

公司研究/公告点评

2017年07月22日

家用电器/视听器材 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 3.43  
合理价格区间(元): 4.14~4.60

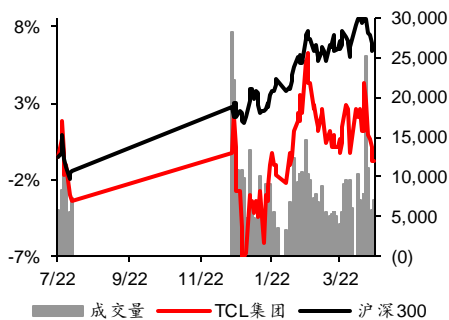
陈羽锋 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413  
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1 《TCL 集团(000100,买入): Q1 业绩 YoY+72%, 可望更上层楼》2017.04
- 2 《TCL 集团(000100):面板高价将延续, 垂直龙头最受益》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

# 华星持股比例提升, 业绩增厚

## TCL 集团(000100)

### 收购华星光电少数股东股权

根据最新公告, TCL 集团拟通过发行股份方式购买华星光电 10.04% 股权, 发行价 3.10 元/股, 交易对价为 40.34 亿元。本次交易完成后, TCL 集团直接持有华星光电股权比例将由 75.67% 提升至 85.71%。

### 华星光电 Q1 单季度净利润 10.1 亿元

由于 T2 产线量产与面板价格大幅上涨, 2017Q1 华星光电实现收入 65.5 亿元, YoY+52%; 实现净利润 10.1 亿元, YoY+404%; 净利率同比提升 10.8pct 至 15.5%。按照 TCL 集团持股比例测算, 2017Q1 华星光电对 TCL 集团业绩贡献为 7.9 亿元, 为母公司最主要盈利来源。随着 T3 产线量产、11 代线与 6 代柔性 LTPS-OLED 产线建设的推进, 华星光电产能将持续扩张, 在 TCL 集团的收入与业绩占比有望继续提升。

### 2017 年 LCD 面板均价维持较高水平

华星光电共有 T1 与 T2 两条 LCD 面板产线, 合计产能 270K/月, LCD 面板价格也是影响公司业绩的主要因素。Display Research 最新数据显示, 面板价格整体有所回调。下半年, 由于新产能开出, 面板价格继续面临回调压力, 但销售旺季电视需求环比增加将对冲供给冲击, 国产厂商在 32 吋的垄断性地位也将缓和价格下跌的压力。整体来看, 面板行业经过前期激烈竞争, 日本厂商退出、韩台厂商减产, 产能出清较为彻底, 2017 年均价与 2016 年相比将处于较高水平。

### 小尺寸面板产业升级, 有望长期受益

在三星 S8 带动下, 国内主流手机品牌陆续推出全面屏新品。全面屏产能相对稀缺, 华星光电 T3 LTPS 产线具备量产能力, 未来将受益于全面屏渗透率的快速提升。另一方面, 由于轻薄、视角宽广、柔性折叠等优势, OLED 面板是产业发展的重要方向。继三星之后, iPhone 新机型有望采用 OLED 屏幕, 加速智能手机行业 OLED 面板对 LCD 面板的替代。华星光电正在建设的 6 线柔性 LTPS-OLED 产线总投资 350 亿元, 预计产能 45K/月。随着全面屏、OLED 面板的普及, 华星光电将在产业升级浪潮中持续受益。

### 持股比例提升增厚业绩, 维持“买入”评级

TCL 集团持有华星光电股权比例提升, 按照 2017 年华星光电 40 亿净利润测算, 收购完成后 EPS 将增厚 0.008 元/股。同时, 通过本次重组, 华星光电高管与核心员工将直接持有集团股份, 有助于激发员工积极性, 提升运营效率。整体来看, 由于通讯业务影响因素短期仍将持续, 我们调整盈利预测, 预计 2017-2019 年 TCL 集团 EPS 分别为 0.23/0.32/0.30 元, 对标京东方给予 2017 年 18-20 倍估值, 对应合理价格区间为 4.14-4.60 元。目前公司为集团性质, 华星光电作为国内两大面板厂商之一, 价值被低估, 维持“买入”评级。

风险提示: 电视大尺寸化趋势不及预期, 上游零部件价格大幅上涨。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	12,214
流通 A 股(百万股)	9,032
52 周内股价区间(元)	3.29-3.76
总市值(百万元)	42,870
总资产(百万元)	150,217
每股净资产(元)	1.94

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	104,878	106,618	115,272	122,636	125,659
+/-%	3.54	1.66	8.12	6.39	2.47
归属母公司净利润(百万元)	2,567	1,602	2,758	3,959	3,613
+/-%	(19.36)	(37.59)	72.17	43.54	(8.75)
EPS (元, 最新摊薄)	0.21	0.13	0.23	0.32	0.30
PE (倍)	16.70	26.76	15.54	10.83	11.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

**图表1: 华星光电经营情况 (单位: 亿元)**

	2015	2016	2017Q1
收入	180.6	223.4	65.5
营业成本	156.3	194.7	48.8
净资产	275.2	377.4	389.8
归母净利润	20.7	23.3	10.4
归母净利率	11.5%	10.4%	15.9%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**图表2: 华星光电产线情况**

	投资金额 (亿元)	产能 (千片/月)	投产状态
T1 8.5代线	245	155	满产
T2 8.5代线	244	122	满产
T3 6代LTPS产线	160	30	爬坡
T4 6代柔性LTPS-AMOLED产线	350	45	在建
T6 11代线	465	90	在建

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

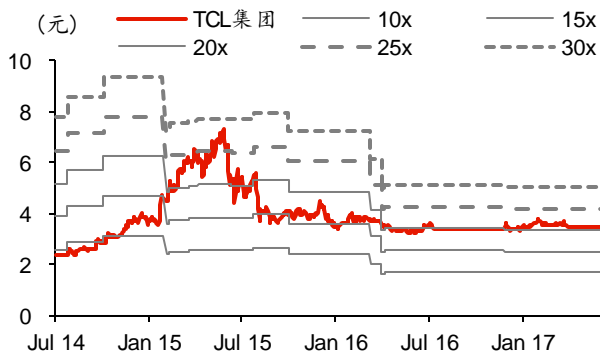
**图表3: 资产重组发行股份方案**

交易对方	持有华星光电股权比例	股份支付金额 (亿元)	股份支付数量 (亿股)
长江汉翼	8.18%	32.86	10.60
星宇有限	0.70%	2.81	0.91
林周星澜	0.33%	1.32	0.43
林周星涌	0.30%	1.19	0.38
林周星源	0.29%	1.17	0.38
林周星连	0.25%	1.00	0.32

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

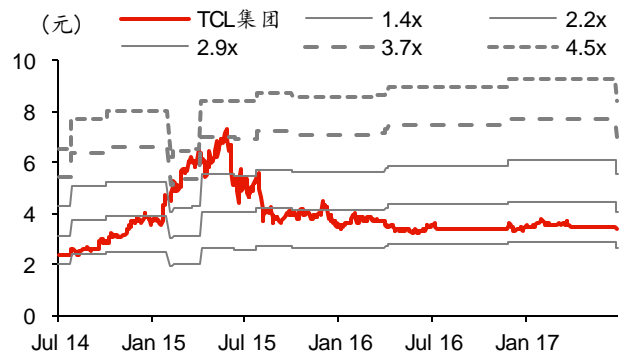
**PE/PB - Bands**

**图表4: TCL集团历史PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表5: TCL集团历史PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	53,749	75,922	80,602	99,607	117,752
现金	15,340	26,395	33,227	49,341	65,858
应收账款	13,308	13,860	14,881	15,827	16,240
其他应收账款	4,263	3,844	4,389	4,664	4,751
预付账款	656.63	886.96	866.18	934.13	959.15
存货	9,029	12,825	11,833	12,647	13,307
其他流动资产	11,153	18,112	15,406	16,193	16,638
非流动资产	58,005	71,214	65,766	61,682	56,677
长期投资	7,955	11,539	10,426	10,837	10,700
固定资产投资	26,042	37,721	36,782	33,255	28,433
无形资产	2,984	4,755	5,750	6,820	7,927
其他非流动资产	21,024	17,200	12,808	10,770	9,618
资产总计	111,755	147,137	146,368	161,290	174,430
流动负债	53,973	67,293	58,881	61,573	63,295
短期借款	11,208	10,184	10,731	10,628	10,589
应付账款	13,623	19,572	17,548	19,025	19,984
其他流动负债	29,142	37,537	30,602	31,919	32,722
非流动负债	20,153	34,097	38,096	45,654	53,055
长期借款	11,949	20,648	27,397	34,796	41,979
其他非流动负债	8,203	13,449	10,699	10,858	11,076
负债合计	74,125	101,390	96,978	107,227	116,350
少数股东权益	13,419	22,982	23,867	25,155	26,325
股本	12,228	12,214	12,214	12,214	12,214
资本公积	5,075	3,531	3,531	3,531	3,531
留存公积	7,760	8,385	9,778	13,163	16,009
归属母公司股	24,210	22,765	25,523	28,908	31,754
负债和股东权益	111,755	147,137	146,368	161,290	174,430

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	7,394	8,028	4,011	11,238	11,465
净利润	3,230	2,138	3,644	5,247	4,783
折旧摊销	4,006	5,497	5,664	6,104	6,326
财务费用	967.06	816.31	1,867	1,963	1,853
投资损失	(1,710)	(2,346)	(1,456)	(1,578)	(1,663)
营运资金变动	(172.85)	1,552	(5,015)	(464.44)	94.23
其他经营现金	1,073	371.12	(692.95)	(33.65)	73.06
投资活动现金	(19,498)	(18,596)	2,354	(410.68)	126.58
资本支出	16,578	14,542	0.00	0.00	0.00
长期投资	4,055	5,095	(1,709)	526.00	(88.34)
其他投资现金	1,135	1,041	644.97	115.31	38.23
筹资活动现金	13,767	21,934	466.61	5,287	4,924
短期借款	(213.22)	(1,024)	547.32	(103.07)	(39.69)
长期借款	2,852	8,698	6,749	7,399	7,183
普通股增加	2,776	(14.68)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,523	(1,544)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	5,830	15,818	(6,830)	(2,009)	(2,218)
现金净增加额	2,219	11,009	6,832	16,114	16,516

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	104,878	106,618	115,272	122,636	125,659
营业成本	87,283	88,470	94,239	98,648	102,291
营业税金及附加	468.79	505.93	536.41	574.44	587.32
营业费用	9,032	9,628	9,568	10,056	10,178
管理费用	6,793	8,492	7,723	8,094	8,168
财务费用	967.06	816.31	1,867	1,963	1,853
资产减值损失	470.42	857.02	728.15	771.11	756.79
公允价值变动收益	(192.80)	(12.27)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,710	2,346	1,456	1,578	1,663
营业利润	1,341	128.54	2,066	4,108	3,489
营业外收入	2,629	2,848	2,676	2,742	2,748
营业外支出	101.27	180.01	116.40	121.85	124.43
利润总额	3,869	2,797	4,625	6,728	6,112
所得税	638.70	659.43	981.53	1,481	1,329
净利润	3,230	2,138	3,644	5,247	4,783
少数股东损益	663.01	535.41	885.41	1,288	1,170
归属母公司净利润	2,567	1,602	2,758	3,959	3,613
EBITDA	6,314	6,441	9,596	12,174	11,667
EPS(元)	0.21	0.13	0.23	0.32	0.30

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.54	1.66	8.12	6.39	2.47
营业利润	(36.56)	(90.41)	1,507	98.86	(15.07)
归属母公司净利润	(19.36)	(37.59)	72.17	43.54	(8.75)
获利能力(%)					
毛利率	16.78	17.02	18.25	19.56	18.60
净利率	2.45	1.50	2.39	3.23	2.88
ROE	10.60	7.04	10.81	13.70	11.38
ROIC	4.50	1.37	5.76	9.56	9.40
偿债能力					
资产负债率(%)	66.33	68.91	66.26	66.48	66.70
净负债比率(%)	36.52	35.94	44.24	46.94	49.46
流动比率	1.00	1.13	1.37	1.62	1.86
速动比率	0.81	0.93	1.16	1.40	1.64
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.82	0.79	0.80	0.75
应收账款周转率	7.71	7.67	7.84	7.80	7.66
应付账款周转率	6.87	5.33	5.08	5.39	5.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.13	0.23	0.32	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.66	0.33	0.92	0.94
每股净资产(最新摊薄)	1.98	1.86	2.09	2.37	2.60
估值比率					
PE(倍)	16.70	26.76	15.54	10.83	11.87
PB(倍)	1.77	1.88	1.68	1.48	1.35
EV_EBITDA(倍)	10.68	10.47	7.03	5.54	5.78

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com