

TCL 集团 (000100.sz)

三季报各业务有喜有忧，总体增长低于预期

惠毓伦 分析师

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260200010112

三季报各业务有喜有忧，总体增长低于预期

TCL 集团 29 日发布三季报。集团前三季度实现营业收入 362.2 亿元，同比增长 18.43%。其中多媒体业务收入 167.08 亿元，同比下降 10.15%；移动通讯业务收入 49.08 亿元，同比大幅增长 132.94%；家电业务实现收入 34.91 亿元，同比增长 37.44%。公司前三季度实现净利润 1.95 亿元，同比增长 27.43%。

多媒体业务：产品存货清理完成，不利局面有望扭转

前三季集团多媒体业务收入增速低于预期主要因为：一、09 年集团对彩电市场增长过于乐观，导致较高存货水平。二、10 年具备全产业链优势的海外品牌降价导致国内品牌份额降低。虽然当前市场竞争环境依旧未有改变，但集团 9 月已基本完成库存清理，同时随着多媒体科技控股公司新 CEO 赵总的上任，集团在前三季度多媒体方面的不利局面将有望在四季度得以改观。

8.5 代线项目前景依然有待时间检验

集团 8.5 代线的建设较为顺利，目前主设备已经发出，技术与管理团队已搭建完成，同时 12.8 亿的银团贷款也已基本到位，明年 8 月有望试生产。然而集团在该部分投资依旧存在盈利的变数。

盈利预测与估值

基于对集团基本面的判断，我们预测 10~12 年集团 EPS 分别为 0.09、0.12、0.15 元，给予集团 11 年 35 倍市盈率，目标价 4.13 元，给予集团“持有”评级。

风险提示

集团在多媒体业务方面较大受制于上游以及海外品牌的状况在短时期内无解，而集团筹建的 8.5 代线项目未来存在产能利用率不足、巨额折旧等风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	38,413.78	44,287.22	46817.8	54257.9	62205.3
增长率 (%)	-1.66%	15.29%	5.70%	15.89%	14.65%
EBITDA(百万元)	1,420.64	1,498.94	260	1644	3119
净利润(百万元)	501.11	470.07	365.18	499.53	644.94
增长率 (%)	26.60%	-6.19%	-22.3%	36.8%	29.1%
每股收益 (元)	0.194	0.160	0.09	0.12	0.15
市盈率	13.52	32.04	46.1	33.7	26.1
市净率	1.70	2.85	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.57	10.55	42.8	10.1	4.6

数据来源: TCL 集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	3.94
目标价格(元)	4.13
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	5.07%	-6.41%	-1.25%
沪深 300	17.97%	18.71%	2.07%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

4,238.11/2,801.48

主要股东:

惠州市投资控股有限公司

主要股东持股比例

9.80%

财务比率

ROE	8.88%
ROA	4.10%
资产负债率	72.12%
每股净资产(元)	1.80

2009 年报数据

三季报各业务有喜有忧，总体增长低于预期

TCL 集团 29 日发布三季报。同时于次日举办业绩说明会。集团总裁李东生先生、多媒体科技 CEO 赵总及通讯科技 CEO 郭总等集团高管皆出席与投资者进行深入交流。

集团前三季度实现营业收入 362.2 元，同比增长 18.43%。其中多媒体业务收入 167.08 亿，同比下降 10.15%；移动通讯业务收入 49.08 亿，同比大幅增长 132.94%；家电业务实现收入 34.91 亿，同比增长 37.44%。公司前三季度实现净利润 1.95 亿，同比增长 27.43%。

从收入结构上来看，由于 LCD 业务收入增速的低于预期（同时也低于其他业务），公司多媒体业务收入占比有显著下降。而手机销售收入与白电销售收入的快速增长使这两部分收入占比提升较快。然而随着集团多媒体业务步入正轨，多媒体业务将依旧是集团业务的重心与主力。

多媒体业务：产品存货清理完成，不利局面有望扭转

前三季度集团多媒体业务收入增速低于预期以及毛利率水平下降主要源于两个方面：一是 09 年集团对来年彩电市场的整体性增长过于乐观进而导致较高的存货水平。二是 10 年具备全产业链的海外品牌通过降低产品价格，进而在二二级市场获得了较大的市场份额。

市场整体的增长低于预期，同时集团市场份额出现下滑，使得集团在多媒体业务领域收入负增长。

虽然当前市场竞争环境依旧未有改变，但集团 9 月已基本完成库存清理，同时随着多媒体科技控股公司新 CEO 赵总的上任，集团在前三季度多媒体方面的不利局面将有望在四季度得以改观。

通讯业务异军突起，未来高速增长可期

集团通信业务在前三季度实现了强劲的增长，主要源于四个方面：一是美国、非洲等低基数市场实现突破；二是公司产品力有所提升；三是在一些国家进行开放式渠道的探索较为成功；四是 ODM 方面实现大客户突破。集团对通讯业务抱以厚望，同时通讯科技控股积极向中端市场（包括平板电脑市场）进行拓展，我们认为未来两年集团通讯业务还将保持较高速的增长。

8.5 代线项目前景依然有待时间检验

集团 8.5 代线的建设较为顺利，目前主设备已经发出，技术与管理团队已搭建完成，同时 12.8 亿的银团贷款也已基本到位，明年 8 月有望试生产。然而集团在该部分投资依旧存在盈利的变数。

盈利预测与估值

基于对集团基本面的判断，我们预测 10~12 年集团 EPS 分别为 0.09、0.12、0.15 元，给予集团 11 年 35 倍市盈率，目标价 4.13 元，给予集团“持有”评级。

风险提示

集团在三媒体业务方面较大受制于上游以及海外品牌的状况在短时期内无解，而集团筹建的 8.5 代线项目未来存在产能利用率不足、巨额折旧等风险。

资产负债表

单位：百万元

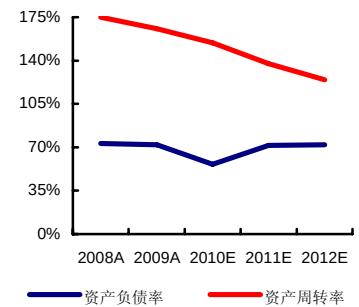
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	18,254	24,602	22,541	33,340	37,887
货币资金	6,697	9,642	7,764	16,810	19,185
应收及预付	5,040	8,274	9,256	10,703	12,091
存货	4,554	6,636	5,416	5,706	6,481
其他流动资产	1,963	50	106	121	131
非流动资产	4,939	5,633	7,816	15,013	13,604
长期股权投资	528	867	1,118	1,328	1,578
固定资产	2,730	3,069	2,613	11,362	9,546
在建工程	111	437	2,437	637	760
无形资产	1,175	939	1,349	1,338	1,322
其他长期资产	394	321	298	348	398
资产总计	23,193	30,234	30,357	48,353	51,491
流动负债	16,666	19,419	15,057	18,038	20,511
短期借款	5,110	5,014	0	0	0
应付及预收	9,078	13,159	15,057	18,038	20,511
其他流动负债	2,478	1,247	0	0	0
非流动负债	315	2,387	2,074	16,574	16,574
长期借款	24	2,074	2,074	16,574	16,574
应付债券	125	0	0	0	0
其他非流动负债	166	312	0	0	0
负债合计	16,981	21,806	17,131	34,612	37,085
股本	2,586	2,937	4,238	4,238	4,238
资本公积	1,926	2,451	5,582	5,582	5,582
留存收益	-577	-107	258	758	1,402
归属母公司股东权益	3,983	5,293	10,079	10,578	11,223
少数股东权益	2,228	3,136	3,147	3,163	3,183
负债和股东权益	23,193	30,234	30,357	48,353	51,491

利润表

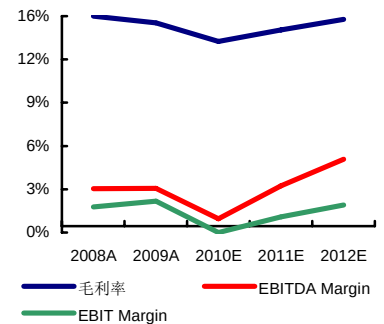
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	38419	44295	46818	54258	62205
营业成本	32375	37552	40341	46281	52567
营业税金及附加	43	49	51	60	68
销售费用	3632	3890	4565	5182	5910
管理费用	1807	1977	2083	2360	2675
财务费用	264	121	123	573	1018
资产减值损失	153	168	0	0	0
公允价值变动收益	-80	-103	125	65	60
投资净收益	435	155	90	90	90
营业利润	496	591	-131	-42	118
营业外收入	268	450			
营业外支出	105	66			
利润总额	659	975	519	705	911
所得税	219	271	143	190	246
净利润	441	704	376	515	665
少数股东损益	-61	233	11	15	20
归属母公司净利润	501	470	365	500	645
EBITDA	1077	1254	260	1644	3119
EPS (元)	0.19	0.16	0.09	0.12	0.15

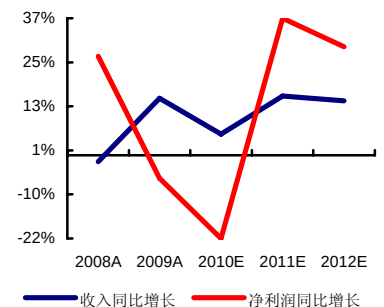
资产负债率趋势



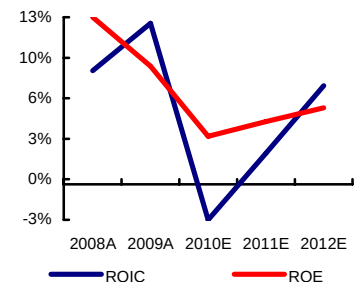
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

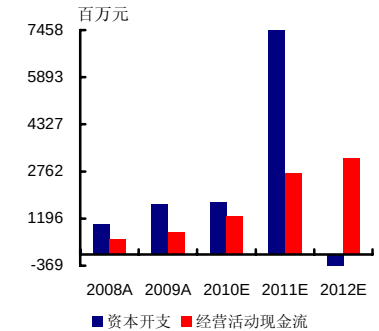
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	504	738	1,253	2,697	3,183
净利润	441	704	376	515	665
折旧摊销	519	426	482	1,268	2,132
营运资金变动	-652	-707	1,109	1,244	311
其它	196	316	-715	-330	75
投资活动现金流	-878	-1,569	-1,913	-7,578	209
资本支出	-1,000	-1,698	-1,752	-7,458	369
投资变动	122	59	-286	-185	-220
其他	0	70	125	65	60
筹资活动现金流	404	3,148	-1,219	13,927	-1,018
银行借款	13,236	15,244	-5,014	14,500	0
债券融资	-12,716	-13,183	-501	0	0
股权融资	284	1,550	4,432	0	0
其他	-400	-463	-136	-573	-1,018
现金净增加额	30	2,317	-1,878	9,047	2,375
期初现金余额	4,474	6,697	9,642	7,764	16,810
期末现金余额	4,504	9,014	7,764	16,810	19,185

主要财务比率

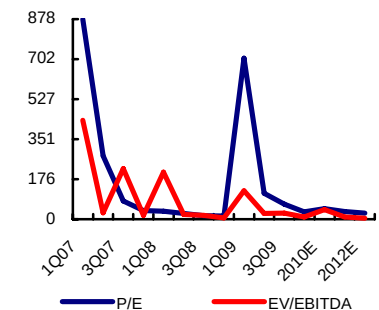
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	-1.7%	15.3%	5.7%	15.9%	14.6%
营业利润	157.6%	19.0%	-122.1%	67.8%	381.7%
归属于母公司净利润	26.6%	-6.2%	-22.3%	36.8%	29.1%
获利能力					
毛利率	15.7%	15.2%	13.8%	14.7%	15.5%
净利率	1.1%	1.6%	0.8%	0.9%	1.1%
ROE	12.6%	8.9%	3.6%	4.7%	5.7%
ROIC	8.5%	12.1%	-2.7%	2.3%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	72.1%	56.4%	71.6%	72.0%
净负债比率	-16.5%	-28.3%	-43.8%	-2.6%	-19.0%
流动比率	1.10	1.27	1.50	1.85	1.85
速动比率	0.81	0.89	1.08	1.48	1.48
营运能力					
总资产周转率	1.75	1.66	1.55	1.38	1.25
应收账款周转率	9.99	9.89	10.40	10.43	10.74
存货周转率	6.79	6.71	7.45	8.11	8.11
每股指标 (元)					
每股收益	0.19	0.16	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.19	0.25	0.30	0.64	0.75
每股净资产	1.54	1.80	2.38	2.50	2.65
估值比率					
P/E	13.5	32.1	46.1	33.7	26.1
P/B	1.7	2.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.4	10.1	42.8	10.1	4.6

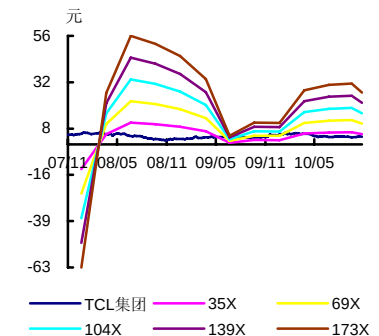
资本支出与经营活动现金流



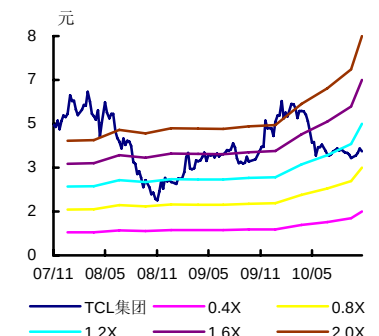
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，26 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

王俊爽，研究助理，南京大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wjs2@gf.com.cn, 020-87555888-615。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。