

# 华星光电面板利润增幅显著\家用电器

## ——TCL (000100.sz) 收购与预增公告点评

### 事件:

TCL发布 2017年半年度业绩预增70%左右公告及收购子公司10%股权公告

### 投资要点:

- 华星光电t1与t2产线的投片量同比增长31.2%，加之价格上涨，华星光电的净利润同比大幅增长。手机同比下降31.2%而陷于亏损。空调和洗衣机产品销量同比分别增长33.7%和15.8%，冰箱同比下滑6.54%。就公司利润占比看，利润变化较大幅度的取决于面板价格变化。
- 公司公告称拟通过发行股份的方式购买长江汉翼、星宇有限、林周星澜、林周星涌、林周星源、林周星连合计持有的华星光电10.04%股权，拟购买资产的交易价格为40.3亿元，较净资产增值率50%略多，本次交易完成后，上市公司将直接持有华星光电85.71%股权，有利于提高归属于母公司股东的净利润水平。
- 我们预估公司未来3年的EPS为0.23元、0.16元、0.17元，公司动态估值在15倍至21倍间，给予谨慎推荐评级。
- 风险提示  
面板价格战

投资建议:

谨慎推荐

当前价格:

3.43元

目标价格:

元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	12,214/9,001
流通A股市值 (百万元)	31,595
每股净资产 (元)	1.94
资产负债率 (%)	68.73
一年内最高/最低 (元)	3.79/3.22

### 一年内股价相对走势



钱建

分析师

执业证书编号: S05905101240001

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

钱建

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	104,579.48	106,473.50	114,991.38	123,040.78	131,038.43
增长率 (%)	3.51%	1.81%	8.00%	7.00%	6.50%
EBITDA (百万元)	8,737.30	9,389.02	10,422.84	9,634.80	9,636.01
净利润 (百万元)	2,567.00	1,602.13	2,760.41	1,964.01	2,066.49
增长率 (%)	-19.36%	-37.59%	72.30%	-28.85%	5.22%
EPS (元/股)	0.21	0.13	0.23	0.16	0.17
市盈率 (P/E)	16.32	26.15	15.18	21.33	20.27
市净率 (P/B)	1.73	1.84	1.71	1.63	1.55
EV/EBITDA	8.96	10.76	17.61	19.16	19.61

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

▶ **公司预告上半年归母净利润增长 65%-75%达 10 亿-10.6 亿。**我们认为公司利润大增固然有去年业绩基数较低的原因，但更主要的是华星光电今年利润增幅显著。华星光电今年以来出现了量价齐升的局面：从量上看，公司旗下 t1 与 t2 两条生产线的投片量上半年同比增长 31.2%，T3 线也开始有出货；从价格上看，根据集邦咨询光电研究中心(WitsView)公布的近几个月面板价格分析，电视面板从去年农历年后起涨以来，连续上涨超过 15 个月，32 吋、40 吋/43 吋等中小尺寸电视面板累计涨幅高达 30%~40%，且目前价格保持稳定即维持住了涨幅。在如此量价齐升的背景下，华星光电的净利润同比大幅增长。考虑到华星的量价涨幅均在 30%以上，我们推测华星光电的净利润增幅在 75%以上。另外一个产品增长点主要来自于空调，过去 1 个冷年空调行业销量增幅在 36%左右，公司上半年空调销量增长 33.7%，算是与行业表现相差不大；洗衣机产品销量增长 15.8%则超过行业增幅；冰箱同比下滑 6.54%；液晶电视实现销量 980.5 万台，同比增长 11.3%，优于行业；手机同比下降 31.2%而陷于亏损。就公司利润占比看，产业利润是否增长主要取决于面板价格变化，华星光电的影响仍是决定性的，其它如家电和金融投资收益影响稍小。

▶ **收购方案意在提供更贴近市场的股权激励。**公司公告称拟通过发行股份的方式购买长江汉翼、星宇有限、林周星澜、林周星涌、林周星源、林周星涟合计持有的华星光电 10.04%股权，拟购买资产的交易价格为 40.3 亿元，较净资产增值率 50%略多，收购目的判断意在提供退出途径、实现股权激励。本次交易完成后，上市公司将直接持有华星光电 85.71%股权。该次交易全部以发行股份方式支付，发行股份价格为 3.10 元/股。由于星宇有限、林周星澜、林周星涌、林周星源、林周星涟等属于华星光电主要管理人员及核心员工的持股平台，此次 TCL 集团发行股份收购它们的股权，相当于实现了高管及员工持股的社会公众化，由持有非上市股份直接变更为持有上市公司股份，间接的实现了员工股权激励的目的，可以更大的激发华星光电员工的工作热情。同时也提高了归属于母公司股东的净利润水平。

▶ **液晶显示行业的盈利能力在今年创下高峰但预料难以持久。**面板业盈利能力与产品价格及下游电视机、个人电脑、智能手机等消费类电子产品的需求密切相关。由于地方政府主导的面板行业大量投资，预计 2017 年至 2019 年群创光电第 8.6 代线、惠科电子第 8.6 代线、京东方福州第 8.5 代线、京东方合肥第 10.5 代线、华星光电深圳第 11 代线、中国电子咸阳 8.5 代线、中国电子成都第 8.6 代线、夏普广州 10.5 代线等陆续投产，而一般预计 2017/2018/2019 年面板需求将增 4%/4%/4%，三年供给却分别提高 3%/6%/11%，液晶面板可能面临产能过剩，竞争将不断加剧，液晶面板长期来看价格将维持下降趋势。故尽管华星光电是目前中国大陆电视液晶面板厂商中市场占有率第二的企业，2017 年 Q1 华星光电在全球电视面板市场占有率为 15%，行业排名第五。但从历史看，华星光电过去两年的毛利率分别为 13.45%、12.81%，今年因价格大涨而暴涨到 25.50%，但此等盈利水平或许是多年高峰，而不具备持续稳定性。

▶ **公司互联网应用及服务业务取得进展、获腾讯注资 4.5 亿元：**

公司互联网服务业务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。其中公司智能网络电视终端运营的累计激活用户已达 2,030.3 万，2017 年 6 月日均活跃用户数为 917.0 万；公司通过欢网运营的智能网络电视终端累计激活用户已达 3,376.1 万，2017 年 6 月日均活跃用户数达 1,316.8 万；游戏应用用户规模为 1,219.3 万；公司移动互联网应用平台累计激活用户数已达 1.46 亿，同比增长 321.8%；2017 年 6 月的月活跃用户数为 6,517.8 万，同比增长 453.5%，应用累计下载量 6.52 亿。各项基于互联网基础的服务业务发展迅速，为未来创新商业模式打下基础。如高达 3376 万户的智能电视用户基础已经是一些省级卫视的用户量规模，完全可以据此吸引广告用户，开创新的广告市场。1219 万的游戏用户规模也为游戏业务见效打下基础。

2017 年 7 月 2 日，腾讯以 4.5 亿元人民币认购 TCL 子公司雷鸟科技新增注册资本，获得本次增资后雷鸟科技 16.67% 的股权。雷鸟科技负责 TCL 多媒体及其控股子公司在中国地区的全部智能电视终端平台运营。本次合作，不仅为雷鸟科技业务发展提供资金支持，公司和腾讯也将在内容共享、产品创新、市场推广、会员运营等方面开展战略合作，实现双方资源优势互补。公司基于付费内容分成、业务流量分成、服务广告分成及有偿增值服务的商业模式正在形成。我们认为此次腾讯巨资入驻是对 TCL 这一新型商业模式的认可，我们为此看好公司在这一领域的探索与进展。

#### ➤ 盈利预测与投资结论

我们预计在面板业价格涨幅暂且维持和空调业增长背景下，加之互联网品牌彩电发展受阻可能会略微降低彩电业竞争强度，故预计公司今年净利润增幅翻番、归母净利润增长超过 70%，加之公司此次收购的股权激励实质，我们预估公司未来 3 年的 EPS 为 0.23 元、0.16 元、0.17 元，公司动态估值在 15 倍至 21 倍间，给予谨慎推荐评级。

**图表 1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,256.12	18,030.1	103,492.	110,736.	117,934.	营业收入	104,579.	106,473.	114,991.	123,040.	131,038.
应收账款+票据	21,527.9	23,475.8	24,029.4	26,801.2	27,333.4	营业成本	87,282.8	88,470.1	94,292.9	101,508.	108,106.
预付账款	656.63	886.96	508.83	993.77	606.50	营业税金及附加	468.79	505.93	546.40	584.65	622.65
存货	9,028.56	12,825.0	9,566.73	14,538.5	11,133.5	营业费用	9,032.30	9,628.12	10,121.0	10,829.5	11,533.4
其他	6,981.60	10,341.6	10,341.6	10,341.6	10,341.6	管理费用	6,792.99	8,492.34	7,857.15	8,407.15	8,953.61
<b>流动资产合计</b>	<b>45,611.6</b>	<b>67,415.5</b>	<b>149,794.</b>	<b>165,267.</b>	<b>169,205.</b>	财务费用	967.06	816.30	1,973.64	2,226.06	2,093.39
长期股权投资	7,955.31	11,539.0	11,539.0	11,539.0	11,539.0	资产减值损失	470.42	857.02	556.04	556.04	556.04
固定资产	26,042.1	37,720.5	41,537.5	36,707.0	31,876.5	公允价值变动收	-192.80	-12.27	85.00	60.00	50.00
在建工程	11,503.8	8,647.50	1,000.00	1,000.00	1,000.00	投资净收益	636.98	916.31	1,200.00	900.00	800.00
无形资产	2,984.17	4,755.45	5,765.97	5,618.59	5,471.22	其他	251.18	72.37	181.37	181.37	181.37
其他非流动资产	8,810.26	7,818.62	6,951.84	6,742.95	6,534.07	<b>营业利润</b>	<b>260.43</b>	<b>-1,319.9</b>	<b>1,110.56</b>	<b>70.11</b>	<b>203.99</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>57,295.7</b>	<b>70,481.0</b>	<b>66,794.3</b>	<b>61,607.5</b>	<b>56,420.8</b>	营业外净收益	3,608.27	4,116.89	2,722.66	2,722.66	2,722.66
<b>资产总计</b>	<b>102,907.</b>	<b>137,896.</b>	<b>216,589.</b>	<b>226,875.</b>	<b>225,626.</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,868.70</b>	<b>2,796.97</b>	<b>3,833.22</b>	<b>2,792.77</b>	<b>2,926.65</b>
短期借款	11,207.7	13,184.1	94,855.6	95,335.0	99,053.6	所得税	638.69	659.43	226.89	226.89	226.89
应付账款+票据	17,396.5	21,439.5	16,280.1	24,326.0	18,919.5	<b>净利润</b>	<b>3,230.01</b>	<b>2,137.54</b>	<b>3,606.33</b>	<b>2,565.88</b>	<b>2,699.76</b>
其他	22,165.1	28,379.0	27,712.3	28,560.9	27,893.0	少数股东损益	663.01	535.41	845.93	601.87	633.27
<b>流动负债合计</b>	<b>50,769.4</b>	<b>63,002.7</b>	<b>138,848.</b>	<b>148,222.</b>	<b>145,866.</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>2,567.00</b>	<b>1,602.13</b>	<b>2,760.41</b>	<b>1,964.01</b>	<b>2,066.49</b>
长期带息负债	14,432.6	28,141.3	28,141.3	28,141.3	28,141.3						
长期应付款	10.53	55.74	55.74	55.74	55.74						
其他	36.90	92.16	92.16	92.16	92.16						
<b>非流动负债合计</b>	<b>14,480.0</b>	<b>28,289.2</b>	<b>28,289.2</b>	<b>28,289.2</b>	<b>28,289.2</b>						
<b>负债合计</b>	<b>65,249.5</b>	<b>91,292.0</b>	<b>167,137.</b>	<b>176,511.</b>	<b>174,155.</b>						
少数股东权益	13,419.3	22,981.8	23,827.8	24,429.6	25,062.9						
股本	12,228.3	12,213.6	12,213.6	12,213.6	12,213.6						
资本公积	5,005.43	3,531.32	3,531.32	3,531.32	3,531.32						
留存收益	6,976.31	7,019.89	8,721.17	9,931.63	11,205.2						
<b>股东权益合计</b>	<b>37,629.4</b>	<b>45,746.7</b>	<b>48,294.0</b>	<b>50,106.3</b>	<b>52,013.2</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>102,878.</b>	<b>137,038.</b>	<b>215,431.</b>	<b>226,617.</b>	<b>226,168.</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,715.30	-197.15	-174.44	-889.89	-646.01
折旧摊销	4,006.26	5,496.56	4,630.71	4,630.71	4,630.71
财务费用	1,264.89	1,003.40	1,958.90	2,211.32	2,078.65
存货减少	154.12	-3,972.9	3,258.31	-4,971.8	3,404.98
营运资金变动	-326.97	5,525.02	-6,001.6	5,637.81	-6,219.3
其它	685.20	-106.07	556.04	556.04	556.04
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,498.80</b>	<b>7,748.82</b>	<b>4,227.92</b>	<b>7,174.16</b>	<b>3,805.04</b>
资本支出	16,577.9	14,542.3	0.00	0.00	0.00
长期投资	18,914.9	22,823.9	0.00	0.00	0.00
其他	15,995.2	18,770.4	2,580.78	2,555.78	2,545.78
<b>投资活动现金流</b>	<b>-19,497.</b>	<b>-18,595.</b>	<b>2,580.78</b>	<b>2,555.78</b>	<b>2,545.78</b>
债权融资	6,297.99	15,112.9	81,671.4	479.39	3,718.59
股权融资	10,535.8	11,218.7	0.00	0.00	0.00
其他	-3,066.9	-4,397.2	-3,018.0	-2,964.8	-2,871.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>13,766.8</b>	<b>21,934.3</b>	<b>78,653.4</b>	<b>-2,485.4</b>	<b>847.07</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>2,323.85</b>	<b>10,730.2</b>	<b>18,030.1</b>	<b>103,492.</b>	<b>110,736.</b>

  

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	3.51%	1.81%	8.00%	7.00%	6.50%
EBIT	-18.30%	-17.73%	48.80%	-13.61%	0.02%
EBITDA	-6.67%	7.46%	11.01%	-7.56%	0.01%
归属于母公司净	50.93%	-37.59%	72.30%	-28.85%	5.22%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.54%	16.91%	18.00%	17.50%	17.50%
净利率	3.09%	2.01%	3.14%	2.09%	2.06%
ROE	10.60%	7.04%	11.28%	7.65%	7.67%
ROIC	3.77%	1.58%	3.44%	1.23%	1.22%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.41%	66.20%	77.17%	77.80%	77.19%
流动比率	0.90	1.07	1.08	1.12	1.16
速动比率	0.58	0.70	0.94	0.95	1.01
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.06	5.42	5.92	5.50	5.92
存货周转率	9.67	6.90	9.86	6.98	9.71
总资产周转率	1.02	0.77	0.53	0.54	0.58
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.21	0.13	0.23	0.16	0.17
每股经营现金流	0.61	0.63	0.35	0.59	0.31
每股净资产	1.98	1.86	2.00	2.10	2.21
<b>估值比率</b>					
市盈率	16.32	26.15	15.18	21.33	20.27
市净率	1.73	1.84	1.71	1.63	1.55
EV/EBITDA	8.96	10.76	17.61	19.16	19.61
EV/EBIT	16.55	25.96	31.69	36.90	37.76

数据来源：公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 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

**分公司机构销售联系方式**

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064