



TCL 多媒体 (1070 HK; 4.42 港元; 目标价: 6.5 港元) 业绩弹性巨大 全产业链价值凸显 风险等级: 3

对于黑电板块的投资应当弱化国内行业逻辑

乐视逐步退出后，国内市场并未出现最初预想的行业格局改善，表面上是夏普、小米今年增长较快，拿掉了乐视出让的份额，本质上还是由于产业链价值的大头在面板，整机制造环节缺乏较强的壁垒。在面板产业链整体向中国转移的趋势下，大厂也很难垄断面板资源。此外，电视产业较多的企业短期也很难出现供给出清。因此，国内格局目前还看不到大幅改善的可能，从国内行业逻辑推荐板块可能缺乏一定的确定性。

另一层面，市场对国内龙头全球拓展的空间缺乏认识

黑电是目前出口占比最低的大家电品类，韩企三星、LG 全球份额分别 21%、13%，国内 TCL、海信仅 7%、6%。展望未来 3~5 年甚至更长时间，一方面日本企业的持续退出仍是大趋势；另一方面，面板制造带动整条电视产业链持续向大陆转移，国内供应链体系逐步超越韩国，中国企业在全球站稳脚跟是大概率事件。前期由于国内公司海外利润贡献极低，市场并未重视也可以理解，但今年 TCL 多媒体的经营利润预计将全部来自于海外（国内估计亏损，海外贡献可能近 7 亿港币），这将是一个标志性的信号。

全产业链布局的重要性前期一直被市场忽视

纵观三星、LG 在全球电视业的崛起，均是首先通过面板逆势投资弯道超车，再利用全产业链优势实现整机份额的大幅提升。作为占电视成本超 60% 的面板环节，一方面稳定的供应关系及其重要（今年夏普的意外断供对产业链的影响即是明证），另一方面如果想保持对新技术的敏感与持续研发，上游的投资也是极其重要的。例如京东方通过多年 LCD 产业的积累，如今在 OLED 领域开始量产，没有多年的研发投入是做不到的。前期为什么市场忽视全产业链的作用？严格意义上说，国内仅 TCL 具备全产业链布局，而且仅在近两年才开始享受收获的果实。2012~15 年，华星光电 T1 量产阶段，主要切割 32 寸面板，不仅对 TCL 多媒体帮助较小，甚至可能拖累了整机环节的尺寸升级。2016 年随着 T2 逐步量产，55/60 寸面板产量提升，公司的全产业链优势才逐步体现。近两年，TCL 产品力大幅提升，国内均价/份额逼近第一梯队，海外大幅增长。一方面与华星光电带来的新技术、新产品优势密不可分，另一方面，目前公司出海均与华星绑定进行谈判（同时吸引供应链抱团，形成集群效应），提前锁定订单，规避面板价格波动与供应风险，在今年经营环境大幅波动的情况下起到了至关重要的作用。TCL 多媒体在北美市场从 2015 年的几十万销量，到今年我们预计有望实现 350~370 万台销量，即是明证。

因此，黑电的投资逻辑应当弱化国内行业逻辑，优选竞争力边际提升、全球市场加速拓展的龙头公司

回到 TCL 多媒体本身，一方面公司近两年产品力的提升非常显著（来自持续数年的改革以及华星光电全产业链协同效应的逐步释放），带来的结果是国内份额/ASP 都边际改善，海外市场也增长较快。另一方面，公司近两年在成本优化、减员提效上成效显著（非屏成本持续下降，人员精简 20~30%，渠道扁平化）。利润率持续提升，从前期盈亏平衡到去年的 1%，今年有望回升到 2%。因此，我们认为公司处在一个明显的竞争力提升期，并且后续伴随华星 T4 投产，在 60 寸以上大尺寸产品上也将得到华星光电的有力支持，全球拓展仍将进一步加速。风险因素：需求大幅度下滑；海外市场波动；利润率改善不及预期。

建议关注

盈利预测与估值：考虑子公司雷鸟引进腾讯的一次性收益，以及下半年的超预期表现，我们大幅上调 2017~19 年 EPS 预测至 0.46/0.54/0.64 港元（原预测为 0.31/0.44/0.56 港元），对应 PE 仅 10/8/7 倍，当前 PS 仅 0.2 倍，市值不及 80 亿港币，作为竞争力持续提升，长期有望成为全球巨头的黑电龙头公司，存在较大上涨空间，按 2018 年 12 倍上调目标价至 6.5 港元。

资料来源：相关公司、中信证券 风险等级：由低至高分 1 至 5 级

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 (另有说明的除外)。评级标准为报告发布布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现, 也即: 以报告发布布日后的 6 到 12 个月内的公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中: A 股市场以沪深 300 指数为基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上;
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上;
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上;
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构 (仅就本研究报告免责条款而言, 不含 CLSA group of companies), 统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区: 本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”, 受香港证券及期货事务监察委员会监管, 中央编号: AAE879) 分发。

新加坡: 本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发, 并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”, 请注意, CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求: (1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定; (2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定; 以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区: 对于本研究报告所评论的证券及金融工具, 中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司, (i) 有需要披露的财务权益; (ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托; (iii) 有雇员担任高级人员; (iv) 未进行做市活动。

新加坡: 监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得, 详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况, 不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息, 请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国: 本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA, LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国: 本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件, 它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写, 亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布, 该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年 (金融推介) 令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士, 且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验, 请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密, 只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约, 或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要, 不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析, 本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断, 可以在不发出通知的情况下做出更改, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定, 但是, 分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议, 中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为 (前述金融机构之客户) 因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权, 任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。