

公司研究/中报点评

2019年08月13日

电子元器件/显示器件 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.20
合理价格区间(元): 4.00~4.64

林寰宇 执业证书编号: S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com

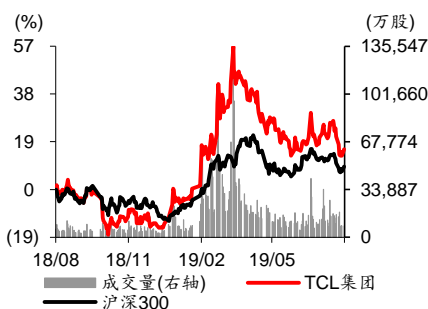
王森泉 执业证书编号: S0570518120001
研究员 0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

相关研究

1《TCL集团(000100,增持): 聚焦面板产业, 提升核心竞争力》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

备考收入、归母净利同比+24%、+42%

TCL集团(000100)

剥离重组资产, 备考收入、净利快速增长, 维持“增持”评级

2019年8月12日公司披露2019年中报, 公司2019H1实现营业收入437.82亿元, 同比-16.64%, 归母净利润20.92亿元, 同比+31.93%, 扣非后归母净利润同比-74.79%, 符合我们预期。考虑到公司Q2开始剥离重组资产, 备考口径下2019H1实现营业收入261.19亿元, 同比+23.94%, 归母净利润20.92亿元, 同比+42.28%。我们维持公司2019-2021年EPS为0.32、0.39、0.43元的预测, 维持“增持”评级。

面板价格继续承压, 产能释放、小尺寸增量收入明显

公司2019H1实现营收437.82亿元, 同比-16.64%。备考口径下2019H1实现营收261.19亿元, 同比+23.94%。其中, 2019Q2营收142.10亿元。2019H1华星光电收入162.76亿元, 同比+33.53%, 翰林汇收入88.14亿元, 同比+24.17%。2019H1华星光电出货面积为961万平方米, 同比+9.80%, 其中, 大尺寸T1+T2维持满产满销, T6产能持续爬坡, 大尺寸收入91.9亿元, 同比-15.1% (出货面积同比+3.9%)。小尺寸T3产能提升至5万片/月, 小尺寸收入70.9亿元, 同比增长超4倍 (出货面积同比增4.58倍)。

面板价格筑底预期增强, 短期毛利率依然承压

2019H1面板价格持续下降, 公司毛利率出现较大下滑。公司2019H1毛利率为14.83%, 同比-3.55PCT。其中, 2019Q2, 毛利率为9.06%, 同比-8.18PCT。2019H1华星光电业务毛利率为14.6%, 同比-5.03PCT。分面板尺寸来看, 根据WIND数据, 32、43、55寸液晶电视面板2019H1均价分别同比-25.1%、-11.7%、-17.9%。Witsview数据显示, 面板价格已接近面板厂商成本线附近, 且伴随海外产能出清或者被动收缩, 有望减缓面板价格下跌, 筑底预期增强, 公司毛利率有望趋于稳定。

业务重组后转向2B业务为主, 销售、管理费用率大幅下降

公司业务重组后, 主要收入构成由2C端业务调整为2B端业务, 原构成销售费用的职工薪酬、售后、广告宣传费及促销费等均大幅下降, 因此2019H1公司销售费用率为5.43%, 同比-3.03PCT。同时, 公司重组后员工数量减少, 管理费用率为2.89%, 同比-0.63PCT。公司保持面板研发投入, 在收入规模减少的情况下, 研发费用率达到了4.29%, 同比+0.36PCT。财务费用主要为利息支出, 财务费用为6.05亿元。综上2019H1, 公司归母净利润20.92亿元, 同比+31.93%, 扣非后归母净利润同比-74.79% (主要非经常性损益为业务重组资产处置净损益11.5亿元)。

面板龙头估值切换还需时间实现, 维持“增持”评级

我们维持公司2019-2021年EPS为0.32、0.39、0.43元的判断, 可比公司2019年PE市盈率估值平均为19.77倍, 考虑到公司刚完成业务重组, Q2开始不再并表重组资产, 市场对于公司估值的切换还需时间逐步实现, 我们暂给予公司一定的估值折价, 给予公司2019年PE估值区间为12.5~14.5倍, 对应的价格区间为4.00~4.64元, 维持“增持”评级。

风险提示: 面板行业景气度下滑, 竞争加剧; 原材料价格不利波动; 中美贸易摩擦不利变化; 人民币汇率不利波动。

公司基本资料

总股本 (百万股)	13,550
流通A股 (百万股)	12,660
52周内股价区间 (元)	2.32-4.44
总市值 (百万元)	43,359
总资产 (百万元)	154,652
每股净资产 (元)	2.23

资料来源: 公司公告

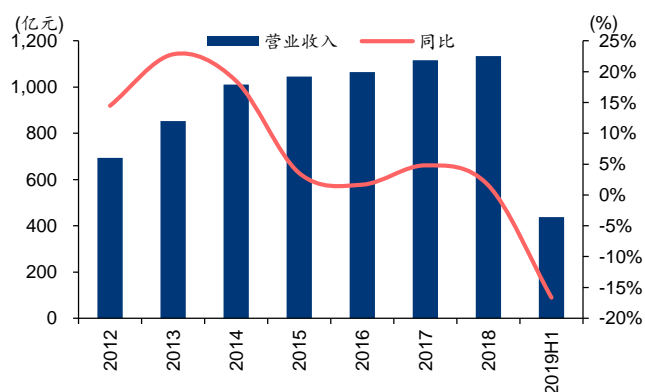
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	111,727	113,447	74,089	69,425	78,982
+/-%	4.79	1.54	(34.69)	(6.30)	13.77
归属母公司净利润 (百万元)	2,664	3,468	4,307	5,241	5,853
+/-%	66.30	30.17	24.18	21.68	11.69
EPS (元, 最新摊薄)	0.20	0.26	0.32	0.39	0.43
PE (倍)	16.27	12.50	10.07	8.27	7.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

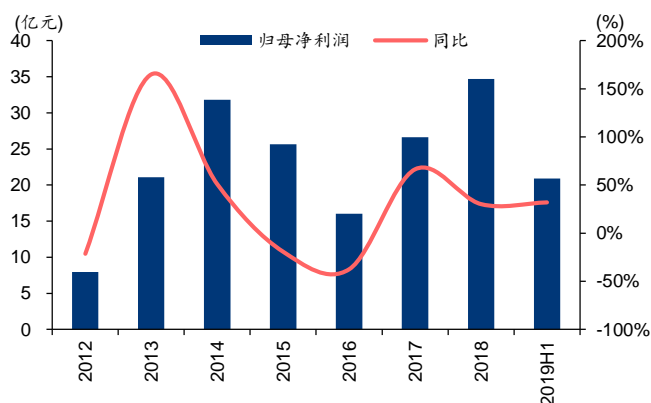
经营指标概览

图表1: 2019H1 营业收入同比-16.64%



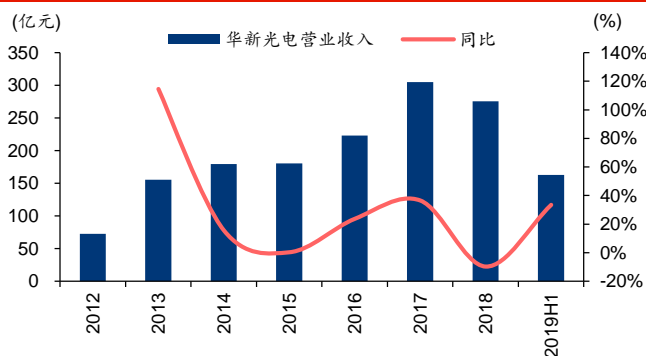
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2019H1 归母净利润同比+31.93%



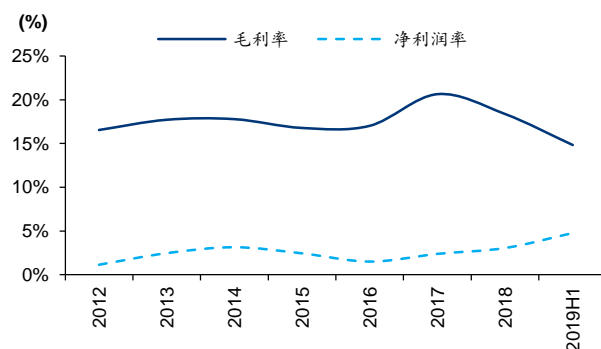
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 2019H1 华新光电收入同比+33.53%



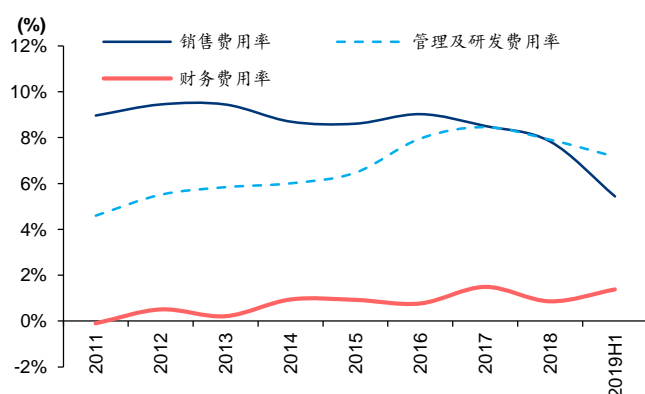
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 2019H1 综合毛利率与净利率分别为 14.83%和 4.77%



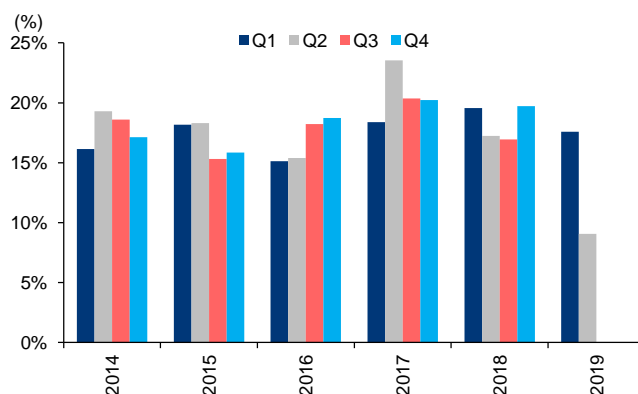
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 2019H1, 业务重组后销售费用明显下降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表6: 公司 2019Q2 季度毛利率明显承压



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

我们维持公司 2019-2021 年 EPS 为 0.32、0.39、0.43 元的判断，可比公司 2019 年 PE 市盈率估值平均为 19.77 倍，考虑到公司刚完成业务重组，Q2 开始不再并表重组资产，市场对于公司估值的切换还需时间逐步实现，我们暂给予公司一定的估值折价，给予公司 2019 年 PE 估值区间为 12.5~14.5 倍，对应的价格区间为 4.00~4.64 元，维持“增持”评级。

图表7：可比公司 Wind 一致预期 PE 估值

证券简称	2018	2019E	2020E	2021E
工业富联	13.73	13.48	11.75	10.21
深天马 A	10.75	17.13	14.25	11.41
京东方 A	17.50	28.71	20.78	15.68
平均	13.99	19.77	15.59	12.44

资料来源：Wind (截止 2019/8/12)、华泰证券研究所

风险提示

(1) 面板行业景气度下滑，竞争加剧。

公司主要产品集中于电视、手机等显示面板，电视行业需求偏弱，手机及 PC 市场较为稳定，如果未来行业下游需求大幅下滑，行业加大竞争引发面板价格下滑，公司产品利润可能面临下滑的可能，影响公司整体盈利水平。

(2) 原材料价格不利波动。

面板价格处于低位，如果出现原材料价格不利波动，可能对公司净利润有较大影响。

(3) 中美贸易摩擦不利变化。

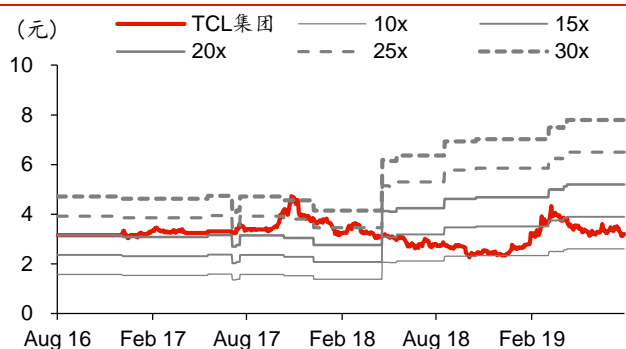
中美贸易摩擦如果出现不利变化，将电视纳入关税清单中，可能影响中国电视出口需求，进而可能影响公司面板需求，导致公司收入出现一定波动。

(4) 人民币汇率不利波动。

由于我们于盈利预测中考虑剔除汇率波动影响，假设 2019-2021 年美元兑人民币汇率为 7.02 元，如果人民币汇率出现不利波动，可能导致公司收入和净利润出现增速下降的风险。

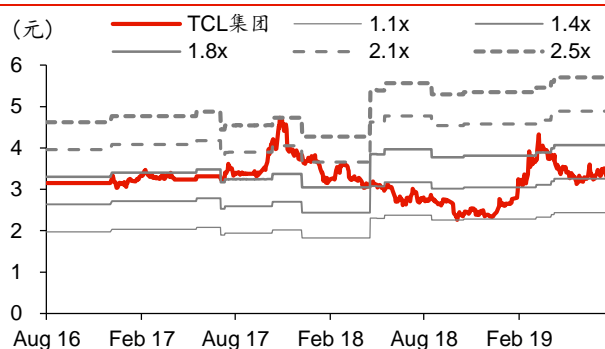
PE/PB - Bands

图表8：TCL 集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表9：TCL 集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	80,096	80,308	69,581	78,207	92,489
现金	27,459	26,801	28,909	34,151	48,628
应收账款	0.00	0.00	1,129	135.80	261.54
其他应收账款	3,918	5,719	2,995	2,908	3,492
预付账款	910.22	1,195	689.50	673.43	788.59
存货	12,946	19,888	11,223	11,605	12,628
其他流动资产	34,862	26,704	24,635	28,734	26,691
非流动资产	80,198	112,456	124,932	137,903	139,730
长期投资	15,352	16,957	14,606	15,637	15,732
固定投资	32,598	35,983	68,226	84,025	89,782
无形资产	6,373	5,955	6,486	6,734	6,672
其他非流动资产	25,876	53,561	35,615	31,507	27,544
资产总计	160,294	192,764	194,513	216,110	232,219
流动负债	72,248	78,835	65,058	65,759	68,365
短期借款	15,990	13,241	13,138	14,123	13,501
应付账款	21,386	27,015	15,664	15,428	17,932
其他流动负债	34,872	38,579	36,256	36,208	36,932
非流动负债	33,903	53,057	64,658	80,606	88,579
长期借款	20,283	36,865	45,563	58,131	67,987
其他非流动负债	13,620	16,192	19,095	22,475	20,592
负债合计	106,151	131,892	129,716	146,365	156,944
少数股东权益	24,396	30,377	31,107	31,990	32,977
股本	13,515	13,550	13,550	13,550	13,550
资本公积	5,940	5,997	5,997	5,997	5,997
留存公积	10,072	12,185	13,963	17,849	22,212
归属母公司股东权益	29,747	30,494	33,690	37,755	42,298
负债和股东权益	160,294	192,764	194,513	216,110	232,219

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	9,210	10,487	14,317	15,151	28,358
净利润	3,545	4,065	5,037	6,124	6,840
折旧摊销	7,203	7,971	9,850	15,685	20,184
财务费用	1,665	973.26	860.00	850.00	880.00
投资损失	(2,439)	(2,167)	(3,650)	(2,610)	(2,610)
营运资金变动	165.37	(5,815)	(1,772)	(2,511)	2,271
其他经营现金	(929.91)	5,460	3,992	(2,387)	793.93
投资活动现金	(16,925)	(28,231)	(20,612)	(24,600)	(19,201)
资本支出	15,657	32,798	25,667	25,500	20,500
长期投资	2,532	(2,894)	(3,540)	1,197	382.22
其他投资现金	1,264	1,673	1,515	2,097	1,681
筹资活动现金	8,552	20,040	8,403	14,691	5,320
短期借款	5,806	(2,749)	(102.33)	984.71	(622.36)
长期借款	(364.26)	16,582	8,698	12,568	9,856
普通股增加	1,301	34.68	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2,409	56.27	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(599.99)	6,117	(192.94)	1,138	(3,914)
现金净增加额	(534.49)	2,421	2,108	5,242	14,477

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	111,727	113,447	74,089	69,425	78,982
营业成本	88,664	92,606	62,313	59,012	66,866
营业税金及附加	665.34	661.26	360.00	330.00	350.00
营业费用	9,511	8,887	3,060	1,083	1,232
管理费用	4,697	4,300	7,045	6,422	7,127
财务费用	1,665	973.26	860.00	850.00	880.00
资产减值损失	1,663	1,523	1,200	350.00	410.00
公允价值变动收益	309.43	(3.88)	180.00	180.00	180.00
投资净收益	2,439	2,167	3,650	2,610	2,610
营业利润	4,113	4,092	3,081	4,168	4,906
营业外收入	840.25	956.81	3,050	3,210	3,310
营业外支出	163.44	104.63	149.36	139.14	131.04
利润总额	4,790	4,944	5,982	7,238	8,085
所得税	1,245	879.18	945.10	1,115	1,245
净利润	3,545	4,065	5,037	6,124	6,840
少数股东损益	880.31	596.99	729.76	883.09	986.36
归属母公司净利润	2,664	3,468	4,307	5,241	5,853
EBITDA	12,981	13,036	13,791	20,702	25,970
EPS (元, 基本)	0.20	0.26	0.32	0.39	0.43

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	4.79	1.54	(34.69)	(6.30)	13.77
营业利润	2,910	(0.50)	(24.71)	35.27	17.72
归属母公司净利润	66.30	30.17	24.18	21.68	11.69
获利能力 (%)					
毛利率	20.64	18.37	15.89	15.00	15.34
净利率	2.38	3.06	5.81	7.55	7.41
ROE	8.96	11.37	12.78	13.88	13.84
ROIC	7.23	5.09	3.34	3.72	4.34
偿债能力					
资产负债率 (%)	66.22	68.42	66.69	67.73	67.58
净负债比率 (%)	39.76	42.55	49.76	53.42	55.70
流动比率	1.11	1.02	1.07	1.19	1.35
速动比率	0.92	0.76	0.89	1.00	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.64	0.38	0.34	0.35
应收账款周转率	15.35	276.98	38.02	29.46	51.70
应付账款周转率	4.33	3.83	2.92	3.80	4.01
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.26	0.32	0.39	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.77	1.06	1.12	2.09
每股净资产(最新摊薄)	2.20	2.25	2.49	2.79	3.12
估值比率					
PE (倍)	16.27	12.50	10.07	8.27	7.41
PB (倍)	1.46	1.42	1.29	1.15	1.03
EV_EBITDA (倍)	7.06	7.03	6.64	4.42	3.53

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com