

公司研究/公告点评

2017年10月10日

家用电器/视听器材 II

投资评级: 买入 (维持评级)

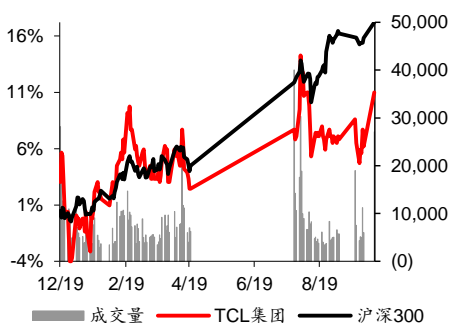
当前价格(元): 3.72  
合理价格区间(元): 4.14~4.60

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): 资产重组过会, 架构调整更进一步》2017.09
- 2 《TCL 集团(000100,买入): 架构调整超预期, 面板价值凸显》2017.08
- 3 《TCL 集团(000100,买入): 华星持股比例提升, 业绩增厚》2017.07

股价走势图



资料来源: Wind

# 通讯引入战投, 架构调整再超预期

## TCL 集团(000100)

### 转让 TCL 通讯 49% 股权

10月9日, TCL集团发布公告, 拟向紫光集团、云南城投等三家战略投资者转让 TCL 通讯科技 49% 股权。本次股权转让, 有助于淡化通讯业务对集团整体业绩的不确定性影响, 强化面板业务主导地位。

### 坚决推动业务结构调整, 优质资产做加法、亏损业务做减法

由于行业竞争激烈、海外市场低迷, 2017H1 TCL 通讯科技亏损 8.5 亿元, 同比下滑明显。为将 TCL 集团打造为华星光电融资平台, 继公告收购华星光电 10.04% 股权之后, 公司继续推动业务与资产结构调整。控股子公司 TCL 实业控股拟向紫光集团、云南城投等三家产业战略投资者转让 TCL 通讯科技 6.3 亿股股份, 股权占比 49%, 交易对价 4.9 亿港元。中长期来看, 引入具有产业背景与业务资源的战略投资者, 一方面有利于推动 TCL 通讯加速转型、改善经营状况, 另一方面也能够降低 TCL 集团持股比例, 减少通讯业务对集团整体的业绩拖累。

### 面板利润贡献更为显著, 估值有待提升

2017H1 TCL 集团整体实现净利润 16.6 亿元, 其中华星光电净利润 23.5 亿元、TCL 通讯净利润-8.5 亿元。股权转让完成后, 华星光电对 TCL 集团整体的利润贡献将更为显著。TCL 集团业务较多, 面板价值被低估, 本次大幅转让拖累最明显的通讯业务股权, 同时将继续剥离非核心业务, 确立面板业务主导地位, 未来公司整体估值水平有待提升。

### 大尺寸面板利润有望维持, 小尺寸面板受益产业升级

三季度以来大尺寸面板价格虽有下跌, 但华星 T1 与 T2 产线生产规模进一步扩张, 叠加上游偏光片的国产化替代, 下半年华星光电利润有望维持较高水平。同时, T3 第 6 代 LTPS 产线具备全面屏量产能力, T4 第 6 线柔性 LTPS-OLED 产线处于快速建设阶段, 预计 2019 年初点亮生产, 未来将受益于小尺寸面板的产业升级。

### 业务架构调整再超预期, 重估面板价值, 维持“买入”评级

华星光电价值被低估, 一方面由于 TCL 通讯利润大幅下滑形成业绩拖累; 更重要的是, 通讯业务的不确定性压制公司整体估值。本次 TCL 通讯引入战投及股权转让比例均超出市场预期, 业务架构调整坚决, TCL 集团也有望成为更为纯正的面板产业标的。由于股权转让尚未完成, 我们按照当前持股比例进行盈利预测, 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, 终端销量大幅下滑。

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)	45,435
总资产 (百万元)	151,317
每股净资产 (元)	1.94

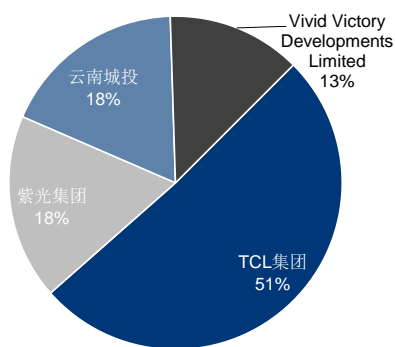
资料来源: 公司公告

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

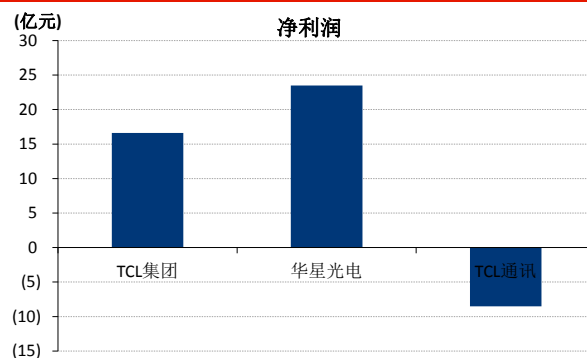
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 转让完成后 TCL 通讯股权结构



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2017H1 华星光电、TCL 通讯与集团整体净利润



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

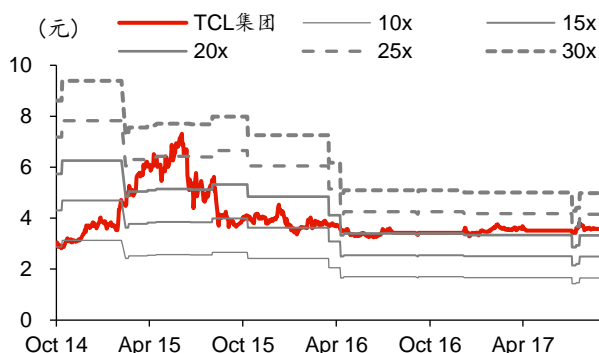
图表3: 华星光电 T4、T6 产线规划

6代 LTPS-AMOLED 产线		11代 TFT-LCD 及 AMOLED 产线	
总投资额	350 亿元	总投资额	465 亿元
玻璃基板尺寸	1500×1850mm	玻璃基板尺寸	3370mm×2940mm
设计产能	4.5 万片/月	设计产能	9 万片/月
主要产品	3-12 吋高分辨率柔性折叠智能手机用显示面板	主要产品	43 吋、65 吋、75 吋液晶显示屏, OLED 显示屏, 超大型屏
产线建设进度	2017.6 打桩、预计 2018.8 搬入设备、2019.2 点亮	产线建设进度	预计 2017.11 厂房封顶、2018.4 搬入设备、2019.3 量产

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

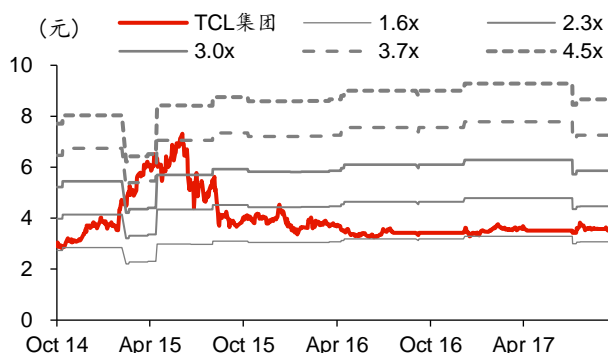
**PE/PB - Bands**

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	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

### 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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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