0.111	0.098	0.119	0.139
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.070	0.143	0.172	0.819	-0.890	1.046
销售毛利率	16.52%	15.72%	15.21%	13.86%	13.77%	13.75%
销售净利率	0.84%	1.15%	1.59%	1.29%	1.26%	1.25%
净资产收益率(ROE)	11.38%	12.58%	8.88%	7.27%	8.10%	8.64%
投入资本回报率(ROIC)	2.83%	7.77%	10.10%	-0.59%	4.01%	2.89%
市盈率(P/E)	37.26	29.43	31.38	35.54	29.30	25.10
市净率(P/B)	4.24	3.70	2.79	2.58	2.37	2.17
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源: 宏源证券

**表 2: 利润表预测**

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	39062.61	38413.78	44287.22	48202.60	59715.93	70308.35
减: 营业成本	32608.97	32374.59	37551.41	41519.51	51496.00	60640.23
营业税金及附加	65.89	43.47	48.85	63.01	78.06	91.91
营业费用	4093.88	3632.06	3890.03	4627.45	5613.30	6538.68
管理费用	2042.96	1807.12	1977.19	1928.10	2269.21	2601.41
财务费用	270.50	264.14	120.82	67.74	49.08	107.73
资产减值损失	128.69	152.86	167.96	100.00	50.00	30.00
加: 投资收益	125.84	435.11	154.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	217.26	-79.71	-103.06	-46.65	0.00	0.00
其他经营损益	4.95	5.34	7.85	6.05	6.05	6.05
<b>营业利润</b>	<b>199.75</b>	<b>500.29</b>	<b>590.46</b>	<b>-143.82</b>	<b>166.33</b>	<b>304.45</b>
加: 其他非经营损益	252.82	158.94	384.21	900.00	720.00	730.00
<b>利润总额</b>	<b>452.57</b>	<b>659.23</b>	<b>974.67</b>	<b>756.18</b>	<b>886.33</b>	<b>1034.45</b>
减: 所得税	124.12	218.71	271.13	135.00	132.95	155.17
<b>净利润</b>	<b>328.45</b>	<b>440.52</b>	<b>703.54</b>	<b>621.18</b>	<b>753.38</b>	<b>879.28</b>
减: 少数股东损益	-67.37	-60.59	233.47	206.14	250.01	291.79
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>395.82</b>	<b>501.11</b>	<b>470.07</b>	<b>415.04</b>	<b>503.37</b>	<b>587.49</b>

资料来源: 宏源证券



**分析师简介:**

**张泽京:** 宏源证券研究所家电行业研究员，理学学士、管理学硕士；四年证券行业从业经验，2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、TCL 集团、三花股份、苏泊尔、九阳股份。

**机构销售团队**

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 13801356800 zhangjun3@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 15910639397 muxiaofeng@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085511 zhaojia@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085279 luoyun@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com		

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。