

公司研究/季报点评

2017年10月26日

家用电器/视听器材 II

投资评级: 买入 (维持评级)

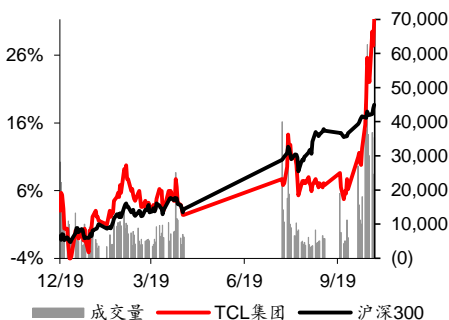
当前价格(元): 4.4
合理价格区间(元): 5.94~6.60

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): 通讯引入战投, 架构调整再超预期》2017.10
- 2 《TCL 集团(000100,买入): 资产重组过会, 架构调整更进一步》2017.09
- 3 《TCL 集团(000100,买入): 架构调整超预期, 面板价值凸显》2017.08

股价走势图



资料来源: Wind

利润超预期, 继续推动架构调整

TCL 集团(000100)

业绩改善明显, 推进资产架构调整

TCL 集团发布三季报, 2017 前三季度实现归母净利润 19.1 亿元, 剔除去年同期一次性收益影响外, YoY+126.3%。同时, 公司积极推动资产架构调整, 面板产业主体地位凸显, 有望迎来资产价值重估。

Q3 单季度利润超预期

在通讯业务未出现明显改善、仍有大幅拖累情况下, TCL 集团 Q3 单季度归母净利润 8.7 亿元, 略超市场预期。主要由于: (1) 华星光电突破产能限制、面板价格维持高位, 量价齐升; (2) 多媒体业务超预期, 2017H1 海外市场电视销量同比增长 29.5%。同时, 公司持续推动业务与资产结构调整, 企业降本增效明显, Q3 单季度销售费用率 7.9%, 同比下降 1.5pct; 管理费用率 7.0%, 同比下降 0.3pct。未来, 随着生产规模扩张与原材料成本下降, 华星光电利润规模有望持续增长; 通讯业务组织架构进一步优化, 业绩也有望逐步改善。

面板周期波幅收窄, 大尺寸价格持稳, 华星利润有保障

根据 10 月 Display Research 数据, 32 吋面板价格仅下跌 1%、55 吋面板价格仅下跌 2%。面板价格虽仍处下跌周期, 但已显现较多积极因素: 32 吋京东方与华星光电占据 60%-70% 市场份额, 具备较强定价权; 55 吋已下跌至周期上涨之前水平, 整机厂商盈利改善。同时, 经过前期促销, 整机厂商库存水平回归合理, 面板价格的周期性波动幅度或将收窄。我们预计, 2018 年世界杯举办将拉动电视整机销售与面板需求, 大尺寸面板价格持稳; T3 LTPS 产线全面屏量产有望产生利润贡献, 华星光电整体利润规模有望保持增长态势。

推进业务架构调整, 持续超预期

为体现面板价值, 公司计划将 TCL 集团作为半导体显示业务融资平台, 并将白电、多媒体等终端业务逐步剥离至港股平台。继公告收购华星光电 10.04% 股权之后, 集团拟引入产业战略投资者转让通讯科技 49% 股权。通讯持股比例降低, 在大幅减少业绩拖累的同时, 利润的最大不确定性也被消除, 有助于推动集团整体资产价值重估。

架构调整迈出关键一步, 面板产业资产价值重估, 维持“买入”评级

由于通讯业务的业绩拖累与不确定性, 华星光电在集团内部价值较难体现, 导致其被严重低估。随着通讯科技引入战投, 集团资产与业务架构调整迈出关键一步, 面板产业在集团整体的主导地位将愈发凸显。由于通讯业务 49% 股权剥离、华星持股比例增加、产能扩张与原材料成本下降推动面板利润增长, 我们上调 2018-2019 年公司盈利预测, 预计 2017-2019 年 TCL 集团 EPS 分别为 0.23/0.33/0.48 元, 对标京东方给予 2018 年 18-20 倍 PE, 上调目标价至 5.94-6.6 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)	3.29-4.40
总市值 (百万元)	53,740
总资产 (百万元)	160,906
每股净资产 (元)	2.01

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	115,817	118,770	124,113
+/-%	3.54	1.66	8.63	2.55	4.50
归属母公司净利润 (百万元)	2,567	1,602	2,792	4,000	5,818
+/-%	(19.36)	(37.59)	74.27	43.27	45.45
EPS (元, 最新摊薄)	0.21	0.13	0.23	0.33	0.48
PE (倍)	20.32	32.55	18.68	13.04	8.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

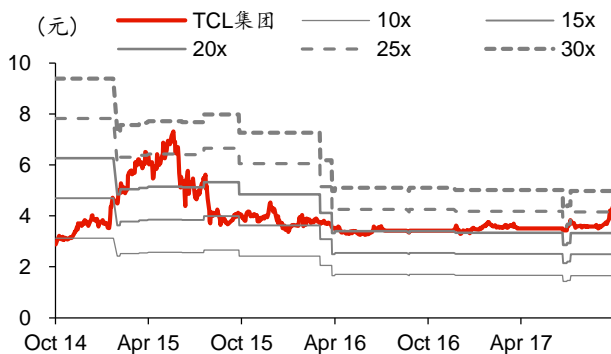
图表1：华星光电盈利预测

		2016	2017E	2018E	2019E
T1	加工能力 (万片玻璃基板/年)	180	180	185	190
	产能利用率	100%	100%	100%	100%
	良率	98%	98%	98%	98%
	销售收入 (亿元)	143	151	160	161
	变动生产成本 (亿元)	98	84	86	81
	设备与厂房折旧	22	22	22	2
T2	加工能力 (万片玻璃基板/年)	100	160	180	185
	产能利用率	100%	100%	100%	100%
	良率	97.5%	98.0%	98.0%	98.0%
	销售收入 (亿元)	82	128	141	149
	变动生产成本 (亿元)	56	76	86	81
	设备与厂房折旧	19.1	19.1	19.1	19.1
T3	加工能力 (万片玻璃基板/年)	18	36	38	40
	产能利用率	80%	100%	100%	100%
	良率	97.0%	97.5%	98.0%	98.0%
	销售收入 (亿元)	26	52	53	55
	变动生产成本 (亿元)	18	37	36	35
	设备与厂房折旧	9	9	9	9
收入总计 (亿元)		225	292	327	336
生产成本总计 (亿元)		196	215	236	206
毛利率		13.2%	26.5%	27.9%	38.8%
期间费用率		10%	13%	13%	13%
营业外收入 (亿元)		19.1	18.3	18.3	8.3
净利润 (亿元)		23.2	49.1	57.0	72.1

资料来源：公司公告、华泰证券研究所（注：2019年未考虑11代线投产对收入、成本、利润与折旧规模的影响）

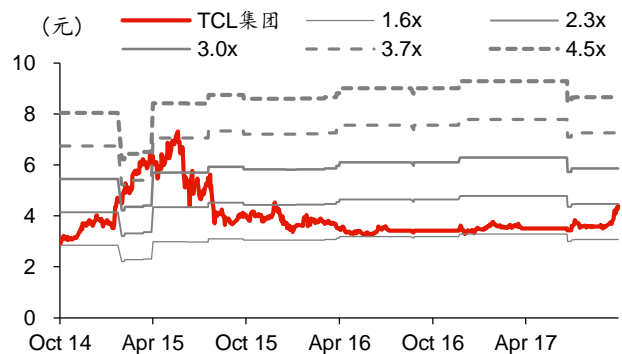
PE/PB - Bands

图表2：TCL集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：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	79,486	96,945	116,756
现金	15,340	26,395	32,083	48,126	66,057
应收账款	13,308	13,860	14,951	15,328	16,040
其他应收账款	4,263	3,844	4,410	4,517	4,693
预付账款	656.63	886.96	860.11	891.87	901.18
存货	9,029	12,825	11,750	12,075	12,503
其他流动资产	11,153	18,112	15,432	16,007	16,562
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	145,252	158,627	173,433
流动负债	53,973	67,293	58,698	60,364	61,762
短期借款	11,208	10,184	10,731	10,628	10,589
应付账款	13,623	19,572	17,424	18,164	18,776
其他流动负债	29,142	37,537	30,542	31,571	32,397
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	96,795	106,018	114,817
少数股东权益	13,419	22,982	23,878	25,179	27,063
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	8,835	11,685	15,808
归属母公司股	24,210	22,765	24,580	27,430	31,553
负债和股东权益	111,755	147,137	145,252	158,627	173,433

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	4,243	11,738	13,792
净利润	3,230	2,138	3,688	5,301	7,702
折旧摊销	4,006	5,497	5,664	6,104	6,326
财务费用	967.06	816.31	1,891	2,011	1,874
投资损失	(1,710)	(2,346)	(1,456)	(1,578)	(1,663)
营运资金变动	(172.85)	1,552	(4,848)	(14.30)	(519.88)
其他经营现金	1,073	371.12	(695.19)	(86.68)	72.74
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	(908.16)	4,715	4,013
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	(8,205)	(2,581)	(3,130)
现金净增加额	2,219	11,009	5,688	16,043	17,931

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	104,878	106,618	115,817	118,770	124,113
营业成本	87,283	88,470	93,578	94,185	96,108
营业税金及附加	468.79	505.93	538.95	556.33	580.09
营业费用	9,032	9,628	9,960	10,095	10,426
管理费用	6,793	8,492	8,455	8,551	8,812
财务费用	967.06	816.31	1,891	2,011	1,874
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	2,122	4,177	7,219
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	4,682	6,797	9,843
所得税	638.70	659.43	993.50	1,496	2,140
净利润	3,230	2,138	3,688	5,301	7,702
少数股东损益	663.01	535.41	896.21	1,301	1,884
归属母公司净利润	2,567	1,602	2,792	4,000	5,818
EBITDA	6,314	6,441	9,676	12,292	15,419
EPS (元)	0.21	0.13	0.23	0.33	0.48

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	8.63	2.55	4.50
营业利润	(36.56)	(90.41)	1,551	96.84	72.83
归属母公司净利润	(19.36)	(37.59)	74.27	43.27	45.45
获利能力 (%)					
毛利率	16.78	17.02	19.20	20.70	22.56
净利率	2.45	1.50	2.41	3.37	4.69
ROE	10.60	7.04	11.36	14.58	18.44
ROIC	4.43	1.35	5.80	9.70	15.69
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.33	68.91	66.64	66.83	66.20
净负债比率 (%)	36.52	35.94	44.32	47.48	50.12
流动比率	1.00	1.13	1.35	1.61	1.89
速动比率	0.81	0.93	1.14	1.39	1.68
营运能力					
总资产周转率	1.03	0.82	0.79	0.78	0.75
应收账款周转率	7.71	7.67	7.86	7.66	7.73
应付账款周转率	6.87	5.33	5.06	5.29	5.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.13	0.23	0.33	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.66	0.35	0.96	1.13
每股净资产(最新摊薄)	1.98	1.86	2.01	2.25	2.58
估值比率					
PE (倍)	20.32	32.55	18.68	13.04	8.96
PB (倍)	2.15	2.29	2.12	1.90	1.65
EV_EBITDA (倍)	12.28	12.04	8.02	6.31	5.03

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