

TCL 科技 (000100)

证券研究报告

2021 年 11 月 08 日

面板有望见底，看好盈利中枢提升和新能源空间

事件：(1) TCL 科技发布 2021 年三季报，公司前三季度实现归母净利润 91 亿元，同比增长 349.4%。21Q3 单季归母净利 23.2 亿元，同比增长 183.7%。(2) 根据 Witsview 数据，2021 年 11 月上旬，32/43/55 寸面板最新价格为 43/77/140 美元，相较 10 月下旬分别下跌 2%/1%/3%，跌幅收窄。

点评：21Q3，TCL 华星&中环半导体两大产业表现靓丽。看好面板行业盈利中枢提升和新能源第二空间带来的投资机会。(1) 面板价格近期跌幅收窄，行业有望见底；中长期看，面板行业周期性将减弱，有望持续保持超额利润，TCL 华星优势显著，有望持续增长。(2) 展望全年，TCL 科技核心子公司 TCL 华星 t7 达产、新线并表，产能进一步提升；控股中环半导体并持续推进改革，新增光伏硅片和半导体硅片第二赛道机遇，业绩增量丰富。

1. TCL 华星&中环半导体两大支柱产业表现靓丽。

21 年前三季度业绩同比高速增长：(1) 公司前三季度实现营收 1209.29 亿元，同比增长 148.26%；实现归母净利润 91.02 亿元，同比增长 349.44%。(2) 21Q3 营收 466.30 亿元，同比增长 140.65%；归母净利润 23.18 亿元，同比增长 183.69%。单季毛利率 19.70%，净利率 8.39%

分业务看 (1) 半导体显示业务持续增长，受价格高位回调影响，短期增速下行。前三季度半导体显示业务实现营收 665.6 亿元，同比增长 106%，净利润 97.4 亿元，同比增长 16.2 倍，其中在价格高位回调背景下，Q3 单季净利润 31.3 亿元，同比增长 347%。(2) 中环半导体光伏&半导体材料业务高速发展、业绩靓丽，21 年前三季度实现营业收入 290.9 亿元，同比增长 117%；净利润 32.8 亿元，同比增长 190%。(3) 因处置花样年地产股权产生一次性财务影响，公司投资业务板块 Q3 业绩同比大幅下降，对净利润造成影响，产业金融和投资业务板块其他业务经营情况良好。

2. 面板行业有望见底，TCL 华星优势显著，盈利中枢有望提升。

(1) LCD 面板价格跌幅收窄：Witsview 数据，2021 年 11 月上旬，32/43/55 寸面板最新价格为 43/77/140 美元，与 2021 年 10 月下旬相比，分别下跌 2%/1%/3%，跌幅收窄。(2) 对于面板行业，我们认为面板行业竞争格局持续改善，22 年后最后产能释放，全球 TV 大尺寸领域京东方+TCL 华星双寡头终局将形成；中尺寸领域，TCL 华星持续布局，话语权提升。面板行业周期性将减弱，有望持续保持超额利润，估值提升空间明确。TCL 华星作为面板产业龙头，优势显著，业绩有望超预期。

3. 公司业绩增量：T7 产能逐步释放，控股中环打开新能源第二赛道

公司两大支柱性产业发展迅速，核心子公司 TCL 华星产能将进一步提升，公司控股中环半导体并持续推进改革，业绩增量丰富。(1) TCL 华星：深圳 t7 产线一期今年达产、产能按计划爬坡，苏州华星光电 (t10) 60% 股权以及苏州华星显示 (M10) 100% 股权已完成交割，自 Q2 起贡献效益；茂佳国际于 Q2 纳入公司合并报表范围。(2) 中环半导体：中环半导体内蒙古五期太阳能级单晶硅项目加速建设，银川 50GW (G12) 太阳能级单晶硅材料智能工厂项目已按计划开工，有望实现 2021 年业绩倍增计划。

4. 投资建议：公司业务增量丰富，估值&业绩双升：(1) 面板行业有望见底，面板业绩未来持续高盈利，盈利中枢有望提升；(2) 控股中环集团后新增光伏硅片和半导体硅片的第二赛道机遇。考虑面板价格波动，我们调整盈利预测，预计 21-23 年净利润分别为 107/103/123 亿元，(原值 128/137/158 亿元)。维持目标价为 16.38 元/股 (对应 22 年 PE 22.1X、PB 4.8X)，维持买入评级

风险提示：面板价格波动；需求不及预期；行业整合不及预期；显示技术升级及替代风险等

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.19 元
目标价格	16.38 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	14,030.64
流通 A 股股本(百万股)	12,907.02
A 股总市值(百万元)	86,849.68
流通 A 股市值(百万元)	79,894.47
每股净资产(元)	2.80
资产负债率(%)	64.68
一年内最高/最低(元)	10.38/5.89

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

张健 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010002
zjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《TCL 科技-季报点评:TCL 华星&中环业绩环比再增长，面板龙头步入收获期》 2021-05-09
- 《TCL 科技-年报点评报告:20Q4 拐点确立，华星量价齐升，新能源赛道打开空间》 2021-03-11
- 《TCL 科技-公司点评:利润拐点提前到来，步入估值扩张周期》 2021-01-12

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	75,077.81	76,830.40	128,400.67	139,240.73	160,040.84
增长率(%)	(33.82)	2.33	67.12	8.44	14.94
EBITDA(百万元)	16,051.21	21,037.77	21,453.10	20,258.10	23,358.57
净利润(百万元)	2,617.77	4,388.16	10,718.63	10,334.76	12,268.40
增长率(%)	(24.52)	67.63	144.26	(3.58)	18.71
EPS(元/股)	0.19	0.31	0.76	0.74	0.87
市盈率(P/E)	33.18	19.79	8.10	8.40	7.08
市净率(P/B)	2.88	2.55	2.06	1.81	1.57
市销率(P/S)	1.16	1.13	0.68	0.62	0.54
EV/EBITDA	7.79	10.50	9.33	8.47	7.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	18,648.19	21,708.91	10,272.05	11,139.26	12,803.27
应收票据及应收账款	8,569.30	13,153.30	28,659.85	8,190.66	34,164.67
预付账款	364.42	1,355.65	1,085.80	1,679.02	1,502.56
存货	5,677.96	8,834.96	23,592.37	11,151.55	29,480.34
其他	14,895.66	20,635.65	21,697.23	18,310.57	24,565.76
流动资产合计	48,155.52	65,688.46	85,307.31	50,471.07	102,516.60
长期股权投资	17,194.28	24,047.04	24,047.04	24,047.04	24,047.04
固定资产	45,459.07	92,829.90	102,552.91	106,876.56	107,947.61
在建工程	33,578.29	31,508.31	18,940.99	11,412.59	6,877.56
无形资产	7,233.06	12,158.04	11,267.84	10,377.63	9,487.43
其他	9,586.90	30,694.65	20,546.87	21,433.14	22,892.36
非流动资产合计	113,051.59	191,237.94	177,355.64	174,146.96	171,251.99
资产总计	164,844.89	257,908.28	264,577.43	226,796.07	275,460.05
短期借款	12,069.66	12,263.71	25,294.46	12,877.49	17,286.13
应付票据及应付账款	13,269.54	21,194.54	34,602.47	28,467.48	41,077.59
其他	17,718.60	37,558.26	47,717.67	35,904.05	54,478.01
流动负债合计	43,057.79	71,016.51	107,614.61	77,249.02	112,841.73
长期借款	38,512.06	73,589.40	34,994.86	16,458.00	16,595.05
应付债券	16,479.09	18,040.77	15,835.16	16,785.01	16,886.98
其他	2,912.81	5,204.52	3,774.55	3,963.96	4,314.34
非流动负债合计	57,903.95	96,834.70	54,604.57	37,206.97	37,796.37
负债合计	100,961.74	167,851.21	162,219.18	114,455.98	150,638.10
少数股东权益	33,771.20	55,949.27	60,179.58	64,252.00	69,438.99
股本	13,528.44	14,030.79	14,030.64	14,030.64	14,030.64
资本公积	5,716.67	5,442.39	5,442.39	5,442.39	5,442.39
留存收益	19,070.19	21,904.77	28,148.04	34,057.45	41,352.32
其他	(8,203.34)	(7,270.15)	(5,442.39)	(5,442.38)	(5,442.39)
股东权益合计	63,883.14	90,057.07	102,358.26	112,340.09	124,821.95
负债和股东权益总计	164,844.89	257,908.28	264,577.43	226,796.07	275,460.05

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,657.73	5,065.20	10,718.63	10,334.76	12,268.40
折旧摊销	8,272.01	10,545.01	3,794.52	4,174.94	4,404.20
财务费用	1,632.85	2,774.74	2,458.23	1,489.49	961.81
投资损失	(3,442.55)	(3,254.40)	(3,500.00)	(3,000.00)	(3,100.00)
营运资金变动	(4,243.91)	(9,855.44)	6,037.85	18,136.41	(22,628.04)
其它	5,613.97	11,423.17	2,882.55	5,115.93	4,940.57
经营活动现金流	11,490.10	16,698.28	22,391.79	36,251.53	(3,153.07)
资本支出	12,271.19	71,298.54	1,489.97	(109.41)	(300.38)
长期投资	237.17	6,852.75	0.00	0.00	0.00
其他	(44,240.07)	(116,924.81)	3,275.93	743.71	4,432.22
投资活动现金流	(31,731.71)	(38,773.51)	4,765.90	634.30	4,131.83
债权融资	68,752.76	117,323.56	83,168.33	53,508.99	60,055.49
股权融资	(2,752.39)	(1,422.93)	(583.50)	(1,442.38)	(914.70)
其他	(54,049.56)	(93,036.04)	(121,179.37)	(88,085.23)	(58,455.56)
筹资活动现金流	11,950.81	22,864.59	(38,594.54)	(36,018.63)	685.24
汇率变动影响	(12.50)	(2.04)	(20.75)	(11.76)	(11.52)
现金净增加额	(8,303.31)	787.32	(11,457.60)	855.44	1,652.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	75,077.81	76,830.40	128,400.67	139,240.73	160,040.84
营业成本	66,337.12	66,242.28	101,436.53	112,784.99	128,032.67
营业税金及附加	330.59	300.78	605.49	604.94	692.18
营业费用	2,857.49	886.82	1,643.53	1,392.41	1,600.41
管理费用	1,895.09	2,370.38	3,210.02	4,177.22	4,801.23
研发费用	3,396.81	4,402.82	5,778.03	7,379.76	8,002.04
财务费用	1,248.80	2,357.02	2,458.23	1,489.49	961.81
资产减值损失	(791.11)	(511.61)	200.00	850.00	800.00
公允价值变动收益	473.67	672.79	(1,347.75)	1,043.51	(246.42)
投资净收益	3,430.06	3,252.37	3,479.25	2,988.24	3,088.48
其他	(8,077.54)	(8,503.15)	(4,263.00)	(8,063.49)	(5,684.12)
营业利润	3,976.84	5,359.90	15,200.34	14,593.66	17,992.57
营业外收入	128.61	492.37	1,500.00	1,500.00	1,500.00
营业外支出	49.65	116.97	90.42	85.68	97.69
利润总额	4,055.80	5,735.30	16,609.93	16,007.98	19,394.88
所得税	398.07	670.10	1,660.99	1,600.80	1,939.49
净利润	3,657.73	5,065.20	14,948.94	14,407.18	17,455.39
少数股东损益	1,039.97	677.05	4,230.30	4,072.42	5,186.99
归属于母公司净利润	2,617.77	4,388.16	10,718.63	10,334.76	12,268.40
每股收益(元)	0.19	0.31	0.76	0.74	0.87

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-33.82%	2.33%	67.12%	8.44%	14.94%
营业利润	-2.82%	34.78%	183.59%	-3.99%	23.29%
归属于母公司净利润	-24.52%	67.63%	144.26%	-3.58%	18.71%
获利能力					
毛利率	11.64%	13.78%	21.00%	19.00%	20.00%
净利率	3.49%	5.71%	8.35%	7.42%	7.67%
ROE	8.69%	12.87%	25.41%	21.49%	22.15%
ROIC	5.19%	7.20%	10.21%	9.26%	12.82%
偿债能力					
资产负债率	61.25%	65.08%	61.31%	50.47%	54.69%
净负债率	78.43%	106.17%	71.87%	37.91%	38.09%
流动比率	1.12	0.92	0.79	0.65	0.91
速动比率	0.99	0.80	0.57	0.51	0.65
营运能力					
应收账款周转率	5.68	7.07	6.14	7.56	7.56
存货周转率	5.87	10.59	7.92	8.02	7.88
总资产周转率	0.42	0.36	0.49	0.57	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.31	0.76	0.74	0.87
每股经营现金流	0.82	1.19	1.60	2.58	-0.22
每股净资产	2.15	2.43	3.01	3.43	3.95
估值比率					
市盈率	33.18	19.79	8.10	8.40	7.08
市净率	2.88	2.55	2.06	1.81	1.57
EV/EBITDA	7.79	10.50	9.33	8.47	7.75
EV/EBIT	14.97	19.26	11.34	10.67	9.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com