

证券研究报告—动态报告

信息技术

IT 硬件与设备

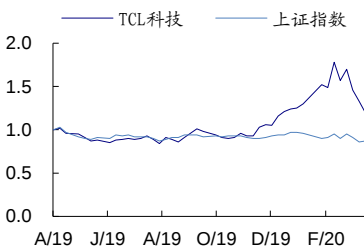
TCL 科技(000100)
买入

2019 年年报点评

(维持评级)

2020 年 03 月 31 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)	13,528/12,699
总市值/流通(百万元)	57,902/54,352
上证综指/深圳成指	2,747/9,905
12 个月最高/最低(元)	7.37/3.03

相关研究报告:

《TCL 科技-000100-重大事件快评: 国产之光, TCL 科技崛起》——2020-02-17
 《TCL 集团-000100-2019 年三季报点评: 三季报业绩符合预期, 行业供给格局优化》——2019-10-31
 《TCL 集团-000100-面板行业变局已至, 华星光电刺者为王》——2019-09-09
 《TCL 集团-000100-2019 年半年报点评: 业绩符合预期, 华星优势凸显》——2019-08-14
 《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

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码: 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码: 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

行业周期低谷凸显经营效率, 逆势扩张蓄力新一轮成长

● 19 年年报业绩略低于预期, 行业周期底部凸显经营效率

由于公司于 19 年 4 月份完成重组, 转型以半导体显示及材料业务为核心的科技集团, 剔除重组业务数据影响。19 年实现备考营收 572.7 亿元, 同比+18.72%, 备考归母净利润 26.18 亿元, 同比-16.98%。略低于我们前期预期, 主要是由于 19 年四季度行业进入周期最低谷, 公司实现 Q4 单季度营收 161 亿元, 归母净利润为 4043 万元, 扣非归母净利润为-2.68 亿元。大尺寸面板价格普遍跌破现金成本, 致公司亏损压力增大。

● 疫情带来供需格局不确定增强, 供给端洗牌趋势明显

全球半导体显示产业供给端洗牌的趋势清晰, 韩国厂商加速产能退出。疫情带来供给和需求两端的剧烈波动, 给全球半导体产业的复苏带来不确定性, 在需求端未有本质的拐点初现前, 行业内部的竞争将继续围绕成本与效率进行。通过高效的产线投资策略、产业链协同优势和优秀的管理水平, TCL 华星在产业周期低谷始终保持行业领先的运营效率和效益, 突破行业周期低谷, 蓄势下一轮行业成长。

● 5G 需求端受海外疫情影响走弱, 大尺寸化进展超预期

目前海外疫情影响范围扩大, 带来海外需求端的下滑, 而国内供给端产能复工进展顺利, 供需格局短期剧烈波动, 有望带动部分面板价格二次探底。在疫情过后需求端的回补有望重新带动行业供需格局转好。大尺寸面板渗透加速, 带动行业平均出货尺寸快速上升。而小尺寸 OLED 公司开始批量供应大客户旗舰机型, 是公司中小尺寸手机面板营收快速成长的关键。

● 风险提示: 疫情发展致需求低于预期; OLED 放量低于预期。

● 投资建议: 看好公司成为半导体显示巨头, 维持“买入”评级。

我们预测公司 20/21/22 年实现归母净利润 26.20/36.87/50.42 亿元。EPS 0.19/0.27/0.37 元, 同比增速 0.1%/40.7%/36.8%, 当前股价对应 PE 22.1/15.7/11.5X。公司估值略低于可比公司平均值, 公司作为半导体显示龙头之一, 受益产能高速增长, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	75,078	63,840	83,332	97,000
(+/-%)	-33.8%	-15.0%	30.5%	16.4%
净利润(百万元)	2618	2620	3687	5042
(+/-%)	-24.5%	0.1%	40.7%	36.8%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.19	0.27	0.37
EBIT Margin	4.9%	7.6%	7.8%	8.8%
净资产收益率(ROE)	8.7%	8.7%	12.2%	16.7%
市盈率(PE)	22.1	22.1	15.7	11.5
EV/EBITDA	14.0	27.6	19.0	14.1
市净率(PB)	1.92	1.92	1.92	1.92

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

行业周期低谷凸显经营效率，逆势扩张蓄力新一轮成长

19 年年报业绩略低于预期，行业周期底部凸显经营效率

公司 19 年实现营收 749 亿元，比上年同期-33.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 26.18 亿元，比上年同期-24.52%，扣非归母净利润 2.35 亿元，同比-85.9%。由于公司于 19 年 4 月份完成重组，转型以半导体显示及材料业务为核心的科技集团，剔除重组业务数据影响。19 年实现备考营收 572.7 亿元，同比+18.72%，备考归母净利润 26.18 亿元，同比-16.98%。略低于我们前期预期，主要是由于 19 年四季度行业进入周期最低谷，公司实现 Q4 单季度营收 161 亿元，归母净利润为 4043 万元，扣非归母净利为-2.68 亿元。大尺寸面板价格普遍跌破现金成本，致公司亏损压力增大。

公司 19 年整体毛利率 11.5%，同比下降 6.8 个百分点，净利率 4.9%，同比提高 1.3 个百分点。

从非经常损益影响较大的金额项目来看，重组后的资产处置收益 14 亿，政府补助 11.7 亿。

从业务划分来看，TCL 华星总营收 339.9 亿元，同比+22.9%，净利润 9.64 亿元，同比-58.5%。其中大尺寸面板营收 189.3 亿，同比-12.5%，小尺寸面板营收 150.7 亿元，同比+150%。

翰林汇营收 208 亿元，同比+25.77%，其他及抵消营收 201 亿元。

表 1：公司营收及归母净利润情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营收（亿元）	1,048.78	1,066.18	1,117.27	1,134.47	750.78
同比增速（%）	3.54%	1.66%	4.79%	1.54%	-33.82%
归母净利润（亿元）	13.41	1.29	41.13	40.92	39.77
同比增速（%）	-36.56%	-90.41%	3099.82%	-0.50%	-2.82%
扣非归母净利（亿元）	25.67	16.02	26.64	34.68	26.18
同比增速（%）	-19.36%	-37.59%	66.30%	30.17%	-24.52%

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

若剔除重组影响，公司 19 年加权 ROE 9.09%，同比减少 0.65 个百分点。销售期间费用率 12.54%，同比减少 4.08 个百分点。

表 2：公司的盈利能力情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
毛利率（%）	16.54	16.91	20.54	18.31	11.47
净利率（%）	3.09	2.01	3.18	3.59	4.88
销售期间费用率（%）	16.06	17.79	18.49	16.62	12.54
ROE（%）	12.11	6.82	10.15	11.51	8.64

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

19 年公司营业周期 122 天，同比增加 13 天。存货周转天数 69 天，同比增加 5.5 天。应收帐周转天数 52.7 天，同比增加 7.7 天。

表 3: 公司的营运能力

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期	83.86	90.39	98.47	108.84	122.08
存货周转天数	38.05	44.46	52.32	63.82	69.37
应收账款周转天数	45.81	45.93	46.15	45.02	52.71
固定资产周转率	4.53	3.34	3.18	3.31	1.84
总资产周转率	1.03	0.82	0.73	0.64	0.42

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

疫情带来供需格局不确定增强, 供给端洗牌趋势明显

全球半导体显示产业链重构, 但在半导体显示行业中国制造竞争优势短期难以动摇, 供给端洗牌的趋势清晰, 韩国厂商加速产能退出, 三星明确彻底退出韩国本土及中国国内 LCD 产能, 产业加速向大陆转移。疫情带来供给和需求两端的剧烈波动, 给全球半导体产业的复苏带来不确定性, 在需求端未有本质的拐点初现前, 行业内部的竞争将继续围绕成本与效率进行。通过高效的产线投资策略、产业链协同优势和优秀的管理水平, TCL 华星在产业周期低谷始终保持行业领先的运营效率和效益。通过高效产线布局提升产能扩张效率; 发挥产业链一体化优势与极致效率成本措施实现销售费用率和财务费用率业内最低, 突破行业周期低谷, 蓄势下一轮行业成长。

需求端受海外疫情影响走弱, 大尺寸化进展超预期

目前海外疫情影响范围扩大, 带来海外需求端的下滑, 而国内供给端产能复工进展顺利, 供需格局短期剧烈波动, 有望带动部分面板价格二次探底。但从供给端来看, 中小尺寸 TV 面板供给端产能增长较少, 国内厂商集中度高, 控制价格能力较强, 可通过调节产品和重新分配产能解决。因此面板价格并非重新进入下降周期, 在疫情过后需求端的回补有望重新带动行业供需格局转好。此外虽然出货量出货面积有所下滑, 但是由于中小尺寸产能的持续萎缩, 大尺寸渗透加速, 带动行业平均出货尺寸快速上升, 也成为疫情过后带动面板需求端强劲反弹的核心。

而小尺寸 OLED 公司开始批量供应大客户旗舰机型, 成功跻身国内 OLED 第一梯队, 未来 T4 产能的放量也是公司中小尺寸手机面板营收快速成长的关键。

周期底部蓄力新一轮成长, 维持“买入”评级

短期受到疫情全球范围扩大等风险干扰, 短期需求端波动较大, 公司周期底部蓄力新一轮成长, 我们预测公司 20/21/22 年实现归母净利润 26.20/36.87/50.42 亿元。EPS 0.19/0.27/0.37 元, 同比增速 0.1%/40.7%/36.8%, 当前股价对应 PE 22.1/15.7/11.5X, 行业可比公司京东方 A、深天马 A 等 20/21 年平均 PE 22/16X, 公司估值略低于可比公司平均值, 公司作为半导体显示龙头之一, 受益产能高速增长, 周期底部蓄势, 经营效率领先, 维持“买入”评级。

表 4: 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	
				20E	21E	20E	21E
000725.SZ	京东方 A	3.76	1296.61	0.15	0.24	24.80	15.50
000050.SZ	深天马 A	13.45	275.47	0.63	0.76	21.23	17.68
000100.SZ	TCL 科技	4.28	579.02	0.19	0.27	22.1	15.70

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

风险提示

- 一，全球疫情扩张，下游需求不达预期，大尺寸面板价格进入下行周期。
- 二，OLED 手机面板产能及良率提升不达预期。
- 三，海外产能退出不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	18648	21781	20000	20000	营业收入	75078	63840	83332	97000
应收款项	8569	8745	11415	13288	营业成本	66337	54494	70832	81674
存货净额	5678	5167	6583	7459	营业税金及附加	331	319	417	485
其他流动资产	9185	7022	9166	10670	销售费用	2857	2554	3333	3880
流动资产合计	48156	48790	53239	57491	管理费用	1895	1632	2227	2458
固定资产	0	4494	9987	11325	财务费用	1249	2911	3155	3309
无形资产及其他	5685	5458	5232	5005	投资收益	3443	2000	2000	2000
投资性房地产	93810	93810	93810	93810	资产减值及公允价值变动	1265	(1300)	(1300)	(1300)
长期股权投资	17194	19194	21194	23194	其他收入	(3139)	0	0	0
资产总计	164845	171747	183463	190827	营业利润	3977	2630	4068	5894
短期借款及交易性金融负债	13762	22000	25617	27856	营业外净收支	79	900	900	900
应付款项	13270	13286	16927	19180	利润总额	4056	3530	4968	6794
其他流动负债	16027	14460	18496	20974	所得税费用	398	353	497	679
流动负债合计	43058	49745	61040	68011	少数股东损益	1040	557	784	1072
长期借款及应付债券	54991	54761	54761	54761	归属于母公司净利润	2618	2620	3687	5042
其他长期负债	2913	3413	3913	4413					
长期负债合计	57904	58174	58674	59174	现金流量表 (百万元)				
负债合计	100962	107919	119714	127185		2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	33771	33715	33637	33530	净利润	2618	2620	3687	5042
股东权益	30112	30112	30112	30112	资产减值准备	(700)	23274	20607	22989
负债和股东权益总计	164845	171747	183463	190827	折旧摊销	7699	1160	2827	4599
					公允价值变动损失	(1265)	1300	1300	1300
					财务费用	1249	2911	3155	3309
					营运资本变动	(81520)	24721	22555	23969
					其它	18	(23329)	(20686)	(23097)
					经营活动现金流	(73150)	29746	30290	34804
					资本开支	67189	(30001)	(30001)	(30001)
					其它投资现金流	(4937)	0	0	0
					投资活动现金流	62015	(32001)	(32001)	(32001)
					权益性融资	7531	0	0	0
					负债净变化	1647	(230)	0	0
					支付股利、利息	(4335)	(2620)	(3687)	(5042)
					其它融资现金流	826	8238	3617	2240
					融资活动现金流	2982	5388	(70)	(2803)
					现金净变动	(8153)	3133	(1781)	0
					货币资金的期初余额	26801	18648	21781	20000
					货币资金的期末余额	18648	21781	20000	20000
					企业自由现金流	(3333)	237	1251	6220
					权益自由现金流	(860)	5626	2028	5482

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