

2011-02-26

家电行业

TCL 集团 000100-SZ

主业低谷期将过

◇ 事件：公司公布年报

◆公司业绩

公司 2010 年收入 589 亿元，同比增长 14%；归属于母公司净利润 4.3 亿元，同比下滑 8%；扣除非经常性损益后净利润-2.3 亿元；公司当期收到大额高世代液晶面板项目补贴。

公司业务亏损主要来自于彩电业务。当期子公司 TCL 多媒体亏损达到 8.6 亿；另一重要子公司 TCL 通讯盈利大增，达到 6.1 亿；而从事笔记本分销的翰林汇利润为 2.6 亿元，维持稳定。

◆多媒体业处于低谷

2010 年公司多媒体业务颇为不顺。全年收入下滑 12%，LCD 销量国内增长 11%，明显低于行业增长；海外下滑 4%，主要是由于北美业务重组和策略 OEM 客户结构调整导致。期间，公司战略发生偏差，将智能电视作为业务重点，LED 电视发展落后于竞争对手，错过了市场机遇。同时公司 CCFL 液晶电视库存过多，产品售价大幅下降带来大额亏损。我们预计公司液晶电视销量已经见底，1 月销量增长 9%。预期公司未来将增加策略 OEM，为消化面板产能做准备。当前可以认为是多媒体业务的低谷。

◆通讯业务强势增长

公司通讯业务是 2010 年最大的利润增长点，全年收入增长 98%，公司也因此进入全球十大手机生产企业。通讯业务中海外手机销量占比高达 94%，其中新兴市场尤其拉丁美洲和非洲需求的增长是主要的推动力。目前，公司的手机业务还保持着良好的增长势头。公司通讯业务在国内表现不佳，销量下滑 23%。随着智能手机时代的来临，公司准备以新产品提振一下国内业务。

◆预计利好已经消化，给予“中性”评级

近期公司利好不断，包括股权激励以及本次公布的股本每 10 股转增 10 股。预计股价近期涨幅已经消化上述利好消息。

公司 2011-2013 年 EPS 为 0.15/0.20/0.25 元。给予“中性”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	44,287	51,834	61,298	72,153	81,303
营业收入增长率	15.29%	17.04%	18.26%	17.71%	12.68%
净利润（百万元）	470	433	651	860	1,080
净利润增长率	-6.19%	-7.98%	50.53%	32.01%	25.67%
EPS（元）	0.11	0.10	0.15	0.20	0.25
ROE（归属母公司） （摊薄）	8.88%	4.21%	5.96%	7.29%	8.40%
P/E	39	43	29	22	17
P/B	4	2	2	2	1
EV/EBITDA	19	20	28	22	17

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

调降

中性

当前价格	4.38 元
目标价格	4.50 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

联系人：何伟

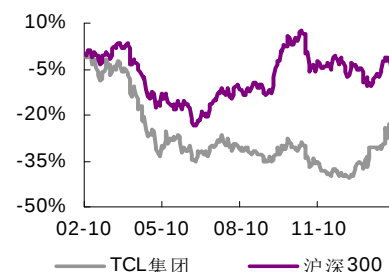
021-22169108

hewei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	4,238
总市值(百万元)	18,563
流通比例(%)	66.10%
12 个月最高/最低（元）	5.89/3.38
近 3 月日均成交量(百万股)	36.03
主要股东	惠州市投资控股有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.82	18.36	-20.75
绝对收益	9.63	17.56	-23.62

相关报告：

志存高远，拓展上下游一体化	2010-04-16
现有业务喜忧参半	2010-10-30
股权激励配合公司重整雄风之心	2011-1-29

图表 1：TCL 集团三大子公司业绩

		2010			2009		
		股份	收入 (百万元)	净利润 (百万元)	股份	收入 (百万元)	净利润 (百万元)
TCL 多媒体	多媒体业务	52.43%	23,453	(857)	54.99%	26,738	349
TCL 通讯	通讯业务	47.22%	7,575	611	46.41%	3,831	20
翰林汇	笔记本分销	80.00%	10,759	256	80.00%	7,724	2312

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 2：公司产品销量（单位：台）

		2008	2009	同比	2010	同比
多媒体	LCD 电视	4,183,437	8,405,207	101%	7,448,973	-11%
	其中：LED 电视				843,304	
	CRT 电视	10,224,483	5,827,686	-43%	5,557,159	-5%
	AV 产品	17,066,915	21,312,242	25%	15,974,381	-25%
移动通讯	移动电话	13,695,332	16,122,791	18%	36,222,743	125%
家电	空调	1,285,720	1,026,552	-20%	1,905,472	86%
	冰箱	570,937	550,104	-4%	626,505	14%
	洗衣机	521,266	434,138	-17%	581,945	34%

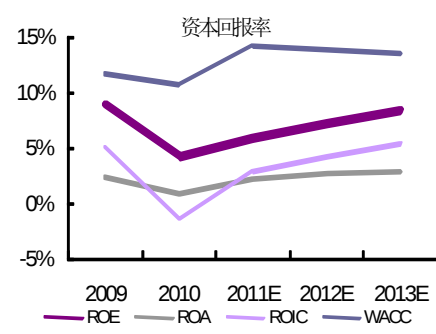
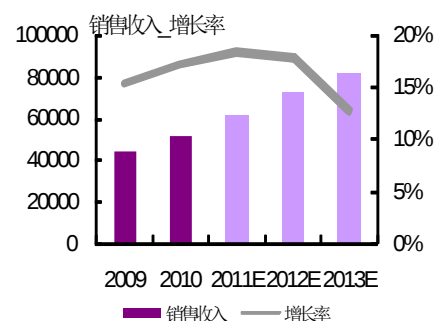
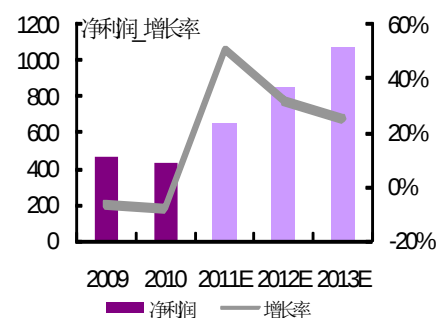
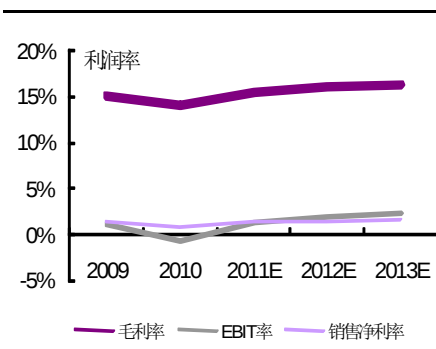
资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 3：业绩分析

人民币百万元	2010	2009	2010Q1	2009Q1	注释
一、营业总收入	51,870	44,295	15,649	13,616	第四季度公司业务恢复增长
营业收入	51,834	44,287	15,632	13,613	
YoY	17%		15%		
二、营业总成本	52,201	43,756	15,357	13,336	CCFL 存货过多导致资产减值损失偏大
营业成本	44,535	37,551	13,045	11,565	
销售费用	5,101	3,890	1,418	970	
管理费用	2,161	1,977	686	620	
财务费用	33	121	-29	64	
资产减值损失	249	168	161	101	收到国家大额液晶面板项目补贴
三、其他经营收益	-	-	-	-	
投资净收益	225	155	103	32	
四、营业利润	-158	591	390	293	收到国家大额液晶面板项目补贴
YoY	-127%		33%		
加：营业外收入	1,145	450	277	254	收到国家大额液晶面板项目补贴
减：营业外支出	215	66	119	5	
五、利润总额	773	975	548	543	收到国家大额液晶面板项目补贴
YoY	-21%		1%		
减：所得税	300	271	103	86	收到国家大额液晶面板项目补贴
六、净利润	472	704	445	457	
减：少数股东损益	40	233	208	140	收到国家大额液晶面板项目补贴
母公司所有者净利润	433	470	237	317	
YoY	-8%		-25%		收到国家大额液晶面板项目补贴
每股收益(元)	0.10	0.11	0.06	0.07	
毛利率	14.1%	15.2%	16.6%	15.1%	第四季度毛利率有明显改善
销售费用率	9.8%	8.8%	9.1%	7.1%	
管理费用率	4.2%	4.5%	4.4%	4.6%	
财务费用率	0.1%	0.3%	-0.2%	0.5%	
营业利润率	-0.3%	1.3%	2.5%	2.2%	
净利润率	0.9%	1.6%	2.8%	3.4%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	44,287	51,834	61,298	72,153	81,303
营业成本	37,551	44,535	51,776	60,537	68,009
折旧和摊销	426	707	111	240	340
营业税费	49	121	6,007	7,071	7,886
销售费用	3,890	5,101	2,575	3,030	3,415
管理费用	1,977	2,161	75	58	25
财务费用	121	33	134	134	131
公允价值变动损益	-103	-51	0	0	0
投资收益	155	225	200	200	200
营业利润	591	-158	852	1,485	2,006
利润总额	975	773	1,352	1,785	2,006
少数股东损益	233	40	228	301	324
归属母公司净利润	470.07	432.54	651.11	859.56	1,080.22

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	30,234	53,478	38,909	43,804	48,531
流动资产	24,602	44,526	28,916	32,051	36,119
货币资金	9,642	25,946	7,800	7,215	8,130
交易型金融资产	31	410	0	0	0
应收账款	5,741	5,542	7,396	8,706	9,810
应收票据	954	2,567	2,178	2,564	2,889
其他应收款	950	1,558	1,610	1,895	2,135
存货	6,636	7,689	9,109	10,709	12,074
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	2	0	0	0
长期投资	867	1,237	1,237	1,237	1,237
固定资产	3,069	2,881	5,024	6,985	7,953
无形资产	419	894	849	807	766
总负债	21,806	35,386	19,938	23,673	26,996
无息负债	14,525	16,531	18,008	20,527	22,219
有息负债	7,281	18,855	1,929	3,145	4,776
股东权益	8,428	18,092	18,971	20,131	21,536
股本	2,937	4,238	4,238	4,238	4,238
公积金	3,018	6,261	6,349	6,465	6,606
未分配利润	-674	-242	322	1,065	2,005
少数股东权益	3,136	7,818	8,046	8,347	8,671

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	738	796	-313	133	215
净利润	470	433	651	860	1,080
折旧摊销	426	707	111	240	340
净营运资金增加	899	2,809	2,218	2,286	2,376
其他	-1,057	-3,153	-3,293	-3,253	-3,581
投资活动产生现金流	-1,569	-3,872	-774	-1,800	-800
净资本支出	1,698	2,863	1,945	2,000	1,000
长期投资变化	867	1,237	0	0	0
其他资产变化	-4,134	-7,971	-2,719	-3,800	-1,800
融资活动现金流	3,188	13,371	-17,059	1,082	1,500
股本变化	351	1,301	0	0	0
债务净变化	1,545	11,574	-16,925	1,216	1,631
无息负债变化	3,280	2,006	1,477	2,519	1,692
净现金流	2,317	10,251	-18,146	-585	915

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	15.29%	17.04%	18.26%	17.71%	12.68%
净利润增长率	-6.19%	-7.98%	50.53%	32.01%	25.67%
EBITDA 增长率	45.24%	-64.36%	139.91%	84.94%	37.32%
EBIT 增长率	280.47%	-169.03%	-335.53%	80.55%	36.53%
估值指标					
PE	39	43	29	22	17
PB	4	2	2	2	1
EV/EBITDA	19	80	38	22	17
EV/EBIT	31	-90	43	26	20
EV/NOPLAT	43	-147	66	40	29
EV/Sales	0	1	1	1	0
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.21%	14.08%	15.53%	16.10%	16.35%
EBITDA 率	2.16%	0.66%	1.46%	2.30%	2.80%
EBIT 率	1.20%	-0.71%	1.28%	1.97%	2.38%
税前净利润率	2.20%	1.49%	2.21%	2.47%	2.47%
税后净利润率 (归属母公司)	1.06%	0.83%	1.06%	1.19%	1.33%
ROA	2.33%	0.88%	2.26%	2.65%	2.89%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.88%	4.21%	5.96%	7.29%	8.40%
经营性 ROIC	5.03%	-1.46%	2.84%	4.18%	5.41%
偿债能力					
流动比率	1.27	1.46	1.69	1.54	1.50
速动比率	92.52%	120.71%	116.05%	102.59%	99.67%
归属母公司权益/有息债务	0.73	0.54	5.66	3.75	2.69
有形资产/有息债务	4.02	2.75	19.41	13.48	9.87
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.11	0.10	0.15	0.20	0.25
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.17	0.19	-0.07	0.03	0.05
每股自由现金流(FCFF)	-0.36	-1.16	-0.82	-0.73	-0.39
每股净资产	1.25	2.42	2.58	2.78	3.04
每股销售收入	10.45	12.23	14.46	17.02	19.18

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。2010 年荣获首届中国证券分析师金牛奖家用电器第五名。

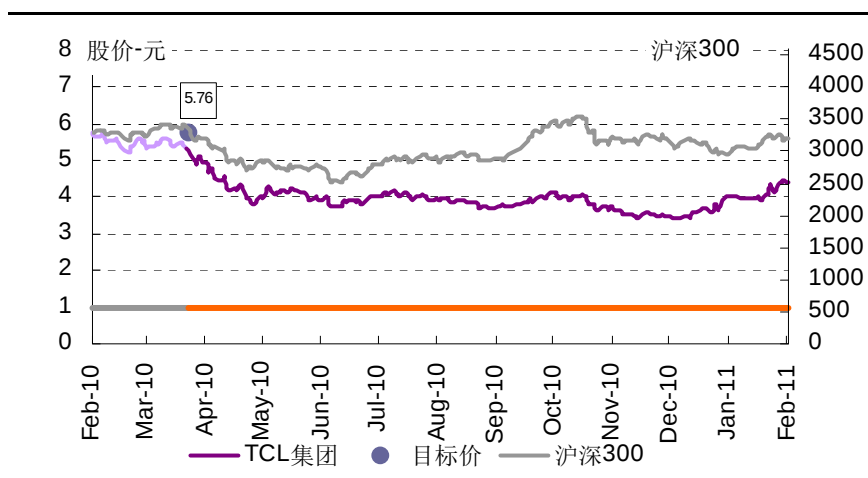
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

TCL 集团（000100）

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-04-16	5.33	5.76	中性
2010-06-16	4.17	4.90	增持
2010-10-31	3.97	4.30	增持
2011-01-30	4.00	4.30	增持

买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。