

# 经营效益稳步释放，成长空间持续打开

## TCL 科技(000100)

**1、事件：**公司 2021H1 实现营业收入 743.0 亿元，同比增长 153.3%；实现净利润 92.5 亿元，同比增长 7.65 倍；归属于上市公司股东净利润 67.8 亿元，同比增长 461.5%。

**2、半导体显示板块：同比环比均显著增长，规模效应、结构优化及供应链协同优势进一步强化**

报告期内，TCL 华星实现销售面积 1779.2 万平方米，同比增长 25.3%，半导体显示业务实现营收 408 亿元，同口径同比增长 93.6%，净利润 66.1 亿元，同比增长 67.5 亿元，其中 2021 年第二季度实现净利润 42.1 亿元，环比第一季度增长 76%。

未来预期半导体显示行业竞争格局重塑周期，公司内生+外延产能步入高增长期，估值定位成长属性。我们认为，(1) 中国的面板产业在全球代表最好的效率、最好的定价权（尤其是大尺寸），在未来技术变革中也处于领先地位，是中国真正的核心资产。(2) 面板从过去到未来的供需变化，产业属性从纯周期慢慢变成周期成长+消费，我们认为估值角度有望从 PB 转向 15-20 倍 PE 估值体系，坚信面板的长期投资价值。

**3、半导体光伏及材料业务：新赛道战略初见成效，整体经营稳定性和成长性有望进一步释放**

报告期内，中环半导体实现营收 176.4 亿元，同比增长 104.1%，净利润 18.9 亿元，同比增长 160.6%。

“碳达峰、碳中和”推动清洁能源产业进入高增长阶段。中环半导体身处半导体、光伏优质双赛道，上半年公司对其产业协同、运营效率优化等一系列战略及运营安排逐步落地，中环战略、经营和资源配置能力加强，进一步巩固龙头位置，开始转化可持续、高质量的业绩结果，逐步成为 TCL 科技业绩增长的主动力引擎之一。

**4、毛利率提升及费用端维稳，公司利润逐步释放**

2021Q2 实现毛利率 22.0%，连续多季度毛利率高速增长，一部分系面板价格持续上涨，此外公司并购中环电子等影响。

从费用端看，尽管费用绝对值受业务规模及并购中环电子、茂佳及苏州华星影响有所增长，但整体费用率仍保持稳定。整体利润空间持续释放。

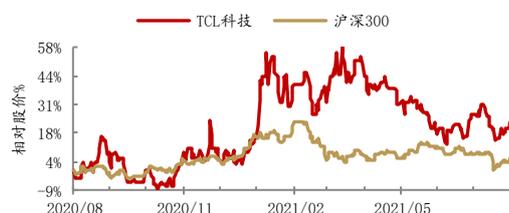
我们认为，公司整体毛利率水平预计在 H2 略有下滑，主要系预计大尺寸面板价格存在淡季回调，但是考虑京东方和 TCL 华星基本掌握产业定价权及产能扩张权，未来行业价格尤其是 34 寸以上的大尺寸面板价格下降幅度较小。同时叠加半导体光伏业务拉动，预计公司整体利润空间有望逐步释放，呈现高速增长属性。

**5、公司规模持续扩大及并购，拉动公司经营现金流净额改善**

### 评级及分析师信息

**评级：** 买入  
**上次评级：** 买入  
**目标价格：**  
**最新收盘价：** 7.88

**股票代码：** 000100  
**52 周最高价/最低价：** 10.38/5.78  
**总市值(亿)** 1,105.63  
**自由流通市值(亿)** 1,017.09  
**自由流通股数(百万)** 12,907.21



**分析师：宋辉**  
邮箱：songhui@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080003  
联系电话：

**分析师：孙远峰**  
邮箱：sunyf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080005  
联系电话：

**分析师：柳珏廷**  
邮箱：liujt@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)深度报告：聚焦高科技、长周期科技赛道，核心产业全球领先  
2021.07.26
- 【华西通信】TCL 科技(000100)公司点评：业绩预告持续超预期，长期投资价值凸显  
2021.07.15
- 【华西通信】TCL 科技(000100)公司点评：行业景气度高点回购，业绩长期增长信心十足  
2021.06.20

**6、投资建议：**面板周期性变弱，面板涨价时间超预期，同时中环半导体光伏行业高成长性，维持盈利预测不变，预计公司归母净利润分别为 122 亿元、156.4 亿元、174.6 亿元，对应现价 PE 估值 9.0/7.1/6.3 倍，维持“买入”评级。

**7、风险提示：**面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险；面板价格涨跌与公司整体收入和盈利情况高度相关，后期面板价格调整过大，导致公司业绩不及预期；先进显示技术快速商用，LCD 面板产能过早淘汰；系统性风险带来中环股份股价大幅下降。

#### 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	129,517	154,537	174,344
YoY (%)	-33.9%	2.5%	68.6%	19.3%	12.8%
归母净利润(百万元)	2,618	4,388	12,244	15,640	17,462
YoY (%)	-24.5%	67.6%	179.0%	27.7%	11.7%
毛利率 (%)	11.5%	13.8%	17.6%	18.9%	18.6%
每股收益 (元)	0.19	0.31	0.87	1.11	1.24
ROE	8.7%	12.9%	26.4%	25.2%	22.0%
市盈率	42.24	25.20	9.03	7.07	6.33

资料来源：wind，华西证券研究所

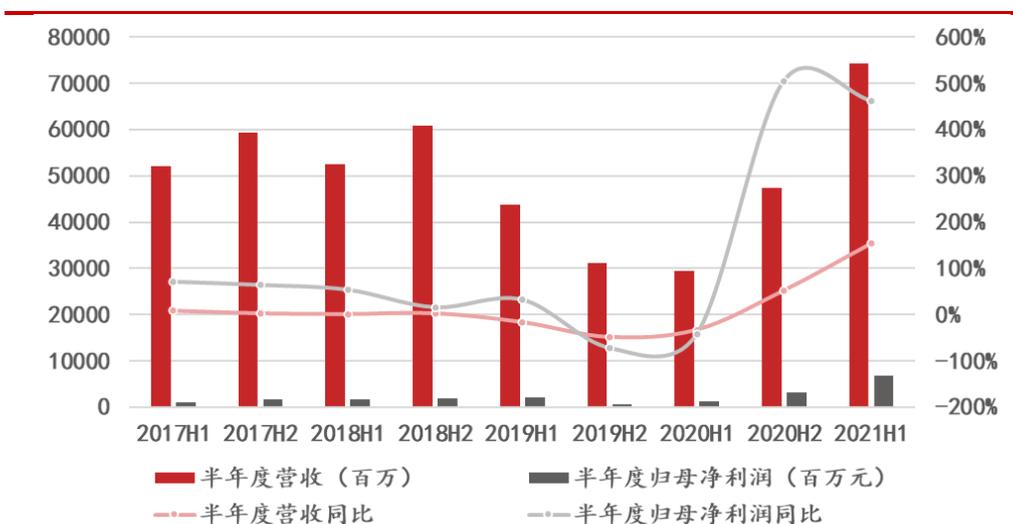
## 1. 事件

公司发布 2021 年半年报，2021H1 公司实现营业收入 743.0 亿元，同比增长 153.3%；实现净利润 92.5 亿元，同比增长 7.65 倍；归属于上市公司股东净利润 67.8 亿元，同比增长 461.5%。

## 2. 半导体显示板块：同比环比均显著增长，规模效应、结构优化及供应链协同优势进一步强化

公司 2021H1 全面超额完成预算，实现营业收入 743.0 亿元，同比增长 153.3%；归属于上市公司股东净利润 67.8 亿元，同比增长 461.5%。

图 1 公司半年度营收及归母净利润情况（百万元）



资料来源：wind，华西证券研究所

### 2.1. 报告期内，得益于行业集中度提升及供需格局改善，上半年面板价格持续上行，同时通过内生增长及外延并购持续扩大规模，TCL 华星业绩高速增长

TCL 华星实现销售面积 1779.2 万平方比，同比增长 25.3%，半导体显示业务实现营收 408 亿元，同口径同比增长 93.6%，净利润 66.1 亿元，同比增长 67.5 亿元，其中 2021 年第二季度实现净利润 42.1 亿元，环比第一季度增长 76%。

其中，大尺寸领域实现量价齐升，规模优势扩大，产品结构优化。TCL 华星 t1、t2 和 t6 产线满销满产，t7 产能爬坡，苏州三星 t10 线于 21Q2 并表，根据公司半年报，公司在 TV 面板市场份额全球第二，55 寸产品份额全球第一，65 寸和 75 寸产品份额全球第二，32 寸产品份额全球第三，在 8K 和 120HZ 高端电视面板市场份额跃居全球第一。同时，在交互白板、拼接屏、广告机等商用显示领域市场份额快速提升，其中交互白板出货量全球第一，大尺寸产品结构进一步优化，非 TV 屏营收占比从 16% 提升至 22%；客户组合进一步优化。

**小尺寸领域技术能力提升，不断丰富产品和客户结构。**此外 t4 柔性 AMOLED 产线一期满产、二三期陆续完成设备搬入，计划凭借折叠、屏下摄像、LTPO 等差异化技术在高端市场丰富产品和客户结构，计划未来出货量实现同比翻倍以上增长。

**中尺寸加速细分领域成长，产能加快建设：**公司通过现有产线调整，加快中尺寸战略布局，t3LTPS 产线加速中尺寸产品开发及导入，笔电、车载、平板等中尺寸出货占比提升至 23%。截至半年报，公司在显示器市场聚焦高端电竞产品，市场份额全球第二，LTPS 笔电面板出货量全球第二，LTPS 平板面板出货量提升至全球第一，车载导入多家国内外头部客户，出货量快速提升。此外，公司正式投建第 8.6 代氧化物半导体新型显示器件生产线 t9，定位于中尺寸高附加值 IT 显示屏、车载、工控等产品生产，预计 2023 年投产。同时，茂佳科技于 Q2 并表，后续可围绕 Mini LED、柔性显示、硬刷显示等新技术方向建立大尺寸 TV 和商用显示、中尺寸 IT 和车载等产品的客制化及一站式服务能力。

表 1 公司 2021H1 半导体显示业务构成

项目	出货面积		出货数量		收入		净利润	
	万平米	同比%	万片/万台	同比%	亿元	同比%	亿元	同比%
大尺寸	1698.8	24.3%	2776.6	20.0%	282.0	131.9%	71.7	1384.6%
中小尺寸	80.4	51.1%	4898.7	25.4%	106.4	44.7%	-3.5	减亏 0.2 亿
茂佳科技（注）	-	-	229.3	-2.1%	35.6	38.1%	1.1	增加 1.2 亿
其他及抵消	-	-	-	-	(16.4)	-	(3.1)	-
合计	-	-	-	-	408	93.6%	66.1	增加 67.5 亿

注：茂佳科技出货数量、收入和净利润为 2021Q2 数据，同比为备考数据  
资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2.2.未来预期半导体显示行业竞争格局重塑周期，公司内生+外延产能步入高增长期，估值定位成长属性

我们认为，未来半导体显示行业预计有以下特征：

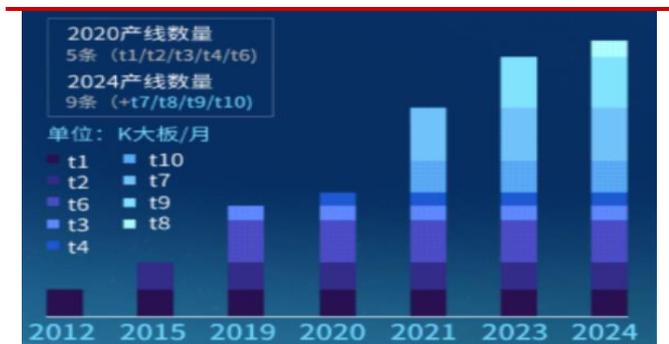
**a) LCD 显示已基本完成向中国大陆的产业转移，55 寸及以上 TV 面板格局相对确定，乐观看待当前大尺寸 TV 面板价格调整幅度：**当前关于面板行业不利影响的噪音过大，历史数据回溯表明，面板供应决定面板价格，目前大尺寸 TV 面板投资门槛提升产业没有新增产能规划，我们判断 55 寸以上 TV 面板价格预期进入价格高位盘整区间，公司产品结构目前已经转向大尺寸，价格调整影响幅度有限。

**b) 内生和外延并举，TCL 华星产能增速全行业最快：**未来公司中大尺寸面板产能来自于苏州三星 t10 8.5 代、深圳 t7 11 代线产能持续爬坡、广州 t9 IT 线新投入。预计到 2022Q1，相比 2020 年底 TCL 华星面板产能将有 50%左右增长，预计未来 5 年 TCL 华星高世代线产能复合增速超过 18%。同时，t4 柔性 AMOLED 产线 1-3 期爬坡满产也将带来显著收入增长。

**c) 公司产品结构持续优化，产品价值提升：**大尺寸 HVA、Mini-LED 背光等技术将会代表高端大尺寸 TV 面板成为未来 TV 面板价值提升的技术路径。公司通过下游终端产业牵引整体行业高端化升级，盈利能力有望持续提升。同时，包括商显、中尺寸笔电及商用显示器及中小尺寸的手机和平板等业务都将有较高增速，补齐公司大、中、小全尺寸业务布局。

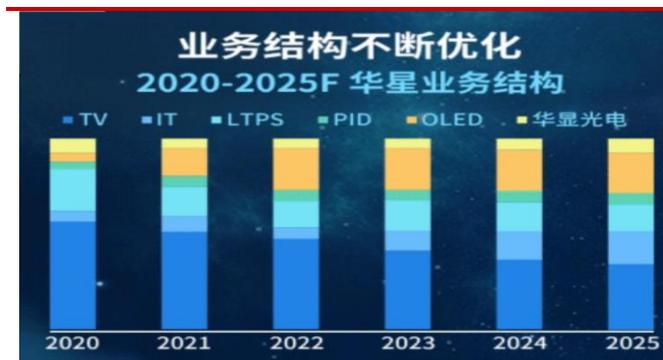
面板行业竞争格局重塑周期，公司内生+外延产能步入高增长期，估值定位成长属性。从目前面板产能及产线建设情况下，京东方和 TCL 华星掌握整个产业定价权及产能扩张权，从供需周期看，未来 TV 面板供需关系会维持稳定，面板价格不会出现 16-19 年供大于求的状态，产业呈现成长属性。

图 2 公司产能规模持续高增长



资料来源：TCL 科技，华西证券研究所

图 3 公司业务结构不断优化



资料来源：TCL 科技，华西证券研究所

我们认为，(1) 中国的面板产业在全球代表最好的效率、最好的定价权（尤其是大尺寸），在未来技术变革中也处于领先地位，是中国真正的核心资产。(2) 面板从过去到未来的供需变化，产业属性从纯周期慢慢变成周期成长+消费，我们认为估值角度有望从 PB 转向 15-20 倍 PE 估值体系，坚信面板的长期投资价值。

### 3. 半导体光伏及材料业务：新赛道战略初见成效，整体经营稳定性和成长性有望进一步释放

报告期内，中环半导体实现营收 176.4 亿元，同比增长 104.1%，净利润 18.9 亿元，同比增长 160.6%。

“碳达峰、碳中和”推动清洁能源产业进入高增成长阶段。其中，中环保导体通过前期技术积累完成产品结构转型，产能规模不断提升，实现光伏业务营收 165.3 亿元，同比增长 106.9%；光伏材料端继续推进 210 产品产销规模，截至报告期末，半导体光伏材料产能较 2020 年末提升超过 55%至 70GW，其中 G12 产能占比约 56%，市场占有率持续提升；光伏组件端，公司以“G12+叠瓦”技术推进大尺寸高功率组件扩张，目前已在江苏地区 G12 高效叠瓦组件项目实现 6GW 产能，天津 G12 高效叠瓦组件项目开始土建，整体产能规模稳步提升。

半导体材料领域，报告期内收入同比增长 65.8%，6/8/12 英寸产品均有所突破，加速产品验证和客户开发进程，获得国内外头部客户高度认可。

中环保导体身处半导体、光伏优质双赛道，上半年公司对其产业协同、运营效率优化等一系列战略及运营安排逐步落地，中环战略、经营和资源配置能力加强，进一步巩固龙头位置，开始转化可持续、高质量的业绩结果，逐步成为 TCL 科技业绩增长的主动引擎之一。

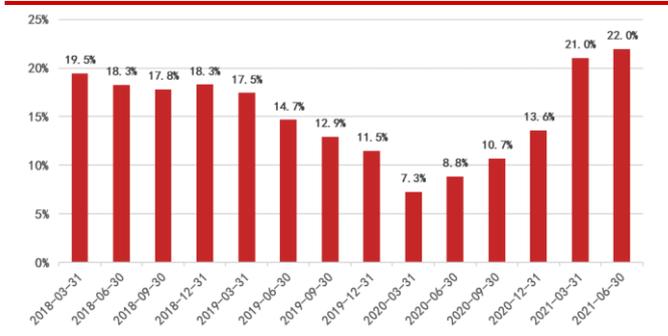
### 4. 毛利率提升及费用端维稳，公司利润逐步释放

毛利率：2021Q2 实现毛利率 22.0%，连续多季度毛利率高速增长，一部分系面板价格持续上涨，此外公司并购中环电子等影响。

从费用端看，尽管费用绝对值受业务规模及并购中环电子、茂佳及苏州华星影响有所增长，但整体费用率仍保持稳定。整体利润空间持续释放。

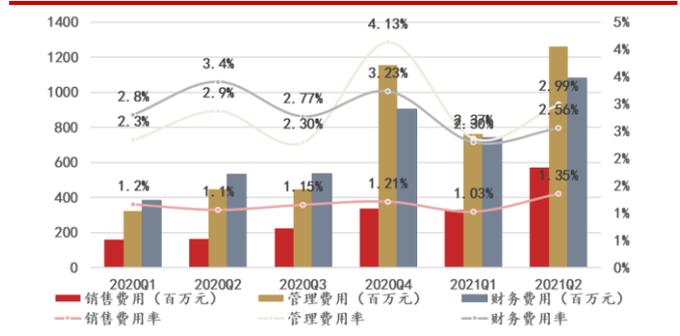
我们认为，公司整体毛利率水平预计在 H2 略有下滑，主要系预计大尺寸面板价格存在淡季回调，但是考虑京东方和 TCL 华星基本掌握产业定价权及产能扩张权，未来行业价格尤其是 32 寸以上的大尺寸面板价格下降幅度较小。同时叠加半导体光伏业务拉动，预计公司整体利润空间有望逐步释放，呈现高速增长属性。

图 4 公司分季度毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 公司分季度三费率情况 (%)

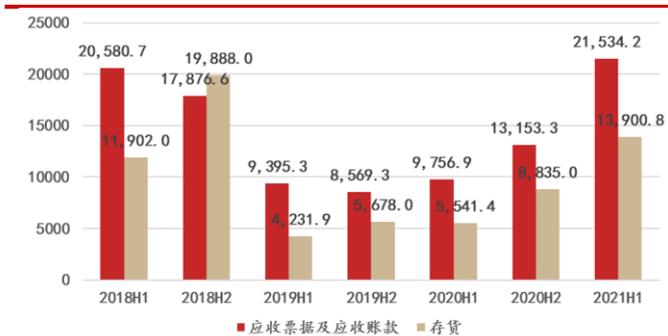


资料来源: wind, 华西证券研究所

## 5. 公司规模持续扩大及并购，拉动公司经营现金流净额改善

公司业绩稳定释放，截至报告期，经营性活动净现金流达到 139.0 亿元，较去年同期增长 89.1%。同时，公司存货和应收票据及应收账款呈现持续增长态势。其中，存货中原材料、在产品 and 产成品账面价值分别呈现 102.7%、66.3%、32.1% 增长，公司整体经营规模持续扩大，相关产成品存货增速相对较小，整体运营备货仍保持较高效率。

图 6 公司存货及应收账款情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 7 公司现金流净额情况 (百万元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

## 6. 投资建议

面板周期性变弱，面板涨价时间超预期，同时中环半导体光伏行业高成长性，维持盈利预测不变，预计公司归母净利润分别为 122 亿元、156.4 亿元、174.6 亿元，对应现价 PE 估值 9.0/7.1/6.3 倍，维持“买入”评级。

## 7. 风险提示

面板价格不稳定性及面板价格回升期的不可预期性风险；面板价格涨跌与公司整体收入和盈利情况高度相关，后期面板价格调整过大，导致公司业绩不及预期；先进显示技术快速商用，LCD 面板产能过早淘汰；系统性风险带来中环股份股价大幅下降。

## 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	129,517	154,537	174,344	净利润	5,065	13,605	17,378	19,403
YoY (%)	2.5%	68.6%	19.3%	12.8%	折旧和摊销	10,545	12,131	10,131	10,131
营业成本	66,242	106,695	125,305	141,965	营运资金变动	1,138	3,743	4,973	1,933
营业税金及附加	301	505	603	680	经营活动现金流	16,698	31,260	34,276	33,253
销售费用	887	1,298	1,705	1,927	资本开支	-33,077	-9,286	1,894	2,305
管理费用	2,370	2,590	3,554	4,010	投资	-6,879	0	0	0
财务费用	2,357	4,796	4,701	4,582	投资活动现金流	-38,774	-6,286	4,894	5,305
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	14,692	18,766	20,953	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	20,088	34,285	33,672
利润总额	5,735	14,692	18,766	20,953					
所得税	670	1,087	1,389	1,551	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	5,065	13,605	17,378	19,403	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	4,388	12,244	15,640	17,462	营业收入增长率	2.5%	68.6%	19.3%	12.8%
YoY (%)	67.6%	179.0%	27.7%	11.7%	净利润增长率	67.6%	179.0%	27.7%	11.7%
每股收益	0.31	0.87	1.11	1.24	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	13.8%	17.6%	18.9%	18.6%
					净利率	6.6%	10.5%	11.2%	11.1%
					总资产收益率 ROA	1.7%	4.3%	4.9%	5.1%
					净资产收益率 ROE	12.9%	26.4%	25.2%	22.0%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	<b>0.92</b>	<b>1.13</b>	<b>1.40</b>	<b>1.68</b>
					速动比率	0.77	0.97	1.22	1.50
					现金比率	0.31	0.49	0.75	1.03
					资产负债率	65.1%	63.7%	62.0%	59.2%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.30	0.45	0.48	0.51
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.31	0.87	1.11	1.24
					每股净资产	2.43	3.30	4.42	5.66
					每股经营现金流	1.19	2.23	2.44	2.37
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	25.20	9.03	7.07	6.33
					PB	2.91	2.74	2.05	1.60

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	21,709	41,797	76,082	109,754
预付款项	1,356	1,385	2,095	2,108
存货	8,835	11,681	15,216	16,391
其他流动资产	33,789	41,037	47,828	50,412
流动资产合计	65,688	95,900	141,221	178,664
长期股权投资	24,047	24,047	24,047	24,047
固定资产	92,830	86,871	75,900	64,935
无形资产	10,054	16,928	18,801	20,675
非流动资产合计	192,220	189,480	177,546	165,209
资产合计	257,908	285,380	318,767	343,873
短期借款	12,264	12,264	12,264	12,264
应付账款及票据	21,195	27,740	36,335	39,038
其他流动负债	37,558	44,879	52,294	55,295
流动负债合计	71,017	84,883	100,892	106,596
长期借款	73,589	73,589	73,589	73,589
其他长期负债	23,245	23,245	23,245	23,245
非流动负债合计	96,835	96,835	96,835	96,835
负债合计	167,851	181,718	197,727	203,431
股本	14,031	14,031	14,031	14,031
少数股东权益	55,949	57,310	59,048	60,988
股东权益合计	90,057	103,662	121,040	140,442
负债和股东权益合计	257,908	285,380	318,767	343,873

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，5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，3年券商研究经验，主要关注5G和云相关产业链研究。

### 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。