

证券研究报告

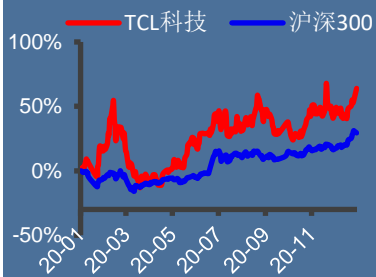
公司研究

公司点评报告

TCL 科技(000100.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞 电子行业首席分析师

执业编号：S1500520030001

联系电话：15618995441

邮箱：fangjing@cindasc.com

李少青 电子行业分析师

执业编号：S1500520080004

联系电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@cindasc.com

相关研究

《TCL 科技深度报告：外延并购与内生增长并进，公司步入收获期》

《TCL 科技：三季度超预期预期，内生外延共助业绩成长》2020.10.29

《TCL 科技：收购华星股权助力业绩增厚，行业拐点下龙头竞争力凸显》2020.05.31

《三星退出+疫情扰动，看面板供需新格局》2020.04.18

《量化 TV 需求，看面板价格大涨趋势》2020.03.04

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

Q4 业绩超市场预期，内生外延助龙头腾飞

2021 年 01 月 12 日

事件：2021 年 1 月 11 日晚，TCL 科技发布 2020 年年度业绩预告，预计 2020 年全年实现归母净利 42-44.6 亿元，同比增长 60%-70%；对应单四季度归母净利润 21.75-24.35 亿元，环比增长 13.58-16.18 亿元。

TCL 华星方面，2020 年全年营收超 458.86 亿元，同比增长超 35%；净利润超 23.15 亿元，同比增长超 140%。其中，单四季度营收超 135.11 亿元，同比增长超 43.23%；净利润超 17.49 亿元，环比增长超 10.5 亿元；华星单四季度净利率达到约 13%。

点评：

➤ **价格中枢上移+内生外延共振，助力公司 Q4 业绩超预期。**

1) 面板价格：根据 Witsview 数据显示，四季度各主流尺寸 TV 面板价格大幅上涨 18%-20%。且预计 1 月份面板价格将维持涨势，Witsview 一月上旬报价仍上涨 2%-3%。公司将充分受益 TV 面板的涨价弹性。

2) 内生外延：公司 11 代线 T6 于 2019 年年底满产，伴随着疫情消散，于 2H20 充分释放产能，而 T4 AMOLED 产线一期也于 19 年四季度开始量产，产能释放持续整个 20 年。而中环也于 20 年 10 月份并表，四季度贡献业绩近亿元。

综上所述我们认为，公司四季度盈利能力大幅超出市场预期，并不仅是面板价格上涨的推动，也是公司 2020 年以来内生产能释放及外延资产并购带来的成长硕果体现。

➤ **展望 2021 年，TV 面板价格强势可期。**我们就需求及供给两个角度来展望 2021 年 TV 面板的价格趋势。**需求端方面**，据产业链调研，目前主流面板厂商库存几乎为零，终端 TV 厂商库存仍低于正常水位，说明下游需求良好，终端 TV 厂商仍有备货空间。**供给端方面**，面板上游材料持续短缺，驱动 IC 和玻璃基板分别受 8 寸晶圆短缺和 NEG 工厂意外停电事件影响而出现缺货，缺货现象预计持续整个一季度。**在上游物料缺货和下游终端厂补库存的双重影响下，预计面板供不应求现象仍难以缓解，一季度淡季不淡预期强烈，面板价格也将继续上涨。**同时，随着二三季度传统备货旺季的到来，全年面板价格维持高位可期，TCL 科技作为面板龙头厂商将畅享业绩弹性。

➤ **新产能新客户，2021 迈入新征程。**虽然 TCL 科技于 20 年 Q4 取得傲人成绩，但并不止步于此。展望 2021 年，公司还有更多亮点值得关注。**大尺寸方面**，公司 G11 代 T7 线已于 2020 年 11 月 11 日正式量产，预计在 21 年年底产能爬满，将带来 305 万平方米的年产能增长。同时，苏州三星线的并入也将进一步扩充产能，预计带来 710 万平方米的年产能增长。21 年大尺寸产能增长将超过 43%。**小尺寸方面**，T3 线由于身处武汉，在 20 年的新冠疫情中业绩承压明显，预计 21 年业绩将大幅修复。同时 T4 线 AMOLED 新产能释放也将带来营收规模的进一步增长。**新客户方面**，公司的 AMOLED 面板也已成功打入小米 10 至尊

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

版等旗舰机型，此屏幕具有 1120nit 峰值亮度和高达 500 万:1 的对比度，支持原生 10bit 的色深，可显示 10.7 亿超丰富色彩，其 120Hz 刷新率成为业绩标杆。未来，公司还将进一步拓展国际大客户。

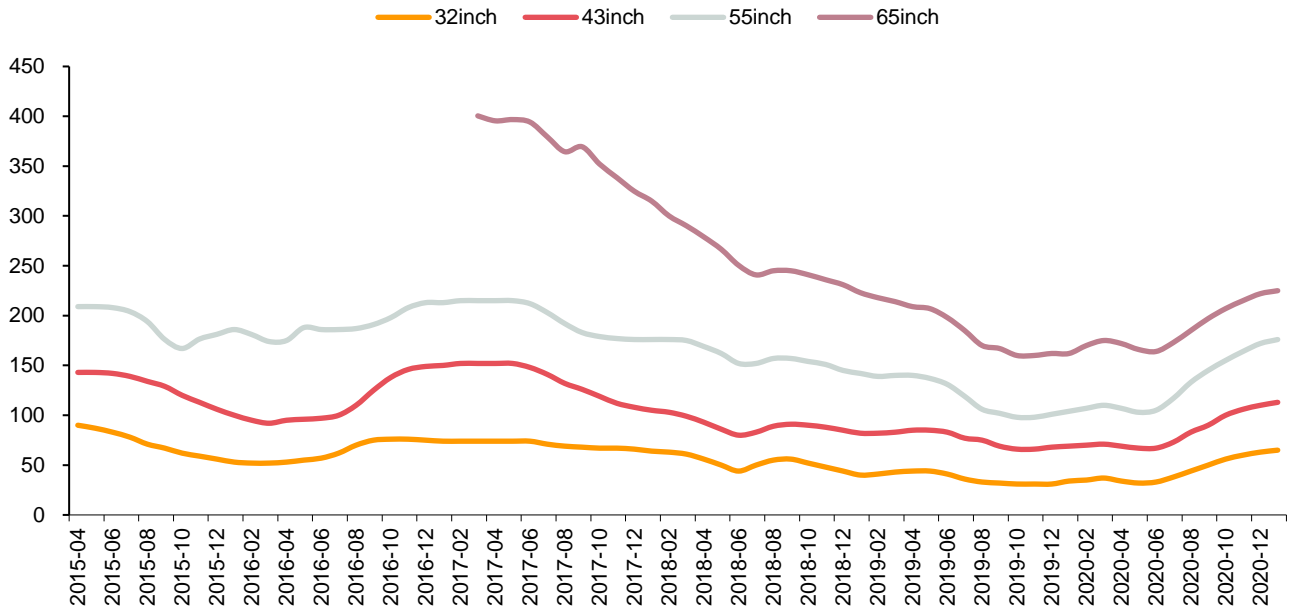
此外，控股子公司中环股份也将为公司带来业绩新增量。预计中环将于 2021 年为公司带来数亿元的归母净利润，增厚公司业绩。长期来看，随着 TCL 对中环进行产业协同、运营效率以及财务费用优化等战略安排落地，预计发展空间将进一步打开，有望逐步成长为公司业绩增长的主引擎之一。

➤ **盈利预测与投资评级：**受益于面板价格中枢上移，内生产能释放，外延资产并表等，TCL 科技的 Q4 业绩超市场预期，并有望在 21 年进一步爆发。因此我们上调公司盈利预测，预计公司 **2021-2022 年归母净利润分别为 90.28、104.29 亿元，对应 PE 分别为 12、10 倍。考虑到公司在半导体显示领域的领先地位以及未来的长足发展空间，我们认为合理估值为 21 年 20 倍 PE，对应市值 1805.6 亿元。维持对公司的“买入”评级。**

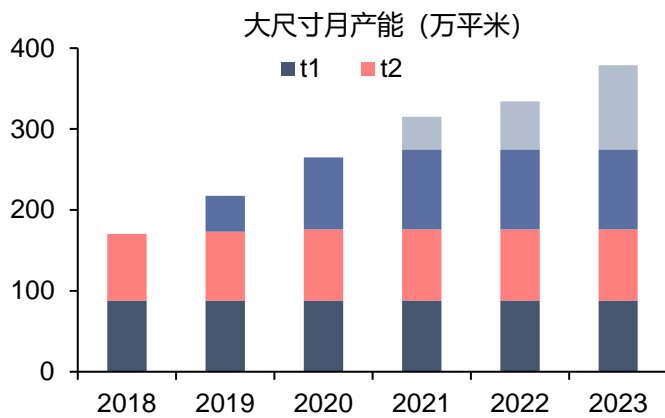
➤ **风险因素：**疫情反复，下游需求不及预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	1134.47	750.78	714.74	1077.90	1264.96
增长率 YoY	1.54%	-33.82%	-4.80%	50.81%	17.35%
归属母公司净利润(亿元)	34.68	26.18	42.33	90.28	104.29
增长率 YoY	30.17%	-24.52%	61.69%	113.30%	15.52%
毛利率	18.37%	11.64%	13.79%	18.63%	18.72%
净资产收益率ROE	11.51%	8.64%	13.00%	23.08%	21.74%
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.19	0.31	0.67	0.77
市盈率 P/E(倍)	31	40	25	12	10

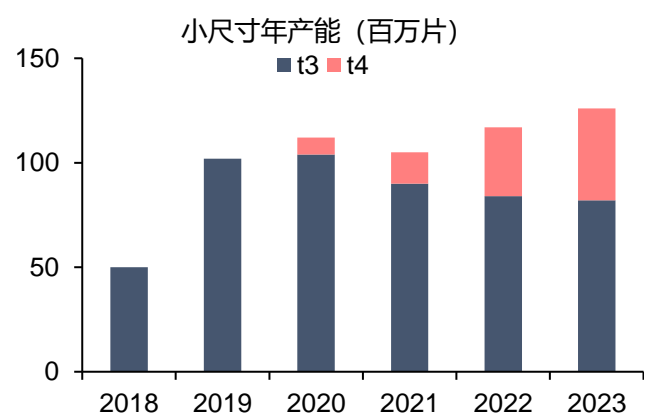
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 01 月 11 日收盘价

图 1：TV 面板主流尺寸的价格已回到 2017 年 Q4 的水平


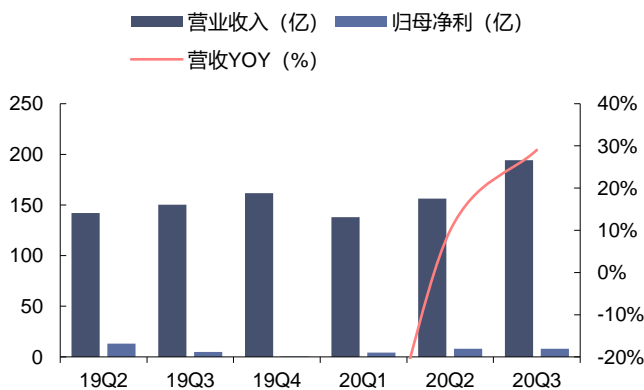
资料来源：Witsview, 信达证券研发中心

图 2：TCL 华星大尺寸产能情况


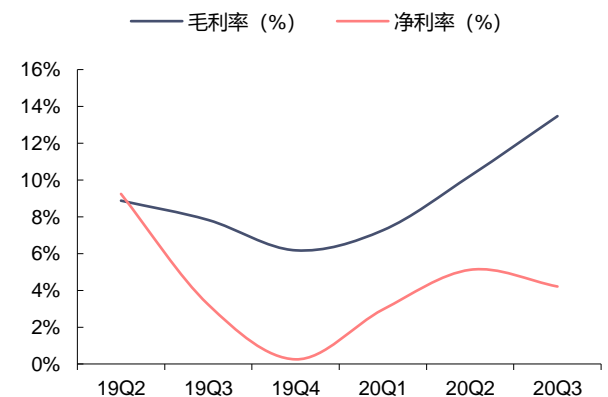
资料来源：信达证券研发中心测算

图 3：TCL 华星小尺寸产能情况


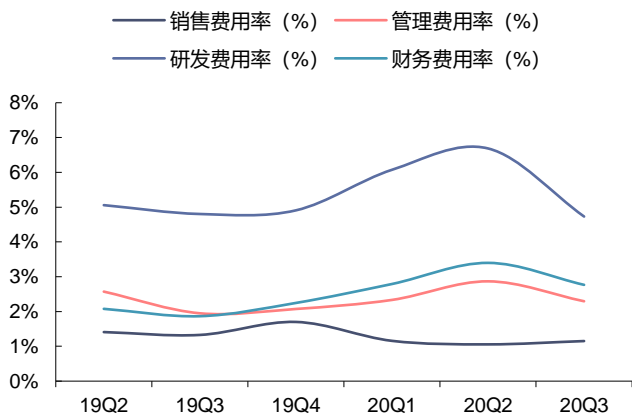
资料来源：信达证券研发中心测算

图 4：TCL 科技营收及利润表现


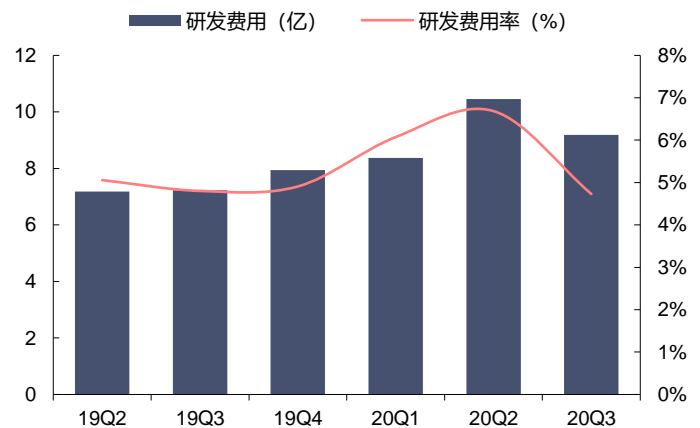
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 5：TCL 科技利润率表现


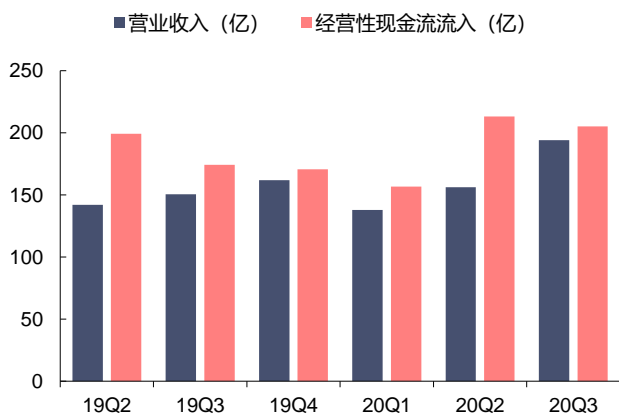
资料来源：Wind, 信达证券研发中心

图 6: TCL 科技期间费用率情况


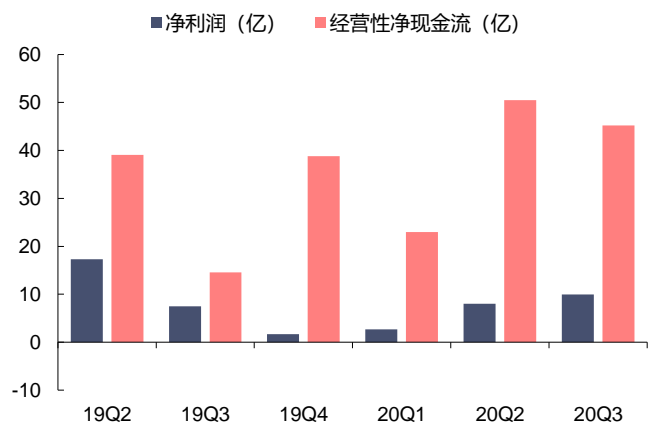
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: TCL 科技研发费用情况 (亿元)


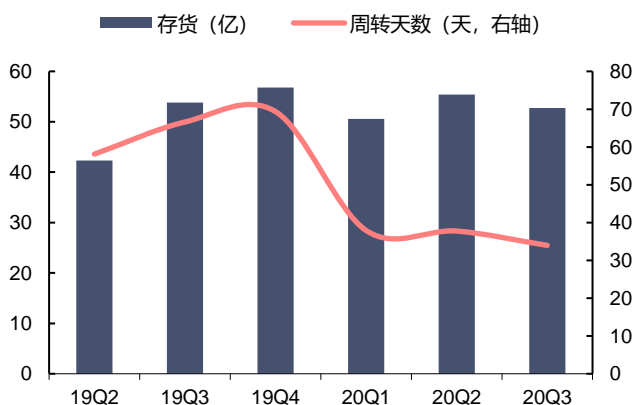
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: TCL 科技营收与经营性现金流流入 (亿元)


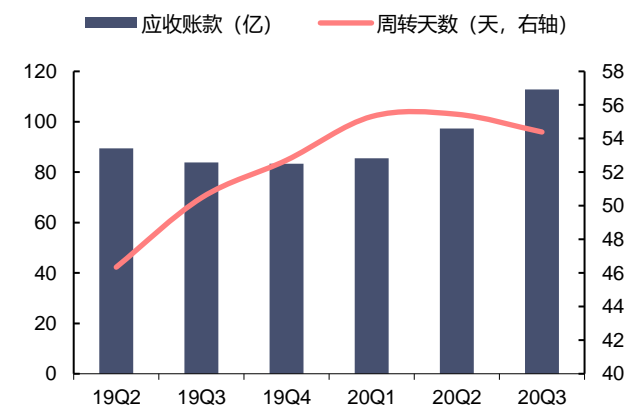
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: TCL 科技净利润与经营性净现金流 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: TCL 科技存货情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: TCL 科技应收账款情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	803.08	481.56	429.32	524.27	755.12
货币资金	268.01	186.48	176.13	160.64	336.19
应收票据	42.72	2.29	2.18	3.28	3.85
应收账款	136.04	83.40	79.40	119.74	140.52
预付账款	11.95	3.64	3.38	4.82	5.65
存货	198.88	56.78	48.85	69.54	81.52
其他	145.47	148.96	119.37	166.24	187.39
非流动资产	1,124.56	1,166.89	1,228.70	1,426.83	1,354.47
长期股权投资	169.57	171.94	171.94	171.94	171.94
固定资产(合计)	359.83	454.59	584.25	667.69	717.30
无形资产	59.55	56.85	51.16	46.00	41.44
其他	535.61	483.51	421.36	541.19	423.79
资产总计	1,927.64	1,648.45	1,658.02	1,951.09	2,109.58
流动负债	788.35	430.58	425.32	588.74	604.12
短期借款	132.41	120.70	91.92	187.21	162.69
应付票据	30.93	17.20	15.98	22.75	26.66
应付账款	239.23	115.49	107.27	152.70	179.00
其他	385.79	177.19	210.14	226.07	235.77
非流动负债	530.57	579.04	528.10	539.63	546.44
长期借款	368.65	385.12	385.12	385.12	385.12
其他	161.92	193.92	142.98	154.51	161.32
负债合计	1,318.92	1,009.62	953.41	1,128.37	1,150.56
少数股东权益	303.77	337.71	354.53	390.39	431.83
归属母公司股东权益	304.94	301.12	350.08	432.33	527.20
负债和股东权益	1,927.64	1,648.45	1,658.02	1,951.09	2,109.58

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1134.47	750.78	714.74	1077.90	1264.96
同比(%)	1.54%	-33.82%	-4.80%	50.81%	17.35%
归属母公司净利润	34.68	26.18	42.33	90.28	104.29
同比(%)	30.17%	-24.52%	61.69%	113.30%	15.52%
毛利率(%)	18.37%	11.64%	13.79%	18.63%	18.72%
ROE%	11.51%	8.64%	13.00%	23.08%	21.74%
EPS(摊薄)(元)	0.26	0.19	0.31	0.67	0.77
P/E	29	38	24	11	10
P/B	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11.67	12.09	10.72	7.00	6.12

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,134.47	750.78	714.74	1,077.90	1,264.96
营业成本	926.06	663.37	616.16	877.11	1,028.16
营业税金及附加	6.61	3.31	3.15	4.74	5.56
销售费用	88.87	28.57	7.86	11.83	13.89
管理费用	43.00	18.95	18.04	27.16	31.87
研发费用	46.78	33.97	32.34	48.67	57.12
财务费用	9.73	12.49	9.28	9.24	8.79
减值损失合计	15.23	-8.23	-7.58	-9.56	-9.35
投资净收益	21.67	34.43	25.51	28.70	30.37
其他	21.05	6.99	3.83	1.33	0.97
营业利润	40.92	39.77	64.83	138.74	160.26
营业外收支	8.52	0.79	0.75	1.13	1.33
利润总额	49.44	40.56	65.58	139.88	161.59
所得税	8.79	3.98	6.44	13.73	15.86
净利润	40.65	36.58	59.14	126.15	145.73
少数股东损益	5.97	10.40	16.82	35.87	41.43
归属母公司净利润	34.68	26.18	42.33	90.28	104.29
EBITDA	144.96	139.61	148.86	243.07	275.07
EPS(当年)(元)	0.26	0.19	0.31	0.67	0.77

会计年度	单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	104.87	114.90	162.29	161.23	216.30
净利润	40.65	36.58	59.14	126.15	145.73
折旧摊销	79.71	82.72	74.00	93.95	104.69
财务费用	15.81	16.33	9.28	9.24	8.79
投资损失	-0.40	-21.67	-34.43	-25.51	-28.70
营运资金变动	-7.94	13.75	50.45	-41.54	-14.25
其它	-1.69	-0.05	-5.07	2.13	1.70
投资活动现金流	-282.31	-317.32	-78.15	-265.67	-4.14
资本支出	-349.66	-235.59	-173.53	-313.69	-51.05
长期投资	278.91	607.89	221.18	5.68	-0.99
其他	-211.56	-689.61	-125.81	42.34	47.90
筹资活动现金流	200.40	119.51	-94.49	88.95	-36.60
吸收投资	-13.66	-15.51	-4.90	8.03	9.43
借款	190.67	0.17	-63.07	10.93	6.15
支付利息或股息	-9.73	-12.49	-3.51	-17.27	-18.22
现金流净增加额	22.96	-82.91	-10.35	-15.49	175.55

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。

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，覆盖半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，覆盖消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。