

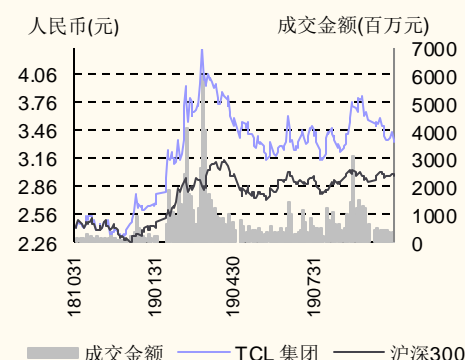
TCL 集团 (000100.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 3.33 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	135.28
已上市流通 A 股(亿股)	127.84
总市值(亿元)	450.50
年内股价最高最低(元)	3.58/3.33
沪深 300 指数	3891
深证成指	9682



逆风持续增长，柔性 OLED 手机面板即将量产

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.256	0.256	0.294	0.435
每股净资产(元)	2.20	2.25	2.41	2.61	2.96
每股经营性现金流(元)	0.88	0.77	1.28	1.31	1.79
市盈率(倍)	19.78	9.57	12.87	11.18	7.56
净利润增长率(%)	66.30%	30.17%	-0.11%	15.05%	47.87%
净资产收益率(%)	8.96%	11.37%	10.61%	11.29%	14.70%
总股本(百万股)	13,514.97	13,549.65	13,549.65	13,549.65	13,549.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 剔除 2019 年 Q1 重组业务的影响, TCL 集团今年前三季度备考营收约 412 亿, 同比增长 19.2%, 备考归母净利润约 25.8 亿, 同比增长 19.2%, 第三季度营收约 150 亿, 归母净利润 4.85 亿, 业绩整体符合预期。

经营分析

- 三季度面板价格仍有小幅下跌, TCL 集团顺风成长: 2019 年前三季度电视面板单价平均跌幅超过 20%, TCL 集团毛利率也从 2018 年的 18.4% 下跌至 13%。对于各大面板厂来看, 公司的毛利率仍然处于行业领先的位置, 营业利润率也是大尺寸面板厂中唯一保持盈利的, 净利润率明显高于韩厂龙头 LGD 与台厂友达光电, 比国内面板厂商龙头京东方盈利能力更强。公司的 EBITDA/营收几乎为 LGD 的 2.5 倍, 友达光电的 5.1 倍, 盈利能力远高于韩厂和台厂。
- LTPS-LCD 手机面板出货大幅增长, 长期成长趋势不变: 今年前三季度华星光电的产品结构已经从只有大尺寸电视面板转变为电视和手机面板并重, 其中大尺寸面板营收 135.5 亿, 占比约为 55%, 小尺寸面板营收升至 110 亿, 占比也拉高至 45%。今年前三季度小尺寸面板出货量约 8800 万片, 出货面积超过 100 万平米, 同比增长 252%。位于武汉的小尺寸 6 代 LTPS-LCD 产线 t3 产能已提升至 50K/月, 公司通过技术改善以进一步扩充产能,
- 武汉 6 代柔性 OLED 产线预计于今年四季度将投产, 大尺寸 Mini-LED 明年有望成为爆发元年: 公司在新产品和新技术方面也有重量级储备, 分别是 Mini-LED on TFT 背光的大尺寸产品和柔性手机 OLED 面板。TCL 华星已经发布了基于 Mini-LED on TFT 的 MLED 星曜产品, 以满足中高端市场需求, 预计未来三年 Mini-LED 产品在电视领域渗透率有望达到 5%, 市场空间超过 1000 万台。此外今年 Q4 即将投产的武汉 T4 产线将成为公司首条量产的 6 代柔性 OLED 产线, 在中小尺寸领域的柔性 AMOLED 面板公司重点布局屏下摄像、可折叠等柔性显示技术, 产品已获多家品牌战略客户认可。

盈利调整与投资建议

- 我们分别下调公司 2019-2020 年归母净利润幅度约 4.7%, 5.1% 和 7.8%, 未来三年 EPS 分别为 0.26 元, 0.29 元和 0.43 元, 对应的 P/E 估值分别为 13x, 11x 和 8x, 维持公司“买入”评级。

风险提示

- 下游电视整机需求持续低迷, 公司的新产品 Mini-LED 大尺寸和柔性 OLED 导入客户端进度可能低于预期。

相关报告

1. 《All in 显示面板的 TCL 集团-TCL 集团深度研究报告》, 2019.8.26

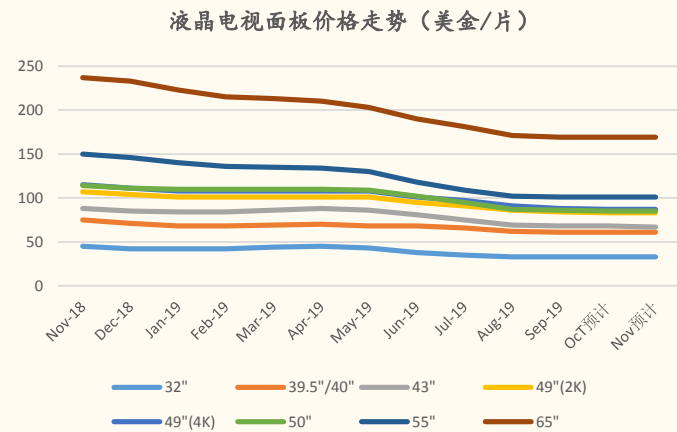
范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

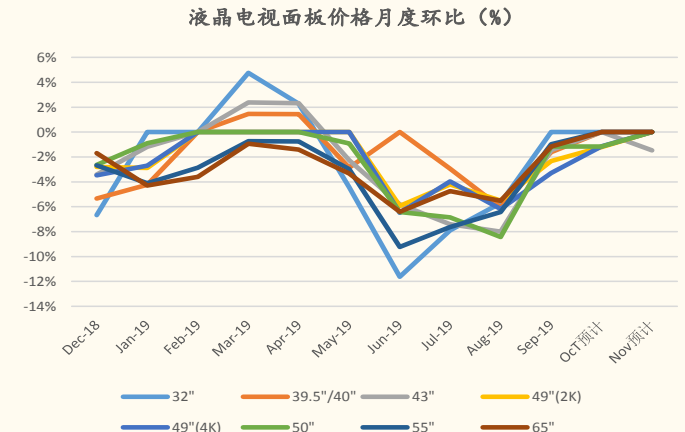
一、三季度面板价格仍有小幅下跌，TCL 集团逆境成长

2019 年前三季度电视面板单价平均跌幅超过 20%，其中 55 寸，65 寸和 32 寸价格跌幅位居前三，调整幅度分别为 28%，24%和 21%，因此以电视面板为主的 TCL 集团毛利率也从 2018 年的 18.4%下跌至 13%。随着供给度的持续改善，尤其是以韩厂 LG 和三星显示为主的显示面板龙头厂商缩减产能使得面板价格在今年 10 月份全面止跌，价格环比跌幅从 7 月份开始已经环比缩窄，预计后续公司毛利率有望随着价格企稳或者复苏出现改善。

图表 1：2018 年 11 月-2019 年 11 月面板价格



图表 2：面板价格月度环比

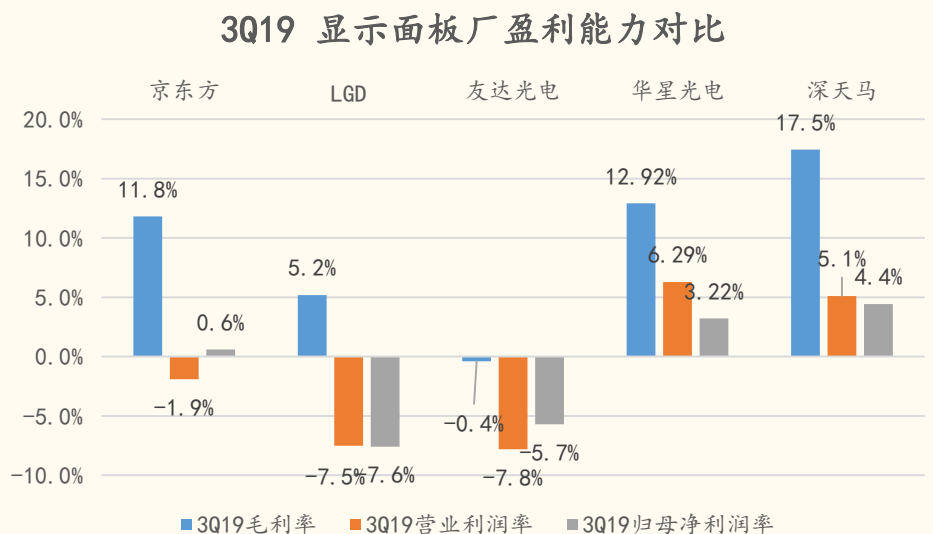


来源：群智咨询，国金证券研究所

来源：群智咨询，国金证券研究所

公司在今年行业整体面板价格下行超过 20%的情况下仍然实现了接近 20% 的营收成长，体现了公司较强的周期抵御能力。从盈利能力来看，公司也远高于同行。在与公司产品结构相似、以大尺寸电视面板为主的京东方、LGD 和友达光电的对比中可以发现，公司的毛利率仍然处于行业领先的位置，营业利润率也是大尺寸面板厂商中唯一保持盈利的，净利润率明显高于韩厂和台厂龙头 LGD 与友达光电，比国内面板厂商龙头京东方盈利能力更强。深天马的产品全部是以手机面板为主，今年电视面板价格是下跌的重灾区，手机面板的价格相对稳定，所以深天马的盈利水平也会远好于其他几家以大尺寸面板为主的厂商。

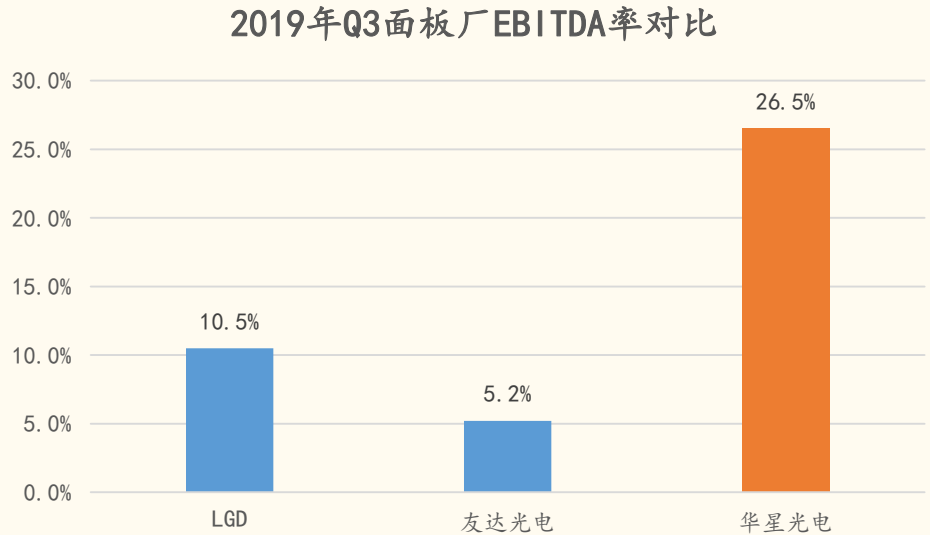
图表 3：2019 年 Q3 各大显示面板厂商盈利能力对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

此外，显示面板行业属于重资本高投入行业，而且 TCL-华星光电面板产线都为近几年新建产线，所以相较于 LGD 和友达光电这些老牌厂商，产线的折旧额度更大，如果不考虑折旧/摊销对于盈利的影响，在三者的 EBITDA 率对比中可以看出华星光电的 EBITDA 几乎为 LGD 的 2.5 倍，友达光电的 5.1 倍，盈利能力远高于韩厂和台厂。

图表 4：2019 年 Q3 显示面板厂 EBITDA 率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

二、LTPS-LCD 手机面板出货大幅增长，长期成长趋势不变

今年前三季度华星光电的产品结构已经从只有大尺寸电视面板转变为电视和手机面板并重，其中大尺寸面板营收 135.5 亿，占比约为 55%，小尺寸面板营收升至 110 亿，占比也拉高至 45%。11 代 LCD 产线 T6 的产能快速爬坡至 80K/月，预计在 11 月份达到设计产能 90K/月，公司今年大尺寸面板出货面积约为 1400 万平米，同比增长 10%左右，出货量达到 3000 万片左右。位于武汉的小尺寸 6 代 LTPS-LCD 产线 t3 产能已提升至 50K/月，正在推进技术改善以继续扩充产能，今年前三季度出货量约 8800 万片，出货面积超过 100 万平米，同比增长 252%。目前大尺寸的平均单价为 135 美金/平方米，而小尺寸面板的平均单价为 1560 美金/平方米。我们预计今年大尺寸面板营收将达到 224 亿元，小尺寸面板营收将达到 152 亿元，全年显示面板业务营收将增至 375 亿，同比增长约 36%。

图表 5: TCL 集团-华星光电三季度关键经营指标汇总

项目	2019年1-9月
华星光电营收 百万	24,560
yoy	28.40%
净利润 百万	1,300
yoy	-28.70%
EBITDA%	26.50%
大尺寸出货面积 百万平方米	14.29
yoy	10.10%
大尺寸出货量 百万片	30.02
大尺寸营收 百万元	13,550
yoy	-17.70%
大尺寸单价	
美金/平方米	135
美金/片	64
中小尺寸出货面积 百万平方米	1.0
yoy	252%
中小尺寸出货量 百万片	88
中小尺寸营收 百万元	11,010
yoy	314%
中小尺寸单价	
美金/平方米	1,560
美金/片	18

来源: 公司公告, 国金证券研究所

三、武汉 6 代柔性 OLED 今年四季度将投产, 大尺寸 Mini-LED 明年有望成为爆发元年

除了产能扩充以外, 公司在新产品和新技术方面也有重量级储备, 分别是 Mini-LED on TFT 背光的大尺寸产品和柔性手机 OLED 面板。TCL 华星已经发布了基于 Mini-LED on TFT 的 MLED 星曜产品, 满足中高端市场需求, 预计未来三年在电视领域渗透率有望达到 5%, 市场空间超过 1000 万台。今年 Q4 即将投产的武汉 T4 产线将成为公司首条量产的 6 代柔性 OLED 产线, 在中小尺寸领域的柔性 AMOLED 面板公司重点布局屏下摄像、可折叠等柔性显示技术, 产品已获多家品牌战略客户认可。

四、风险提示

- 1、下游电视整机需求持续低迷, 电视面板价格复苏将承压。
- 2、公司的新产品 Mini-LED 大尺寸和柔性 OLED 产品即将投产, 新产品的导入客户端进度可能低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	106,618	111,727	113,447	78,919	84,777	103,529	货币资金	26,395	27,459	26,801	27,495	34,834	37,001
增长率		4.8%	1.5%	-30.4%	7.4%	22.1%	应收账款	23,618	24,836	23,596	12,616	13,955	16,763
主营业务成本	-88,542	-88,743	-92,678	-68,877	-73,385	-87,607	存货	12,825	12,946	19,888	5,605	6,826	9,313
%销售收入	83.0%	79.4%	81.7%	87.3%	86.6%	84.6%	其他流动资产	13,085	14,854	11,146	9,957	11,018	11,776
毛利	18,076	22,984	20,770	10,042	11,392	15,922	流动资产	75,922	80,096	81,432	55,673	66,632	74,853
%销售收入	17.0%	20.6%	18.3%	12.7%	13.4%	15.4%	%总资产	51.6%	50.0%	42.2%	31.5%	33.5%	34.4%
营业税金及附加	-506	-665	-661	-316	-339	-414	长期投资	15,367	19,414	22,904	22,904	22,904	22,904
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	46,415	47,928	74,908	89,111	100,214	111,018
销售费用	-9,628	-9,511	-8,887	-2,762	-721	-828	%总资产	31.5%	29.9%	38.9%	50.5%	50.4%	50.9%
%销售收入	9.0%	8.5%	7.8%	3.5%	0.9%	0.8%	无形资产	6,979	8,595	9,185	8,830	8,927	9,123
管理费用	-8,492	-9,456	-4,300	-1,815	-678	-828	非流动资产	71,214	80,198	111,332	120,845	132,046	143,045
%销售收入	8.0%	8.5%	3.8%	2.3%	0.8%	0.8%	%总资产	48.4%	50.0%	57.8%	68.5%	66.5%	65.6%
研发费用	0	0	-4,678	-3,394	-5,934	-6,729	资产总计	147,137	160,294	192,764	176,518	198,678	217,898
%销售收入	0.0%	0.0%	4.1%	4.3%	7.0%	6.5%	短期借款	15,791	21,918	19,251	26,054	35,416	35,784
息税前利润 (EBIT)	-551	3,352	2,244	1,756	3,720	7,122	应付款项	40,569	39,848	51,597	25,694	28,434	33,917
%销售收入	n.a	3.0%	2.0%	2.2%	4.4%	6.9%	其他流动负债	10,933	10,482	7,988	6,873	10,079	13,440
财务费用	-816	-1,665	-973	-1,263	-1,425	-1,488	流动负债	67,293	72,248	78,835	58,621	73,928	83,140
%销售收入	0.8%	1.5%	0.9%	1.6%	1.7%	1.4%	长期贷款	20,648	20,283	36,865	38,865	40,865	42,865
资产减值损失	-857	-1,663	-1,523	-238	-168	-114	其他长期负债	13,449	13,620	16,192	14,986	15,986	16,986
公允价值变动收益	-12	309	-4	0	0	0	负债	101,390	106,151	131,892	112,472	130,779	142,991
投资收益	2,346	2,439	2,167	3,000	2,000	2,000	普通股股东权益	22,765	29,747	30,494	32,667	35,298	40,108
%税前利润	83.9%	50.9%	43.8%	57.1%	32.6%	21.0%	其中：股本	12,214	13,515	13,550	13,550	13,550	13,550
营业利润	129	4,113	4,092	5,255	6,127	9,520	未分配利润	7,306	8,578	10,001	12,110	14,741	19,551
营业利润率	0.1%	3.7%	3.6%	6.7%	7.2%	9.2%	少数股东权益	22,982	24,396	30,377	31,379	32,601	34,799
营业外收支	2,668	677	852	0	0	0	负债股东权益合计	147,137	160,294	192,764	176,518	198,678	217,898
税前利润	2,797	4,790	4,944	5,255	6,127	9,520	比率分析						
利润率	2.6%	4.3%	4.4%	6.7%	7.2%	9.2%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-659	-1,245	-879	-788	-919	-1,428	每股指标						
所得税率	23.6%	26.0%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.131	0.197	0.256	0.256	0.294	0.435
净利润	2,138	3,545	4,065	4,466	5,208	8,092	每股净资产	1.864	2.201	2.251	2.411	2.605	2.960
少数股东损益	535	880	597	1,002	1,222	2,198	每股经营现金净流	0.718	0.876	0.774	1.285	1.312	1.788
归属于母公司的净利润	1,602	2,664	3,468	3,464	3,986	5,894	每股股利	0.080	0.100	0.100	0.100	0.100	0.080
净利率	1.5%	2.4%	3.1%	4.4%	4.7%	5.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.04%	8.96%	11.37%	10.61%	11.29%	14.70%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	1.09%	1.66%	1.80%	1.96%	2.01%	2.70%
净利润	2,138	3,545	4,065	4,466	5,208	8,092	投入资本收益率	-0.47%	2.32%	1.41%	1.04%	1.97%	3.55%
少数股东损益	535	880	597	1,002	1,222	2,198	增长率						
非现金支出	6,354	8,866	9,494	9,453	12,477	15,725	主营业务收入增长率	1.66%	4.79%	1.54%	-30.44%	7.42%	22.12%
非经营收益	-1,270	-732	-342	-818	70	231	EBIT 增长率	N/A	-708.70%	-33.05%	-21.77%	111.87%	91.48%
营运资金变动	1,552	165	-2,731	4,303	25	176	净利润增长率	-37.59%	66.30%	30.17%	-0.11%	15.05%	47.87%
经营活动现金净流	8,773	11,844	10,487	17,405	17,780	24,225	总资产增长率	31.66%	8.94%	20.26%	-8.43%	12.55%	9.67%
资本开支	-14,517	-15,492	-32,717	-19,525	-23,510	-26,610	资产管理能力						
投资	-4,662	-2,430	3,176	-8,131	-869	-500	应收账款周转天数	46.5	46.7	45.6	42.0	42.0	41.0
其他	584	1,001	1,311	3,000	2,000	2,000	存货周转天数	45.0	53.0	64.7	30.0	35.0	40.0
投资活动现金净流	-18,596	-16,921	-28,231	-24,656	-22,379	-25,110	应付账款周转天数	68.4	80.0	85.2	59.0	60.0	59.0
股权募资	11,219	3,989	7,759	63	0	0	固定资产周转天数	129.1	106.5	115.8	199.7	199.3	173.1
债权募资	15,113	7,096	17,010	11,061	15,362	6,368	偿债能力						
其他	-4,754	-3,904	-4,604	-3,180	-3,425	-3,315	净负债/股东权益	34.28%	42.49%	67.62%	80.05%	82.91%	76.76%
筹资活动现金净流	21,577	7,181	20,165	7,945	11,938	3,053	EBIT 利息保障倍数	-0.7	2.0	2.3	1.4	2.6	4.8
现金净流量	11,755	2,105	2,421	694	7,339	2,167	资产负债率	68.91%	66.22%	68.42%	63.72%	65.82%	65.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	13	15
增持	0	0	0	5	7
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.28	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-26	买入	3.35	6.20~6.20

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH