

上市公司战略腾挪, 聚焦半导体显示业务

投资要点

- **事件:** 公司12月8日发布重大资产重组公告, 拟以现金方式将其智能终端业务及其相关配套业务出售给TCL控股, 交易价格合计为47.6亿元; 本次重组不涉及上市公司股本及控制权的改变。本次重组若能顺利完成, 上市公司将聚焦以华星光电为主的半导体显示和材料业务。
- **聚焦主业, 集中资源发展半导体显示及材料业务。** 公司原有业务存在资源投入分散、行业发展阶段和周期不均衡等问题, 不利于公司管理效率的提升。此次重组后公司将集中力量和资源全力发展半导体显示及材料业务, 巩固华星光电等在运营效率、成本费用、规模效应等方面的优势, 持续提升市场规模和竞争实力。目前华星光电两条8.5代液晶面板产线t1和t2、一条6代LTPS显示面板产线t3已实现满产满销, 全球最高世代11代线t6已经投产, 6代AMOLED产线将于年底点亮, 全球TV面板市占率保持在大陆第二、全球第四。
- **战略挪移, 有望显著改善上市公司盈利能力和财务指标。** 过去三年, 华星光电表现出较好的营业收入和盈利性, 盈利能力显著超出集团其他业务板块, 营业利润率连续6年全球同行业领先, 在行业内建立了一定的竞争优势。交易完成后上市公司2017年的净利润和归母净利润将分别较交易完成前增长50%和66%。2018年受面板行业周期性影响, 华星光电营收规模和业绩受到一定影响, 交易完成后上市公司2018H1归母净利润将较交易完成前下降7%, 但净利率将上升4.13%, 资产负债率将下降3.93%。未来随着面板行业周期回暖以及华星光电新产线投产有望继续改善上市公司盈利能力和主要财务指标。
- **转型半导体显示企业, 重塑公司估值体系。** 随着公司智能终端等业务剥离上市公司体外, 上市公司估值体系有望由家电企业向半导体显示企业转移, 重塑公司估值体系。
- **盈利预测与评级。** 维持原有盈利预测, 公司2018-2020年EPS分别为0.28元、0.34元、0.38元。假设2019年资产交割完成, 预计2019-2020年上市公司备考营业收入分别为665亿元和801亿元, EPS分别为0.31元和0.39元(华星光电盈利+产业金融收益), 参考同行业面板企业估值水平, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 面板价格波动的风险; 汇率波动的风险; 重大资产重组进展不达预期或终止的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	111727.44	117758.93	128794.94	142601.28
增长率	4.79%	5.40%	9.37%	10.72%
归属母公司净利润(百万元)	2664.40	3798.23	4547.89	5117.53
增长率	66.30%	42.55%	19.74%	12.53%
每股收益EPS(元)	0.20	0.28	0.34	0.38
净资产收益率ROE	6.55%	8.78%	9.69%	10.06%
PE	12	9	7	6
PB	0.61	0.57	0.53	0.50

数据来源: Wind, 西南证券

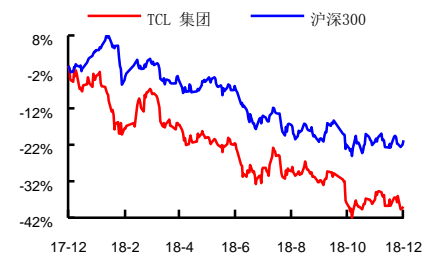
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青
电话: 021-68415309
邮箱: lishq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	135.50
流通A股(亿股)	117.28
52周内股价区间(元)	2.32-4.12
总市值(亿元)	330.61
总资产(亿元)	1,824.97
每股净资产(元)	2.21

相关研究

1. TCL集团(000100): 面板行业低估龙头, 企业变革成效显著 (2018-08-29)
2. TCL集团(000100): 整体业绩大幅增长, 公司转型进展顺利 (2018-08-21)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	111727.44	117758.93	128794.94	142601.28	净利润	3544.70	5064.30	5984.06	6646.15
营业成本	88663.84	93120.40	101741.87	112341.29	折旧与摊销	7202.87	6638.30	7402.17	7974.10
营业税金及附加	665.34	653.77	732.35	804.47	财务费用	1665.28	694.21	869.36	944.17
销售费用	9511.06	10009.51	10947.57	12121.11	资产减值损失	1663.50	1000.00	400.00	400.00
管理费用	9456.04	9185.20	10046.01	11122.90	经营营运资本变动	-1642.82	-565.01	-203.05	-363.62
财务费用	1665.28	694.21	869.36	944.17	其他	-3223.91	-3150.61	-2906.66	-2931.69
资产减值损失	1663.50	1000.00	400.00	400.00	经营活动现金流净额	9209.62	9681.19	11545.88	12669.12
投资收益	2438.69	2000.00	2500.00	2500.00	资本支出	-2597.36	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	309.43	90.12	107.14	130.55	其他	-14327.81	2391.16	2536.21	2637.69
其他经营损益	-22.30	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16925.16	-1608.84	-1463.79	-1362.31
营业利润	4112.92	5185.95	6664.92	7497.88	短期借款	5805.94	-5990.11	0.00	0.00
其他非经营损益	676.82	1340.69	1119.40	1193.16	长期借款	-364.26	0.00	0.00	0.00
利润总额	4789.74	6526.64	7784.32	8691.04	股权融资	3710.44	0.00	0.00	0.00
所得税	1245.04	1462.34	1800.25	2044.90	支付股利	-977.09	-1286.71	-1930.24	-2349.98
净利润	3544.70	5064.30	5984.06	6646.15	其他	377.10	-6841.37	-869.36	-944.17
少数股东损益	880.31	1266.08	1436.18	1528.61	筹资活动现金流净额	8552.13	-14118.19	-2799.60	-3294.15
归属母公司股东净利润	2664.40	3798.23	4547.89	5117.53	现金流量净额	-534.49	-6045.84	7282.50	8012.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	27459.45	21413.61	28696.11	36708.76	成长能力				
应收和预付款项	25681.38	26665.83	29357.68	32483.93	销售收入增长率	4.79%	5.40%	9.37%	10.72%
存货	12946.30	13591.68	14940.84	16553.07	营业利润增长率	3099.82%	26.09%	28.52%	12.50%
其他流动资产	14008.77	14257.75	15539.76	16923.96	净利润增长率	65.83%	42.87%	18.16%	11.06%
长期股权投资	15352.01	15352.01	15352.01	15352.01	EBITDA 增长率	101.53%	-3.56%	19.32%	9.91%
投资性房地产	859.89	683.95	713.18	719.94	获利能力				
固定资产和在建工程	47373.22	45647.78	43158.47	40097.23	毛利率	20.64%	20.92%	21.00%	21.22%
无形资产和开发支出	7665.85	6845.90	6025.95	5206.01	三费率	18.47%	16.89%	16.97%	16.96%
其他非流动资产	8947.11	8854.20	8761.28	8668.37	净利率	3.17%	4.30%	4.65%	4.66%
资产总计	160293.98	153312.71	162545.30	172713.30	ROE	6.55%	8.78%	9.69%	10.06%
短期借款	15990.11	10000.00	10000.00	10000.00	ROA	2.21%	3.30%	3.68%	3.85%
应付和预收款项	26260.08	28061.98	30458.24	33575.79	ROIC	7.75%	7.91%	10.42%	12.23%
长期借款	20283.38	20283.38	20283.38	20283.38	EBITDA/销售收入	11.62%	10.63%	11.60%	11.51%
其他负债	43617.48	37266.45	40048.96	42803.24	营运能力				
负债合计	106151.05	95611.81	100790.58	106662.41	总资产周转率	0.73	0.75	0.82	0.85
股本	13514.97	13549.65	13549.65	13549.65	固定资产周转率	3.18	3.42	3.54	4.00
资本公积	5940.47	5905.79	5905.79	5905.79	应收账款周转率	7.62	7.62	7.79	7.82
留存收益	10071.99	12583.50	15201.15	17968.71	存货周转率	6.55	6.67	6.81	6.84
归属母公司股东权益	29747.06	32038.95	34656.60	37424.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.35%	—	—	—
少数股东权益	24395.87	25661.95	27098.12	28626.74	资本结构				
股东权益合计	54142.94	57700.89	61754.72	66050.89	资产负债率	66.22%	62.36%	62.01%	61.76%
负债和股东权益合计	160293.98	153312.71	162545.30	172713.30	带息债务/总负债	44.06%	42.65%	40.46%	38.23%
					流动比率	1.11	1.23	1.32	1.41
					速动比率	0.93	1.01	1.10	1.18
					股利支付率	36.67%	33.88%	42.44%	45.92%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	12981.07	12518.46	14936.44	16416.16	每股收益	0.20	0.28	0.34	0.38
PE	12.36	8.67	7.24	6.43	每股净资产	4.00	4.26	4.56	4.87
PB	0.61	0.57	0.53	0.50	每股经营现金	0.68	0.71	0.85	0.94
PS	0.29	0.28	0.26	0.23	每股股利	0.07	0.09	0.14	0.17
EV/EBITDA	3.49	3.20	2.19	1.50					
股息率	2.97%	3.91%	5.86%	7.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	15558686883	15558686883	ybz@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn