

TCL 集团 (000100)

证券研究报告

2018 年 04 月 13 日

通讯业务大幅减亏，TCL 多媒体表现靓丽

事件：公司发布 2017 年业绩快报及 18Q1 业绩预报，其中 2017 年实现收入 1115.8 亿元，同比+4.79%；实现归母净利润 26.65 亿元，同比+66.32%，符合此前业绩预告。其中，17Q4 收入 292.41 亿元，同比+1.45%；归母净利润 7.59 亿元，同比+1085.4%。18Q1，公司预计实现净利润 7.5-8.5 亿元，同比增长 12%-26%；预计实现归母净利润 6.8-7.8 亿元，同比增长 52%-74%。

华星少数股东权益并表及 TCL 通讯减亏带动盈利持续提升

公司收购华星光电 10.04%股权已于 17 年 12 月完成，目前直接持有 85.71% 股权，18Q1 季度实现少数股东权益并表，预计增加约 1 亿元左右归母净利润。我们预计 TCL 通讯业务一季度实现大幅减亏，整体亏损大幅下降至 1-2 亿元，公司已于 17Q4 剥离通讯业务 49%股权，预计 18Q1 对于整体业绩影响控制在 1 亿元以内。

面板产能持续爬坡，TCL 多媒体业务表现靓丽

2017 年华星光电 t1 与 t2 投片 338.7 万，同比+19.9%。我们预计随着产能爬坡，18Q1 投片量同比增长约 20%，环比提升约 1%。根据 witsview 数据，18Q1 季度面板整体价格同比下降幅度约为 10%-20%，但公司成本下降将对冲一部分面板价格下降影响，我们预计华星光电一季度利润约 10 亿，与同期基本持平。公司 T3 全面屏生产线 17 年量产，将打开长期成长空间。

随着彩电内销恢复以及海外景气度提升带动，根据 TCL 多媒体官网数据，18Q1 彩电销量达 637.4 万台，同比上升 35.6%；其中内销 243.0 万台，同比增长 9.6%；外销 394.4 万台，同比增长 58.7%，预计 Q1 贡献归母净利润约 1-2 亿。大尺寸、高清及智能电视占比提升带动产品中高端化明显，其中 18Q1 季度内销智能电视占自主品牌比例达到 83.2%，4K 占比达到 53.3%。

从盈利能力看，公司 17 年归母净利润率达 2.38%，同比提升 0.88pct。17Q4 季度归母净利润率达到了 2.60%，同比大幅提升 2.26pct。我们预计随着少数股东权益并表及通讯减亏和股权剥离，18Q1 经营水平将继续提升。

业务架构调整见成效，股权激励助力长期发展

公司已先后出售通讯业务 49%股权以及金能电池等非核心部品业务，同时收购华星光电少数股东权益、TCL 多媒体实施供股及改名 TCL 电子等，集团整体业务架构调整已初见成效。近期公司发布全球合伙人和创享激励计划，实现对高管和核心骨干的利益绑定，有利于集团长期稳健发展。

投资建议

公司业务架构调整持续进行，华星光电优质资产价值凸显。随着产能爬坡及成本下降，将对冲部分面板价格下降压力，预计全年业绩保持平稳。18 年彩电行业触底反弹，公司内外销持续增长。通讯业务经营改善效果明显，我们预计 18 年将大幅减亏。基于通讯大幅减亏情况，我们将 17-19 年利润增速由 69.6%、23.8%、24.3%调整为 66.3%、50.4%、25.2%，对应 EPS 0.20、0.30、0.37 元，对应 17-19 年分别 17.5、11.6、9.3xPE，维持买入评级。

风险提示：业务调整不及预期；面板价格波动风险；宏观经济波动风险等。

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	111,724.85	131,105.25	144,992.72
增长率(%)	3.54	1.66	4.79	17.35	10.59
EBITDA(百万元)	6,255.07	6,266.10	7,302.55	8,030.17	9,075.55
净利润(百万元)	2,567.00	1,602.13	2,664.23	4,006.25	5,016.14
增长率(%)	(19.36)	(37.59)	66.29	50.37	25.21
EPS(元/股)	0.19	0.12	0.20	0.30	0.37
市盈率(P/E)	18.16	29.10	17.50	11.64	9.30
市净率(P/B)	1.93	2.05	1.74	1.62	1.49
市销率(P/S)	0.44	0.44	0.42	0.36	0.32
EV/EBITDA	11.50	11.52	10.73	8.34	7.72

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	3.45 元
目标价格	6.20 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	13,514.97
流通 A 股股本(百万股)	11,728.95
A 股总市值(百万元)	46,626.65
流通 A 股市值(百万元)	40,464.86
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	67.39
一年内最高/最低(元)	5.14/3.30

作者

蔡雯娟	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008	
caiwenjuan@tfzq.com	
罗岸阳	联系人
luoanyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《TCL 集团-公司深度研究:战略重组转型半导体支柱产业，静待估值提升》 2017-10-30
- 2 《TCL 集团-季报点评:面板产能爬坡毛利率稳定，多媒体持续回暖》 2017-10-26
- 3 《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

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	8,937.99	10,488.42	11,599.42
应收账款	17,570.52	17,703.88	20,501.55	24,331.20	25,250.51
预付账款	656.63	886.96	663.15	1,219.99	854.46
存货	9,028.56	12,825.04	9,614.46	17,646.04	12,383.93
其他	11,153.37	18,111.53	16,507.03	19,724.10	17,874.33
流动资产合计	53,749.49	75,922.32	56,224.18	73,409.75	67,962.64
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	125,357.10	140,491.44	133,077.44
短期借款	11,207.73	10,184.17	10,064.22	1,198.02	5,060.58
应付账款	27,305.50	36,581.77	27,575.41	50,365.58	35,493.64
其他	15,459.48	20,527.16	21,933.20	22,219.90	22,973.19
流动负债合计	53,972.71	67,293.10	59,572.84	73,783.51	63,527.41
长期借款	11,949.27	20,647.64	1,678.08	0.00	70.01
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	15,127.35	13,449.27	13,519.28
负债合计	74,125.38	101,390.01	74,700.19	87,232.77	77,046.69
少数股东权益	13,419.34	22,981.89	23,893.81	24,492.44	24,756.45
股本	12,228.36	12,213.68	13,514.97	13,514.97	13,514.97
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	13,248.13	15,251.25	17,759.32
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	50,656.91	53,258.67	56,030.75
负债和股东权益总	111,754.82	147,136.79	125,357.10	140,491.44	133,077.44

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,230.01	2,137.54	2,664.23	4,006.25	5,016.14
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	1,214.04	971.53	1,074.44
投资损失	(1,709.88)	(2,345.60)	(2,137.18)	(2,137.18)	(2,137.18)
营运资金变动	(1,064.89)	721.76	(5,366.75)	7,720.71	(7,560.54)
其它	1,667.69	1,014.34	655.93	698.64	264.01
经营活动现金流	7,394.08	8,028.00	(1,123.57)	13,212.19	(1,326.23)
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	1,777.18	2,037.18
投资活动现金流	(19,497.69)	(18,595.77)	2,636.20	1,857.18	2,087.18
债权融资	29,550.28	43,932.55	24,843.06	14,298.78	18,231.34
股权融资	3,589.27	(2,751.25)	1,587.35	(836.23)	(939.14)
其他	(19,372.67)	(19,246.91)	(45,399.97)	(26,981.48)	(16,942.14)
筹资活动现金流	13,766.88	21,934.39	(18,969.55)	(13,518.94)	350.05
汇率变动影响	7.37	19.17	(17.23)	(17.23)	(17.23)
现金净增加额	1,670.63	11,385.79	(17,474.16)	1,533.20	1,093.76

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	111,724.9	131,105.2	144,992.7
营业成本	87,282.8	88,470.1	88,843.9	107,931.5	118,896.5
营业税金及附加	468.79	505.93	527.47	619.15	684.73
营业费用	9,032.30	9,628.12	9,711.33	9,828.25	10,874.45
管理费用	6,792.99	8,492.34	8,440.99	8,259.63	8,989.55
财务费用	967.06	816.31	1,214.04	971.53	1,074.44
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)	100.00	0.00
投资净收益	1,717.25	2,364.77	2,119.94	2,119.94	2,119.94
其他	(3,001.92)	(4,633.01)	(3,727.92)	(4,439.89)	(4,239.89)
营业利润	1,340.70	128.54	4,242.36	5,106.40	5,984.21
营业外收入	2,629.27	2,848.44	509.77	1,000.00	1,000.00
营业外支出	101.27	180.01	120.25	120.25	120.25
利润总额	3,868.70	2,796.97	4,631.87	5,986.14	6,863.95
所得税	638.70	659.43	1,055.73	1,381.25	1,583.80
净利润	3,230.01	2,137.54	3,576.15	4,604.89	5,280.15
少数股东损益	663.01	535.41	911.92	598.64	264.01
归属于母公司净利润	2,567.00	1,602.13	2,664.23	4,006.25	5,016.14
每股收益(元)	0.19	0.12	0.20	0.30	0.37

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.54%	1.66%	4.79%	17.35%	10.59%
营业利润	-36.56%	-90.41%	3200.52%	20.37%	17.19%
归属于母公司净利润	-19.36%	-37.59%	66.29%	50.37%	25.21%
获利能力					
毛利率	16.78%	17.02%	20.48%	17.68%	18.00%
净利率	2.45%	1.50%	2.38%	3.06%	3.46%
ROE	10.60%	7.04%	9.95%	13.93%	16.04%
ROIC	6.28%	1.64%	7.30%	7.60%	10.42%
偿债能力					
资产负债率	66.33%	68.91%	59.59%	62.09%	57.90%
净负债率	59.50%	63.91%	55.40%	71.20%	106.09%
流动比率	1.00	1.13	0.94	0.99	1.07
速动比率	0.83	0.94	0.78	0.76	0.87
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	9.62	9.66
总资产周转率	1.03	0.82	0.82	0.99	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.12	0.20	0.30	0.37
每股经营现金流	0.55	0.59	-0.08	0.98	-0.10
每股净资产	1.79	1.68	1.98	2.13	2.31
估值比率					
市盈率	18.16	29.10	17.50	11.64	9.30
市净率	1.93	2.05	1.74	1.62	1.49
EV/EBITDA	11.50	11.52	10.73	8.34	7.72
EV/EBIT	30.54	71.02	14.36	11.01	9.92

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com