

行业长期趋好, 龙头地位彰显

投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年实现备考口径营业收入572.7亿元, 同比增长18.7%; 归母净利润26.2亿元, 同比下滑17%。其中TCL华星实现营业收入339.9亿元, 同比增长22.9%; 净利润9.6亿元, 同比下降58.5%, 其中Q4单季度亏损3.4亿元, 主要受19年大尺寸面板价格持续下行影响。
- 大尺寸业务:** 行业长期发展趋好, TCL华星稳健增长。2019年面板行业处于下行周期, 公司大尺寸产品仍然实现出货面积(2082万平米, YoY+19.1%)和出货量(4119.5万片, YoY+5%)的双增长, 但由于主要产品价格大幅下滑, 公司大尺寸业务实现营收189.3亿元, 同比下降12.5%。2019年公司t1和t2工厂继续保持满产满销, t6工厂在19Q4提前达产, t7建设顺利, 预计2020年年底投产。进入2020年, 随着韩厂继续按计划退出产能, 行业供需结构改善, Q1价格已出现一定程度反弹, 目前疫情对需求端影响较大, 因此面板价格短期不确定性增强, 但我们认为行业发展长期向上, 华星盈利能力有望持续改善。
- 中小尺寸业务:** LTPS 稳居全球前二, AMOLED 进展顺利。2019年, 公司中小尺寸业务持续表现亮眼, 出货面积同比增长2.12倍, 出货量同比增长1.25倍, 实现营业收入150.7亿元, 同比增长1.5倍。其中武汉t3产线保持满产满销, LTPS-LCD产品市场份额稳居全球第二; 柔性AMOLED t4产线于19Q4实现一期量产, 曲面和可折叠产品实现对品牌客户量产出货。2020年, 公司将不断提高LTPS和柔性AMOLED产品技术, 积极拓展新市场和优质客户, t3工厂完成技改扩产, t4一期爬坡上量, 确保客户交付, 并完成二期、三期建设。
- 强化技术与产品创新能力, 积极布局新型显示技术及材料。** 在半导体显示领域公司目前已经从技术追赶迈入技术领先发展阶段, 公司加速在半导体显示领域的技术布局 and 投入。在大尺寸领域主要围绕下一代显示技术印刷式OLED和miniLED技术展开布局; 在中小尺寸领域以拓展LTPS-LCD应用场景和AMOLED折叠屏、屏下摄像等高端应用技术开发。
- 盈利预测与投资建议。** 预计20-22年公司归母净利润分别为37.5亿元、43.3亿元和58.2亿元, 对应当前PE分别为15x、13x、10x, 维持“持有”评级。
- 风险提示:** 面板价格波动的风险; 工厂产能爬坡不及预期的风险; 客户认证进度不达预期的风险; 汇率波动的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	75077.81	73711.42	79161.79	89025.50
增长率	-33.82%	-1.82%	7.39%	12.46%
归属母公司净利润(百万元)	2617.77	3754.39	4327.59	5821.71
增长率	-24.52%	43.42%	15.27%	34.53%
每股收益EPS(元)	0.19	0.28	0.32	0.43
净资产收益率ROE	5.73%	6.11%	6.82%	8.49%
PE	21	15	13	10
PB	1.86	1.65	1.50	1.32

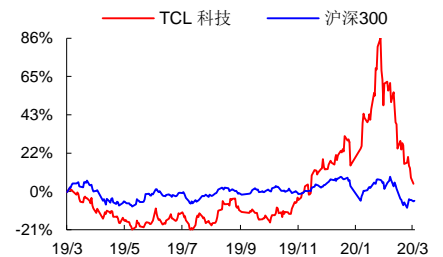
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 李少青
电话: 021-68415409
邮箱: lisq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	135.28
流通A股(亿股)	126.62
52周内股价区间(元)	3.13-7.36
总市值(亿元)	560.08
总资产(亿元)	1,648.45
每股净资产(元)	2.23

相关研究

- TCL集团(000100): 更名为“TCL科技”, 开启科技企业新征程 (2020-01-14)
- TCL集团(000100): 重组完成 扬帆起航 (2019-08-14)
- TCL集团(000100): 重组完成聚焦主业, 静待行业需求回暖 (2019-07-15)
- TCL集团(000100): 液晶面板行业触底回暖, 公司盈利能力持续改善 (2019-04-26)

关键假设：

假设 1：华星光电 t1、t2、t6 产线在未来三年继续保持满产满销，t3 产线在 20 年完成技改扩产，t4 产线建设顺利、产能稳步提升，t7 产线在今年 Q4 顺利投产；

假设 2：疫情带来大尺寸面板短期需求下滑，下半年将逐步回暖，华星光电大尺寸产品价格也将在下半年及 21-22 年持续回暖，未来三年毛利率分别达到 18%、20%和 22%；

假设 3：翰林汇业务保持每年 10%的稳定增长，毛利率稳定在 4%左右的水平。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
华星光电	收入	33993.53	40792.24	48950.69	56293.29
	增速	23.45%	20.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	10.34%	18.00%	20.00%	22.00%
翰林汇	收入	20835.62	22919.18	25211.10	27732.21
	增速	26.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	3.59%	4.00%	4.00%	4.00%
其他及抵消	收入	20248.65	10000	5000	5000
	毛利率	22.11%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	75077.81	73711.42	79161.79	89025.50
	增速	-33.82%	-1.82%	7.39%	12.46%
	毛利率	11.64%	13.92%	14.90%	16.28%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	75077.81	73711.42	79161.79	89025.50	净利润	3657.73	4154.39	4927.59	6621.71
营业成本	66337.12	63452.05	67363.20	74531.69	折旧与摊销	8272.01	3165.22	3844.35	4273.92
营业税金及附加	330.59	442.27	474.97	534.15	财务费用	1248.80	2321.06	2569.22	2538.97
销售费用	2857.49	2948.46	3166.47	3561.02	资产减值损失	-791.11	500.00	500.00	500.00
管理费用	1895.09	2211.34	2374.85	2670.76	经营营运资本变动	1720.62	-6300.08	543.02	344.31
财务费用	1248.80	2321.06	2569.22	2538.97	其他	-2617.95	-2544.53	-3373.24	-2840.81
资产减值损失	-791.11	500.00	500.00	500.00	经营活动现金流净额	11490.10	1296.06	9010.94	11438.10
投资收益	3442.55	2000.00	2000.00	2000.00	资本支出	-4309.58	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	473.67	473.67	473.67	473.67	其他	-27422.13	419.84	895.53	382.70
其他经营损益	-12.50	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31731.71	-3580.16	-3104.47	-3617.30
营业利润	3976.84	4309.92	5186.74	7162.58	短期借款	-1170.98	-10963.60	-1106.06	0.00
其他非经营损益	78.96	436.34	386.52	351.87	长期借款	1647.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	4055.80	4746.26	5573.26	7514.45	股权融资	-301.28	0.00	0.00	0.00
所得税	398.07	591.88	645.67	892.73	支付股利	0.00	-523.55	-750.88	-865.52
净利润	3657.73	4154.39	4927.59	6621.71	其他	11775.93	2494.21	562.79	294.42
少数股东损益	1039.97	400.00	600.00	800.00	筹资活动现金流净额	11950.81	-8992.94	-1294.15	-571.10
归属母公司股东净利润	2617.77	3754.39	4327.59	5821.71	现金流量净额	-8064.64	-11277.04	4612.32	7249.71
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	18648.19	7371.14	11983.47	19233.17	成长能力				
应收和预付款项	11677.99	14174.51	14731.67	16265.28	销售收入增长率	-33.82%	-1.82%	7.39%	12.46%
存货	5677.96	8686.71	9237.08	9596.51	营业利润增长率	-2.82%	8.38%	20.34%	38.09%
其他流动资产	12151.39	11912.59	12346.37	13129.33	净利润增长率	-10.02%	13.58%	18.61%	34.38%
长期股权投资	17194.28	17194.28	17194.28	17194.28	EBITDA 增长率	3.54%	-27.42%	18.42%	20.47%
投资性房地产	82.27	765.25	752.01	714.46	获利能力				
固定资产和在建工程	79037.36	80568.95	81421.40	81844.28	毛利率	11.64%	13.92%	14.90%	16.28%
无形资产和开发支出	7235.51	6695.47	6155.44	5615.40	三费率	7.99%	10.15%	10.25%	9.85%
其他非流动资产	13139.94	14337.30	15768.56	17736.31	净利率	4.87%	5.64%	6.22%	7.44%
资产总计	164844.89	161706.22	169590.28	181329.04	ROE	5.73%	6.11%	6.82%	8.49%
短期借款	12069.66	1106.06	0.00	0.00	ROA	2.22%	2.57%	2.91%	3.65%
应付和预收款项	14732.31	14825.55	15653.28	17237.81	ROIC	5.43%	6.52%	7.56%	9.61%
长期借款	38512.06	38512.06	38512.06	38512.06	EBITDA/销售收入	17.98%	13.29%	14.65%	15.70%
其他负债	35647.72	39214.85	43200.53	47598.56	营运能力				
负债合计	100961.74	93658.52	97365.87	103348.43	总资产周转率	0.42	0.45	0.48	0.51
股本	13528.44	13528.44	13528.44	13528.44	固定资产周转率	1.84	1.37	1.20	1.23
资本公积	5716.67	5716.67	5716.67	5716.67	应收账款周转率	6.84	8.54	8.62	8.91
留存收益	13353.52	16584.35	20161.06	25117.26	存货周转率	5.04	8.61	7.36	7.86
归属母公司股东权益	30111.95	33876.50	37453.21	42409.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.18%	—	—	—
少数股东权益	33771.20	34171.20	34771.20	35571.20	资本结构				
股东权益合计	63883.14	68047.70	72224.41	77980.61	资产负债率	61.25%	57.92%	57.41%	56.99%
负债和股东权益合计	164844.89	161706.22	169590.28	181329.04	带息债务/总负债	66.42%	59.90%	56.48%	53.21%
					流动比率	1.12	1.24	1.37	1.49
					速动比率	0.99	0.99	1.11	1.25
					股利支付率	0.00%	13.95%	17.35%	14.87%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.28	0.32	0.43
					每股净资产	2.23	2.50	2.77	3.13
					每股经营现金	0.85	0.10	0.67	0.85
					每股股利	0.00	0.04	0.06	0.06
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	13497.65	9796.19	11600.31	13975.47					
PE	21.40	14.92	12.94	9.62					
PB	1.86	1.65	1.50	1.32					
PS	0.75	0.76	0.71	0.63					
EV/EBITDA	6.54	8.94	6.99	5.18					
股息率	0.00%	0.93%	1.34%	1.55%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn