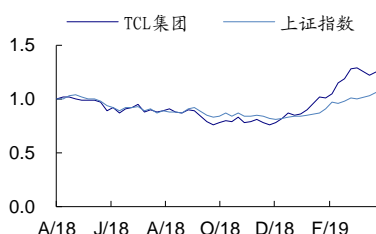


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
TCL 集团(000100)
买入
2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	13,550/12,788
总市值/流通(百万元)	50,269/47,443
上证综指/深圳成指	3,199/10,125
12 个月最高/最低(元)	4.33/2.21

相关研究报告:

《TCL 集团-000100-重大事件快评: 投资海外股权基金, 打造科技产业集团》——2019-03-25

《TCL 集团-000100-2018 年半年报点评: 半年报符合预期, 聚焦优势产业协同发展》——2018-08-30

《TCL 集团-000100-重大事件快评: 业绩增长符合预期, 看好下半年面板行业回暖》——2018-07-13

《TCL 集团-000100-重大事件快评: 改革转型促增长, 大国品牌再崛起》——2018-04-13

《TCL 集团-000100-重大事件快评: 完善激励打造利益共同体, TCL 集团迈向伟大新时代》——2018-03-05

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310

E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
进一步聚焦主业, 定位为科技产业集团
● 液晶面板显示行业正在触底, 华星净利润环比大幅增长

19 年 Q1 实现营收 296 亿元, 同比+15.5%, 净利润 10.1 亿元, 同比+27.7%, 归母净利润 7.79 亿元, 同比+6.6%, 符合市场预期。19 年 Q2 重组剥离的终端和配套业务不再纳入报表。剔除重组标的资产后, 公司 Q1 备考净利润 9.25 亿元, 同比+21.6%, 归母净利润 7.69 亿元, 同比+5.18%。净利润率达到 7.76%, 相比重组前盈利能力显著提升。华星光电通过降本增效, 优化产品结构, 规模效应扩大, 以及 T3 的业绩增量保持了环比的业绩的大幅增长。

● 进一步聚焦主业, 定位高科技产业集团

公司重组完成后, 整体业务结构更加简化, 聚焦液晶显示业务。公司的盈利能力, 资本结构都大幅改善。根据群智咨询数据, 华星光电 19Q1 整体出货达到 940 万片, 55 寸出货全球第一, 出货数量和面积分别排名第四、五位, 并有望随着 11 代线的投产逐步进入全球前三。公司全年收入和利润有望保持双位数增长。

● 周期底部夯实布局, 竞争格局逐步清晰

华星光电两年以来陆续投产了 T3 (LTPS)、T6 (11 代线)、T4 (柔性 OLED), 并规划了 T7 等产线, 产品组合进一步丰富, 并持续进行上下游整合以及产业的前瞻布局, 积极在半导体显示周期底部积蓄并储备产能力量。随着公司产能扩张, 竞争实力的提升, 行业格局最终稳定后, 半导体显示周期波动将逐步降低, 公司盈利能力将逐步改善。

● 风险提示

一, 液晶显示行业持续供过于求, 面板价格反弹不达预期。二, 金融创投类业务进展不达预期。三, 公司新增产能释放不达预期。

● 持续看好公司转型科技产业集团, 维持“买入”评级

考虑重组, 预计 19~21 年备考归母净利润 42.16/47.6/56.74 亿元, 当前股价对应 PE 11.93/10.57/8.87 X。行业可比公司京东方 19/20 年平均 PE 26.4/18.26X, 公司估值低于行业龙头公司, 公司依然被低估, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	113,447	122,306	134,970	155,386
(+/-%)	1.5%	7.8%	10.4%	15.1%
净利润(百万元)	3468	4316	4995	5751
(+/-%)	30.2%	24.4%	15.7%	15.1%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.32	0.37	0.42
EBIT Margin	6.2%	6.4%	7.7%	8.1%
净资产收益率(ROE)	11.4%	14.2%	16.4%	18.9%
市盈率(PE)	14.5	11.6	10.1	8.7
EV/EBITDA	12.6	15.4	12.6	11.6
市净率(PB)	1.65	1.65	1.65	1.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

一季度华星业绩触底，进一步聚焦主业定位科技产业集团

一季度半导体显示行业触底，华星净利润环比大幅增长

公司 19 年一季度实现营收 296 亿元，同比+15.5%，净利润 10.1 亿元，同比+27.7%，归母净利润 7.79 亿元，同比+6.6%，符合市场预期。公司继续精简组织架构并降本增效，费用率同比下降 1.88 个百分点，毛利率 17.45% 同比下降 2.01 个百分点，净利率 3.4% 同比增加 0.33 个百分点，加权 ROE 2.54% 同比提升 0.16 个百分点。

表 1：公司单季度营收及归母净利润情况

	2018 年 Q1	2018 年 Q2	2018 年 Q3	2018 年 Q4	2019 年 Q1
营收 (亿元)	256.64	269.18	297.30	311.36	296.51
同比增速 (%)	0.94	0.18	-1.04	5.94	15.54
归母净利润 (亿元)	7.31	8.55	9.04	9.79	7.79
同比增速 (%)	63.20	45.92	3.61	29.05	6.60
扣非归母净利 (亿元)	5.21	4.72	6.01	-0.07	5.61
同比增速 (%)	269.47	-1.23	26.39	-107.75	7.64

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

表 2：公司的单季度盈利能力情况

	2018 年 Q1	2018 年 Q2	2018 年 Q3	2018 年 Q4	2019 年 Q1
毛利率 (%)	19.46	17.17	16.91	19.68	17.45
净利率 (%)	3.07	3.39	3.95	3.82	3.40
ROE (%)	2.40	2.82	3.04	3.24	2.53

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司自二季度起，重组剥离的终端和配套业务不再纳入报表。剔除重组标的资产后，公司一季度备考净利润 9.25 亿元，同比+21.6%，归母净利润 7.69 亿元，同比+5.18%。净利润率达到 7.76%，相比重组前盈利能力显著提升。

华星光电是公司重组后最大的利润来源，19Q1 实现出货面积 556 万平米，同比增长 17.1%；营业收入 72.5 亿元，同比增长 12.1%；实现净利润 6.83 亿元，较去年第四季度环比增长 35.2%。虽然受经济下行压力与半导体显示周期低谷影响，华星通过降本增效，优化产品结构，规模效应扩大，以及 T3 的业绩增量保持了环比的业绩的大幅增长。目前 32/43 寸面板已经企稳回升，大尺寸产品逐步止跌，公司业绩有望在 Q2 持续改善。55 寸产品出货全球第一，T6 第 11 代产线良率持续爬坡，T3 满产满销出货同比增长 5.9 倍，跃居全球第三，T4 量产推进顺利。未来两年业绩增量可期。

产业金融及创投和新兴业务群围绕集团战略目标，对集团产业发展起资金保障作用，并进一步提升对产业资金和风险的主动管理能力，业务稳健运行，整体利润稳定。

进一步聚焦主业，定位高科技产业集团

公司重组完成后，整体业务结构更加简化，聚焦半导体显示业务。按照高科技产业集团的全新定位，通过兼并重组等方式，择机进入其他核心、高端、基础科技产业，培育壮大发展新动能。重组后，公司的盈利能力，资本结构都大幅

改善。最大利润来源华星光电以技术创新驱动产能进入快速扩张周期，通过降本增效保持经营效率和效益的领先地位，根据群智咨询数据，华星光电 19Q1 整体出货达到 940 万片，55 寸出货全球第一，出货数量和面积分别排名第四、五位，并有望随着 11 代线的投产逐步进入全球前三。公司全年收入和利润有望保持双位数增长。

周期底部夯实布局，竞争格局逐步清晰

华星光电两年以来陆续投产了 T3 (LTPS)、T6 (11 代线)、T4 (柔性 OLED)，并规划了 T7 等产线，产品组合进一步丰富，并持续进行上下游整合以及产业的前瞻布局，积极在半导体显示周期底部积蓄并储备产能力量。随着公司产能扩张，竞争实力的提升，公司在大尺寸 LCD 面板将有望超越群创并最终超越 LGD 成为全球第二。小尺寸柔性 OLED 公司在关键技术和工艺导入进展顺利，期待下半年量产以及客户的拓展。随着行业格局的最终稳定，半导体显示周期波动将逐步降低，公司盈利能力将逐步改善。

持续看好公司转型科技产业集团，维持“买入”评级

看好公司重组后成为聚焦半导体显示及材料业务的高科技产业集团，若不考虑重组，我们预计 19~21 年归母净利润 43.16/49.95/57.51 亿元，同比增长 24.4%/15.7%/15.1%，EPS 0.32/0.37/0.42 元。考虑重组，预计 19~21 年备考归母净利润 42.16/47.6/56.74 亿元，当前股价对应 PE 11.93/10.57/8.87 X。行业可比公司京东方 19/20 年平均 PE 26.4/18.26X，公司估值显著低于行业龙头公司，同时公司盈利能力行业领先，公司依然被低估，维持“买入”评级。

表 3: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	预测每股收益 EPS		预测 PE	
				19E	20E	19E	20E
000725.SZ	京东方 A	3.86	1343	0.15	0.21	26.44	18.26
000100.SZ	TCL 集团	3.71	503	0.31	0.35	11.97	10.60
	平均值					19.20	14.43

资料来源:wind 一致预期，海康威视盈利为国信证券经济研究所预测

风险提示

- 一，半导体显示行业持续供过于求，面板价格反弹不达预期。
- 二，金融创投类业务进展不达预期。
- 三，公司新增产能释放不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	26801	28000	28000	28000	营业收入	113447	122306	134970	155386
应收款项	23477	26807	29582	34057	营业成本	92606	99521	109105	124319
存货净额	19888	14723	15727	17763	营业税金及附加	661	612	675	777
其他流动资产	9003	13454	14847	17092	销售费用	8887	9662	10123	12276
流动资产合计	80308	84121	89293	98050	管理费用	4300	4641	4692	5366
固定资产	74908	100481	124169	145613	财务费用	973	3528	5097	6330
无形资产及其他	5955	5718	5480	5243	投资收益	2167	2000	2000	2000
投资性房地产	14636	14636	14636	14636	资产减值及公允价值变动	(1527)	(1300)	(1300)	(1300)
长期股权投资	16957	20757	24557	28357	其他收入	(2569)	0	0	0
资产总计	192764	225713	258136	291900	营业利润	4092	5042	5978	7018
短期借款及交易性金融负债	19251	61238	89905	116063	营业外净收支	852	900	900	900
应付款项	27015	23247	24832	28046	利润总额	4944	5942	6878	7918
其他流动负债	32570	27086	28821	32787	所得税费用	879	1070	1238	1425
流动负债合计	78835	111570	143558	176896	少数股东损益	597	557	645	742
长期借款及应付债券	49851	49621	49621	49621	归属于母公司净利润	3468	4316	4995	5751
其他长期负债	3206	3706	4206	4706					
长期负债合计	53057	53327	53827	54327					
负债合计	131892	164897	197385	231223					
少数股东权益	30377	30322	30257	30183					
股东权益	30494	30494	30494	30494					
负债和股东权益总计	192764	225713	258136	291900					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3468	13677	17032	21245
资产减值准备	(140)	79	41	47
折旧摊销	7490	656	783	904
公允价值变动损失	1527	450	450	450
财务费用	973	(262)	(298)	(506)
营运资本变动	3698	(10843)	(4681)	(5622)
其它	24	(58)	(14)	(14)
经营活动现金流	16067	3960	13610	17011
资本开支	(32808)	(2001)	(2001)	(2001)
其它投资现金流	1094	0	0	0
投资活动现金流	(33320)	(2091)	(2091)	(2091)
权益性融资	7759	0	0	0
负债净变化	16582	(230)	0	0
支付股利、利息	(4144)	(4787)	(5961)	(7436)
其它融资现金流	(16039)	4595	(4539)	0
融资活动现金流	16595	(422)	(10500)	(7436)
现金净变动	(658)	1448	1018	7484
货币资金的期初余额	27459	26552	28000	29018
货币资金的期末余额	26801	28000	29018	36502
企业自由现金流	(15870)	1527	11142	14361
权益自由现金流	(15328)	6130	6870	14814

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.26	0.32	0.37	0.42
每股红利	0.31	0.32	0.37	0.42
每股净资产	2.25	2.25	2.25	2.25
ROIC	6%	5%	5%	6%
ROE	11%	14%	16%	19%
毛利率	18%	19%	19%	20%
EBIT Margin	6%	6%	8%	8%
EBITDA Margin	13%	11%	15%	16%
收入增长	2%	8%	10%	15%
净利润增长率	30%	24%	16%	15%
资产负债率	84%	86%	88%	90%
息率	8.2%	8.6%	9.9%	11.4%
P/E	14.5	11.6	10.1	8.7
P/B	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	12.6	15.4	12.6	11.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032