



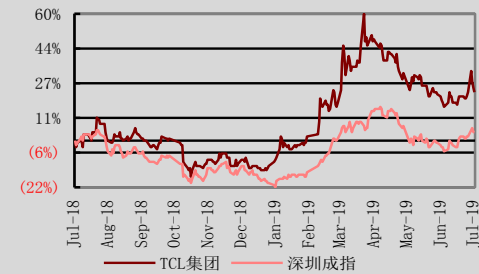
000100.SZ

增持

市场价格：人民币 3.34

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	36.5	3.7	(16.0)	23.2
相对深证成指	5.5	(3.4)	(6.0)	19.6

发行股数(百万)	13,550
流通股(%)	94
总市值(人民币 百万)	45,256
3个月日均交易额(人民币 百万)	526
净负债比率(%) (2019E)	90
主要股东(%)	
浙江元龙股权投资管理集团有限公司	7

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月4日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

王达婷

021-20328284

dating.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

TCL 集团

聚焦半导体显示，定位科技产业集团

公司以科技产业集团为目标定位，拟通过出售智能终端业务聚焦半导体显示及材料板块，未来成长空间大，首次覆盖，给予“增持”评级。

支撑评级的要点

- **资产整合，定位科技产业集团。**公司定位为科技产业集团，2018年公告拟出售智能终端业务，聚焦半导体显示及材料业务，目前，该重大资产重组计划已经股东大会审议通过。若剔除重组标的资产，公司2018年主要财务指标都将得到不同程度的改善：资产负债率由68.4%下降到64.1%，销售净利率由3.59%提高至7.35%；人员由8.98万人降至3.16万人，人均净利润由3.86万元提升至9.96万元。
- **从材料到模组，聚焦半导体显示。**资产重组完成后，公司半导体显示及材料业务将主要包含华星光电、华显光电、广东聚华、华睿光电。其中，华星光电主要从事半导体显示面板的研发、生产和销售，华显光电主要从事中小尺寸TFT-LCD/OLED显示模组的研发、生产和销售，广东聚华主要从事印刷与柔性显示关键共性技术研究，华睿光电主要从事具有自主IP的新型OLED关键材料的开发。
- **大尺寸电视面板领域地位领先，中小尺寸产品优势不断提升。**在大尺寸领域，2018年，子公司华星光电的大尺寸液晶面板出货量排名全球第五，32寸和55寸UD产品出货量排名全球第二；两条8.5代线t1和t2项目继续保持满产满销，第11代TFT-LCD及AMOLED新型显示器件生产线预计在2019年年底实现满产，第11代超高清新型显示器件生产线已于2018年11月份投入建设，主要生产和销售65寸、70寸、75寸的8K超高清显示屏及AMOLED显示屏等产品。在中小尺寸领域，第6代LTPS-AMOLED柔性生产线预计将于2019年实现量产。

估值

- 预计公司2019~2021年的EPS分别为0.30、0.32、0.35元，当前股价对应PE分别为11X、11X、10X。考虑公司定位科技产业集团，成长空间大，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 资产重组进度不及预期；液晶面板价格持续下滑；产线进度不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	111,727	113,447	74,422	64,375	69,653
变动(%)	5	2	(34)	(14)	8
净利润(人民币 百万)	2,744	3,540	4,069	4,311	4,696
全面摊薄每股收益(人民币)	0.197	0.256	0.300	0.318	0.347
变动(%)	49.9	30.2	17.3	5.9	8.9
全面摊薄市盈率(倍)	17.0	13.0	11.1	10.5	9.6
价格/每股现金流量(倍)	4.9	4.3	8.0	0.9	1.4
每股现金流量(人民币)	0.68	0.77	0.42	3.71	2.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	7.8	4.1	2.3	1.7
每股股息(人民币)	0.100	0.099	0.150	0.159	0.173
股息率(%)	3.0	3.0	4.5	4.8	5.2

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	111,727	113,447	74,422	64,375	69,653
销售成本	(89,329)	(93,267)	(61,993)	(53,238)	(57,694)
经营费用	(13,428)	(11,417)	9,630	18,916	24,443
息税折旧前利润	8,971	8,764	22,059	30,053	36,402
折旧及摊销	(7,203)	(7,971)	(16,509)	(23,457)	(29,413)
经营利润 (息税前利润)	1,768	793	5,549	6,596	6,989
净利息收入/(费用)	(1,665)	(973)	(1,314)	(1,540)	(1,376)
其他收益/(损失)	4,767	5,197	2,579	2,163	2,261
税前利润	4,869	5,017	6,814	7,219	7,874
所得税	(1,245)	(879)	(2,044)	(2,166)	(2,370)
少数股东权益	880	597	700	742	808
净利润	2,744	3,540	4,069	4,311	4,696
核心净利润	2,917	3,690	4,073	4,312	4,700
每股收益 (人民币)	0.197	0.256	0.300	0.318	0.347
核心每股收益 (人民币)	0.215	0.272	0.301	0.318	0.347
每股股息 (人民币)	0.100	0.099	0.150	0.159	0.173
收入增长(%)	5	2	(34)	(14)	8
息税前利润增长(%)	(232)	(55)	600	19	6
息税折旧前利润增长(%)	116	(2)	152	36	21
每股收益增长(%)	50	30	17	6	9
核心每股收益增长(%)	15	26	10	6	9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	4,869	5,017	6,814	7,219	7,874
折旧与摊销	7,203	7,971	16,509	23,457	29,413
净利息费用	1,665	973	1,314	1,540	1,376
运营资本变动	933	2,126	(22,822)	18,843	(15,811)
税金	(444)	(354)	(2,044)	(2,166)	(2,370)
其他经营现金流	(5,016)	(5,246)	5,912	1,324	12,497
经营活动产生的现金流	9,210	10,487	5,683	50,218	32,979
购买固定资产净值	1,332	(279)	25,935	24,663	24,440
投资减少/增加	(1,157)	626	300	300	300
其他投资现金流	(17,100)	(28,577)	(51,322)	(49,501)	(48,945)
投资活动产生的现金流	(16,925)	(28,231)	(25,087)	(24,539)	(24,205)
净增权益	(1,355)	(1,337)	(2,033)	(2,154)	(2,346)
净增债务	5,762	13,914	31,925	1,459	1,000
支付股息	1,355	1,337	2,033	2,154	2,346
其他融资现金流	2,790	6,125	(2,113)	(3,695)	(3,722)
融资活动产生的现金流	8,552	20,040	29,812	(2,235)	(2,722)
现金变动	837	2,296	10,409	23,444	6,052
期初现金	26,395	27,459	26,801	37,211	60,654
公司自由现金流	(7,716)	(17,744)	(19,403)	25,679	8,774
权益自由现金流	(288)	(2,856)	13,836	28,679	11,150

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	27,459	26,801	37,211	60,654	66,706
应收帐款	24,771	23,477	10,729	15,665	12,893
库存	12,946	19,888	17,055	14,681	1,181
其他流动资产	910	1,195	42	1,070	147
流动资产总计	80,096	80,308	78,174	105,208	94,064
固定资产	47,373	74,908	84,815	87,046	83,510
无形资产	7,245	6,966	7,292	7,293	7,038
其他长期资产	20,473	22,969	26,633	28,439	29,576
长期资产总计	75,091	104,843	118,740	122,779	120,125
总资产	160,294	192,764	203,651	232,705	217,336
应付帐款	21,386	27,015	7,035	22,114	9,516
短期债务	15,990	13,241	36,732	4,000	5,000
其他流动负债	34,872	38,579	20,245	29,861	22,932
流动负债总计	72,248	78,835	64,011	55,975	37,448
长期借款	30,781	49,851	58,794	92,986	92,986
其他长期负债	3,123	3,206	16,000	16,000	16,000
股本	13,550	13,550	13,550	13,550	13,550
储备	16,012	18,182	20,218	22,375	24,724
股东权益	29,562	31,732	33,768	35,924	38,274
少数股东权益	24,396	30,377	31,078	31,820	32,628
总负债及权益	160,294	192,764	203,651	232,705	217,336
每股帐面价值 (人民币)	2.18	2.34	2.49	2.65	2.82
每股有形资产 (人民币)	1.65	1.83	1.95	2.11	2.31
每股净负债/(现金)(人民币)	0.65	1.72	3.35	1.72	1.35

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.0	7.7	29.6	46.7	52.3
息税前利润率(%)	1.6	0.7	7.5	10.2	10.0
税前利润率(%)	4.4	4.4	9.2	11.2	11.3
净利率(%)	2.5	3.1	5.5	6.7	6.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.2	1.9	2.5
利息覆盖率(倍)	1.1	0.8	4.2	4.3	5.1
净权益负债率(%)	35.8	58.4	89.9	53.6	44.1
速动比率(倍)	0.9	0.8	1.0	1.6	2.5
估值					
市盈率(倍)	17.0	13.0	11.1	10.5	9.6
核心业务市盈率(倍)	15.5	12.3	11.1	10.5	9.6
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	4.9	4.3	8.0	0.9	1.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.0	7.8	4.1	2.3	1.7
周转率					
存货周转天数	52.7	64.2	108.8	108.8	50.2
应收帐款周转天数	78.8	77.6	83.9	74.8	74.8
应付帐款周转天数	70.0	77.9	83.5	82.6	82.9
回报率					
股息支付率(%)	49.4	37.8	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	10.2	11.6	12.4	12.4	12.7
资产收益率(%)	0.9	0.4	2.0	2.1	2.2
已运用资本收益率(%)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测