

第三季度业绩持续改善

公司研究简报

◆事件:

公司第三季度收入 165 亿, 同比增长 26%; 归属母公司净利润 2.87 亿元, 同比增长 659%; 实现每股收益 0.034 元。前三季度公司收入 428 亿元, 其中多媒体业务 187 亿, 移动通讯业务 62 亿, 白电 53 亿。

◆第三季度业绩持续改善, 多媒体业务恢复性增长

公司多媒体业务延续第二季度改善的趋势, 第三季度收入 77 亿元, 同比增长 37%。前三季度毛利率上升至 15.6%, 明显高于去年同期, 业绩也扭亏为盈。LCD 电视前三季度销量达到 716 万台, 同比增长 38%, 明显高于行业。其中 10% 的增长速度来自于恢复性增长(去年同期经营不善导致销量下滑), 未来半年, 公司还将持续恢复性增长。海外市场, 公司重点抓住新兴市场电视升级的机会, 海外销量同比增长 137%。国内市场, 公司大力拓展销售网点, 前三季度增加网点 7374 个, 较年初增加 45%。

公司移动通讯业务维持快速增长势头, 第三季度收入 23.5 亿元, 同比增长 33%。手机前三季度销量达到 3050 万台, 同比增长 28%。海外市场销量 2750 万台, 同比增长 25%; 国内市场销量 300 万台, 同比增长 71%。

◆华星光电投产, 面板价格下滑成挑战

华星光电 8 月 8 日投产, 目前开始进入量产阶段, 明年底项目将实现满产。公司未来业绩将面临大规模固定资产摊销的挑战。由于面板价格持续快速下跌, 未来面板的盈利能力是具有挑战性的。但我们还是持有较乐观的态度。华星光电是一个产生正外部性的国家战略项目, 会得到国家的战略支持。未来面板进口关税有望上调, 同时预期国家补贴也有望弥补可能的损失。

◆上调盈利预测, 给予“增持”评级

得益于第三季度 2 亿元大额投资收益, 公司业绩略超预期。小幅调高盈利预测, 预计 2011-2013 年 EPS 为 0.13(+0.02)/0.15(+0.02)/0.17(+0.02) 元。(假设华星光电在政府补贴下维持盈亏平衡。) 维持“增持”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	62,180	74,729	85,005
营业收入增长率	15.29%	17.04%	19.96%	20.18%	13.75%
净利润(百万元)	470	433	1,086	1,277	1,452
净利润增长率	-6.19%	-7.98%	151.12%	17.58%	13.73%
EPS(元)	0.06	0.05	0.13	0.15	0.17
ROE(归属母公司) (摊薄)	8.88%	4.21%	9.56%	10.55%	11.16%
P/E	40	44	17	15	13

增持(维持)

当前价/目标价: 2.35/2.50 元

目标期限: 6 个月

分析师

何伟

(执业证书编号: S0930511100002)

021-22169108

hewei@ebsecn.com

市场数据

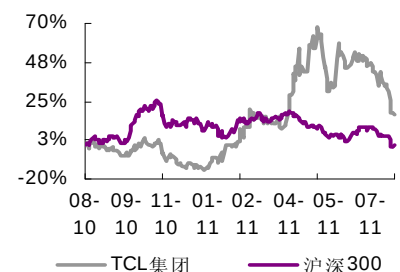
总股本(亿股): 84.76

总市值(亿元): 199.19

一年最低/最高(元): 2.24/6.86

近 3 月换手率: 147.32%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-12.55	-15.20	17.64
绝对	-21.72	-25.64	17.34

相关研报

主业低谷期将过

2011-02-26

当前业绩改善明显, 未来充满挑战

2011-08-11

利润表分析

图表 1：利润表

	11Q3	11Q2	11Q1	11Q1-Q3	2010 年	2009 年	
一、营业总收入	16,529	13,981	13,374	43,884	51,870	44,295	
YoY	27%	24%	12%	21%	17%		收入持续恢复性增长
二、营业总成本	16,271	13,669	13,153	43,092	52,201	43,756	
营业成本	13,994	11,851	11,355	37,200	44,535	37,551	
销售费用	1,464	1,249	1,192	3,905	5,101	3,890	
管理费用	688	568	523	1,779	2,161	1,977	
财务费用	-2	-111	-12	-125	33	121	
资产减值损失	7	22	24	53	249	168	
三、其他经营收益	225	-17	42	250	174	52	投资收益超预期
四、营业利润	484	295	263	1,042	-158	591	
YoY	-220%	-236%	275%	-290%	-127%		
加：营业外收入	162	287	233	681	1,145	450	
减：营业外支出	30	8	58	95	215	66	
五、利润总额	616	574	438	1,628	773	975	
YoY	-1070%	405%	150%	623%	-21%		
减：所得税	110	81	78	269	300	271	
六、净利润	506	493	360	1,359	472	704	
YoY	-479%	1396%	181%	4791%	-33%		
减：少数股东损益	219	177	137	533	40	233	
母公司所有者净利润	287	315	223	826	433	470	
YoY	659%	239%	245%	323%	-8%		
完全摊薄 EPS(元)	0.03	0.04	0.03	0.10	0.05	0.06	
毛利率	15.3%	15.2%	15.1%	15.2%	14.1%	15.2%	毛利率稳定，华星光电大额折旧摊销还未启动
销售费用率	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	9.8%	8.8%	
管理费用率	4.2%	4.1%	3.9%	4.1%	4.2%	4.5%	
财务费用率	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.3%	
营业利润率	2.9%	2.1%	2.0%	2.4%	-0.3%	1.3%	
净利率	3.1%	3.5%	2.7%	3.1%	0.9%	1.6%	
所得税率	17.9%	14.1%	17.7%	16.5%	38.9%	27.8%	
少数股东损益占比	43.2%	36.0%	38.1%	39.2%	8.4%	33.2%	

资料来源：公司公告，光大证券研究所

业务分析

图表 2：公司业务表现

	2011 年 1-9 月	2010 年 1-9 月	同比增减 (%)
LCD 电视机	7,160	5,191	37.9
其中：LED 背光液晶电视机	2,709	339	699.1
中国市场	4,388	3,502	25.3
海外市场	2,772	1,689	64.1
CRT 电视机	3,343	4,375	-23.6
中国市场	821	1,562	-47.4
海外市场	2,522	2,813	-10.3
电视机总销售量	10,503	9,566	9.8
AV 产品总销售量	15,589	12,059	29.3

资料来源：公司公告，光大证券研究所

资产负债表分析

公司期末在建工程 145 亿元，表明华星光电项目大部分还未进入折旧。预计随着产能的提高，未来折旧费用将大幅提升。

图表 3：资产负债表

(百万元)	11Q3	占比	同比	比年初	11Q2	11Q1	2010	2009
货币资金	21,931	32%	-4%	-15%	23,042	24,631	25,946	9,642
应收票据	5,455	8%	131%	112%	2,711	3,016	2,567	954
应收账款	7,020	10%	29%	27%	5,761	5,378	5,542	5,741
预付款项	1,561	2%	116%	133%	1,500	2,077	670	629
其他应收款	-	0%	-100%	-100%	1,585	1,642	1,558	950
存货	7,508	11%	2%	-2%	7,302	6,189	7,689	6,636
长期股权投资	1,294	2%	29%	5%	1,258	1,307	1,237	867
固定资产	3,015	4%	2%	5%	2,899	2,853	2,881	3,069
在建工程	14,537	22%	746%	612%	12,045	3,767	2,040	437
无形资产	1,121	2%	36%	25%	887	901	894	419
递延所得税资产	58	0%	83%	0%	60	52	58	37
资产总计	67,605	100%	40%	26%	61,793	54,030	53,478	30,234
应付票据	14,259	21%	42%	6%	13,788	12,091	13,458	5,014
应付账款	4,026	6%	106%	137%	1,305	1,170	1,698	1,336
预收款项	7,768	11%	24%	17%	7,107	5,983	6,653	6,805
应付职工薪酬	1,162	2%	-1%	-6%	942	1,023	1,239	758
其他应付款	746	1%	69%	22%	626	519	613	496
长期借款	6,191	9%	86%	71%	6,035	4,249	3,613	3,801
负债合计	9,856	15%	430%	411%	7,458	3,857	1,929	2,074
实收资本(或股本)	-	0%			-	-	-	-
资本公积金	30	0%	158%	30%	33	22	23	10
未分配利润	48,523	72%	59%	37%	42,961	35,515	35,386	21,806
少数股东权益	8,476	13%	100%	100%	8,476	4,238	4,238	2,937
归属母公司所有者权益								
者权益	1,424	2%	-75%	-75%	1,468	5,717	5,694	2,451
所有者权益合计	584	1%	-222%	-342%	297	-19	-242	-674

资料来源：公司公告，光大证券研究所

现金流量表分析

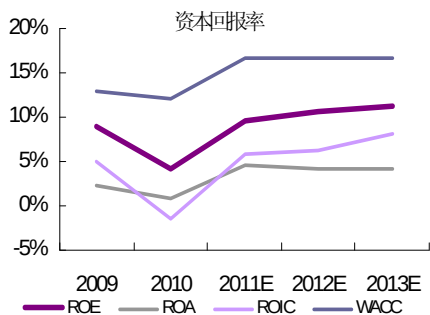
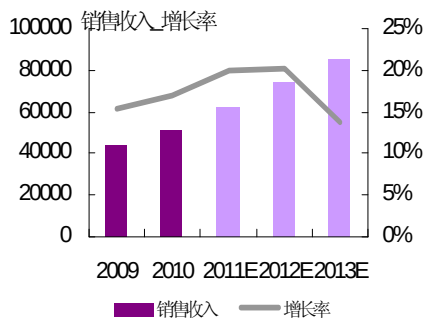
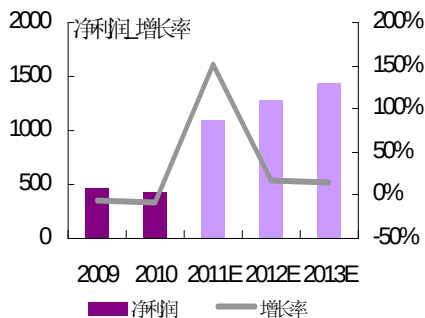
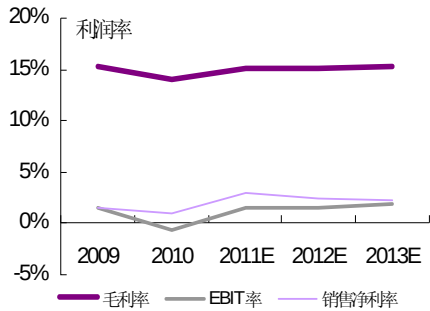
公司“经营活动现金流入小计 / 营业收入”指标正常，表明现金流同经营业务相匹配。

公司“经营活动产生的现金流量净额 / 净利润”偏小。由于公司净利润本身基数就较小，当期公司存货小幅增加占用的经营活动现金流就大幅降低经营活动产生的现金流量净额。

图表 4：现金流量表

(百万元)	11Q1-Q3	11Q1-Q2	2011Q1	2010	2009
一、经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	43,964	29,450	14,281	56,111	19,367
经营活动现金流入小计	44,615	30,079	15,131	57,785	19,675
经营活动现金流入小计 / 营业收入	1.00	1.08	1.07	1.08	0.44
经营活动现金流出小计	44,254	29,500	14,478	56,989	19,469
经营活动产生的现金流量净额	361	579	653	796	206
经营活动产生的现金流量净额 / 净利润	0.27	0.68	1.81	1.68	0.29
二、投资活动产生的现金流量：					
投资活动现金流入小计	1,979	1,318	1,270	442	244
投资活动现金流出小计	14,265	11,164	5,955	4,314	674
投资活动产生的现金流量净额	-12,287	-9,846	-4,685	-3,872	-430
三、筹资活动产生的现金流量：					
筹资活动现金流入小计	18,279	12,409	5,550	24,793	7,128
筹资活动现金流出小计	10,375	7,279	5,235	11,422	5,804
筹资活动产生的现金流量净额	7,904	5,130	315	13,371	1,324
五、现金及现金等价物净增加额	-4,020	-4,107	-3,731	10,251	1,069

资料来源：公司公告，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	44,287	51,834	62,180	74,729	85,005
营业成本	37,551	44,535	52,787	63,485	72,031
折旧和摊销	426	707	542	566	584
营业税费	49	121	249	299	340
销售费用	3,890	5,101	5,596	6,726	7,480
管理费用	1,977	2,161	2,549	2,989	3,400
财务费用	121	33	-195	-277	-136
公允价值变动损益	-103	-51	0	0	0
投资收益	155	225	250	275	303
营业利润	591	-158	1,386	1,680	2,103
利润总额	975	773	2,186	2,180	2,303
少数股东损益	233	40	706	511	436
归属母公司净利润	470.07	432.54	1,086.19	1,277.11	1,452.41

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	30,234	53,478	38,591	42,619	45,811
流动资产	24,602	44,526	31,029	35,623	39,400
货币资金	9,642	25,946	13,641	14,320	14,706
交易型金融资产	31	410	0	0	0
应收账款	5,741	5,542	5,845	7,024	7,990
应收票据	954	2,567	1,845	2,509	3,196
其他应收款	950	1,558	1,599	1,958	2,329
存货	6,636	7,689	7,572	9,176	10,458
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	2,894	2,752	2,495
无形资产	419	894	849	807	766
总负债	21,806	35,386	18,707	21,484	23,325
无息负债	14,525	16,531	16,778	19,555	21,396
有息负债	7,281	18,855	1,929	1,929	1,929
股东权益	8,428	18,092	19,884	21,135	22,486
股本	2,937	4,238	8,476	8,476	8,476
公积金	3,018	6,261	2,132	2,260	2,405
未分配利润	-674	-242	736	1,348	2,118
少数股东权益	3,136	7,818	8,524	9,035	9,471

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	738	796	3,149	665	484
净利润	470	433	1,086	1,277	1,452
折旧摊销	426	707	542	566	584
净营运资金增加	899	2,809	-191	2,392	2,578
其他	-1,057	-3,153	1,712	-3,571	-4,130
投资活动产生现金流	-1,569	-3,872	1,276	275	303
净资本支出	1,698	2,863	-55	0	0
长期投资变化	867	1,237	0	0	0
其他资产变化	-4,134	-7,971	1,331	275	303
融资活动现金流	3,188	13,371	-16,730	-260	-400
股本变化	351	1,301	4,238	0	0
债务净变化	1,545	11,574	-16,925	0	0
无息负债变化	3,280	2,006	247	2,777	1,841
净现金流	2,317	10,251	-12,306	679	386

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%	19.96%	20.18%	13.75%
净利润增长率	-6.19%	-7.98%	151.12%	17.58%	13.73%
EBITDA 增长率	16.76%	-65.31%	296.41%	14.33%	32.70%
EBIT 增长率	61.45%	-151.19%	-381.77%	19.97%	47.52%
估值指标					
PE	40	44	17	15	13
PB	4	2	2	2	1
EV/EBITDA	13	56	20	18	14
EV/EBIT	21	-62	31	27	19
EV/NOPLAT	29	-102	38	33	24
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	1	1	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	15.21%	14.08%	15.11%	15.05%	15.26%
EBITDA 率	2.43%	0.72%	2.38%	2.27%	2.64%
EBIT 率	1.47%	-0.64%	1.51%	1.51%	1.96%
税前净利润率	2.20%	1.49%	3.51%	2.92%	2.71%
税后净利润率 (归属母公	1.06%	0.83%	1.75%	1.71%	1.71%
ROA	2.33%	0.88%	4.64%	4.20%	4.12%
ROE (归属母公司) (摊	8.88%	4.21%	9.56%	10.55%	11.16%
经营性 ROIC	5.03%	-1.46%	5.86%	6.17%	8.04%
偿债能力					
流动比率	1.27	1.46	1.96	1.91	1.93
速动比率	0.93	1.21	1.48	1.42	1.41
归属母公司权益/有息债务	0.73	0.54	5.89	6.27	6.75
有形资产/有息债务	4.02	2.75	19.25	21.35	23.03
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.06	0.05	0.13	0.15	0.17
每股红利	0.00	0.00	0.06	0.06	0.22
每股经营现金流	0.09	0.09	0.37	0.08	0.06
每股自由现金流(FCFF)	-0.18	-0.58	0.19	-0.09	-0.06
每股净资产	0.62	1.21	1.34	1.43	1.54
每股销售收入	5.22	6.12	7.34	8.82	10.03

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

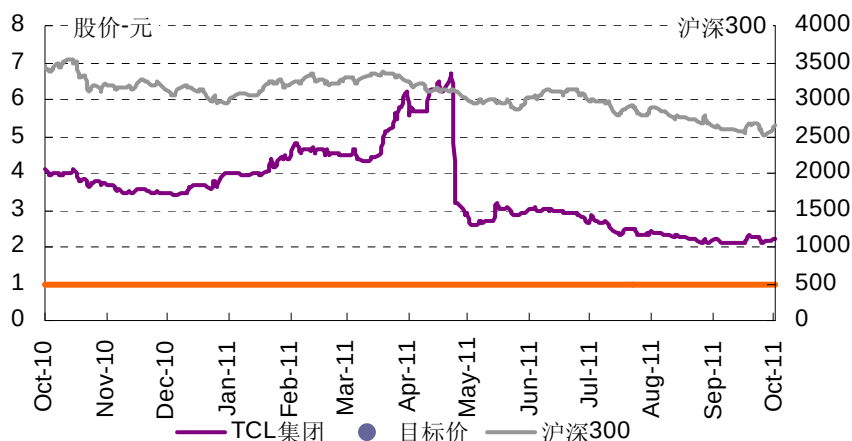
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

何伟，上海交通大学，管理学硕士，理学学士，中国注册会计师。三年会计师事务所审计经验，2009 年加入光大证券研究所，从事家电行业研究。

投资建议历史表现图

TCL 集团（000100）



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
2010-08-02	4.09	4.90	中性
2010-10-31	3.97	4.30	增持
2011-01-30	4.00	4.30	增持
2011-02-26	4.38	4.50	中性
2011-08-11	2.35	2.50	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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：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。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com