

毛利率有望重拾升势，非经常性损益影响利润

TCL 集团 (000100)

评级: 增持 (维持)

股价: 5.47 元

年报点评

2010 年 03 月 11 日 星期四

TMT 小组

李军政 康志毅

010-59707117

ljz@longone.com.cn

家用电器

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

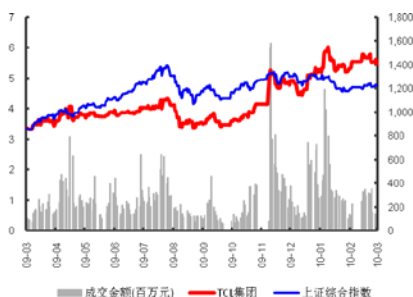
重要数据

总股本(亿股)	29.37
流通股本(亿股)	24.97
总市值(亿元)	160.65
流通市值(亿元)	136.61

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.82	0.59
3 个月	11.18	17.49
6 个月	56.73	52.49

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **收入增长利润下滑，第四季度利润贡献度较大。**公司 2009 年实现营业收入 442.95 亿元，同比增长 15.29%；净利润 4.70 亿元，同比下降 6.19%；基本每股收益 0.1667 元，同比减少 13.98%；第四季度实现营业收入 136.16 亿元，净利润 3.17 亿元，每股收益 0.11 元，约占全年的三分之二。
- **毛利率逐年下滑，但彩电和手机等主营业务毛利提升。**09 年营业收入主要来自多媒体业务和笔记本分销业务，占比分别为 62%和 18%。综合毛利率 15.21%，同比降低 0.51 个百分点，但多媒体业务、部品业务和移动电话业务毛利率分别提升了 0.25、2.56 和 3.41 个百分点，表明彩电和手机等主营业务经营状况好转。期间费用率 13.52%，同比降低 1.33 个百分点。
- **液晶电视业务向中上游延伸，毛利率下滑趋势有望扭转。**公司已有华南、华东和华西三大液晶电视生产基地，已有 6 条液晶模组生产线投产，还有 2 条将于 10 年上半年投产，未来还将逐步增加生产线数量，与深圳市政府合资的 8.5 代液晶面板生产线已于 1 月 16 日开工建设，公司在液晶电视产业链上的垂直整合将使综合毛利率下滑趋势有望扭转。
- **LCD 电视和移动电话将成主要增长点。**今年我们预计 LCD 电视仍然会爆发式增长，前 2 个月销售数据也印证了这一观点，LCD 电视和移动电话分别同比增长高达 83%和 165%，我们认为这两大业务将是 10 年的主要增长点。
- **非经常性损益严重影响利润。**09 年营业外收入为 4.5 亿元，与净利润相差无几，除政府补贴 2.46 亿元外，石油公司投资收益高达 1.25 亿元，此类投机性收入对公司利润影响较大。扣除非经常性损益后的净利润仅为 2.13 亿元，虽然同比增长高达 213.39%，但仅占营业收入的 0.48%。
- **维持“增持”评级。**预计 2010-2012 年 EPS 为 0.18 元、0.25 元、0.44 元，对应当前股价 5.47 元的 PE 分别为 30.0X、22.1X、12.4X，考虑到平板电视的爆发可能使今年业绩超预期，维持公司“增持”评级。
- **风险提示。**面板项目低于预期风险，技术路线风险，非经常性损益风险。

表 1. TCL 集团第四季度业绩对比

单位: 百万元	2009A	2008A	YoY	4Q2009	4Q2008	YoY	3Q2009	QoQ
营业收入	44,295.16	38,419.26	15.29%	13,615.82	9,435.55	44.30%	13,153.20	3.52%
增长率	15.29%	-1.66%	16.95%	44.30%	-12.38%	56.69%	34.18%	10.12%
毛利率	15.22%	15.73%	-0.51%	15.06%	16.70%	-1.64%	14.64%	0.42%
营业成本	37,551.41	32,374.59	15.99%	11,565.02	7,859.91	47.14%	11,227.55	3.01%
营业税金及附加	48.85	43.47	12.38%	15.71	19.30	-18.59%	8.76	79.35%
期间费用率	13.52%	14.84%	-1.33%	12.15%	15.90%	-3.75%	13.40%	-1.25%
销售费用	3,890.03	3,632.06	7.10%	970.01	889.09	9.10%	1,239.65	-21.75%
销售费用率	8.78%	9.45%	-0.67%	7.12%	9.42%	-2.30%	9.42%	-2.30%
管理费用	1,977.19	1,807.12	9.41%	620.00	549.07	12.92%	508.11	22.02%
管理费用率	4.46%	4.70%	-0.24%	4.55%	5.82%	-1.27%	3.86%	0.69%
财务费用	120.82	264.14	-54.26%	64.24	62.02	3.58%	14.49	343.40%
财务费用率	0.27%	0.69%	-60.33%	0.47%	0.66%	-28.22%	0.11%	328.33%
资产减值损失	167.96	152.86	9.88%	100.64	99.62	1.03%	17.91	461.97%
投资净收益	154.71	435.11	-64.44%	31.51	37.10	-15.07%	24.49	28.66%
营业利润	590.73	496.36	19.01%	293.13	9.33	3042.98%	133.21	120.04%
增长率	19.01%	157.56%	-138.55%	3042.98%	159.52%	2883.47%	-15.81%	3058.79%
营业利润率	1.33%	1.29%	0.04%	2.15%	0.10%	2.05%	1.01%	1.14%
加: 营业外收入	449.79	267.89	67.90%	254.37	118.64	114.40%	64.54	294.10%
减: 营业外支出	65.84	105.03	-37.31%	4.92	66.23	-92.57%	16.25	-69.70%
利润总额	974.67	659.23	47.85%	542.58	61.74	778.85%	181.51	198.92%
减: 所得税	271.13	218.71	23.97%	85.81	42.86	100.22%	61.41	39.72%
实际所得税率	27.82%	33.18%	-5.36%	15.82%	69.42%	-53.60%	33.84%	-18.02%
六、净利润	703.54	440.52	59.71%	456.77	18.88	2319.20%	120.10	280.33%
净利率	1.59%	1.15%	0.44%	3.35%	0.20%	3.15%	0.91%	2.44%
减: 少数股东损益	233.47	(60.59)	485.34%	140.10	(11.80)	1287.27%	65.60	113.56%
归属于母公司所有者的净利润	470.07	501.11	-6.19%	316.67	30.68	932.13%	54.49	481.10%
增长率	-6.19%	26.60%	-32.80%	932.13%	-85.06%	1017.18%	-35.10%	967.22%
每股收益 (元)	0.17	0.19	-13.98%	0.11	0.01	808.91%	0.02	481.10%

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

表 2. TCL 集团盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	39,067.6	38,419.3	44,295.2	54,633.1	64,421.1	79,625.3
增长率	-19.8%	-1.7%	15.3%	23.3%	17.9%	23.6%
多媒体电子产业	20,717.0	22,930.5	26,737.9	32,085.4	36,898.2	45,384.8
移动通讯产业	4,825.2	4,024.9	3,830.9	6,129.5	7,968.3	9,562.0
家电产业	3,816.1	3,556.1	3,119.9	3,431.9	3,775.1	4,341.3
部品产业	1,243.0	1,231.4	1,204.2	1,565.4	1,878.5	3,381.3
房地产与投资	559.3	115.0	151.7	166.8	196.9	252.0
物流与服务	5,354.7	5,856.0	7,718.1	9,261.7	11,114.1	13,336.9
其他	2,552.3	705.4	1,532.6	1,992.3	2,590.0	3,367.0
综合毛利率	16.5%	15.7%	15.2%	15.9%	15.7%	16.5%
营业成本	32,609.0	32,374.6	37,551.4	45,941.9	54,315.4	66,448.4
营业税金及附加	65.9	43.5	48.9	53.0	62.0	74.0
期间费用率	16.4%	14.8%	13.5%	14.4%	14.0%	13.9%
销售费用	4,093.9	3,632.1	3,890.0	5,354.0	5,926.7	7,166.3
销售费用率	10.5%	9.5%	8.8%	9.8%	9.2%	9.0%
管理费用	2,043.0	1,807.1	1,977.2	2,458.5	2,898.9	3,662.8
管理费用率	5.2%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%
财务费用	270.5	264.1	120.8	54.6	193.3	238.9
财务费用率	0.7%	0.7%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%
资产减值损失	128.7	152.9	168.0	200.0	220.0	250.0
公允价值变动净收益	217.3	(79.7)	(103.1)	0.0	0.0	0.0
投资净收益	125.8	435.1	154.7	170.0	188.0	207.0
营业利润	192.7	496.4	590.7	741.0	992.7	1,992.0
增长率	-106.0%	157.6%	19.0%	25.4%	34.0%	100.7%
营业利润率	0.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	2.5%
加: 营业外收入	357.3	267.9	449.8	330.0	420.0	470.0
减: 营业外支出	97.5	105.0	65.8	90.0	100.0	110.0
利润总额	452.6	659.2	974.7	981.0	1,312.7	2,352.0
减: 所得税	124.1	218.7	271.1	215.8	288.8	541.0
实际所得税率	27.4%	33.2%	27.8%	22.0%	22.0%	23.0%
净利润	328.5	440.5	703.5	765.2	1,023.9	1,811.0
减: 少数股东损益	(67.4)	(60.6)	233.5	227.0	297.0	510.0
归属于母公司所有者的净利润	395.8	501.1	470.1	538.2	726.9	1,301.0
增长率	-121.3%	26.6%	-6.2%	14.5%	35.1%	79.0%
净利润率	1.0%	1.3%	1.1%	1.0%	1.1%	1.6%
摊薄每股收益(元)	0.13	0.17	0.16	0.18	0.25	0.44

资料来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 家电行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 两年证券从业经验。

重点跟踪公司: 青岛海尔、美的电器、TCL 集团、同洲电子、华意压缩等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122