

公司调研简报

家用电器

彩电、手机等

TCL 集团（000100）
中性

（维持评级）

2009 年 9 月 21 日

初步摆脱 4 年前的激进国际化战略危机

分析师： 王念春 wangnc@guosen.com.cn 0755-82130407

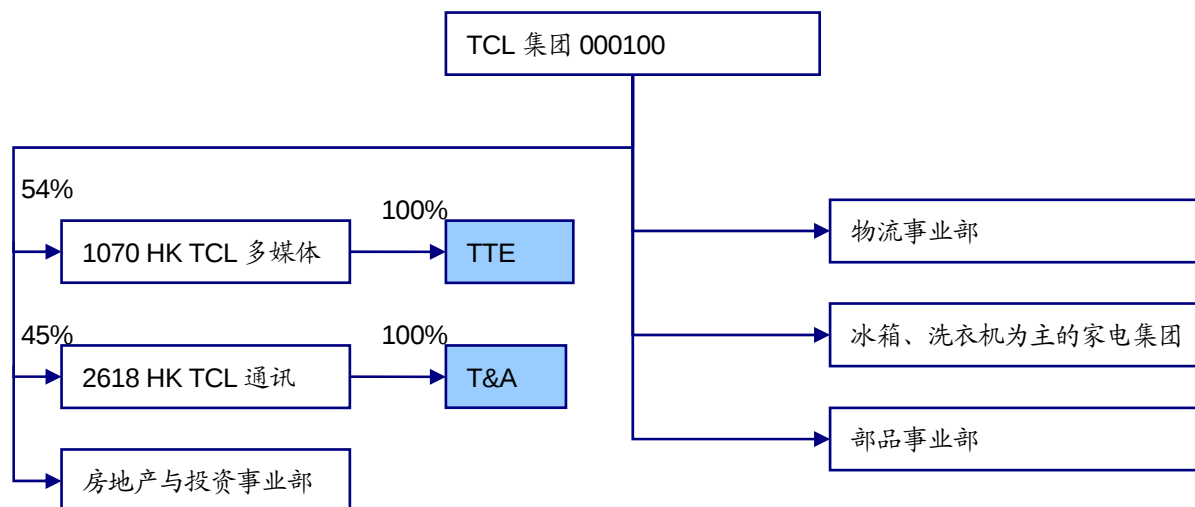
事项：

我们近期对公司惠州生产基地进行了调研，与公司李东生董事长等高管管理团队进行了访谈交流。

评论：

■ 经历 4 年调整，公司初步摆脱 04 年激进国际化的危机

图 1： 公司业务架构



资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

经过 4 年的战略调整，公司目前以 TCL 多媒体和 TCL 通讯为主发展视听多媒体产品和手机为主的通讯产品，兼顾房地产、物流、白电和部品，甚至投资石油项目，我们预期公司的业务架构还会有进一步的调整，但整体而言会比过去 4 年前的调整压力要缓和得多，毕竟公司目前任何一项发展战略调整都会比过去更为谨慎，更为考虑盈利的确定性。

09 年上半年公司完成非公开增发，也计划要发行 10 亿元短期融资券，加上 05 年下半年以后对经营状态的不断调整，公司的资金面有了扭转，才得以完成以上模组和整机的投资建设以及未来进一步的加大投入。我们判断公司目前初步摆脱了 04 年激进国际化战略失误所带来的危机。未来能够能够获得持续成长的良好表现，成为价值投资品种，仍有待于其国际化市场运营能力的提升。

回顾公司 04 年以后的重要事件:

国际化收购, 公司形成了当时全球规模最大的彩电业务以及全球领先规模的移动电话业务:

- ✓ 2004 年 1 月, 公司整体上市 (SH 000100)
- ✓ 2004 年 1 月, 公司、TCL 多媒体 (1070HK, 当时名称为 TCL 国际) 及 Thomson 集团各自的电视机业务及资产合并, 由子公司 TTE 所有和管理, 公司持有 TTE 公司 67% 的股份
- ✓ 2004 年 4 月, 分拆 TCL 通讯 (2618HK) 到香港上市
- ✓ 2004 年 4 月, 公司通过 TCL 通讯并购了阿尔卡特移动电话业务, 成立子公司 T&A 公司, 公司持有该子公司 55% 的股份。

全面收缩调整战略:

- ✓ 2005 年 7-8 月, 公司的国际并购业务全面压缩, 收购了阿尔卡特持有的 T&A 公司 45% 的股份, 收购 Thomson 集团持有的 TTE 公司 33% 的股权, 对海外业务的生产、销售体系进行了压缩调整, 总体目标就是为了尽快降低亏损。
- ✓ 公司在 2006——2009 年期间, 出售了一系列资产来改善公司资金面, 避免陷入更大程度的危机。2005 年 12 月, 公司出售 TCL 国际电工和 TCL 智能楼宇的股权, 获得收益 12 亿元。08 年转让时冠邦置业让获得 645.58 万元, 同时可收回 7404.3 万元应收款。08 年全资子公司 TCL 实业和金钜投资有限公司向法国罗格朗公司 (Legrand France S.A.) 出售 TCL 低压电器 (无锡) 有限公司股权, 获得投资收益 4 亿元。转让 TCL 电脑科技公司股权, 获得 4000 万元投资收益。。09 年 6 月 TCL 多媒体转让无锡数码 45% 的股权增加公司净收益人民币 825 万元。

■ 多媒体海外市场运营能力仍有待提升

从 1070HK 的运转状态来看, 国内市场销售表现良好, 与国内其它品牌之间的差距不会太大, 关键在于海外市场的运营能力能够有一个持续改善和提升。二季度北美市场已经扭亏, 我们认为未来实现全面盈利是可以期待的, 但在海外市场, 公司不同于国内其他品牌多为 OEM 加工, 公司是基于品牌销售和 OEM 销售共进, 并且还有波兰和墨西哥两个生产基地, 因此需要更多的管理、销售费用和运营能力。扭亏之下会有波段性的投资机会, 但长期成长支撑力仍显偏弱。

在这一次的调研过程中, 我们了解到公司的模组和整机一体化项目进程, 有利于公司降低生产成本。

公司在惠州的液晶模组和整机一体化项目已经投产, 产能和实际产量预期如下:

模组——09 年模组产能 220 万台, 实际产量 170 万台。2010 和 2011 年产能分别达到 680 万台和 820 万台。

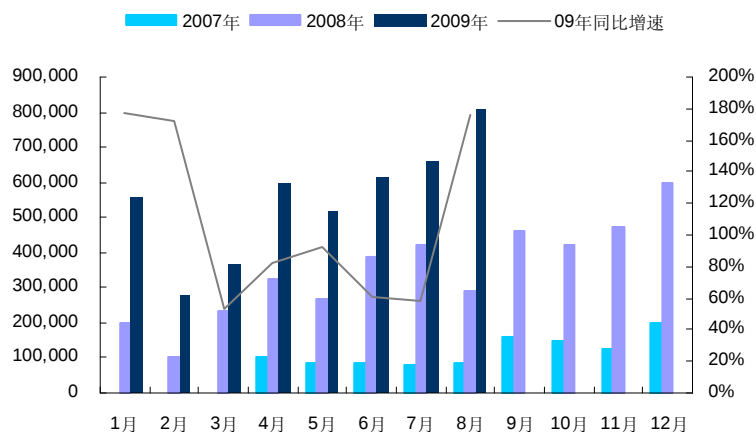
整机——惠州 09 年整机产能 500 万台, 未来目标达到 1000 万台

全球整机产能分布规划——惠州 1000 万台、成都 200 台模组及整机、无锡 300 万台、波兰 300 万台、墨西哥 200 万台

2009 年 1-8 月, 公司在全球销售液晶电视 440 万台, 超过 08 年全年, 其中约 53% 是在中国市场获得的销量, 预期全年达到 800 万台。

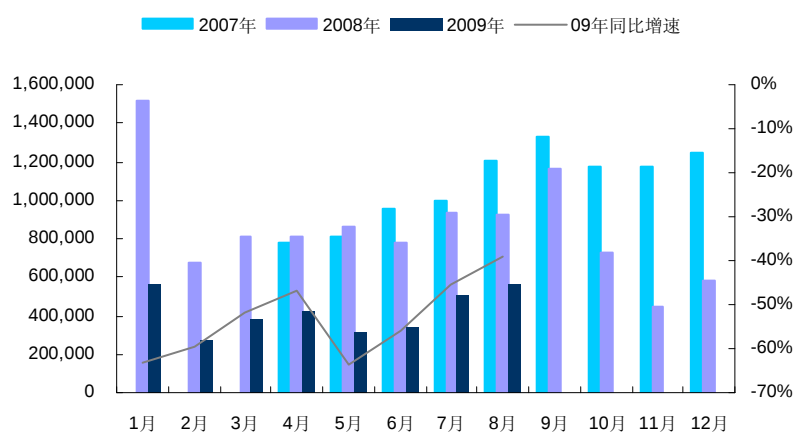
公司在多媒体业务上希望能够首先实现在国内的工业生产能力基础上, 提升海外市场销售能力, 提升产品创新能力。

图 2: 公司液晶电视全球销售 (台、%)



资料来源: 公开信息, 国信证券经济研究所

图 3: 公司 CRT 电视全球销售 (台、%)



资料来源: 公开信息, 国信证券经济研究所

表1: TCL多媒体 (1070 HK) 中国和海外市场销售 (千台、%)

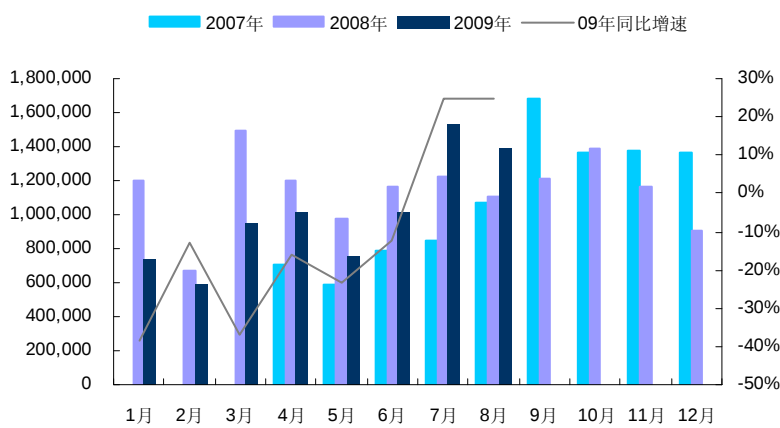
	2009 年上半年		2008 年上半年	同比增长%	
LCD 电视	2,930	1,518		93.00%	
中国市场		1,591	456	248.90%	
海外市场		1,339	1,062	26.10%	
CRT 电视	2,305	5,407		-57.40%	
中国市场		1,426	2,771	-48.50%	
海外市场		879	2,636	-66.70%	
电视合计销售	5,235	6,925		-24.40%	
影音产品销售	9,029	8,154		10.70%	

资料来源: 公司公开资料、国信证券经济研究所

■ 手机业务转向精品战略

2009 年，TCL 通讯聘用杨兴平为执行董事，杨兴平是过去多普达的创始人。在沟通过程中，公司表示要一改过去一味强调低价格、上规模的思路，转变为精品战略，但精品也不意味着一定是中高端产品。公司新推出的针对高中、大学生的新产品，功能针对非常方便的使用 QQ、开心网等。我们从公司的战略思路介绍，产品展示上，感受到公司未来每一类产品的开发，都会有较好的消费者定位，产品设计上非常有针对性。虽然还不能判断公司一定会据此获得盈利的快速增长，因为该类产品的竞争异常激烈，但至少还是比我们过去对公司的中低端产品、产品没有差异化特性的阶段要有所改善。

图 4： 公司手机全球销售（台、%）



资料来源：公开信息，国信证券经济研究所

表 2： TCL 通讯（2618 HK）中国和海外市场手机销售（千台、%）

(千台)	2009	2008	同比增加%
海外市场	3,955	6,086	35%
中国市场	1,103	630	75%
合计	5,058	6,716	25%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

■ 维持对公司的“中性”评级

我们认为公司未来的持续成长确定性上升依赖于其国际化运营能力的提升，维持对公司的“中性”评级。预期 2009、2010、2011 年每股收益 0.11、0.18、0.20-0.23 元。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	6697	4500	4500	4500	营业收入	38419	37651	39533	41510
应收款项	4792	5158	5957	6255	营业成本	32375	31777	33208	34661
存货净额	4554	4311	4503	4697	营业税金及附加	43	0	0	0
其他流动资产	2084	1883	1977	2076	销售费用	3632	3614	3756	3943
流动资产合计	18254	15951	17036	17628	管理费用	1807	1834	1885	1978
固定资产	2841	2937	3007	3046	财务费用	264	93	104	106
无形资产及其他	676	650	624	598	投资收益	435	150	120	80
投资性房地产	894	894	894	894	资产减值及公允价值变动	(233)	(90)	(90)	(90)
长期股权投资	528	528	528	528	其他收入	(4)	0	0	0
资产总计	23193	20960	22089	22693	营业利润	496	392	611	811
短期借款及交易性金融负债	5587	4498	4874	4604	营业外净收支	163	0	0	0
应付款项	6245	6036	6304	6576	利润总额	659	392	611	811
其他流动负债	4835	3689	3848	4019	所得税费用	219	98	153	203
流动负债合计	16666	14222	15026	15199	少数股东损益	(61)	(36)	(56)	(75)
长期借款及应付债券	149	149	149	149	归属于母公司净利润	501	330	514	683
其他长期负债	166	171	176	181					
长期负债合计	315	320	325	330	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	16981	14543	15351	15529	净利润	501	330	514	683
少数股东权益	2228	2203	2164	2112	资产减值准备	24	8	1	1
股东权益	3983	4214	4574	5052	折旧摊销	497	333	366	397
负债和股东权益总计	23193	20960	22089	22693	公允价值变动损失	233	90	90	90
					财务费用	264	93	104	106
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	1269	(1263)	(652)	(142)
每股收益	0.19	0.11	0.18	0.23	其它	(45)	(33)	(40)	(53)
每股红利	0.13	0.03	0.05	0.07	经营活动现金流	2479	(535)	279	976
每股净资产	1.54	1.43	1.56	1.72	资本开支	(269)	(501)	(501)	(501)
ROIC	4%	3%	5%	6%	其它投资现金流	(127)	27	0	0
ROE	13%	8%	11%	14%	投资活动现金流	(454)	(474)	(501)	(501)
毛利率	15.73%	15.60%	16.00%	16.50%	权益性融资	284	0	0	0
EBITDA Margin	3%	2%	3%	3%	支付股利、利息	(327)	(99)	(154)	(205)
收入增长	-2%	-2%	5%	5%	其它融资现金流	1391	(1089)	376	(270)
净利润增长率	27%	-34%	56%	33%	融资活动现金流	198	(1188)	222	(475)
资产负债率	83%	80%	79%	78%	现金净变动	2223	(2197)	0	0
息率	3.4%	1.0%	1.6%	2.1%	货币资金的期初余额	4474	6697	4500	4500
P/E	19.5	33.5	21.5	16.2	货币资金的期末余额	6697	4500	4500	4500
P/B	2.4	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	1873	(1112)	(274)	450
EV/EBITDA	25.2	33.8	25.1	20.1	权益自由现金流	2852	(2271)	25	100

资料来源：公开资料、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

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，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。