

审慎增持 (维持)

1070.HK TCL 电子

港股通(深)

目标价: 5.39 港元

现价: 4.39 港元

国内自有品牌增速亮眼, 海外增速超 50%

2019 年 04 月 15 日

预期升幅: 22.8%

## 主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	45,582	51,069	56,704	61,385
同比增长(%)	11.7%	12.0%	11.0%	8.3%
净利润(百万港元)	944	1,086	1,286	1,399
同比增长(%)	15.9%	15.0%	18.4%	8.8%
毛利润率(%)	15.3%	15.4%	15.6%	15.6%
净利润率(%)	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%
净资产收益率(%)	9.7%	10.4%	11.5%	11.6%
每股收益(港元)	0.43	0.49	0.58	0.63
每股经营现金流(港元)	1.13	1.01	0.74	0.84

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 市场数据

日期	2019.04.12
收盘价(元)	4.39
总股本(亿股)	23.6
流通股本(亿股)	23.6
总市值(亿港元)	103
流通市值(亿港元)	103
净资产(百万港元)	9780
总资产(百万港元)	28201
每股净资产(港元)	4.14

数据来源: Wind

## 相关报告

海外业务量利齐升, 多元布局提升品牌力-20190320

海外需求增长强劲, TCL 自主品牌抢占全球-20190127

## 海外消费研究

分析师: 张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

李明

limingyijy@xyzq.com.cn

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

郭军

guojun@xyzq.com.cn

## 投资要点

- 近日, 公司发布 2019Q1 销量公告, Q1 总销量 844.3 万台, 同比增长 32.5%, 创单季历史新高, 其中内销 249.3 万台, 同比增长 2.6%; 外销 595.0 万台, 同比增长 50.9%。公司内销 Q1 增速领先行业, 自主业务 8.3% 的增速表现亮眼; 外销第 36 个季度高增长, 各区域均有硕果, 其中北美同比增长 112%。
- 内销方面, 弱市中销量持续增长, 自有品牌增速亮眼。公司今年首季 2.6% 的内销增速明显优于产业在线统计的 -3.0% 的行业增速 (不含 3 月), 延续了前期增速优势, 其中自有品牌同比增长 8.3%, 表现亮眼, 彰显公司产品力的提升。从奥维云网统计的零售端情况来看, 彩电销量增速主要来自线上, 其中小米等互联网品牌优势明显。2018 年 TCL 代工小米约 40% 的电视, 2019 年年初小米入股 TCL 集团, 公司与小米的合作有望进一步加深。预计在公司自有品牌产品力提升和小米线上优势支持下, 公司内销增速有望继续领先行业。
- 外销方面, 销量增速大超预期, 各个区域均有硕果。2018Q1 外销销量增速 58.7%, 今年 Q1 销量在高基数下增长 50.9%, 并较行业 1-2 月增速高 41.5pp., 大幅超越预期。分地区来看, 各个区域均有硕果, 其中北美市场销量同比增长 112%, 根据 NPD 数据, 公司 Q1 在北美销售量市场连续六周位列前二; 欧洲市场同比增长 27.1%, 其中德国、意大利和法国增长显著; 新兴市场同比增长 39.9%, 其中阿根廷、厄瓜多尔、印度尼西亚和澳大利亚等市场为快速增长区域。从 2016 年第二季度开始至今的 36 个季度, 公司外销销量增速未曾低于 15%, 大部分时间增速超过 30%, 势头强劲。随着公司品牌认知度和产品力的增强, 以及欧洲等渠道的打开, 预计公司海外业务将持续发力, 后续增速有望继续领跑行业。
- 我们的观点: 面对不同市场特征, 公司在国内外采取不同发展战略。国内市场上, 由于市场需求低迷, 公司将重心侧重在产品结构提升上, 目前正积极发展高端品牌 XESS, 并于 3 月联合 IMAX 推出 8K QLED 电视 X10, 预计将长期受益于国家的超高清视频产业发展行动计划。由于面板价格下降, Q1 市场均价双位数下滑, 但我们期待公司产品结构提升带来的 Q1 收入表现。国外市场上, 公司追求市占率提升, 得益于公司产品链一体化优势, 以及产品力和品牌认知度的提升, 目前全球市占率已上升至第二, 仅次于三星, 盈利能力也强于公司国内业务, 我们继续看好公司海外业务的持续发力, 并密切关注与华星光电在印度合建的产业园进度。除电视业务外, 公司正积极进行多元化拓展, 包括智能 AV、商用业务、智能家居和互联网业务等, 发展潜力不俗。我们看好公司发展, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49、0.58 和 0.63 港币, 目标价 5.39 港元, 对应 PE 分别为 11.0、9.3 和 8.6 倍, 维持审慎增持评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 贸易摩擦升级, 外需大幅下降, 国内政策利好不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



### 报告正文

- 近日，公司发布 2019Q1 销量公告，Q1 总销量 844.3 万台，同比增长 32.5%，创单季历史新高，其中内销 249.3 万台，同比增长 2.6%；外销 595.0 万台，同比增长 50.9%。公司内销 Q1 增速领先行业，自主业务 8.3% 的增速表现亮眼；外销第 36 个季度高增长，各区域均有硕果，其中北美同比增长 112%。

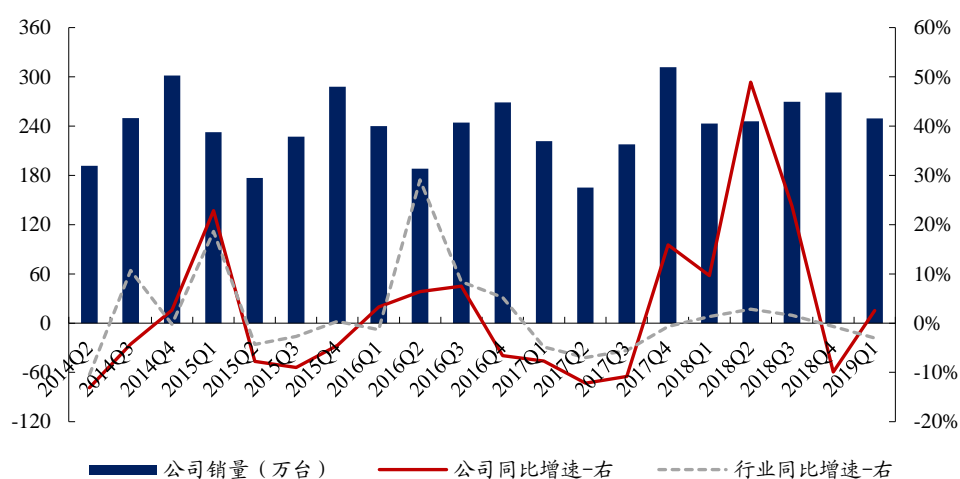
表 1、公司 LCD 电视机销量情况

(万台)	2019 年 1-3 月	2018 年 1-3 月	同比增速	2018 年 10-12 月	2017 年 10-12 月	同比增速
总销量	844.3	637.01	32.54%	748.4	711.7	5.2%
中国市场销量	249.3	243.01	2.57%	280.8	311.7	-9.9%
海外市场销量	595.0	394.0	50.86%	467.6	400.0	16.9%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- 内销方面，弱市中销量持续增长，自有品牌增速亮眼。公司今年首季 2.6% 的内销增速明显优于产业在线统计的 -3.0% 的行业增速（不含 3 月），延续了前期增速优势，其中自有品牌同比增长 8.3%，表现亮眼，彰显公司产品力的提升。从奥维云网统计的零售端情况来看，彩电销量增速主要来自线上，其中小米等互联网品牌优势明显。2018 年 TCL 代工小米约 40% 的电视，2019 年年初小米入股 TCL 集团，公司与小米的合作有望进一步加深。预计在公司自有品牌产品力提升和小米线上优势支持下，公司内销增速有望继续领先行业。

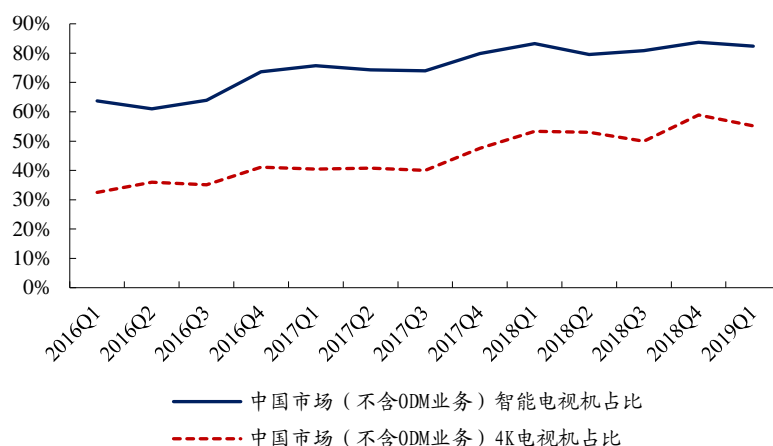
图 1、近五年公司及行业 LCD 电视机内销情况



注：2018Q4 行业同比增速以 10 月和 11 月代替

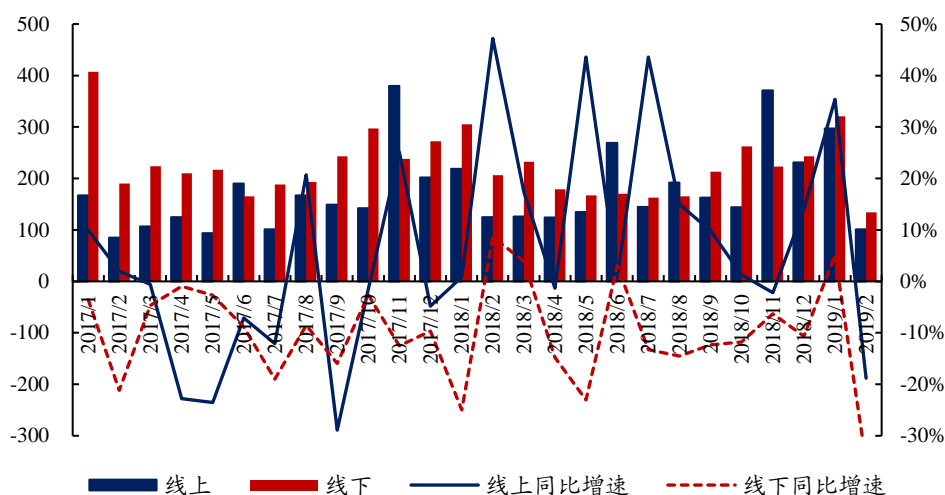
资料来源：公司资料、产业在线、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、近三年公司中国市场销量结构



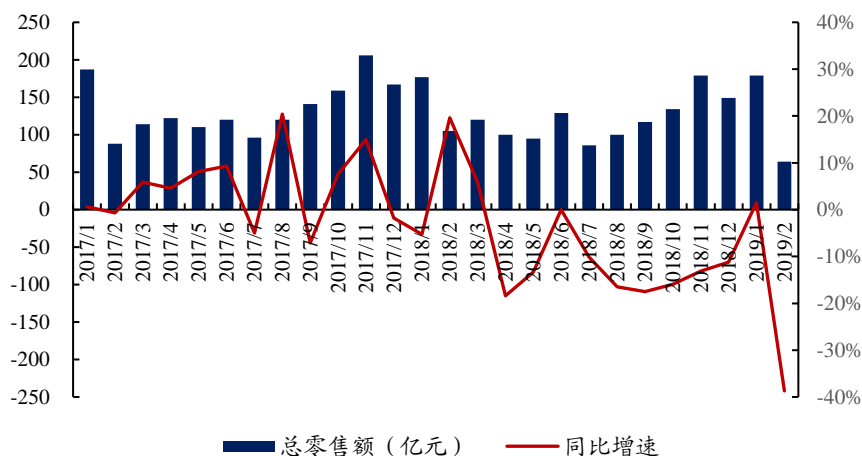
资料来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、中国电视机零售量及同比



资料来源：奥维云网、兴业证券经济与金融研究院整理

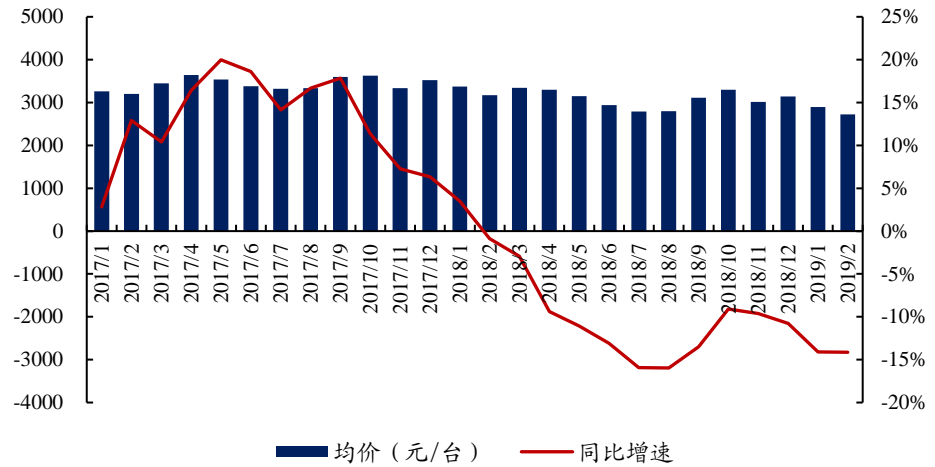
图 4、中国电视机零售额及增速



资料来源：奥维云网、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

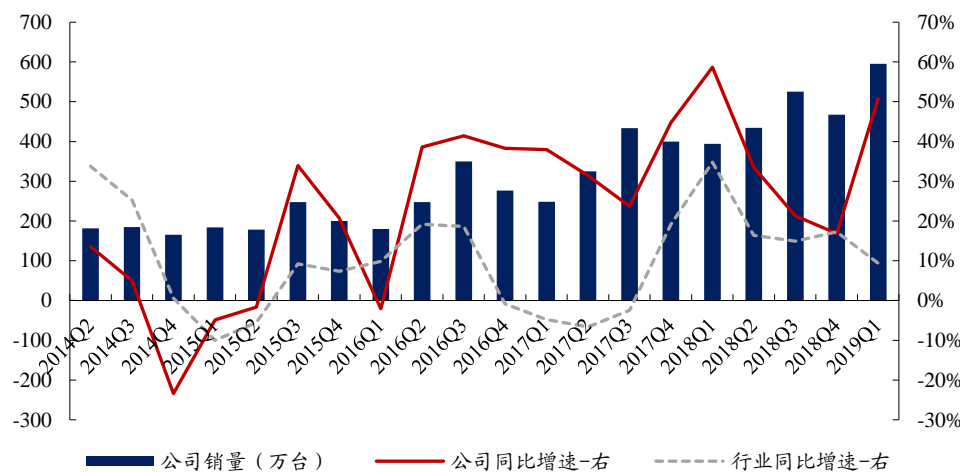
图 5、中国电视机零售价及增速



资料来源：奥维云网、兴业证券经济与金融研究院整理

- **外销方面，销量增速大超预期，各个区域均有硕果。**2018Q1 外销销量增速 58.7%，今年 Q1 销量在高基数下增长 50.9%，并较行业 1-2 月增速高 41.5pp.，大幅超越预期。分地区来看，各个区域均有硕果，其中北美市场销量同比增长 112%，根据 NPD 数据，公司 Q1 在北美销售量市场连续六周位列前二；欧洲市场同比增长 27.1%，其中德国、意大利和法国增长显著；新兴市场同比增长 39.9%，其中阿根廷、厄瓜多尔、印度尼西亚和澳大利亚等市场为快速增长区域。从 2016 年第二季度开始至今的 36 个季度，公司外销销量增速未曾低于 15%，大部分时间增速超过 30%，势头强劲。随着公司产品认知度和产品力的增强，以及欧洲等渠道的打开，预计公司海外业务将持续发力，后续增速有望继续领跑行业。

图 6、近五年公司及行业 LCD 电视机外销情况



注：2018Q4 行业同比增速以 10 月和 11 月代替

资料来源：公司资料、产业在线、Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点：**面对不同市场特征，公司在国内外采取不同发展战略。国内市场上，由于市场需求低迷，公司将重心侧重在产品结构提升上，目前正积极发展高端品牌 XESS，并于 3 月联合 IMAX 推出 8K QLED 电视 X10，预计将长期受益于国家的超高清视频产业发展行动计划。由于面板价格下降，Q1 市场均价双位数下滑，但我们期待公司产品结构提升带来的 Q1 收入表现。国外市场上，公司追求市占率提升，得益于公司产业链一体化优势，以及产品力和品牌认知度的提升，目前全球市占率已上升至第二，仅次于三星，盈利能力也强于公司国内业务，我们继续看好公司海外业务的持续发力，并密切关注与华星光电在印度合建的产业园进度。除电视业务外，公司正积极进行多元化拓张，包括智能 AV、商用业务、智能家居和互联网业务等，发展潜力不俗。我们看好公司发展，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49、0.58 和 0.63 港币，目标价 5.39 港元，对应 PE 分别为 11.0、9.3 和 8.6 倍，维持审慎增持评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，贸易摩擦升级，外需大幅下降，国内政策利好不及预期

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>23,971</b>	<b>28,680</b>	<b>32,428</b>	<b>36,053</b>	<b>营业额</b>	<b>45,582</b>	<b>51,069</b>	<b>56,704</b>	<b>61,385</b>
货币资金	6,742	8,281	9,732	11,139	销售成本	38,630	43,214	47,843	51,822
交易性金融资产	7	220	220	220	其他收入及收益	771	766	851	921
应收账款	7,242	8,114	9,010	9,753	销售及分销支出	4,477	5,028	5,656	6,108
其他应收款	2,900	3,249	3,608	3,906	行政支出	1,302	1,451	1,548	1,642
存货	6,983	8,815	9,859	11,035	研发成本	722	767	893	985
非流动资产	<b>4,230</b>	<b>4,110</b>	<b>3,725</b>	<b>3,587</b>	其他营运支出	21	51	53	54
可供出售金融资产	-	130	140	150	<b>除税前溢利</b>	<b>1,162</b>	<b>1,308</b>	<b>1,549</b>	<b>1,685</b>
长期股权投资	1,431	1,431	1,431	1,431	所得税	227	222	263	286
投资性房地产	128	128	128	128	<b>净利润</b>	<b>935</b>	<b>1,086</b>	<b>1,286</b>	<b>1,399</b>
固定资产	1,347	1,241	1,144	1,054	少数股东损益	-9	-	-	-
无形资产	893	714	572	457	<b>归属母公司净利润</b>	<b>944</b>	<b>1,086</b>	<b>1,286</b>	<b>1,399</b>
<b>资产总计</b>	<b>28,201</b>	<b>32,790</b>	<b>36,154</b>	<b>39,641</b>	<b>EPS (港元)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.49</b>	<b>0.58</b>	<b>0.63</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,329</b>	<b>22,314</b>	<b>24,906</b>	<b>27,554</b>	<b>主要财务比率</b>				
短期借款	1,094	1,226	1,361	1,473	<b>会计年度</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
应付账款及票据	11,416	14,411	16,118	18,041	<b>成长性(%)</b>				
其他	5,741	6,432	7,142	7,731	营业收入增长率	11.7%	12.0%	11.0%	8.3%
<b>非流动负债</b>	<b>93</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	净利润增长率	15.9%	15.0%	18.4%	8.8%
长期借款	21	21	21	21	<b>盈利能力(%)</b>				
其他	72	25	25	25	毛利率	15.3%	15.4%	15.6%	15.6%
<b>负债合计</b>	<b>18,422</b>	<b>22,359</b>	<b>24,951</b>	<b>27,599</b>	净利率	2.1%	2.1%	2.3%	2.3%
股本	2,335	2,335	2,335	2,335	ROE	9.7%	10.4%	11.5%	11.6%
储备	7,444	8,095	8,867	9,706	<b>偿债能力(%)</b>				
少数股东权益	0	-	-	-	资产负债率	65.3%	68.2%	69.0%	69.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>9,780</b>	<b>10,431</b>	<b>11,202</b>	<b>12,041</b>	流动比率	1.31	1.29	1.30	1.31
<b>负债及权益合计</b>	<b>28,201</b>	<b>32,790</b>	<b>36,154</b>	<b>39,641</b>	速动比率	0.93	0.89	0.91	0.91
<b>现金流量表</b>					<b>营运能力(次)</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产周转率	1.62	1.56	1.57	1.55
归母净利润	943.85	1,085.85	1,285.91	1,398.50	应收帐款周转率	3.82	3.95	4.12	3.93
折旧和摊销	324.80	250.11	198.39	152.75	<b>每股资料(港元)</b>				
营运资金的变动	1,358.44	895.63	159.36	317.81	每股收益	0.43	0.49	0.58	0.63
<b>经营活动现金流量</b>	<b>2,627.09</b>	<b>2,231.60</b>	<b>1,643.66</b>	<b>1,869.06</b>	每股经营现金	1.13	1.01	0.74	0.84
投资活动现金流量	-381.09	-342.73	186.52	-15.00	每股净资产	4.14	4.71	5.06	5.44
融资活动现金流量	-1,592.51	-349.84	-379.12	-447.06	<b>估值比率(倍)</b>				
现金净变动	653.49	1,539.02	1,451.06	1,407.00	PE	12.7	11.0	9.3	8.5
现金的期初余额	5,910.00	6,563.49	8,102.51	9,553.57	PB	1.2	1.1	1.1	1.0
现金的期末余额	6,563.49	8,102.51	9,553.57	10,960.57					

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。