天风证券 TF SECURITIES

TCL 集团（000100）

证券研究报告
2018 年 10 月 30 日

通讯实现扭亏为盈，彩电业务稳健增长

事件：1）前三季度实现收入 822.4 亿元，同比增长 0.03%；实现归母净利润 24.9 亿元，同比增长 30.62%。2）Q3 季度实现收入 297.1 亿元，同比下滑 1.09%；实现归母净利润 9.0 亿元，同比增长 3.67%。

Q3 面板价格基本企稳，TCL 通讯扭亏为盈：第三季度华星光电实现收入 69.1 亿元，同比基本持平。从面板价格看，三季度各尺寸面板价有所回暖企稳，根据 witsview 数据，18Q3 季度面板整体价格同比下降约 20%，环比二季度基本持平，其中 32 寸等小尺寸价格有所反弹。前三季度华星 t1 和 t2 项目继续保持满产满销，累计投入玻璃基板 266.1 万片，同比增长 7.41%。我们预计单季度华星光电贡献利润约 5-6 亿元，环比 Q2 季度略有改善。同时，TCL 通讯业务 Q3 季度实现扭亏为盈，经营效率显著改善。

结构提升促彩电业务盈利大增，业务架构调整稳步推进：前三季度 TCL 电子销售收入同比提升 11.0%至 273.4 亿元，累计实现液晶电视销量 2,148 万台（含商用显示），同比增长 30.4%。其中 Q3 实现收入 101.9 亿元，我们预计电视业务单季度贡献利润约 1.5 亿~2 亿元。受益于面板成本下降以及产品结构提升，前三季度 TCL 电子内外销毛利率同比提升 0.1、1.3pct。TCL 集团架构调整稳步推进，未来经营水平将继续提升。

盈利能力环比改善，经营性净现金流稳健增长：Q3 季度 TCL 集团毛利率、净利率为 16.91%、3,95%，同比分别-3.45、-0.61pct，环比 Q2 季度分别-0.18、+0.56pct。考虑到面板价格同比仍有较大幅度下降，我们认为，公司盈利能力的边际改善主要得益于期间费用率明显下降；Q3 季度公司销售费用率同比大幅下降 0.67pct；管理费用率和研发费用率合计同比小幅上升 0.13pct；财务费用率同比大幅下降 0.90pct。

从营运能力看，存货及应收账款周转天数同比+4.7、-1.1 天，营运效率有所下降。从资产负债表看，期末货币资金及其他流动资产（主要为理财）合计 334.5 亿元，同比减少约 85 亿元，主要是投资新产线现金流支出大幅增加。应收账款及应收票据合计 211.1 亿元，同比下降 8.7%。预收账款 12.4 亿元，同比下降 6.6%。从现金流量表看，Q3 季度经营性净现金流 31.8 亿元，同比减少 12.0%，主要为当期购买商品、支付劳务现金显著增加。

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。Q3 季度面板价格已有所企稳，随着产能爬坡及成本下降，盈利能力有所改善。18 年公司彩电内外销持续增长，同时中高端产品结构提升带动均价及毛利率提升。通讯业务经营改善效果明显，当季度已实现扭亏为盈，我们认为随着通讯盈利能力的改善，公司非核心业务剥离的节奏可能加速。

基于三季度面板价格以及通讯业务情况，我们将公司 18-20 年归母净利润预测由 37.5、45.5、54.8 亿元，调整为 34.5、41.5、50.3 亿元，净利润增速由 40.6%、21.6%、20.4%调整为 29.6%、20.2%、21.3%，对应 18-20 年分别 9.5、7.9、6.5xPE，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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	106,617.86	111,727.44	111,392.26	112,951.75	114,758.98
增长率(%)	1.66	4.79	(0.30)	1.40	1.60
EBITDA(百万元)	6,266.10	11,421.37	7,976.43	8,707.90	10,003.10
净利润(百万元)	1,602.13	2,664.40	3,452.02	4,147.60	5,029.80
增长率(%)	(37.59)	66.30	29.56	20.15	21.27
EPS(元/股)	0.12	0.20	0.25	0.31	0.37
市盈率(P/E)	20.38	12.26	9.46	7.87	6.49
市净率(P/B)	1.43	1.10	1.04	0.98	0.91
市销率(P/S)	0.31	0.29	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA	11.52	7.91	8.01	7.04	5.38

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	2.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	13,549.65
流通 A 股股本(百万股)	11,727.93
A 股总市值(百万元)	32,654.65
流通 A 股市值(百万元)	28,264.31
每股净资产(元)	2.21
资产负债率(%)	68.52
一年内最高/最低(元)	5.14/2.27

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com
潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com
张健 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010002
zjian@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-半年报点评:通讯业务显著减亏，彩电业务成增长亮点》2018-08-30
2《TCL 集团-公司点评:18H1 业绩预告点评：华星光电经营稳健，彩电业务为成长亮点》2018-07-13
3《TCL 集团-年报点评报告:经营效率改善明显，现金流表现显著提升》2018-05-01

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	26,394.91	27,459.45	8,911.38	9,036.14	9,573.93
应收账款	17,703.88	18,600.81	18,832.66	19,124.88	19,439.98
预付账款	886.96	910.22	946.12	931.63	965.39
存货	12,825.04	12,946.30	14,182.13	13,259.22	14,463.86
其他	18,111.53	20,179.12	19,783.66	20,414.54	20,106.83
流动资产合计	**75,922.32**	**80,095.91**	**62,655.95**	**62,766.41**	**64,550.00**
长期股权投资	11,539.01	15,352.01	15,352.01	15,352.01	15,352.01
固定资产	37,720.51	32,597.98	36,349.34	37,579.45	37,283.79
在建工程	8,647.50	14,775.24	8,901.14	5,388.69	3,263.21
无形资产	5,913.34	7,245.32	6,746.37	6,247.42	5,748.47
其他	7,347.06	9,672.40	9,295.71	8,919.02	8,743.28
非流动资产合计	**71,167.42**	**79,642.94**	**76,644.58**	**73,486.59**	**70,390.76**
资产总计	**147,136.79**	**160,293.98**	**139,300.52**	**136,253.00**	**134,940.76**
短期借款	10,184.17	15,990.11	10,299.63	7,242.56	0.00
应付账款	36,581.77	35,987.05	38,970.48	36,851.66	39,748.93
其他	20,527.16	20,270.65	20,522.23	20,358.51	20,611.95
流动负债合计	**67,293.10**	**72,247.80**	**69,792.35**	**64,452.73**	**60,360.87**
长期借款	20,647.64	20,283.38	0.00	0.00	0.00
应付债券	7,493.72	10,497.25	10,497.25	10,497.25	10,497.25
其他	5,955.55	3,122.62	3,122.62	3,122.62	3,122.62
非流动负债合计	**34,096.90**	**33,903.25**	**13,619.87**	**13,619.87**	**13,619.87**
负债合计	**101,390.01**	**106,151.05**	**83,412.22**	**78,072.59**	**73,980.74**
少数股东权益	22,981.89	24,395.87	24,600.19	24,818.48	25,083.21
股本	12,213.68	13,514.97	13,549.65	13,549.65	13,549.65
资本公积	3,531.32	5,940.47	5,940.47	5,940.47	5,940.47
留存收益	11,916.01	16,012.46	17,738.47	19,812.27	22,327.17
其他	(4,896.13)	(5,720.84)	(5,940.47)	(5,940.47)	(5,940.47)
股东权益合计	**45,746.78**	**54,142.94**	**55,888.31**	**58,180.40**	**60,960.03**
负债和股东权益总	**147,136.79**	**160,293.98**	**139,300.52**	**136,253.00**	**134,940.76**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**106,617.9**	**111,727.4**	**111,392.3**	**112,951.8**	**114,759.0**
营业成本	88,470.1	88,663.8	91,582.3	92,638.7	93,589.8
营业税金及附加	505.93	665.34	525.90	533.25	541.78
营业费用	9,628.12	9,511.06	8,354.39	8,471.38	8,320.03
管理费用	8,492.34	9,456.04	7,184.80	7,003.01	6,885.54
财务费用	816.31	1,665.28	950.92	1,074.44	1,058.70
资产减值损失	857.02	1,663.50	608.74	608.74	608.74
公允价值变动收益	(12.27)	309.43	38.72	30.00	100.00
投资净收益	2,364.77	2,416.39	2,119.94	2,119.94	2,119.94
其他	(4,633.01)	(6,736.36)	(4,317.34)	(4,299.89)	(4,439.89)
营业利润	**128.54**	**4,112.92**	**4,343.83**	**4,772.15**	**5,974.32**
营业外收入	2,848.44	840.25	509.77	1,000.00	1,000.00
营业外支出	180.01	163.44	120.25	120.25	120.25
利润总额	**2,796.97**	**4,789.74**	**4,733.34**	**5,651.90**	**6,854.07**
所得税	659.43	1,245.04	1,077.00	1,286.01	1,559.54
净利润	**2,137.54**	**3,544.70**	**3,656.34**	**4,365.89**	**5,294.52**
少数股东损益	535.41	880.31	204.32	218.29	264.73
归属于母公司净利润	**1,602.13**	**2,664.40**	**3,452.02**	**4,147.60**	**5,029.80**
每股收益（元）	0.12	0.20	0.25	0.31	0.37

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,137.54	3,544.70	3,452.02	4,147.60	5,029.80
折旧摊销	5,496.56	7,202.87	2,681.68	2,861.30	2,970.08
财务费用	1,003.40	2,077.73	950.92	1,074.44	1,058.70
投资损失	(2,345.60)	(2,438.69)	(2,137.18)	(2,137.18)	(2,137.18)
营运资金变动	721.76	(2,738.71)	2,542.32	(1,861.56)	2,180.65
其它	1,014.34	1,561.73	243.04	248.29	364.73
经营活动现金流	**8,028.00**	**9,209.62**	**7,732.81**	**4,332.89**	**9,466.78**
资本支出	19,123.16	15,693.39	60.00	80.00	50.00
长期投资	3,583.70	3,813.01	0.00	0.00	0.00
其他	(41,302.62)	(36,431.56)	2,494.86	1,917.18	1,837.18
投资活动现金流	**(18,595.77)**	**(16,925.16)**	**2,554.86**	**1,997.18**	**1,887.18**
债权融资	43,932.55	52,698.26	26,724.41	23,667.33	16,424.78
股权融资	(2,751.25)	3,676.71	(1,088.77)	(1,027.33)	(1,011.59)
其他	(19,246.91)	(47,822.84)	(54,471.38)	(28,845.32)	(26,229.34)
筹资活动现金流	**21,934.39**	**8,552.13**	**(28,835.74)**	**(6,205.31)**	**(10,816.16)**
汇率变动影响	19.17	(22.30)	(17.23)	(17.23)	(17.23)
现金净增加额	**11,385.79**	**814.28**	**(18,565.31)**	**107.53**	**520.56**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.66%	4.79%	-0.30%	1.40%	1.60%
营业利润	-90.41%	3099.82%	5.61%	9.86%	25.19%
归属于母公司净利润	-37.59%	66.30%	29.56%	20.15%	21.27%
获利能力					
毛利率	17.02%	20.64%	17.78%	17.98%	18.45%
净利率	1.50%	2.38%	3.10%	3.67%	4.38%
ROE	7.04%	8.96%	11.03%	12.43%	14.02%
ROIC	1.64%	7.41%	6.07%	7.22%	8.76%
偿债能力					
资产负债率	68.91%	66.22%	59.88%	57.30%	54.82%
净负债率	63.91%	51.83%	46.51%	82.12%	74.42%
流动比率	1.13	1.11	0.90	0.97	1.07
速动比率	0.94	0.93	0.69	0.77	0.83
营运能力					
应收账款周转率	6.05	6.15	5.95	5.95	5.95
存货周转率	9.76	8.67	8.21	8.23	8.28
总资产周转率	0.82	0.73	0.74	0.82	0.85
每股指标（元）					
每股收益	0.12	0.20	0.25	0.31	0.37
每股经营现金流	0.59	0.68	0.57	0.32	0.70
每股净资产	1.68	2.20	2.31	2.46	2.65
估值比率					
市盈率	20.38	12.26	9.46	7.87	6.49
市净率	1.43	1.10	1.04	0.98	0.91
EV/EBITDA	11.52	7.91	8.01	7.04	5.38
EV/EBIT	71.02	20.10	12.07	10.49	7.66

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

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