

TCL 集团 (000100)

证券研究报告
2017年10月30日

战略重组转型半导体支柱产业，静待估值提升

战略重组剥离非面板业务

在 TCL 集团的诸多业务群中，半导体企业华星光电为公司主要利润贡献来源。TCL 集团旗下的各产业群并没有能够产生很好的协同效应，整体估值提升空间有限。根据公司公告，公司逐步剥离非面板业务，包括通讯业务，计划把 A 股打造成为华星光电的融资平台，该战略一方面将利于减少低增长业务的影响，另一方面受益单一业务清晰、半导体高估值等，将有望提升整体公司估值水平。

被埋没的华星光电：全球重要面板厂商

华星光电在国际面板行业地位日益提升，目前大尺寸面板各排名全球前五。大尺寸 LCD 方面，两条支柱 8 代线产能持续爬坡合计达到 29 万片/月，产能、爬坡速度、良率均处于行业领先水平，积极布局新技术 OLED，引领中国面板产业转型升级；小尺寸方面完善布局，T3 快速爬坡已开始供货小米华为，随着全面屏市场份额迅速扩大，T4 有望抢占 OLED 一席之地。

对标京东方：经营效率更优，政府支持为前提

通过与京东方对比，我们认为华星光电资产质量与京东方同样优秀，并且经营效率优于京东方；从政策支持的角度，在京东方发展中政府支持起到重要作用，行业为“政策密集型+资本密集型”，我们认为此次国家资产持续注入也是大力扶持的信号。

从估值角度来看，华星光电估值水平应当至少与京东方相近，随着资产重组，预计 2019 年公司市值对应当年华星光电业绩有望达到与京东方接近的估值水平。

投资建议

公司逐步剥离非核心业务，计划将 TCL 集团作为华星光电的融资平台，一方面将利于减少低增长业务影响，另一方面受益单一业务清晰、半导体高估值等，将有望提升估值水平，有望对标京东方。受面板降价和格局改善影响，彩电行业触底反弹，下半年有望回升；通讯 Q2 推出多款新品，并持续发力提升经营效率，下半年有望销量回升减少亏损。我们预计 17-19 年收入增速分别为 9.4%、8.95%、10.52%，归母净利润增速分别为 69.56%、23.75%、24.28%，对应 EPS 0.22、0.28、0.34 元/股，当前股价对应 17-19 年分别 20.05、16.20、13.04xPE，维持买入评级。

风险提示：重组计划变更风险，面板降价风险。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	104,877.63	106,617.86	116,635.64	127,075.62	140,444.42
增长率(%)	3.54	1.66	9.40	8.95	10.52
EBITDA(百万元)	6,255.07	6,266.10	7,487.21	6,433.99	7,432.94
净利润(百万元)	2,567.00	1,602.13	2,716.52	3,361.69	4,177.76
增长率(%)	(19.36)	(37.59)	69.56	23.75	24.28
EPS(元/股)	0.21	0.13	0.22	0.28	0.34
市盈率(P/E)	21.22	34.00	20.05	16.20	13.04
市净率(P/B)	2.25	2.39	2.14	2.00	1.86
市销率(P/S)	0.52	0.51	0.47	0.43	0.39
EV/EBITDA	11.50	11.52	11.68	12.06	10.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/视听器材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.46 元
目标价格	6.2 元
上次目标价	5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	12,213.68
流通 A 股股本(百万股)	9,001.36
A 股总市值(百万元)	54,473.02
流通 A 股市值(百万元)	40,146.05
每股净资产(元)	2.01
资产负债率(%)	67.39
一年内最高/最低(元)	4.62/3.27

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



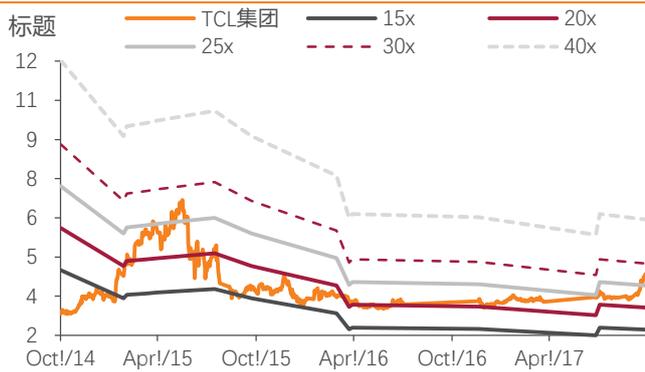
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《TCL 集团-季报点评:面板产能爬坡毛利率稳定，多媒体持续回暖》
2017-10-26
- 2 《TCL 集团-公司研究简报:出售通讯并表减亏，半导体转型指日可待》
2017-10-10
- 3 《TCL 集团-半年报点评:战略整合华星增厚业绩可期，多品类高增长品牌提升》
2017-08-03

PE-Band

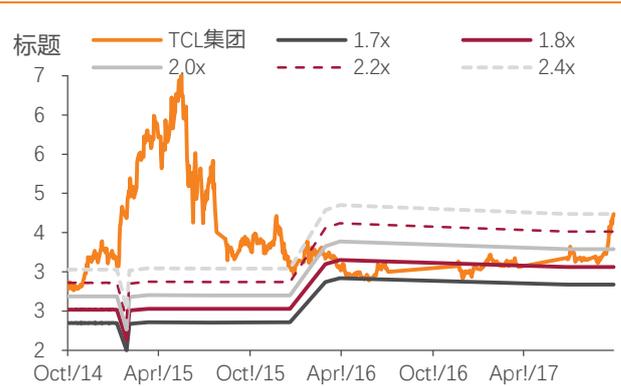
TCL 集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

PB-Band

TCL 集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

- 1. 战略重组剥离非面板业务 4
- 2. 被埋没的华星光电：全球重要面板厂商 5
 - 2.1. 产品布局逐渐完善，产线规模提升空间较大 5
 - 2.2. 大尺寸面板：全球份额前五，产能表现优异 7
 - 2.3. 小尺寸面板：快速爬坡供货魅族小米华为，抢占 OLED 一席之地 10
 - 2.4. 折旧预测：T1 折旧计提完成在即 12
- 3. 对标京东方：经营效率更优，政府支持为前提 13
 - 3.1. 经营效率优于京东方 13
 - 3.2. 国家战略支持产业，政府支持力度增加 15
 - 3.3. 估值水平显著偏低 15
- 4. 担忧面板降价？业绩弹性测算 16
- 5. 估值提升空间测算 17

图表目录

- 图 1：TCL 集团与同行业公司估值对比 4
- 图 2：公司业务结构（变更前） 4
- 图 3：公司业务结构（变更后） 4
- 图 4：京东方与华星光电产能布局对比 5
- 图 5：2017 年 1-3 月华星光电前五大客户占比 6
- 图 6：2016 年华星光电前五大客户占比 6
- 图 7：全球 8 代线爬坡过程（产能：千片/月） 6
- 图 8：全球面板供应商大尺寸面板销售额（百万美元）及华星份额 7

图 9: 华星 EBITDA 占收入比例连续多年行业领先	7
图 10: 2016A&2017H1 全球各面板厂商出货情况	9
图 11: 电视面板供需总面积增速预计对比	9
图 12: 全球电视平均尺寸持续提升	10
图 13: 大尺寸电视降价幅度较大	10
图 14: 华星光电小尺寸产品规划	11
图 15: 现有全面屏手机及供应商情况	11
图 16: 全球全面屏供应情况	11
图 17: 华星光电 11-12 年转固定资产折旧即将完成	12
图 18: 京东方毛利率变化趋势与面板价格对比	13
图 19: 京东方与华星光电收入规模对比 (亿元)	13
图 20: 京东方与华星光电净利润对比 (亿元)	13
图 21: 京东方与华星光电毛利率和净利率对比	14
图 22: 京东方与华星光电 ROA 指标对比	14
图 23: 京东方与华星光电 EBITDA/收入指标对比	14
图 24: 京东方与华星光电经营活动产生现金流量/营业收入对比	14
图 25: 京东方与华星光电资产负债率指标对比	14
图 26: 京东方股权结构	15
图 27: 华星光电股权变更后的股权结构	15
图 28: 京东方和华星光电估值对比	15
图 29: 华星光电收入敏感性分析	16
图 30: 华星光电净利润敏感性分析	16
图 31: 公司业绩测算	17
表 1: 华星光电产线布局引领转型升级	5
表 2: 目前全球大屏面板产线汇总	8
表 3: t1&t2 预计收入测算	10
表 4: t3&t4 预计收入测算	12

1. 战略重组剥离非面板业务

TCL 是一家综合性业务的家电集团，但在 TCL 集团的诸多业务群中，目前华星光电由于产业规模特性，为公司主要利润贡献来源。与此同时，其他业务表现并不占优，TCL 多媒体扭亏为盈，但 TCL 通讯目前处于微利/亏损状态，且尚未找到明确好转的迹象。TCL 集团旗下的各产业群并没有能够产生很好的协同效应，在集团业务繁杂、投资者无法看清公司业绩的情况下，整体估值提升空间有限，如若考虑分布估值法，预计 17 年华星盈利约 46 亿元，通讯亏损约 13 亿元，集团整体业绩约 27 亿元，TCL 集团的总市值明显低于华星光电单一业务价值。

图 1: TCL 集团与同行业公司估值对比

	2016年业绩		市值 (亿元)	2017对应估值 (wind一致预期)	
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	PB
TCL集团	1,066	16.0	403	21.39	2.09
京东方A	689	18.8	995	23.96	2.37
深天马A	107	5.7	264	33.79	3.01
海信电器	318	17.6	224	15.92	1.46
创维数码	431	13.1	132	6.22	0.59

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

注：数据日期为 2017.10.30.

自从公司去年 12 月拟借壳深纺织上市华星光电失败后，公司改变重组战略开启新道路，即剥离非面板业务，集中增持华星光电股权，在这过程中甚至剥离归属核心业务的通讯业务部分股权，可见公司集中发展面板业务的战略决心，近来已推进的重组事件进展如下：

2017-10-10：转让控股子公司 TCL 通讯科技 49%的股权；

2017-08-28：收购华星光电 10.04%股权（证监会已批复，实际完成后公司将直接持有华星光电 85.71%股权）；

2017-05-02：华星光电收购华显光电 53.81%股权；

2016-07-31：出售深圳速必达商务 50%股权。

公司逐步剥离非面板业务，甚至决定剥离部分 TCL 通讯这一主要业务部门，这意味着 TCL 集团计划把 A 股打造成为华星光电的融资平台，该战略一方面将利于减少低增长业务的影响，另一方面受益单一业务清晰、半导体高估值等，将有望提升整体公司估值水平。

图 2: 公司业务结构 (变更前)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3: 公司业务结构 (变更后)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 被埋没的华星光电：全球重要面板厂商

集团战略整合后，将成为半导体企业华星光电单一业务的融资平台，企业价值将取决于华星光电的经营情况。而华星光电的经营质量与企业效率，若对比业内同行，均为业内领先水平。

2.1. 产品布局逐渐完善，产线规模提升空间较大

华星光电作为全球面板重要生产商，其产线布局引领着中国面板产业整体转型升级。

华星光电目前共拥有 5 条面板生产线，目前华星光电主要收入来自 t1 和 t2，在大尺寸面板领域在全球具有一定影响力，其中 t1 和 t2 为已达满产的 8.5 代线（LCD），分别主要生产 32 寸和 55 寸大尺寸面板，为华星光电目前主要的收入和利润来源，同样生产大尺寸面板的还有正在建设的 10.5 代线 t6，将生产 65 寸以上的更大尺寸面板；用于手机等的小尺寸面板正逐步切入，t3 于今年年底达到一阶段满产（15 万片/月），明年将达到 30 万片的设计产能，t4 预计于 2019 年量产。

表 1：华星光电产线布局引领转型升级

产线	代线	材质	定位	投资额 (亿元)	量产时间	当前产能 (万片/月)	主要产品规格	所在地
t1	8.5 代	TFT-LCD	TV 面板	245	2011.8.	15	32 寸	深圳
t2	8.5 代	TFT-LCD	TV 面板	244	2016.9.	14	55 寸	深圳
t3	6 代	LTPS-LCD/AMOLED	手机&移动 PC 显示面板	160	2017.1.	3 (设计产能)	5.5 寸	武汉
t4	6 代	LTPS-LCD/AMOLED	手机&移动 PC 显示面板	350	2019/Q2	4.5(设计产能)	5.5 寸	武汉
t6	11 代	TFT-LCD/AMOLED	TV 面板	465	2019.3.	9 (设计产能)	65+寸	深圳

资料来源：公司公告，天风证券研究所

对比京东方和华星光电的产线布局情况，京东方产能规模明显是大于华星光电的，但从 2017 年上半年的面板出货情况来看，华星光电出货量已接近京东方。

图 4：京东方与华星光电产能布局对比

	代线	定位	2016 2017 2018 2019 2020					满产产能 (k/月)	8.5代线面板出货量 (k)	
									2016A	2017H1
京东方	北京5代线	B1					100			
	成都4.5代线	B2					45			
	合肥6代线	B3					90			
	鄂尔多斯5.5代线	B6					64			
	北京8.5代线	B4					120			
	合肥8.5代线	B5					100	43721	19538	
	重庆8.5代线	B8					120			
	福州8.5代线	B10					150			
	合肥10.5代线	B9					45			
	成都6代线 (OLED)	B7					45			
华星光电	绵阳6代线 (OLED)	B11					120			
	6代线	T3					30			
	8.5代线	T1					150	32846	18031	
	8.5代线	T2					140			
	11代线 (OLED)	T6					90			
	6代线 (OLED)	T4					45			

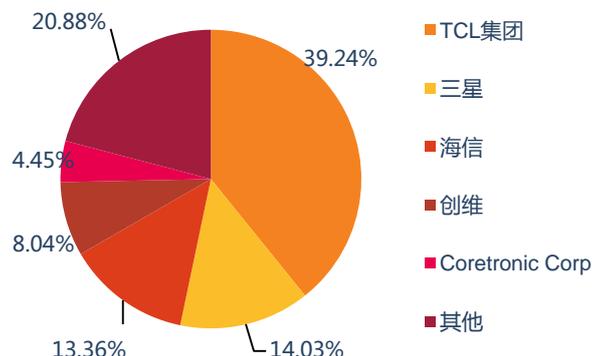
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：华星 T1、T2 均通过技改提升产能，目前产能分别 150 和 140 万片/月。

最初华星光电主要试产供货 TCL 内部使用，随后产品质量提升，声望提高，才开始向外供货，目前出货量大幅提升显示其面板质量、良率水平优异，对比而言，中电熊猫目前爬坡速度缓慢，主要原因在于产品质量提升较慢，仍以供货内部为主。另一方面，华星光电 T1

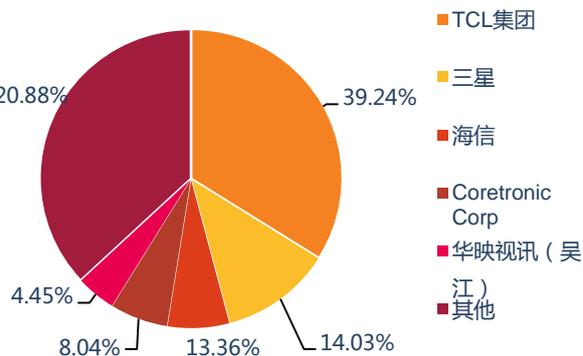
在 2014 年曾进行技术改造提升产能，T2 产能持续爬坡，在增加设备、改善制程、工艺改进的作用下，目前产能均已超过设计产能，T1 和 T2 分别达到 150 和 140 千片/月。

图 5：2017 年 1-3 月华星光电前五大客户占比



资料来源：公司公告 天风证券研究所

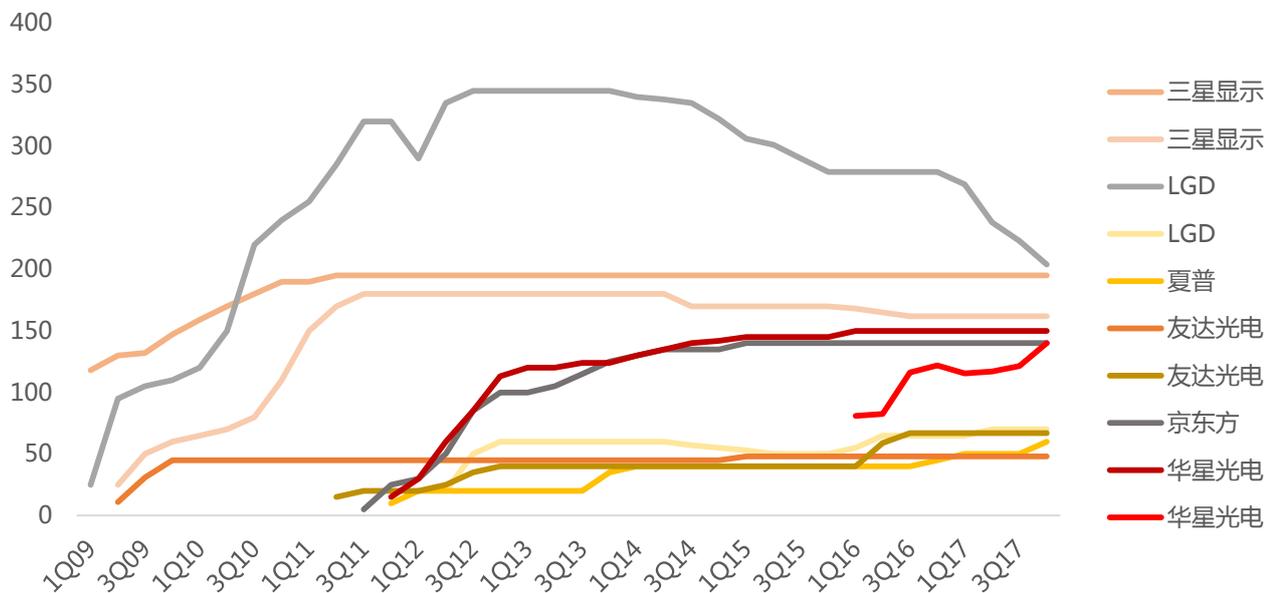
图 6：2016 年华星光电前五大客户占比



资料来源：公司公告 天风证券研究所

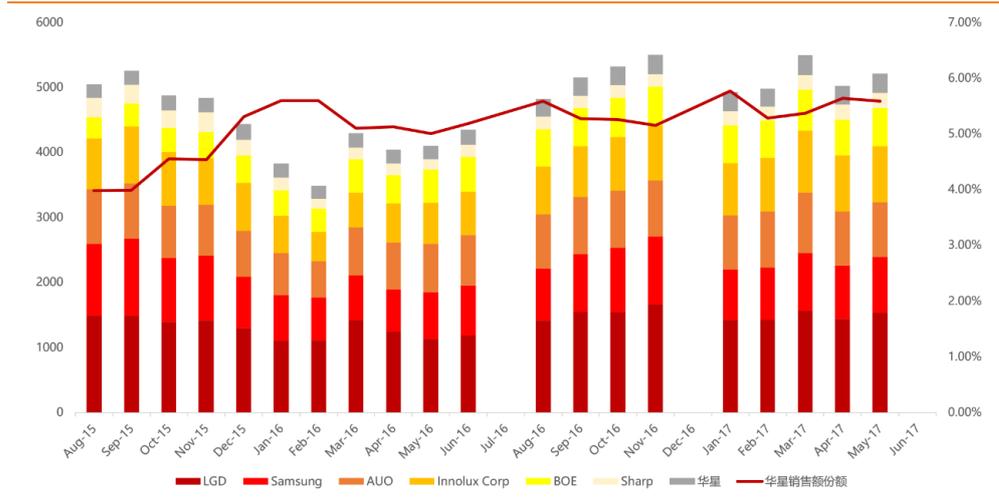
就产能爬坡的过程而言，随着技术成熟，各产线爬坡速度逐步增加。华星 T1 于 2011 年 11 月开始量产，设计产能 10 万片/月，最初为 1.8 万片/月，2012 年 9 月达到设计产能，耗时约 1 年，产能持续爬坡，并经历技术改造，目前产能为 15 万片/月，超过设计产能 50%；T2 于 2016 年 Q1 开始量产，设计产能 10 万片/月，Q1 达到 8 万片/月，Q3 超过设计产能，达到 11.6 万片/月，耗时约 9 个月，随着产能爬坡，2017 年 Q3 达到 12 万片/月，超过设计产能 20%。从爬坡速度来看，华星爬坡速度在全球各产线中处于较高水平，对比京东方 B4 用时 10 个季度达到 120 千片/月的产能，华星 T1 仅用时 6 个季度。此外，随着华星 T2 产能爬坡，华星在全球的市场份额持续提升。

图 7：全球 8 代线爬坡过程（产能：千片/月）



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 8：全球面板供应商大尺寸面板销售额（百万美元）及华星份额

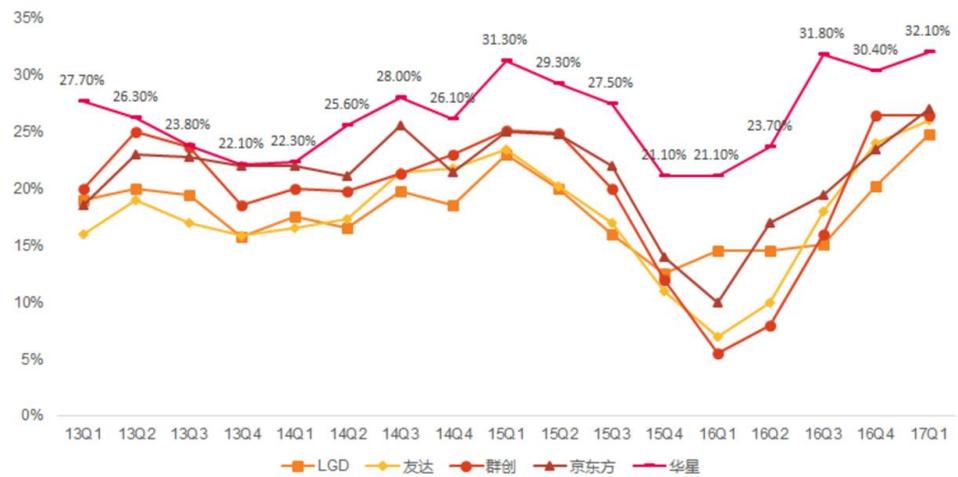


资料来源：Display Search，天风证券研究所

出货量主要是和产能与良品率有关，而良品率受到管理能力、技术能力等多方面因素制约。液晶面板发展初期，良品率仅不足 50%，十年后才达到 80%，如今可达 90%以上。华星光电 T1 和 T2 目前良率高达 97%，京东方也在 90%以上。

总体对比各厂商的经营效率和盈利能力，华星处于全球同行业领先水平，EBITDA 占收入比例连续多年行业领先。

图 9：华星 EBITDA 占收入比例连续多年行业领先



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 大尺寸面板：全球份额前五，产能表现优异

华星光电在全球和国内份额均名列前茅。在全球电视面板市场中，华星光电收入份额持续提升，2016 年达到 13%，超过友达光电位列第五；在国内市场，六大电视机品牌厂商采购额份额中，华星光电自 2014 年起持续位列第一，占比 24%。分尺寸来看，在全球 32 寸产品出货量份额 28%，仅次于京东方；在 55 寸产品份额 20%，仅次于三星和 LG。

表 2：目前全球大屏面板产线汇总

公司	产线	代线	应用	量产时间	技术	目前产能 (千片/月)
三星显示	SEC 苏州	8.0G	LCD	Aug-13	a-Si	125
	SEC Tangjong L7-2	7.0G	LCD	Jan-06	a-Si	170
	SEC Tangjong L8-1	8.0G	LCD	Aug-07	a-Si	195
	SEC Tangjong L8-2	8.0G	LCD	May-09	a-Si	162
LGD	LGD 广州 1	8.0G	LCD	May-14	a-Si	100
	LGD 广州 2	8.0G	LCD		a-Si	90
	LGD Paju P8	8.0G	LCD	Mar-09	a-Si	279
	LGD Paju P9	8.0G	LCD		a-Si/Oxide	70
	LGP Paju P7	7.0G	LCD	Jan-06	a-Si	210
	SHP Sakai 1	10.0G	LCD+AMOLED	Aug-09	a-Si	72
友达光电	AUO 台中 L7A	7.0G	LCD	Nov-06	a-Si	90
	AUO 台中 L7B	7.0G	LCD	Jun-09	a-Si	85
	AUO 台中 L8A	8.0G	LCD	Jun-09	a-Si	48
	AUO 台中 L8B	8.0G	LCD	Apr-11	a-Si	67
		8.0G	LCD	Sep-12	a-Si/IGZO	10
群创光电	CMO 高雄 Fab8	8.0G	LCD	Feb-10	a-Si	70
	CMO 高雄 Fab8_B	8.6G	LCD	Feb-10	a-Si	40
	CMO 台南 Fab7	7.0G	LCD	May-07	a-Si	140
京东方	BOE 北京 B4	8.0G	LCD	Sep-11	a-Si	140
	BOE 合肥 B5	8.0G	LCD	Nov-13	a-Si/IGZO	72
	BOE 重庆 B8	8.0G	LCD	Dec-14	a-Si/Oxide	145
	BOE 福清 B10	8.0G	LCD	Dec-16	a-Si	130
	BOE 合肥 B9	10.5G	LCD	Aug-17	a-Si/Oxide	80
华星光电	TCL 深圳 1	8.0G	LCD	Oct-11	a-Si	150
	TCL 深圳 2	8.0G	LCD+AMOLED	Mar-16	a-Si	140
中电熊猫	CEC 咸阳	8.6G	LCD		a-Si	120
	PND 南京 G8	8.0G	LCD		a-Si	60
	PND 成都	8.6G+	LCD		a-Si	120
惠科	重庆	8.6G	LCD		a-Si	70

资料来源：DisplaySearch，天风证券研究所

份额提升的一个重要原因在于，华星光电具备优秀的出货能力，产能表现逐步稳定提升。前期鸿海收购夏普以及三星面板产能退出带动的供求关系紧张，导致 2017 年上半年面板均价的持续攀升。在这样面板供不应求的环境下，排在前位的除了三星策略性退出产能，其他各厂商均有不同程度的出货量下滑，而华星光电出货量和出货面积则分别同比提升 23% 和 32%，2016 年持续产能爬坡，t1 和 t2 产能合计达到 27 万片/月，早已超过设计产能（20 万片/月）35%，体现其产能逐步稳定提升的优异表现。

图 10：2016A&2017H1 全球各面板厂商出货情况

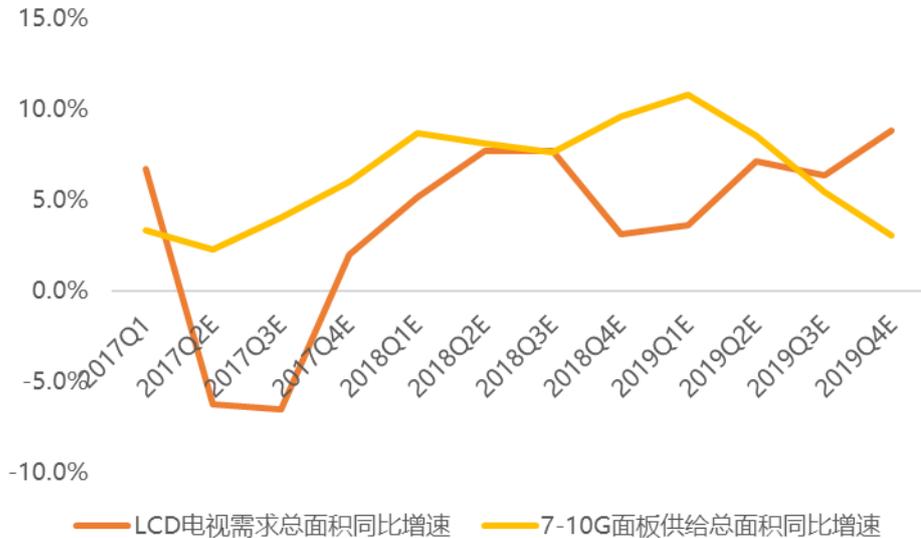
面板供应商	2016A	出货量同比	出货面积同比	2017H1	出货量同比	出货面积同比
LGD	52,793	-6%	5%	24,954	-2%	5%
京东方	43,721	22%	36%	19,538	-13%	-9%
群创	41,179	-18%	-6%	19,495	-1%	1%
三星	46,936	-10%	-4%	18,700	-13%	2%
华星光电	32,846	30%	54%	18,031	23%	32%
友达	27,224	0%	6%	13,391	3%	9%
夏普	7,746	-43%	-20%	4,888	88%	58%
中电熊猫	4,917	-2%	59%	3,213	61%	121%
惠科	-	-	-	800	-	-
全球合计	261,963	-4%	6%	123,009	-1%	8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年大尺寸面板价格预测

首先，在供需方面，根据 IHS 数据以及各公司产能变动信息，预计随着各产线量产、爬坡，大尺寸面板供给将持续增加，超过需求增速，因此预计 18 年大尺寸面板价格或将继续下行。目前，中国大陆面板企业有 6 条 8 代线达到设计产能满产，两条 8 代线正在产能爬坡过程中，预计将在 2018 年第二季度前先后达到最大设计产能满产。2020 年中国大陆将会拥有 10 条 8 代线，总产能达到月投片 123 万片。此外，届时还有可达满产的三条 10.5 代线（京东方合肥 B9，及华星光电深圳 T6 和 T7），及正在建设中的夏普、惠科、京东方的新的 10.5 代线项目。

图 11：电视面板供需总面积增速预计对比

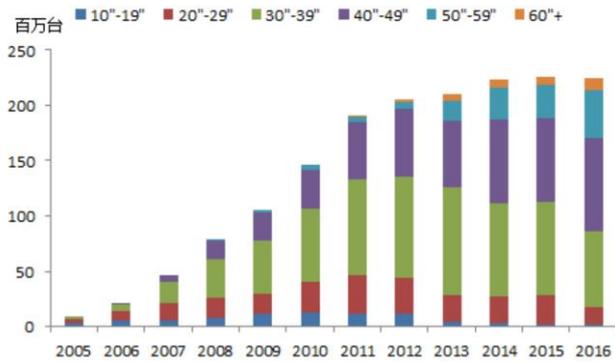


资料来源：IHS，各公司官网，天风证券研究所整理

注：2019 年需求数据为自行预测数据。

其次，在产品结构方面，55 英寸以上的大尺寸电视份额将持续提升。根据群智咨询的调研数据，2016 年全球液晶电视面板出货量同比下降 2.5%，但是出货面积同比增长 8%，主要原因是电视尺寸结构的不断调整，而尺寸结构调整的直接原因在于大尺寸电视机持续降价，带来更高性价比。目前 50 寸以上大尺寸渗透率还较低，未来伴随电视面板大尺寸化持续推进，预期 2017-2019 年全球面板平均面积将继续增长。随着 2018 年初京东方 10.5 代线量产，65、75 英寸电视销量进一步提升，将拉动全球电视平均尺寸继续上移，55 寸销量也将进一步提升，加之韩国面板厂等将 55 寸产线转为生产 65 寸以获得更高盈利，预计 55 寸需求将增加；而 32 寸则不可避免的要受到需求减缓的影响，根据华星光电规划，T1 的 32 寸面板占比也将有所下降。

图 12: 全球电视平均尺寸持续提升



资料来源: DisplaySearch, 天风证券研究所

图 13: 大尺寸电视降价幅度较大



资料来源: 奥维云网, 天风证券研究所

2017-2019 年大尺寸面板 T1&T2 收入测算:

- 根据 Witsview 价格变动趋势, 预计 2017 年 Q4 的 32 寸和 55 寸均价分别降至 68 和 182 美元/片, 2018 年 32 寸和 55 寸面板价格年末分别降至 60 和 163 美元, 2019 年分别为 59 和 166 美元;
- t1 月投片量维持 15 万片, 其中 80% (假设该比例在 18 年底降至 66%, 19 年底将至 54%) 用于切割 32 寸面板 (每片可切割 18 张);
- t2 月投片量从 2018 年初 14 万片增至年末 15 万片后维持, 其中 80%用于切割 55 寸面板 (每片可切割 6 张);
- 两条产线其余部分用于切割 43、49 等尺寸面板, 可切割张数介于 32 和 55 寸之间;
- 良率均为 97%;

t1 和 t2 合计可贡献收入测算结果如下, **预计收入将维持稳定:**

表 3: t1&t2 预计收入测算

(万元)	2017E	2018E	2019E
T1	1,594,945	1,492,029	1,455,288
T2	1,226,188	1,286,048	1,246,544
合计	2821,133	2778,077	2701,832

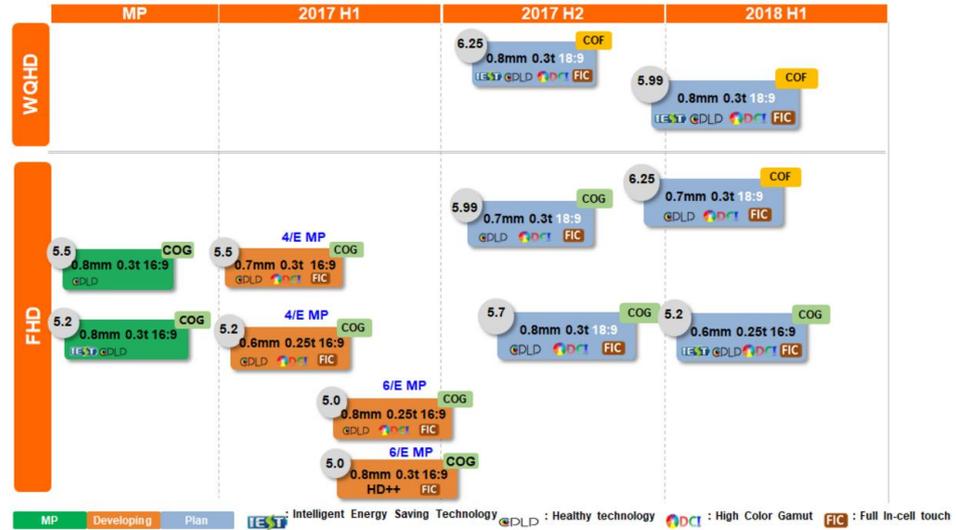
资料来源: 公司公告, witsview, 天风证券研究所

更大尺寸面板方面, 华星光电的 t6 产线预计将于 2019 年初开始供货, 主要产品为 43 寸、65 寸、75 寸面板, 设计产能为每月 9 万片。在大尺寸新型显示技术 OLED 面板方面, 目前仅三星实现量产; 京东方预计今年年底可实现量产, 但良率较低; 天马正在研发过程中, 但上游重要零部件采购遇到困难, 华星光电 t6 将于 2020 年出货 OLED 面板。

2.3. 小尺寸面板: 快速爬坡供货魅族小米华为, 抢占 OLED 一席之地

在逐步涉入的小尺寸面板方面, 华星光电主要开发 Rigid-AMOLED、LTPS、a-Si HD/FHD 三类产品, 聚焦 80% 的市场, 初期目标是夯实客户基础, 实现快速上量; 计划以 In-Cell FHD 产品为核心, 搭配特有技术, 打入华为、OPPO、Vivo、小米供应链体系, 目前主要向魅族、小米供货, 并已与华为签约。t3 产线正处于产能快速爬坡阶段, 下半年产能可达到 26~30 千片/月。未来随着全球 OLED 产线逐个量产, LTPS 可能会以较快速度降价。

图 14：华星光电小尺寸产品规划



资料来源：公司公告，天风证券研究所

前沿技术中，有望在盛极一时的全面屏手机占领一席之地，2016 年 10 月小米推出 MIX 手机，屏占比达到 84%，成为第一款真正意义上的全面屏手机。根据 CINNO Research 的预期，2017 年全面屏在智能机市场的渗透率为 6%，2018 年会飙升至 50%，后续逐步上升至 2021 年的 93%。其中，由于目前 AMOLED 良率仍然较低、且成本较高、供应极少（仅三星实现量产），仅高端机型会选择更具柔性优势的 AMOLED 作为全面屏面板材质，中低端机以 LCD 为主。

图 15：现有全面屏手机及供应商情况

面板供应商	手机品牌	推出时间	面板材质
JDI	小米	2016.10.	LCD
LGD	LG	2017.2.	LCD
三星	三星	2017.3.	OLED
三星	苹果	2017.10.	OLED
夏普	夏普	2017.6.	LCD

资料来源：天风证券研究所整理

而从面板供应情况看，根据 CINNO Research，2017 年，全球全面屏面板的总出货量预计为 1.39 亿块，其中 AMOLED 全面屏面板的出货量将达到 1 亿块，LCD 全面屏面板的出货量约 3900 万块，并预计 2018 年全球全面屏面板的总出货量增长至 14 亿块；2021 年几乎所有的用于智能机的面板都会转向全面屏方案，总量达到 29.68 亿块。全面屏面板资源十分稀缺，供应商屈指可数，因此，华星量产后将成为全球有限的供应商之一，有望大幅受益。

图 16：全球全面屏供应情况

类型	面板供应商	量产
OLED全面屏	三星	√
	京东方	已点亮
	JDI	√
LCD全面屏	天马	2017.6.
	京东方	2017.10.
	华星	2017.10.

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017-2019 年小尺寸面板 T3&t4 收入测算：

- 6 代线 t3 设计产能 3 万片，17 年 Q4 已达一阶段产能目标 1.5 万片，假设 2018 年 Q4 达到 3 万片满产，t4 设计产能 4.5 万片，2019 年 Q2 开始量产爬坡；
- 假设华星光电 6 代线（每片 1500mm*1850mm）每片可切割手机屏幕 278 张，切割效率 80%；
- 随着 OLED 占比持续提升，预计小屏 LCD 价格将持续下行，目前 5 英寸 LTPS-LCD 均价 8.5 美元/片（Display Search），假设对应 AMOLED 价格为其 2 倍；预计 18 和 19 年末 5 英寸 LTPS-LCD 均价分别为 7.8 和 7.5 美元/片，假设 AMOLED 均价基本维持。

T3 和 t4 合计可贡献收入测算结果如下，随着产能爬坡收入持续增加：

表 4：t3&t4 预计收入测算

（万元）	2017E	2018E	2019E
T3	56,805	346,182	414,544
T4	-	-	51,575
合计	56,805	346,182	466,120

资料来源：公司公告，witsview，天风证券研究所

2.4. 折旧预测：T1 折旧计提完成在即

国内面板厂商普遍采用 7 年折旧法，且为直线法计提，根据公司披露的每年在建工程转固数据，公司从 2011 年开始 t1 首次转固，2011、2012 年转固的固定资产分别将于 2018、2019 年末计提完成（从 2018 年底开始陆续完成），参考两年转固金额分别为 74 亿元和 117 亿元，对应 2018、2019 年分别减少折旧 4 亿元和 24 亿元（由于转固时间点不一致可能存在误差）。

图 17：华星光电 11-12 年转固资产折旧即将完成

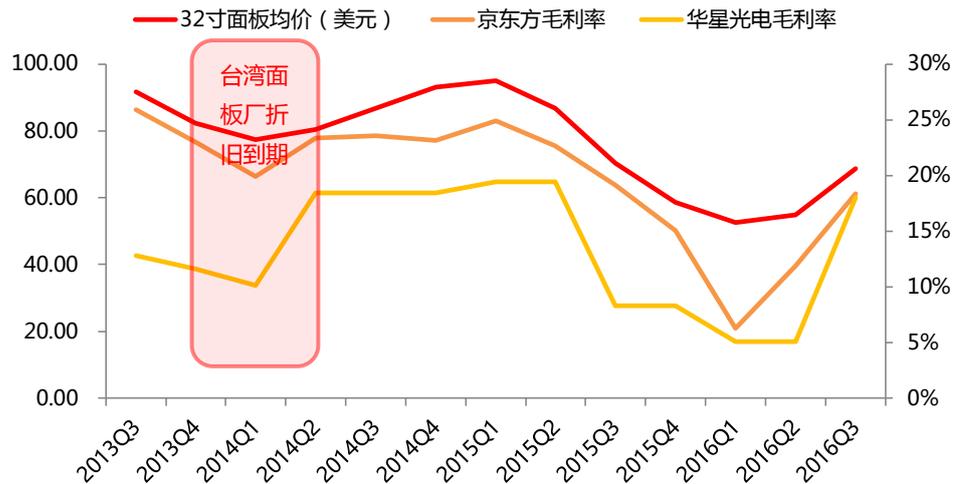
（亿元）	2011	2012	2013	2014	2015	2016
t1	74.31	116.63				
t2				0.18	72.67	
t3					0.04	45.37
4.5代试验线			5.32			
当年转固	74.31	116.63	5.32	0.18	72.71	45.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

因此我们预计，不考虑新产线量产带来新折旧的情况下，公司 2017-2019 年产生折旧金额分别为 38 亿元、34 亿元、3 亿元，逐年递减，从而，折旧占成本比例也将从 25%降至约 5%，不过考虑 18、19 年 t4、t6 分别陆续量产并爬坡，折旧成本也将相应增加。

2014 年初，台湾厂商面板折旧相继到期，随即引发了面板行业集体降价，华星光电等刚进入量产阶段的大陆面板厂商成本压力不堪重负，度过了非常艰难的时光。因此，从行业历史来看，我们认为，公司成本降低，将意味着更多的降价空间，面板价格进一步下降将更利于已完成折旧计提、毛利率水平更高的厂商提升市场份额。

图 18：京东方毛利率变化趋势与面板价格对比



资料来源：公司公告，IHS，天风证券研究所

3. 对标京东方：经营效率更优，政府支持为前提

作为面板同行，我们认为，可选取京东方作为对标标的。综合各方面看，我们认为华星光电的经营效率是优于京东方的，并且作为供给侧改革重要领域，华星光电同样获得了政府的大力支持。

3.1. 经营效率优于京东方

我们结合财务报表的具体数据进行分析。从收入规模来看，华星光电目前收入规模为京东方的 1/3，增速接近京东方，但是从净利润来看，华星光电净利润为京东方的 1/2，甚至曾一度超过京东方，显示华星光电的盈利能力明显优于京东方。

图 19：京东方与华星光电收入规模对比 (亿元)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

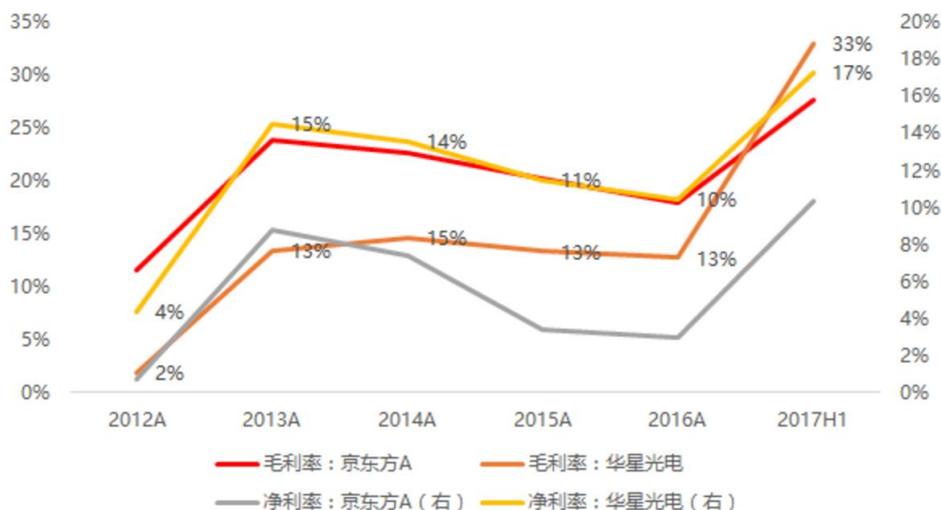
图 20：京东方与华星光电净利润对比 (亿元)



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

单看毛利率和净利率的对比，华星光电毛利率持续提升，已于今年上半年一举超过京东方；净利率持续显著优于京东方。

图 21：京东方与华星光电毛利率和净利率对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

此外，华星光电的 ROA、EBITDA/收入指标也均显著优于京东方。

图 22：京东方与华星光电 ROA 指标对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

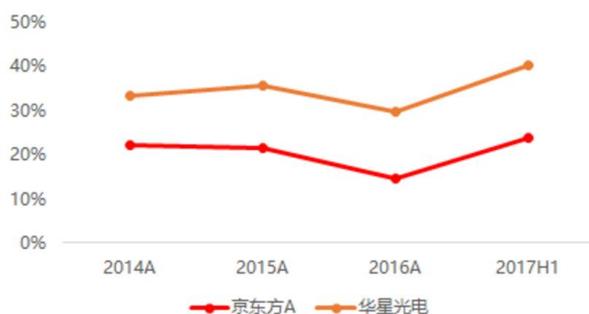
图 23：京东方与华星光电 EBITDA/收入指标对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

再看公司的资产质地对比。比起京东方，华星光电具备更强的通过收入获得现金的能力，**收入质量更优**；二者资产负债率相近，均在 50%左右，**表现健康**；二者流动比率稳定在 2 左右，**接近最合理值水平**。

图 24：京东方与华星光电经营活动产生现金流量/营业收入对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

图 25：京东方与华星光电资产负债率指标对比



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

3.2. 国家战略支持产业，政府支持力度增加

从最初亏损到供给全球，京东方的崛起历程被总书记称赞为“供给侧改革的成功案例”。二十年前中国大陆电视机产业发展很快，但国内并没有生产液晶显示屏的能力，国家出面去邀请海外的企业来大陆投资建厂，从 2003 年前后一直谈到 2008 年，没有人愿意帮助大陆建设生产线。2003 年，京东方投资的第五代 TFT—LCD 生产线在北京开工建设，成为中国大陆首条自主建设的液晶面板生产线，2005 年成功投产，中国大陆自此告别没有自主液晶的时代。北京经济技术开发区管委会主任梁胜说，“对于供给侧改革而言，政府支持是前提，需要政府科学决策，敢于担当。”

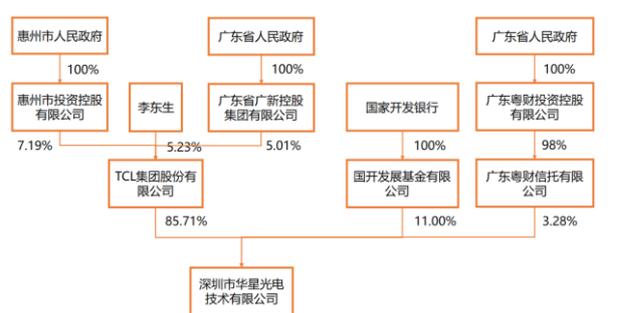
面板行业向来是“资本密集型+政策密集型”行业，结合京东方股权结构，可见政府支持对于面板企业发展的重要性。在最新公告的关联交易完成后，从华星光电的股权结构中也可以明显看出国家给予华星光电的大力支持。

图 26：京东方股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：华星光电股权变更后的股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，紫光集团（清华控股）旗下紫光科技 2015 年开始以自有资金参与非公开发行入股 TCL 集团 3.71%，并在 2015 年下半年股灾期间通过增持至 3.96% 对公司给予支持；今年公司出售 TCL 通讯股权，紫光科技同样作为受让方给予支持，受让 TCL 通讯 18% 股权。具有紫光科技这样一个在半导体产业具有很强协同效应的股东，以及国开行未来可能带来的资金支持，从“资本密集型+政策密集型”产业角度来讲，未来有望持续获得强有力的支撑。

3.3. 估值水平显著偏低

综合来看，我们认为华星光电的经营效率相对优于京东方，资产质地方面二者接近，均表现健康良好。因此，华星光电自身估值水平应当至少与京东方相近，从对 17E 的估值水平来看，无论是 PE、PB 还是 PS，华星光电都显著低于京东方。假设 TCL 集团 2019 年可以完成全部资产剥离重组，预计 2019 年公司市值对应当年业绩估值可对标京东方水平。

图 28：京东方和华星光电估值对比

	京东方	华星光电
总市值（亿元）	2,055.34	544.73
归母净利润：2017E	85.44	44.48
净资产：2017E	867.58	281.33
销售收入：2017E	957.90	276.67
PE	24.06	12.25
PB	2.37	1.94
PS	2.15	1.97

资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

注：①PE、PB、PS 均为对应 2017 年预测业绩估值，京东方相关业绩预测数据采用 wind 一致预期（2017.10.26 数据），

华星光电为自行预测数据。②华星光电总市值为当前 TCL 集团总市值数据。

4. 担忧面板降价？业绩弹性测算

虽然华星光电是一家优质企业，但是最近的面板价格高位下跌也难免让人担忧，我们在此对其业绩弹性进行测算。

首先，根据公司公告，做出如下关键假设：

- 投片量面积占比：32 寸 40%，55 寸 40%，其余为 43、49 寸
- T1 和 T2 良率均为 97%
- 32 寸投片量比 55 寸多 15%左右
- 单片 Breakeven 价格：Q2 的 32 寸、55 寸分别为 52 美元、188 美元。（公司对上游具有较强的议价能力，原材料涨价影响较小）

我们得到测算结果如下：

图 29：华星光电收入敏感性分析

17Q4收入同比	32寸面板价格 (美元)								
	55	60	65	70	75	80	85	90	
170	-12.43%	-9.49%	-6.55%	-3.61%	-0.67%	2.27%	5.20%	8.14%	
175	-10.58%	-7.64%	-4.70%	-1.76%	1.17%	4.11%	7.05%	9.99%	
180	-8.73%	-5.79%	-2.86%	0.08%	3.02%	5.96%	8.90%	11.84%	
185	-6.89%	-3.95%	-1.01%	1.93%	4.87%	7.81%	10.74%	13.68%	
190	-5.04%	-2.10%	0.84%	3.78%	6.71%	9.65%	12.59%	15.53%	
195	-3.19%	-0.25%	2.68%	5.62%	8.56%	11.50%	14.44%	17.38%	
200	-1.35%	1.59%	4.53%	7.47%	10.41%	13.35%	16.28%	19.22%	
205	0.50%	3.44%	6.38%	9.32%	12.25%	15.19%	18.13%	21.07%	
210	2.35%	5.29%	8.22%	11.16%	14.10%	17.04%	19.98%	22.92%	
215	4.20%	7.13%	10.07%	13.01%	15.95%	18.89%	21.82%	24.76%	
220	6.04%	8.98%	11.92%	14.86%	17.79%	20.73%	23.67%	26.61%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：华星光电净利润敏感性分析

17Q4净利润同比	32寸面板价格 (美元)								
	55	60	65	70	75	80	85	90	
170	-88.94%	-68.17%	-47.41%	-26.65%	-5.88%	14.88%	35.64%	56.41%	
175	-75.89%	-55.12%	-34.36%	-13.60%	7.17%	27.93%	48.69%	69.46%	
180	-62.84%	-42.07%	-21.31%	-0.55%	20.22%	40.98%	61.74%	82.51%	
185	-49.79%	-29.02%	-8.26%	12.50%	33.27%	54.03%	74.79%	95.56%	
190	-36.74%	-15.97%	4.79%	25.55%	46.32%	67.08%	87.84%	108.61%	
195	-23.69%	-2.92%	17.84%	38.60%	59.37%	80.13%	100.89%	121.66%	
200	-10.64%	10.13%	30.89%	51.65%	72.42%	93.18%	113.94%	134.71%	
205	2.41%	23.18%	43.94%	64.70%	85.47%	106.23%	126.99%	147.76%	
210	15.46%	36.23%	56.99%	77.75%	98.52%	119.28%	140.04%	160.81%	
215	28.51%	49.28%	70.04%	90.80%	111.57%	132.33%	153.09%	173.86%	
220	41.56%	62.33%	83.09%	103.85%	124.62%	145.38%	166.14%	186.91%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据 Witsview 面板价格数据，假设 Q4 的 32 寸和 55 寸面板均价分别降至 68 美元和 182 美元，则我们预计 Q4 收入和净利润分别同比增长-2.62%和-4.61%，面板价格下降平稳，且公司具备较强上游议价能力，今年成本下降 10%，因此业绩受影响程度较小。

此外，根据上述测算，假设明年 32 寸和 55 寸面板价格最低分别将达到 60 和 163 美元，19 年价格基本持平，5 寸 LTPS 面板价格 18 和 19 年末分别为 7.8 和 7.5 美元，则我们预计，2018-2019 年华星光电收入分别为 305 和 327 亿元，净利润分别 38 和 46 亿元。

5. 估值提升空间测算

综上所述，TCL 集团由于业务繁杂，并且不能产生很好的协同效应，长期以来导致集团整体估值水平显著偏低，此次集团已迈出剥离非核心资产的重要一步，即出售 TCL 通讯 50% 股权，意味着非核心资产对其整体业绩的影响将较大幅度降低，并且集团成为华星光电的融资平台也指日可待，在单一资产逻辑清晰的情况下，集团估值水平有望得到提升。另一方面，华星光电作为全球重要面板供应商，虽然收入规模低于京东方，但经营效率甚至更胜一筹，未来有望获得至少与京东方相近的估值水平。

根据我们的测算，我们预计华星光电 2019 年收入规模和净利润分别为 327 亿元和 46 亿元，假设 2019 年集团完成资产剥离重组，华星光电业绩为集团整体业绩，将有望对标京东方给予 20xPE 估值（但具体还看 TCL 集团重组进展情况）。

短期来看，公司逐步剥离非核心业务，计划将 TCL 集团作为华星光电的融资平台，该战略一方面将利于减少低增长业务的影响，另一方面受益单一业务清晰、半导体高估值等，将有望提升估值水平。受面板降价和格局改善影响，彩电行业触底反弹，今年下半年有望回升；面板价格高位回落，但华星光电具备较强上游议价权，利润率受影响幅度较小；白电行业今年持续走高，家电业务大幅受益；通讯业务上半年仍有较大规模亏损情况，随着出售股权，未来对集团业绩影响将大幅减弱，且通讯 Q2 推出多款新品，并持续发力提升经营效率，下半年有望销量回升减少亏损。我们预计 17-19 年收入增速分别为 9.4%、8.95%、10.52%，归母净利润增速分别为 69.56%、23.75%、24.28%，对应 EPS 0.22、0.28、0.34 元/股，当前股价对应 17-19 年分别 20.05、16.20、13.04xPE，维持买入评级。

图 31：公司业绩测算

	TCL多媒体			华星光电			家电			
	收入(亿元)	净利润(亿元)	持股比例	收入(亿元)	净利润(亿元)	持股比例	收入(亿元)	净利润(亿元)	持股比例	
2012A	323.00	7.7	61.78%	72.37	3.2	55.00%	76.72	1	100%	
2013A	314.57	-0.9	61.19%	155.31	22.6	84.41%	93.23	1.2	100%	
2014A	265.66	1.9	63.68%	179.64	24.3	85.43%	100.38	0.6	100%	
2015A	273.84	0.3	63.10%	180.28	20.7	81.28%	98.41	0.48	100%	
2016A	285.94	1.6	52.10%	223.12	23.3	75.67%	120.74	4.8 (EBITDA)	100%	
2017E	347.95	1.7	51.93%	276.66	45.6	75.67%	163.74	1.3	100%	
2018E	400.14	2.0	50.00%	304.79	38.0	86.00%	196.49	1.0	100%	
	TCL通讯			通力电子			金融创投利润		TCL集团	
	收入(亿元)	净利润(亿元)	持股比例	收入(亿元)	净利润(亿元)	持股比例	收入(亿元)		归母净利润(亿元)	
2012A	97.74	-1.7	50.78%	36.78	0.95		694		7.96	
2013A	152.95	2.5	50.88%	45.60	1.07	62.71%	853		21.09	
2014A	245.24	8.6	60.57%	54.38	1.5	50.30%	1,010		31.83	
2015A	231.85	8.5	64.64%	48.68	1.66	50.26%	1,046		25.67	
2016A	203.85	-4.6	100.00%	42.69	1.52	50.26%	1,066		16.02	
2017E	158.58	-13.24	100.00%	55.48	1.97	49.58%	1166		27.16	
2018E	150.65	-7.53	51.00%	72.12	2.56	50.00%	1271		33.62	

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：重组战略变更风险，面板价格下滑风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	15,340.42	26,394.91	9,330.85	10,166.05	11,235.55
应收账款	17,570.52	17,703.88	22,180.84	21,273.94	26,752.44
预付账款	656.63	886.96	731.28	1,056.10	914.81
存货	9,028.56	12,825.04	10,600.78	15,273.53	13,257.57
其他	11,153.37	18,111.53	16,955.16	18,808.24	18,175.13
流动资产合计	53,749.49	75,922.32	59,798.91	66,577.86	70,335.51
长期股权投资	7,955.31	11,539.01	11,539.01	11,539.01	11,539.01
固定资产	26,042.14	37,720.51	39,727.25	40,266.70	39,912.78
在建工程	11,503.81	8,647.50	5,224.50	3,182.70	1,939.62
无形资产	4,161.41	5,913.34	5,543.44	5,173.54	4,803.64
其他	8,342.66	7,347.06	7,098.72	6,919.74	6,919.74
非流动资产合计	58,005.33	71,167.42	69,132.92	67,081.69	65,114.79
资产总计	111,754.82	147,136.79	128,931.84	133,659.55	135,450.30
短期借款	11,207.73	10,184.17	11,054.24	3,636.12	6,614.06
应付账款	27,305.50	36,581.77	30,395.40	43,582.31	37,991.49
其他	15,459.48	20,527.16	22,302.72	21,401.52	23,301.54
流动负债合计	53,972.71	67,293.10	63,752.36	68,619.95	67,907.09
长期借款	11,949.27	20,647.64	1,997.65	0.00	194.85
应付债券	2,483.38	7,493.72	7,493.72	7,493.72	7,493.72
其他	5,720.03	5,955.55	5,955.55	5,955.55	5,955.55
非流动负债合计	20,152.67	34,096.90	15,446.92	13,449.27	13,644.12
负债合计	74,125.38	101,390.01	79,199.28	82,069.22	81,551.21
少数股东权益	13,419.34	22,981.89	24,244.60	24,421.53	24,641.42
股本	12,228.36	12,213.68	12,213.68	12,213.68	12,213.68
资本公积	5,075.42	3,531.32	3,531.32	3,531.32	3,531.32
留存收益	12,835.08	11,916.01	13,274.27	14,955.12	17,044.00
其他	(5,928.76)	(4,896.13)	(3,531.32)	(3,531.32)	(3,531.32)
股东权益合计	37,629.44	45,746.78	49,732.56	51,590.33	53,899.10
负债和股东权益总计	111,754.82	147,136.79	128,931.84	133,659.55	135,450.30

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,230.01	2,137.54	2,716.52	3,361.69	4,177.76
折旧摊销	4,006.26	5,496.56	1,846.16	1,952.25	2,016.90
财务费用	1,264.89	1,003.40	876.61	287.99	109.66
投资损失	(1,709.88)	(2,345.60)	(2,137.18)	(2,137.18)	(2,137.18)
营运资金变动	(1,064.89)	721.76	(5,359.12)	6,520.95	(6,378.95)
其它	1,667.69	1,014.34	1,006.73	176.93	219.88
经营活动现金流	7,394.08	8,028.00	(1,050.28)	10,162.63	(1,991.92)
资本支出	23,021.40	19,123.16	60.00	80.00	50.00
长期投资	4,740.32	3,583.70	0.00	0.00	0.00
其他	(47,259.41)	(41,302.62)	2,576.20	1,977.18	2,037.18
投资活动现金流	(19,497.69)	(18,595.77)	2,636.20	2,057.18	2,087.18
债权融资	29,550.28	43,932.55	26,152.64	16,736.87	19,909.66
股权融资	3,589.27	(2,751.25)	623.49	(152.70)	25.64
其他	(19,372.67)	(19,246.91)	(45,426.11)	(27,968.78)	(18,961.05)
筹资活动现金流	13,766.88	21,934.39	(18,649.99)	(11,384.61)	974.25
汇率变动影响	7.37	19.17	(17.23)	0.00	0.00
现金净增加额	1,670.63	11,385.79	(17,081.30)	835.20	1,069.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	104,877.6	106,617.9	116,635.6	127,075.6	140,444.4
营业成本	87,282.8	88,470.1	92,749.0	102,443.2	112,962.2
营业税金及附加	468.79	505.93	550.65	660.79	730.31
营业费用	9,032.30	9,628.12	10,138.18	11,119.12	12,050.13
管理费用	6,792.99	8,492.34	8,812.00	9,899.19	10,814.22
财务费用	967.06	816.31	876.61	287.99	109.66
资产减值损失	470.42	857.02	608.74	608.74	608.74
公允价值变动收益	(192.80)	(12.27)	(255.99)	0.00	0.00
投资净收益	1,717.25	2,364.77	2,119.94	2,137.18	2,137.18
其他	(3,001.92)	(4,633.01)	(3,727.92)	(4,274.36)	(4,274.36)
营业利润	1,340.70	128.54	4,764.44	4,193.76	5,306.37
营业外收入	2,629.27	2,848.44	509.77	509.77	509.77
营业外支出	101.27	180.01	120.25	120.25	120.25
利润总额	3,868.70	2,796.97	5,153.96	4,583.27	5,695.89
所得税	638.70	659.43	1,174.72	1,044.65	1,298.24
净利润	3,230.01	2,137.54	3,979.23	3,538.62	4,397.64
少数股东损益	663.01	535.41	1,262.71	176.93	219.88
归属于母公司净利润	2,567.00	1,602.13	2,716.52	3,361.69	4,177.76
每股收益(元)	0.21	0.13	0.22	0.28	0.34

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.54%	1.66%	9.40%	8.95%	10.52%
营业利润	-36.56%	-90.41%	3606.70%	-11.98%	26.53%
归属于母公司净利润	-19.36%	-37.59%	69.56%	23.75%	24.28%
获利能力					
毛利率	16.78%	17.02%	20.48%	19.38%	19.57%
净利率	2.45%	1.50%	2.33%	2.65%	2.97%
ROE	10.60%	7.04%	10.66%	12.37%	14.28%
ROIC	6.28%	1.64%	7.55%	5.63%	7.85%
偿债能力					
资产负债率	66.33%	68.91%	61.43%	61.40%	60.21%
净负债率	59.50%	63.91%	56.43%	78.92%	96.79%
流动比率	1.00	1.13	0.94	0.97	1.04
速动比率	0.83	0.94	0.77	0.75	0.84
营运能力					
应收账款周转率	6.06	6.05	5.85	5.85	5.85
存货周转率	11.37	9.76	9.96	9.82	9.85
总资产周转率	1.03	0.82	0.84	0.97	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.13	0.22	0.28	0.34
每股经营现金流	0.61	0.66	-0.09	0.83	-0.16
每股净资产	1.98	1.86	2.09	2.22	2.40
估值比率					
市盈率	21.22	34.00	20.05	16.20	13.04
市净率	2.25	2.39	2.14	2.00	1.86
EV/EBITDA	11.50	11.52	11.68	12.06	10.75
EV/EBIT	30.54	71.02	15.51	17.31	14.75

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	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com