

公司简评 TCL 集团 (000100.SZ)

► 2009 年 9 月 23 日

垂直整合产业链 重回增长跑道

谨慎推荐 首次评级

分析师: 朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273

1. 事件

近日, TCL 集团 (000100.SZ) 启动了液晶模组整机一体化工程暨 TCL 液晶产业园三期工程。公司目前拥有 4 条模组生产线, 到 2010 年一季度, 公司将总共拥有 8 条模组生产线, 模组产能将达到 800 万台; 公司投资 6 亿元, 2010 年 5 月将形成 500 万台的整机产能。通过公司三期规划建设, TCL 集团 (000100.SZ) 将最终形成 1000 万台模组和整机生产能力, 成为领先的彩电供应商。

2. 我们的分析与判断

TCL 集团 (000100.SZ) 是国内综合家电龙头制造商之一, 公司的彩电和手机业务曾为行业翘楚。但是, 受国际化战略影响, 公司经营一度放缓。从去年以来, 公司大规模进行彩电业务转型和垂直整合, 以及对相关业务单元进行战略重估, 我们判断, 在未来 1-2 年内公司有望重归快速发展的道路, 推动公司业绩快速增长。

目前, TCL 集团 (000100.SZ) 已经形成 4+2 的产业构架。分别是 TCL 多媒体、TCL 通讯、家电和部品四大产业集团, 房地产与投资和服务两大产业集群。从目前的产品结构来看 (09 年中期数据), TCL 多媒体 (彩电业务) 占据了总收入的 58.8%, 是公司最重要的业务; TCL 通讯和家电业务分别占据了总收入的 10.9% 和 6.8%。我们以下重点分析公司彩电业务和通讯业务竞争策略的转变和未来可能的走向。

公司目前正在加大进行彩电业务转型。1-8 月份公司销售 LCD 彩电 440.6 万台, 同比增长 97.5%, 远远超过行业平均增长速度, 1-8 月销售 CRT 彩电 336.2 万台, 平板电视的销售量已经超过了 CRT 的规模, LCD 彩电将很快成为公司的主力产品。从 LCD 彩电产业链来看, 我们把 LCD 彩电制造划分为面板制造、模组制造和整机制造三个部分, 公司已经投资 6 亿元在惠州建立了整机制造厂, 2010 年将形成 500 万台的整机制造能力, 加上第三期的 500 万台规划产能, 最终公司将形成 1000 万台的整体制造能力, 这个制造能力是非常庞大的, 足以支持公司未来扩张需求; 在模组制造部分, 公司目前拥有 4 条模组生产线, 到 2010 年初将另新增 4 条, 共形成 8 条模组生产线, 年生产能力将达到 800 万片的规模, 加上第三期的规划, 公司最终将形成 1000 万台模组制造规模, 从而与整机制造形成良好的配套; 如果说整机制造和模组制造的投资规模还是以亿和十亿为单位的话, 面板的投资却是以百亿为单位的, 是高投资的行业, 从目前 6 代线—8 代线的情况来看, 单条生产线的投资规模在 150-250 亿人民币, 国内单个彩电制造商难以支撑这样巨大的投资, TCL 集团 (000100.SZ) 已经在面板生产上做了 5 年的探索, 未来有两个选择。第一, 联合国内其他彩电或相关企业共同投资面板制造; 第二, 参股上游面板制造商。从目前的进展来看, 我们判断第二种的可能性日趋增长。如果公司如愿渗透到面板制造领域, 公司的产业链垂直整合将全部完成, 从而将形成完备的产业链条, 竞争力无疑将大大提高。

具体来说, 近期公司启动液晶模组一体化工程是衔接模组制造和整机制造的一个过程, 我们认为这将有益于提升公司产品的竞争力, 具体表现为:

1. 降低单台制造成本。由于减少了物流、包装等成本, 公司产品的单台成本下降, 同时, 也提高了产品周转效率, 缩短了产品营业周期。我们大致估计, 每片将节省 11-29 美元, 这将提升公司产品毛利率水平。

2. 提升综合反应速度。通过一体化建设,公司更多的与面板制造商、IC 厂商进行协作,从而能够了解和把握技术、市场的潜在走向,从而更快的做出相应的决策。
3. 提高产品差异化能力。差异化是提高公司产品竞争力的重要法宝,通过视频处理和控制背光算法等多种手段来提高产品的差异化能力和产品的品质,同时能够加强公司产品的定价能力,有助于提升公司的盈利水平。

总的来看,公司逐步通过产业链延伸,目前在模组制造和整机制造建立了竞争力,逐步建立了液晶电视的综合竞争力。

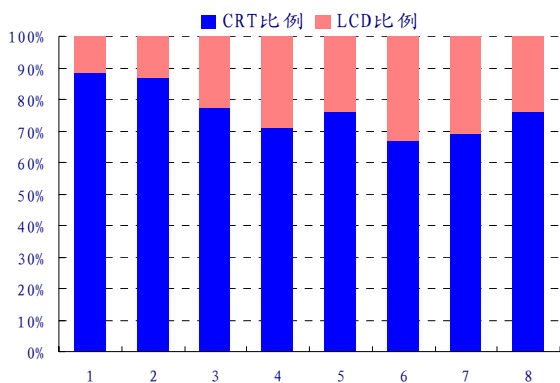
- 产业能力逐步增强。TCL 集团(000100.SZ)通过惠州的液晶产业园建设,已经形成了领先的液晶制造规模;通过产业垂直整合,完善了背光等产业链;通过液晶一体化工程,加强了产品创新能力和反应速度,公司的综合产业能力快速提高。
- 销售渠道建设完成。通过国际市场的销售整合,目前公司已经形成了国内、国际的销售渠道,有利于公司产品的快速销售。
- 创新能力逐步提升。公司研发并推出了 MITV(互联网电视),并在 LED 和 3D 电视等方面形成了一定的技术创新和整合能力。

TCL 通讯业务正走在改变策略的路上。年初,公司引进了多普达创始人杨兴平博士作为公司通讯业务总裁,公司手机业务经营策略将转变为精品战略,将过去仅销售硬件的一次性盈利模式转变为以内容服务为载体的连续性多次的盈利模式。公司陆续推出附带 MSN、QQ 等软件的年轻时尚型手机产品,通过技术上的优势来避开山寨手机的威胁,同时,希望通过差异化的运营来获取利润。如果这个盈利模式能够成功,公司的手机业务将从红海进入到蓝海。2009 年上半年,公司的通讯业务亏损 1.04 港元,不过,最近两个月公司手机销售有明显回升,1-8 月份共销售手机 797 万台。我们判断,下半年公司通讯业务亏损将继续收窄,甚至有盈利的可能。

3. 投资建议

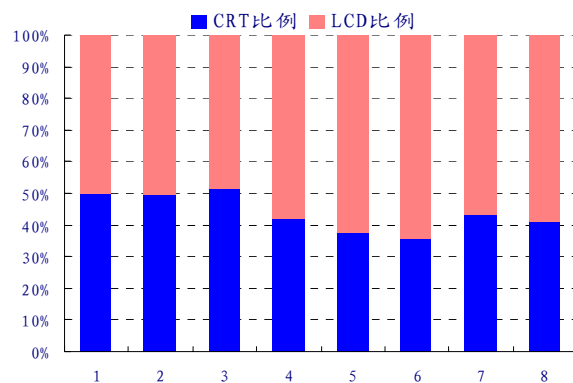
我们认为 TCL 集团(000100.SZ)正在逐渐摆脱国际化带来的负面影响,随着在彩电产业链上的快速垂直整合,在未来 1-2 年中,公司在平板电视上的竞争力逐步上升,从而推动公司业绩增长;另外,通讯业务通过转变为精品竞争策略,公司有望从红海进入到蓝海。目前,公司具有较强的产业能力,我们认为公司正逐步进入到快速发展的轨道中,从中长期看,公司目前处于恢复增长的初期,我们预计 2009、2010 和 2011 年每股收益分别为 0.12 元、0.2 元和 0.29 元,对应的 PE 为 30.87X、18.45X 和 12.82X,给予公司“谨慎推荐”评级。

图 1 TCL 集团 2008 年 CRT 彩电和 LCD 彩电销售比例



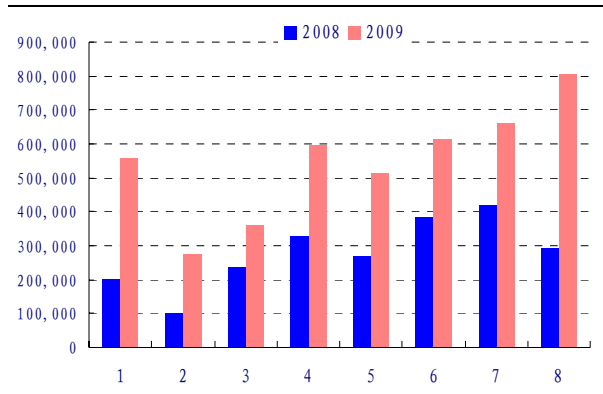
资料来源:公司公告 中国银河证券研究所

图 2 TCL 集团 2009 年 CRT 彩电和 LCD 彩电销售比例



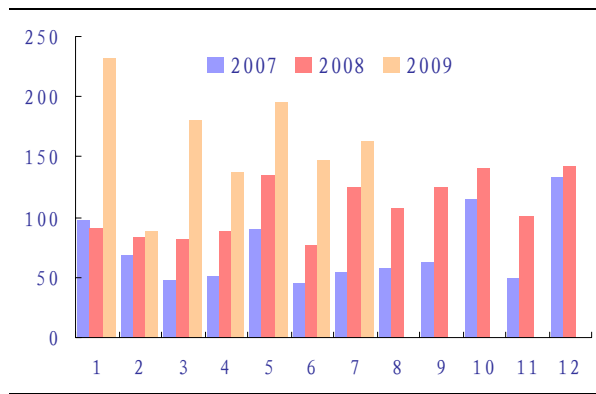
资料来源:公司公告 中国银河证券研究所

图3 2008、2009年1-8月CRT彩电和LCD彩电销售(台)



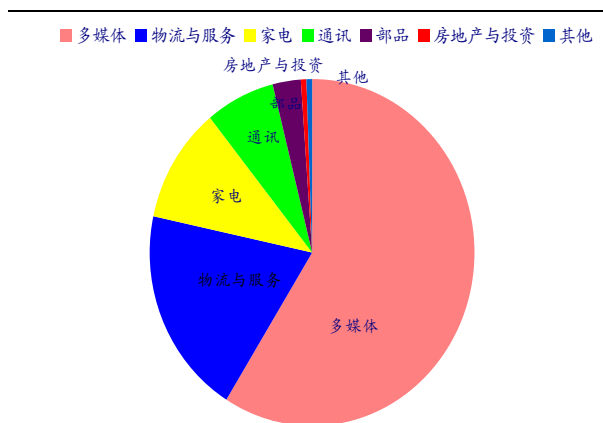
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

图4 2007-2009年中国LCD-TV内销销售量(万台)



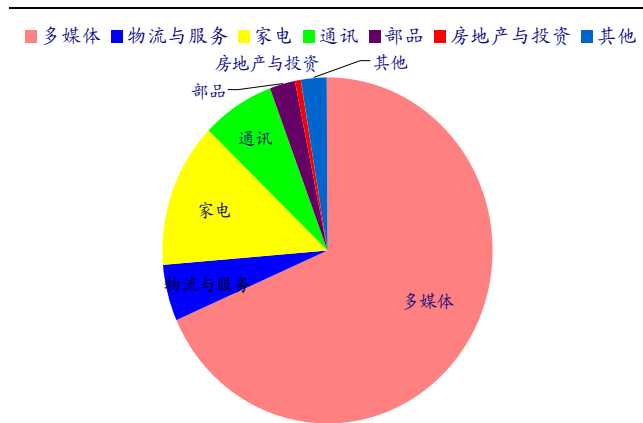
资料来源: 产业在线 中国银河证券研究所

图5 2009年上半年公司各产品收入占比



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

图6 2009年上半年公司各产品毛利占比



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

表1: TCL集团重要财务数据预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	39067.56	38419.26	36136.61	39450.87	44517.90
EBITDA(百万元)	918.38	1081.18	1171.19	1490.62	1899.80
净利润(百万元)	395.82	501.11	352.94	590.60	849.60
摊薄 EPS(元)	0.15	0.19	0.12	0.20	0.29
PE(X)	24.24	19.15	30.87	18.45	12.82
EV/EBITDA(X)	13.13	10.05	9.61	6.87	4.72
PB(X)	1.70	1.54	1.45	1.32	1.16
ROIC	1.77%	3.13%	4.32%	6.62%	9.41%
总资产周转率	1.83	1.75	1.76	2.15	2.24

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）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）、深康佳 A（000016.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）

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）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 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

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