

移动业务与多媒体业务冰火两重天

TCL 集团 (000100.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师: 朱力军 电话: (8610) 6656 8273 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2011年2月25日, TCL集团(000100.SZ)发布了2010年公司年报,我们参加了公司的业绩介绍会。公司2010年营业总收入518亿元,同比增长17.1%,利润总额7.72亿元,归属上市公司净利润4.32亿元,同比增长-7.98%,经营活动产生的现金流量为7.95亿元,每股收益0.1243元,加权平均净资产收益率为5.83%,每股经营活动产生的现金流量净额为0.1877元,每股净资产2.42元。分配方案为以资本公积向全体股东每10股转增股份10股。

2. 我们的分析与判断

TCL集团(000100.SZ)是我国重要的家电制造商之一,2010年公司彩电业务出现下滑,拖累了公司整体业绩;通讯业务大幅提升,公司营业收入的增速超出了我们的预计,但是公司净利润基本上符合我们的大致判断。

公司多媒体电子业务占总收入的46.67%,是最大的业务单元。多媒体业务2010年收入234亿元,同比增长-12.28%,全年共亏损8.57亿元。公司2010年一季度和二季度铺货较多,但销售不畅,致使从二季度末开始大幅清理库存,同时加大了后台运营管理,努力做到后台运营IT化,提升库存周转,四季度形势开始好转,单季度盈利超过1亿元人民币,LED彩电的销售占比也大幅提升,占公司大陆总销量的37%。

从分地区来看,受益于国内以旧换新等政策的刺激和升级换代的影响,国内部分销售稍好,全年销售512万台LCD电视,同比增长10.7%。海外市场销售234万台,同比增长-37.5%,海外业务依然处于亏损状态,公司在二季度停止销售RCA品牌电视在北美的销售,致使销售下滑,另外,公司策略OEM的调整也一定程度上拖累了海外业务的发展,公司目前以TCL品牌在美国开拓市场,依然需要时间;公司欧洲和新兴市场稍好,欧洲LCD销量增长了27.5%,新兴市场增长了194.2%。

通过业务和人员的调整,多媒体后台努力向IT化运营,同时提升LED彩电的销售比例,预计2011年将推出多款3D电视,加大销售力量,强化供应链管理,我们预计2011年LCD销售有望达到900万台左右,未来多媒体业务有好转的趋势,但是依然需要观察。

TCL集团(000100.SZ)移动通讯业发展较快。通讯产业实现销售收入75.75亿元,同比增长97.73%;实现净利润6.11亿元。与多媒体业务相反,通讯海外业务发展好于国内业务,通过加强销售团队建设,与国际主流运营商的合作,公司海外市场销售3408万台,同比增长155%,欧洲、中东和美洲等地销售增长均超过100%,根据iSuppli的统计报告,TCL-Alcatel的手机及配件销售总量跻身全球前十名。国内业务不是很理想,外资品牌在国内占据了中高端市场的主流,公司2010年国内销售214万台,同比增长-23%。

公司移动通讯业务努力向中高端转移,目前中高端产品占据总销量的20%,公司逐步加大研发人员的比重,2011年研发人员增长预计30%,努力开拓大众市场的智能手机;ODM业务从09年开始发展,2010年增长较快,占总销售量的20%左右,但预计未来会控制在30%以内。

在物流&服务业务群中，翰林汇和奥鹏是可圈可点的部分。翰林汇作为互联网分销企业，具备强大电子分销体系，旗下代理 APPLE、HP、东芝和华硕等产品。2010 年销售收入突破 100 亿元，利润 2.56 亿元。奥鹏作为全球最大的远程教育网络公司，是教育部唯一批准的为重点高校开展远程教育机构，每年有 67 万人在线学习。

从中长期的角度看，公司控股华星光电形成“面板-模组-整机-内容”一体化的产业链，是国内唯一和国际液晶彩电巨头具备同样上下游配置的彩电企业，目前，公司 8.5 代线 TFT-LCD 面板生产线建设如期进行，预计 2011 年 9 月份投产，爬坡期预计 6 个月左右，中长期公司彩电业务值得期待。但是，由于四季度投产，8.5 代线的折旧开始提取，同时，爬坡期的费用也较大，这将对公司的业绩增长产生一定的压力。

3. 投资建议

我们认为，TCL 集团（000100.SZ）在彩电产业链上的垂直整合将从中长期角度提高公司的竞争力，推动公司稳定和长期的增长。短期来看，液晶彩电业务低于预期，但是随着面板业务布局的结束，股权激励的实施，在未来 1-2 年中，公司竞争力将逐步上升，通讯业务稳定增长，公司正逐步进入到稳定发展的轨道中，我们预计 2011、2012 和 2013 年每股收益分别为 0.12 元、0.16 元和 0.23 元，维持给予公司“谨慎推荐”评级。

表 1. TCL 集团（000100.SZ）主要产品数据

	主营收入	主营成本	毛利率	主营业务收入同比增长	主营业务成本同比增长	毛利率变动
多媒体电子产业	2,345,339	2,009,127	14.34%	-12.28%	-10.16%	-2.02%
移动通讯产业	757,499	540,864	28.60%	97.73%	85.26%	4.81%
家电产业	449,788	388,513	13.62%	44.17%	54.55%	-5.81%
部品产业	168,333	153,632	8.73%	39.83%	48.47%	-5.32%
房地产与投资	21,351	13,722	35.73%	40.76%	3.51%	23.13%
物流与服务	1,075,932	1,030,106	4.26%	39.40%	40.91%	-1.02%

资料来源：公司年报 中国银河证券研究部

表 2: TCL 集团 (000100.SZ) 财务报表预测

资产负债表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	9642.0	25946.4	18391.1	21779.6	26363.0	营业收入	44295.2	51869.9	61838.6	73231.9	88643.2
应收票据	954.0	2567.3	2033.1	2407.6	2914.3	营业成本	37551.4	44534.5	53035.7	62649.9	75315.7
应收账款	5741.0	5541.6	6776.8	8025.4	9714.3	营业税金及附加	48.9	121.4	144.7	171.3	207.4
预付款项	628.9	669.9	718.8	776.5	845.9	销售费用	3890.0	5100.9	5936.5	6957.0	8421.1
其他应收款	950.4	1558.5	1858.0	2200.3	2663.4	管理费用	1977.2	2161.3	2535.4	3002.5	3634.4
存货	6636.1	7688.8	8718.2	10298.6	12380.7	财务费用	120.8	32.8	651.3	599.1	819.3
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	168.0	249.1	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	867.3	1236.6	1236.6	1236.6	1236.6	公允价值变动收益	-103.1	-51.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	3069.1	2880.5	3403.6	3426.9	3194.5	投资收益	154.7	225.3	225.3	225.3	225.3
在建工程	436.7	2040.4	1120.2	660.1	430.0	汇兑收益	0.3	-0.2	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	590.7	-157.5	-239.7	77.2	470.6
无形资产	419.0	893.7	804.4	715.0	625.6	营业外收支净额	383.9	930.4	930.4	830.4	830.4
长期待摊费用	40.7	50.6	45.5	40.5	35.4	税前利润	974.7	772.8	690.7	907.6	1301.0
资产总计	30234.4	53478.1	47433.2	54502.2	64161.3	减: 所得税	271.1	300.4	172.7	226.9	325.2
短期借款	5013.7	13457.8	7110.4	10956.0	16276.7	净利润	703.5	472.4	518.0	680.7	975.7
应付票据	1336.2	1698.2	2022.4	2389.0	2872.0	归属于母公司净利润	470.1	432.5	518.3	681.1	976.3
应付账款	6805.3	6653.1	7555.8	8925.5	10729.9	少数股东损益	233.5	39.9	-0.3	-0.4	-0.5
预收款项	757.8	1238.6	1330.8	1439.9	1571.9	基本每股收益	0.16	0.12	0.12	0.16	0.23
应付职工薪酬	495.6	613.1	613.1	613.1	613.1	稀释每股收益	0.16	0.12	0.12	0.16	0.23
应交税费	-37.7	-28.8	0.0	0.0	0.0	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	3800.8	3613.5	3613.5	3613.5	3613.5	成长性					
其他流动负债	764.6	943.1	1553.1	2250.4	3193.5	营收增长率	15.3%	17.1%	19.2%	18.4%	21.0%
长期借款	2074.4	1929.3	1929.3	1929.3	1929.3	EBIT 增长率	47.3%	-105.8%	-486.5%	142.1%	136.0%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-6.2%	-8.0%	19.8%	31.4%	43.3%
负债合计	21806.0	35385.6	28699.4	35087.7	43771.1	盈利性					
股东权益合计	8428.4	18092.4	18593.9	19274.6	20250.3	销售毛利率	15.2%	14.1%	14.2%	14.4%	15.0%
现金流量表(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	1.1%	0.8%	0.8%	0.9%	1.1%
净利润	704	472	518	681	976	ROE	5.6%	2.4%	2.8%	3.5%	4.8%
折旧与摊销	426	707	692	731	757	ROIC	3.80%	-0.08%	0.47%	0.99%	1.97%
经营活动现金流	738	796	1085	117	57	估值倍数					
投资活动现金流	-1569	-3872	25	25	25	PE	27.4	36.5	35.8	27.3	19.0
融资活动现金流	3188	13371	-8666	3247	4501	P/S	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
现金净变动	2357	10295	-7555	3388	4583	P/B	1.5	1.0	1.0	1.0	0.9
期初现金余额	6697	9642	25946	18391	21780	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	9054	19937	18391	21780	26363	EV/EBITDA	10.9	29.3	21.6	16.5	11.1

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

朱力军，家电行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）、兆驰股份（002429.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908