

TCL 集团 (000100)

证券研究报告

2017 年 10 月 26 日

面板产能爬坡毛利率稳定，多媒体持续回暖

事件: 公司发布三季度业绩报告, 17Q3 实现收入 300.43 亿元, 同比+2.31%, 归母净利润 8.72 亿元, 同比-6.45%, 扣非归母净利润 4.76 亿元, 同比+211%。公司利润增长主要来源于华星光电面板盈利增长(净利润约 12 亿元, 同比+51%)、多媒体业务改善(净利润约 58 亿元, 同比+23%)等。

面板持续产能爬坡, 关注年底 T3 量产: 华星光电方面, Q3 实现收入 69 亿元, 同比增长 11%, 产能继续爬坡, Q3 月度投片量 27 万片, 环比提升 1.6%, 面板价格高位下降约 3%, 随着年底 T3 量产, 收入有望进一步提升; 实现 EBITDA31 亿元, 同比+58%, 即便考虑面板价格下跌。随着 18 年折旧到期, 预计 17-18 年分别可实现净利润 47 和 53 亿元。

国内彩电市场回升, 产品结构提升显著: 多媒体实现收入 96 亿元, 同比+19%, 内销市场回暖下滑放缓, 销量同比-10.8%, 海外市场销量同比+23.74%, 占比略有下降, 产品结构提升显著, 均价持续提升; 面板价格下降, 多媒体毛利率有所回升, 同比约-0.3pct。随着面板价格持续下行及国内电视竞争格局改善、底部回暖, 未来收入和利润有望持续增长。

出售通讯减亏, 积极改善经营情况: 通讯业务实现收入 44 亿元, 下滑幅度有所减缓, 同比-19%, 主要为销量下滑 33%所致, 利润端持续亏损, 估计 Q3 净利润-1.5 亿元, 亏损程度小于上半年。公司内部改变管理战略, 外部引进具备产业背景的战略投资者, 后续有望回暖。公司公告出售通讯股权 50%, 后续有望减少亏损对公司影响。

受益白电行业增长, 家电维持高增速: 根据公司公告披露, 受益于白电行业的增长, 家电业务维持 34.5%的高增速, 实现收入 42 亿元, 空冰洗分别同比+19%、+8%、+13%。家电受原材料涨价影响, 毛利率有所下滑, 同比约-3pct。随着份额进一步提升, 家电业务未来有望继续增长。

经营改善利润率提升显著, 现金流充足表现优秀: 1) 从费用率情况看, 公司减员、降本、增效工作取得成效, 上半年集团本部减员 30%, 人均劳效提升, 公司销售、管理、财务费用率分别 7.87%、6.95%、1%, 同比分别-1.57pct、-0.33pct、+0.12pct。3) 从资产负债表看, 公司 Q3 现金+理财产品为 419 亿元, 环比+14%, 公司现金充足; 存货为 122 亿元, 同比+7%; 应收账款及票据合计 231 亿元, 同比+13%。期末预收账款 13.26 亿元, 环比-3.4%, 公司经营稳定。4) 从现金流表现看, 公司 Q3 经营性净现金流为 36 亿元, 去年同期为 34.42 亿元公司经营持续稳定提升。

投资建议: 公司逐步剥离非核心业务, 计划将 TCL 集团作为华星光电的融资平台, 一方面将利于减少低增长业务影响, 另一方面受益单一业务清晰、半导体高估值等, 将有望提升估值水平。受面板降价和格局改善影响, 彩电行业触底反弹, 下半年有望回升; 面板价格高位回落, 但华星光电具备较强上游议价权, 利润率受影响幅度较小; 通讯 Q2 推出多款新品, 并持续发力提升经营效率, 下半年有望销量回升减少亏损。我们预计 17-19 年收入增速分别为 9.4%、8.48%、8.91%, 归母净利润增速分别为 54.68%、79.74%、27.49%, 对应 EPS 0.2、0.36、0.46 元/股, 当前股价对应 17-19 年分别 21.69、12.06、9.46xPE, 维持买入评级。

风险提示: 重组计划变更风险, 面板降价风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	104,877.63	106,617.86	116,635.64	126,521.11	137,797.76
增长率(%)	3.54	1.66	9.40	8.48	8.91
EBITDA(百万元)	6,255.07	6,266.10	7,175.10	7,895.83	9,437.00
净利润(百万元)	2,567.00	1,602.13	2,478.21	4,454.33	5,679.02
增长率(%)	(19.36)	(37.59)	54.68	79.74	27.49
EPS(元/股)	0.21	0.13	0.20	0.36	0.46
市盈率(P/E)	20.94	33.54	21.69	12.06	9.46
市净率(P/B)	2.22	2.36	2.12	1.95	1.77
市销率(P/S)	0.51	0.50	0.46	0.42	0.39
EV/EBITDA	11.50	11.52	12.11	9.78	8.30

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/视听器材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	4.40 元
目标价格	5.0 元
上次目标价	4.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	12,213.68
流通 A 股股本(百万股)	9,001.36
A 股总市值(百万元)	53,740.20
流通 A 股市值(百万元)	39,605.97
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	67.39
一年内最高/最低(元)	4.42/3.27

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《TCL 集团-公司研究简报:出售通讯并表减亏, 半导体转型指日可待》 2017-10-10
- 2 《TCL 集团-半年报点评:战略整合华星增厚业绩可期, 多品类高增长品牌提升》 2017-08-03
- 3 《TCL 集团-公司点评:增持华星业绩增厚, 电视行业拐点可期》 2017-07-25



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	15,340.42	26,394.91	9,330.85	10,121.69	11,023.82
应收账款	17,570.52	17,703.88	22,180.84	21,084.32	26,037.01
预付账款	656.63	886.96	731.28	1,021.24	875.70
存货	9,028.56	12,825.04	10,600.78	14,768.87	12,691.40
其他	11,153.37	18,111.53	16,955.16	18,757.64	17,984.21
流动资产合计	53,749.49	75,922.32	59,798.91	65,753.75	68,612.14
长期股权投资	7,955.31	11,539.01	11,539.01	11,539.01	11,539.01
固定资产	26,042.14	37,720.51	39,727.25	40,266.70	39,912.78
在建工程	11,503.81	8,647.50	5,224.50	3,182.70	1,939.62
无形资产	4,161.41	5,913.34	5,543.44	5,173.54	4,803.64
其他	8,342.66	7,347.06	7,098.72	6,919.74	6,919.74
非流动资产合计	58,005.33	71,167.42	69,132.92	67,081.69	65,114.79
资产总计	111,754.82	147,136.79	128,931.84	132,835.45	133,726.93
短期借款	11,207.73	10,184.17	10,938.59	3,925.75	5,598.76
应付账款	27,305.50	36,581.77	30,395.40	42,139.42	36,372.74
其他	15,459.48	20,527.16	22,302.72	21,260.50	23,107.26
流动负债合计	53,972.71	67,293.10	63,636.71	67,325.67	65,078.75
长期借款	11,949.27	20,647.64	2,246.95	0.00	0.00
应付债券	2,483.38	7,493.72	7,493.72	7,493.72	7,493.72
其他	5,720.03	5,955.55	5,955.55	5,955.55	5,955.55
非流动负债合计	20,152.67	34,096.90	15,696.22	13,449.27	13,449.27
负债合计	74,125.38	101,390.01	79,332.93	80,774.94	78,528.02
少数股东权益	13,419.34	22,981.89	24,230.11	24,464.55	24,763.44
股本	12,228.36	12,213.68	12,213.68	12,213.68	12,213.68
资本公积	5,075.42	3,531.32	3,531.32	3,531.32	3,531.32
留存收益	12,835.08	11,916.01	13,155.12	15,382.28	18,221.79
其他	(5,928.76)	(4,896.13)	(3,531.32)	(3,531.32)	(3,531.32)
股东权益合计	37,629.44	45,746.78	49,598.91	52,060.51	55,198.91
负债和股东权益总	111,754.82	147,136.79	128,931.84	132,835.45	133,726.93

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,230.01	2,137.54	2,478.21	4,454.33	5,679.02
折旧摊销	4,006.26	5,496.56	1,846.16	1,952.25	2,016.90
财务费用	1,264.89	1,003.40	880.12	299.43	87.49
投资损失	(1,709.88)	(2,345.60)	(2,137.18)	(2,200.00)	(2,200.00)
营运资金变动	(1,064.89)	721.76	(5,359.12)	5,716.78	(5,876.18)
其它	1,667.69	1,014.34	992.23	234.44	298.90
经营活动现金流	7,394.08	8,028.00	(1,299.58)	10,457.23	6.12
资本支出	23,021.40	19,123.16	60.00	80.00	50.00
长期投资	4,740.32	3,583.70	0.00	0.00	0.00
其他	(47,259.41)	(41,302.62)	2,576.20	2,040.00	2,100.00
投资活动现金流	(19,497.69)	(18,595.77)	2,636.20	2,120.00	2,150.00
债权融资	29,550.28	43,932.55	26,286.29	17,026.50	18,699.51
股权融资	3,589.27	(2,751.25)	619.98	(164.14)	47.81
其他	(19,372.67)	(19,246.91)	(45,306.96)	(28,648.76)	(20,001.31)
筹资活动现金流	13,766.88	21,934.39	(18,400.68)	(11,786.39)	(1,253.99)
汇率变动影响	7.37	19.17	(17.23)	0.00	0.00
现金净增加额	1,670.63	11,385.79	(17,081.30)	790.84	902.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	104,877.6	106,617.9	116,635.6	126,521.1	137,797.8
营业成本	87,282.8	88,470.1	92,749.0	100,445.1	108,722.4
营业税金及附加	468.79	505.93	588.38	594.65	647.65
营业费用	9,032.30	9,628.12	10,138.18	11,133.86	11,850.61
管理费用	6,792.99	8,492.34	9,086.39	9,995.17	10,748.23
财务费用	967.06	816.31	880.12	299.43	87.49
资产减值损失	470.42	857.02	608.74	608.74	608.74
公允价值变动收益	(192.80)	(12.27)	(255.99)	0.00	0.00
投资净收益	1,717.25	2,364.77	2,119.94	2,200.00	2,200.00
其他	(3,001.92)	(4,633.01)	(3,727.92)	(4,400.00)	(4,400.00)
营业利润	1,340.70	128.54	4,448.82	5,644.15	7,332.62
营业外收入	2,629.27	2,848.44	509.77	571.00	571.00
营业外支出	101.27	180.01	120.25	74.00	74.00
利润总额	3,868.70	2,796.97	4,838.33	6,141.15	7,829.62
所得税	638.70	659.43	1,111.91	1,452.38	1,851.70
净利润	3,230.01	2,137.54	3,726.43	4,688.77	5,977.91
少数股东损益	663.01	535.41	1,248.22	234.44	298.90
归属于母公司净利润	2,567.00	1,602.13	2,478.21	4,454.33	5,679.02
每股收益(元)	0.21	0.13	0.20	0.36	0.46

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.54%	1.66%	9.40%	8.48%	8.91%
营业利润	-36.56%	-90.41%	3361.15%	26.87%	29.92%
归属于母公司净利润	-19.36%	-37.59%	54.68%	79.74%	27.49%
获利能力					
毛利率	16.78%	17.02%	20.48%	20.61%	21.10%
净利率	2.45%	1.50%	2.12%	3.52%	4.12%
ROE	10.60%	7.04%	9.77%	16.14%	18.66%
ROIC	6.28%	1.64%	7.12%	7.38%	10.47%
偿债能力					
资产负债率	66.33%	68.91%	61.53%	60.81%	58.72%
净负债率	59.50%	63.91%	56.58%	78.21%	91.72%
流动比率	1.00	1.13	0.94	0.98	1.05
速动比率	0.83	0.94	0.77	0.76	0.86
营运能力					
应收账款周转率	6.06	6.05	5.85	5.85	5.85
存货周转率	11.37	9.76	9.96	9.97	10.04
总资产周转率	1.03	0.82	0.84	0.97	1.03
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.13	0.20	0.36	0.46
每股经营现金流	0.61	0.66	-0.11	0.86	0.00
每股净资产	1.98	1.86	2.08	2.26	2.49
估值比率					
市盈率	20.94	33.54	21.69	12.06	9.46
市净率	2.22	2.36	2.12	1.95	1.77
EV/EBITDA	11.50	11.52	12.11	9.78	8.30
EV/EBIT	30.54	71.02	16.30	12.99	10.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com