

TCL 集团 (000100.sz)

持续改善，整体推进

袁浩然 分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511030001

多媒体扭亏，业绩大幅增长

2011年上半年公司实现营业收入273亿元，同比增长18%，实现净利润5.4亿元，同比增长242%，EPS0.06元。扣除非经常性损益后净利润2.8亿元，扭转去年负营业利润状况。盈利能力大幅改善以及高额政府补助是公司实现扭亏为盈的主要原因。其中二季度实现收入140亿元，净利3亿元，同比增长239%。

去库存完成，销量增长显著

上半年公司推行集团内各项业务部重组，加大渠道拓展，主要产品销量增长显著。销量大幅增长拉动收入稳步增加，各业务部均有较好增长，其中通讯业务部实现41%收入增长，多媒体也实现19%的增速，家电集团业务同比实现13%收入增长，媒体和家电收入增速低于销量增长主要由于产品结构变化以及产品单价下降所致。结构上，加大在农村市场销售，同时OEM占比提升。

规模效益提升，运营效率改善，产品品质提升

多媒体业务在摆脱去年库存积压影响，毛利率提升2%，通讯业务毛利率也有近2%的提升，公司综合毛利率15.1%，同比上升1.5个百分点；实现净利润5.4亿元，同比增长242%，其中经营性盈利2.8亿元，同比改善3.8亿元。盈利改善主要受益规模效益提升、运营周转加快以及产品质量的提高。

盈利预测和投资评级

综合考虑预计公司11、12和13年EPS分别为0.13元、0.15和0.19元。按照11年给予20倍PE，6-12个月目标价2.6元，维持“持有”评级。

风险提示

下半年销售低预期。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	44,287.22	51,833.57	61646.0	75145.5	97486.7
增长率(%)	15.29%	17.04%	18.85%	21.90%	29.73%
EBITDA(百万元)	1,498.94	1,481.03	2479.21	3182.17	5017.87
净利润(百万元)	470.07	432.54	1080.76	1300.42	1605.18
增长率(%)	-6.19%	-7.98%	149.87	20.32%	23.44%
每股收益(元)	0.160	0.102	0.13	0.15	0.19
市盈率	32.04	33.59	20.78	17.27	13.99
市净率	2.85	1.41	1.98	1.78	1.58
EV/EBITDA	10.55	10.03	6.09	5.73	4.19

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)	2.35
目标价格(元)	2.60
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	-21.14%	-27.80%	16.73%
沪深300	-9.29%	-10.21%	-0.92%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	8,476.22/7,924.07
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	4.21%
ROA	1.92%
资产负债率	66.17%
每股净资产(元)	2.42
2010年报数据	

目录索引

运营效率改善超预期，中期业绩增六成	3
收入增 18%，净利增 242%	3
去库存完成，销量增长显著	3
规模效益提升，运营效率改善，产品品质提升	4
结构重组，明晰战略	6
多媒体业务：速度和效率作为整体发展方向	6
移动通讯业务：增长的强心剂	6
华星光电：2012 年量产	7
家电业务：	7
盈利预测和投资评级	7

图表索引

表 1：各产品销量（单位：台，%）	3
表 2：收入分产品（单位：百万，%）	4
表 3：毛利率分产业（单位：百万，%）	4
表 4：收入分季度（单位：百万，%）	5
表 5：净利分季度（单位：百万，%）	5

多媒体扭亏，业绩低基数大幅增长

收入增18%，净利增242%

2011年上半年公司实现营业收入273亿元，同比增长18%，实现净利润5.4亿元，同比增长242%，EPS0.06元。扣除非经常性损益后净利润2.8亿元，扭转去年负营业利润状况。盈利能力大幅改善以及高额政府补助是公司实现扭亏为盈的主要原因。其中二季度实现收入140亿元，净利3亿元，同比增长239%。

去库存完成，销量增长显著

上半年公司推行集团内各项业务部重组，加大渠道拓展，主要产品销量增长显著。

多媒体业务，LCD销售403万台，同比增长24%，AV产品销量9504万台，同比增长22%；通讯业务，手机销售195万，同比增长37%；家电业务，空调销售194万台，同比增长75%，冰箱43万台，同比增长19.4，洗衣机28万台，同比增长47%。

表 1: 各产品销量（单位：台，%）

	2011 年 1-6 月	2010 年 1-6 月	变动
LCD 电视机	403	325	23.93%
其中：LED 背光液晶电视机	138	-	-
中国市场	253	206	22.98%
海外市场	151	120	25.60%
CRT 电视机	224	284	-20.91%
中国市场	60	99	-39.48%
海外市场	164	184	-10.91%
电视机总销售量	628	609	3.05%
AV 产品总销售量	950	777	22.32%
移动通讯	1945	1423	36.71%
海外市场	1776	1290	37.67%
中国市场	169	133	27.39%
空调	194	111	74.93%
冰箱	43	36	19.33%
洗衣机	28	19	47.40%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

销量大幅增长拉动收入稳步增加，上半年，各业务部均有较好增长，其中通讯业务部实现41%收入增长，多媒体也实现19%的增速，家电集团业务同比实现13%收入增长，均超行业平均。

多媒体和家电收入增速低于销量增长主要由于产品结构变化以及产品单价下降所致。结构上，加大在农村市场销售，同时OEM占比提升。截止2010年底三四级市场销售网点近3000家，今年目标再增加1000家终端网点。

表 2: 收入分产品 (单位: 百万, %)

分地区	营业收入(2011H1)	收入占比构成	同比	营业收入(2010H1)	收入占比构成
TCL 多媒体	11027	41.4%	19.2%	9253	40.6%
TCL 通讯	3855	14.5%	41.0%	2734	12.0%
家电集团	4086	15.3%	12.8%	3622	15.9%
泰科立集团	862	3.2%	6.5%	809	3.6%
翰林汇	5601	21.0%	4.8%	5345	23.5%
房地产	162	0.6%	59.0%	102	0.4%
其他及合并抵销	1045	3.9%	15.5%	905	4.0%
合计	26639	100.0%	17.0%	22770	100.0%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

规模效益提升, 运营效率改善, 产品品质提升

上半年, 多媒体业务在摆脱去年库存积压影响, 毛利率提升2%, 通讯业务毛利率也有近2%的提升, 公司综合毛利率15.1%, 同比上升1.5个百分点; 实现净利润5.4亿元, 同比增长242%, 其中经营性盈利2.8亿元, 同比改善3.8亿元。

表 3: 毛利率分产业 (单位: 百万, %)

分产品	毛利率(2011H1)	毛利率(2010H1)	毛利率同比
TCL 多媒体	2.6%	0.5%	2.1%
TCL 通讯	21.4%	19.5%	1.9%
家电集团	48.0%	47.3%	0.6%
泰科立集团	12.8%	17.5%	-4.7%
翰林汇	10.7%	10.4%	0.4%
房地产	88.0%	85.6%	2.4%
合计	14.9%	13.7%	1.2%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

上半年集团完成内部业务重组, 运营效率得到明显改善。整体存货周转天数为44天, 同比加快13天; 应收账款周转天数39天, 同比加快4天; 现金周期为33天, 同比加快10天。

营运效率改善带动下, 公司产品质量稳步提升: 彩电年累计故障率同比下降0.42个百分点; 中国市场手机三个月早返率同比下降1.20个百分点; 冰洗产品累计故障率同比下降0.32个百分点;

同时公司加大研发投入, 技术积累增强: 上半年共投入研发费用3.6亿元, 同比增长18%, 其中通讯1.6亿元、多媒体1.1亿元。上半年新增技术专利提案987件, 同比增

加377%。

表 4：收入分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	营业收入	13,358	13,970			27,328
	同比增长率	12.1%	24.2%			
2010 年	营业收入	11,913	11,245	13,043	15,632	51,834
	占全年比例	23.0%	21.7%	25.2%	30.2%	100.0%
	同比增长率	54.3%	14.7%	-0.8%	14.8%	17.0%
2009 年	营业收入	7,723	9,800	13,151	13,613	44,287
	占全年比例	17.4%	22.1%	29.7%	30.7%	100.0%
	同比增长率	-13%	2%	26%	44%	15%
2008 年	营业收入	8,904	9,635	10,442	9,433	38,414
	占全年比例	23.2%	25.1%	27.2%	24.6%	100.0%
	同比增长率	-2.0%	3.1%	5.9%	-12.4%	-1.7%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 5：净利分季度（单位：百万，%）

	百万元	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2011 年	普通股利润	223	315			539
	对应 EPS	0.03	0.04			0.06
	同比增长率	245.3%	239.1%			
2010 年	普通股利润	65	93	38	237	433
	对应 EPS	0.01	0.01	0.00	0.03	0.05
	占全年比例	14.9%	21.5%	8.8%	54.8%	100.0%
	同比增长率	332.1%	10.8%	-30.5%	-25.1%	-8.0%
2009 年	普通股利润	15	84	54	317	470
	占全年比例	3.2%	17.9%	11.6%	67.4%	100.0%
	对应 EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长率	-96.7%	-389.8%	8.4%	932.1%	-6.2%
2008 年	普通股利润	449	-29	50	31	501
	占全年比例	89.6%	-5.8%	10.0%	6.1%	100.0%
	对应 EPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长率	3137.5%	-192.8%	-65.4%	-85.1%	26.6%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

结构重组，明晰战略

2009 年底公司建立立体模型，重塑发展战略，确定未来发展方向“国际化、液晶产业链垂直拓展和自主创新三条主线”。2011年，公司完成内部业务重组，将原来4+2，转变为“4+6”的新产业组织架构，即“TCL 多媒体、TCL 通讯、华星光电和TCL 家电集团”为四大产业、“系统科技事业本部、泰科立集团、新兴业务群、投资业务群、翰林汇公司、房地产”为六大业务。

按照新业务架构和发展战略，未来战略发展基于“三个能力”（工业能力、技术能力、全球化运营能力）。其中，“工业能力”包括效率、速度和成本控制、制造工艺与质量、关键部品开发与创新、产业链纵深拓展；“技术能力”包括知识产权保护及标准制云端内容服务；“全球化运营能力”包括全球市场运作、全球供应链整合、全球化资源布局及利用、全球化文化与组织、产业内部及外部协同。

多媒体业务：速度和效率作为整体发展方向

TCL多媒体整体经营策略做了改变：制定了以“速度和效率”为主导的营运和营销策略，重点从营销力、产品力和后台营运能力等方面提升整体竞争力，通过资源整合降低产品成本，加快营运周转。

上半年，多媒体实现营业收入132亿港币。同比增长7.5%，费用下降1.7个点，利润上升4个点，利润3.43亿港币。其中LED占比34.2%，互联网电视22.6%，3D电视占比约在1.4%。7月份销量持续旺盛，销售82.5万台，增长92%。同时，公司将全年销售目标从850万台，上调至960万台。下半年推出智能电视机及3D电视，预计将成为推动全年业绩增长的新亮点。

下半年，华星光电还是试生产，预计12年底开始量产。公司液晶面板实现量产后对多媒体业务将会形成有力支撑，通过一体化垂直整合，降低成本，产品质量也会有较大提升。

移动通讯业务：增长的强心剂

上半年通讯业务部实现营收46亿港币，毛利率提升1%达22%，净利润4亿港元，同比增长56%，净利率8.5%，同比提升1.3%，仍是贡献业绩增长的最强部门。

未来通讯业务的扩张主要体现在：

1) 地域持续扩张。

上半年，欧洲、南非市场增长较好，销售实现45%增长，巴西市场，新兴市场保持进攻，将会是未来贡献增长的亮点。

2) 技术升级策略

上半年公司两款手机在德国获得红点设计奖。2月和5月成立宁波和成都研发中心，未来借助智能机芯片专利保护，内部研发能力将会有效提升。

3) 品牌知名度提升

4) ODM占比提升。

目前公司出口自有品牌和ODM占比为7:3，未来ODM订单增加会带来更多外延性增长。

华星光电：2012年量产

华星光电8.5代液晶面板生产线项目进展顺利，8月8日项目投产启动，开始试生产。目前已有员工约有2300人，技术人员195人；完成300组专利提案，已受理127组。

8月后试生产。良品率目标是在4到5个月后达到业内水平，最终目标在90%左右。目前是良品率爬坡阶段，预计10月开始正式小批量生产。

预计2012年底实现量产。明年产量10万片，其中50%自供，15%供应三星，预计开工率在80%。

市场上较为关心的是折旧问题，目前公司尚未确定最终的折旧年限及折旧方法。参照行业内面板公司处理，预计主要仪器设备（约为100亿左右）按照5年直线折旧，从2011年10月份正式生产后开始计提。

考虑到华星光电作为深圳市最大的投资项目，政府会在开始良品率爬坡阶段给予一定补贴支持。

家电业务：

家电业务重点加强了产品开发团队、供应商体系和销售网络的建设工作，国内空调和冰洗的销售网店数量同比增长59%和12%，成功推动业绩大幅增长。

盈利预测和投资评级

综合考虑预计公司11，12和13年EPS 分别为0.13元、0.15和0.19元。按照11年给予20倍PE，6-12个月目标价2.6元，维持“持有”评级。

风险提示

下半年销售低预期。

资产负债表

单位：百万元

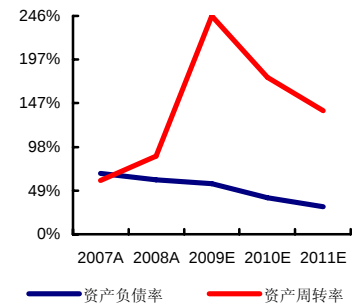
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	24,602	44,526	44,309	41,976	53,790
货币资金	9,642	25,946	24,658	18,786	24,372
应收及预付	8,274	10,337	11,229	13,270	16,754
存货	6,636	7,689	8,011	9,620	12,474
其他流动资产	50	554	410	300	190
非流动资产	5,633	8,952	10,175	14,487	18,293
长期股权投资	867	1,237	1,537	1,837	2,137
固定资产	3,069	2,881	2,352	5,212	7,780
在建工程	437	2,040	3,837	4,934	6,031
无形资产	939	1,562	1,644	1,692	1,669
其他长期资产	321	1,233	805	812	676
资产总计	30,234	53,478	54,484	56,463	72,083
流动负债	19,419	30,517	30,176	30,774	44,604
短期借款	5,014	13,458	11,867	9,122	17,512
应付及预收	13,159	13,789	14,684	17,727	23,067
其他流动负债	1,247	3,270	3,625	3,925	4,025
非流动负债	2,387	4,869	4,825	4,625	4,425
长期借款	2,074	1,929	1,929	1,929	1,929
应付债券	0	1,976	1,876	1,776	1,676
其他非流动负债	312	964	1,020	920	820
负债合计	21,806	35,386	35,000	35,398	49,029
股本	2,937	4,238	8,476	8,476	8,476
资本公积	2,451	5,694	5,694	5,694	5,694
留存收益	-107	325	-2,832	-1,532	74
归属母公司股东权益	5,293	10,274	11,354	12,654	14,259
少数股东权益	3,136	7,818	8,130	8,411	8,794
负债和股东权益	30,234	53,478	54,484	56,463	72,083

利润表

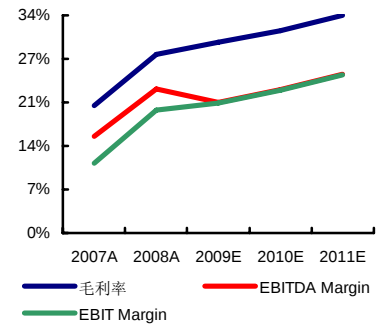
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	44295	51870	61646	75146	97487
营业成本	37552	44536	52216	63840	82783
营业税金及附加	49	121	154	188	244
销售费用	3890	5101	5147	6237	7994
管理费用	1977	2161	2355	2856	3617
财务费用	121	33	452	381	565
资产减值损失	168	249	72	209	294
公允价值变动收益	-103	-51	-250	-200	-200
投资净收益	155	225	202	210	207
营业利润	591	-158	1201	1444	1997
营业外收入	450	1145	1113	1224	1287
营业外支出	66	215	165	182	176
利润总额	975	773	2149	2487	3108
所得税	271	300	756	906	1119
净利润	704	472	1393	1581	1989
少数股东损益	233	40	312	281	384
归属母公司净利润	470	433	1081	1300	1605
EBITDA	1254	658	2479	3182	5018
EPS (元)	0.16	0.10	0.13	0.15	0.19

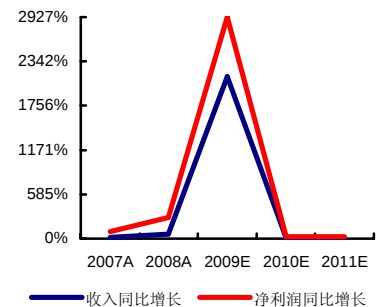
资产负债率趋势



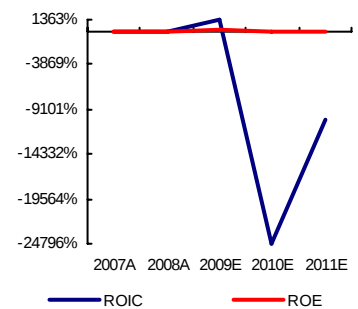
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势

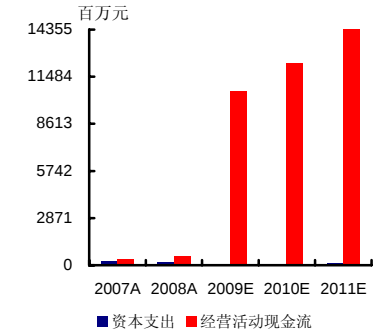


现金流量表

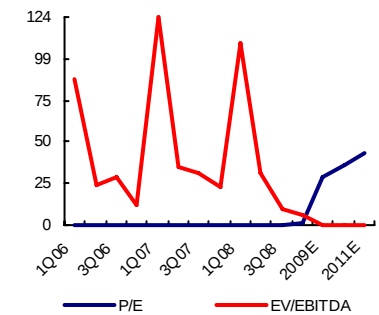
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	738	796	2,342	2,164	3,108
净利润	704	472	1,393	1,581	1,989
折旧摊销	426	707	706	1,158	2,169
营运资金变动	-707	-661	108	-547	-1,223
其它	316	276	135	-27	173
投资活动现金流	-1,569	-3,872	-996	-4,376	-4,816
资本支出	-1,698	-2,863	-848	-4,286	-4,723
投资变动	59	-1,009	102	110	107
其他	70	0	-250	-200	-200
筹资活动现金流	3,148	13,328	-2,634	-3,660	7,294
银行借款	15,244	13,278	-1,591	-2,745	8,390
债券融资	-13,183	-8,400	-83	-100	-100
股权融资	1,550	9,042	0	0	0
其他	-463	-592	-960	-815	-997
现金净增加额	2,317	10,251	-1,288	-5,872	5,585
期初现金余额	6,697	9,642	25,946	24,658	18,786
期末现金余额	9,014	19,893	24,658	18,786	24,372

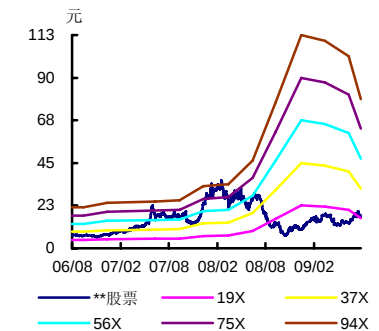
资本支出与经营活动现金流



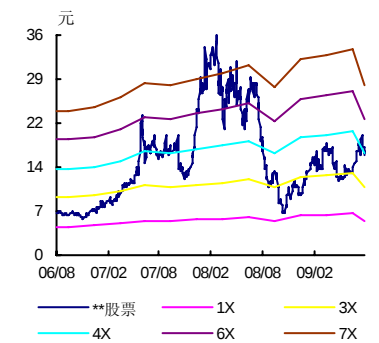
相对估值



PE BAND



PB BAND



主要财务比率

单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	15.3%	17.1%	18.8%	21.9%	29.7%
营业利润	19.0%	-126.7%	862.2%	20.3%	38.3%
归属于母公司净利润	-6.2%	-8.0%	149.9%	20.3%	23.4%
获利能力					
毛利率	15.2%	14.1%	15.3%	15.0%	15.1%
净利率	1.6%	0.9%	2.3%	2.1%	2.0%
ROE	8.9%	4.2%	9.5%	10.3%	11.3%
ROIC	12.1%	-0.4%	12.1%	9.1%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	72.1%	66.2%	64.2%	62.7%	68.0%
净负债比率	-28.3%	-40.5%	-39.4%	-21.1%	-6.7%
流动比率	1.27	1.46	1.47	1.36	1.21
速动比率	0.89	1.19	1.18	1.02	0.90
营运能力					
总资产周转率	1.66	1.24	1.14	1.35	1.52
应收账款周转率	9.26	8.71	10.43	10.52	11.06
存货周转率	6.37	5.95	6.52	6.64	6.64
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.10	0.13	0.15	0.19
每股经营现金流	0.25	0.19	0.28	0.26	0.37
每股净资产	1.80	2.42	1.34	1.49	1.68
估值比率					
P/E	32.1	33.6	20.8	17.3	14.0
P/B	2.8	1.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.1	11.6	6.1	5.7	4.2

广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。

2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），

2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

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。