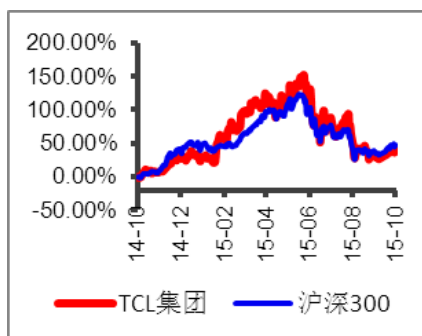


2015年10月23日

评级：推荐


**报告作者:**

分析师: 钱建

执业证书编号: S05905101240001

**联系人:**

钱建

电话: 0510-85613752

E-mail: qj@glsc.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**TCL 集团 (000100.SZ) 2015 年 3 季报点评报告**

- **事件:** 10月21日发布三季度业绩公告称,前三季度归属于母公司所有者的净利润为20.65亿元,较上年同期减6.97%;营业收入为743.35亿元,较上年同期增7.14%;基本每股收益为0.1781元,较上年同期减27.42%。其中3季度净利润为4.43亿元,较上年同期减40.56%;营业收入为274.79亿元,较上年同期增7.82%;基本每股收益为0.0363元,较上年同期减53.99%。
- **点评: 净利润下滑的主要原因为:** 1、彩电业务受累于整体市场规模下降, TCL多媒体被迫促销竞争, 出现亏损。2、面板业务受累于产品价格持续下降。3、受人民币兑美元汇率剧烈波动的影响, 出现较大的汇率损失。
- **公司业务亮点:** 1) 以互联网及移动互联网行业为主的金融创投业务取得极大成功, 前三季度金融业务创利5.6亿, 同比提升142%。2) 由硬件向内容的业务战略转移布局初步形成, 智能电视注册用户数量进一步增长, 全球播业务获国内独家电视电影院线试验牌照。
- 公司全面推进“智能+互联网”战略转型及建立“产品+服务”商业模式的“双+”转型战略,在各产品上嵌入智能技术,提高智能终端比例及智能电视比例, 继续扩大智能网络电视终端和移动智能终端运营激活的用户总数, 通过TV+运营平台搭建智能电视生态圈, 增强硬件入口优势、发掘用户价值的平台经营战略初见成效, 互联网业务的商业运营已具备基础。
- 互联网应用及服务业务取得进展。包括互联网应用平台、移动互联网应用平台和云服务平台的运营, 以及欢网科技、全球播、TCL教育网及在线教育项目、IMAX家庭影院、智能家庭项目公司和TCL文化传媒公司等企业。其中“全球播”创新商业模式: 全球播公司采用分成模式与产业链中的内容、发行和整机等企业合作, 收益来自用户点播付费和广告两种模式, 尤其是创新用户可以通过“看广告攒金币付电影费”的方式来支付电影费对客户会较有吸引力。

截至9月末，集团智能网络电视的累计激活用户数为1,059.3万，日均点播次数470万次；游戏平台用户数为326.5万，月活跃用户达到126万，周内日均使用时长已突破75分钟；教育平台累计激活用户120万；生活平台自7月底上线，已累计用户19万。用户的积累规模和发展速度都很可观，这是公司后面的发展亮点之一。

➤ TCL多媒体电子前三季度实现销售收入194.94亿元，同比增长4.17%，亏损2.38亿元，其中第三季度内亏损为3.47亿元。1-9月份销售彩电1246万台，而同期国内电视机销量累计同比下降14%，TCL因此采取了多项促销措施保证销量，实现销量同比增长4.26%。中国市场智能电视及4K电视的销量占比分别增长至51.7%和19.2%；曲面电视累计销售95,383台，在中国市场占有率达20%。可见，公司通过提高高端产品的结构比重来应对市场挑战，但由于相应产品均价的升幅仅4%多并未覆盖产品高端化后的成本，故整体反出现亏损。我们认为，国内彩电业的产能过剩导致行业竞争格局十分恶劣，在一些本该被淘汰出局的企业仍难以出清之时，行业盈利状况仍难以改善。

➤ TCL通讯科技1-9月销售终端5539万部，增长14%；实现销售收入163.03亿元，同比增长2.02%；实现净利润6.14亿元，同比增长7.0%。但公司产品销售均价同比下降10.4%至47.2美元，尽管TCL通讯科技通过严格的成本控制和存货管理保持了一定盈利能力。但如此之低的销售均价说明公司仍挣扎在低端市场，而这一市场拥挤了太多竞争者，利润高度不确定，对其前景难以乐观。

➤ 华星光电前三季度共投入玻璃基板132.61万张，同比增长12.46%，实现销售收入127.11亿元，净利润17.91亿元，其中经营性净利润13.18亿元，同比增长10.8%。但是由于国内多地上马面板线，导致行业产能迅速过剩，面板行业景气度转而下行，尤其32寸面板供给严重过剩致价格下跌。我们认为这一行业由于政府干预过多，上马过多产能，已经导致该行业在经济上有步入彩电业后尘的危险。

➤ 销售渠道发生积极变化：TCL积极调整销售渠道，推进线上线下一体化运营，深化渠道变革，提升电商渠道的销售占比，前三季度，TCL多媒体电子电商渠道占比提升至14.0%。

➤ 结论：公司全面推进“智能+互联网”战略转型及建立“产品+服务”商业模式的“双+”转型战略，在各产品上嵌入智能技术，提高智能终端比例及智能电视比例，继续扩大智能网络电视终端和移动智能终端运营激活的用户总数，通过TV+运营平台搭建智能电视生态圈，增强硬件入

口优势、发掘用户价值的平台经营战略初见成效，互联网业务的商业运营已具备基础。我们预计在欧美经济复苏缓慢，新兴市场及发展中国家经济增速持续放缓，消费电子领域的竞争愈演愈烈的背景下，公司未来营业收入的增速将放缓至 5% 左右，净利润受累于产品均价下滑及成本费用上升、汇率损失等会下降 10%-15%。预测未来两年每股收益在 0.2 元左右。但鉴于公司在互联网业务的全面布局，可给予较高的估值预期，给予推荐评级。

➤ 风险提示：行业销售下滑风险；创新业务遇阻风险

附表：财务预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	9789.57	7487.72	14292.98	23791.65	30325.68	营业收入	85324.09	101028.68	109110.97	114566.52	120294.84
应收账款+票据	18927.60	21803.23	22227.82	23629.02	24144.90	营业成本	70358.81	83281.10	91107.66	97954.37	103453.57
预付账款	553.94	569.22	659.49	661.56	733.66	营业税金及附加	466.75	518.46	559.94	587.94	617.34
存货	12183.00	9423.15	14213.50	11199.43	15640.19	营业费用	8080.95	8814.89	9520.08	9996.09	10495.89
其他	3630.91	5546.41	5546.41	5546.41	5546.41	管理费用	4996.75	6088.90	6332.28	6648.90	6981.34
<b>流动资产合计</b>	<b>45270.44</b>	<b>46998.69</b>	<b>59109.16</b>	<b>66997.03</b>	<b>78559.79</b>	财务费用	177.93	950.61	1261.37	-1942.27	-2028.27
长期股权投资	3185.30	3214.99	3214.99	3214.99	3214.99	资产减值损失	475.19	340.68	0.00	0.00	0.00
固定资产	20361.13	20251.18	21874.46	19583.90	17293.34	公允价值变动收益	36.34	85.90	0.00	0.00	0.00
在建工程	922.70	3913.84	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-81.33	48.34	33.00	38.00	44.00
无形资产	1873.27	2243.43	3208.00	3124.20	3040.39	其他	143.96	220.57	1100.00	150.00	150.00
其他非流动资产	3426.52	7193.45	5993.80	5842.53	5716.51	<b>营业利润</b>	<b>866.68</b>	<b>1388.84</b>	<b>1462.63</b>	<b>1509.50</b>	<b>968.98</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>29768.92</b>	<b>36816.89</b>	<b>34291.25</b>	<b>31765.62</b>	<b>29265.22</b>	营业外净收益	2761.79	3670.18	2945.02	2945.02	2945.02
<b>资产总计</b>	<b>75039.36</b>	<b>83815.58</b>	<b>93400.42</b>	<b>98762.65</b>	<b>107825.01</b>	<b>利润总额</b>	<b>3628.46</b>	<b>5059.02</b>	<b>4407.66</b>	<b>4454.52</b>	<b>3914.01</b>
短期借款	6458.75	11620.95	11632.95	11650.95	11671.95	所得税	743.77	826.29	656.20	662.48	580.50
应付账款+票据	16113.04	15908.72	19122.37	18541.30	21236.82	<b>净利润</b>	<b>2884.69</b>	<b>4232.73</b>	<b>3751.46</b>	<b>3792.04</b>	<b>3333.51</b>
其他	11688.21	17166.97	17271.43	16901.42	17410.48	少数股东损益	775.62	1049.52	930.19	940.25	826.56
<b>流动负债合计</b>	<b>34259.99</b>	<b>44696.64</b>	<b>48026.75</b>	<b>47093.66</b>	<b>50319.25</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2109.07</b>	<b>3183.21</b>	<b>2821.27</b>	<b>2851.79</b>	<b>2506.95</b>
长期带息负债	14626.65	12213.01	12213.01	12213.01	12213.01						
长期应付款	10.95	9.04	9.04	9.04	9.04						
其他	6183.68	6.23	6.23	6.23	6.23						
<b>非流动负债合计</b>	<b>20821.27</b>	<b>12228.28</b>	<b>12228.28</b>	<b>12228.28</b>	<b>12228.28</b>						
<b>负债合计</b>	<b>55081.27</b>	<b>56924.92</b>	<b>60255.02</b>	<b>59321.94</b>	<b>62547.53</b>	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	5789.78	8666.15	9596.33	10536.59	11363.14		<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
股本	8531.50	9452.41	9452.41	9452.41	9452.41	<b>成长能力</b>					
资本公积	2075.32	2552.47	2552.47	2552.47	2552.47	营业收入	22.86%	18.41%	8.00%	5.00%	5.00%
留存收益	3561.50	6189.47	9010.74	11862.53	14369.48	EBIT	108.29%	40.59%	-2.11%	-55.68%	-24.94%
<b>股东权益合计</b>	<b>19958.09</b>	<b>26860.50</b>	<b>30611.95</b>	<b>34404.00</b>	<b>37737.51</b>	EBITDA	76.61%	23.31%	-12.47%	-38.52%	-12.94%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>75039.36</b>	<b>83785.41</b>	<b>90866.98</b>	<b>93725.94</b>	<b>100285.03</b>	归属于母公司净利润	164.93%	50.93%	-11.37%	1.08%	-12.09%
						<b>获利能力</b>					
						毛利率	17.54%	17.57%	16.50%	14.50%	14.00%
						净利率	3.38%	4.19%	3.44%	3.31%	2.77%
						ROE	14.89%	17.50%	13.42%	11.95%	9.51%
						ROIC	2.25%	5.63%	5.01%	-0.73%	-1.67%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	73.40%	67.92%	64.51%	60.07%	58.01%
						流动比率	1.32	1.05	1.23	1.42	1.56
						速动比率	0.86	0.72	0.82	1.07	1.14
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.41	5.60	5.91	5.77	5.90
						存货周转率	5.78	8.84	6.41	8.75	6.61
						总资产周转率	1.14	1.21	1.17	1.16	1.12
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	0.17	0.26	0.23	0.23	0.21
						每股经营现金流	0.42	0.44	0.49	0.41	0.16
						每股净资产	1.16	1.49	1.72	1.95	2.16
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	23.59	15.63	17.64	17.45	19.85
						市净率	3.51	2.73	2.37	2.08	1.89
						EV/EBITDA	8.01	7.12	8.20	13.53	15.73
						EV/EBIT	14.77	11.51	11.85	27.12	36.58

现金流量表					
单位:百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	2884.69	4232.73	3751.46	3792.04	3333.51
折旧摊销	3473.05	3570.69	2525.64	2525.64	2500.39
财务费用	474.80	1287.73	1261.37	-1942.27	-2028.27
存货减少(增加为)	-600.15	332.32	-4790.35	3014.07	-4440.76
营运资金变动	-1507.03	-2963.75	3201.23	-2354.35	2616.62
其它	456.25	-1047.47	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>5181.61</b>	<b>5412.24</b>	<b>5949.35</b>	<b>5035.13</b>	<b>1981.48</b>
资本支出	3767.60	7693.48	0.00	0.00	0.00
长期投资	10594.94	11479.70	0.00	0.00	0.00
其他	9850.08	8310.43	2105.28	2503.27	2503.27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4512.46</b>	<b>-10862.75</b>	<b>2105.28</b>	<b>2503.27</b>	<b>2503.27</b>
债权融资	3173.70	3387.03	12.00	18.00	21.00
股权融资	501.38	5065.24	0.00	0.00	0.00
其他	-4724.49	-1902.79	-1261.37	1942.27	2028.27
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1049.41</b>	<b>6549.48</b>	<b>-1249.37</b>	<b>1960.27</b>	<b>2049.27</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>-524.96</b>	<b>1145.75</b>	<b>6805.26</b>	<b>9498.67</b>	<b>6534.03</b>

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 1 号楼 2401 室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。