

动态报告/公司快评

家用电器

多媒体、通信终端

TCL 集团（000016）

调研简报

谨慎推荐

（维持评级）

2009 年 12 月 23 日

盈利扭转趋势显现

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

事项：

近期我们对公司进行调研，与公司高管进行了充分交流。

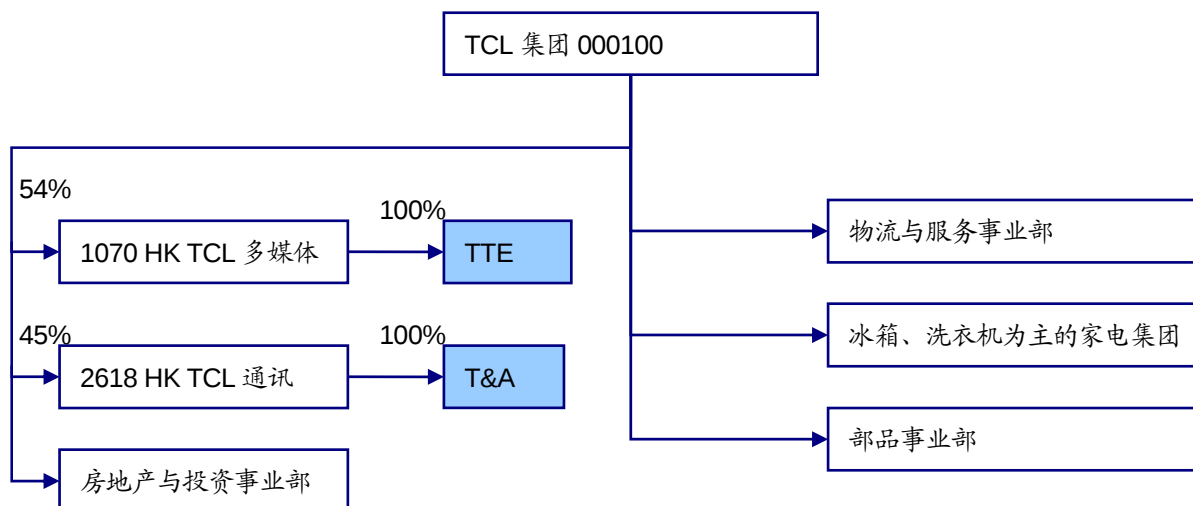
评论：

■ 公司简介：综合 LCD 产业链龙头公司

相对其他彩电上升公司而言，公司所涉及业务较多，且公司为控股集团公司，利润来源计算也就相对比其他同行要复杂一些。为了更好的让投资者了解公司的收入、利润来源构成，我们这里首先梳理一下公司的架构和利润来源。

公司在液晶电视整机生产的基础上，2009 年进一步形成成为液晶模组-整机一体化研发和制造企业，未来增发募集资金进入液晶面板产业后，公司将形成国内唯一的 LCD 电视产业链龙头企业，覆盖液晶面板——模组——整机。在 LCD 电视产业链上不断扩大延伸的基础上，公司的手机通讯业务、渠道物流、部品业务等也形成公司的成熟支柱产业。从公司架构上继续保持为一个控股公司。当前业务架构见下图所示。

图 1： 公司业务架构

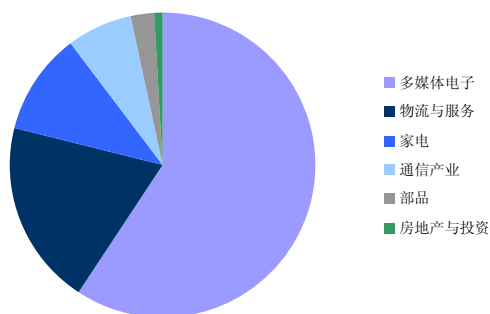


资料来源：公开信息、国信证券经济研究所

从上图，我们可以理出公司利润来源主要为以下几项：

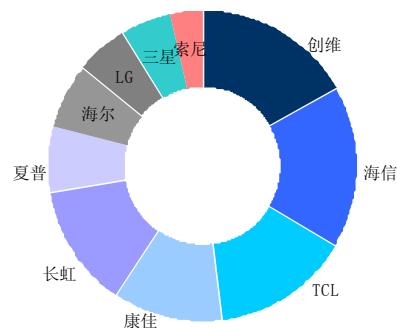
- ✓ TCL 多媒体：主要是电视销售以及其他数码多媒体产品（如 DVD），从盈利区域来说，我们可以分为中国市场、出口自有品牌销售和 OEM 加工出口。
- ✓ TCL 通讯：主要是手机终端出口和内销，80%为外销。外销主要是通过运营商销售。
- ✓ 渠道物流：翰林汇代理销售消费电子产品获取利润，每年利润都非常稳健，预期在 2009 年 2.2 亿元利润的基础上，未来进一步有所增长。
- ✓ 其他补充部分：奥鹏教育网、地产增值、与多媒体产品有关的部品业务

图 1：公司 2009 年 1-6 月收入比率分布（%）



资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

图 2：国内液晶电视市场占有率排名（按销售量 %）



资料来源：行业在线、国信证券经济研究所

国内液晶电视销售处于第一集团、海外市场业绩掌控能力上升

我们从图 2 可以看出，公司在国内的液晶电视销售中，从销售量和销售额而言都处在第一集团，即与创维、海信之间差距并不太大。而海外销售当中，在受到国外金融危机的影响之下，2009 年海外市场上也已经出现盈利上的扭转，我们认为未来实现全面盈利上升是可以期待的。与国内海信、创维相比，由于公司是整体国际化运营公司，因此销售和管理费用比率会高出一些。我们从表 1 和表 2 的数据中可以明显看到，公司在电视销售上的快速增长以及海外市场盈利能力的上升。

表1: TCL多媒体（1070 HK）中国和海外市场销售（千台、%）

		2009 年 1-9 月	2008 年 1-9 月	同比增长%
LCD 电视		5,527	2,693	105.24%
	中国市场	2,984	785	280.13%
	海外市场	2,543	1,908	33.28%
CRT 电视		9,607	11,121	-13.61%
	中国市场	5,262	5,192	1.35%
	海外市场	4,345	5,929	-26.72%
电视合计销售		15,134	13,814	9.56%
影音产品销售		15,681	13,358	17.39%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

我们在估算利润的时候，可以大致假设公司 2010 年在国内市场获得 160 亿元销售收入，按 3.5% 的净利润率估算，可以获得约 5.5 亿元净利润，另外公司 OEM 加工出口估算获得 1 亿元利润，而其他品牌出口获得盈亏平衡，再加上家

庭网络产品的盈利，可以大致估算 2010 年 TCL 多媒体获得净利润 6.5 亿元，折算到控股集团获得 3.8 亿元净利润。

表2: TCL多媒体 (1070 HK) 分部业绩 (千港元、)

	2009 年 1-6 月收入	2009 年 1-6 月业绩	2009 年 1-9 月收入	2009 年 1-9 月业绩
电视机—中国市场	5,992,719	312,852	10,909,550	362,375
电视机—海外市场	3,748,101	-27,155	7,089,270	-971
家庭网络	1,551,449	61,271	2,934,132	159,734
其他	99,081	-31,061	164,582	-27,270

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

■ 手机：国内经营改观值得期待

公司的手机销售大部分在海外实现，这部分产品都是通过运营商销售，定位属于价廉物美的品牌机以及运营商的定制机。这部分产品的盈利空间是相当可控的，2009 年由于金融危机的影响使得运营商订单下降，加上国内产品销售开发的费用支出，削弱了公司在海外销售的利润所得。

2010 年预期海外手机订单会有 70% 以上的增长，国内市场继续推行精品战略，但精品也不意味着一定是中高端产品。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成长，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。从 2009 年的销量上看，国内市场销售已经出现了较好的增长状态。

2010 年估计海外手机订单达到 2500-3000 万台，即便我们假设 1 台手机盈利 1 个美元，手机国内销售实现大约 4000-5000 万元利润，那么预期 TCL 通讯 2010 年可以获得净利润约 2.4-2.5 亿元，折算到控股集团公司获得 1.1 亿元。

表3: TCL通讯 (2618 HK) 中国和海外市场手机销售 (千台、%)

(千台)	2009 年 1-9 月	2008 年 1-9 月	同比增加%
海外市场	7,448	8,991	-17%
中国市场	1,850	1,273	45%
合计	9,298	10,264	-9%

资料来源：公司公开资料、国信证券经济研究所

■ 渠道物流与服务、部品业务等形成稳健成长的利润来源

公司每年的物流和服务的销售收入都非常稳健，代理销售其他品牌的消费电子产品，形成稳健成长的利润来源。2008 年这部分收入达到近 60 亿元，2009 年预期收入达到 73 亿元，利润约 2.3 亿元，源。其他部品、房地产开发、奥鹏教育网等有类似表现。

估算翰林汇 2010 年销售收入达到 80-85 亿元，净利润 2.4 亿元。

■ 盈利扭转趋势显现、维持“谨慎推荐”评级

通过我们对上市公司业务关键点的分析，我们认为公司所处行业相比 2005-2007 年间更有利于国内品牌的盈利成长，同时公司经过今年来的调整，形成了：

在国内液晶电视行业较强的竞争实力，同时海外经营业绩掌控能力上升

手机海外销售盈利上升空间较大，国内市场培育上升潜力显现

渠道物流与服务、部品等业务形成稳健的利润来源

总体而言我们认为公司盈利上升拐点出现。在此基础上，通过增发融资进入液晶面板行业，具备稳妥的盈利基础和经营能力。我们预期公司 2009、2010 年每股收益 0.12 元和 0.21 元。

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±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±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。