

TCL 科技 (000100.SZ)

面板行业高景气，公司迎来周期拐点

投资评级

买入

首次评级

基本数据 (基于 2021-03-12 收盘数据)

| | |
|--------------|---------------|
| 所属行业 | 电子 显示器件 III |
| 股价(元) | 9.34 |
| 总市值(亿元) | 1310.48 |
| 流通市值(亿元) | 1204.64 |
| 总股本(亿股) | 140.31 |
| 流通股本(亿股) | 128.98 |
| 12 个月价格区间(元) | 4.03/10.25 |

股价表现



| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 12.47 | 29.72 | 43.58 |
| 绝对收益 | 2.98 | 34.00 | 73.84 |

资料来源: Wind, 万和证券研究所

作者

朱琳 分析师
SAC 执业证书: S0380521010001
联系电话: 0755-82830333(121)
邮箱: zhulin@wanhesec.com

相关报告

投资要点

- ◆ **公司发布 2020 年年报:** 公司实现营业收入 766.8 亿, 同比增长 33.9%; 实现净利润 50.7 亿, 同比增长 42.1%; 实现归属于母公司净利润 43.9 亿, 同比增长 67.6%。
- ◆ **显示业务历史底部迎来周期拐点。** TCL 华星实现营业收入 467.7 亿元, 同比增长 37.6%, 实现净利润 24.2 亿元, 同比增长 151.1%。受惠于远程办公、远程教学兴起, 大屏化趋势及体育赛事的拉动, 下游面板需求持续上升, 但芯片和玻璃供应短缺及新产能开工延误, 使得 LCD 面板供应持续偏紧, 考虑到韩厂战略性退出, 预计 2021 年面板价格将维持上行趋势, 并带动公司业绩继续上涨。
- ◆ **收购中环电子, 布局半导体、光伏双赛道。** 2020 年 7 月, 公司公开摘牌中环电子 100% 股份, 并于 2020Q4 并表, 旗下核心子公司中环半导体在 2020 年实现营业总收入 190.6 亿元, 同比增长 12.8%, 净利润 14.8 亿元, 同比增长 17.0%。中环半导体身处半导体、光伏优质双赛道, 全面并表后有望成长为公司业绩增长的新引擎。
- ◆ **投资建议: 首次覆盖“买入”。** 我们预计公司 2021、2022、2023 年 EPS 分别是 0.56 元、0.64 元、0.74 元, 对应 PE 分别 17 倍、15 倍、13 倍。考虑到面板需求的旺盛和产能供给的有限, 2021 年大尺寸面板价格将延续上行趋势, 公司业绩将继续向上。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示:** 终端需求低于预期, 韩厂退出延期, 并购整合不理想。

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 751 | 768 | 1,177 | 1,374 | 1,448 |
| YoY(%) | -33.8 | 2.3 | 53.3 | 16.7 | 5.4 |
| 净利润(亿元) | 26 | 44 | 79 | 90 | 104 |
| YoY(%) | -24.5 | 67.6 | 79.3 | 15.0 | 15.0 |
| 毛利率(%) | 11.6 | 13.8 | 17.3 | 16.9 | 16.6 |
| EPS(摊薄/元) | 0.19 | 0.31 | 0.56 | 0.64 | 0.74 |
| ROE(%) | 8.7 | 12.9 | 19.3 | 20.2 | 20.5 |
| P/E(倍) | 50.1 | 29.9 | 16.7 | 14.5 | 12.6 |
| P/B(倍) | 4.4 | 3.8 | 3.2 | 2.9 | 2.6 |
| 净利率(%) | 3.5 | 5.7 | 6.7 | 6.6 | 7.2 |

资料来源: Wind, 万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

| | |
|---|---|
| 一、面板景气向上，TCL 业绩亮眼..... | 3 |
| (一) 2020 年营业收入增长 33.9%，归母净利润增长 67.6%..... | 3 |
| (二) 显示业务历史底部迎来周期拐点..... | 3 |
| (三) 收购中环电子，布局半导体、光伏双赛道..... | 5 |
| 二、盈利预测和投资建议..... | 5 |
| (一) 收入预测及假设..... | 5 |
| (二) 投资建议：首次覆盖“买入”..... | 6 |
| 风险提示..... | 6 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1 2016-2020 年 TCL 科技 (000100.SZ) 营业收入分析..... | 3 |
| 图 2 2016-2020 年 TCL 科技 (000100.SZ) 归母净利润分析..... | 3 |
| 图 3 2016-2020 年华星光电营业收入分析..... | 4 |
| 图 4 2016-2020 年华星光电净利润分析..... | 4 |
| 图 5 2016-2019 年中环电子营业收入分析..... | 5 |
| 图 6 2016-2019 年中环电子归母净利润分析..... | 5 |
| 表 1 TCL 科技产线一览..... | 4 |
| 表 2 TCL 科技 (00010.SZ) 主营业务收入假设表..... | 6 |

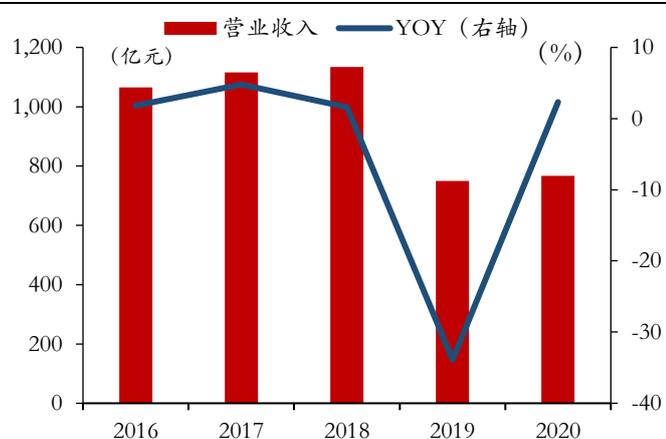
一、面板景气向上，TCL 业绩亮眼

TCL 科技 (000100.SZ) 是全球半导体显示龙头之一，自 2019 年重大资产重组后，剥离终端及配套业务，致力于半导体显示主业，并于 2020 年正式进军半导体及半导体光伏领域。当前，公司已形成了以半导体显示、半导体及半导体光伏、产业金融与资本三大板块为基础的业务架构。

(一) 2020 年营业收入增长 33.9%，归母净利润增长 67.6%

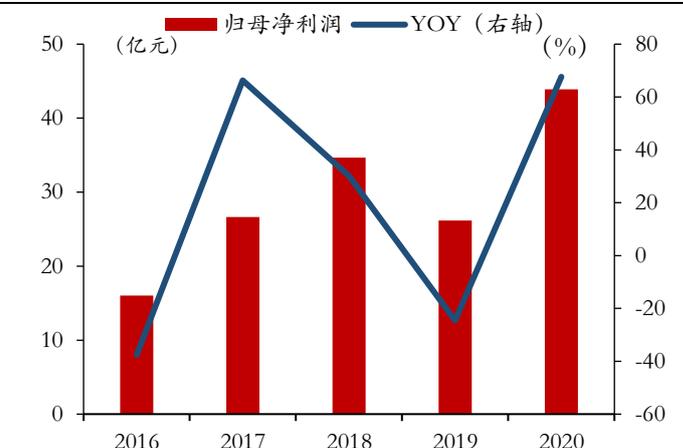
TCL 科技 (000100.SZ) 2020 年年报显示：以 2019 年重组后同口径计算，公司实现营业收入 766.8 亿，同比增长 33.9%；实现净利润 50.7 亿，同比增长 42.1%；实现归属于母公司净利润 43.9 亿，同比增长 67.6%。

图 1 2016-2020 年 TCL 科技 (000100.SZ) 营业收入分析



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 2 2016-2020 年 TCL 科技 (000100.SZ) 归母净利润分析



资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 显示业务历史底部迎来周期拐点

2020 年，TCL 华星实现产品销售面积 2,909.7 万平方米，同比增长 31.2%，实现营业收入 467.7 亿元，同比增长 37.6%，实现净利润 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。

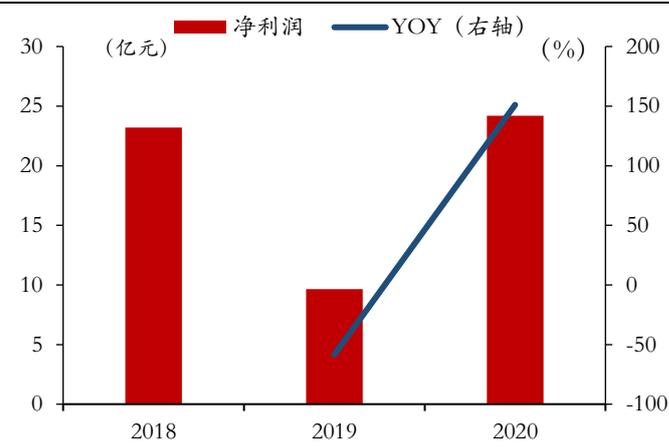
自去年 6 月以来，大尺寸面板价格持续上涨，带动公司盈利能力逐步恢复。受惠于远程办公、远程教学兴起，大屏化趋势及 2021 年体育赛事的拉动，下游面板需求持续上升，但芯片和玻璃供应短缺及新产能开工延误，LCD 面板供应持续偏紧，考虑到韩厂战略性退出，预计 2021 年面板价格将维持上行趋势。

图3 2016-2020年华星光电营业收入分析



资料来源：公司公告，万和证券研究所

图4 2016-2020年华星光电净利润分析



资料来源：公司公告，万和证券研究所

逆周期扩张，规模优势进一步扩大。2020年，华星t1、t2和t6工厂保持满销满产，t7工厂顺利投产，大尺寸业务规模优势持续提高；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，t4柔性AMOLED产线一期实现满产，二期和三期设备在陆续搬入，中小尺寸产品及客户结构持续改善；战略扩展上，公司10.80亿元收购三星显示苏州工厂，将增加一条8.5代线月产能120K的TFT-LCD工厂，进一步提升规模优势。

预计21年，t7产线量产爬坡、t4产线二三期建设，公司对苏州三星工厂的收购完成交割，TCL华星规模增长将超过50%，市场份额及地位将进一步提升。

表1 TCL科技产线一览

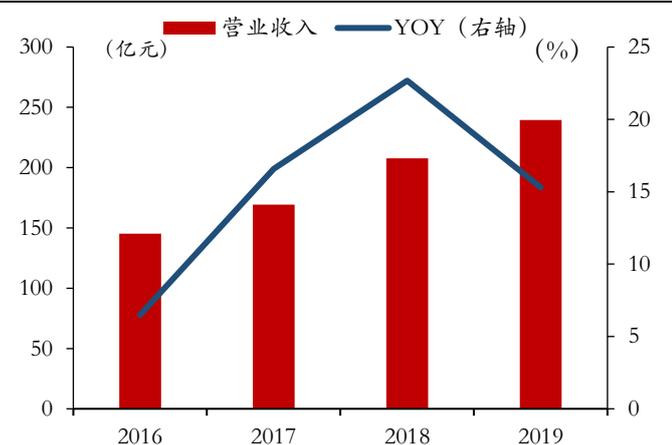
| 产线 | 地址 | 世代 | 技术类型 | 投资金额 | 投产时间 | 产能 (K/月) | 目前状况 | 应用 |
|--------|----|------|----------------------|--------|---------|----------|------------|------------|
| T1 | 深圳 | G8.5 | a-Si LCD | 245 亿 | 2012.08 | 160 | 满产 | 大尺寸 |
| T2 | 深圳 | G8.5 | a-Si LCD | 244 亿 | 2015.04 | 160 | 满产 | 大尺寸 |
| 三星苏州工厂 | 苏州 | G8.5 | - | - | - | 120 | 预计 21Q1 并表 | 大尺寸 |
| T3 | 武汉 | G6 | LTPS LCD | 160 亿 | 2014.02 | 53 | 满产 | 小尺寸 |
| T4 | 武汉 | G6 | AMOLED | 350 亿 | 2014.07 | 45 | 19Q4 量产 | 小尺寸，柔性、折叠屏 |
| T6 | 深圳 | G11 | a-Si/Oxide LCD | 465 亿 | 2018.11 | 98 | 19H2 满产 | 大尺寸 |
| T7 | 深圳 | G11 | a-Si/Oxide LCD/OLE D | 426.8 | 在建 | 100 | 21Q1 量产 | 大尺寸 |
| 惠州华星光电 | 惠州 | - | 模组整机 | 96 亿 | 在建 | 90 | 21Q2 二期封顶 | - |
| 印度华星光电 | 印度 | - | 模组整机 | 15.3 亿 | 在建 | - | 预期 20H1 量产 | - |

资料来源：公司公告，万和证券研究所

(三) 收购中环电子，布局半导体、光伏双赛道

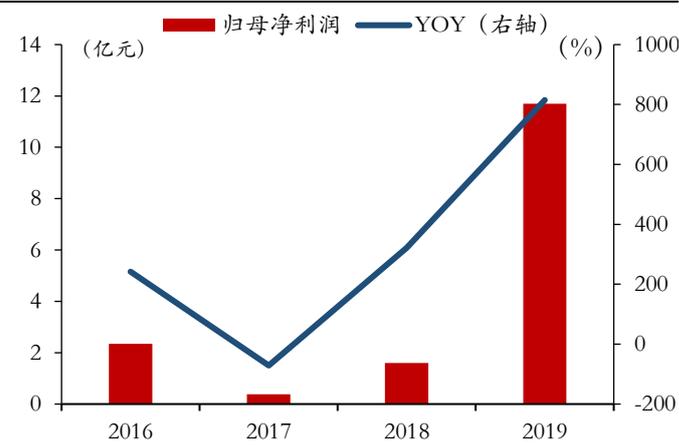
2020年7月，公司收购天津中环电子集团，其持有天津中环半导体股份有限公司（002129.sz）和天津普林电路股份有限公司（002134.sz）控股权，以及中环计算机等业务资产。2020年，中环半导体实现营业总收入190.6亿元，同比增长12.8%，净利润14.8亿元，同比增长17.0%。通过并购，公司战略布局半导体光伏和半导体材料产业赛道。

图5 2016-2019年中环电子营业收入分析



资料来源：wind，万和证券研究所

图6 2016-2019年中环电子归母净利润分析



资料来源：wind，万和证券研究所

中环半导体身处半导体、光伏优质双赛道，主要从事光伏硅片与半导体硅片的研发与生产，硅材料作为半导体产业最为基础的材料，无论中环所处的光伏新能源产业或是半导体产业，都十分契合TCL寻找新增长动能的核心诉求，随着公司对其产业协同、运营效率优化等一系列战略及运营安排的落地，中环发展空间将进一步打开，逐步成长为TCL科技业绩增长的主引擎之一。

二、盈利预测和投资建议

(一) 收入预测及假设

我们对公司2021-2023年的主营业务收入假设如下：

1. 显示业务：通过内生外延，规模持续扩展，预计2021、2022、2023年营收增速分别为30%、20%、-2%，毛利率受益于面板价格上涨趋势，2021年攀至20%，随后稍有下跌；
2. 半导体光伏及半导体材料：因2021年中环电子全面并表，预计21年营收增速380%，营收高于2019年水平，随着业务的整合完善，2022、2023年营收增速分别为20%、20%，2021、2022、2023年毛利率分别为22.5%、21.5%、21%。

3. 电子产品分销及其他项:电子产品分销每年营收5%的增速,毛利率保持不变;其他项基本维持不变。

表2 TCL科技(00010.SZ)主营业务收入假设表

| 分类 | | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 半导体显示及材料 | 营业收入(亿元) | 339.9 | 467.7 | 607.9 | 729.5 | 714.9 |
| | 同比增长 | 23.4% | 37.6% | 30.0% | 20.0% | -2.0% |
| | 毛利率 | | 16.9% | 20.0% | 19.0% | 18.5% |
| | 毛利(亿元) | | 79.0 | 121.6 | 138.6 | 132.3 |
| 电子产品分销 | 营业收入(亿元) | | 225.2 | 236.4 | 248.3 | 260.7 |
| | 同比增长 | | 8.1% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 毛利率 | | 3.5% | 3.5% | 3.5% | 3.5% |
| | 毛利(亿元) | | 7.8 | 8.2 | 8.6 | 9.0 |
| 中环电子 | 营业收入(亿元) | 239.4 | 65.8 | 316.0 | 379.2 | 455.0 |
| | 同比增长 | | | 380.0% | 20.0% | 20.0% |
| | 毛利率 | 22.2% | 22.0% | 22.5% | 21.5% | 21.0% |
| | 毛利(亿元) | | 14.5 | 71.1 | 81.5 | 95.6 |
| 其他及合并抵消 | 营业收入(亿元) | | 17.1 | 17.1 | 17.1 | 17.1 |
| | 同比增长 | | -91.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| | 毛利率 | | 19.3% | 19.3% | 19.3% | 19.3% |
| | 毛利(亿元) | | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 合计 | 营业收入(亿元) | 750.8 | 768.3 | 1177.5 | 1374.1 | 1447.7 |
| | 同比增长 | | 2.3% | 53.3% | 16.7% | 5.4% |
| | 毛利率 | 11.5% | 13.6% | 17.3% | 16.9% | 16.6% |
| | 毛利(亿元) | 86.1 | 104.6 | 204.2 | 232.0 | 240.2 |

资料来源:wind, 万和证券研究所

备注:20年中环电子营收及毛利率为预估值

(二) 投资建议:首次覆盖“买入”

我们预计公司2021、2022、2023年EPS分别是0.56元、0.64元、0.74元,对应PE分别17倍、15倍、13倍。考虑到面板需求的旺盛和产能供给的有限,2021年大尺寸面板价格将延续上行趋势,公司业绩将继续向上。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

终端需求低于预期,韩厂退出延期,并购整合不理想。

财务报表与财务指标

| 资产负债表(亿元) | | | | | 利润表(亿元) | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|--------|---------|---------|---------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 656.88 | 921.38 | 955.79 | 1024.22 | 营业收入 | 768.30 | 1177.48 | 1374.09 | 1447.75 |
| 现金 | 217.09 | 329.70 | 384.75 | 405.37 | 营业成本 | 662.42 | 973.30 | 1142.05 | 1207.59 |
| 应收票据及应收账款 | 161.31 | 276.47 | 247.14 | 288.55 | 税金及附加 | 3.01 | 5.55 | 5.97 | 6.26 |
| 预付款项 | 13.56 | 9.87 | 18.13 | 11.88 | 销售费用 | 8.87 | 25.90 | 32.80 | 31.85 |
| 存货 | 88.35 | 124.89 | 125.32 | 139.25 | 管理费用 | 23.70 | 31.79 | 34.35 | 31.85 |
| 其他流动资产 | 123.58 | 123.58 | 123.58 | 123.58 | 研发费用 | 44.03 | 57.70 | 57.71 | 57.91 |
| 非流动资产 | 1922.20 | 1911.92 | 1871.14 | 1791.56 | 财务费用 | 23.57 | 25.71 | 22.19 | 17.90 |
| 长期投资 | 240.47 | 240.47 | 240.47 | 240.47 | 资产减值损失 | -5.12 | -4.50 | -5.84 | -5.15 |
| 固定资产 | 928.30 | 893.50 | 852.36 | 806.97 | 信用减值损失 | -0.65 | -0.48 | -0.48 | -0.54 |
| 在建工程 | 315.08 | 343.18 | 369.59 | 347.41 | 公允价值变动收益 | 6.73 | 1.69 | 0.32 | -0.78 |
| 无形资产 | 121.58 | 115.46 | 106.34 | 97.22 | 投资净收益 | 32.54 | 33.48 | 33.48 | 33.17 |
| 其他非流动资产 | 180.65 | 180.65 | 180.65 | 180.65 | 其他收益 | 17.71 | 19.63 | 18.78 | 18.71 |
| 资产总计 | 2579.08 | 2833.30 | 2826.93 | 2815.78 | 营业利润 | 53.60 | 107.15 | 125.17 | 139.69 |
| 流动负债 | 710.17 | 988.79 | 1014.53 | 1150.32 | 营业外收入 | 4.92 | 5.26 | 3.82 | 4.67 |
| 短期借款 | 122.64 | 154.50 | 230.63 | 292.75 | 营业外支出 | 1.17 | 0.90 | 0.86 | 0.98 |
| 应付票据及应付账款 | 211.95 | 323.43 | 315.20 | 340.74 | 利润总额 | 57.35 | 111.50 | 128.14 | 143.38 |
| 预收账款 | 20.83 | 8.49 | 25.95 | 12.14 | 所得税 | 6.70 | 14.60 | 14.78 | 17.35 |
| 其他流动负债 | 66.49 | 66.49 | 66.49 | 66.49 | 税后利润 | 50.65 | 96.90 | 113.37 | 126.03 |
| 非流动负债 | 968.35 | 859.96 | 763.94 | 535.93 | 少数股东损益 | 6.77 | 18.25 | 22.91 | 22.01 |
| 长期借款 | 916.30 | 807.92 | 711.90 | 483.88 | 归属母公司净利润 | 43.88 | 78.66 | 90.46 | 104.01 |
| 其他非流动负债 | 52.05 | 52.05 | 52.05 | 52.05 | EBITDA | 173.18 | 203.68 | 221.21 | 234.27 |
| 负债合计 | 1678.51 | 1848.75 | 1778.47 | 1686.25 | | | | | |
| 少数股东权益 | 559.49 | 577.74 | 600.65 | 622.66 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 140.31 | 140.31 | 140.31 | 140.31 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 54.42 | 59.69 | 52.16 | 55.42 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 164.62 | 206.82 | 255.34 | 311.14 | 营业收入(%) | 2.33 | 53.26 | 16.70 | 5.36 |
| 归属母公司股东权益 | 341.08 | 406.82 | 447.81 | 506.87 | 营业利润(%) | 34.78 | 99.91 | 16.82 | 11.59 |
| 负债和股东权益总计 | 2579.08 | 2833.30 | 2826.93 | 2815.78 | 归母净利润(%) | 67.63 | 79.25 | 15.00 | 14.99 |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| 现金流量表(亿元) | | | | | 毛利率(%) | 13.78 | 17.34 | 16.89 | 16.59 |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 净利率(%) | 5.71 | 6.68 | 6.58 | 7.18 |
| 经营活动现金流 | 166.98 | 267.85 | 162.69 | 211.28 | ROE(%) | 12.87 | 19.34 | 20.20 | 20.52 |
| 净利润 | 50.65 | 78.66 | 90.46 | 104.01 | ROIC(%) | 7.20 | 7.42 | 8.98 | 9.53 |
| 折旧摊销 | 105.45 | 70.83 | 73.85 | 76.69 | 偿债能力 | | | | |
| 财务费用 | 23.57 | 25.71 | 22.19 | 17.90 | 资产负债率(%) | 65.08 | 65.25 | 62.91 | 59.89 |
| 投资损失 | -32.54 | -33.48 | -33.48 | -33.17 | 流动比率 | 0.92 | 0.93 | 0.94 | 0.89 |
| 营运资本变动 | -104.64 | 106.20 | -13.55 | 24.62 | 速动比率 | 0.80 | 0.81 | 0.82 | 0.77 |
| 其他经营现金流 | 124.50 | 19.93 | 23.23 | 21.23 | 营运能力 | | | | |
| 投资活动现金流 | -387.74 | -46.85 | -11.62 | 37.35 | 总资产周转率 | 0.30 | 0.42 | 0.49 | 0.51 |
| 筹资活动现金流 | 228.65 | -108.39 | -96.02 | -228.01 | 应收账款周转率 | 5.77 | 5.54 | 5.40 | 5.57 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 5.48 | 5.09 | 5.04 | 5.23 |
| 每股指标(元) | | | | | 估值比率 | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.31 | 0.56 | 0.64 | 0.74 | P/E | 29.86 | 16.66 | 14.49 | 12.60 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.19 | 1.91 | 1.16 | 1.51 | P/B | 3.84 | 3.22 | 2.93 | 2.59 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.43 | 2.90 | 3.19 | 3.61 | EV/EBITDA | 12.75 | 11.53 | 10.46 | 9.19 |

资料来源: Wind, 万和证券研究所

本公司具有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。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>