

TCL 集团 (000100) \家用电器

——多元化布局对冲风险

事件:

TCL集团中期实现营业收入525.24亿元,同比增长0.67%;归属于上市公司股东的净利润15.86亿元,同比增长53.40%。

投资要点:

海外业务及多媒体电子收入增加对冲了华星光电收入的下滑

上半年受面板价格下跌的不利影响,公司旗下华星光电收入121亿元,较上年同期下降14亿元;毛利23.84亿元,较上年同期更大降18.56亿元。面板价格的高波动性对公司业绩稳定性的冲击巨大。但公司上半年海外收入205亿元,集团海外销售收入占比为46.95%,较上年同期大增26亿元;多媒体电子业收入171亿元,增加了21亿元;家电产业增收14亿元。公司不同产业收入尽管有年度波动,但相互间起到了风险对冲,特别是华星光电收入的高波动性较好的得到了其它业务的收入弥补。集团作为多元化布局的大型集团,在业务层面可以有效的平衡波动风险。

半导体显示产业TV面板出货量领先,未来布局积极

在既有业务方面,华星光电以两条8.5代液晶面板生产线(t1和t2)累计投入玻璃基板174.96万片,同比增长7.49%;实现电视液晶面板出货量全球第五、对国内一线品牌客户的TV面板出货量第一、55吋产品市场份额国内第一、32吋液晶面板市场份额全球第二的行业地位。在未来布局方面,G11代线的t6项目预计今年四季度点亮,主要生产和销售43"、65"、70" (21:9)、75"的4倍全高清显示屏,第二条G11生产线—t7项目将定位于超高清及OLED的大尺寸显示产品。华星光电通过提前布局新技术和新工艺,提升了大尺寸显示领域的市场份额和竞争优势。随着8月份以来面板价格的逐步企稳,公司面板产业借助规模优势有望在下半年止跌企稳。

彩电业务海外高增长

公司上半年彩电销量1351万台,同比增长37.8%,销售收入同比增长14.2%至171.5亿元,归母净利润同比大幅增长237.5%至4.68亿元。其中海外市场电视销量828.47万台,占比61%,销量同比增长44.4%。且在北美市场的销量排名提高至第三位,今年上半年在欧洲市场增长73%、新兴市场销量同比增加51.5%。我们认为公司彩电业务的高增长一方面得益于今年作为体育大年的外部推动,另一方面也是公司产品的高性价比所致。另外,公司白电业务协同TCL黑电的营销和品牌优势,上半年也实现销售收入106.3亿元,占比已达20%,同比增长15.2%,也是公司未来增长潜力所在。

投资建议:

谨慎推荐

上次建议:

谨慎推荐

当前价格:

2.85元

目标价格:

元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	13,550/11,728
流通A股市值(百万元)	33,425
每股净资产(元)	2.18
资产负债率(%)	66.05
一年内最高/最低(元)	5.14/2.64

一年内股价相对走势



钱建

分析师

执业证书编号: S0590515040001

电话: 0510-85613752

邮箱: qj@glsc.com.cn

邢瀚文

研究助理

电话: 0510-85613752

邮箱: xinghw@glsc.com.cn

相关报告

- 《TCL 集团 (000100) \家用电器行业》
《TCL (000100.sz) 收购与预增公告点评》
- 《TCL 集团 (000100) \家用电器行业》
《TCL2016 年度经营数据点评》

➤ **销售毛利率因产品售价下跌而下滑**

公司上半年整体毛利率为18.29%，较上年同期下滑2个多点，但因财务费用剧降近半而致费用率下滑1个多点，故公司整体净利润率仍达到3.24%，反略有上升。后期公司的盈利能力提升仍取决于公司主要产品的定价能力，如产品售价仍陷于下跌周期，则公司盈利能力仍将受到考验。

➤ **盈利预测与投资结论**

基于公司面板业务的规模优势，及面板价格接近底部，并考虑到公司海外收入的增长与彩电业务的强劲，及对公司智能网络电视终端运营累计激活用户已达2,735万户的估值考虑，我们假设公司未来数年收入增长率在2%-5%区间，销售整体毛利率在19%左右，则预测公司未来3年EPS为0.22、0.26、0.33元，动态估值为12倍左右，予以谨慎推荐评级。

➤ **风险提示：**

贸易战影响海外销售、产品售价下跌的风险。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	106,473.50	111,577.36	113,808.91	118,361.27	124,279.33
增长率(%)	1.81%	4.79%	2.00%	4.00%	5.00%
EBITDA(百万元)	9,389.02	12,003.02	9,007.90	9,855.46	10,856.00
净利润(百万元)	1,602.13	2,664.39	3,025.28	3,579.16	4,442.53
增长率(%)	-37.59%	66.30%	13.54%	18.31%	24.12%
EPS(元/股)	0.12	0.20	0.22	0.26	0.33
市盈率(P/E)	24.10	14.49	12.76	10.79	8.69
市净率(P/B)	1.70	1.30	1.22	1.14	1.05
EV/EBITDA	10.10	8.68	11.56	10.63	9.39

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	18,030.11	21,401.57	25,037.96	26,039.48	27,341.45	营业收入	106,473.5	111,577.3	113,808.9	118,361.2	124,279.3
应收账款+票据	23,475.87	24,771.16	24,984.70	26,761.40	27,572.00	营业成本	88,470.11	88,663.84	92,185.22	94,689.01	98,180.67
预付账款	886.96	910.22	644.76	952.45	703.66	营业税金及附加	505.93	665.34	678.65	705.79	741.08
存货	12,825.04	12,946.30	13,848.57	13,674.07	14,863.47	营业费用	9,628.12	9,511.06	9,701.29	10,089.34	10,593.80
其他	10,341.60	11,712.77	11,712.77	11,712.77	11,712.77	管理费用	8,492.34	9,456.04	9,645.16	10,030.97	10,532.52
流动资产合计	67,415.56	73,973.30	78,460.04	81,371.44	84,424.63	财务费用	816.30	1,665.28	1,054.75	888.32	733.51
长期股权投资	11,539.01	15,352.01	17,752.01	19,752.01	21,752.01	资产减值损失	857.02	1,663.50	996.98	996.98	996.98
固定资产	37,720.51	32,597.98	43,562.27	39,751.32	37,860.38	公允价值变动收益	-12.27	309.43	150.00	150.00	150.00
在建工程	8,647.50	14,775.24	2,000.00	4,000.00	4,000.00	投资净收益	916.31	1,098.22	2,400.00	2,000.00	2,000.00
无形资产	4,755.45	6,372.51	6,921.31	6,597.30	6,273.29	其他	72.37	70.66	131.40	131.40	131.40
其他非流动资产	7,818.62	10,228.49	8,682.92	8,010.15	7,801.94	营业利润	-1,319.92	1,430.60	2,228.27	3,242.25	4,782.17
非流动资产合计	70,481.08	79,326.23	78,918.51	78,110.78	77,687.61	营业外净收益	4,116.89	2,055.40	1,973.02	1,973.02	1,973.02
资产总计	137,896.6	153,299.5	157,378.5	159,482.2	162,112.2	利润总额	2,796.97	3,486.00	4,201.29	5,215.28	6,755.19
短期借款	13,184.16	15,990.10	14,993.28	14,430.68	10,095.62	所得税	659.43	567.25	154.36	427.43	812.41
应付账款+票据	21,439.57	21,385.72	23,140.42	22,595.07	24,826.91	净利润	2,137.54	2,918.75	4,046.93	4,787.85	5,942.79
其他	29,210.12	30,813.56	31,197.21	30,933.54	31,353.18	少数股东损益	535.41	880.31	1,021.65	1,208.69	1,500.26
流动负债合计	63,833.85	68,189.39	69,330.91	67,959.29	66,275.71	归属于母公司净利润	1,602.13	2,664.39	3,025.28	3,579.16	4,442.53
长期带息负债	28,141.36	30,780.63	30,780.63	30,780.63	30,780.63						
长期应付款	55.74	76.31	76.31	76.31	76.31						
其他	92.16	84.76	84.76	84.76	84.76						
非流动负债合计	28,289.25	30,941.69	30,941.69	30,941.69	30,941.69						
负债合计	92,123.10	99,131.08	100,272.6	98,900.98	97,217.40						
少数股东权益	22,981.89	24,395.87	25,417.52	26,626.21	28,126.47						
股本	12,213.68	13,514.97	13,514.97	13,514.97	13,514.97						
资本公积	3,531.32	5,940.47	5,940.47	5,940.47	5,940.47						
留存收益	7,019.89	10,291.62	12,207.46	14,474.06	17,287.41						
股东权益合计	45,746.78	54,142.94	57,080.43	60,555.72	64,869.33						
负债和股东权益总	137,896.6	153,299.5	152,381.0	149,887.2	147,845.8						

现金流量表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	-197.15	832.05	-321.73	819.19	1,974.13
折旧摊销	5,496.56	7,202.87	3,810.75	3,810.75	3,426.19
财务费用	1,003.40	2,077.73	995.86	829.43	674.62
存货减少	-3,972.94	-767.40	-902.27	174.51	-1,189.40
营运资金变动	5,525.02	932.77	2,190.26	-2,893.40	2,089.67
其它	-106.07	-717.28	996.98	996.98	996.98
经营活动现金流	7,748.82	9,560.74	6,769.85	3,737.46	7,972.17
资本支出	14,542.30	15,656.96	2,000.00	2,000.00	2,000.00
长期投资	22,823.94	29,864.74	0.00	0.00	0.00
其他	18,770.47	28,596.54	1,968.66	1,968.66	1,968.66
投资活动现金流	-18,595.8	-16,925.2	-31.34	-31.34	-31.34
债权融资	15,112.97	7,096.46	-996.82	-562.61	-4,335.06
股权融资	11,218.71	3,988.74	0.00	0.00	0.00
其他	-4,397.28	-2,533.08	-2,105.30	-2,141.99	-2,303.80
筹资活动现金流	21,934.39	8,552.13	-3,102.12	-2,704.60	-6,638.86
现金净增加额	10,730.27	-183.37	3,636.39	1,001.52	1,301.97

主要财务比率					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.81%	4.79%	2.00%	4.00%	5.00%
EBIT	-17.73%	23.32%	8.27%	16.31%	22.91%
EBITDA	7.46%	27.84%	-24.95%	9.41%	10.15%
归属于母公司净利润	-19.36%	66.30%	13.54%	18.31%	24.12%
获利能力					
毛利率	16.91%	20.54%	19.00%	20.00%	21.00%
净利率	2.01%	2.62%	3.56%	4.05%	4.78%
ROE	7.04%	8.96%	9.55%	10.55%	12.09%
ROIC	1.58%	3.75%	3.32%	3.88%	4.81%
偿债能力					
资产负债	66.81%	64.66%	63.71%	62.01%	59.97%
流动比率	1.06	1.08	1.13	1.20	1.27
速动比率	0.69	0.72	0.76	0.82	0.87
营运能力					
应收账款周转率	5.42	5.33	5.57	5.24	5.50
存货周转率	6.90	6.85	6.66	6.92	6.61
总资产周转率	0.77	0.73	0.72	0.74	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.20	0.22	0.26	0.33
每股经营现金流	0.57	0.71	0.50	0.28	0.59
每股净资产	1.68	2.20	2.34	2.50	2.71
估值比率					
市盈率	24.10	14.49	12.76	10.79	8.69
市净率	1.70	1.30	1.22	1.14	1.05
EV/EBITDA	10.10	8.68	11.56	10.63	9.39
EV/EBIT	24.35	21.69	20.04	17.34	13.73

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810