



家用电器业

TCL 多媒体 (1070.HK)

业绩持续好转，盈利模式转型起航

评级: 增持

当前价格 (元): 4.59

2015.03.03

范杨 (分析师)
021-38675923
fanyang@gtjas.com
证书编号 S0880513070007

本报告导读:

2014 年扭亏为盈，2015 年经营业绩将持续快速改善。家庭互联网模式逐渐落地，公司在智能电视领域的各项布局完善，盈利模式转型在 2015 年初见成效。

摘要:

维持目标价 7.03 港元，建议“增持”

TCL 多媒体经营效率正在明显改善，业绩持续好转，且盈利模式转型也在快速推进中。2014 年公司扭亏为盈，2015 年盈利能力还将大幅改善。预计 2015-16 年主营收入为 411/452 亿港元，EPS 为 0.47/0.60 港元。我们给予公司 2015 年 15 倍 PE 估值，目标价 7.03 港元。建议“增持”。

2014 年扭亏为盈，经营效率提升

2014 年，公司销量 1657.4 万台，同比下降 3.5%，其中国内销量 850.9 万台，同比下降 14.1%，营业额 335.26 亿港元，同比下降 15.1%，经营未达预期主要是受国内需求疲软影响。毛利率由 2013 年的 13.7% 上升至 16.4%，归属母公司净利润 2.34 亿港元（其中包括一次性收益 1.59 亿港元），经营效率提升，实现扭亏为盈。

活跃度和活跃用户数快速提升，盈利模式转型起航

在家庭生态圈建设方面，公司与外部合作方已在视频、游戏、电商、影院等多方面建立收益分成模式。公司公告截至 2014 年底累计激活用户数达 674.7 万，12 月日均活跃用户数为 226.9 万。2015 年我们预计国内销售 800 多万电视，其中智能电视占比 80%，激活用户将超过 1 千万。我们预计 2015 年智能电视平均用户 ARPU 值达到 80 元，单屏毛利润（TCL 多媒体分成收入）预计超 10 元。我们预计未来公司单用户 ARPU 值将逐步提升至 800 元以上，活跃用户数将提升至千万级别，毛利润规模将达到 10 亿。

BAT 合作持续推进，盈利模式逐渐落地

TCL 与爱奇艺合作 TV+、海信与腾讯合作“聚好玩”、康佳与腾讯合作游戏电视、创维与阿里合作酷开电视等各种合作持续推进，将加快内容和应用的完善。目前，视频是家庭互联网中最成熟的生态，未来游戏、电商将持续爆发。我们预计公司与 BAT 等互联网企业的各项合作也将逐渐落地。

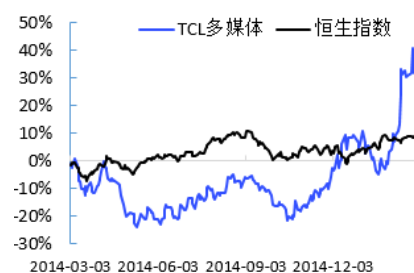
风险:

流量变现速度慢于预期；广电政策的负面变化。

交易数据

52 周内股价区间 (元) 2.50-4.63
当前股本 (百万股) 1334
当前市值 (百万元) 6120

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	26,949	32,932	39,685	39,495	34,209	41,050	45,155
(+/-)%	18.4%	22.2%	20.5%	-0.5%	-13.0%	20.0%	10.0%
毛利润	3,765	5,289	6,578	5,414	6,185	5,952	7,225
净利润	-983	453	911	-48	235	625	800
(+/-)%	-	-	101.1%	-	-	166.5%	28.0%
PE	-	12.7	6.3	-	24.6	9.2	7.2
PB	1.1	0.8	1.2	1.1	0.8	0.8	0.8

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		