

业绩增长符合预期，重组转型初现成效

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年全年实现营业收入 1133.6 亿元，同比微增 1.6%；实现归属于母公司股东净利润 34.7 亿元，同比增长 30.2%。剔除重组标的资产实现净利润 35.5 亿元，其中华星光电实现营业收入 276.7 亿元，实现净利润 23.2 亿元。
- **战略重组顺利进行，变革转型初现成效。** 公司自 2018 年 12 月 8 日发布重大资产重组公告，智能终端及其相关配套业务剥离上市公司主体进展顺利，目前已秉承“精兵简政、精益管理、高效运营”的原则，完成了总部职能部门架构精简和模式调整。报告期内，公司剥离了 39 家非核心企业，虽然短期营收略受影响，但运营效率和效益指标显著提升，变革转型初现成效，集团净利率由 2016 年的 2% 提升至 3.6%，净资产收益率由 7.2% 提升至 12%，人均净利则由 3.55 万元提升至 3.86 万元；剔除重组标的资产后的备考数据进一步改善，资产负债率由 68.4% 下降至 64.1%，销售净利率由 3.6% 提升至 7.4%，人均净利由 3.86 万元提升至 9.96 万元。
- **19 年面板行业景气回升，华星光电长期发展动能充足。** 2018 年受面板价格下行压力影响，华星光电营收和净利润均出现一定程度下滑，但依然保持行业领先的运营效率及盈利优势。目前华星光电共拥有 6 条面板产线，t1、t2 和 t3 产线均已实现满产满销；第 6 代柔性 AMOLED 产线 t4 已点亮投产，产能和良率有序爬坡；第 11 代超大尺寸 LCD 产线 t6 已于 2018 年 11 月提前点亮投产，定位 8K 及 OLED 大尺寸显示面板的第 11 代产线 t7 已开工建设。2019 年上半年受韩厂退出 LCD 产能和大尺寸 LCD 需求拉动影响，面板价格已出现筑底反弹态势，预计将显著改善公司 19 年盈利状况；长期来看，看好大尺寸电视产品换机需求、商业显示、可折叠柔性产品等的市场潜力驱动公司长期发展。
- **盈利预测与评级。** 若不考虑重组，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.31 元、0.35 元、0.38 元，对应当前股价 PE 分别为 13 倍、12 倍、11 倍。假设 2019 年资产交割完成，预计 2019 年上市公司备考营业收入和归母净利润分别为 665 亿和 40 亿（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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	113447.44	122663.23	137098.42	154230.28
增长率	1.54%	8.12%	11.77%	12.50%
归属母公司净利润(百万元)	3468.21	4215.91	4703.09	5204.25
增长率	30.17%	21.56%	11.56%	10.66%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.31	0.35	0.38
净资产收益率 ROE	6.68%	8.54%	8.86%	9.12%
PE	16	13	12	11
PB	0.91	0.84	0.80	0.75

数据来源: Wind, 西南证券

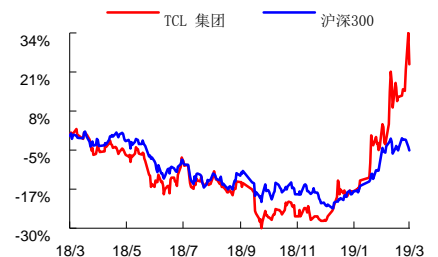
西南证券研究发展中心

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)	127.84
52 周内股价区间(元)	2.32-4.44
总市值(亿元)	555.54
总资产(亿元)	1,927.64
每股净资产(元)	2.25

相关研究

1. TCL 集团(000100): 回购股份彰显信心, 聚焦显示扬帆新航 (2019-01-11)
2. TCL 集团(000100): 上市公司战略腾挪, 聚焦半导体显示业务 (2018-12-14)
3. TCL 集团(000100): 面板行业低估龙头, 企业变革成效显著 (2018-08-29)
4. TCL 集团(000100): 整体业绩大幅增长, 公司转型进展顺利 (2018-08-21)

关键假设：

假设 1：LCD 面板价格 2019 年持续回暖，华星光电产能逐步释放，其中 t1、t2、t3 线保持满产满销状态，面板价格回暖带动盈利能力提升，华星光电 2019-2021 年毛利率维持在 25%左右的水平；

假设 2：TCL 电子充分受益公司垂直产业链一体化优势，LCD 电视销量保持 25%左右增长，海外市场开拓顺利；家庭互联网可运营终端及活跃用户数保持年均 30%复合增速，TCL 电子毛利率未来三年保持在 16%的水平；

假设 3：TCL 家电集团产品品牌力和产品力继续提升，变频空调、风冷冰箱、免污洗衣机、滚筒洗衣机等销量增长带动产品均价同比改善，家电集团近三年毛利率维持在 16%左右；

假设 4：移动通讯业务随着与华星光电产业协同优势逐步显现，全面屏和 5G 投入带动公司继续减亏，2019-2021 年毛利率小幅下滑，分别为 20%、19%和 18%。

基于此，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位: 百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
多媒体电子产业	收入	38569.13	44354.50	51007.67	58658.83
	增速	9.25%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	15.67%	16.00%	16.00%	16.00%
华星光电	收入	27537.31	30291.04	34834.70	40059.90
	增速	-9.64%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	18.43%	25.00%	25.00%	25.00%
物流与服务	收入	16536.58	16536.58	17363.41	18231.58
	增速	-26.14%	0.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	3.80%	5.00%	5.00%	5.00%
家电产业	收入	17458.89	20077.72	23089.38	26552.79
	增速	9.87%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	15.55%	16.00%	16.00%	16.00%
移动通讯产业	收入	12564.16	10679.54	10145.56	10145.56
	增速	-16.10%	-15.00%	-5.00%	0.00%
	毛利率	26.37%	20.00%	19.00%	18.00%
通力电子	收入	6176.29	7102.73	8168.14	9393.37
	增速	21.76%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	12.11%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入	1164.85	1164.85	1164.85	1164.85
	增速	-4.25%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	38.48%	45.00%	45.00%	45.00%
其他及合并抵消	收入	-6559.77	-7543.74	-8675.30	-9976.59
	增速	--	15.00%	15.00%	15.00%
合计	收入	113447.44	122663.23	137098.42	154230.28
	增速	4.79%	8.12%	11.77%	12.50%
	毛利率	18.37%	18.29%	18.31%	18.36%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	113447.44	122663.23	137098.42	154230.28	净利润	4065.20	5621.22	6188.28	6758.77
营业成本	92605.59	100228.98	111988.98	125910.48	折旧与摊销	7970.65	8008.82	9633.01	10635.10
营业税金及附加	661.26	720.14	802.97	904.03	财务费用	973.26	613.32	925.41	1021.17
销售费用	8887.02	9690.39	11653.37	13109.57	资产减值损失	1523.12	1000.00	400.00	400.00
管理费用	4299.61	6133.16	6854.92	7711.51	经营营运资本变动	5886.98	-1109.76	670.93	781.17
财务费用	973.26	613.32	925.41	1021.17	其他	-9932.63	-2337.34	-3081.23	-2983.27
资产减值损失	1523.12	1000.00	400.00	400.00	经营活动现金流净额	10486.58	11796.25	14736.40	16612.94
投资收益	2167.25	2000.00	2500.00	2500.00	资本支出	-29598.55	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	-3.88	69.54	87.31	85.96	其他	1368.01	2271.10	2642.54	2497.02
其他经营损益	-47.71	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28230.54	-1728.90	-1357.46	-1502.98
营业利润	4092.20	6346.77	7060.09	7759.47	短期借款	-2749.47	-3240.64	0.00	0.00
其他非经营损益	852.18	793.72	813.21	806.71	长期借款	16581.54	0.00	0.00	0.00
利润总额	4944.38	7140.50	7873.30	8566.19	股权融资	90.95	0.00	0.00	0.00
所得税	879.18	1519.28	1685.02	1807.42	支付股利	-1354.97	-1806.95	-2241.44	-2465.63
净利润	4065.20	5621.22	6188.28	6758.77	其他	7471.77	-5449.43	-925.41	-1021.17
少数股东损益	596.99	1405.30	1485.19	1554.52	筹资活动现金流净额	20039.82	-10497.02	-3166.85	-3486.80
归属母公司股东净利润	3468.21	4215.91	4703.09	5204.25	现金流量净额	2421.22	-429.66	10212.09	11623.16
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	26801.34	26371.68	36583.78	48206.94	成长能力				
应收和预付款项	24672.41	27481.40	30605.34	34304.48	销售收入增长率	1.54%	8.12%	11.77%	12.50%
存货	19887.97	19157.66	22251.97	24801.15	营业利润增长率	-0.50%	55.09%	11.24%	9.91%
其他流动资产	8946.08	11437.36	11923.87	13492.29	净利润增长率	14.68%	38.28%	10.09%	9.22%
长期股权投资	16957.11	16957.11	16957.11	16957.11	EBITDA 增长率	0.42%	14.83%	17.70%	10.20%
投资性房地产	1676.21	1110.09	1176.38	1224.81	获利能力				
固定资产和在建工程	74907.72	71897.74	67263.58	61627.32	毛利率	18.37%	18.29%	18.31%	18.36%
无形资产和开发支出	7323.49	6510.78	5698.07	4885.36	三费率	12.48%	13.40%	14.17%	14.16%
其他非流动资产	11591.62	11405.48	11219.35	11033.22	净利率	3.58%	4.58%	4.51%	4.38%
资产总计	192763.94	192329.30	203679.44	216532.66	ROE	6.68%	8.54%	8.86%	9.12%
短期借款	13240.64	10000.00	10000.00	10000.00	ROA	2.11%	2.92%	3.04%	3.12%
应付和预收款项	32083.99	34302.39	38323.85	43103.82	ROIC	5.96%	6.86%	8.29%	9.92%
长期借款	36864.92	36864.92	36864.92	36864.92	EBITDA/销售收入	11.49%	12.20%	12.85%	12.59%
其他负债	49702.72	45302.25	48684.08	52464.19	营运能力				
负债合计	131892.27	126469.56	133872.86	142432.94	总资产周转率	0.64	0.64	0.69	0.73
股本	13549.65	13549.65	13549.65	13549.65	固定资产周转率	3.31	2.84	2.61	2.86
资本公积	5996.74	5996.74	5996.74	5996.74	应收账款周转率	7.90	8.39	8.32	8.41
留存收益	12185.23	14594.20	17055.85	19794.48	存货周转率	5.52	5.09	5.33	5.29
归属母公司股东权益	30494.37	34077.13	36538.78	39277.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.81%	—	—	—
少数股东权益	30377.31	31782.61	33267.80	34822.32	资本结构				
股东权益合计	60871.67	65859.74	69806.58	74099.73	资产负债率	68.42%	65.76%	65.73%	65.78%
负债和股东权益合计	192763.94	192329.30	203679.44	216532.66	带息债务/总负债	49.35%	48.91%	46.20%	43.42%
					流动比率	1.02	1.15	1.25	1.35
					速动比率	0.77	0.89	0.98	1.07
					股利支付率	39.07%	42.86%	47.66%	47.38%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	13036.11	14968.91	17618.50	19415.75	每股收益	0.26	0.31	0.35	0.38
PE	16.02	13.18	11.81	10.67	每股净资产	4.49	4.86	5.15	5.47
PB	0.91	0.84	0.80	0.75	每股经营现金	0.77	0.87	1.09	1.23
PS	0.49	0.45	0.41	0.36	每股股利	0.10	0.13	0.17	0.18
EV/EBITDA	6.44	5.11	3.76	2.80					
股息率	2.44%	3.25%	4.03%	4.44%					

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	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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	yyi@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