

**买入**

2015年03月06日

**15年发力超高清、大屏和智能电视，期待“双+”转型成果**

- 14年全年业绩扭亏，但销量不达预期：**14年全年公司LCD电视销量为1657万台，同比下降3.5%，低于之前给出的1700万台的指引，销量不及预期主要来自国内电视销量疲软所致：国内销量同比下降14.3%至851万台。公司全年销售额同比下降15.1%至335.3亿港元，其下降幅度高于销量，主要受销量和ASP下降双影响所致，其中14年LCD电视ASP同比下降8.3%至1975元港元。毛利率同比增加2.7个百分点至16.4%，主要受惠于14年二季度推出高毛利产品。全年扭亏录得属于母公司利润2.34亿港元（若扣除关闭若干附属公司录得之一次性收益1.59亿港元，则为7557万港元）。每股基本盈利为17.76港仙，建议每股派息5.28港仙，派息比率约为30%。
- 后硬件时代，期待“双+”转型的成果：**在互联网时代背景下和互联网企业的冲击下，促使传统彩电行业逐步转型软硬结合的商业模式。公司及时抓住历史拐点，在13年就确定了“双+”的发展战略，截止14年底，公司智能电视累积已激活用户数量6747万台，日均活跃用户达到227万台，14年净增加激活用户2474万台。我们通过计算得出智能电视过去两年的平均激活率超过65%，依照15年智能电视销量在国内LCD电视销量占比要达到60%为基础，15年要达到1000万累积激活用户数（净增加约3200万台）和420万日均活跃用户，我们认为应该可以完成。日均活跃用户基数不断扩大为变现提供了良好的基础，预计15年通过全球通+视屏广告+游戏业务组合将带来约5000万人民币的收入，未来服务收入有望成为公司新的盈利渠道。
- 发力大屏、超高清和智能电视：**从各方数据来看，目前彩电大屏化趋势明显，特别是46寸或以上的彩电在国内占比近年来得到快速提升，预计15年将达到40%的渗透率。公司15年将重点发力大屏、超高清和智能电视，由于大屏和超高清平均毛利率和售价均高于一般产品，我们认为15年公司整体ASP和毛利率水平有望得到改善，从而提升公司的盈利水平。
- 继续拓展国际市场，提升品牌知名度：**14年海外LCD电视销量（823万台）未达公司预期，主要由于巴西市场销售不理想。15年除了继续深耕现有的欧美市场以外，将开拓印度等新兴市场，有望提升15年海外销量。
- 调整目标价5.2港元，调升至买入评级：**我们提升公司未来12个月的目标价为5.2港元，较目前价格有17.9%的上涨空间，为2015年每股预测收益14倍市盈率和1.4倍PB，调升至买入评级。

侯捷

+ 852-25321597

Jay.hou@firstshanghai.com.hk

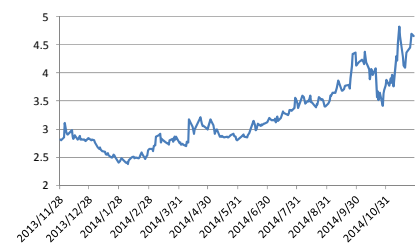
**主要数据**

行业	彩电
股价	4.41 港元
目标价	5.2 港元 (+17.9%)
股票代码	1070
已发行股本	13.33 亿股
港股市值	58.8 亿港元
52周高/低	4.7 港元/2.4 港元
每股净现值	3.49 港元
主要股东	TCL Industrial Holding(63%)

**盈利摘要**

截止12月31日	2013实际	2014实际	2015预测	2016预测	2017预测
营业额 (百万港元)	39,495	33,526	38,464	40,651	42,496
变动 (%)	0	-15	15	6	5
净利润 (百万港元)	(137)	234	489	624	732
每股盈利 (港币元)	-0.04	0.18	0.37	0.47	0.55
变动 (%)	-105.2	-591.3	108.4	27.6	17.3
市盈率@4.41港元 (倍)	-122.0	24.8	11.9	9.3	8.0
每股股息 (港元)	0.29	0.05	0.11	0.14	0.17
股息现价比率 (%)	6.6	1.2	2.5	3.2	3.8

来源: 公司资料, 第一上海预测

**股价表现**


来源: 彭博

# 15年发力超高清、大屏和智能电视，期待“双+”转型成果

## 14年全年业绩扭亏，但销量不达预期

14年全年公司LCD电视销量为1657万台，同比下降3.5%，低于之前给出的1700万台的指引，销量不及预期主要来自国内电视销量疲软所致：国内销量同比下降14.3%至851万台。公司全年销售额同比下降15.1%至335.3亿港元，其下降幅度高于销量，主要受销量和ASP下降双影响所致，其中14年LCD电视ASP同比下降8.3%至1975元港元。毛利率同比增加2.7个百分点至16.4%，主要受惠于14年二季度推出高毛利产品。全年扭亏录得属于母公司利润2.34亿港元（若扣除关闭若干附属公司录得之一次性收益1.59亿港元，则为7557万港元）。每股基本盈利为17.76港仙，建议每股派息5.28港仙，派息比率约为30%。

根据奥维资讯公布的数据显示，2014年中国彩电市场总量为4461万台，同比下降6.6%，销售额为1462亿元，同比下降14.5%。这是中国彩电市场总量30年来首次下滑，主要由于1) 13年5月底国家取消了节能家电补贴政策，持续一年的补贴造成彩电市场的严重提前透支 2) 智能终端的迅猛发展（例如平板电脑、智能手机）取代和延长了部分彩电的更新换代和需求及时间 3) 国家整体经济增速放缓和房地产行业下行。预计15年国内LCD彩电销量持平或略有低单位数的增长，公司希望在整体彩电市场依然严峻的环境下，通过加强自身销售能力、推出新产品组合（曲面电视、量子点电视等）和优化销售管道，扭转14年的局势，同时给出了15年1750台的销量目标（比14年完成的销量增长5.6%）和销售额20.8%的增长目标，彰显出管理层的信心和决心。

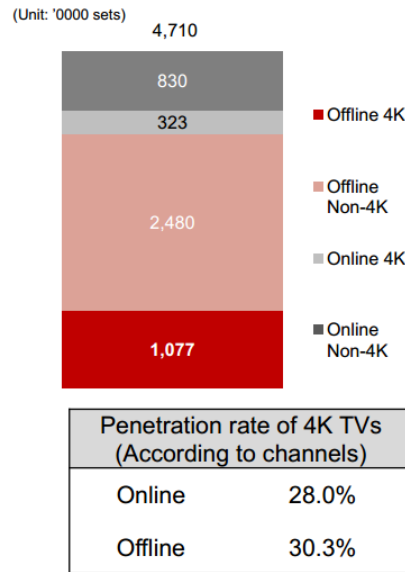
## 后硬件时代，期待“双+”转型的成果

在互联网时代背景下和互联网企业的冲击之下，传统电视的开机率大幅降低，价格战及竞争环境更为激烈，国内传统彩电行业的单纯依靠硬件销售的盈利模式受到了挑战，促使彩电行业开始自身转型进入后硬件时代，新的商业模式通过让位硬件利润给消费者而获得市场份额，利用软件端（服务、内容等）实现新的收入和利润。新的商业模式带动了智能电视的兴起，公司及时抓住行业拐点，在13年就确定了“双+”的新发展战略，14年相继和爱奇艺、腾讯、芒果TV达成合作，稳步推进转型步伐。截止14年底，公司智能电视累积已激活用户数量为6747万台，日均活跃用户达到227万台，14年净增加激活用户2474万台。我们通过计算得出智能电视过去两年的平均激活率超过65%，依照15年智能电视销量在国内LCD电视销量占比要达到60%为基础，15年要达到1000万累积激活用户数（净增加约3200万台）和420万日均活跃用户，我们认为应该可以完成。日均活跃用户基数不断扩大为变现提供了良好的基础，预计15年通过全球通+视屏广告+游戏业务组合将带来5000万人民币的收入，未来服务收入有望成为公司新的盈利渠道。

## 发力大屏、超高清和智能电视

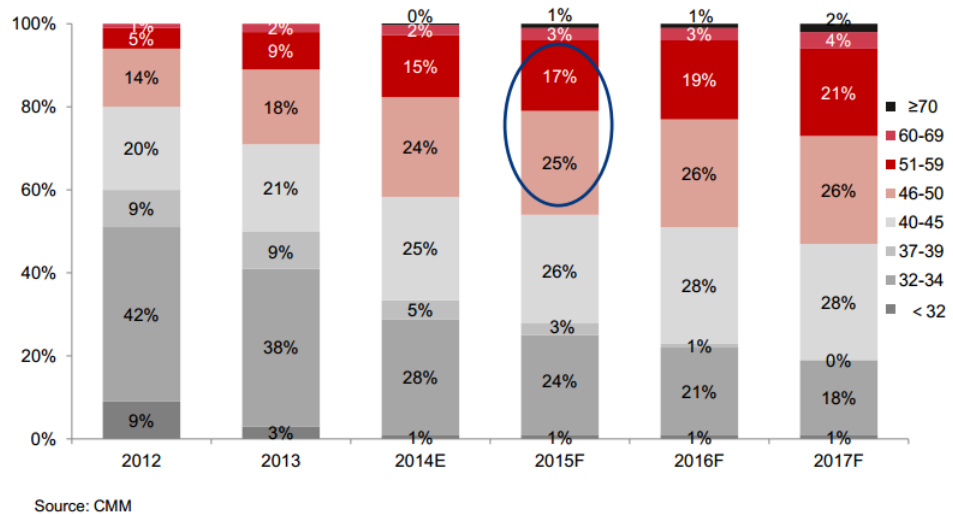
从各方数据来看，目前彩电大屏化趋势明显，特别是46寸或以上的彩电在国内占比近年得到快速提升，预计15年将达到超过40%的渗透率。而4K电视自推出以来，也获得消费者的热捧，预计15年4K超高清电视线上和线下的渗透率将分别达到28%和30%左右。公司为了顺应这一趋势发展，15年将重点发力大屏、超高清和智能电视，由于大屏和超高清平均毛利率和售价均远高于一般产品，因此我们认为15年公司整体ASP和毛利率水平有望得到改善，从而提升公司的盈利水平。

图表 1: 2015 年国内 4K 电视销量占比预测



资料来源: 公司资料、CMM

图表 2: 国内彩电按尺寸的构成占比 2012-2017



资料来源: 公司资料、CMM

### 央行降息降准有利于房地产行业回暖，有助电视销售

自 14 年四季度至今，央行已经进行了一次降息和降准，市场预计 15 年全年还有几次降息和降准的次数。按照历史经验，货币宽松政策有利于地产板块的复苏，并促进房地产销售。而黑电作为和房地产相关性较高的行业，房地产的企稳回升有利于电视的销售表现。

### 继续拓展国际市场，提升品牌知名度

14 年海外 LCD 电视销量同比下降 1% 至 823 万台，未达公司预期，主要由于巴西市场销售不理想。销售额同比增长 2% 至 121 亿港元，毛利率为 10.6%，同比增加 2.1 个百分点。15 年公司除了将继续深耕现有的欧美市场以外，还将积极开拓印度等新

兴市场，海外策略仍以争取市场份额和提升 TCL 品牌知名度为主，预计 15 年海外销量有望录得单位数的增长。

### 调整目标价 5.2 港元，调升至买入评级

考虑到公司去年四季度引入华星光电 CEO 薄连明作为策略执委会主席，参与战略决策并督促执行，我们认为此举有利公司提高管理层的整体执行能力，各项运营费率和成本将得到控制和优化，因此盈利水平有望得到较大的改善。我们提升公司未来 12 个月目标价格为 5.2 港元，较目前价格有 17.9% 的上涨空间，为 2015 年每股预测收益 14 倍市盈率和 1.4 倍 PB，调升至买入评级。

### 风险提示

1) 国内 LCD 电视销量持续疲软 2) 新产品销售不及预期 3) “双+”转型速度低于管理层预期

## 附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
百万港元, 财务年度截至12月31日											
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测		13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
收入	39,495	33,526	38,464	40,651	42,496	<b>盈利能力</b>					
毛利	5,414	5,503	6,378	6,797	7,148	毛利率 (%)	13.7%	16.4%	16.6%	16.7%	16.8%
销售费用	(4,539)	(4,107)	(4,539)	(4,756)	(4,972)	EBITDA 利率 (%)	1.5%	2.9%	3.3%	3.6%	3.8%
管理及研发费用	(1,485)	(1,397)	(1,500)	(1,545)	(1,615)	净利率 (%)	-0.3%	0.7%	1.3%	1.5%	1.7%
其他收入	890	682	654	691	765	ROE	-2.9%	5.2%	10.2%	12.0%	12.9%
<b>营业收入</b>	280	681	993	1,187	1,326						
财务开支	(186)	(196)	(208)	(206)	(186)	<b>营运表现</b>					
营业外收支	(61)	(92)	(67)	(70)	(73)	SG&A/收入 (%)	15.3%	16.4%	15.7%	15.5%	15.5%
<b>税前盈利</b>	33	393	717	911	1,067	实际税率 (%)	472%	37%	30%	30%	30%
所得税	(156)	(147)	(215)	(273)	(320)	实际股息支付率 (%)	-804%	30%	30%	30%	30%
少数股东权益	(14)	(12)	(14)	(14)	(15)	库存周转	64	49	45	45	46
<b>净利润</b>	(137)	234	489	624	732	应付账款天数	62	65	66	68	69
折旧及摊销	311	294	288	282	276	应收账款天数	34	42	45	45	46
<b>EBITDA</b>	591	975	1,281	1,470	1,602						
<b>EPS</b>	(0.04)	0.18	0.37	0.47	0.55	<b>财务状况</b>					
<b>增长</b>						负债/股本	3.9	3.7	3.6	3.4	3.2
总收入 (%)	-0.5%	-15.1%	14.7%	5.7%	4.5%	收入/总资产	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7
EBITDA (%)	-63.8%	65.1%	31.3%	14.8%	9.0%	总资产/股本	4.9	4.7	4.6	4.4	4.2
每股收益 (%)	-105.2%	-591.3%	108.4%	27.6%	17.3%	盈利对利息倍数	1.5	3.5	4.8	5.8	7.1

资产负债表						现金流量表					
百万港元, 财务年度截至12月31日											
	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测		13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
现金	3,048	3,379	2,740	2,732	3,243	<b>EBITDA</b>	591	975	1,281	1,470	1,602
应收账款	10,876	10,466	12,007	12,690	13,266	融资成本	193	196	208	206	186
存货	4,972	4,055	4,652	4,917	5,140	营运资金变化	507	(1,768)	(956)	(687)	(656)
其他流动资产	30	220	220	220	220	所得税	(156)	(147)	(215)	(273)	(320)
<b>总流动资产</b>	18,925	18,120	19,620	20,558	21,868	<b>营运现金流</b>	1,135	(743)	317	715	813
<b>固定资产</b>	3,230	3,362	3,320	3,254	3,225						
投资性资产	2,564	2,510	2,470	2,432	2,396	资本开支	(578)	(253)	(248)	(244)	(240)
其他固定资产	666	852	849	822	829	其他投资活动	381	225	115	59	58
<b>总资产</b>	22,156	21,482	22,940	23,812	25,094	<b>投资活动现金流</b>	(197)	(28)	(133)	(184)	(182)
应付帐款	14,648	12,270	14,048	14,822	15,477	负债变化	(533)	1,173	(677)	(352)	100
短期银行贷款	870	2,251	1,725	1,900	2,100	股本变化	0	0	0	0	0
其他短期负债	992	1,396	970	543	543	股息	(197)	(70)	(147)	(187)	(220)
<b>总短期负债</b>	16,511	15,916	16,743	17,265	18,119	其他融资活动	(670)	0	0	0	0
长期银行贷款	1,132	925	1,200	1,100	1,000	<b>融资活动现金流</b>	(1,400)	1,103	(824)	(539)	(120)
其他负债	31	35	35	35	35						
<b>总负债</b>	17,673	16,876	17,978	18,400	19,154	<b>现金变化</b>	(463)	332	(639)	(9)	511
少数股东权益	124	137	151	165	180						
<b>股东权益</b>	4,482	4,606	4,962	5,412	5,939	期初持有现金	3,431	3,048	3,379	2,740	2,732
每股账面值(港元)	3.37	3.49	3.76	4.10	4.50	外币汇率变动影响	79	0	0	0	(0)
营运资金	2,415	2,204	2,877	3,293	3,749	期末持有现金	3,048	3,379	2,740	2,732	3,243

数据来源: 公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。