

2021年03月12日

# 拾阶而上经营拐点显现，估值体系有望重塑

## TCL 科技(000100)

**1、事件:**2020年公司营业收入766.8亿，同比增长33.9%；净利润50.7亿，同比增长38.5%；归母净利润43.9亿，同比增长67.6%。第四季度归母利润23.6亿元，环比增长189.2%。

**2. 大尺寸面板量价齐升，中小尺寸稳健经营，半导体材料实现超预期；**

**3. 涨价带动下毛利持续改善，低库存运营，经营杠杆可控；**

### 4、大判断：

#### 1) 持续看好面板大周期，行业估值定位成长

TV面板从需求量角度看未来仍会持续保持稳健，大尺寸化仍是行业大趋势，我们判断未来TV面板保持每年1寸左右的增加，对于面板产能消化客观。

但是，从目前面板产能及产线建设情况下，未来5年面板的新增供给几乎没有增长，从供需周期看，未来TV面板供需关系会维持稳定，面板价格不会出现16-19年供大于求的状态，产业呈现成长属性。

#### 2) 内生外延并举，产能步入高速成长期；产品结构持续优化，盈利能力有望快速提升

TCL华星内生增长及外延式并购，产能步入高速成长期：T7(G11)工厂一期已开始投产，苏州三星LCD显示将于第二季度交割并表，LCD面板产量和营收将显著增长，我们判断未来一年TV面板产能增速超过50%。

主动优化业务结构，TV面板高端化、大尺寸化，带动公司盈利能力持续改善；IT及中小尺寸产品收入占比有望快速提升，公司未来5年将会成长成面板全品类供应商，持续扩大收入来源。

### 5、业绩预测与投资建议

考虑到公司长期大尺寸面板格局确定性以及产能增速，我们调整公司盈利能力，预计2021-2022年公司归母净利润由90.9亿元、108.4亿元调整至89.0亿元、128.7亿元，预计2023年归母净利润161.6亿元，对应现价PE分别为14.3X/9.9X/7.9X，维持“增持”评级。

### 6、风险提示

TV面板价格大幅下滑；电视需求持续放缓；小尺寸面板竞争激烈；扩张太快公司现金流紧张；中环并表商誉风险。

### 评级及分析师信息

**评级:** 增持  
**上次评级:** 增持  
**目标价格:**  
**最新收盘价:** 9.06

**股票代码:** 000100  
**52周最高价/最低价:** 10.25/4.03  
**总市值(亿)** 1,271.19  
**自由流通市值(亿)** 1,168.53  
**自由流通股数(百万)** 12,897.65



#### 分析师：宋辉

邮箱：songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话：

#### 分析师：柳珏廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119060016

联系电话：

#### 分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

联系电话：

华西通信&电子联合覆盖

#### 相关研究

- 【华西通信】TCL科技(000100)业绩预告点评：单季度盈利有望创新高，长期持续高速增长  
2021.01.12
- 【华西通信】TCL科技(000100)季报点评：Q3超预期，持续看好公司业绩大幅改善  
2020.10.29
- 【华西通信】TCL科技(000100)半年报点评：收购苏州三星线，产能、价格双升龙头确认  
2020.08.30

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	74,933	76,830	101,289	132,358	154,717
YoY (%)	-33.9%	2.5%	31.8%	30.7%	16.9%
归母净利润(百万元)	2,618	4,388	8,904	12,865	16,156
YoY (%)	-24.5%	67.6%	102.9%	44.5%	25.6%
毛利率 (%)	11.5%	13.8%	19.1%	19.8%	20.4%
每股收益 (元)	0.19	0.31	0.63	0.92	1.15
ROE	8.7%	12.9%	20.7%	23.0%	22.4%
市盈率	48.56	28.97	14.28	9.88	7.87

资料来源：wind，华西证券研究所

## 1. 事件：

公司公告 2020 年度业绩：按 2019 年重组后同口径，公司营业收入 766.8 亿，同比增长 33.9%；净利润 50.7 亿，同比增长 38.5%；归母净利润 43.9 亿，同比增长 67.6%。

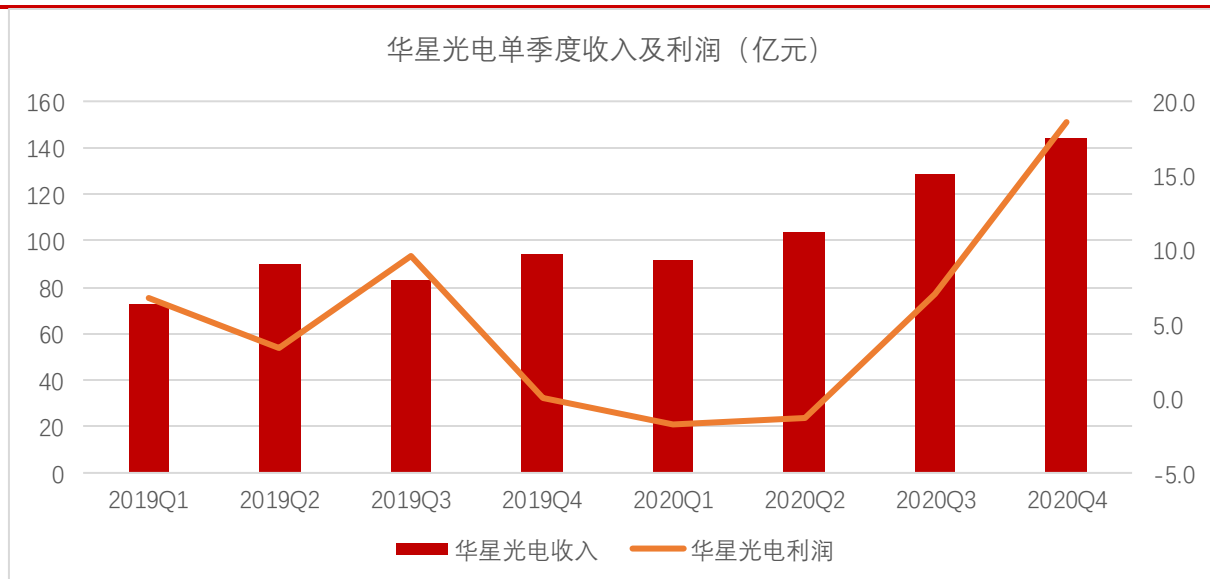
公司第四季度实现归属上市公司股东净利润 23.6 亿元，同比提升 23.2 亿元，环比增长 189.2%。主要得益于面板价格及规模提升、产品结构优以及中环半导体纳入合并报表范围。

## 2. 大尺寸面板量价齐升，中小尺寸稳健经营，半导体材料实现超预期增长

### 2.1. TV 面板量价齐升，中小尺寸提质增效成效显著，半导体显示业务进入高速增长拐点

TV 面板涨价带动下，半导体显示业务进入高速增长拐点：TCL 华星实现营业收入 467.7 亿元，同比增长 37.6%，净利润 24.2 亿元，同比增长 151.1%，其中第四季度实现净利润 18.6 亿元，同比改善 21.9 亿元。

图 1 华星光电单季度收入及利润情况（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

其中：大尺寸经营业绩达成较好，营收/利润大幅增长：大尺寸业务保持效率效益全球领先，规模优势继续扩大，市场地位进一步提升。t1、t2 和 t6 工厂保持满销满产，t7 工厂顺利投产。公司在 TV 面板市场份额提升至全球第二，55 吋产品份额全球第一，32 吋产品份额全球第二，65 吋和 75 吋产品份额目前已跃居全球第二；商用显示领域，交互白板出货量跃居全球第一，轨道交通、电竞等产品市场份额快速提升。

中小尺寸下半年经营提质增效初见成效：LTPS 中尺寸转型初现成效，客户由 1 家增至 6 家；模组出货比例提升；t3 产线实现 LTPS 手机面板出货量全球第三，中尺寸业务导入多家高端笔电、平板及车载显示的品牌客户，业务快速突破，LTPS 笔电面板出货量居全球第二。t4 柔性 AMOLED 产线一期实现满产，二期和三期设备在陆续搬入；OLED 下半年良率爬坡速度较快，成功打入三星供应体系。

## 2.2. 半导体光伏稳健，半导体材料量、利超预期增长

中环半导体实现营业总收入 190.6 亿元，同比增长 12.8%，净利润 14.8 亿元，同比增长 17.0%，公司已于 2020 年第四季度将其纳入合并报表范围。

其中半导体光伏业务收入 139.5 亿元，同比增长 7%，光伏领域 210 联盟生态圈基本形成，G12 技术路线得到全行业认可，行业需求不断扩大，电池、组件技术有序推进，全球化道路更进一步；

半导体材料业务收入 13.5 亿，同比增长 23%。半导体材料产品开发与客户认证加速，关键技术、产品取得重大突破，产品对标国际领先。

## 2.3. 产业金融及投资，持续赋能主业，贡献稳健投资收益

TCL 资本在新型显示、半导体及相关产业链、核心材料和工艺设备等驱动科技产业发展的关键领域发掘投资布局的机会，推进技术业务协同，兼创投资收益。

其中，TCL 创投管理的基金规模超过 90 亿元人民币，累计投资 126 个项目，目前持有宁德时代、帝科股份、寒武纪等上市公司股票，以及腾远钴业、尚太科技、翱捷科技和格科微电子等公司的股权。

我们判断，公司产业金融及投资业务每年贡献利润 10 亿以上，投资收益稳健。

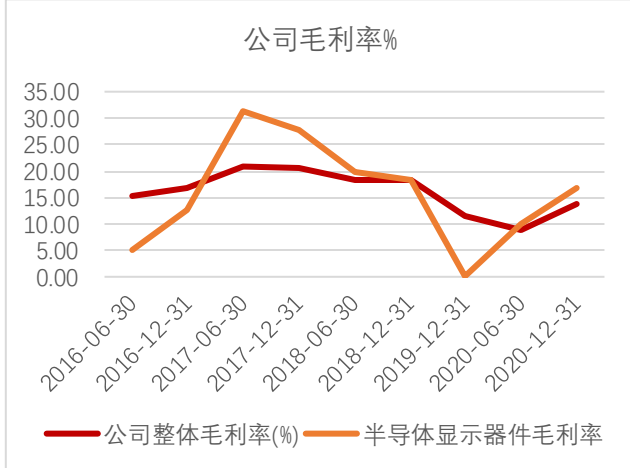
## 3. 涨价带动下毛利持续改善，低库存运营，经营杠杆可控

### 3.1. 涨价带动下，公司毛利持续攀升

2020 年 Q4 开始，半导体显示产业在历史底部迎来了周期拐点，2020 年 6 月以来，大尺寸面板价格持续上涨，行业盈利能力逐步恢复，公司毛利率在半导体显示业务带动下持续攀升，成为带动公司进入盈利拐点。

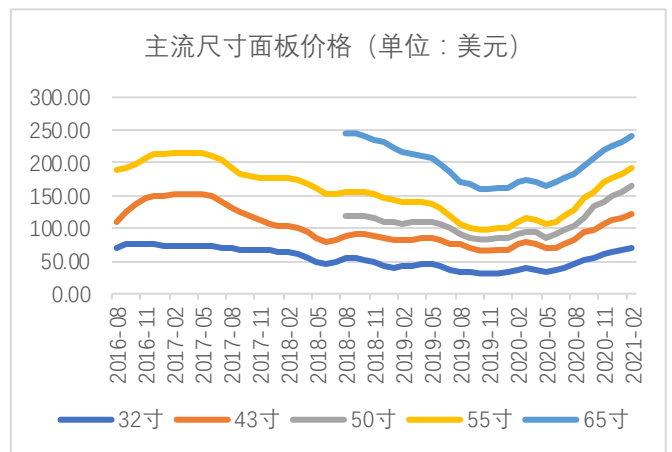
销售费用及管理费用方面，由于受到业务剥离及中环并表影响，2020 年两项指标同比、环比不具备可比性。由于公司产品性质和定位，未来公司销售费用预计不会大幅增长；管理费用层面随着中环整合，预计稳健。

图 2 华星光电季度收入及利润



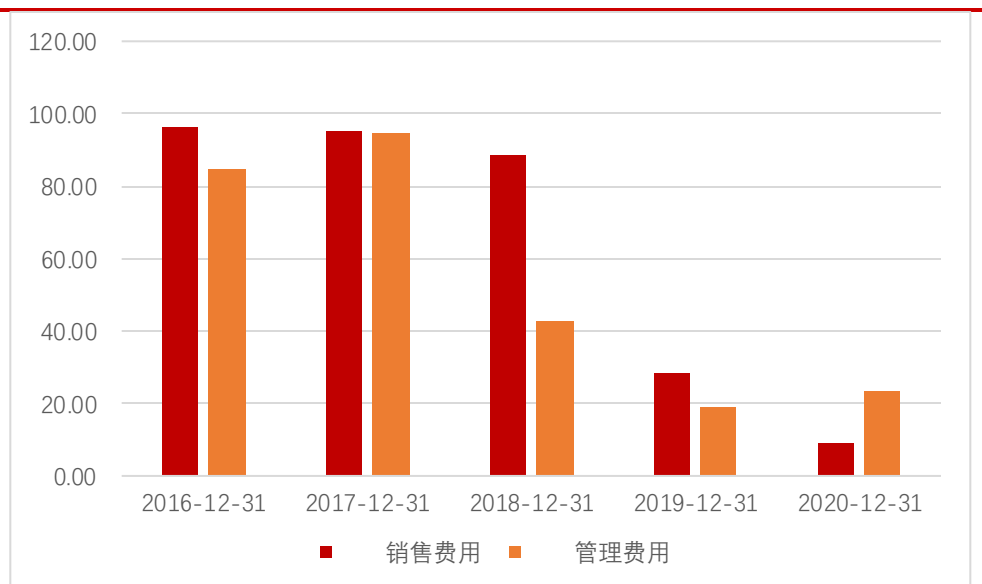
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 3 国内面板价格趋势



资料来源: HIS, 华西证券研究所

图 4 公司销售费用及管理费用 (单位亿元)



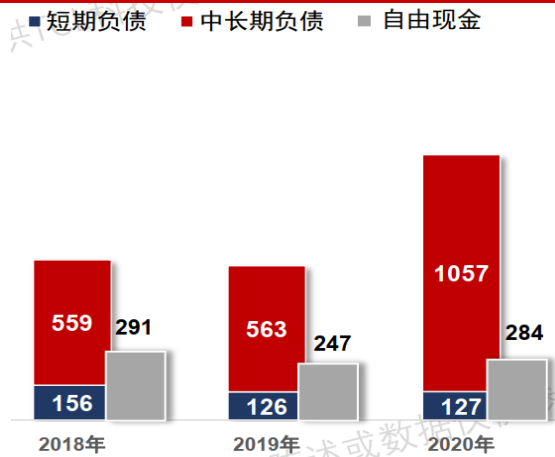
资料来源: wind, 华西证券研究所

### 3.2. 逆势扩张, 长期负债及财务费用大幅增长, 经营现金充裕, 流动性良好

面板周期底部, 公司逆势扩张, 资金需求比较大: 2020 年公司负债上升较快, 但是多为长期负债, 带动公司财务费用快速上升。

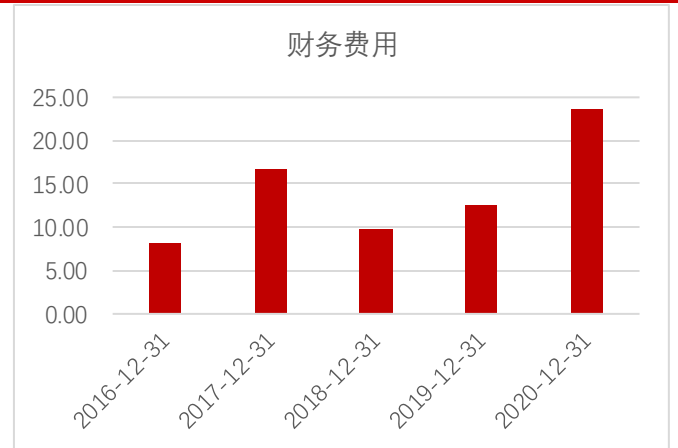
公司自有现金流 284 亿元, 短期负债 127 亿元, 资本结构稳健, 经营现金充裕, 保持良好流动性, 兑付压力不大。

图 5 公司负债情况 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 公司财务费用 (亿元)



资料来源：wind，华西证券研究所

### 3.3. 原材料存货水平提升较快，产成品存货稳健验证供需两旺

面板关键上游原材料涨价情况下，公司原材料库存增加显著，原材料备货充足，支撑公司产能快速扩张。

在公司产能快速扩张的背景下，产成品库存低增长，验证半导体显示尤其是大尺寸 TV 面板业务供需两旺。

图 7 公司存货情况 (单位: 千元)

	2020 年 12 月 31 日		
	账面 余额	存货跌 价准备	账面 价值
原材料	2,698,477	196,354	2,502,123
在产品	1,900,684	213,991	1,686,693
产成品	4,606,092	273,232	4,332,860
周转材料	317,162	3,880	313,282
	<b>9,522,415</b>	<b>687,457</b>	<b>8,834,958</b>
	2020 年 1 月 1 日		
	账面 余额	存货跌 价准备	账面 价值
原材料	1,033,927	129,254	904,673
在产品	760,881	149,624	611,257
产成品	4,112,112	172,044	3,940,068
周转材料	268,086	818	267,268
	<b>6,175,006</b>	<b>451,740</b>	<b>5,723,266</b>

资料来源: wind, 华西证券研究所

## 4. 大判断: 面板行业进入竞争格局重塑周期, 公司产能步入高增长期, 产品结构有望优化, 盈利能力快速提升

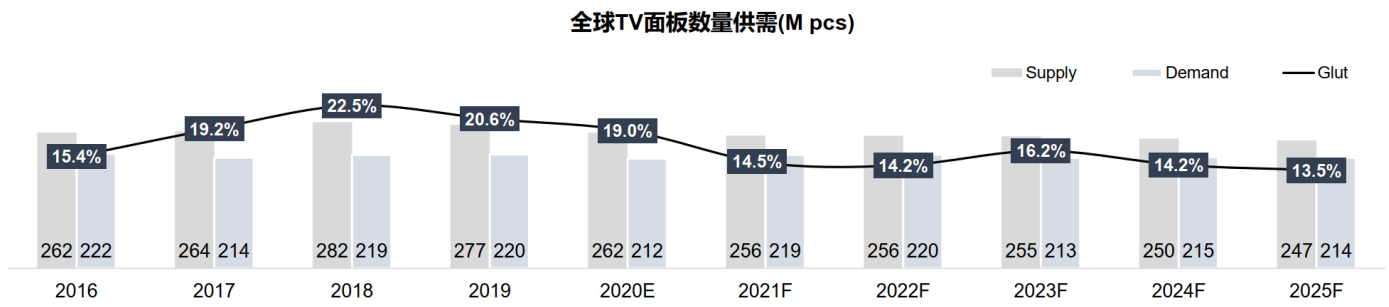
### 4.1. 持续看好面板大周期, 行业估值定位成长

TV 面板从需求量角度看未来仍会持续保持稳健, 大尺寸化仍是行业大趋势, 我们判断未来 TV 面板保持每年 1 寸左右的增加, 对于面板产能消化客观。

但是, 从目前面板产能及产线建设情况下, 未来 5 年面板的新增供给几乎没有增长, 从供需周期看, 未来 TV 面板供需关系会维持稳定, 面板价格不会出现 16-19 年供大于求的状态, 产业呈现成长属性。



图 8 全球面板行业供需判断



资料来源：IHS、Sigmaintell，华西证券研究所

## 4.2. 内生外延并举，产能步入高速成长期；产品结构持续优化，盈利能力有望快速提升

TCL 华星内生增长及外延式并购，产能步入高速成长期：T7（G11）工厂一期已开始投产，苏州三星 LCD 显示将于第二季度交割并表，LCD 面板产量和营收将显著增长，我们判断未来一年 TV 面板产能增速超过 50%。

主动优化业务结构，TV 面板高端化、大尺寸化，带动公司盈利能力持续改善；IT 及中小尺寸产品收入占比有望快速提升，公司未来 5 年将会成长成面板全品类供应商，持续扩大收入来源。

## 5. 业绩预测与投资建议

考虑到公司长期大尺寸面板格局确定性以及产能增速，我们调整公司盈利能力，预计 2021-2022 年公司归母净利润由 90.9 亿元、108.4 亿元调整至 89.0 亿元、128.7 亿元，预计 2023 年归母净利润 161.6 亿元，对应现价 PE 分别为 14.3X/9.9X/7.9X，维持“增持”评级。

## 6. 风险提示

TV 面板价格大幅下滑；电视需求持续放缓；小尺寸面板竞争激烈；扩张太快公司现金流紧张；中环并表商誉风险。



## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	76,830	101,289	132,358	154,717	净利润	5,065	10,118	14,619	18,359
YoY (%)	2.5%	31.8%	30.7%	16.9%	折旧和摊销	10,545	12,131	10,131	10,131
营业成本	66,242	81,951	106,090	123,083	营运资金变动	1,138	-767	5,662	1,787
营业税金及附加	301	395	516	603	经营活动现金流	16,698	23,265	32,208	32,065
销售费用	887	1,114	1,456	1,702	资本开支	-33,077	-9,287	1,893	2,304
管理费用	2,370	2,583	3,375	3,945	投资	-6,879	0	0	0
财务费用	2,357	4,810	4,733	4,619	投资活动现金流	-38,774	-6,287	4,893	5,304
资产减值损失	-512	99	86	92	股权募资	3,822	0	0	0
投资收益	3,254	3,000	3,000	3,000	债务募资	61,815	0	0	0
营业利润	5,360	10,927	15,787	19,827	筹资活动现金流	22,865	-4,886	-4,886	-4,886
营业外收支	375	0	0	0	现金净流量	571	12,092	32,215	32,484
利润总额	5,735	10,927	15,787	19,827	<b>主要财务指标</b>				
所得税	670	809	1,168	1,467	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	5,065	10,118	14,619	18,359	营业收入增长率	2.5%	31.8%	30.7%	16.9%
归属于母公司净利润	4,388	8,904	12,865	16,156	净利润增长率	67.6%	102.9%	44.5%	25.6%
YoY (%)	67.6%	102.9%	44.5%	25.6%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.31	0.63	0.92	1.15	毛利率	13.8%	19.1%	19.8%	20.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	6.6%	10.0%	11.0%	11.9%
货币资金	21,709	33,801	66,016	98,500	总资产收益率 ROA	1.7%	3.3%	4.3%	4.9%
预付款项	1,356	1,064	1,774	1,828	净资产收益率 ROE	12.9%	20.7%	23.0%	22.4%
存货	8,835	8,972	12,882	14,211	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	33,789	35,942	43,498	46,725	流动比率	<b>0.92</b>	<b>1.10</b>	<b>1.38</b>	<b>1.67</b>
流动资产合计	65,688	79,778	124,170	161,263	速动比率	0.77	0.96	1.21	1.50
长期股权投资	24,047	24,047	24,047	24,047	现金比率	0.31	0.47	0.73	1.02
固定资产	92,830	86,871	75,900	64,935	资产负债率	65.1%	62.8%	62.0%	59.2%
无形资产	10,054	16,928	18,801	20,675	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	192,220	189,480	177,546	165,209	总资产周转率	0.30	0.38	0.44	0.47
资产合计	257,908	269,258	301,716	326,472	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	12,264	12,264	12,264	12,264	每股收益	0.31	0.63	0.92	1.15
应付账款及票据	21,195	21,307	30,763	33,846	每股净资产	2.43	3.07	3.98	5.13
其他流动负债	37,558	38,677	47,060	50,373	每股经营现金流	1.19	1.66	2.30	2.29
流动负债合计	71,017	72,248	90,087	96,483	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	73,589	73,589	73,589	73,589	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	23,245	23,245	23,245	23,245	PE	28.97	14.28	9.88	7.87
非流动负债合计	96,835	96,835	96,835	96,835	PB	2.91	2.96	2.27	1.76
负债合计	167,851	169,083	186,922	193,318					
股本	14,031	14,031	14,031	14,031					
少数股东权益	55,949	57,163	58,918	61,121					
股东权益合计	90,057	100,175	114,794	133,154					
负债和股东权益合计	257,908	269,258	301,716	326,472					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

宋辉：3年电信运营商及互联网工作经验，4年证券研究经验，主要研究方向电信运营商、电信设备商、5G产业、光通信等领域。

柳珏廷：理学硕士，2年证券研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。