

大尺寸面板龙头，步入两大业务驱动新阶段

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年度业绩预告, 预计营业收入为 1616.0-1650.0 亿元, 比上年同期增长 111.0%-115.0%; 净利润为 150.0-153.5 亿元, 比上年同期增长 196.0%-203.0%; 归属于上市公司股东的净利润为 100.0-103.0 亿元, 比上年同期增长 128.0%-135.0%; 扣除非经常性损益的净利润为 93.5-95.5 亿元, 比上年同期增长 219.0%-226.0%。公司业绩同比高速增长, 符合预期。
- **TCL 华星半导体显示+中环半导体光伏两开花, 公司 2021 年业绩增速可观。** 2021 年, 公司业绩高速增长, 主要原因有: 1) 受益于上半年行业的高度景气、中高端大尺寸面板的持续出货以及公司产能结构灵活的调整和优化, 公司半导体显示业务在市占率较高的情况下保持了较高增速: 营收同比增长超 80%, 净利润同比增长超 330%。2) 中环半导体以科技创新提效, 加速 G12 规模化, 产品结构转型顺利推进, 其中光伏材料业务盈利大幅增长, 成为公司 2021 年业绩增长新动力。3) 产业金融板块保证全年稳定的贡献, 为公司核心产业支撑赋能。
- **大尺寸 TV 面板行业领先, 中小尺寸面板持续进军 IT 和车载领域, 公司半导体显示业务结构将持续优化。** 2021 年上半年面板行业高度景气, 虽然下半年面板价格回调, 但公司凭借其在中高端大尺寸面板的领先优势, 保持了较好盈利水平。随着三星清退 LCD 产能, 预计行业集中度将进一步提升, 行业竞争格局将改善。公司在 TV 和商显的高端化定位有利于其大尺寸业务的稳定盈利, 而随着定位于高附加值显示屏的 t9 产线产能释放, 公司在 IT 和车载领域的份额呈现上升态势, 动态产能分配将更加合理, 公司竞争力和获利能力有望进一步提升。
- **中环半导体光伏和材料多线布局, 规模效益显现。** 光伏材料方面, 公司发挥 G12+ 叠瓦的技术优势, 加速扩产, 市占率迅速提升。半导体材料产能稳步扩张, 8-12 英寸产品结构持续升级, 在良率、毛利率提升的同时降低了工厂营业成本。未来公司将加速 G12 硅片扩产, 同时降本增效, 公司业务盈利能力有望持续增长。
- **盈利预测与投资建议。** 2021-2023 年, 预计公司营业收入分别为 1623.2/1792.3/2018.7 亿元, 归母净利润分别为 102.4/129.9/151.5 亿元。考虑到公司在中高端大尺寸面板的竞争优势、半导体业务的扩产以及光伏行业享受的较高估值, 给予公司 2022 年 12 倍 PE 估值, 对应目标价 11.16 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情反复风险; 产能爬坡不及预期风险; 下游需求不及预期风险。

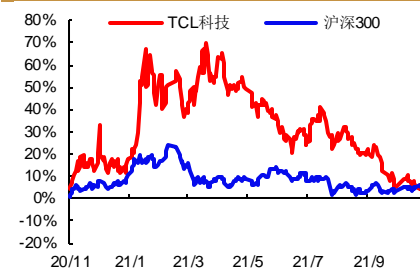
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	76830.40	162319.65	179226.99	201868.75
增长率	2.33%	111.27%	10.42%	12.63%
归属母公司净利润(百万元)	4388.16	10242.59	12990.44	15153.74
增长率	67.63%	133.41%	26.83%	16.65%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.73	0.93	1.08
净资产收益率 ROE	5.62%	12.55%	14.53%	14.76%
PE	17.94	7.68	6.06	5.19
PB	2.31	1.87	1.56	1.32

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	140.31
流通 A 股(亿股)	134.19
52 周内股价区间(元)	5.57-10.24
总市值(亿元)	781.51
总资产(亿元)	3,053.86
每股净资产(元)	2.80

相关研究

1. TCL 科技(000100): 业绩亮眼, 两大核心产业协同发展 (2021-08-11)
2. TCL 科技(000100): 盈利持续提升, 收购整合稳步推进 (2021-04-14)

关键假设:

假设 1: 公司作为大尺寸半导体显示龙头, 2021 年上半年率先受益于本轮面板的周期性涨价, 2021 年下半年面对需求减弱而导致的面板价格大幅回落, 公司积极调整产品结构, 保持住了一定盈利水平。2022 年, TV 面板价格预计将在 Q2 左右回暖, IT 面板价格预计在下半年回暖, 随着世界杯商家推广的加速, 预计半导体显示供需关系将迎来反转。同时公司积极布局中小尺寸面板以及 IT 和车载业务, 半导体显示事业将迎来结构优化。预计 2022 年上半年公司半导体显示业务仍会受到一定程度上的面板行业供需情况影响, 2022 年下半年起随着供需反转, 公司半导体显示业务有望迎来量价反弹。我们预计公司该业务 2022 年全年营收会小幅提升 5.0%, 2023 年有望回暖, 营收提升约 19.0%。

假设 2: 公司半导体光伏和半导体材料业务在 2021 年迎来放量, 未来两年由于 G12+ 叠瓦的技术优势和智能制造的工艺优势, 公司光伏材料产能将进一步提升。我们预计公司该业务 2021-2023 年营收增速分别为 250.0%/50.0%/20.0%。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
半导体显示	收入	46765.2	87450.8	91823.4	109269.8
	增速	37.6%	87.0%	5.0%	19.0%
	毛利率	16.9%	24.5%	23.5%	24.0%
半导体光伏 及半导体材料	收入	5683.0	19890.4	29835.5	35802.7
	增速	100.0%	250.0%	50.0%	20.0%
	毛利率	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
分销业务	收入	22518.4	25896.2	28485.8	30622.2
	增速	8.1%	15.0%	10.0%	7.5%
	毛利率	3.5%	3.6%	3.5%	3.5%
其他及抵消	收入	1710.7	29082.3	29082.3	26174.1
	增速	-91.5%	1600.0%	0.0%	-10.0%
	毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	76677.2	162319.6	179227.0	201868.7
	增速	2.3%	111.7%	10.4%	12.6%
	毛利率	13.6%	18.8%	18.2%	18.8%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	76830.40	162319.65	179226.99	201868.75	净利润	5065.20	12618.38	16280.55	18361.00
营业成本	66242.28	131820.42	146620.40	163843.60	折旧与摊销	10545.01	8235.59	8648.03	8924.38
营业税金及附加	300.78	811.60	537.68	770.96	财务费用	2357.02	324.64	179.23	269.16
销售费用	886.82	2434.79	2150.72	2422.42	资产减值损失	-511.61	-1000.00	-755.80	-877.90
管理费用	2370.38	16231.96	14338.16	16149.50	经营营运资本变动	-424.66	-1025.22	3295.87	-164.15
财务费用	2357.02	324.64	179.23	269.16	其他	-332.69	-1636.49	-1497.73	-705.85
资产减值损失	-511.61	-1000.00	-755.80	-877.90	经营活动现金流净额	16698.28	17516.90	26150.15	25806.64
投资收益	3254.40	2000.00	1622.86	1000.00	资本支出	-52158.26	-2.00	-1.50	-1.00
公允价值变动损益	672.79	573.23	623.01	598.12	其他	13384.75	3098.54	2246.87	1510.07
其他经营损益	-2.04	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-38773.51	3096.54	2245.37	1509.07
营业利润	5359.90	14269.46	18402.48	20889.13	短期借款	194.06	-9794.65	-2469.07	0.00
其他非经营损益	375.40	250.00	0.00	0.00	长期借款	35077.34	0.00	0.00	0.00
利润总额	5735.30	14519.46	18402.48	20889.13	股权融资	228.07	0.00	0.00	0.00
所得税	670.10	1901.08	2121.92	2528.12	支付股利	-1279.16	-2079.16	-4753.35	-6028.28
净利润	5065.20	12618.38	16280.55	18361.00	其他	-11355.72	-14216.58	-685.21	-286.74
少数股东损益	677.05	2375.79	3290.12	3207.27	筹资活动现金流净额	22864.59	-26090.38	-7907.63	-6315.02
归属母公司股东净利润	4388.16	10242.59	12990.44	15153.74	现金流量净额	570.67	-5476.94	20487.89	21000.69
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	21708.91	16231.96	36719.86	57720.55	成长能力				
应收和预付款项	17302.59	36547.74	39821.54	45122.98	销售收入增长率	2.33%	111.27%	10.42%	12.63%
存货	8834.96	17813.84	18921.17	21849.99	营业利润增长率	34.78%	166.23%	28.96%	13.51%
其他流动资产	17842.01	21346.60	23816.26	26489.95	净利润增长率	38.48%	149.12%	29.02%	12.78%
长期股权投资	24047.04	24047.04	24047.04	24047.04	EBITDA 增长率	35.30%	25.01%	19.27%	10.48%
投资性房地产	1664.20	1138.89	1137.89	1225.94	获利能力				
固定资产和在建工程	124338.21	117595.47	110439.78	103007.24	毛利率	13.78%	18.79%	18.19%	18.84%
无形资产和开发支出	19101.31	17864.13	16626.96	15389.78	三费率	7.31%	11.70%	9.30%	9.33%
其他非流动资产	23069.06	22815.39	22561.73	22308.06	净利率	6.59%	7.77%	9.08%	9.10%
资产总计	257908.28	275401.06	294092.22	317161.53	ROE	5.62%	12.55%	14.53%	14.76%
短期借款	12263.71	2469.07	0.00	0.00	ROA	1.96%	4.58%	5.54%	5.79%
应付和预收款项	23799.86	41284.26	47364.99	52956.92	ROIC	5.97%	8.88%	11.82%	14.17%
长期借款	73589.40	73589.40	73589.40	73589.40	EBITDA/销售收入	23.77%	14.06%	15.19%	14.90%
其他负债	58198.23	57547.30	61099.61	66244.26	营运能力				
负债合计	167851.21	174890.03	182054.00	192790.58	总资产周转率	0.36	0.61	0.63	0.66
股本	14030.79	14030.64	14030.64	14030.64	固定资产周转率	1.11	1.71	1.86	2.13
资本公积	5442.39	5442.39	5442.39	5442.39	应收账款周转率	7.35	8.29	6.41	6.47
留存收益	16462.39	24625.97	32863.05	41988.51	存货周转率	8.46	9.43	7.72	7.80
归属母公司股东权益	34107.80	42185.97	50423.05	59548.50	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.83%	—	—	—
少数股东权益	55949.27	58325.06	61615.18	64822.44	资本结构				
股东权益合计	90057.07	100511.03	112038.23	124370.95	资产负债率	65.08%	63.50%	61.90%	60.79%
负债和股东权益合计	257908.28	275401.06	294092.22	317161.53	带息债务/总负债	61.90%	53.80%	50.33%	47.53%
					流动比率	0.92	1.17	1.39	1.56
					速动比率	0.80	0.95	1.17	1.34
					股利支付率	29.15%	20.30%	36.59%	39.78%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	18261.94	22829.69	27229.73	30082.66	每股收益	0.31	0.73	0.93	1.08
PE	17.94	7.68	6.06	5.19	每股净资产	2.43	3.01	3.59	4.24
PB	2.31	1.87	1.56	1.32	每股经营现金	1.19	1.25	1.86	1.84
PS	1.02	0.48	0.44	0.39	每股股利	0.09	0.15	0.34	0.43
EV/EBITDA	7.86	5.58	3.83	2.76					
股息率	1.63%	2.64%	6.04%	7.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn