

2019年10月31日

新产能带动收入增长，盈利能力领先同行

TCL 集团 (000100)

事件:

10月30日，公司发布2019年三季度报，2019Q3实现营业收入150.36亿元 (YoY -49.40%)，实现归母净利润4.85亿元 (YoY -46.34%)；2019Q1-Q3实现营业收入588.18亿元 (YoY -28.48%)，实现归母净利润25.77亿元 (YoY 3.52%)。

► 聚焦核心业务，新产能扩大带动营收、利润稳定上涨:

剔除重组业务数据影响，2019Q1-Q3公司实现营业收入411.6亿元，同比增长19.2%，其中归母净利润25.8亿元，同比增长19.3%。

► TV面板下行周期公司成本控制能力远超竞争对手，极致效率成本，增强研发推进产品技术领先:

三季度大尺寸面板平均价格环比下降超10%，行业可比公司毛利率环比下降4%，公司成本控制能力较优，毛利率环比仅下降1.2%。公司以极致效率成本为核心经营理念，不断提升经营效率，严格控制期间费用，2019前三季度集团费用率13.0%，同比下降3.1pct。2019三季度销售费用率、管理费用率（包含研发费用）、财务费用率分别为1.3%、6.8%、1.9%，环比上季度分别变动-0.1pct、-0.3pct、-0.2pct。公司前三季度研发投入38.9亿元，提交PCT国际专利申请1,527件，量子点公开专利全球第二。

► 布局新型显示技术，广泛布局半导体显示产业链:

公司在Mini-LED、大尺寸印刷OLED、AMOLED等高端产品竞争力显著，同时发展包括材料、功能模组、装备、芯片在内的技术战略合作伙伴，建立价值链更广的技术生态圈。

盈利预测与估值

我们预计2019-2021年公司备考口径总营收分别为：519.23亿元、575.86亿元、671.86亿元，归母净利润分别为：40.10亿元、43.52亿元、47.29亿元，对应现价PE分别为11.23、10.35、9.53倍，维持目标价4.28元，维持“买入”评级。

风险提示

中美贸易争端长期化、不稳定性影响TCL集团电视出海销售情况，造成业绩下滑风险；面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险；技术研发商用不及预期风险。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：4.28
最新收盘价：3.33

股票代码：000100
52周最高价/最低价：4.44/2.4
总市值(亿)：450.50
自由流通市值(亿)：421.57
自由流通股数(百万)：12,659.83



分析师：宋辉
邮箱：songhui@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080003

分析师：孙远峰
SAC NO：S1120519080005
华西通信&电子联合覆盖

联系人：柳珏廷
邮箱：liujt@hx168.com.cn
联系电话：010-51662928

相关研究

1. TCL集团深度报告：聚焦显示，转型半导体显示科技产业集团
2019.08.12
2. 中报点评：聚焦核心产业，小尺寸产能增长超预期
2019.08.13

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 111727.44 | 113447.44 | 51923.09 | 57586.40 | 67186.06 |
| YoY (%) | 4.79 | 1.54 | -54.23 | 10.91 | 16.67 |
| 归母净利润(百万元) | 2664.40 | 3468.21 | 4010.02 | 4351.85 | 4728.67 |
| YoY (%) | 66.30 | 30.17 | 15.62 | 8.52 | 8.66 |
| 毛利率 (%) | 20.57 | 18.31 | 17.20 | 18.18 | 18.38 |
| 每股收益 (元) | 0.20 | 0.26 | 0.30 | 0.32 | 0.35 |
| ROE (%) | 8.96 | 11.37 | 11.24 | 10.87 | 10.56 |
| 市盈率 | 16.91 | 12.99 | 11.23 | 10.35 | 9.53 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

1. 事件

10月30日,公司发布2019年第三季度报告,公司第三季度实现营业收入150.36亿元(YoY -49.40%),实现归母净利润4.85亿元(YoY -46.34%);前三季度,公司共计实现营业收入588.18亿元(YoY -28.48%),实现归母净利润25.77亿元(YoY 3.52%)。

2. 聚焦核心业务, 营收、利润稳定上涨

2019年前三季度,公司共计实现营业收入588.18亿元,同比下降28.48%,实现归母净利润25.77亿元,同比增长3.52%。公司第三季度实现营业收入150.36亿元,同比下降49.40%,实现归母净利润4.85亿元,同比下降46.34%。由于2019年4月,公司完成重组,剥离智能终端及相关配套业务,上年同期数据包含重组资产业绩。剔除重组业务数据影响,2019前三季度公司实现营业收入411.6亿元,同比增长19.2%,其中归母净利润25.8亿元,同比增长19.3%。三季度大尺寸面板平均价格环比下降超10%,行业可比公司毛利率环比下降4%,公司成本控制能力较优,毛利率环比下降1.2%。

受全球经济增长放缓和面板产能集中释放等影响,大尺寸面板价格持续下降,海外面板厂商亏损放大。TCL华星投产以来持续盈利,具备显著优于同业的周期抵御能力。t1、t2保持满销满产,t3产能50k/月,LTPS全球单体产能最大,t6爬坡至80k/月,预计11月满产。TCL华星预计未来5年产能复合年均增速18%。

3. 极致效率成本, 增强研发推进产品技术领先

公司以极致效率成本为核心经营理念,不断提升经营效率,严格控制期间费用,2019前三季度集团费用率13.0%,同比下降3.1pct。2019三季度销售费用率、管理费用率(包含研发费用)、财务费用率分别为1.3%、6.8%、1.9%,环比上季度分别变动-0.1pct、-0.3pct、-0.2pct。

公司前三季度研发投入38.9亿元,提交PCT国际专利申请1,527件,量子点公开专利全球第二。全球首发“星曜屏”MiniLED背光产品,采用TFT-LCD制程驱动LED背光技术,通过多分区动态控制,极大改善了画面对比度和显示清晰度,巩固大尺寸产品在中高端市场的主导地位。在AMOLED领域,公司以柔性、折叠屏的技术研发和应用为重点,自主创新的叠层结构可实现外折、内折、双折形态,以满足不同客户的差异化需求。

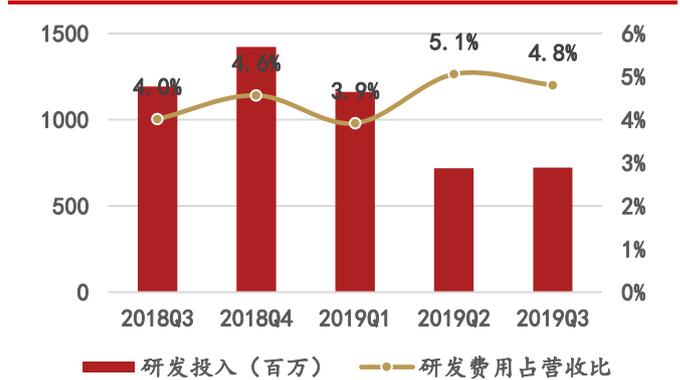
图 1 分季度期间费用率情况



*管理费用中包含研发投入

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 分季度研发投入及占收比情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 未来以效率领先为基础, 持续变革创新求发展

随着新技术、新工艺和新应用的不断发展, 产业的加速洗牌和国别转移趋势明显, 全球半导体显示行业的市场格局、技术应用、产业生态进入全新发展阶段。面向未来 10 年, TCL 华星将坚持效率领先的基础上, 建立产品、技术和生态领先优势: 在有源 Mini-LED 背光及直射产品和技术上建立产品竞争力, 领跑印刷 OLED 发展, 基于电致发光量子点材料的优势在印刷 QLED 阶段实现领先, 同时发展包括材料、功能模组、装备、芯片在内的技术战略合作伙伴, 建立价值链更广的技术生态圈。

5. 盈利预测与估值

我们预计 2019-2021 年公司备考口径总营收分别为: 519.23 亿元、575.86 亿元、671.86 亿元, 归母净利润分别为: 40.10 亿元、43.52 亿元、47.29 亿元, 对应现价 PE 分别为 11.23、10.35、9.53 倍。维持目标价 4.28 元, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

中美贸易争端长期化、不稳定性影响 TCL 集团电视出海销售情况, 从而影响华星光电面板内销, 造成业绩下滑风险; 面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险; 技术研发商用不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业总收入 | 113447.44 | 51923.09 | 57586.40 | 67186.06 | 净利润 | 4065.20 | 4700.27 | 5100.93 | 5542.62 |
| YoY (%) | 1.54% | -54.23% | 10.91% | 16.67% | 折旧和摊销 | 7970.65 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业成本 | 92677.84 | 42992.46 | 47114.69 | 54834.50 | 营运资金变动 | -2730.71 | -5882.67 | 171.50 | 929.02 |
| 营业税金及附加 | 661.26 | 155.77 | 172.76 | 201.56 | 经营活动现金流 | 10486.58 | -3108.93 | 3608.63 | 5161.71 |
| 销售费用 | 8887.02 | 363.46 | 403.10 | 470.30 | 资本开支 | - | - | - | - |
| 管理费用 | 4299.61 | 2336.54 | 2591.39 | 3023.37 | 32717.08 | 12996.56 | 15271.58 | 15738.69 | |
| 财务费用 | 973.26 | 405.87 | 902.74 | 1397.34 | 3175.62 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 资产减值损失 | 1523.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资 | - | - | - | - |
| 投资收益 | 2167.25 | 0.00 | 1000.00 | 800.00 | 28230.54 | 12996.56 | 14271.58 | 14938.69 | |
| 营业利润 | 4092.20 | 4326.69 | 4637.57 | 4834.06 | 7759.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 营业外收支 | 852.18 | 1390.11 | 1566.55 | 1907.27 | 债务募资 | 12009.69 | 1729.19 | 11565.69 | 11174.32 |
| 利润总额 | 4944.38 | 5716.80 | 6204.12 | 6741.33 | 筹资活动现金流 | 20039.82 | - | 10662.95 | 9776.98 |
| 所得税 | 879.18 | 1016.53 | 1103.18 | 1198.71 | 10695.85 | - | - | - | |
| 净利润 | 4065.20 | 4700.27 | 5100.93 | 5542.62 | 2295.86 | - | 0.00 | 0.00 | |
| 归属于母公司净利润 | 3468.21 | 4010.02 | 4351.85 | 4728.67 | 26801.34 | - | - | - | |
| YoY (%) | 30.17% | 15.62% | 8.52% | 8.66% | 主要财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股收益 | 0.26 | 0.30 | 0.32 | 0.35 | 成长能力 (%) | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 营业收入增长率 | 1.54% | -54.23% | 10.91% | 16.67% |
| 货币资金 | 26801.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润增长率 | 30.17% | 15.62% | 8.52% | 8.66% |
| 预付款项 | 1194.97 | 495.93 | 554.78 | 651.52 | 盈利能力 (%) | | | | |
| 存货 | 19887.97 | 6407.69 | 7433.22 | 8668.72 | 毛利率 | 18.31% | 17.20% | 18.18% | 18.38% |
| 其他流动资产 | 32423.51 | 19080.65 | 20691.79 | 22561.10 | 净利率 | 3.58% | 9.05% | 8.86% | 8.25% |
| 流动资产合计 | 80307.80 | 25984.27 | 28679.79 | 31881.34 | 总资产收益率 ROA | 1.80% | 2.60% | 2.51% | 2.43% |
| 长期股权投资 | 16957.11 | 16957.11 | 16957.11 | 16957.11 | 净资产收益率 ROE | 11.37% | 11.24% | 10.87% | 10.56% |
| 固定资产 | 35983.13 | 35983.13 | 35983.13 | 35983.13 | 偿债能力 (%) | | | | |
| 无形资产 | 5954.87 | 5954.87 | 5954.87 | 5954.87 | 流动比率 | 1.02 | 0.55 | 0.47 | 0.41 |
| 非流动资产合计 | 112456.14 | 127992.81 | 144830.94 | 162476.90 | 速动比率 | 0.75 | 0.40 | 0.34 | 0.29 |
| 资产合计 | 192763.94 | 153977.08 | 173510.73 | 194358.24 | 现金比率 | 0.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 13240.64 | 14969.83 | 26535.52 | 37709.84 | 资产负债率 | 68.42% | 56.65% | 58.59% | 60.18% |
| 应付账款及票据 | 27015.29 | 9938.57 | 11441.39 | 13269.85 | 经营效率 (%) | | | | |
| 其他流动负债 | 38579.48 | 22251.35 | 23615.54 | 25917.65 | 总资产周转率 | 0.64 | 0.30 | 0.35 | 0.37 |
| 流动负债合计 | 78835.40 | 47159.74 | 61592.45 | 76897.34 | 每股指标 (元) | | | | |
| 长期借款 | 36864.92 | 36864.92 | 36864.92 | 36864.92 | 每股收益 | 0.26 | 0.30 | 0.32 | 0.35 |
| 其他长期负债 | 16191.94 | 3206.32 | 3206.32 | 3206.32 | 每股净资产 | 2.25 | 2.64 | 2.96 | 3.31 |
| 非流动负债合计 | 53056.87 | 40071.24 | 40071.24 | 40071.24 | 每股经营现金流 | 0.78 | -0.23 | 0.27 | 0.38 |
| 负债合计 | 131892.27 | 87230.98 | 101663.69 | 116968.58 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 13549.65 | 13549.65 | 13549.65 | 13549.65 | 估值分析 | | | | |
| 少数股东权益 | 30377.31 | 31067.56 | 31816.65 | 32630.60 | PE | 12.99 | 11.23 | 10.35 | 9.53 |
| 股东权益合计 | 60871.67 | 66746.10 | 71847.04 | 77389.66 | PB | 1.09 | 1.26 | 1.13 | 1.01 |
| 负债和股东权益合计 | 192763.94 | 153977.08 | 173510.73 | 194358.24 | | | | | |

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年券商工作经验，主要关注5G相关产业链研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。