

证券研究报告—动态报告

信息技术

IT 硬件与设备

TCL 集团(000100)

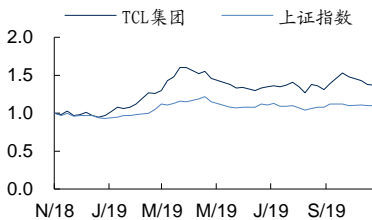
买入

2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 10 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	13,528/12,784
总市值/流通(百万元)	45,120/42,157
上证综指/深圳成指	2,939/9,746
12 个月最高/最低(元)	4.33/2.27

相关研究报告:

- 《TCL 集团-000100-面板行业变局已至, 华星光电刺者为王》——2019-09-09
- 《TCL 集团-000100-2019 年半年报点评: 业绩符合预期, 华星优势凸显》——2019-08-14
- 《TCL 集团-000100-重大事件快评: 小尺寸业务表现亮眼, 公司迎来转型后的新机遇》——2019-07-15
- 《TCL 集团-000100-2019 年一季报点评: 进一步聚焦主业, 定位科技产业集团》——2019-04-24
- 《TCL 集团-000100-重大事件快评: 投资海外股权基金, 打造科技产业集团》——2019-03-25

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821  
E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310  
E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

# 三季度业绩符合预期, 行业供给格局优化

## ● 19 年三季度业绩符合预期, 面板价格下滑拖累业绩

剔除重组业务数据, 公司 19 年前三季度备考营收 411.56 亿元, 同比+19.2%, 备考归母净利润 25.8 亿元, 同比+19.3%, 扣非归母净利润 5.66 亿元, 同比-55.06%。加权 ROE 8.85%同比提升 1.77 个百分点。业绩符合市场预期。

19Q3 单季度营收 150.44 亿元, 同比-49.4%, 环比+6.03%, 19Q3 单季度毛利率 7.82%, 单季度净利率 4.99%。公司人均净利润由 2.85 万元提升至 7.61 万元, 集团费用率由 16.1%降至 13.0%, 资产负债率由 68.4%降至 60.3%。

## ● 公司效率成本优势凸显, 面板价格下滑拖累业绩

公司完成重组后, 聚焦半导体显示主业, 以极致效率成本为核心经营理念, 优化组织, 重构业务流程, 进一步提高经营效率和效益的领先优势。受全球经济增长放缓和面板产能集中释放等影响, 半导体显示产业继续供过于求, 大尺寸面板价格持续下降, 海外面板厂商亏损放大, 行业加速重构洗牌。产业链正在加速向中国转移, 公司作为国内面板行业龙头有望引领面板行业的新一轮技术红利, 并有望受益行业格局洗牌, 产能出清后的新一轮景气周期。

## ● 面板行业变局已至, 华星光电刺者为王

19 年三季度开始海外厂商开始大幅收缩产能, 面板价格企稳, 20 年后伴随着老旧产能的一步退出, 和新增产能的趋缓, 行业产能过剩现状有望逐步缓解。我们预计伴随着国内新一轮扩产周期结束, 行业格局洗牌后, TOP5 的集中度将再次收敛。而华星光电的龙头地位将进一步增强。伴随着需求端面板大尺寸化的发展, 大尺寸化需求的不断拓展, 带动行业需求回暖从而触发下行周期后的景气期。华星持续增产能优化产品结构, 有望受益行业景气度触底回升。

## ● 风险提示。半导体显示景气度持续低迷, 下游需求不达预期。供给出清进度低于预期, 公司产能释放不达预期。

## ● 坚持半导体显示主业的科技集团, 维持“买入”评级

考虑行业仍处于低谷, 我们调整盈利预测, 19/20/21 年实现归母净利润 31.87/35.8/40.57 亿元。EPS 0.24/0.26/0.30 元, 同比增速-8.1%/12.3%/13.3%, 当前股价对应 PE 14.2/12.6/11.1X, 公司估值低于可比公司平均值, 公司盈利能力伴随行业格局改善有望逐步改善, 维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	113,447	73,000	68,985	78,988
(+/-%)	1.5%	-35.7%	-5.5%	14.5%
净利润(百万元)	3468	3187	3580	4057
(+/-%)	30.2%	-8.1%	12.3%	13.3%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.24	0.26	0.30
EBIT Margin	6.2%	8.9%	12.5%	13.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	10.5%	11.7%	13.3%
市盈率(PE)	13.0	14.2	12.6	11.1
EV/EBITDA	12.2	14.9	11.9	10.9
市净率(PB)	1.48	1.48	1.48	1.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 三季报业绩符合预期，行业供给格局优化

### 19 年三季报业绩符合预期，面板价格下滑拖累业绩

公司 19 年前三季度实现营收 588.18 亿元，比上年同期减少 28.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 25.77 亿元，比上年同期增加 3.52%，扣非归母净利润 5.03 亿元，同比减少-68.44%。

剔除重组业务数据，公司 19 年前三季度备考营收 411.56 亿元，同比+19.2%，备考归母净利润 25.8 亿元，同比+19.3%，扣非归母净利润 5.66 亿元，同比-55.06%。加权 ROE 8.85%同比提升 1.77 个百分点。业绩符合市场预期。

19Q3 单季度营收 150.44 亿元，同比-49.4%，环比+6.03%，19Q3 单季度毛利率 7.82%，单季度净利率 4.99%。

公司人均净利润由 2.85 万元提升至 7.61 万元，集团费用率由 16.1%降至 13.0%，资产负债率由 68.4%降至 60.3%。

表 1：公司营收及归母净利润情况

	2015 年前三季度	2016 年前三季度	2017 年前三季度	2018 年前三季度	2019 年前三季度
营收 (亿元)	743.35	777.96	823.37	823.12	589.04
同比增速 (%)	7.14%	4.66%	5.84%	-0.03%	-28.44%
归母净利润 (亿元)	13.33	5.32	37.61	32.13	37.08
同比增速 (%)	-6.74%	-60.07%	606.57%	-14.59%	15.41%
扣非归母净利 (亿元)	20.65	15.38	19.06	24.90	25.77
同比增速 (%)	-6.97%	-25.50%	23.93%	30.62%	3.52%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

### 公司效率成本优势凸显，面板价格下滑拖累业绩

公司完成重组后，聚焦半导体显示主业，以极致效率成本为核心经营理念，优化组织，重构业务流程，进一步提高经营效率和效益的领先优势。受全球经济增长放缓和面板产能集中释放等影响，半导体显示产业继续供过于求，大尺寸面板价格持续下降，海外面板厂商亏损放大，行业加速重构洗牌。产业链正在加速向中国转移，公司作为国内面板行业龙头有望引领面板行业的新一轮技术红利，并有望受益行业格局洗牌，产能出清后的新一轮景气周期。

### 面板行业变局已至，华星光电剩者为王

19 年三季度开始海外厂商开始大幅收缩产能，面板价格企稳，20 年后伴随着老旧产能的一步退出，和新增产能的趋缓，行业产能过剩现状有望逐步缓解。我们预计伴随着国内新一轮扩产周期结束，行业格局洗牌后，TOP5 的集中度将再次收敛。而华星光电的龙头地位将进一步增强。伴随着需求端面板大尺寸化的发展，大尺寸化需求的不断拓展，带动行业需求回暖从而触发下行周期后的景气期。华星持续增产能优化产品结构，有望受益行业景气度触底回升。

### 坚持半导体显示主业的科技集团，维持“买入”评级

考虑行业仍处于低谷，我们调整盈利预测，19/20/21 年实现归母净利润 31.87/35.8/40.57 亿元。EPS 0.24/0.26/0.30 元，同比增速-8.1%/12.3%/13.3%，当前股价对应 PE 14.2/12.6/11.1X，行业可比公司京东方、深天马 19/20/21 年平均 PE 23/18/15X，公司估值低于可比公司平均值，公司作为国内半导体显示行业龙头，盈利能力伴随行业格局改善有望逐步改善，维持“买入”评级。

**表 4: 可比公司估值情况**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	预测每股收益 EPS			预测 PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
300602.SZ	TCL 集团	3.33	451.20	0.24	0.26	0.30	13.88	12.81	11.10
300684.SZ	京东方 A	3.64	1254.92	0.11	0.16	0.23	32.70	22.33	15.50
002635.SZ	深天马 A	13.73	281.21	0.62	0.78	0.74	22.04	17.71	18.44
	平均值						22.87	17.62	15.01

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理 (TCL 集团为国信证券经济研究所预测)

## 风险提示

- 一, 半导体显示景气度持续低迷, 下游需求不达预期。
- 二, 供给出清进度低于预期, 公司产能释放不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	26801	28000	28000	28000	营业收入	113447	73000	68985	78988
应收款项	23477	16000	15120	17312	营业成本	92606	60882	55050	62401
存货净额	19888	8650	7234	8034	营业税金及附加	661	365	345	395
其他流动资产	9003	8030	7588	8689	销售费用	8887	3139	2966	3396
<b>流动资产合计</b>	<b>80308</b>	<b>61818</b>	<b>59080</b>	<b>63172</b>	管理费用	4300	2136	2032	2292
固定资产	74908	100481	124169	145613	财务费用	973	3512	5063	6292
无形资产及其他	5955	5718	5480	5243	投资收益	2167	2000	2000	2000
投资性房地产	14636	14636	14636	14636	资产减值及公允价值变动	(1527)	(1300)	(1300)	(1300)
长期股权投资	16957	20757	24557	28357	其他收入	(2569)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>192764</b>	<b>203410</b>	<b>227923</b>	<b>257023</b>	营业利润	4092	3666	4229	4912
短期借款及交易性金融负债	19251	60501	89150	115105	营业外净收支	852	900	900	900
应付款项	27015	13658	11422	12685	<b>利润总额</b>	<b>4944</b>	<b>4566</b>	<b>5129</b>	<b>5812</b>
其他流动负债	32570	15107	12770	14223	所得税费用	879	822	923	1046
<b>流动负债合计</b>	<b>78835</b>	<b>89267</b>	<b>113342</b>	<b>142013</b>	少数股东损益	597	557	626	709
长期借款及应付债券	49851	49621	49621	49621	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3468</b>	<b>3187</b>	<b>3580</b>	<b>4057</b>
其他长期负债	3206	3706	4206	4706					
<b>长期负债合计</b>	<b>53057</b>	<b>53327</b>	<b>53827</b>	<b>54327</b>					
<b>负债合计</b>	<b>131892</b>	<b>142594</b>	<b>167169</b>	<b>196340</b>					
少数股东权益	30377	30322	30259	30188					
股东权益	30494	30494	30494	30494					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>192764</b>	<b>203410</b>	<b>227923</b>	<b>257023</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3468	3187	3580	4057
资产减值准备	(140)	2273	938	903
折旧摊销	7490	6093	9312	11591
公允价值变动损失	1527	1300	1300	1300
财务费用	973	3512	5063	6292
营运资本变动	3698	(8358)	(398)	26
其它	24	(2328)	(1000)	(974)
<b>经营活动现金流</b>	<b>16067</b>	<b>2166</b>	<b>13732</b>	<b>16903</b>
资本开支	(32808)	(35001)	(35001)	(35001)
其它投资现金流	1094	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(33320)</b>	<b>(38801)</b>	<b>(38801)</b>	<b>(38801)</b>
权益性融资	7759	0	0	0
负债净变化	16582	(230)	0	0
支付股利、利息	(4144)	(3187)	(3580)	(4057)
其它融资现金流	(16039)	41251	28649	25955
<b>融资活动现金流</b>	<b>16595</b>	<b>37833</b>	<b>25069</b>	<b>21898</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(658)</b>	<b>1199</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	27459	26801	28000	28000
货币资金的期末余额	26801	28000	28000	28000
企业自由现金流	(15870)	(31954)	(19041)	(14771)
权益自由现金流	(15328)	6187	5456	6025

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.26	0.24	0.26	0.30
每股红利	0.31	0.24	0.26	0.30
每股净资产	2.25	2.25	2.25	2.25
ROIC	6%	4%	4%	5%
ROE	11%	10%	12%	13%
毛利率	18%	17%	20%	21%
EBIT Margin	6%	9%	12%	13%
EBITDA Margin	13%	17%	26%	28%
收入增长	2%	-36%	-6%	15%
净利润增长率	30%	-8%	12%	13%
资产负债率	84%	85%	87%	88%
息率	9.2%	7.1%	7.9%	9.0%
P/E	13.0	14.2	12.6	11.1
P/B	1.5	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA	12.2	14.9	11.9	10.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032