

TCL 集团

000100

审慎增持 (维持)

海外黑电高增长叠加费用控制有力, TCL 业绩实现逆势增长

——TCL 集团 2018 年半年报点评

2018 年 09 月 02 日

市场数据

市场数据日期	2018-08-31
收盘价(元)	2.85
总股本(百万股)	13549.65
流通股本(百万股)	11727.93
总市值(百万元)	38616.50
流通市值(百万元)	33424.60
净资产(百万元)	29598.03
总资产(百万元)	169916.85
每股净资产	2.18

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	111727	118163	124650	130580
同比增长	4.8%	5.8%	5.5%	4.8%
净利润(百万元)	2664	3907	4388	5231
同比增长	66.3%	46.6%	12.3%	19.2%
毛利率	20.6%	19.9%	20.2%	20.6%
净利率	2.4%	3.3%	3.5%	4.0%
净资产收益率(%)	9.0%	12.1%	14.7%	18.4%
每股收益(元)	0.20	0.29	0.32	0.39
每股经营现金流(元)	0.68	-0.11	0.83	0.71

投资要点

- 公司近期披露 2018 年半年报。上半年公司营收 525.2 亿元/+0.7%，毛利 94.0 亿元/-7.5%，归母净利润 15.9 亿元/+53.4%，归母扣非净利润为 9.9 亿元/+60.4%，销售毛利率 18.29%/-2.56pp，销售净利率 3.24%/+0.06pp。公司前五大业务单元中，营业占比/同比增速分别为：TCL 电子 33%/+14%，华星光电 23%/-13%，销售及物流服务业务群 22%/+6%，家电集团 20%/+15%。毛利占比/同比增速分别为：TCL 电子 29%/+17%，华星光电 25%/-34%，销售及物流服务业务群 7%/+26%，家电集团 16%/+13%。
- **TCL 电子高增长，毛利贡献超过华星。**TCL 电子 2018H1 营收 171.5 亿元/+14.2%，毛利率 15.9%/+0.4pp，归母净利润 4.68 亿元/+237.5%，整体表现亮眼，受益于海外和国内 LCD 电视销量同比增长 44.4% 和 26.4%，海外增长持续迅猛。报告期内 TCL 电子的毛利贡献约 27 亿元，首次略超华星光电约 23 亿元，占公司总毛利的三分之一。
- **面板价格下降使得华星光电收入下滑，智能手机需求不振使得华星光电收入下滑。**华星光电和华星光电是公司旗下生产大屏和小屏的实体。华星光电 2018H1 营收 121.4 亿元/-10.3%，EBITDA 41.3 亿元/-24.6%。面板平均价格同比下降是主要原因，不过主要产品价格在 8 月企稳回升，预计下半年将推动华星光电业绩增长。华星光电从事中小尺寸显示模组业务，2018H1 营收 12.6 亿元/-15.6%，源于全球智能手机需求不振、部分零部件紧缺以及个别客户策略调整，正在积极与互联网公司合作开发智能家庭产品。
- **通过控制费用，公司在毛利率下滑下保持净利率的稳定。**公司 2018H1 管理费用率 7.44%/-0.04pp，销售费用率 8.46%/-0.37pp，面板价格使得毛利率 18.29%/-2.56pp，公司通过控制费用，使得销售净利率保持稳定，达到 3.24%/+0.06pp。
- **投资建议：**上半年屏价持续下降，公司面板业务业绩大幅下滑，但依赖全产业链布局优势，公司彩电业务很大程度上对冲了屏价下降的负面影响，加上彩电业务海外快速扩张以及集团费用控制效果明显，公司上半年还是实现了营收和净利润的小幅增长。归母净利润在收入平稳和屏价下降压迫毛利率下滑双重压力下，依然保持快速增长，一方面主要归功于 TCL 电子业绩高增长，另一方面其次受益于整个集团层面的控制费用使得净利率稳中有升。未来，**彩电业务**上，在“内调结构，外增份额”战略的指导下，国内国外业绩预计均可维持较高的速度增长。**华星光电**上，新建大屏幕产线 t4 和 t6 预计分别可于 2019H1 和 2018Q4 点亮，产能的扩大将推升公司收入增长。除此之外，**家电业务**有望与 TCL 电子整合，协同效应明显；**通讯业务**提效降本效果显现，上半年北美已实现盈利，预计业绩可进一步改善。同时，随着规模的上升和管理的完善，费用率也有望继续下降。我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.29 元/+47%、0.32 元/+12%、0.39 元/+19%，我们看好公司发展。

风险提示：面板产能持续投放导致价格过快下跌，汇率异常波动

相关报告

《【兴证家电】TCL 集团 2017 年报暨 2018 一季报点评：海外市场+产业链一体化改善彩电业务》2018-05-01

《TCL 集团 2015 半年报点评：业绩符合预期，全年有望稳健增长》2015-08-14

《TCL 集团 2015 一季报点评：盈利能力提升，扣非业绩大幅增长》2015-04-27

分析师：

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

S0190517070001

研究助理：

郭军

guojun@xyzq.com.cn

报告正文

事件

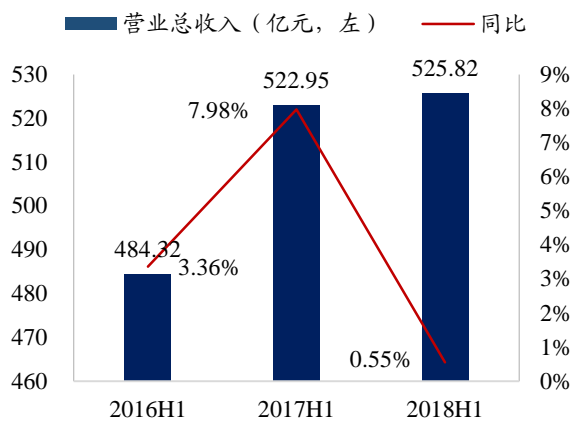
公司公告 2018 半年报，报告期内收入 525.82 亿元 (+0.55%)，归母净利润 15.86 亿元 (+53.40%)。

点评

● 报告期内业绩概况

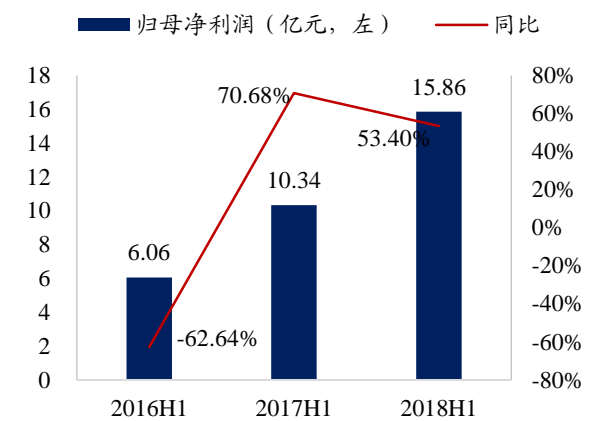
公司公告 2018 半年报，报告期内收入 525.82 亿元 (+0.55%)，归母净利润 15.86 亿元 (+53.40%)。费用端，销售费用-0.37pp.，管理费用-0.04pp.，财务费用-0.71%。利润端，毛利率-2.56pp.，净利率+0.06pp.。

图 1、2018H1 营收增速放缓



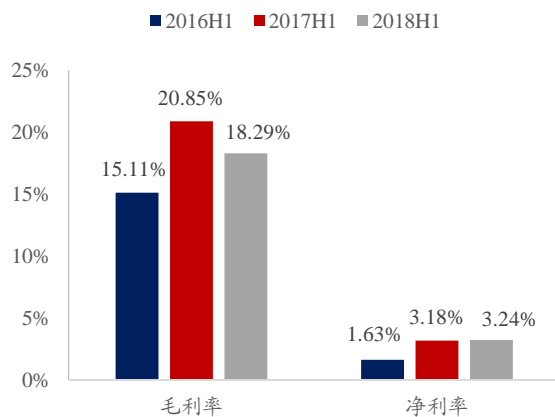
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2018H1 净利润继续稳健增长



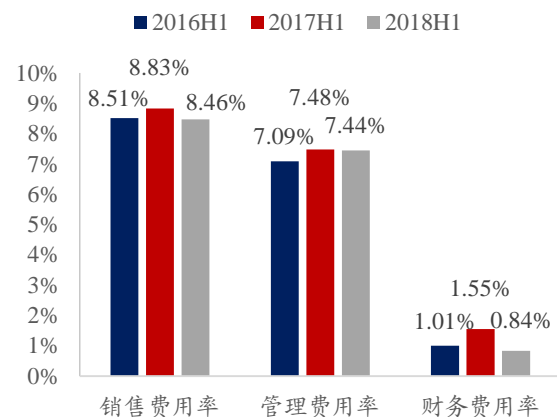
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2018H1 毛利率下降，净利率平稳



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018H1 费用率有所改善



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、2018 年上半年公司销售收入构成

	金额(亿元)	占比	增速
华星光电	121.44	23.32%	-13.07%
TCL 电子	171.46	32.93%	14.19%
家电集团	106.33	20.42%	15.24%
TCL 通讯	46.61	8.95%	-32.11%
通力电子	22.70	4.36%	26.46%
翰林汇	70.85	13.61%	1.13%
其他及合并抵消	-18.66	不适用	
销售收入合计	520.73	100.00%	1.45%

资料来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议：

上半年屏价持续下降，公司面板业务业绩大幅下滑，但依赖全产业链布局优势，公司彩电业务很大程度上对冲了屏价下降的负面影响，加上彩电业务海外快速扩张以及集团费用控制效果明显，公司上半年还是实现了营收和净利润的小幅增长。归母净利润在收入平稳和屏价下降压迫毛利率下滑双重压力下，依然保持快速增长，一方面主要归功于 TCL 电子业绩高增长，另一方面其次受益于整个集团层面的控制费用使得净利率稳中有升。未来，彩电业务上，在“内调结构，外增份额”战略的指导下，国内国外业绩预计均可维持较高的速度增长。华星光电上，新建大屏幕产线 t4 和 t6 预计分别可于 2019H1 和 2018Q4 点亮，产能的扩大将推升公司收入增长。除此之外，家电业务有望与 TCL 电子整合，协同效应明显；通讯业务提效降本效果显现，上半年北美已实现盈利，预计业绩可进一步改善。同时，随着规模的上升和管理的完善，费用率也有望继续下降。我们预计 18-20 年 EPS 分别为 0.29 元/+47%、0.32 元/+12%、0.39 元/+19%，我们看好公司发展。

风险提示：面板产能持续投放导致价格过快下跌，汇率异常波动

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
流动资产	80096	79493	82071	83848	
货币资金	27459	26927	27193	27060	
交易性金融资产	2231	0	0	0	
应收账款	14747	15479	16391	17138	
其他应收款	3854	4167	4348	4580	
存货	12946	13765	14502	15097	
非流动资产	80198	70635	65687	58245	
可供出售金融资产	3202	3370	3286	3328	
长期股权投资	15352	13506	14429	13968	
投资性房地产	860	717	789	753	
固定资产	32598	34411	31678	26674	
在建工程	14775	7388	3694	1847	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	6373	6373	6373	6373	
资产总计	160294	150128	147758	142093	
流动负债	72248	71895	68140	63967	
短期借款	15990	28889	23891	18684	
应付票据	2061	0	0	0	
应付账款	19324	20775	21767	22722	
其他	34872	22231	22482	22562	
非流动负债	33903	20600	23371	22423	
长期借款	20283	20283	20283	20283	
其他	13620	316	3088	2140	
负债合计	106151	92495	91512	86391	
股本	13515	13550	13550	13550	
资本公积	5940	5940	5940	5940	
未分配利润	8578	10911	7934	5742	
少数股东权益	24396	25296	26296	27296	
股东权益合计	54143	57633	56246	55702	
负债及权益合计	160294	150128	147758	142093	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	2664	3907	4388	5231	
折旧和摊销	7203	5575	6426	6852	
资产减值准备	1663	-12	137	45	
无形资产摊销	728	0	0	0	
公允价值变动损失	-309	0	0	0	
财务费用	2078	1503	1742	1435	
投资损失	-2439	-3000	-3300	-3300	
少数股东损益	880	900	1000	1000	
营运资金的变动	165	-9035	-1208	-920	
经营活动产生现金流量	9210	-1514	11309	9570	
投资活动产生现金流量	-16925	7773	2471	3714	
融资活动产生现金流量	8552	-6791	-13514	-13417	
现金净变动	-534	-532	266	-133	
现金的期初余额	23816	27459	26927	27193	
现金的期末余额	23281	26927	27193	27060	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	
营业收入	111727	118163	124650	130580	
营业成本	88664	94610	99499	103668	
营业税金及附加	665	704	742	778	
销售费用	9511	9926	10346	10838	
管理费用	9456	8980	9349	9793	
财务费用	1665	1503	1742	1435	
资产减值损失	1663	1500	1500	1500	
公允价值变动	309	0	0	0	
投资收益	2439	3000	3300	3300	
营业利润	4113	5541	6372	7467	
营业外收入	840	1000	1000	1000	
营业外支出	163	150	150	150	
利润总额	4790	6391	7222	8317	
所得税	1245	1584	1834	2087	
净利润	3545	4807	5388	6231	
少数股东损益	880	900	1000	1000	
归属母公司净利润	2664	3907	4388	5231	
EPS(元)	0.20	0.29	0.32	0.39	

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	4.8%	5.8%	5.5%	4.8%
营业利润增长率	2909.8%	34.7%	15.0%	17.2%
净利润增长率	66.3%	46.6%	12.3%	19.2%
盈利能力				
毛利率	20.6%	19.9%	20.2%	20.6%
净利率	2.4%	3.3%	3.5%	4.0%
ROE	9.0%	12.1%	14.7%	18.4%

偿债能力

资产负债率	66.2%	61.6%	61.9%	60.8%
流动比率	1.11	1.11	1.20	1.31
速动比率	0.92	0.90	0.98	1.06

营运能力

资产周转率	0.73	0.76	0.84	0.90
应收帐款周转率	7.62	7.63	7.63	7.60

每股资料(元)

每股收益	0.20	0.29	0.32	0.39
每股经营现金	0.68	-0.11	0.83	0.71
每股净资产	2.20	2.39	2.21	2.10

估值比率(倍)

PE	18.56	12.66	11.27	9.45
PB	1.66	1.53	1.65	1.74

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.xyq.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。

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn