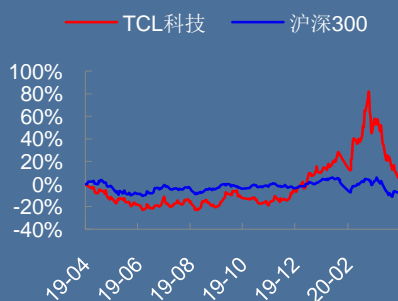


## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### TCL 科技 (000100.SZ)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

方竞

fangjing@cindasc.com

S1500520030001

王佐玉

wangzuoyu@cindasc.com

S1500519090003

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

## 轻装前进的面板龙头，疫情不改长期看好逻辑

2020年4月2日

**事件:** 2020年3月30日, TCL 科技发布 2019 年年报, 备考口径内, 公司完成营业收入 572.7 亿元, 同比增长 18.7%; 净利润 35.6 亿元, 同比增长 0.53%; 其中归属于上市公司股东净利润 26.2 亿元, 同比下降 17%。

**点评:**

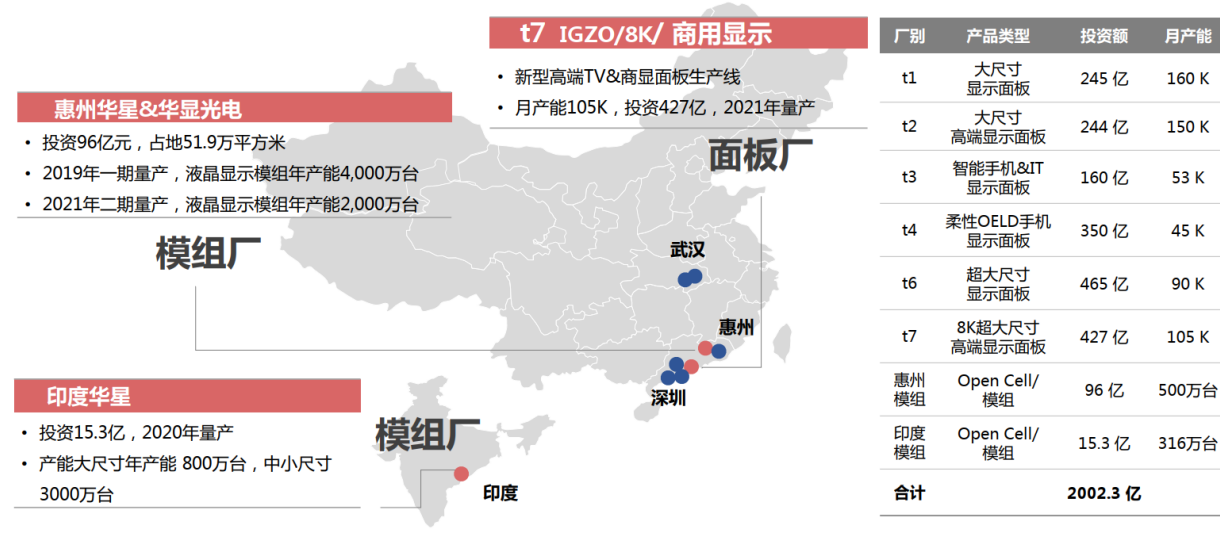
- **2019 年行业顺风, TCL 科技重组后轻装前行。** 去年二季度, TCL 科技完成重大资产重组, 剥离了终端业务及配套业务, 明确了以科技为核心的业务方向。剔除重组资产业绩后, 2019 年公司完成营业收入 572.7 亿元, 同比增长 18.7%。对**应四季度备考营收 161.15 亿元, 同比增长 17.48%; 四季度备考归母净利 0.40 亿元, 而 2018 年为 9.94 亿元。**公司四季度净利下滑主要是因为 19 年显示面板价格持续下降至历史低谷, Q4 毛利仅有 6.51% 所致, 不过值得注意的是, **行业虽处顺风, 但华星光电仍保持了全球行业领先的效率和效益, 公司 EBITDA 利润率连续 29 个季度排名全球领先。**同时, **TCL 科技重组后的资产质量及经营质量亦有显著提升。**以备考口径计算, 2019 年末公司资产负债率由 68.4% 降至 61.3%, 费用率由 16.8% 降至 12.5%; 人均净利润由 3.86 万元提升至 7.40 万元, 经营现金净流入 114.9 亿元。TCL 科技在过去的一年内大力推进内部管理优化, 完善系统流程, 大为增强了公司可持续发展能力。
- **产能升级叠加技术创新, 厚积薄发龙头再突破。**

  - (1) 产能升级:** 公司各条产线中, T1 及 T2 的 G8.5 代线已满产满销; T3 G6 线从 45K/月扩产至 50K/月; T6G11 于 19 年内提前达产, 并将于今年实现满产; T4G6 柔性 OLED 产线也于 12 月开始量产供货, 并将于今年完成二期、三期建设; T7G11 产线建设按计划推进, 并将于年底投产, 为业绩增长奠定基础。**公司预计至 2023 年, TCL 华星大尺寸出货面积 5 年复合增速为 17%, 中小尺寸出货面积 5 年复合增速 26%。**同时, TCL 华星的商用显示、车载、电子竞技等高附加值产品占比持续提升, 与视源、鸿合、比亚迪、联想等客户陆续开展战略合作。
  - (2) 技术创新:** 公司近年来持续加大研发投入。**大尺寸领域,** TCL 科技巩固了 HVA 技术在 LCD 高端产品的应用优势, 提升 4K/8K 的产品份额。全球首发基于 Mini-LED on Glass 的星曜产品。不断切入高端市场。**中小尺寸领域,** TCL 科技的 LTPS 产线已达国际一流水平, Incell/COF/盲孔产品占比持续提升, 同时积极布局屏下指纹、屏下摄像头等高端显示技术。**设备及材料:** 子公司广东聚华推出 31 寸 4KRGB 量子点印刷 OLED 样机, 以及喷墨打印可卷绕柔性样机。子公司华睿光电开发出 700 多种新材料, 其中 30 余种进入中试阶段, 部分材料进入量产阶段。QLED 研发团队已突破红绿材料使用寿命等关键问题, 量子点发光领域专利数量全球前二。

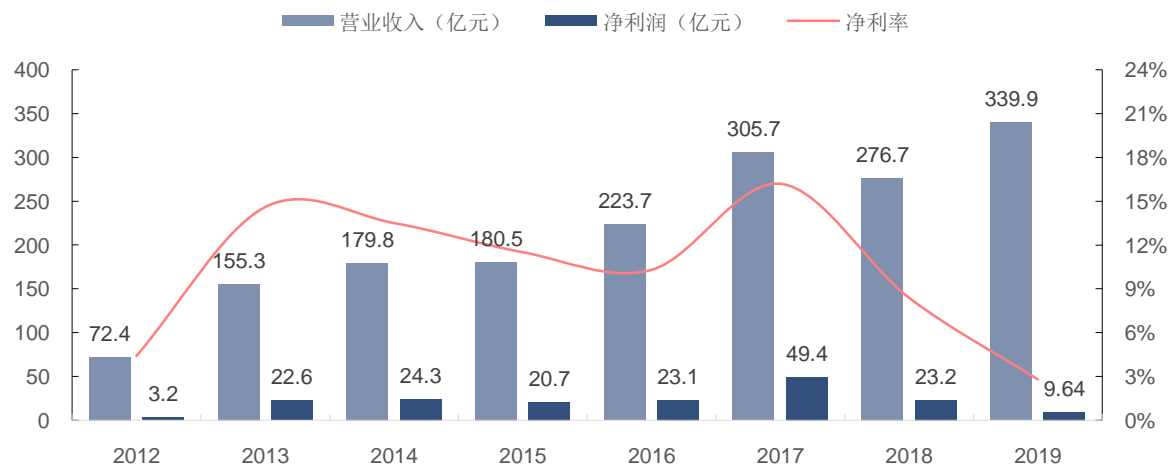
- **展望 2020 年，疫情不改面板向好逻辑。**我们在前期报告中解读了国内 TV 市场需求在 2 月份的回暖趋势。而 3 月份市场已基本企稳，目前中国的线上市场每周均保持 30%左右的同比增长，线下市场虽然依旧表现疲软，但占比已经大大降低。不过当下市场更关注海外疫情影响。据信达电子产业链调研，意大利封城后第一周，当地 TV 销量环比下降了 45%左右。此外，欧洲最大的消费电子产品线下连锁店 Media Markt 也于 3 月中旬关门，同样会影响终端销量。不过我们认为，后续伴随疫情得到控制，海外市场需求也望重现中国的回暖节奏。**假设欧洲市场的疫情在 5 月下旬得到控制，那么预计西欧市场 TV 销量在二季度将有 20%左右下滑。全年下滑幅度将在中个位数。**  
**就渠道库存来看**，目前全渠道库存包括各面板厂库存均已降到历史低位。整个行业都有比较大的灵活空间来应对市场的不确定性。同时低库存也为接下来疫情回暖面板大涨价埋下了伏笔。  
**此外三星公布了全新的产能退出计划**，将于 2020 年内停产所有的 LCD 大屏产线。而市场此前仅预期三星在 2021 年前退出其韩国的 TV 产能。本轮产能退出无论是从幅度还是节奏都远超市场预期。我们预计这会导致 2020 年及 2021 年的供应下降 5.4%和 3.5%，进而推动整个供需关系的好转。
- **投资建议：**TCL 科技自重组后的资产质量及经营质量均有显著提升，同时公司积极推动产能升级，T4、T7 等新产线均在有序落地。同时积极投入研发切入高附加值领域，在 MiniLED、柔性 OLED、量子点等领域全面布局。我们认为虽然当下疫情短期影响 TV 销量，但是需求端下滑幅度或将优于市场悲观预期，且当下产业链库存处于历史低位，后续价格弹性会比较好。同时韩厂退出的长逻辑不变。我们坚定看好面板竞争格局优化趋势。
- **风险因素：**公司客户拓展不及预期；新技术开发及产能建设节奏放缓；疫情持续时间过长，LCD 面板价格大幅下降。

**图 1: TCL 科技产能结构**

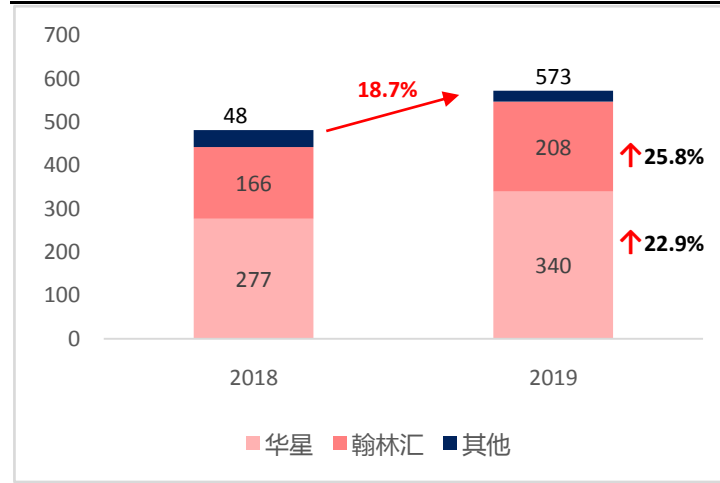
- 正在建设t7项目、惠州华星二期和印度华星模组项目，扩大大尺寸高端产品产能，实现全球化供应



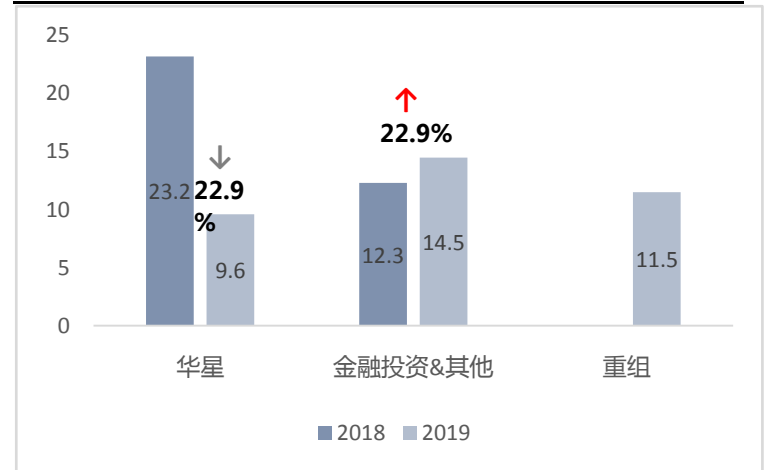
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 2: 2012-2019 年华星光电业绩表现**


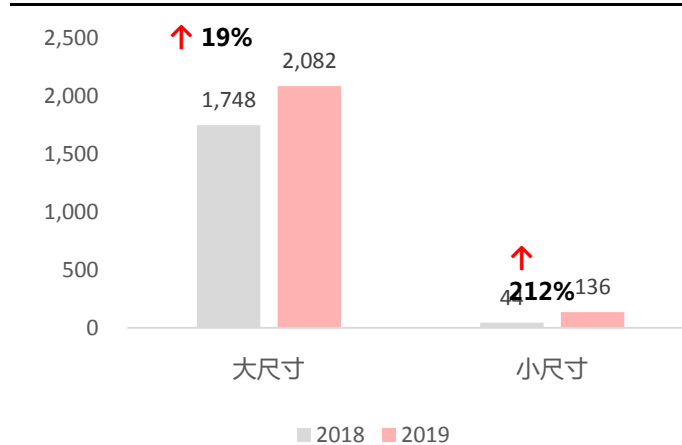
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 3: TCL 科技备考营收分析 (亿元)**


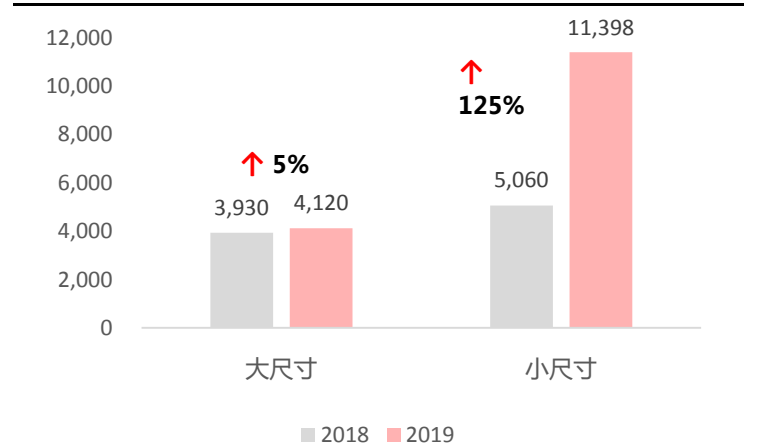
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 4: TCL 科技备考净利分析 (亿元)**


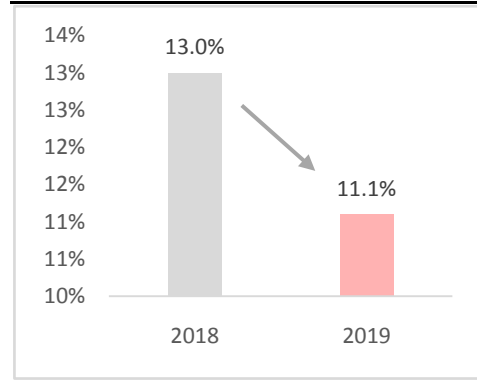
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 5: 华星光电出货面积分析 (万平方米)**


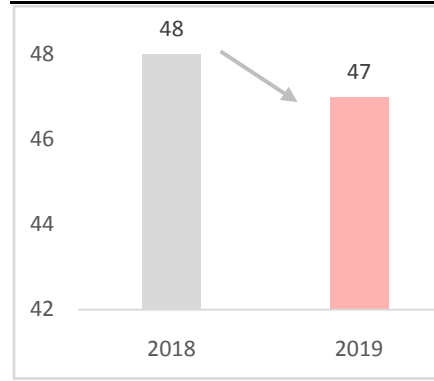
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 6: 华星光电出货量分析 (万片)**


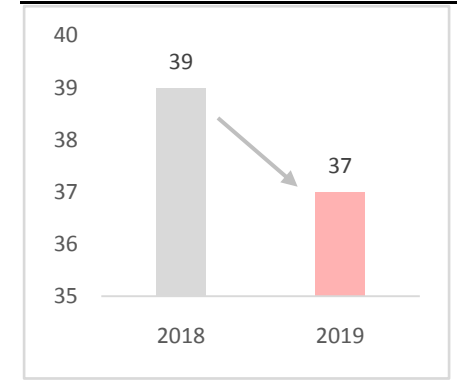
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 7: TCL 科技备考费用率**


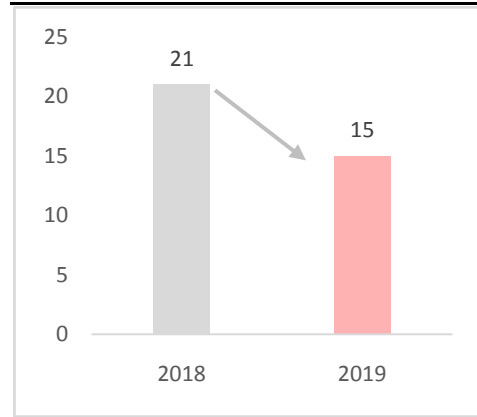
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 8: TCL 科技备考应收周转天数**


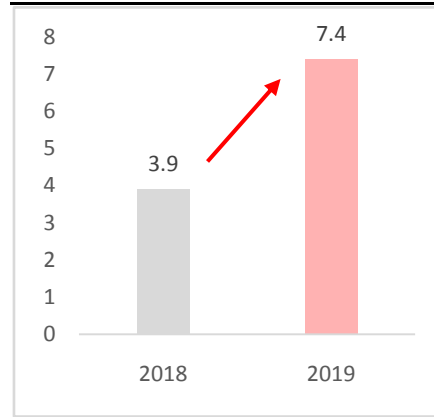
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 9: TCL 科技备考存货周转天数**


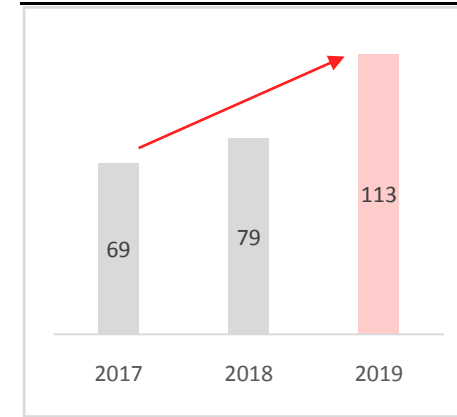
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 10: TCL 科技备考现金周转天数**


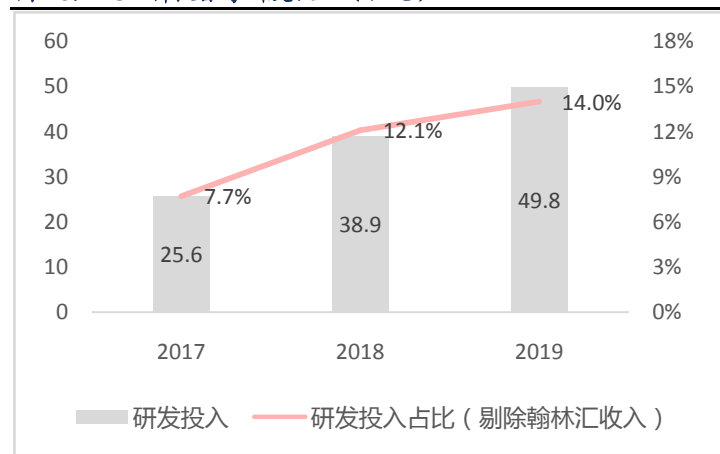
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 11: TCL 科技人均净利润(万元)**


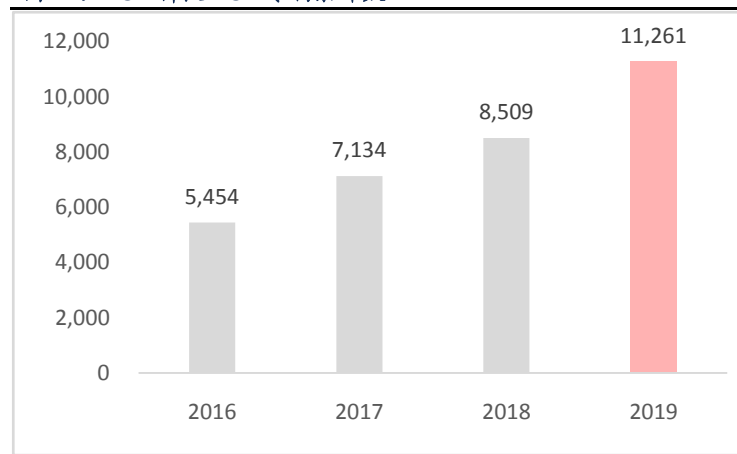
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 12: TCL 科技备考经营现金净流入(亿)**


资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 13: TCL 科技备考研发投入 (亿元)**


资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**图 14: TCL 科技 PCT 专利累计数**


资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**表 1: TCL 创投持有的部分产业协同项目 (单位: 万元)**

项目名称	持有市值/估值	目前状况	行业及特性
宁德时代	144088	已上市	新能源电池, 全球最大
商汤科技	4768		AI, 原创技术
寒武纪	13184	已报会	端云一体, 智能芯片
无锡帝科	14839	已过会	导电新材料
集创北方	3000	计划科创板	显示芯片
韩昕微电子	2709		半导体芯片研发

资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

**表 2: TCL 直投项目贡献稳定的利润 (单位: 亿元)**

持股公司	持股比例	投资成本	2019 年利润	
			归母净利润	可享有净利润
上海银行 (601229.SH)	5.14%	54.6	202.98	10.18
花样年控股 (1777.HK)	20.06%	17.2	1-6 月: 1.02	0.21
七一二 (603712.SH)	19.07%	5.6	3.45	0.66

资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

## 研究团队简介

**方竞**，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

**王佐玉**，北京外国语大学金融硕士。2017年加入信达证券，从事电子行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。