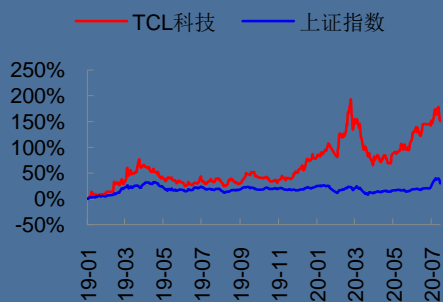


证券研究报告

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

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

中环混改项目花落 TCL，半导体布局再下一城

2020 年 7 月 17 日

事件：7 月 15 日晚，TCL 科技公告，成为成为中环混改项目的最终受让方，确定摘牌收购中环集团 100% 股权。前期公司公告披露转让底价为 109.74 亿元。

点评：

➤ **精细化管理+全产业链布局，助力 TCL 科技赢得中环混改。**针对此次混改，天津市国资委设置了明确的评分规则，其中产权受让价格为 51 分，其余 49 分更多偏重于产业协同及经营管理体系。而 **TCL 科技则是借助其精细化管理，全产业链布局及跨国经营的经验赢得了本次混改项目，而非以高价取胜。**

TCL 科技在过去 30 余年间，积累了丰厚的半导体显示产业链布局的经验，是**全球唯一一家从显示核心材料-核心器件-模组-整机生产-到品牌全球化运营的垂直一体化产业集团**。此外也投资了捷佳伟创、帝科股份等光伏设备及材料厂商，以及寒武纪、晶晨股份、集创北方、翰昕微电子等半导体设计公司。我们认为半导体显示、集成电路、光伏在制造工艺、管理逻辑上类似，且公司在上述三大板块中早有提前布局，未来各业务部门间协同效应凸显。而**中环集团又可借助此次混改转为民营企业，公司机制的放活将助力运营效率提升。所以本次并购对于 TCL 科技及中环集团是双赢。**

➤ **中环股份全面布局半导体及光伏硅片，产能技术突破，蓄势待发。**中环集团为中环股份大股东，持有上市公司 27.55% 股份，以当前 779 亿市值计，则中环集团持股市值约为 214.61 亿元。此外，中环集团还持有天津普林 25.35% 股份。目前中环股份的主营业务主要包括半导体硅片及光伏硅片，2019 年营收 168.87 亿，归母净利润 9.04 亿。

半导体硅片：8 寸硅片方面，中环股份的天津、宜兴工厂已实现产能 50 万片/月，预计 2021 年达 70 万片/月；12 寸硅片方面，中环的天津产线已完成前期的技术研发和认证，实现了 2 万片/月量产，宜兴全自动生产线在 2020 年 8 月即将通线，年内实现产能 5-10 万片/月，预计 2021 年达 15 万片/月。

光伏硅片：中环股份前期投产了全球首家 DW 智慧化切片工厂，通过技术升级，G12 产品的产能从 10GW 提升至 23GW。4 月 23 日，天合光能采用 G12 硅片生产的至尊组件通过德国莱茵 TÜV 光伏组件 IEC 测试；7 月 10 日，天合光能的江苏宿迁、浙江义乌的制造基地同步正式投产采用 G12 硅片的至尊超高功率组件。伴随着产品终端验证获得成功，大规模量产逐步启动，G12 大硅片渗透率有望快速提升。

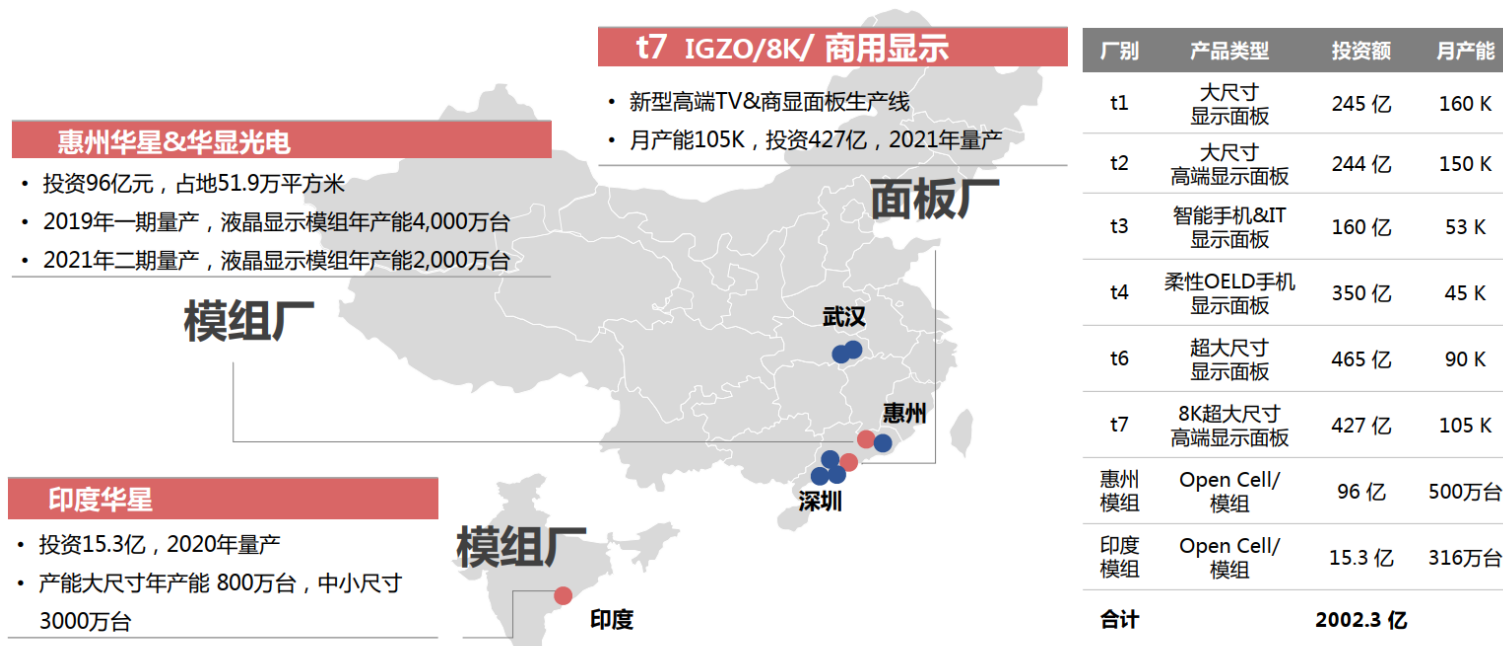
➤ **显示产业进入收关阶段，现金流充沛支撑公司新赛道扩张。**当前显示产业竞争已经进入收关阶段，产业格局已经重塑，价格上涨即是前兆。而后续的产线折旧完成后将为公司带来充沛的自由现金流，这将支撑公司的新赛道扩张。此外，公司重组后资产负债率大幅降低至 61.3%，账面现金+高流动性低息票据近 300 亿元+超过百亿的高流动性股票资产。

当前公司债务杠杆利率处于较低的位置，正是并购整合的大好时机，未来公司还望继续积极寻求优质资产，以实现产业链扩张。

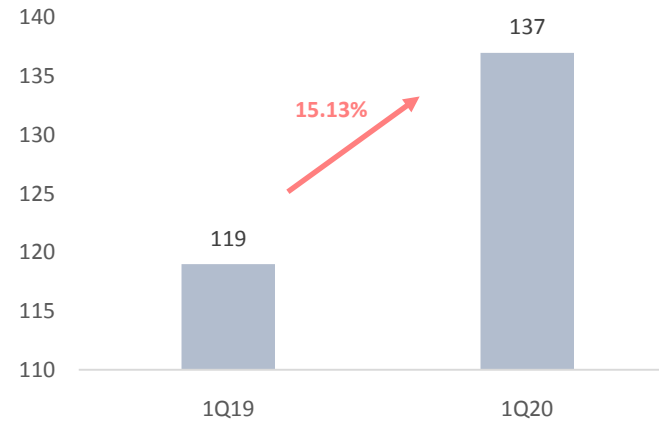
- **投资建议：**TCL 科技摘牌收购中环集团 100%股权，将助力公司在半导体/光伏领域的新赛道扩张，而中环集团可借助此次混改转为民营企业，提升运营效率。所以我们认为本次并购对于 TCL 科技及中环集团是双赢，此外，得益于公司充沛的现金流，TCL 科技还有望继续积极寻求优质资产，以实现产业链扩张。**我们坚定看好 TCL 科技的精细化管理能力，以及入主中环集团后的跨产业链布局潜力，公司长线投资价值凸显。**
- **风险因素：**公司客户拓展不及预期；新技术开发及产能建设节奏放缓；疫情持续时间过长，LCD 面板价格大幅下降。

图 1: TCL 科技产能结构

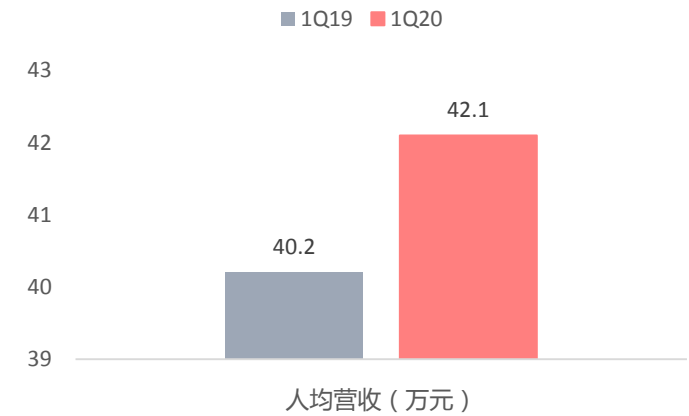
- **正在建设t7项目、惠州华星二期和印度华星模组项目，扩大大尺寸高端产品产能，实现全球化供应**



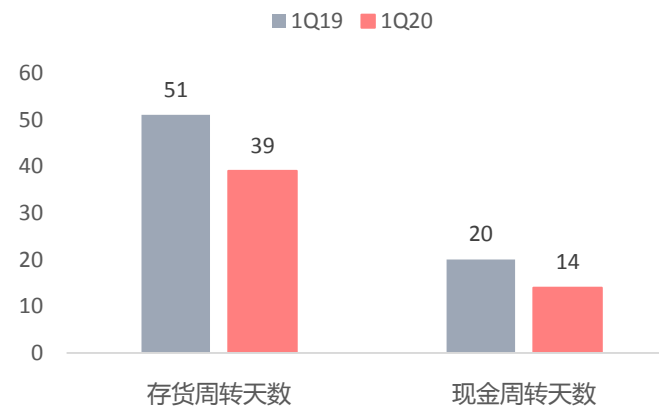
资料来源：TCL 科技，信达证券研发中心

图 2: TCL 科技营业收入 (亿元)


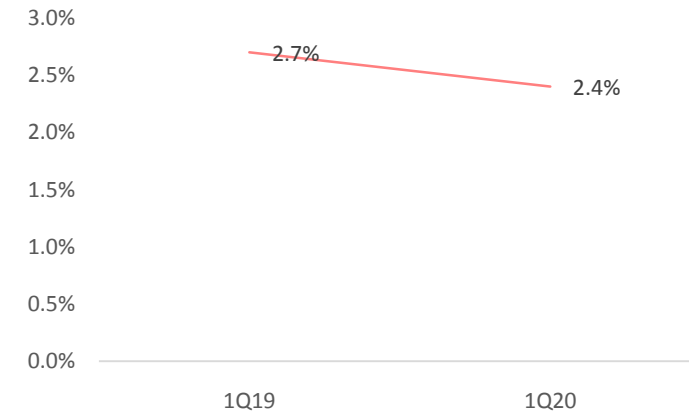
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 3: TCL 科技人均营收 (万元)


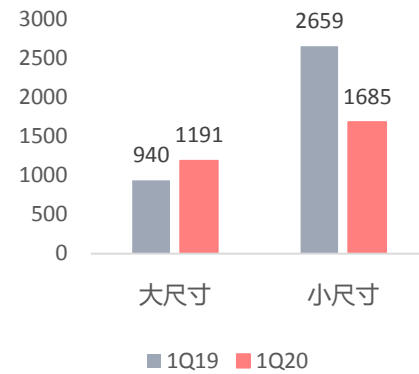
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 4: TCL 科技存货及现金周转天数


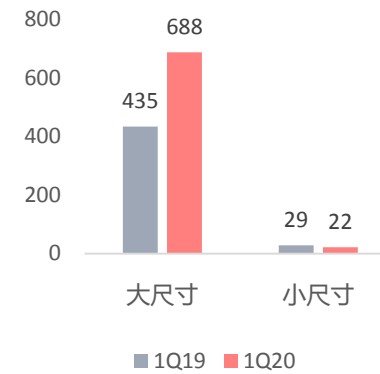
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 5: TCL 科技管理费用率


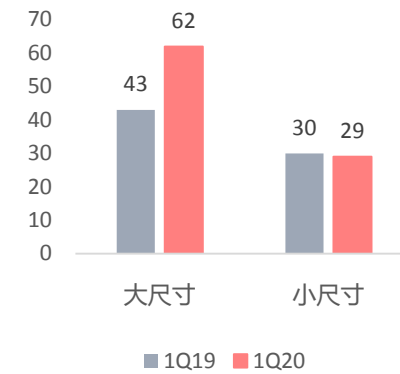
资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 6: 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 7: TCL 科技产品销售面积 (万平米)


资料来源: TCL 科技, 信达证券研发中心

图 8: 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。