

证券研究报告—动态报告

信息技术

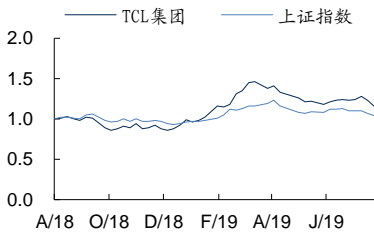
IT 硬件与设备

TCL 集团(000100)
买入

2019 年半年报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 14 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) | 13,550/12,694 |
| 总市值/流通(百万元) | 43,359/40,622 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,815/8,979 |
| 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: 小尺寸业务表现亮眼, 公司迎来转型后的新机遇》——2019-07-15
 《TCL 集团-000100-2019 年一季报点评: 进一步聚焦主业, 定位科技产业集团》——2019-04-24
 《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

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号: 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号: 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
业绩符合预期, 华星优势凸显
● 业绩符合预期, 经营指标改善显著

公司 19 年上半年实现营收 437.82 亿元, 同比-16.64%; 实现归属于上市公司股东的净利润 20.92 亿元, 同比+31.93%, 扣非归母净利润 2.50 亿元, 同比-74.79%, 资产处置净损益 11.5 亿元已于报告期内确认。剔除重组业务数据影响, 公司按照重组后合并范围编制报告期和上年同期的备考报告, 19 年上半年营收为 261.19 亿元, 同比+23.94%, 归母净利润 20.92 亿元, 同比+42.28%, 业绩符合市场预期。

● 重组后公司聚焦核心主业, 资本结构和经营效率持续优化

集团完成重组剥离智能终端及相关配套业务, 由相关多元化经营转为聚焦半导体显示及材料产业。TCL 华星上半年实现营业收入 162.8 亿元, 同比增长 33.5%; 净利润 10.2 亿元, 同比下降 7.83%, 行业供过于求业内普遍亏损的情况下, 取得如此成绩实属不易。公司通过推进极致效率和成本控制, 强化产品技术能力, 以及产品结构优化, 实现经营效率和效益的行业领先地位。

● 行业洗牌在即, 华星有望站稳行业龙头

17 年上半年面板价格触顶回落, 新增产能持续释放, 大尺寸面板进入新一轮下行周期, 至 19 年上半年行业内多数公司已经陷入亏损, 我们预计此轮周期将从 20 年开始走出底部, 行业集中度将由过去的分散再度走向收敛。TCL 华星在过往多轮行业周期波动中始终保持了净利润率的行业领先, 周期抵御能力强。未来公司增长潜力足。

● 风险提示

一, 面板行业产能过剩, 持续供过于求。二, 下游市场受贸易战影响需求不达预期。三, 金融创投等业务进展不达预期。

● 公司的龙头地位稳固, 维持“买入”评级

随着行业的洗牌, 竞争格局的优化, 华星规模优势和未来增长潜力大, 维持盈利预测, 按照重组前预计 19~21 年归母净利润 43.16/49.95/57.51 亿元, 增速 24.4%/15.7%/15.1%。预计 19/20/21 年重组后备考归母净利润 29.59/34.77/43.52 亿元, 备考 EPS0.22/0.26/0.32, 当前股价对应 PE 14.7/12.48/9.97 X。公司估值相对同行业较低, 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) | 12.5 | 10.0 | 8.7 | 7.5 |
| EV/EBITDA | 12.1 | 14.9 | 12.2 | 11.3 |
| 市净率(PB) | 1.42 | 1.42 | 1.42 | 1.42 |

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

业绩符合预期，华星优势凸显

业绩符合预期，经营指标改善显著

公司 19 年上半年实现营收 437.82 亿元，同比-16.64%；实现归属于上市公司股东的净利润 20.92 亿元，同比+31.93%，扣非归母净利润 2.50 亿元，同比-74.79%，资产处置净损益 11.5 亿元已于报告期内确认。剔除重组业务数据影响，公司按照重组后合并范围编制报告期和上年同期的备考报告，19 年上半年营收为 261.19 亿元，同比+23.94%，归母净利润 20.92 亿元，同比+42.28%，业绩符合市场预期。

表 1：公司营收及归母净利润情况

| | 2015 年 H1 | 2016 年 H1 | 2017 年 H1 | 2018 年 H1 | 2019H1 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 营收 (亿元) | 466.84 | 483.42 | 521.75 | 525.24 | 437.82 |
| 同比增速 (%) | 6.60% | 3.55% | 7.93% | 0.67% | -16.64% |
| 归母净利润 (亿元) | 13.44 | -3.24 | 21.16 | 18.83 | 29.93 |
| 同比增速 (%) | 50.40% | -124.07% | | -10.99% | 58.92% |
| 扣非归母净利 (亿元) | 16.21 | 6.06 | 10.34 | 15.86 | 20.92 |
| 同比增速 (%) | 10.02% | -62.64% | 70.68% | 53.40% | 31.93% |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司 2019 年上半年毛利率为 14.67%，比上年同期减少 3.62 个百分点。净利率 6.25%，同比增加 3.01 个百分点。公司 19 年上半年实现经营活动现金流净额 61.51 亿元，同比增加 40.58%。

资产负债率 60.43%，同比减少 8 个百分点。加权 ROE 7.17%，同比增加 1.95 个百分点。销售期间费用率 14.01%，同比减少 1.55 个百分点。

表 2：公司的盈利能力情况

| | 2015 年 H1 | 2016 年 H1 | 2017 年 H1 | 2018 年 H1 | 2019H1 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 毛利率 (%) | 17.94 | 15.11 | 20.85 | 18.29 | 14.67 |
| 净利率 (%) | 4.47 | 1.63 | 3.18 | 3.24 | 6.25 |
| 销售期间费用率 (%) | 16.01 | 16.64 | 17.90 | 16.76 | 14.01 |
| ROE (%) | 7.60 | 2.51 | 4.45 | 5.34 | 6.89 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

分业务来看:

华星光电: TCL 华星出货面积 961 万平方米, 同比增长 9.80%, 实现营业收入 162.8 亿元, 同比增长 33.5%, 实现净利润 10.2 亿元。

TCL 华星深圳 t1 和 t2 工厂保持满销满产, t6 工厂产能快速提升。大尺寸面板营收 91.9 亿元, 同比下降 15.1%。

TCL 华星武汉 t3 项目产能从设计产能 45K 提升至 50K/月, 实现销售收入 70.9 亿元, 同比增长超过 4 倍。

翰林汇: 实现营收 88.14 亿元, 同比+24.17%。净利润 8768 万元。

产业金融和投资业务实现收益 3.68 亿元, 同比增长 76.0%。

费用端, 19 年上半年销售费用 23.83 亿元, 同比-46.46%, 管理费用 12.67 亿元, 同比-31.48%, 研发投入 18.81 亿元, 同比-8.82%。管理费用 6.05 亿元同比+37.19%。

表 3: 公司的费用情况

| | 2018 年 H1 | 2019 年 H1 | 同比增减 |
|-----------|-----------|-----------|---------|
| 销售费用 (亿元) | 44.51 | 23.83 | -46.46% |
| 管理费用 (亿元) | 18.49 | 12.67 | -31.48% |
| 研发费用 (亿元) | 20.63 | 18.81 | -8.82% |
| 财务费用 (亿元) | 4.41 | 6.05 | 37.19% |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从营运能力上看, 19 年上半年公司营业周期 104.45 天, 同比增加 1 天。存货周转天数 57.11 天, 同比增加 6 天。应收帐周转天数 46.34 天, 同比减少 5 天。总资产周转率 0.25 次, 同比减少 0.07 次。

表 4: 公司的营运能力

| | 2015 年 H1 | 2016 年 H1 | 2017 年 H1 | 2018 年 H1 | 2019H1 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|
| 营业周期 | 101.41 | 94.28 | 104.16 | 103.41 | 104.45 |
| 存货周转天数 | 47.23 | 42.17 | 55.73 | 52.11 | 58.11 |
| 应收账款周转天数 | 54.18 | 52.11 | 48.43 | 51.30 | 46.34 |
| 固定资产周转率 (%) | 2.23 | 1.84 | 1.44 | 1.68 | 1.13 |
| 总资产周转率 (%) | 0.46 | 0.40 | 0.35 | 0.32 | 0.25 |
| 存货周转率 (次) | 66.33 | 68.91 | 66.22 | 68.42 | 60.43 |
| 资产负债率 (%) | 101.41 | 94.28 | 104.16 | 103.41 | 104.45 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

重组后公司聚焦核心主业, 资本结构和经营效率持续优化

集团完成重组剥离智能终端及相关配套业务, 由相关多元化经营转为聚焦半导体显示及材料产业。TCL 华星上半年实现营业收入 162.8 亿元, 同比增长 33.5%; 净利润 10.2 亿元, 同比下降 7.83%, 行业供过于求业内普遍亏损的情况下, 取得如此成绩实属不易。公司通过推进极致效率和成本控制, 强化产品技术能力, 以及产品结构优化, 实现经营效率和效益的行业领先地位。产业金融和投资业务近年业绩持续稳定增长。报告期内, 产业金融和投资业务实现收益 3.68 亿元, 同比增长 76.0%, 平衡半导体显示产业周期波动性。

行业洗牌在即, 华星有望站稳行业龙头

17 年上半年面板价格触顶回落, 新增产能持续释放, 大尺寸面板进入新一轮下行周期, 至 19 年上半年行业内多数公司已经陷入亏损, 我们预计此轮周期将从 20 年开始走出底部, 行业集中度将由过去的分散再度走向收敛。TCL 华星在过往多轮行业周期波动中始终保持了净利润率的行业领先, 周期抵御能力强。未来公司增长潜力足, 随着各产线陆续投产, TCL 华星未来 5 年大尺寸产能面积将达 17% 的复合增长率, 中小尺寸预计可达到 26% 的复合增长率, 增速居行业前列。柔性 AMOLED 产线于四季度量产, 车载、商显、miniLED、印刷 OLED 等领域布局, 有助于公司持续提升竞争力。

公司的龙头地位稳固, 维持“买入”评级

公司重组后竞争力和效益、效率等继续保持行业领先, 随着行业的洗牌, 竞争格局的优化, 华星规模优势和未来增长潜力大, 维持盈利预测, 按照重组前预计 19~21 年归母净利润 43.16/49.95/57.51 亿元, 增速 24.4%/15.7%/15.1%。预计 19/20/21 年重组后备考归母净利润 29.59/34.77/43.52 亿元, 当前股价对应 PE 14.7/12.48/9.97 X。公司估值相对同行业较低, 维持“买入”评级。

表 5: 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 | 21E | 19E | 20E | 21E |
| 000100.SZ | TCL 集团 | 3.20 | 433.60 | 0.22 | 0.26 | 0.32 | 14.65 | 12.47 | 9.96 |
| 000725.SZ | 京东方 A | 3.85 | 1329.10 | 0.13 | 0.19 | 0.25 | 29.62 | 20.26 | 15.40 |
| 000050.SZ | 深天马 A | 13.29 | 272.20 | 0.78 | 0.93 | 1.16 | 17.04 | 14.29 | 11.46 |
| | 平均值 | | | | | | 20.44 | 15.67 | 12.27 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理 (TCL 集团为国信证券经济研究所预测)

风险提示

- 一, 面板行业产能过剩, 持续供过于求。
- 二, 下游市场受贸易战影响需求不达预期。
- 三, 金融创投等业务进展不达预期。

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 | 4316 | 4995 | 5751 |
| 资产减值准备 | (140) | 2273 | 938 | 903 |
| 折旧摊销 | 7490 | 6093 | 9312 | 11591 |
| 公允价值变动损失 | 1527 | 1300 | 1300 | 1300 |
| 财务费用 | 973 | 3528 | 5097 | 6330 |
| 营运资本变动 | 3698 | (9094) | (415) | (173) |
| 其它 | 24 | (2328) | (1002) | (977) |
| 经营活动现金流 | 16067 | 2558 | 15128 | 18394 |
| 资本开支 | (32808) | (35001) | (35001) | (35001) |
| 其它投资现金流 | 1094 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (33320) | (38801) | (38801) | (38801) |
| 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) | (4316) | (4995) | (5751) |
| 其它融资现金流 | (16039) | 41987 | 28668 | 26158 |
| 融资活动现金流 | 16595 | 37441 | 23673 | 20407 |
| 现金净变动 | (658) | 1199 | 0 | 0 |
| 货币资金的期初余额 | 27459 | 26801 | 28000 | 28000 |
| 货币资金的期末余额 | 26801 | 28000 | 28000 | 28000 |
| 企业自由现金流 | (15870) | (31549) | (17596) | (13211) |
| 权益自由现金流 | (15328) | 7315 | 6892 | 7755 |

| 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 | 9.6% | 10.0% | 11.5% | 13.3% |
| P/E | 12.5 | 10.0 | 8.7 | 7.5 |
| P/B | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 12.1 | 14.9 | 12.2 | 11.3 |

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