

公司研究/公告点评

2017年09月23日

家用电器/视听器材 II

投资评级：买入（维持评级）

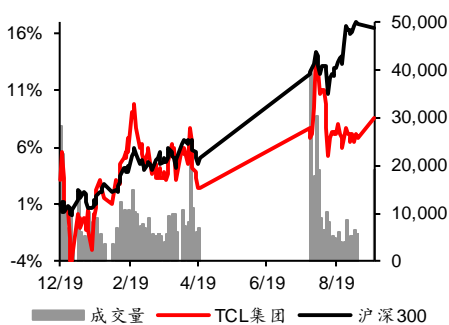
当前价格(元): 3.64
合理价格区间(元): 4.14~4.60

王鹤岱 执业证书编号: S0570517080003
研究员 0755-82776413
wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1 《TCL 集团(000100,买入): 架构调整超预期, 面板价值凸显》2017.08
- 2 《TCL 集团(000100,买入): 华星持股比例提升, 业绩增厚》2017.07
- 3 《TCL 集团(000100,买入): Q1 业绩 YoY+72%, 可望更上层楼》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

资产重组过会, 架构调整更进一步

TCL 集团(000100)

发行股份购买资产获审核通过

根据最新公告, TCL 集团发行股份购买资产事项获证监会审核通过。本次交易完成后, TCL 集团持有华星光电股权比例将由 75.67% 提升至 85.71%。公司积极推进业务架构调整, 面板价值有望进一步凸显。

推动业务与资产结构调整, 优化融资平台

华星光电为 TCL 集团最核心资产, 按照 75.67% 持股比例测算, 2016 年底华星在集团净资产占比为 62.4%, 随着新产线的建设, 这一占比将继续提升。为平衡集团资产配置, 公司计划将终端产品业务逐渐分拆至香港上市公司, TCL 集团有望成为华星光电融资平台。同时, 公司持续推动资产结构调整, 剥离非核心业务, 未来两年内计划将直接投资与管理的二级公司由 50 多家减少至 30 家以内。目前, 集团已成立产业园公司, 未来通过不动产证券化, 将有效降低集团整体资产负债率。

成本下行叠加规模扩张, 大尺寸面板利润有望维持

液晶面板上游为玻璃基板、偏光片等零部件。以玻璃基板为例, 生产与供应长期掌握在外资厂商手中, 行业垄断程度高也导致定价昂贵, 美国康宁净利率长年维持于 20% 以上。上游零部件的国产化替代, 有助于降低生产成本。此外, 随着生产流程优化与技术改进, 华星 T1 与 T2 产线突破设计产能限制, 整体生产规模将进一步扩张。成本下行与规模扩张共同推动下, 华星 2017H2 利润有望维持。

持续受益小尺寸面板产业升级

华星光电目前共有 T3、T4 两条小尺寸面板产线。其中, T3 第 6 代 LTPS 产线具备全面屏量产能力, 由于全面屏产能相对稀缺, 公司未来将持续受益。同时, OLED 面板是产业发展的重要方向, iPhone X 已采用 OLED 面板。T4 第 6 代柔性 LTPS-OLED 产线预计产能 45K/月, 目前已开工建设, 预计 2019 年初点亮生产。

面板价值待重估, 维持“买入”评级

公司积极推动业务与资产结构调整, 资产重组完成后, TCL 集团将持有华星光电 85.71% 股权, 面板产业价值凸显。同时, 近期大尺寸价格虽有下跌, 但随着规模扩张与成本下降, 华星 2017H2 年利润有望维持。小尺寸方面, T3 LTPS 全面屏产品有望量产、T4 第 6 代柔性 OLED 产线也正处于建设阶段, 产业升级空间广阔。我们预计 2017-2019 年 TCL 集团 EPS 分别为 0.23/0.30/0.28 元, 给予 2017 年 18-20 倍 PE, 对应合理价格区间为 4.14-4.60 元, 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)	9,001
52 周内股价区间(元)	3.29-3.83
总市值(百万元)	44,458
总资产(百万元)	151,317
每股净资产(元)	1.94

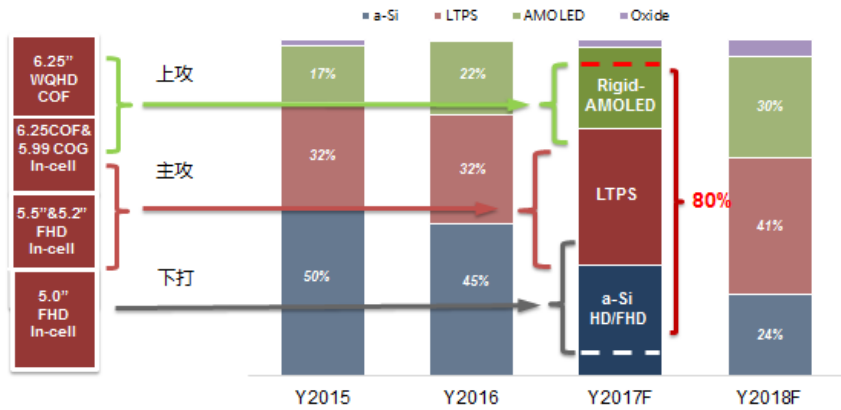
资料来源: 公司公告

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	123,206	126,087
+/-%	3.54	1.66	8.12	6.88	2.34
归属母公司净利润(百万元)	2,567	1,602	2,753	3,610	3,372
+/-%	(19.36)	(37.59)	71.81	31.14	(6.58)
EPS (元, 最新摊薄)	0.21	0.13	0.23	0.30	0.28
PE (倍)	17.89	28.66	16.68	12.72	13.62

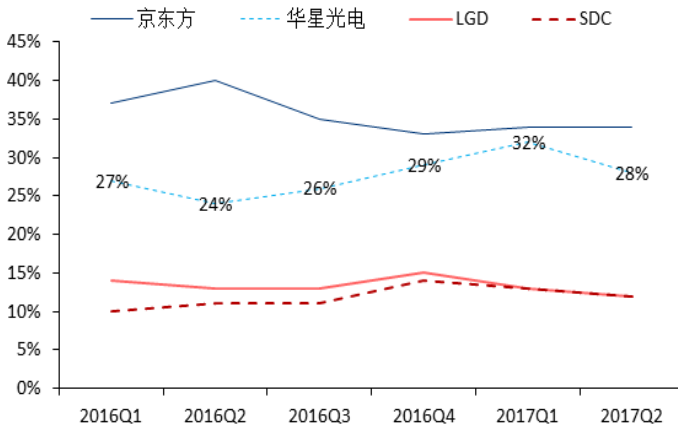
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 华星光电小尺寸面板生产规划



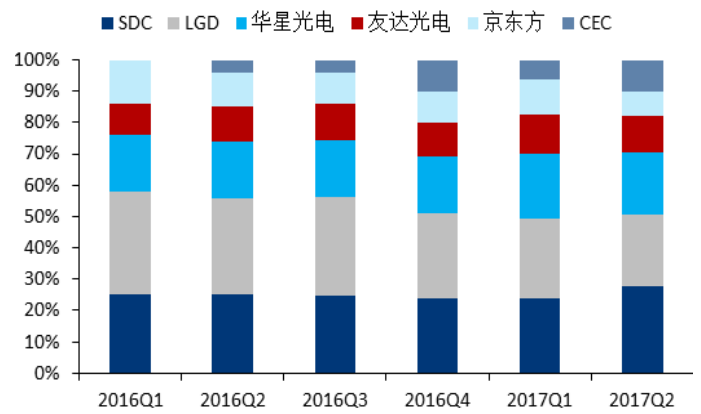
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 各面板厂商32吋市占率



资料来源: IHS、华泰证券研究所

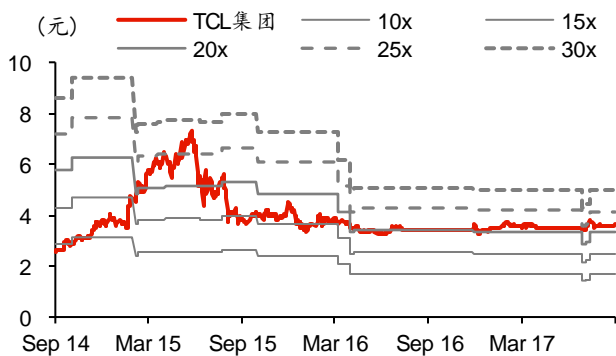
图表3: 各面板厂商55吋UHD市场份额



资料来源: IHS、华泰证券研究所

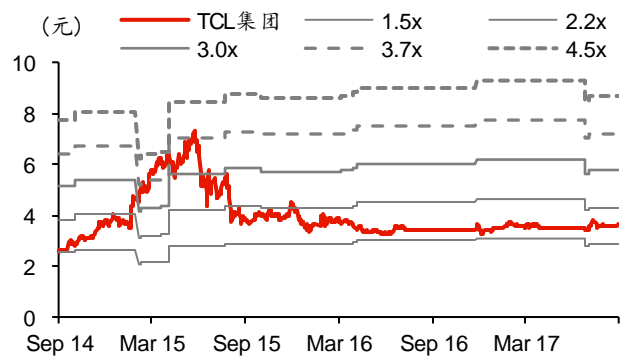
PE/PB - Bands

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	79,572	97,536	114,640
现金	15,340	26,395	32,197	47,094	62,597
应收账款	13,308	13,860	14,881	15,901	16,295
其他应收账款	4,263	3,844	4,389	4,686	4,767
预付账款	656.63	886.96	866.18	937.86	962.94
存货	9,029	12,825	11,833	12,697	13,359
其他流动资产	11,153	18,112	15,406	16,220	16,659
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	145,339	159,218	171,318
流动负债	53,973	67,293	58,836	61,507	63,272
短期借款	11,208	10,184	10,731	10,628	10,589
应付账款	13,623	19,572	17,548	19,101	20,063
其他流动负债	29,142	37,537	30,557	31,778	32,620
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	96,933	107,162	116,327
少数股东权益	13,419	22,982	23,865	25,040	26,132
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	8,795	11,272	13,114
归属母公司股	24,210	22,765	24,540	27,017	28,859
负债和股东权益	111,755	147,137	145,339	159,218	171,318

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	4,355	10,594	11,292
净利润	3,230	2,138	3,636	4,784	4,464
折旧摊销	4,006	5,497	5,664	6,104	6,326
财务费用	967.06	816.31	1,888	2,030	1,967
投资损失	(1,710)	(2,346)	(1,456)	(1,578)	(1,663)
营运资金变动	(172.85)	1,552	(4,684)	(718.84)	125.50
其他经营现金	1,073	371.12	(692.95)	(27.55)	72.36
投资活动现金	(19,498)	(18,596)	2,353	(410.22)	126.42
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	643.57	115.78	38.08
筹资活动现金	13,767	21,934	(905.80)	4,713	4,085
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	(8,203)	(2,583)	(3,058)
现金净增加额	2,219	11,009	5,802	14,897	15,503

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	123,206	126,087
营业成本	87,283	88,470	94,239	99,041	102,694
营业税金及附加	468.79	505.93	536.41	577.11	589.31
营业费用	9,032	9,628	9,556	10,596	10,465
管理费用	6,793	8,492	7,723	8,255	8,196
财务费用	967.06	816.31	1,888	2,030	1,967
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	2,056	3,514	3,082
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	4,616	6,134	5,705
所得税	638.70	659.43	979.45	1,350	1,240
净利润	3,230	2,138	3,636	4,784	4,464
少数股东损益	663.01	535.41	883.54	1,174	1,092
归属母公司净利润	2,567	1,602	2,753	3,610	3,372
EBITDA	6,314	6,441	9,608	11,648	11,374
EPS(元)	0.21	0.13	0.23	0.30	0.28

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	6.88	2.34
营业利润	(36.56)	(90.41)	1,499	70.90	(12.29)
归属母公司净利润	(19.36)	(37.59)	71.81	31.14	(6.58)
获利能力(%)					
毛利率	16.78	17.02	18.25	19.61	18.55
净利率	2.45	1.50	2.39	2.93	2.67
ROE	10.60	7.04	11.22	13.36	11.69
ROIC	4.43	1.35	5.72	8.60	8.74
偿债能力					
资产负债率(%)	66.33	68.91	66.69	67.31	67.90
净负债比率(%)	36.52	35.94	44.26	46.97	49.47
流动比率	1.00	1.13	1.35	1.59	1.81
速动比率	0.81	0.93	1.14	1.37	1.59
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.82	0.79	0.81	0.76
应收账款周转率	7.71	7.67	7.84	7.82	7.65
应付账款周转率	6.87	5.33	5.08	5.41	5.24
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.13	0.23	0.30	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.66	0.36	0.87	0.92
每股净资产(最新摊薄)	1.98	1.86	2.01	2.21	2.36
估值比率					
PE(倍)	17.89	28.66	16.68	12.72	13.62
PB(倍)	1.90	2.02	1.87	1.70	1.59
EV_EBITDA(倍)	11.30	11.07	7.42	6.12	6.27

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门、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