

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

持股比例增加助公司业绩增厚，集中度提升使龙头显著受益

2020 年 5 月 31 日

事件： 2020 年 5 月 29 日，TCL 科技发布《发行股份、可转换公司债券及支付现金购买资产并募集配套资金报告书》。根据报告书，公司拟发行股份及可转换债券募集资金 26.00 亿元并支付现金 16.17 亿元用于购买武汉产投所有的武汉华星 39.95% 的股份。同时公司拟募集配套资金 26 亿元。

点评：

➤ **引入战略投资者，护航长远发展。** 公司拟以非公开发行股份及可转换公司债券募集资金并支付现金的方式，向武汉产投购买其持有的武汉华星 39.95% 股权。（1）公司与武汉产投协商确定标的的交易作价为 42.17 亿元，其中拟以发行股份的方式支付交易对价的 47.43%，即 20.00 亿元；拟以发行可转换公司债券的方式支付交易对价的 14.23%，即 6.00 亿元；拟以现金方式支付交易对价的 38.34%，即 16.17 亿元。（2）同时，公司拟募集配套资金 26 亿元，其中发行股份募集配套资金金额为 12.00 亿元，发行可转换公司债券募集配套资金不超过 14.00 亿元，其中恒阔投资认购股份不超过 3.00 亿元，珠三角优化发展基金认购股份不超过 9.00 亿元，恒会投资认购可转换公司债券不超过 14.00 亿元。

交易对方恒阔投资、恒会投资和珠三角优化发展基金均系广东恒健投资控股有限公司控制企业。 恒建控股是广东省省级国有资本运营公司和产融结合平台，具备丰富的产业投资经验。本次引入恒健控股作为公司战略投资者，双方将围绕新型显示技术产业进行深度合作，有利于公司业务的长远健康发展。重组完成后，武汉产投持有 TCL 科技股份占比为 3.56%，恒建控股一致行动人持有上市公司股份占比为 2.41%。

➤ **收购华星股权+T3 技改扩产，助力公司业绩增厚。** 武汉华星光电技术有限公司成立于 2014 年 5 月，成立之初 TCL 华星及湖北科投各自占比 50%。经过数次注入资本及股权转让，本次交易前 TCL 华星持有武汉华星 45.55% 的股权。本次交易后，TCL 科技将直接和间接合计持有武汉华星 85.50% 的股份。

目前，武汉华星主要进行 T3 项目的开发运营，T3 项目于 2014 年 9 月开工建设，当前产能为 50K/月，2020 年 T3 将完成技改扩产，产能将提升至 53K/月。T3 主要生产高端手机及移动 PC 显示面板，其所生产的 LTPS 产品技术含量和生产良率处于国际一流水平，2019 年 T3 项目在 LTPS-LCD 方面的市场份额达到全球第二。

本次交易完成后，上市公司 2019 年度的基本每股收益从 0.1986 元上升至 0.2019 元（+1.66%），稀释每股收益从 0.1935 元上升至 0.1959 元（+1.24%），上市公司盈利能力、市场竞争力将增强。未来几年，随着武汉华星技术的进步、产品结构的优化及设备性能的改善，武汉华星的综合毛利率将显著提升，营收及净利润逐年增长，据公告预计 2024 年，武汉华星将为上市公司贡献营收 139.40 亿元，贡献净利润 8.65 亿元，贡献的自由现金流也将达到 27.13 亿元。

- **秉持极致效率成本理念，经营质量持续提升。**目前大尺寸方面，公司 T1、T2 和 T6 保持满销满产，运营效率在行业内全球领先；小尺寸方面，T3 在中小尺寸领域发力，现已满产。在建项目进行顺利，T4 柔性 OLED 项目一期已于 2019 年 12 月量产，曲面屏和柔性折叠屏已向品牌手机厂商量产出货，二期及三期设备分别将于 2020 年二季度末及四季度搬入。我们预计 2020 年底，公司 T4 项目产能可达到 15K。4 月 30 日，T7 G10.5 大尺寸 LCD 项目顺利完成首台 CVD、PVD 和曝光机搬入，该项目将于 2020 年底投产。

随着产能的陆续开出，TCL 科技将可覆盖显示应用领域的全部主流尺寸，满足各类行业应用客户在技术和规格上的特定需求，进一步提升公司行业地位，并带动运营效率和获利能力的增长。

- **供需回暖叠加供给退出，行业格局长期向好。**需求方面，一季度，新冠肺炎的全球蔓延对 TV 需求产生了较大影响。而当前国内经济和消费需求已逐渐复苏，2020 年四月四周的线上销量同比增速分别为 12.80%、101.10%、5.10%和 45.80%；北美及西欧复工复产正逐步展开，消费市场正从低谷回暖。供给方面，疫情的发展压低了厂商的利润空间，韩厂盈利能力与陆厂进一步拉大，加快了产能退出步伐。自四月面板价格下降以来，降幅逐月收窄，以 32 英寸面板为例，六月环比价格降幅已缩小至 1 美元，预计价格即将筑底。随着需求的回暖和韩厂的退出，行业格局长期向好。
- **投资建议：**武汉华星股权的收购将助力 TCL 科技获利能力提升。需求的回暖及韩厂产能的出清亦将改善行业供需关系。产业链加速向大陆转移趋势不变，我们坚定看好面板竞争格局优化下竞争力日益增强的国产龙头企业。

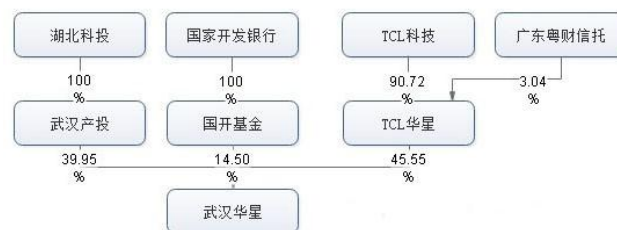
- **风险因素：**公司客户拓展不及预期；新技术开发及产能建设节奏放缓；疫情持续时间过长，LCD 面板价格大幅下降。

表 1: 交易前后 TCL 科技股权变化

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量（股）	占总持股比例	持股数量（股）	占总持股比例
李东升及其一致行动人	1,157,872,411	8.56%	1,157,872,411	8.05%
惠州投控	878,419,747	6.49%	878,419,747	6.11%
武汉产投	0	/	511,508,951	3.56%
恒健控股一致行动人	0	/	346,820,808	2.41%
其他 5%以下股东	11,492,146,561	84.95%	11,492,146,561	79.88%
合计	13,528,438,719	100.00%	14,386,768,478	100.00%

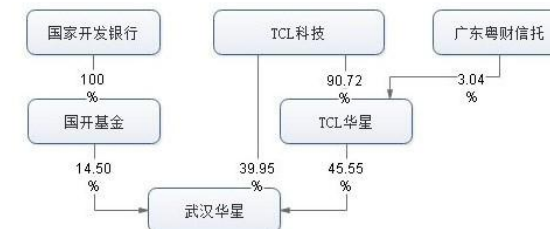
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 1：此次交易之前武汉华星股权结构



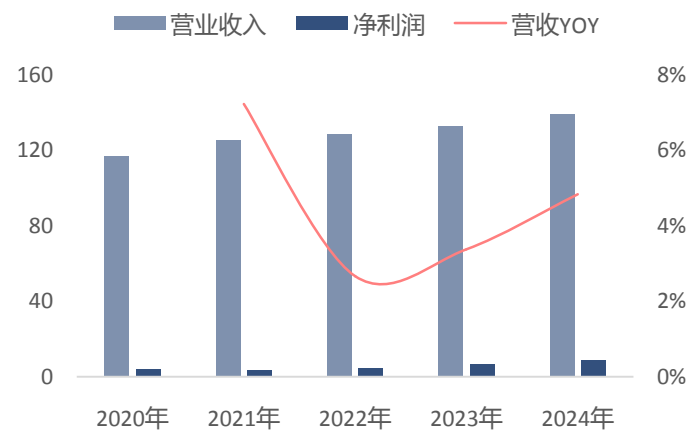
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 2：此次交易后武汉华星股权结构



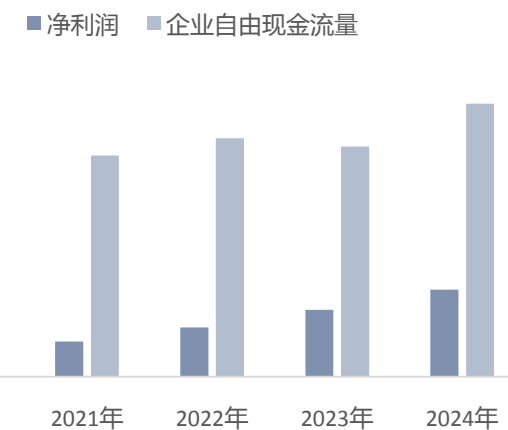
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 3：武汉华星为上市公司贡献营收及净利润（亿元）



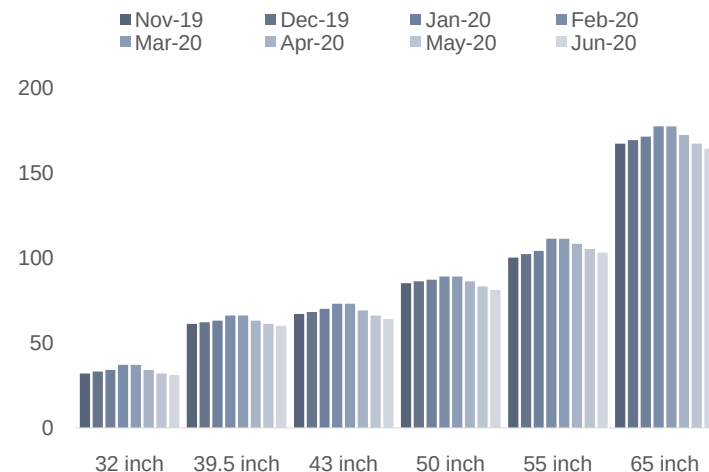
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：武汉华星为上市公司贡献净利润及自由现金流量（亿元）



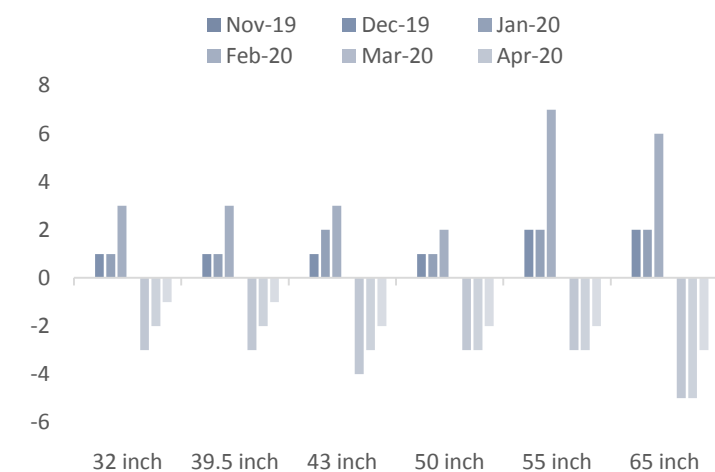
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5: 20 年 1 月~6 月各尺寸面板价格 (美元)



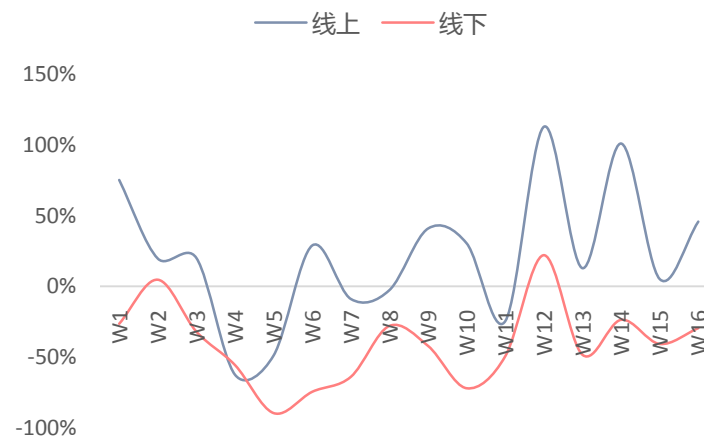
资料来源: AVC, 信达证券研发中心

图 6: 2020 年 1 月~6 月各尺寸 TV 价格环比变化 (美元)



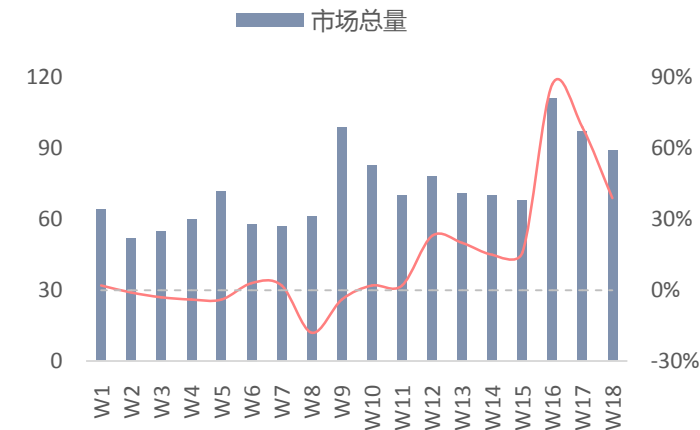
资料来源: AVC, 信达证券研发中心

图 7: 中国彩电市场销量同比



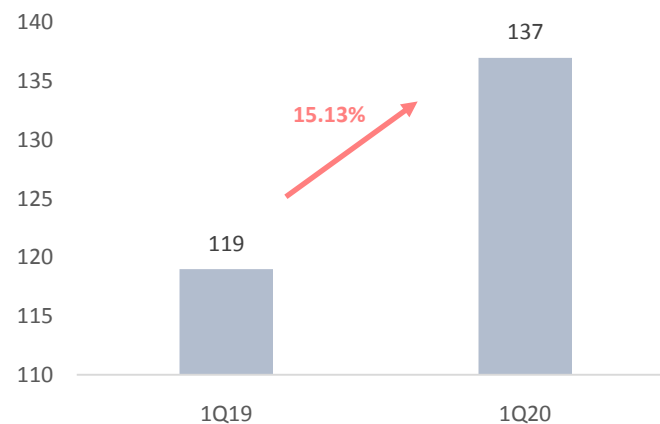
资料来源: AVC, 信达证券研发中心

图 8: 2020 年美国市场电视周度销量 (万台) 及同比



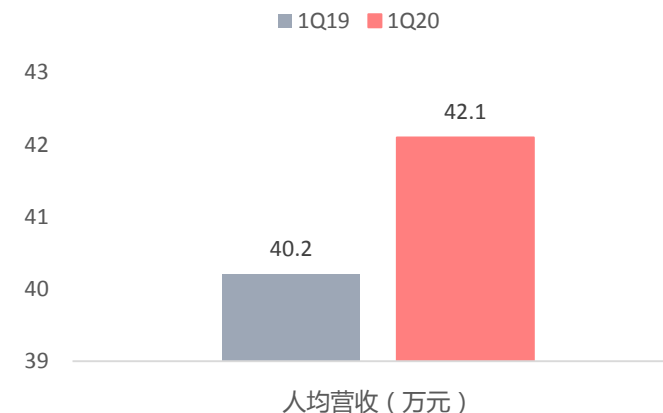
资料来源: 信达证券研发中心整理

图 9: TCL 科技营业收入 (亿元)



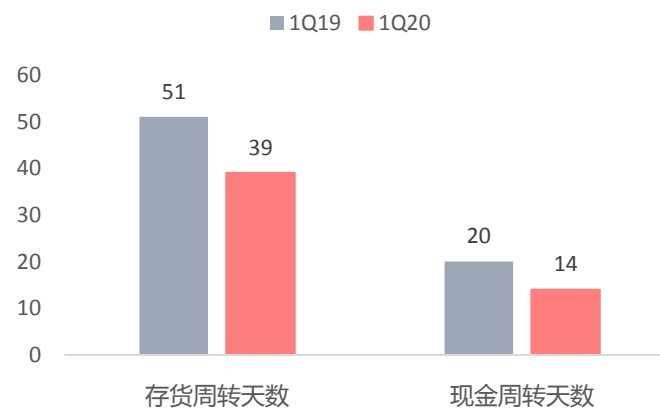
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 10: TCL 科技人均营收 (万元)



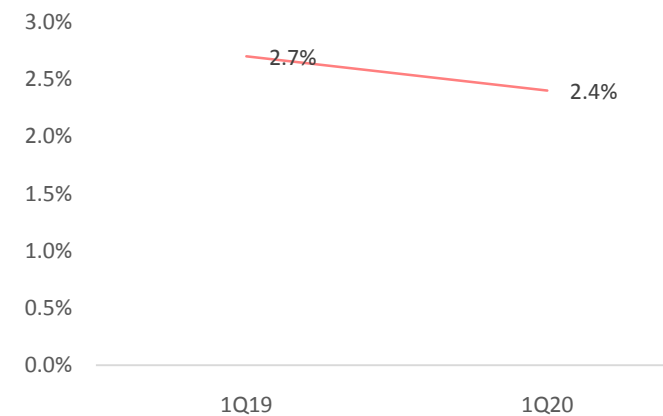
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 11: TCL 科技存货及现金周转天数



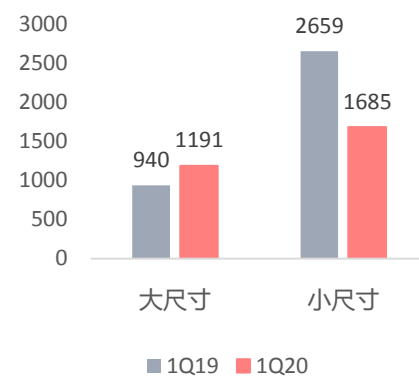
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 12: TCL 科技管理费用率



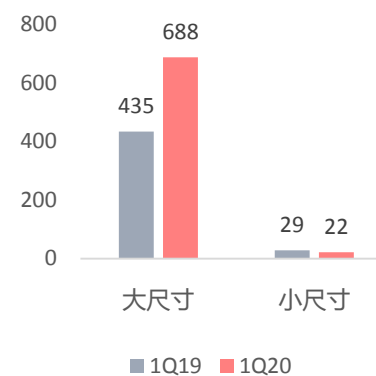
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 13: TCL 科技产品销量 (万小片)



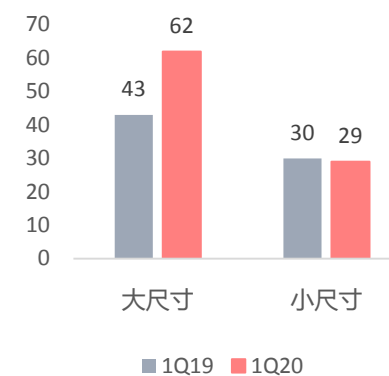
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 14: TCL 科技产品销售面积 (万平方米)



资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 15: TCL 科技产品销售收入 (亿元)



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。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 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
华北	魏冲	18340820155	weichong@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
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。