

短期承压，长期业绩中枢平稳上涨

TCL 科技(000100)

| | | | |
|--------|-----|--------------|------------|
| 评级: | 买入 | 股票代码: | 000100 |
| 上次评级: | 买入 | 52 周最高价/最低价: | 10.38/5.83 |
| 目标价格: | | 总市值(亿) | 883.93 |
| 最新收盘价: | 6.3 | 自由流通市值(亿) | 813.14 |
| | | 自由流通股数(百万) | 12,907.02 |

事件概述

公司前三季度实现营业收入 1209.3 亿元，同比增长 148.26%；归母净利润 91.0 亿元，同比增长 349.44%，扣非净利润 85.6 亿元，同比增长 895.06%。其中三季度单季度实现营业收入 466.3 亿元，环比增长 10.62%，归母净利润 23.2 亿元，环比降低 47.08%。

分析判断:

► 大尺寸面板价格回落，季度盈利环比下降

2021 前三季度 TCL 华星实现营收 665.6 亿元，同比增长 106%，净利润 97.4 亿元，同比增长 16.2 倍。

其中，大尺寸 TV 价格 8 月起快速回落，单季度净利润率受价格波动影响下滑：报告期内公司大尺寸业务按计划扩大规模，t1、t2 和 t6v 工厂保持满销满产，t7 工厂按计划爬坡，t10（原苏州三星液晶显示工厂）于二季度开始并表，并于 9 月底成为华星全资子公司，自 8 月份大尺寸面板等产品价格快速回落，公司前三季度大尺寸产品收入为 441.4 亿元，净利润为 109.7 亿元（YOY+810%），其中 Q3 单季度大尺寸产品收入和净利润分别为 159.4/38.0 亿元，对应净利润率为 23.8%，较上半年大尺寸产品净利润率 25.4%略低 1.6pct。

小尺寸领域，t4 MOLED 线向二期和三期爬坡，前期研发和产能爬坡固定开支影响，Q3 小尺寸亏损持续扩大，单季度亏损约 4.3 亿元。

我们预计，伴随行业格局优化、及面板总需求稳定年化增长，行业有望由强周期属性逐渐向成长属性靠拢，在 Q4 季节性淡季影响下价格可能持续下探，但整体周期波动性预计将呈现减弱趋势。同时公司通过持续产品结构优化，及加快完善中小尺寸布局，看好公司长期竞争格局改善下业绩中枢平稳上涨。

表 1 公司 2021 前三季度半导体显示业务构成

| 项目 | 出货面积 | | 出货面积 | | 出货数量 | | 出货数量 | |
|---------|---------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|----------|
| | 万平米 | 同比% | 万片/万台 | 同比% | 亿元 | 同比% | 亿元 | 同比% |
| 大尺寸 | 2,721.8 | 31.4% | 4,436.0 | 28.6% | 441.4 | 上升 117% | 109.7 | 上升 810% |
| 中小尺寸 | 125.8 | 29.2% | 7,370.1 | 5.8% | 169.7 | 上升 41% | -7.8 | 下降 5.2 亿 |
| 茂佳科技(注) | - | - | 520.1 | 不适用 | 85.5 | 不适用 | 2.4 | 不适用 |
| 其他及抵消 | - | - | - | - | -31.1 | 不适用 | -6.8 | 不适用 |
| 合计 | - | - | - | - | 665.6 | 上升 106% | 97.4 | 上升 1619% |

注：茂佳科技自 2021Q2 并表，同比数据不包含其 2020 年前三季度经营数据

资料来源：公司公告，华西证券研究所

► 半导体光伏及材料业务成为公司第二增长引擎

报告期内，中环股份实现收入 290.9 亿元，同比增长 117%，净利润 32.8 亿元，同比增长 190%。中环半导体材料产销规模持续扩大，8-12 英寸大硅片进展顺利，整体盈利大幅增长，逐步成为 TCL 科技业绩增长的第二引擎。

► 短期股权处置影响投资收益，预计全年仍将稳定利润贡献

公司于 Q3 处置花样年地产公司股权，所产生一次性影响公司投资业务板块 Q3 业绩同比和环比均出现大幅下滑。考虑其持有的其他股权价值，预计全年仍将维持稳定的利润贡献。

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 21-23 年营收分别为 1295.2/1545.4/1743.4 亿元，预计 21-23 年 EPS 分别为 0.87/1.11/1.24 元，对应 2021 年 10 月 26 日 6.30 元/股收盘价，PE 分别为 7.22/5.65/5.06 倍，维持公司“买入”评级。

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) | 75,078 | 76,830 | 129,517 | 154,537 | 174,344 |
| YoY (%) | -33.8% | 2.3% | 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% | 11.6% |
| 毛利率 (%) | 11.6% | 13.7% | 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 | 33.77 | 20.14 | 7.22 | 5.65 | 5.06 |

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 宋辉

邮箱: songhui@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080003

联系电话:

分析师: 柳珺廷

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

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 | 19,402 |
| YoY (%) | 2.3% | 68.6% | 19.3% | 12.8% | 折旧和摊销 | 10,545 | 15,225 | 13,225 | 13,225 |
| 营业成本 | 66,275 | 106,695 | 125,305 | 141,965 | 营运资金变动 | 1,138 | 3,745 | 4,959 | 1,939 |
| 营业税金及附加 | 301 | 505 | 603 | 680 | 经营活动现金流 | 16,698 | 34,356 | 37,349 | 36,366 |
| 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 | 2,593 | 3,576 | 4,022 | 投资 | -6,879 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 2,357 | 4,791 | 4,685 | 4,555 | 投资活动现金流 | -38,774 | -6,286 | 4,894 | 5,305 |
| 资产减值损失 | -512 | 99 | 94 | 80 | 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 | 18,767 | 20,952 | 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 | 23,184 | 37,357 | 36,785 |
| 利润总额 | 5,735 | 14,692 | 18,767 | 20,952 | 主要财务指标 | | | | |
| 所得税 | 670 | 1,087 | 1,389 | 1,550 | 成长能力 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 净利润 | 5,065 | 13,605 | 17,378 | 19,402 | 营业收入增长率 | 2.3% | 68.6% | 19.3% | 12.8% |
| 归属于母公司净利润 | 4,388 | 12,244 | 15,640 | 17,462 | 净利润增长率 | 67.6% | 179.0% | 27.7% | 11.6% |
| YoY (%) | 67.6% | 179.0% | 27.7% | 11.6% | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | 0.31 | 0.87 | 1.11 | 1.24 | 毛利率 | 13.7% | 17.6% | 18.9% | 18.6% |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 净利率 | 6.6% | 10.5% | 11.2% | 11.1% |
| 货币资金 | 21,709 | 44,893 | 82,250 | 119,035 | 总资产收益率 ROA | 1.7% | 4.3% | 4.9% | 5.1% |
| 预付款项 | 1,356 | 1,384 | 2,094 | 2,107 | 净资产收益率 ROE | 12.9% | 26.4% | 25.2% | 22.0% |
| 存货 | 8,835 | 11,677 | 15,209 | 16,384 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 33,789 | 41,018 | 47,817 | 50,393 | 流动比率 | 0.92 | 1.17 | 1.46 | 1.76 |
| 流动资产合计 | 65,688 | 98,972 | 147,370 | 187,919 | 速动比率 | 0.77 | 1.01 | 1.28 | 1.58 |
| 长期股权投资 | 24,047 | 24,047 | 24,047 | 24,047 | 现金比率 | 0.31 | 0.53 | 0.82 | 1.12 |
| 固定资产 | 92,830 | 86,950 | 76,065 | 65,166 | 资产负债率 | 65.1% | 63.7% | 62.0% | 59.2% |
| 无形资产 | 10,054 | 13,880 | 12,707 | 11,533 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 192,220 | 186,385 | 171,365 | 155,921 | 总资产周转率 | 0.30 | 0.45 | 0.48 | 0.51 |
| 资产合计 | 257,908 | 285,357 | 318,735 | 343,840 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 12,264 | 12,264 | 12,264 | 12,264 | 每股收益 | 0.31 | 0.87 | 1.11 | 1.24 |
| 应付账款及票据 | 21,195 | 27,729 | 36,319 | 39,021 | 每股净资产 | 2.43 | 3.30 | 4.42 | 5.66 |
| 其他流动负债 | 37,558 | 44,868 | 52,278 | 55,279 | 每股经营现金流 | 1.19 | 2.45 | 2.66 | 2.59 |
| 流动负债合计 | 71,017 | 84,861 | 100,861 | 106,564 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 73,589 | 73,589 | 73,589 | 73,589 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 23,245 | 23,245 | 23,245 | 23,245 | PE | 20.14 | 7.22 | 5.65 | 5.06 |
| 非流动负债合计 | 96,835 | 96,835 | 96,835 | 96,835 | PB | 2.91 | 1.91 | 1.43 | 1.11 |
| 负债合计 | 167,851 | 181,695 | 197,695 | 203,398 | | | | | |
| 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 | 140,441 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 257,908 | 285,357 | 318,735 | 343,840 | | | | | |

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及云相关产业链研究。

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。

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。