

公司调研点评

TCL 集团 (000100)

电子 | 光学光电子

面板价格下滑拖累业绩，中小尺寸持续发力

2019 年 12 月 01 日

评级 **谨慎推荐**

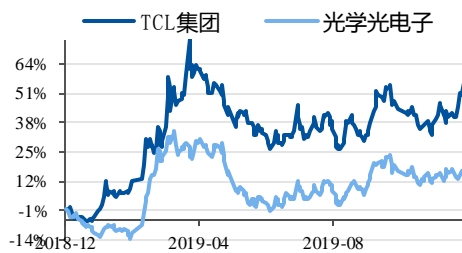
评级变动 首次

合理区间 **4.38-4.93 元**

交易数据

当前价格 (元)	3.84
52 周价格区间 (元)	2.33-4.44
总市值 (百万)	51949.20
流通市值 (百万)	49089.96
总股本 (万股)	1352843.87
流通股 (万股)	1278384.47

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
TCL 集团	15.32	18.15	56.33
光学光电子	4.42	11.06	21.89

何晨

执业证书编号: S0530513080001
hechen@cfzq.com

司岩

siyan@cfzq.com

分析师

0731-84779574

研究助理

相关报告

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (亿元)	1117.27	1134.47	713.92	683.19	743.47
净利润 (亿元)	26.64	34.68	31.37	37.13	44.86
每股收益 (元)	0.20	0.26	0.23	0.27	0.33
每股净资产 (元)	2.20	2.25	2.41	2.56	2.76
P/E	19.50	14.98	16.56	13.99	11.58
P/B	1.75	1.70	1.59	1.50	1.39

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- **重组完成聚焦核心业务，三季度业绩符合预期。**公司于今年 4 月份完成重组，剥离智能终端及相关配套业务，转为聚焦半导体显示及材料产业。剔除重组业务数据后，公司前三季度实现营收 411.56 亿元，同比上升 19.23%，归母净利润 25.77 亿元，同比上升 19.28%，扣非归母净利润 5.66 亿元，同比下降 55.06%。扣非净利润下滑主要是受面板价格大幅下滑拖累。
- **大尺寸面板价格止跌企稳，供需格局正在修复。**今年以来，大尺寸面板价格一路走低，至 11 月主流尺寸面板价格普遍较年初下跌 20% 以上。在韩台厂商下调稼动率后，11 月主流面板价格已全面止跌，12 月有望继续保持稳定。从大尺寸面板的供需格局上看，供给端方面，韩厂将持续的关厂转厂。在需求端，赛事大年来临且电视持续向大屏化和超高清化迈进，超大屏需求逆势增长。总体上供需格局正在修复，公司作为大尺寸面板龙头企业有望在价格止跌反弹后实现业绩改善。
- **中小尺寸 LTPS 表现亮眼，OLED 量产在即。**公司的智能手机面板主要是 LTPS 屏，目前在 LTPS 产品的细分领域市占率稳居全球第 2 位。在柔性 OLED 方面，虽然产线投资较晚，但公司的相关技术储备并未落后，目前公司已经具备供应折叠屏的能力，并开始向客户供货。OLED 产线量产后，公司中小尺寸产品的竞争力将进一步提升。
- **给予公司“谨慎推荐”评级。**预计 2019-2021 年，公司实现营收 713.94、683.21、743.48 亿元，实现归母净利润 31.36、37.13、44.85 亿元，EPS 分别为 0.23、0.27、0.33 元，对应当前股价 PE 为 16.56、13.99、11.58 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。参考同行业估值水平，给予公司 2020 年 16-18 倍 PE，对应合理区间为 4.38-4.93 元。
- **风险提示：海外产能退出进度不及预期；下游需求不及预期**

(吴迪对本文亦有贡献)

1 重组完成聚焦核心业务，三季度业绩符合预期

公司于今年 4 月份完成重组，通过出售终端及其配套业务，公司进一步聚焦以技术驱动的高附加值的半导体显示及材料业务，整体业务结构更加简化，资本结构得以优化，经营效率也得到进一步提升。此外，按照高科技产业集团的全新定位，在核心业务之外，公司可通过兼并重组等方式，顺延其他相关电子信息核心、高端、基础科技产业做深做强，培育壮大发展新动能。重组后，公司将走出多元化发展困境，盈利能力与可持续发展能力获得显著提升，基本面迎来改善。

图 1：公司主要业务架构



资料来源：公司公告，财富证券

公司 2019 年前三季度实现营收 589.04 亿元，同比下滑 28.44%，归母净利润 25.77 亿元，同比下滑 3.52%，其中第三季度实现营收 150.44 亿元，同比下滑 49.40%，归母净利润 4.85 亿元，同比下滑 46.34%。剔除重组业务数据后，公司前三季度实现营收 411.56 亿元，同比上升 19.23%，归母净利润 25.77 亿元，同比上升 19.28%，扣非归母净利润 5.66 亿元，同比下降 55.06%。

表 1：剔除重组业务数据影响后 TCL 集团前三季度主要财务指标

项目	2019 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	增减变动 (%)
营业收入 (亿元)	411.56	345.17	19.23
EBITDA (亿元)	111.85	85.12	31.40
净利润 (亿元)	33.94	24.51	38.47
归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	25.77	21.61	19.28
扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 (亿元)	5.66	12.60	-55.06
基本每股收益 (元/股)	0.1946	0.1599	21.7
稀释每股收益 (元/股)	0.1902	0.1596	19.17
加权平均净资产收益率 (%)	8.85	7.08	提升 1.77 个百分点

资料来源：公司公告，财富证券

TCL 华星前三季度实现营收营业收入 245.6 亿元，同比增长 28.4%，实现净利润 13.0 亿元，同比下降 28.7%。其中第三季度营收为 82.8 亿元，同比增长 19.8%，实现净利润 2.8 亿元，同比下滑 60.7%。公司大尺寸产品出货 1429 万平方米，同比增长 10.1%，出货量 3001.9 万片，大尺寸面板市场份额稳居全球前五。因主要产品价格大幅低于去年同期，

大尺寸业务实现营业收入 135.5 亿元，同比下降 17.7%。中小尺寸的 LTPS-LCD 产品出货面积为 100.8 万平方米，同比增长 2.52 倍，出货量 8778.7 万片，同比增长超过 2 倍。实现营业收入 110.1 亿元，同比增长 3.14 倍。

目前 TCL 华星共有 6 条产线，在电视面板方面是两条 8.5 代线+两条 11 代线的布局。大尺寸方面，两条 8.5 代线 t1 和 t2 工厂保持满产满销，两条 11 代线中，t6 工厂正在产能爬坡阶段，预计今年第四季度满产，t7 在建。中小尺寸有两条，t3 工厂主产中小尺寸 LTPS-LCD，设计产能 45K/月，今年扩产至 50K/月，是今年公司营收和利润增长的主要贡献点。t4 柔性 AMOLED 工厂在产能及良率提升、客户开拓方面进展优于预期，在屏下摄像、极窄边框、可折叠等差异化技术领域取得很多领先优势，预计于四季度实现一期量产。

表 2：TCL 华星产线

工厂	类型	产能 (K/月)	当前状态
t1	8.5 代 TFT-LCD	160	满产
t2	8.5 代 TFT-LCD	155	满产
t3	6 代 LTPS-LCD	50	满产
t4	6 代 AMOLED	45	2019Q4 量产
t6	11 代 TFT-LCD	90	产能爬坡，2019Q4 满产
t7	11 代 TFT-LCD	90	在建

资料来源：公司公告，财富证券

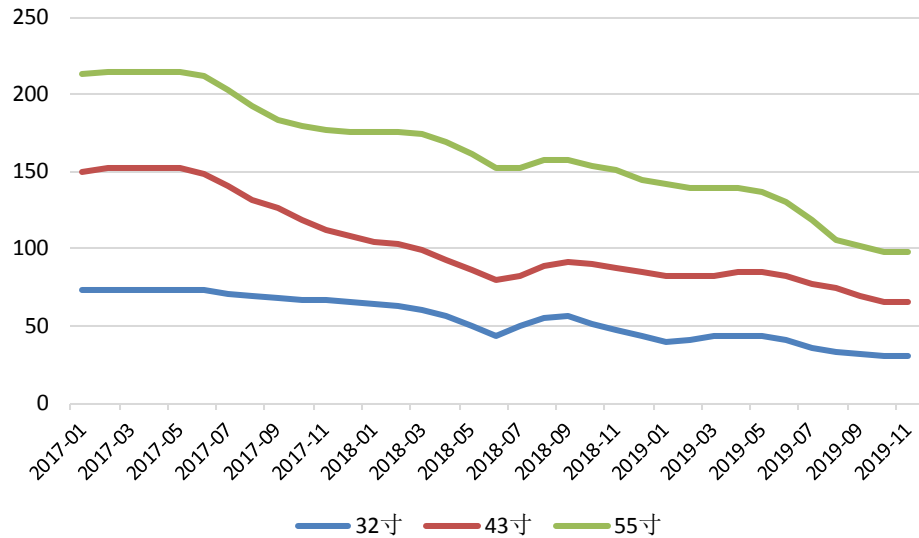
2 大尺寸面板价格止跌企稳，供需格局正在修复

虽然大尺寸面板整体供给过剩，但在行业景气度下行时，大陆厂商凭借更好的成本把控和优异的运营效率，在韩台厂商普遍亏损的情况下仍能维持盈利，显示出优秀的周期抵御能力。

今年以来，大尺寸面板价格一路走低，至 11 月主流尺寸面板价格普遍较年初下跌 20% 以上，部分尺寸甚至跌破韩台厂商的现金成本。对此，台厂下调稼动率，三星、LG 关闭了部分产线，以求改善供需、稳定价格。需求端也开始好转，双十一线上促销好于预期，同比实现小幅增长。此外下游厂商开始为春节备货，面板需求有所回暖。目前 11 月主流面板价格已全面止跌，12 月有望继续保持稳定。

从大尺寸面板的供需格局上看，产能过剩的情况在逐渐修复。供给端方面，韩厂将持续的关厂转厂，且在 2021 年以后没有新增 LCD 产线，意味着大尺寸面板供给端将逐渐趋于稳定。而在需求端，一方面明年是赛事大年，奥运会、欧洲杯等大型赛事将刺激大尺寸面板的需求，另一方面，电视持续向大屏化和超高清化迈进。根据群智咨询预测，2020 年全球电视出货中，65 寸的出货量达到 2700 万台，同比增长 39%，预计市场份额将会达到 11.2%，带动全球电视出货平均尺寸增长 1.5 英寸。在超高清化方面，央视在 2018 到 2021 年将完成全台 4K 超高清频道技术系统建设，2021 年将开展 8K 超高清技术试验，为北京 2022 年冬奥会 8K 信号制作提供支撑。内容端从 2K 到 4K 到 8K 的升级将会推动终端显示器的超高清化加速，可以预见，4K、8K 电视将维持较高的增速。总体上供需格局正在修复，公司作为大尺寸面板龙头企业有望在价格止跌反弹后实现业绩改善。

图 2：部分尺寸面板价格走势（美元/片）

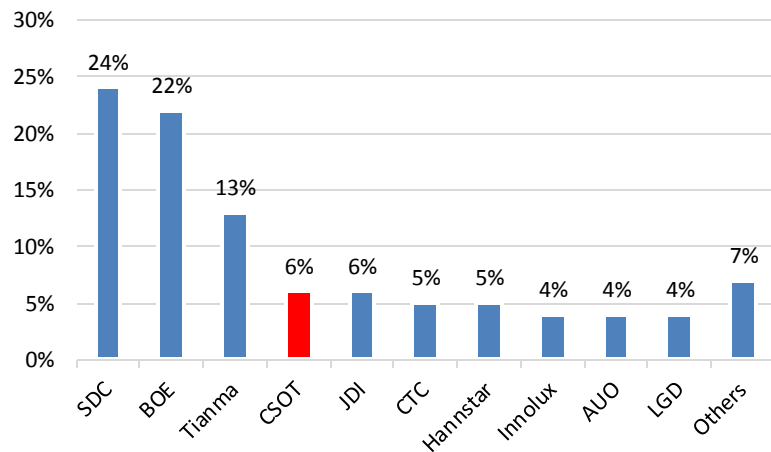


资料来源：wind，财富证券

3 中小尺寸 LTPS 表现亮眼，OLED 量产在即

近年来 3C 产品整体销量呈现下滑态势，中小尺寸面板整体需求量也随之减少。2019 年前三季度全球智能手机面板出货量约 12.2 亿片，同比下滑约 1.3%。虽然整体出货量在下滑，但面板供应的马太效应仍在加强。2019 年前三季度全球 TOP5 面板供应商出货量约 8.7 亿片，市场份额提升到 71%，同比上升约 4.8pct。其中，中国大陆势头强劲，TOP3 面板供应商出货量约 5.1 亿，市场份额提升到 42%，同比上升约 8pct。

图 3：2019Q1-Q3 全球智能手机面板出货市场份额



资料来源：群智咨询，财富证券

TCL 华星前三季度智能手机面板出货量约为 7300 万片，位列全球第四，市占率 6%。公司的智能手机面板主要是 LTPS 屏，在 LTPS 产品的细分领域市占率稳居全球第 2 位。目前公司正对 t3 产线继续扩产，预计满产后产能将达到 55K/月。在柔性 OLED 方面，虽然产线投资较晚，但公司的相关技术储备并未落后，目前公司已经具备供应折叠屏的能力，并开始向客户供货。OLED 产线量产后，公司中小尺寸产品的竞争力将进一步提升。

4 盈利预测

公司 11 代线产能不断释放,在大尺寸面板上的竞争力日益强劲,中小尺寸方面 LTPS 表现亮眼, OLED 量产在即。随着面板价格得到修复,公司业绩有望迎来改善。预计 2019-2021 年,公司实现营收 713.92、683.19、743.47 亿元,实现归母净利润 31.37、37.13、44.86 亿元, EPS 分别为 0.23、0.27、0.33 元,对应当前股价 PE 为 16.56、13.99、11.58 倍,给予公司“谨慎推荐”评级。参考同行业估值水平,给予公司 2020 年 16-18 倍 PE,对应合理区间为 4.38-4.93 元。

5 风险提示

海外产能退出进度不及预期;下游需求不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438