

TCL 集团 (000100)

证券研究报告

2019 年 09 月 16 日

周期与成长共振，大小屏全面发力

1. TCL 集团：资产剥离，华星光电+产业金融双轮驱动

公司 19 上半年剥离智能终端等业务，未来将聚焦半导体显示业务、兼顾产业金融业务，有利于优化公司结构和经营效率。公司董事长及其一致行动人增持股票，目前已成为第一大股东。

2. 大屏量价齐升：华为智慧屏开启 IoT 大屏新生态，引领 Mini-LED/QLED 创新

荣耀智慧屏致力于为年轻人打造家庭情感中心，开启了 IoT 大屏新生态。计划于 9 月 19 日发布的 65 吋华为智慧屏，有望打破日韩高端电视市场的垄断地位；Mini-LED/QLED 显示技术高对比度和高色域等优势明显，有望在大屏生态领域引领技术发展。

3. 大屏价格周期底部，海外产能加速退出，大陆份额、话语权持续提升

19Q2 以来，大尺寸 LCD 价格加速下跌，供应链海外公司 (LGD/AUO/群创) EBITDA Margin Q2 季度值处于历史低位。Witsview9 月 5 日数据，代表性尺寸 32 吋 LCD 价格 34 美金，环比持平，目前价格基本触底，随着海外产能的逐步退出，我们判断行业有望逐步走出谷底；随着中国大陆面板厂商的产能进入释放阶段，未来大陆的份额和话语权将持续提升。

4. 中小屏持续升级：柔性/折叠 OLED 是主要驱动力

在中小屏领域，未来的增长来源于技术的升级。全面屏是过去两年的驱动力，未来驱动力是屏下指纹、折叠屏、屏下摄像头，将驱动柔性并可折叠 OLED 的需求持续增长。

5. 大小屏齐发力，华星光电有望进入全球 FPD 综合实力前三

华星光电在大屏领域已经投产两条 G8.5 线和全球最高世代的 G11 线，在规划第二条 G11 线。8 月 30 日，75 英寸 4K AM Mini-LED 新品全球首发，引领大屏领域发展；在中小屏领域持续技术升级，LTPS-LCD 产品市场份额全球第二，6 代 OLED 产线已经点亮。伴随着大小屏的协同布局，我们预期华星光电有望进入全球综合实力前三。

6. 投资建议

鉴于 TCL 剥离部分资产后聚焦半导体显示及材料产业，我们调整公司 19-21 年营收预测至 733.0/700.2/828.6 亿元 (19/20 年原值:1129.5/1147.6 亿元)，归母净利润为 41.5/50.3/60.5 亿元，对应的 EPS 分别为 0.31/0.37/0.45 元/股。参考同行业公司估值 (京东方 A 和深天马 A)，谨慎考虑给予公司 2020 年 17 倍 PE，对应目标价为 6.29 元，维持买入评级。

风险提示：产能释放不及预期，技术升级不及预期，OLED 行业竞争加剧

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	111,727.44	113,447.44	73,303.53	70,021.77	82,856.98
增长率(%)	4.79	1.54	(35.39)	(4.48)	18.33
EBITDA(百万元)	16,194.51	15,072.79	10,584.09	11,710.34	12,469.36
净利润(百万元)	2,664.40	3,468.21	4,148.42	5,028.49	6,049.90
增长率(%)	66.30	30.17	19.61	21.21	20.31
EPS(元/股)	0.20	0.26	0.31	0.37	0.45
市盈率(P/E)	18.92	14.53	12.15	10.02	8.33
市净率(P/B)	1.69	1.65	1.49	1.38	1.27
市销率(P/S)	0.45	0.44	0.69	0.72	0.61
EV/EBITDA	5.58	6.07	12.60	7.63	7.95

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.72 元
目标价格	6.29 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	13,549.65
流通 A 股股本(百万股)	12,659.83
A 股总市值(百万元)	50,404.69
流通 A 股市值(百万元)	47,094.56
每股净资产(元)	2.23
资产负债率(%)	60.43
一年内最高/最低(元)	4.44/2.27

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《TCL 集团-公司点评:超高清时代来临，华星有望进入华为 TV 供应链》2019-03-06
- 2 《TCL 集团-公司点评:小米战略入股，看好手机和 TV 面板协同效应》2019-01-07
- 3 《TCL 集团-公司深度研究:大屏社交化大趋势，静待面板供需拐点，公司资产重组聚焦半导体显示产业》2018-12-11



内容目录

1. TCL 集团：资产剥离，华星光电+产业金融双轮驱动	5
1.1. 资产剥离完成，聚焦半导体显示业务	5
1.2. 产能不断释放，华星光电打开成长空间	7
2. 大屏量价齐升：华为智慧屏开启 IoT 大屏新生态，引领 Mini-LED/QLED 创新	9
2.1. 华为荣耀智慧屏发布，中长期看有望驱动高端电视需求增长	9
2.2. Mini-LED/QLED 创新显示方案渗透率有望提升	12
3. 大屏价格周期底部，海外产能加速退出，大陆份额、话语权持续提升	15
3.1. 大尺寸 LCD 价格有望触底	15
3.2. 海外产能正加速退出竞争市场	17
3.3. 大陆份额、话语权持续提升	18
4. 中小屏持续升级：柔性/折叠 OLED 是主要驱动力	20
4.1. OLED 是中小屏发展的主要增长点	20
4.2. 全球面板厂商积极布局 OLED 产线	21
4.3. OLED 产业国产化速度加快	22
4.4. 柔性/折叠 OLED 是主要驱动力	23
4.5. 中小屏技术升级，国内 OLED 面板厂商受益	24
5. 大小屏齐发力，华星光电有望进入全球 FPD 综合实力前三	24
5.1. 大尺寸高清 TV 将持续主导 LCD 大屏需求	24
5.2. 华星光电 LCD 大屏领域处于领先地位	26
5.3. 华星光电小屏技术创新持续升级	27
5.4. 华星光电：综合实力全球前三未来可期	28
6. 估值分析与投资建议	29

图表目录

图 1：重组前 TCL 集团业务结构	5
图 2：重组后 TCL 集团业务结构	6
图 3：2019H1TCL 营收结构（备考口径）	6
图 4：2018H1 和 2019Q1 营收规模对比（单位：亿元）	6
图 5：华星光电营收	7
图 6：华星光电出货面积（单位：万平米）	7
图 7：2018H1 和 2019H1 华星光电大小尺寸收入（单位：亿元）	8
图 8：全球液晶面板单价（单位：美元/片）	8
图 9：华星光电主要客户	8
图 10：面板厂商净利率（单位：%）	8
图 11：华为鸿蒙系统	9
图 12：荣耀智慧屏	9
图 13：荣耀智慧屏是家庭情感中心	10

图 14: 全球电视出货量 (单位: 亿台)	10
图 15: 2018 年全球电视厂商市场份额 (单位: %)	10
图 16: 全球主要品牌电视价格 (单位: 元)	11
图 17: 华为智慧屏	11
图 18: 丰富强大的硬核科技	11
图 19: QLED 市场规模 (单位: 百万片)	12
图 20: 三星新款 QLED 电视	13
图 21: TCL 新款 QLED 电视	13
图 22: Mini-LED 和 LED 对比	13
图 23: Mini LED 2019-2023 年成长情况	14
图 24: Mini LED 和 Micro LED 成长情况	14
图 25: 多家公司推出 Mini-LED 显示产品	14
图 26: WitsView 最新面板价格 (单位: 美元)	15
图 27: 55 吋 LCD 面板历史价格走势 (单位: 美元)	15
图 28: 43 吋 LCD 面板历史价格走势 (单位: 美元)	15
图 29: 32 吋 LCD 面板历史价格走势 (单位: 美元)	15
图 30: LGD 季度 EBITDA Margin	16
图 31: AUO 季度 EBITDA Margin	16
图 32: 群创季度 EBITDA Margin	16
图 33: 全球 TFT-LCD 面板产能 (单位: 百万平方米)	17
图 34: 全球面板需求及增长率预测 (单位: 百万平方米)	17
图 35: 2017-2019 年产能退出/转产情况	18
图 36: 未来大尺寸面板产能布局情况 (产能单位: 千片)	18
图 37: 2018 年中国大陆主要厂商净利润与政府补助 (单位: 亿元)	19
图 38: G6 世代以上地区产能变化 (单位: %)	19
图 39: 大尺寸面板未来趋势 (基于产能退出情况下) (单位: 千平方米)	20
图 40: 2017 年 LCD/OLED 市场规模/亿美元	20
图 41: 2017 年全球 LCD/OLED 面积需求/亿平米	20
图 42: 2012-2021 年全球 TFT-LCD 面板产值统计及预测/亿美元	21
图 43: 2014-2018 年全球 OLED 市场规模/亿美元	21
图 44: 2015-2021 年全球 LCD 面积总需求统计及预测/亿平米	21
图 45: 2015-2024 年全球 AMOLED 面积总需求及预测/百万平米	21
图 46: 2017-2023 年 AMOLED 产线规划	22
图 47: 2016-2022 年各国 OLED 产能及预测情况 (单位: 万平方米)	23
图 48: 2016-2022 年中国和韩国 OLED 产能全球占比 (%)	23
图 49: 可折叠 OLED 屏幕手机	23
图 50: 柔性 OLED 屏幕的应用	23
图 51: 2016-2022 年全球 OLED 面板出货量及预测值 (单位: 亿片)	24
图 52: 2018 年全球 AMOLED 手机面板厂商出货量占比	24
图 53: 2019 年 Q1 全球 AMOLED 手机面板厂商出货量占比	24
图 54: 全球 LCD 需求下游面积分布	25

图 55: 2004-2017 年全球电视出货量 (单位: 千台)	25
图 56: 1999-2024 年全球 TV 平均尺寸统计及预测 (单位: 寸)	25
图 57: 60 吋以上高清面板渗透率预测	26
图 58: 全球高清 TV 出货量统计及预测 (单位: 百万部)	26
图 59: 全球智能交互显示产业保持高速增长趋势	26
图 60: 华星光电 MLED 星曜屏发布会	27
图 61: 华星光电 MLED-星曜屏	27
图 62: 2018 年全球液晶电视面板出货量 (单位: 百万片)	29
表 1: 公司股权结构	6
表 2: 华星光电显示面板产线情况	9
表 3: 全球柔性 OLED 产线及规划统计 (截止 2019.08)	21
表 4: 全球主要 LCD 面板厂商情况	27
表 5: 全球主要 OLED 及 LTPS-LCD 厂商情况	28
表 6: TCL 营收结构拆分	29
表 7: 2019-2021 年大尺寸面板 T1&T2 营收测算	30
表 8: 2019-2021 年大尺寸面板 T4 营收测算	30
表 9: 2019-2021 年大尺寸面板 T4 营收测算	30
表 10: 2019-2021 年大尺寸面板 T6&T7 营收测算	31
表 11: 可比公司估值	31

1. TCL 集团：资产剥离，华星光电+产业金融双轮驱动

TCL 集团创立于 1981 年，前身为中国首批 13 家合资企业之一——TTK 家庭电器（惠州）有限公司，是一家致力于成为智能产品制造和互联网服务的全球领先企业，2004 年 1 月整体在深交所上市（SZ.000100），旗下另拥有四家上市公司：TCL 电子(1070HK)、通力电子(01249.HK)、华显光电(00334.HK)、翰林汇(835281)。

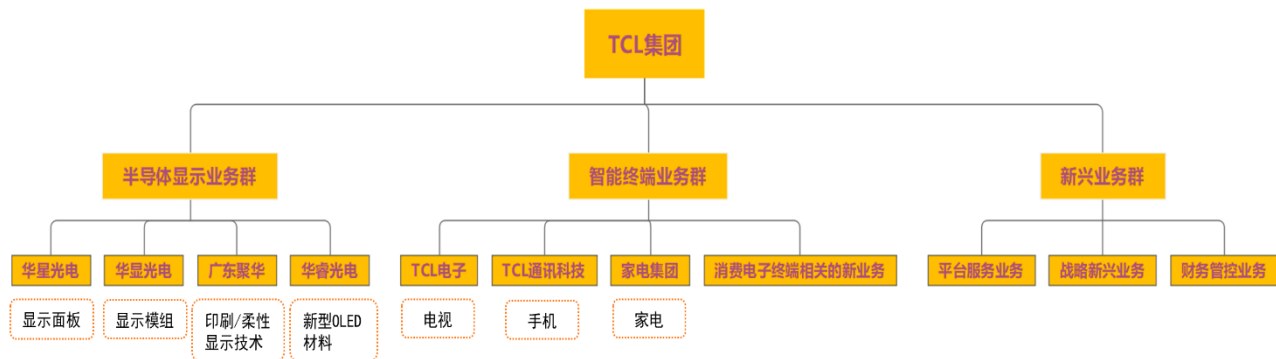
持续创新、勇于变革，助力公司可持续发展。自成立以来，TCL 一直坚守实业，持续创新、勇于变革，先后推进国际化转型、产业链垂直整合以及“智能+互联网”和“产品+服务”的“双+”战略转型，在持续变革创新中突出竞争优势。公司协同聚华（平台）、华睿（材料）和 TCL 工研院（研发），是国内唯一一家实现对下一代显示技术的全产业链布局的企业。

1.1. 资产剥离完成，聚焦半导体显示业务

完成资产剥离，推进产业和资本结构的优化。2019 年 TCL 集团剥离其智能终端业务以及其他一些配套业务，专注于高附加值的半导体显示和材料产业。剥离的资产自 2019 年 Q2 起不再计入 TCL 集团财报。

集团重组前业务属性和发展阶段差异，制约集团业务增长和价值实现。重组之前 TCL 集团的业务体系庞大，产业覆盖上游的材料面板（半导体显示业务群）和下游的终端产品（智能终端业务群），并积极发展新产业。多个产业所属行业的属性和发展阶段不同，在商业模式和经营管理方式上存在巨大差异，成为制约和影响集团业务增长及价值实现的主要瓶颈。

图 1：重组前 TCL 集团业务结构



资料来源：公司财报，天风证券研究所

聚焦半导体显示业务，提升公司面板行业全球地位。重组完成后，TCL 集团的核心产业就是半导体显示及材料业务，其中华星光电主要生产显示面板，华显光电、广东聚华、华睿广东均为其子公司，分别提供显示模组、印刷和柔性显示技术以及自有 IP 的新型 OLED 材料。TCL 华星将凭借其在显示材料产业链的全面布局，叠加产能释放和技术升级，提升其在全球面板行业的地位。

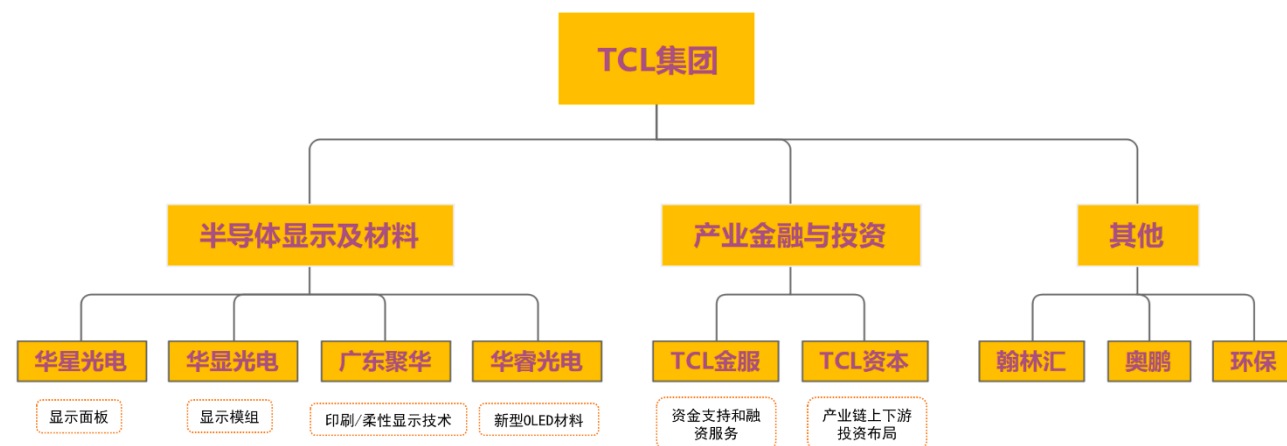
产业牵引发展产业金融和投资业务，培养增长新动能。重组后的 TCL 金服可以给成员企业提供资金支持、管理融资服务，TCL 资本在产业链上下游投资布局培育增长新动能。此外，公司还留下了一些其他业务群，包括翰林汇（IT 产品销售与服务）、奥鹏（教育）和环保。

以备考口径计，2019H1 公司实现营收 261.2 亿元，同比增长 23.9%，净利润为 26.4 亿元，同比增长 69.9%，归母净利润 20.9 亿元，同比增长 42.3%，其中包括资产处置净损益 11.5 亿元。2019H1 华星光电和翰林汇营收分别为 162.76 亿和 88.14 亿，提供了 96%的收入。

经测算，重组后公司营收规模收缩为原来的 40%左右。

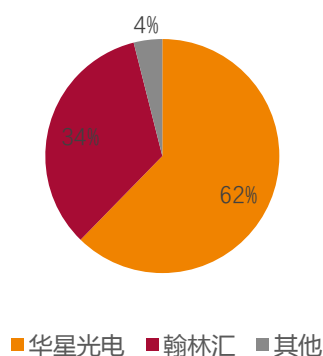
资产剥离帮助提高公司经营效率和控制成本。公司人均净利由 1.88 万元提升至 6.66 万元，备考的集团费用率由 14.5%下降至 11.8%，资产负债率由 68.4%降至 60.4%，存货周转同比加快 3 天，经营现金净流入 61.5 亿元，企业可持续发展能力增强。

图 2：重组后 TCL 集团业务结构



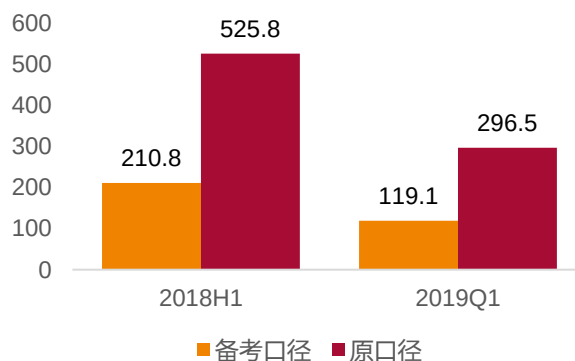
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 3：2019H1TCL 营收结构（备考口径）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 4：2018H1 和 2019Q1 营收规模对比（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司董事长看好公司重组后的成长性并增持公司股票。公司董事长李东生在 2019 上半年多次增持公司股票。截止 2019 年 6 月 30 日，李东生直接持股数量增至 81284.8 万股，占公司总股本 6.00%。李东生及其一致行动人九天联成合计持有本公司股份 122174.80 万股，占公司总股本的 9.02%，为公司第一大股东。

表 1：公司股权结构

2019 年一季报				2019 年半年报		
排名	股东名称	持股数量（股）	占比	股东名称	持股数量（股）	占比
1	湖北省长江合志汉翼股权投资基金合伙企业	890,576,845	6.57%	李东生及其一致行动人	1,221,748,009	9.02%

2	惠州市投资控股有限公司	878,419,747	6.48%	惠州市投资控股有限公司	878,419,747	6.48%
3	李东生	665,148,488	4.91%	湖北省长江合志汉翼股权投资基 金合伙企业	733,965,145	5.42%
4	北京紫光通信科技集团有限 公司	472,768,900	0.0349	新疆东兴华瑞股权投资合伙企业	385,778,587	2.85%
5	新疆东兴华瑞股权投资合伙 企业	452,660,287	0.0334	中国证券金融股份有限公司	373,231,553	2.75%
6	新疆九天联成股权投资合伙 企业	408,899,521	0.0302	北京紫光通信科技集团有限 公司	370,387,916	2.73%
7	中国证券金融股份有限公司	373,231,553	0.0275	中央汇金资产管理有限责任公 司	206,456,500	1.52%
8	国开创新资本投资有限责 任公司	249,985,219	0.0184	国开创新资本投资有限责任公 司	189,685,219	1.40%
9	中央汇金资产管 理有限责任公司	206,456,500	0.0152	广东省广新控股集团有限公司	147,760,683	1.09%
10	广东省广新控股 集团有限公司	147,760,683	0.0109	香港中央结算有限公司(陆股通)	136,307,086	1.01%

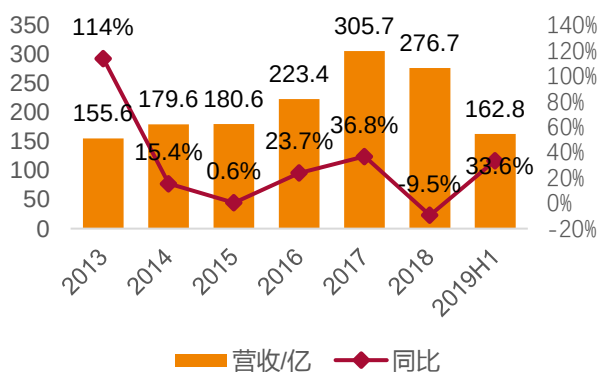
资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.2. 产能不断释放，华星光电打开成长空间

新产能的释放驱动上半年公司营收增长。19H1 华星光电营收 162.8 亿元，同比增长 33.6%，出货面积为 961 万平米，同比增长 9.8%。其中大尺寸产品收入 91.9 亿元，同比下降 15.1%，出货面积 894.17 万平米，同比增长 3.9%，主要系整个行业产品价格下降所致。

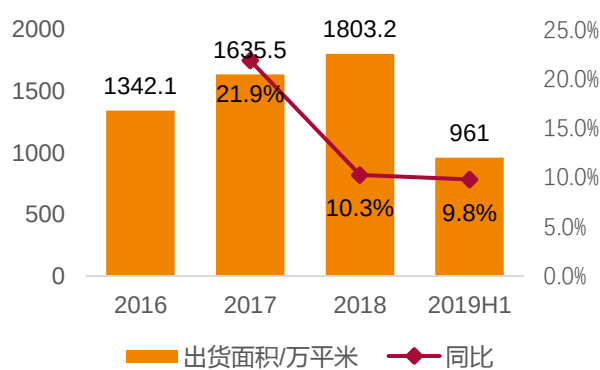
中小尺寸收入 70.9 亿元，同比增长超过 4 倍，实现中小尺寸出货面积 66.8 万平方米，同比增长 4.58 倍，主要系 t3 产线在 18Q4 实现满产满销，根据奥维云网（AVC）数据统计，2018 年第四季度华星光电 t3 以 2480 万片的出货量排名全球第三、国内第二，增长速度全球第一。

图 5：华星光电营收



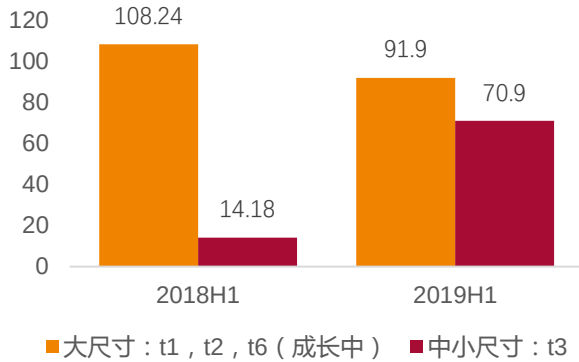
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 6：华星光电出货面积（单位：万平米）



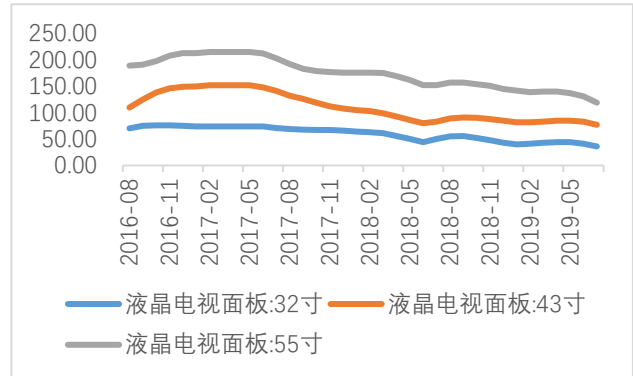
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 7：2018H1 和 2019H1 华星光电大小尺寸收入（单位：亿元）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 8：全球液晶面板单价（单位：美元/片）



资料来源：wind，天风证券研究所

华星光电在客户资源、盈利能力、市场地位等方面均处于行业领先地位。

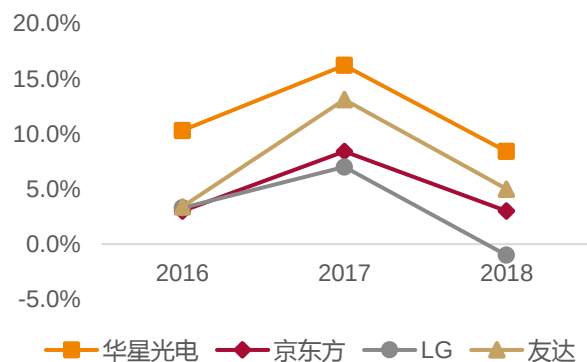
- 客户资源：目前华星光电在 TCL 终端系统以外的销售超过 50%，客户覆盖相关行业的头部企业，包括华为、三星、小米、索尼、OPPO、联想等。
- 盈利能力：观察近 3 年华星光电和京东方、LG Display 和友达光电的净利率对比，我们发现华星光电的盈利能力始终处于行业前列。
- 市场地位：2019 年 H1，LTPS-LCD 产品市场份额已达全球第二；在大尺寸领域，华星光电连续 5 年稳居中国六大品牌厂商份额第一；在中小尺寸领域，华星光电的 LTPS 技术在 COF 窄边框以及屏下指纹等领域的研发能力及产品生产良率已达到国际一流水平，对全球前六大品牌手机厂商的出货占比超过 80%。
- 新技术布局：公司积极布局高端 4K/8K 产品，加快开发 Mini-LED on TFT 技术和产品，华星光电研发具有自主 IP 的新型 OLED 关键材料，量子点电致发光领域的公开专利数量位居全球前二。

图 9：华星光电主要客户



资料来源：公司财报，公司公告，天风证券研究所

图 10：面板厂商净利率（单位：%）



资料来源：wind，公司财报，天风证券研究所

未来 5 年大尺寸产能面积将达 17% 的复合增长率，中小尺寸预计可达到 26% 的复合增长率。1-3 年增量主要来自 t4 和 t6 产线，3-5 年增量主要来自 t7 产线。目前 t1、t2 大尺寸产线和 t3 中小尺寸产线已经实现满产满销，t4 中小尺寸产线 19 上半年开始产能与良率爬坡，预计将于 19Q4 实现一期量产，t6 大尺寸产线 19Q1 量产，产能快速提升，预计 19 年底实现满产，t7 大尺寸产线预计 21Q1 可以投产。未来随着新产线的产能释放，华星光电业绩

将有所提升。

表 2：华星光电显示面板产线情况

产线	产品尺寸	月产能	投产情况	投资额
t1：第 8.5 代 TFT-LCD 项目	大尺寸	16 万大片	满产满销	245 亿
t2：第 8.5 代 TFT-LCD 项目	大尺寸	14.5 万大片	满产满销	244 亿
t3：第 6 代 LTPS 项目	3-12 寸	5 万大片	满产满销	160 亿
t4：第 6 代柔性 LTPS-AMOLED 项目	3-13 寸	4.5 万大片	预计 19Q4 量产	350 亿
t6：第 11 代 TFT-LCD/AMOLED 项目	43/65/75 寸	9 万大片	19Q1 量产，预计 19 年底满产	465 亿
t7：第 11 代超高清新型显示器件项目	大尺寸	10 万大片	预计 21 年 Q1 投产	426.8 亿

资料来源：公司官网，公司财报，天风证券研究所

2. 大屏量价齐升：华为智慧屏开启 IoT 大屏新生态，引领 Mini-LED/QLED 创新

2.1. 华为荣耀智慧屏发布，中长期看有望驱动高端电视需求增长

2019 年 8 月 10 日下午 14:30，荣耀总裁赵明在华为开发者大会上展示了荣耀智慧屏，这是华为智慧屏战略和华为鸿蒙操作系统的第一款产品。

荣耀智慧屏为年轻人打造家庭情感中心，开启 IoT 大屏新生态。荣耀智慧屏的家庭情感中心定位中包括：影音娱乐中心、多设备交互中心、信息共享中心和控制管理中心，开启了 IoT 大屏新生态。我们认为荣耀智慧屏在产品层面实现了重要的创新，跟传统 TV 产品有显著的区别，主要体现在 OS、AI 摄像头、AI 视频芯片、多屏互动和家庭控制中心功能等方面。

- 首次采用了分布式鸿蒙 OS，跨终端的低延时技术平台
- 多屏互动和控制体验提升显著，基于新的 OS 和 NFC 等技术，移动终端、家庭屏、办公屏间的视频互动体验良好，手机同步控制家庭大屏的全新交互体验
- 首次采用伸缩式 AI 摄像头，很好平衡视频交互和私密性
- AI 视频芯片，提升综合显示效果（HDR 等）

图 11：华为鸿蒙系统



资料来源：华为官网，天风证券研究所

图 12：荣耀智慧屏



资料来源：华为官网，天风证券研究所

图 13：荣耀智慧屏是家庭情感中心

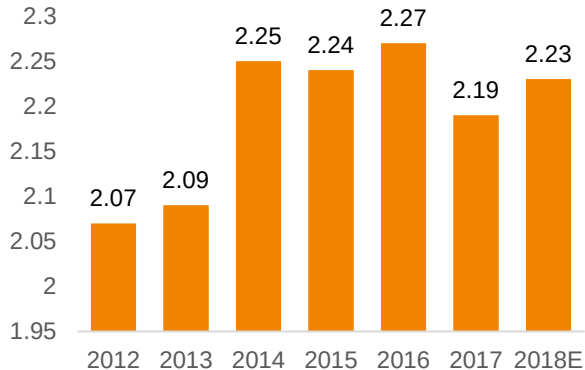


资料来源：华为官网，天风证券研究所

智慧屏产品最大的亮点是基于 IoT 生态的鸿蒙 OS 在跨终端的视频服务找到了很好的切入点，有望创造新的需求和生态。

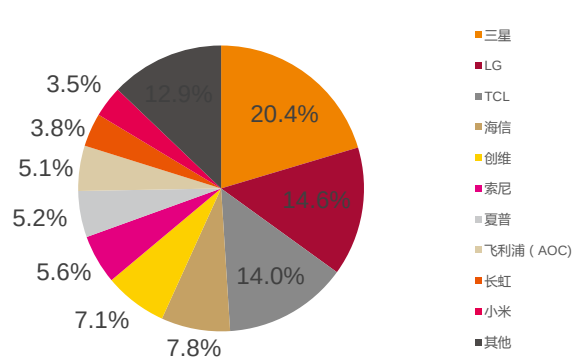
目前全球电视行业竞争激烈，每年出货量已经企稳。根据奥维云网的数据，2014 年以来全球电视出货量保持在 2.2 亿台左右，2018 年预测为 2.23 亿台，同比增长 1.8%。整个电视行业竞争比较激烈，市占率仅三星、LG 和 TCL 超过 10%，引领全球电视行业市场。

图 14：全球电视出货量（单位：亿台）



资料来源：AVC，天风证券研究所

图 15：2018 年全球电视厂商市场份额（单位：%）



资料来源：群智咨询，智能电视网，灰鸽观察室，天风证券研究所

日韩等国外企业占领高端电视市场。目前全球高端显示方案电视大多由三星、LG、索尼等国外企业生产，其中 LG 的高端电视主要采用 OLED 显示技术，而三星的高端电视主要使用 QLED 技术，它们的高端电视价格都在 10000 元以上。国内企业比如小米、TCL 等主要生产中低端电视，价格大多不超过 5000 元。

图 16：全球主要品牌电视价格（单位：元）



资料来源：天猫，天风证券研究所（红框为高端显示方案）

华为品牌高端智慧屏将于 9 月 19 日发布。华为智慧屏产品采取双品牌策略，荣耀智慧屏定位于年轻人和高性价比，定位高端且综合技术更强的华为智慧屏将于 9 月 19 日发布，同时有望出现新的功能，整体硬件层面预计进行全面升级（屏幕尺寸、分辨率、HDR、色域、对比度，摄像头分辨率、处理器、存储容量等）。

图 17：华为智慧屏



资料来源：华为官网，天风证券研究所

图 18：丰富强大的硬核科技



资料来源：华为官网，天风证券研究所

华为智慧屏开启 IoT 大屏新生态，技术升级导致产品差异化，有望驱动中长期高端电视需求的增长。

- 从产品升级来看，智慧屏是 5G、物联网、新操作系统、新芯片等创新技术的融合，符合产业未来的发展趋势。

- 从产品功能来看，智慧屏向下可以兼容传统电视的功能，会影响电视的存量市场，向上承接新功能，带来新体验，会提升高端电视的增量需求。
- 从产品价格来说，荣耀智慧屏的标准版/Pro 版定价分别为 3799 元和 4799 元，定价略高于传统的 55 吋电视，考虑到产品的差异化功能、荣耀品牌的受众年龄、华为的品牌渠道优势和手机用户数量基数、TV 行业创新乏力等因素，荣耀智慧屏对其受众群体具有较大吸引力。

2.2. Mini-LED/QLED 创新显示方案渗透率有望提升

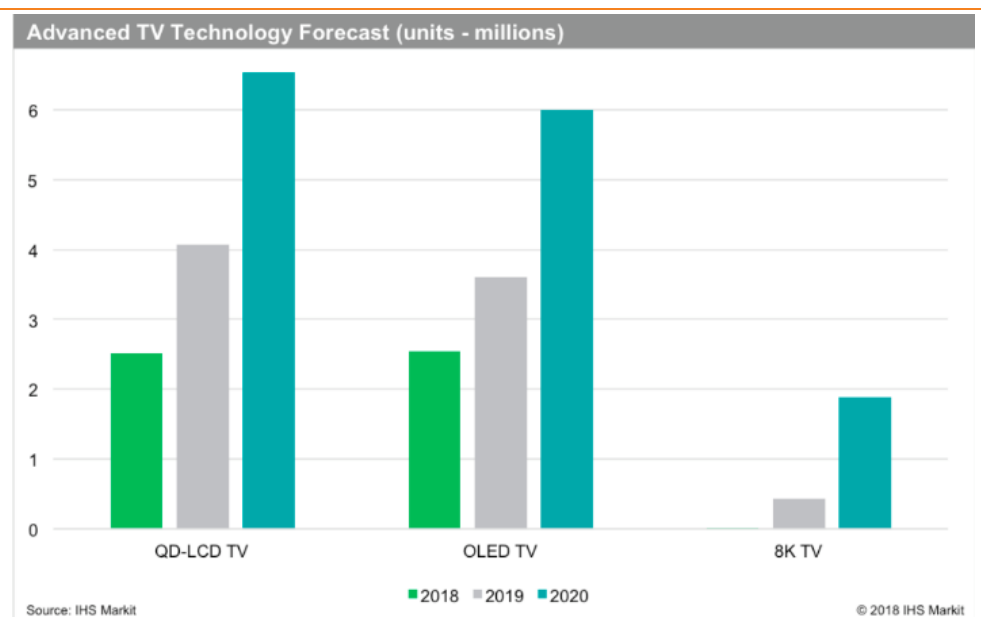
华为智慧屏带动高端电视市场的增量需求的同时，必然会带动新型高端显示方案渗透率逐渐提升。OLED 技术有着寿命短的缺陷，我们判断华为智慧屏以及之后的升级产品可能使用 QLED 或者 Mini-LED。

QLED 显示技术正逐步提升。QLED 又称量子点显示技术，是基于 LCD 显示的改进，其结构主要由液晶显示模块、量子点薄膜、LED 背光源等组成，将采用量子点的材料放入背光源与 LCD 面板之间。QLED 显示具有发光效率高、稳定性好、柔性显示等优点，性能接近 OLED，但是技术还不够成熟，成本较高。

三星和 TCL 是 QLED 电视的主要制造商。三星是全球最早开始研究 QLED 技术的公司，2015 年推出其第一代 QLED 电视，在 2017 年已经推出第三代 QLED 电视。TCL 是中国首家推出 QLED 电视的企业，2014 年推出搭载 QLED 技术的产品 H9700。目前，公司在 QLED 显示技术领域处于行业领先地位。

QLED 电视预计未来 2 年快速增长。目前 QLED 电视和 OLED 电视数量相差不多，预计未来增速快于 OLED。根据 IHS 的数据，2018 年全球 QLED 电视出货量为 250 万台左右，预计 2020 年全球 QLED 电视出货量为 650 万台左右，2018-2020 年复合增长率 61.2%。

图 19：QLED 市场规模（单位：百万片）



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 20：三星新款 QLED 电视



65英寸级 三星QLED光质量子点电视

资料来源：三星官网，天风证券研究所

图 21：TCL 新款 QLED 电视



75C10 75英寸双屏QLED电视

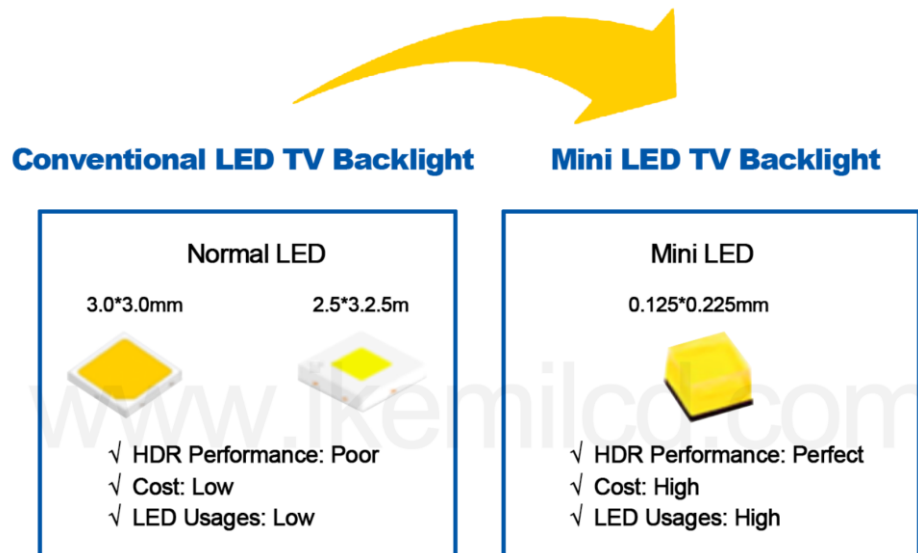
TCL 75C10 75英寸 双屏QLED量子点智能AI平面电视

资料来源：TCL 官网，天风证券研究所

Mini-LED 性能好但成本高，目前还未广泛应用。Mini-LED 又名次毫米发光二极管，意指晶粒尺寸约在 100 微米以上的 LED，晶粒尺寸介于传统 LED 与 Micro-LED 之间。与普通的 LED 相比，Mini-LED 作 TV 背光具有高像素和高使用率等优点，但是其成本很高。

Mini-LED+LCD 有望今年实现量产。Mini-LED 可以根据应用方式分为 Mini-LED RGB 和 Mini-LED+LCD，Mini-LED RGB 显示拥有与 Micro-LED 显示相同的优异性能，但是在尺寸及 PPI 上面受到限制。由于 PPI 做不高，Mini-LED RGB 只能应用在大尺寸显示。Mini-LED+LCD 的形式由于可以做到 OLED 的性能，以及高 PPI 和高解析度，且具有技术成熟和成本低的优点，有望在 2019 年实现批量生产。

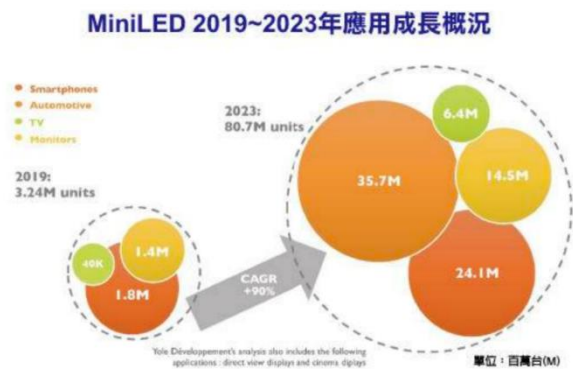
图 22：Mini-LED 和 LED 对比



资料来源：iKemiLCD，天风证券研究所

预计未来 5 年 Mini-LED 快速成长，加速导入 TV 产品。根据 Yole 预测数据，2019 年 Mini-LED 将导入 TV 产品 4 万台，2019-2023 年期间保持 256% 的复合增长率，2023 年达 640 万台。Mini-LED 可以弥补传统液晶电视的缺陷，非常适合作为高端电视产品显示，有望冲击 OLED 的市场份额。

图 23: Mini LED 2019-2023 年成长情况



资料来源: Yole, 天风证券研究所

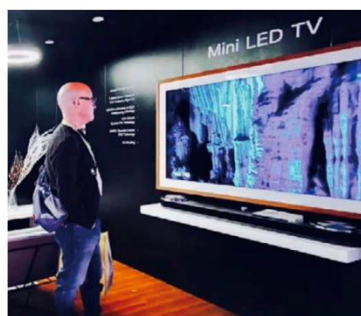
图 24: Mini LED 和 Micro LED 成长情况



资料来源: LEDinside, 天风证券研究所

2019 年是 Mini-LED 的商业化元年，目前已有多家公司推出 Mini-LED 产品。2019AWE 中国家电消费电子展会上，康佳展出了其 65 英寸 Mini-LED 背光电视。TCL 在 2019CES 展上发布 TCLX10QLED8KTV 系列，首次采用行业领先的 Mini-LED 的背光技术。三星在 7 月份推出 The Wall 系列产品，也是使用 Mini-LED RGB 技术。TCL 在 2019 年国际显示周上推出了 165cm 的 RGB Mini-LED 背光显示屏。

图 25: 多家公司推出 Mini-LED 显示产品



康佳 Mini LED TV



三星 Mini LED TV



TCL Mini LED TV



华星光电/TCL 165cm RGB MiniLED 背光显示屏

资料来源: CNKI, FlatpanelsHD, 天风证券研究所

3. 大屏价格周期底部，海外产能加速退出，大陆份额、话语权持续提升

3.1. 大尺寸 LCD 价格有望触底

大尺寸 LCD 面板价格接近行业发展周期底部。随着大陆厂商的迅速崛起、全球主要厂商出产能释放以及下游市场 AMOLED 需求的增加，面板行业的竞争性加剧，导致供需失衡，引发 LCD 面板产品价格下滑。根据 WitsView 数据显示，19 年 9 月上半月 32 吋、43 吋和 55 吋 LCD 面板平均价格分别为 34 美元/片、72 美元/片和 107 美元/片，目前均已达到 2015 年以来的历史最低位。

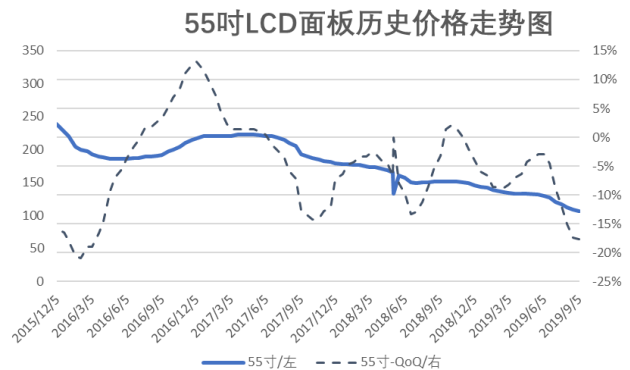
图 26：WitsView 最新面板价格（单位：美元）

发表日期： 2019.09.05
(单位:美元/片)

应用别	尺寸	分辨率	出货形态	液晶显示屏价格			
				低	高	均价	与前期差异
电视	55"W	3840x2160	Open-Cell	103	109	107	-2.0
	43"W	1920x1080	Open-Cell	68	74	72	-1.0
	32"W	1366x768	Open-Cell	32	37	34	0.0
桌上显示器	27"W	1920x1080	LED	72.6	81.5	79.7	-0.2
	23.6"W	1920x1080	LED	51.3	58.5	56.5	-0.2
	23"W	1920x1080	LED	52.4	56.2	55.1	-0.2
笔记本	17.3"W	1600x900	Wedge-LED	39.2	40.6	40.1	0.0
	14.0"W	1366x768	Flat-LED	25.1	25.3	25.2	0.0
	11.6"W	1366x768	Flat-LED	23.4	24.7	24.3	0.0

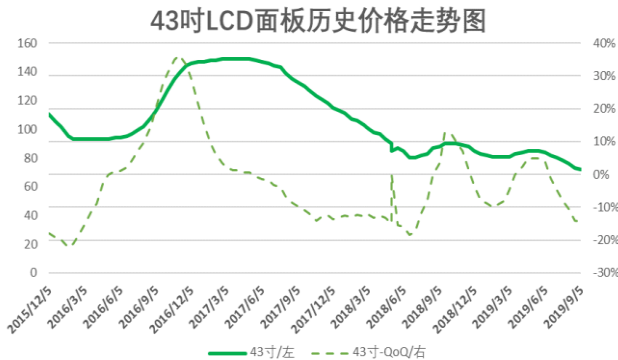
资料来源：WitsView，天风证券研究所

图 27：55 吋 LCD 面板历史价格走势（单位：美元）



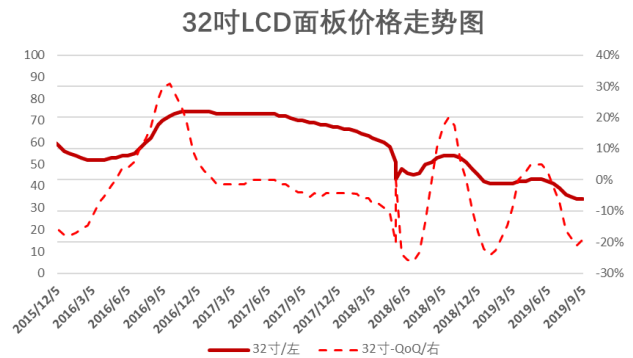
资料来源：WitsView，天风证券研究所

图 28：43 吋 LCD 面板历史价格走势（单位：美元）



资料来源：WitsView，天风证券研究所

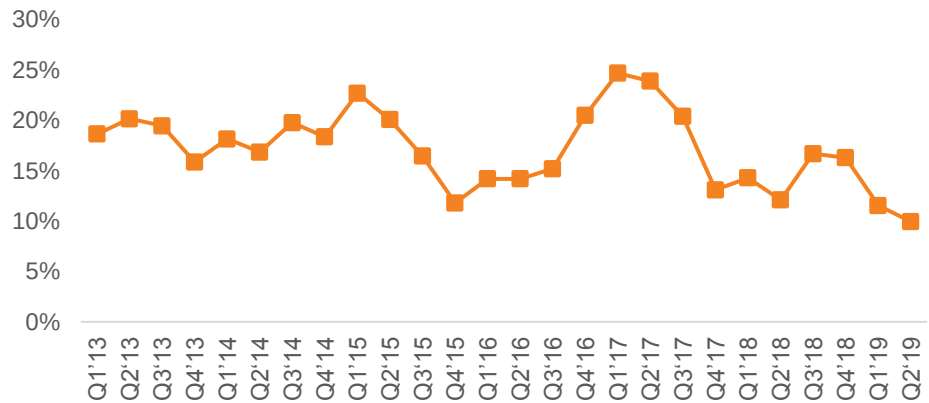
图 29：32 吋 LCD 面板历史价格走势（单位：美元）



资料来源：WitsView，天风证券研究所

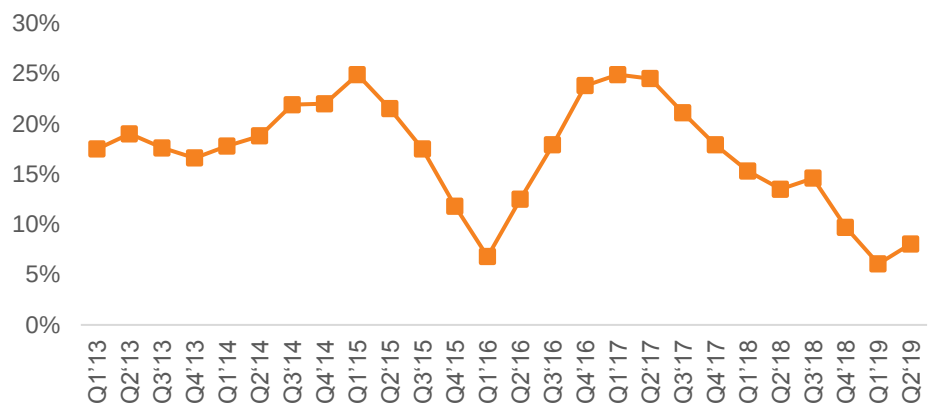
19Q2 面板供应链海外公司 EBITDA Margin 历史低位。19Q2 以来，大尺寸 LCD 价格加速下跌，LGD、AUO 和群创的 EBITDA Margin Q2 季度值处于历史低位。随着价格的持续下跌，面板厂商面对持续的亏损将调整产线和产品布局，面板行业有望重新洗牌，大尺寸 LCD 面板价格有望触底反弹。

图 30: LGD 季度 EBITDA Margin



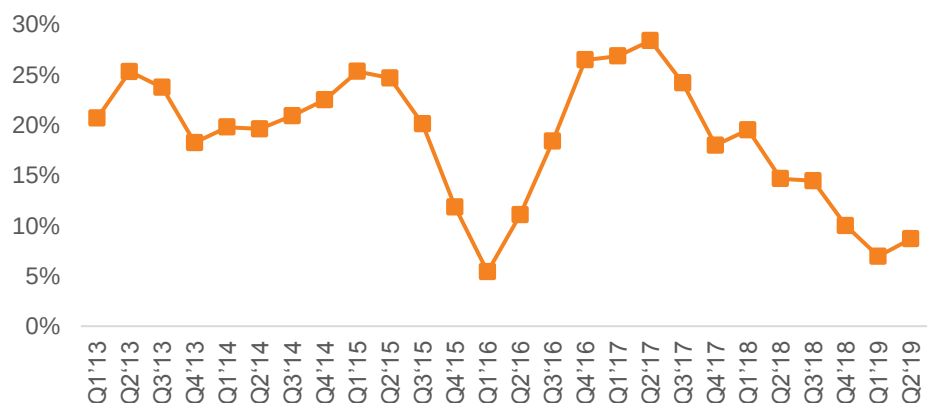
资料来源：彭博，天风证券研究所

图 31: AUO 季度 EBITDA Margin



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 32: 群创季度 EBITDA Margin

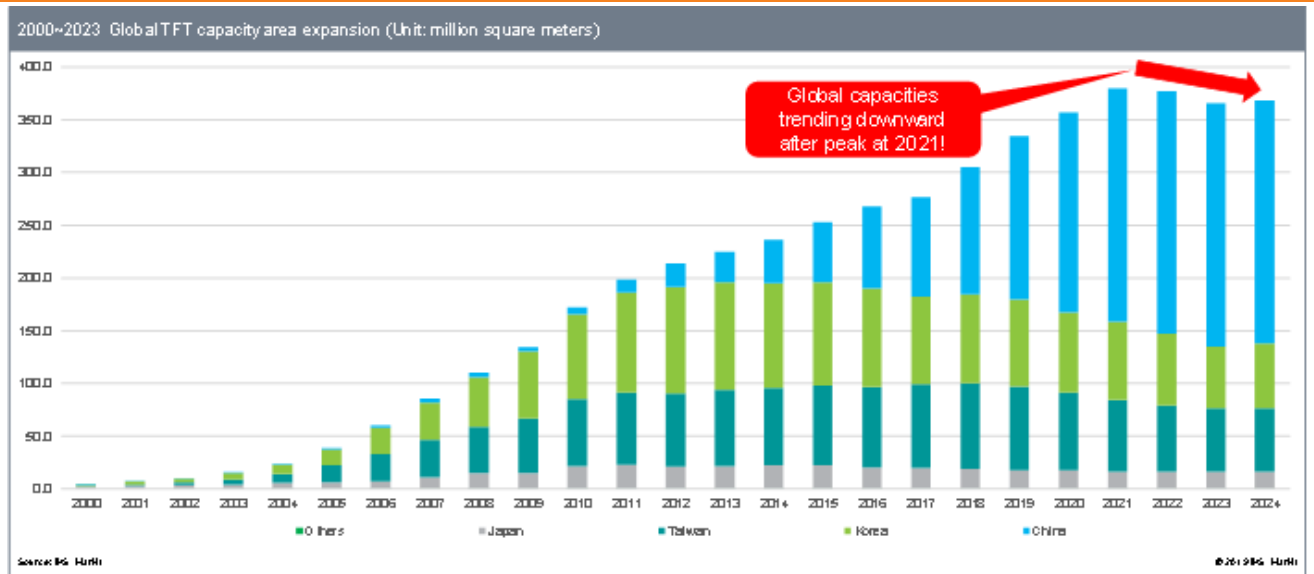


资料来源：彭博，天风证券研究所

供需失衡是导致大尺寸 LCD 价格持续下跌的主要因素。面板行业下游大尺寸 LCD 需求增长较为稳定，并且长期未能出现流行应用，产能的增加是影响面板行业的景气度的主要因素。根据 IHS 数据，随中国大陆面板厂商产能的释放，全球面板的产能不断增长，预计从 2018 年的超过 3 亿平方米到 2021 年将达到顶峰，约为 3.8 亿平方米左右。但行业需求不振的现状大概率还将维持，预计 2019 年全球面板需求为 2.27 亿平方米，未来面板的需求

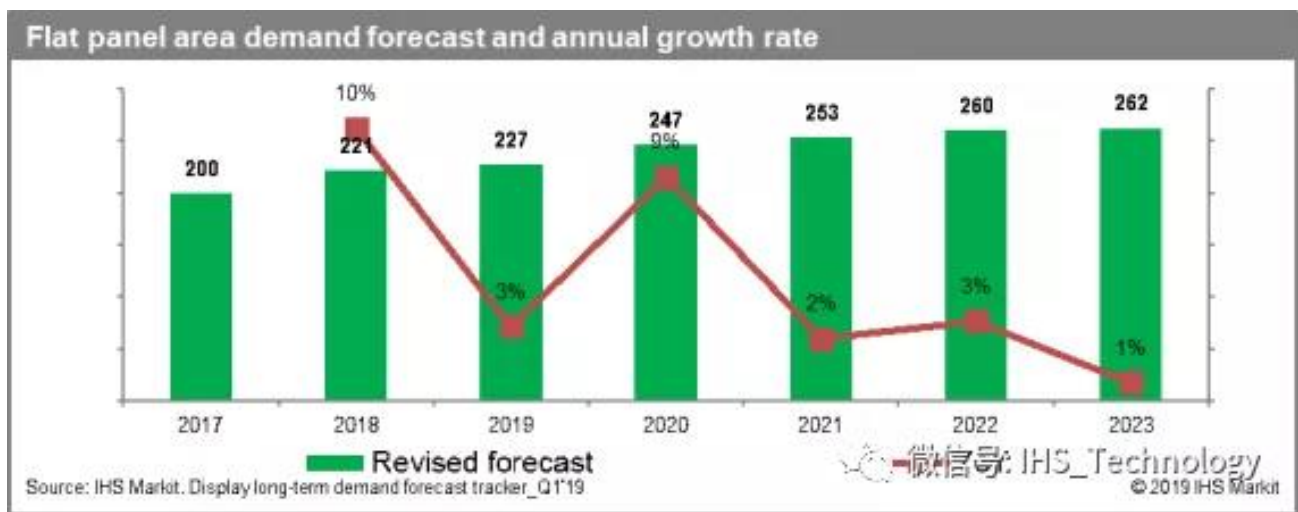
增长率预计维持个位水平，到 2021 仅达到 2.53 亿平方米。

图 33：全球 TFT-LCD 面板产能（单位：百万平方米）



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 34：全球面板需求及增长率预测（单位：百万平方米）



资料来源：IHS，天风证券研究所

3.2. 海外产能正加速退出竞争市场

海外公司进行产业调整应对面板行业价格下行压力。未来将持续的产能过剩问题带来的价格下行压力，面板价格持续低位将使得公司面板业务处于亏损状态，迫使全球面板厂商进行产能调整。韩国、中国台湾面板厂及早开始产能调整，应对市场变化。

韩国面板厂商产能退出持续推进。自 2014 年起，韩国面板厂陆续关停老旧产能，2016 年年初三星关闭其 L7-1 产线，并在继 2016 年关停部分 7 代线产能后，2019 年 8 月，三星显示已经关闭了 L8-1 产线，未来还计划关闭 L8-2 产线，推动 QD-OLED 面板生产线发展。而 LG 也于 19 年 6 月份开始将其 5 代、6 代、7.5 代、8.5 代面板厂进行 10—20% 减产。

图 35：2017-2019 年产能退出/转产情况

Possible fab restructures (shutdowns or convert), 2017-2019

Fab restructure schedule, 2017-2019										
Panel Maker	Fab	Gen/Glass Size	Original capacity	Tech.	Current utilization	Products	Ramp-up year	Depreciated year	Original EOL Year	Shutdown & Convert
Samsung Display	L7-1	Gen 7	155 K/M	a-Si	95%	40" TV	2005	2011	2018	December 2016
	L7-2	Gen 7	165 K/M	a-Si	95%	TV, Monitor	2006	2011	2019	
	L8-1	Gen8	195 K/M	a-Si	85%	TV	2007	2013	2022	New QD OLED TV panels
AUO	L3C	Gen 3.25	60 K/M	a-Si	40%	Mobile	1999	2006	2018	
	L4A	Gen 3.5	25 K/M+ 35 K/M Touch	a-Si	60%	Mobile, Touch	2001	2008	2018	
Innolux	T0	Gen 4	20 K/M	a-Si+EPD	70%	Mobile	2004	2009	2018	
	T1	Gen 5	60 K/M	a-Si	70%	Mobile	2004	2010	2018	
	Fab 1	Gen 3.25	70 K/M	a-Si	60%	Mobile	1999	2005	2018	
	Fab 2	Gen 3.5	85 K/M	a-Si	50%	Mobile	2001	2007	2018	
	Fab 3	Gen 5	145 K/M	a-Si	85%	Mobile, NB	2003	2010	2018	
LG Display	P3	Gen 3.5	92 K/M	a-Si	50%	Mobile, NB	2000	2004	2018	March 2018
	P5	Gen 5	100 K/M	a-Si	62%	Mobile, NB	2002	2007	2018	Shift to OLED lighting
	P8-1	Gen8	83/M	a-Si	85%	TV	2009	2013	N/A	Convert to OLED TV
	P8-2	Gen8	120K/M	a-Si	85%	TV	2010	2014	N/A	Convert to OLED TV
BOE	B1	Gen 5	75 K/M	a-Si	50%	Shift to E-Ink	2004	2012	2016	Shift to e-paper
	B2	Gen 4	45 K/M	a-Si	70%	Mobile	2008	2016	2016	
Sharp	Taki No.2C	Gen 3.5	45 K/M	a-Si	80%	Auto, Mobile	2000	2005	2017	
	Taki CGS B	Gen 4	95 K/M	a-Si, In-Cell	30%	Mobile	2003	2010	2019	To OLED backplanes
JDI	Nanomi	Gen 5.5	22 K/M	LTPS	<50%	Mobile	2011	2017	2018	January 2018

Source: IHS Markit

© 2018 IHS Markit

资料来源：IHS，天风证券研究所

中国台湾厂商不断退出竞争。19 年 8 月初，富士康集团已于惠科金渝和华星光电（CSOT）等少数中国大陆面板制造商进行会谈，准备出售其位于广州的全新 10.5G 产线。根据 IHS Markit 调查显示，友达光电六代线以上面板从 2018 年的满载状态下调到约 90% 的产能利用率；群创也开始调整产线配置，将陷入低价竞争的中低阶产品产线进行维护和升级。

3.3. 大陆份额、话语权持续提升

中国大陆大尺寸 LCD 面板产线竞争优势明显。根据 IHS 数据，中国大尺寸厂商如京东方，华星光电等的产线开工建设比较晚，产线较新，生产效率高。在未来的大尺寸 LCD 竞争中具有明显生产效率优势。

图 36：未来大尺寸面板产能布局情况（产能单位：千片）

地区	厂商	工厂	应用	尺寸	技术	最大产能	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国	华星光电	CSOT T6	LCD	2940x3370	a-si	90							
韩国	LGD	LGD paju P10 G10.5	AMOLED	2940x3370	Oxide	60							
中国	夏普	shrp-fxcn Guangzhou	LCD	2940x3370	a-si	90							
中国	BOE	BOE wuhan B17	LCD	2940x3370	a-si	120							
中国	HKC Display	HKC Zhengzhou	LCD	2940x3370	a-si								
中国	华星光电	CSOT T7	LCD+AMOLED	2940x3370	a-si	90							
中国	CEC Panda	CEC 4	LCD	2940x3370	a-si								
韩国	三星显示	L9 (QD OLED)	QD OLED	2940x3370	Oxide								
中国	CHOT	CEC xianyang 2	LCD	2940x3370	a-si								
美国	夏普	shrp-fxcn wisconsin	LCD	2940x3370	a-si/Oxide								

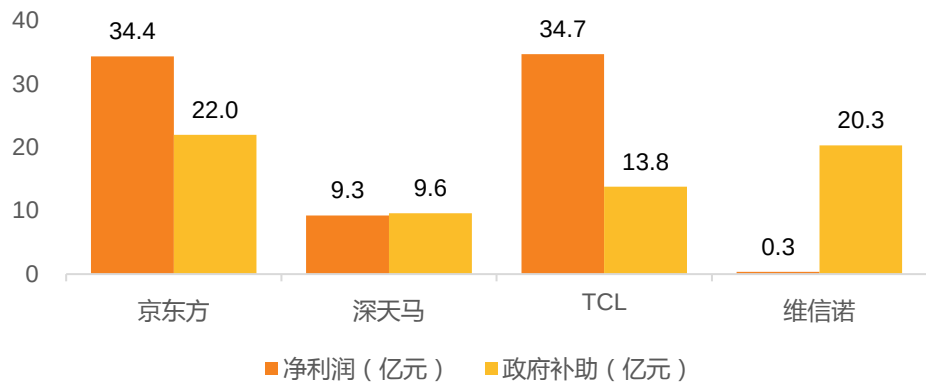
注：橙色为设备订购期，紫色为设备检测安装期，绿色为量产

资料来源：IHS，天风证券研究所

政府扶持助力中国大陆面板厂商度过面板行业周期低谷。由于海外公司的缺少政府补贴，很难保证在长期激烈的价格竞争中生存下来；而中国对大陆面板产业的扶持，如 2018

年,京东方和维信诺等得到了超过 20 亿的政府补助资金,深天马和 TCL 也分别得到了 9.6 亿和 13.8 亿的政府补助,这将帮助各面板厂商抵抗面板行业低谷带来的亏损,有助于其进行产业升级和产线调整,度过面板行业低谷期。因此,海外厂商会加速退出大尺寸面板行业的竞争,未来大陆面板厂商会逐渐消化掉海外厂商退出的市场份额,强化行业竞争优势。

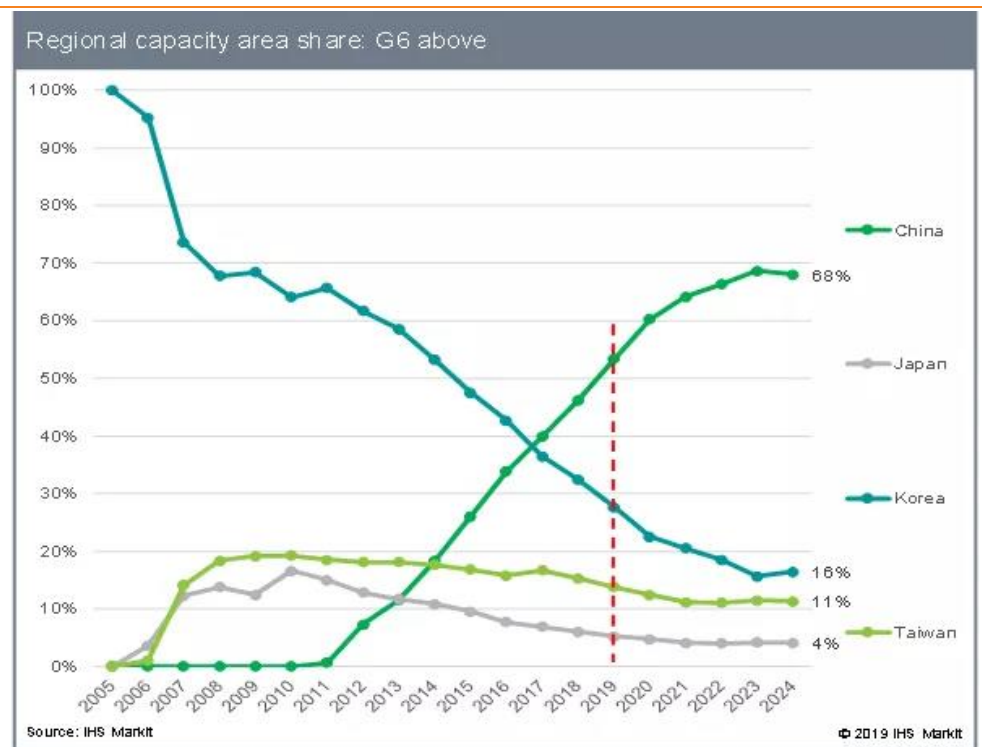
图 37: 2018 年中国大陆主要厂商净利润与政府补助 (单位: 亿元)



资料来源: 各公司年报, 天风证券研究所

大陆面板厂商大尺寸 LCD 面板话语权增强, 行业呈现新格局。随着大陆面板厂商在大尺寸面板行业低谷期增强的竞争优势, 大陆面板厂商的大尺寸 LCD 面板市场占有率逐步提升, 会有越来越强的话语权。根据 IHS 预测, 2019 年是高世代面板行业发展的重要拐点, 大陆面板厂商将第一次成为全球高世代线产能最大的地区, 达到全球产能的 53%, 预计到 2024 年, 中国大陆在高世代线产能上具有绝对优势, 将占据全球高世代线产能 68% 的市场份额。

图 38: G6 世代以上地区产能变化 (单位: %)

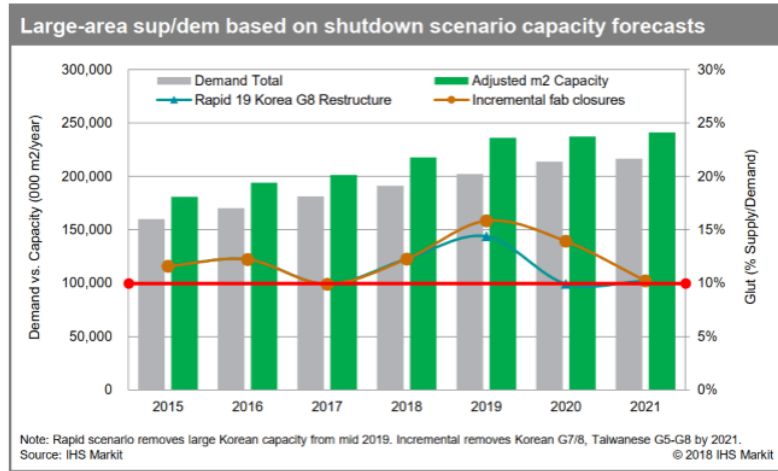


资料来源: IHS, 天风证券研究所

海外厂商的退出, 大尺寸面板将迎来新的行业供需良性发展。随着海外厂商退出大尺寸面板行业的竞争, 行业的产能过剩问题将得到缓解, 行业将趋于健康发展, 大尺寸面板降价有望回升。而同时, 大陆公司话语权和竞争优势的提升, 将在大尺寸面板行业的良性发展

中受益，成为大尺寸面板的主要贡献市场。

图 39：大尺寸面板未来趋势（基于产能退出情况下）（单位：千平方米）



资料来源：IHS，天风证券研究所

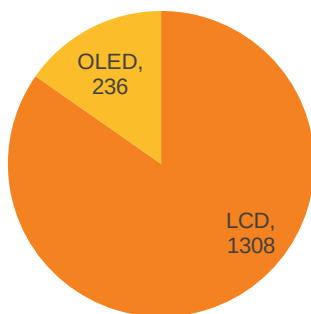
4. 中小屏持续升级：柔性/折叠 OLED 是主要驱动力

4.1. OLED 是中小屏发展的主要增长点

相比于 LCD 相对稳定的市场规模，OLED 行业高成长性。根据目前全球各家面板厂的产能规划以及下游需求来看：（1）未来全球 LCD 由于产能基数较大，未来面积需求增速每年在 5% 左右增长，对冲行业 asp 下降趋势，LCD 市场规模保持在 1300 亿美元左右，（2）OLED 产能未来 3 年左右是大陆产能扩张高峰期，产能面积增加每年在 30% 以上，行业规模将保持较高增速。

图 40：2017 年 LCD/OLED 市场规模/亿美元

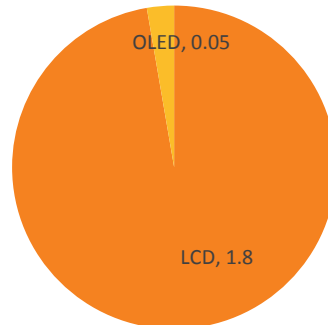
2017年LCD/OLED市场规模/亿美元



资料来源：IHS，天风证券研究所

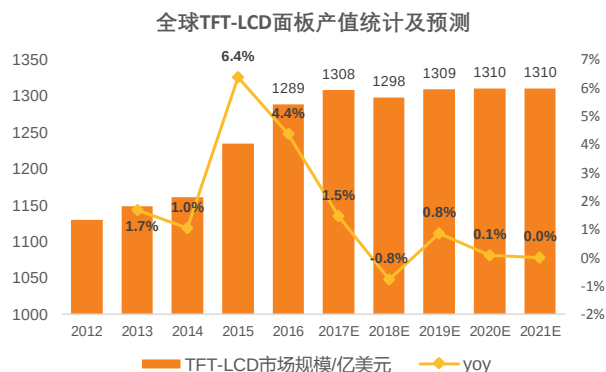
图 41：2017 年全球 LCD/OLED 面积需求/亿平米

2017年全球LCD/OLED面积需求/亿平米



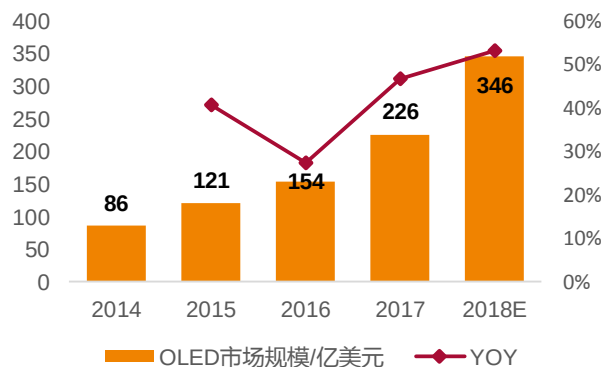
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 42：2012-2021 年全球 TFT-LCD 面板产值统计及预测/亿美元



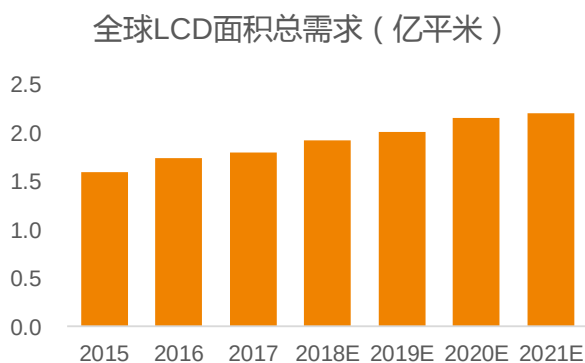
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 43：2014-2018 年全球 OLED 市场规模/亿美元



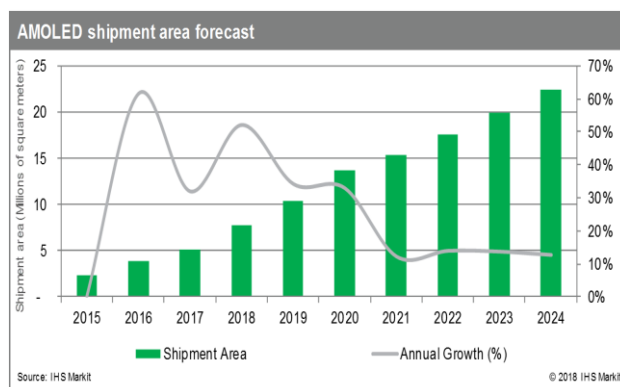
资料来源：IHS，天风证券研究所

图 44：2015-2021 年全球 LCD 面积总需求统计及预测/亿平米



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 45：2015-2024 年全球 AMOLED 面积总需求及预测/百万平米



资料来源：IHS，天风证券研究所

4.2. 全球面板厂商积极布局 OLED 产线

中国和韩国是未来 OLED 面板的主要产能贡献区。由于 OLED 行业的高成长性和巨大的行业需求，全球主要面板厂商加快了高世代 OLED 产线的布局，目前全球主要的 OLED 产线设置在中国大陆、中国台湾、韩国和日本，其中以中国和韩国的显示面板厂商引领全球 OLED 产业的发展。目前全球 6 世代线 OLEM 产线累计将有 19 条，其中中国大陆有 12 条，日韩共计 7 条。随着中国大陆高世代产线产能的释放，将会大力提升大陆厂商在全球 OLED 行业的竞争力。

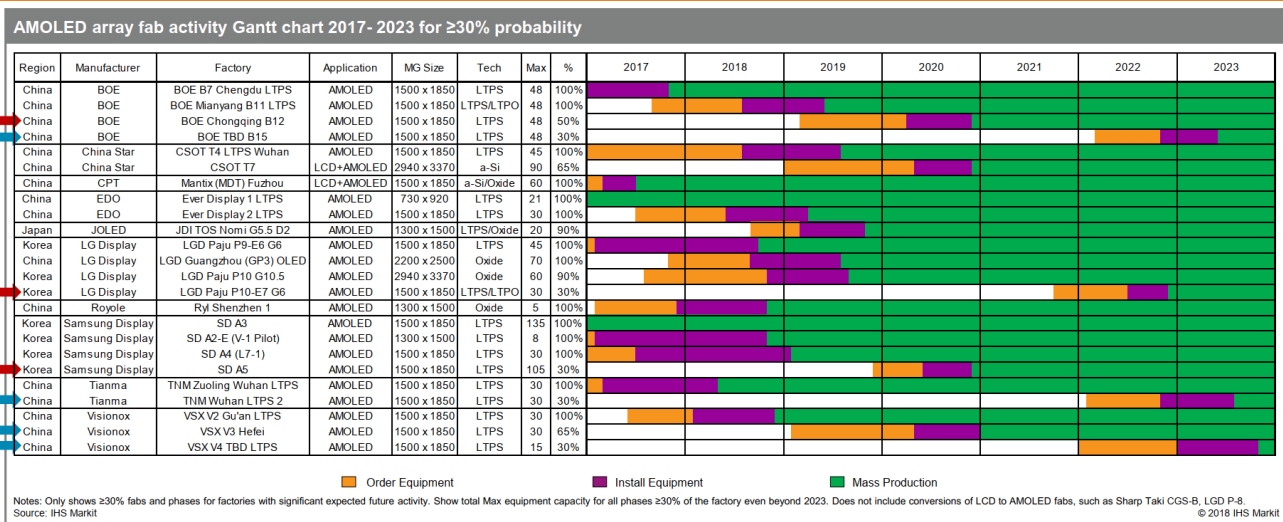
表 3：全球柔性 OLED 产线及规划统计（截止 2019.08）

地区	公司	产线名称	设计产能 (K/每月)	世代线	地点	类型	规划和进展	投产额
韩国	Samsung	A3	135	6 代	韩国	柔性	已量产	
		A4	30	6 代	韩国	柔性	已量产	-
		A5	180	6 代	韩国	柔性	规划中	-
	LGD	E5	22.5	6 代	韩国	柔性	已量产	-
		E6	45	6 代	韩国	柔性	在建	-
大陆	BOE	B7	48	6 代	成都	柔性	已量产	465 亿
		B11	48	6 代	绵阳	柔性	已量产	465 亿

Visionox	B12	48	6 代	重庆	柔性	在建	465 亿
	B15	48	6 代	福清	柔性	规划中	465 亿
	昆山线	15	5.5 代	昆山	刚/柔性	已量产	60 亿
	固安线	30	6 代	固安	柔性	产能爬坡	300 亿
	合肥线	30	6 代	合肥	柔性	在建	440 亿
CSOT	T4	45	6 代	武汉	柔性	产能爬坡	350 亿
Tianma	-	30	6 代	武汉	柔性	已量产	120 亿
	-	48	6 代	厦门	柔性	在规划	480 亿
Hehui	-	30	6 代	上海	柔性	已量产	273 亿
Truly	-	15	4.5 代	惠州	柔性	已量产	110 亿
	-	30	6 代	四川眉山	柔性	已点亮	280 亿
群显	-	30	6 代	浏阳	柔性	在建	360 亿
Royal	-	-	5.5 代	深圳	柔性	在建	110 亿
日本	JDI	15	6 代	日本	柔性	在建	103 亿
	Sharp	30	6 代	日本	柔性	在建	-
中国台湾	AUO	8	4.5 代	新加坡	刚性	已量产	60 亿

资料来源：公司公告，公司官网，只统计 RGB 柔性产能，天风证券研究所

图 46：2017-2023 年 AMOLED 产线规划

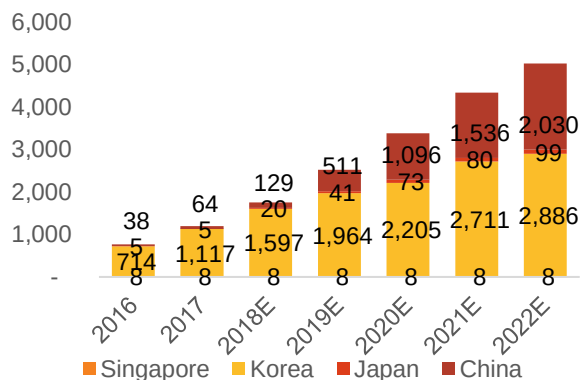


资料来源：IHS，天风证券研究所

4.3. OLED 产业国产化速度加快

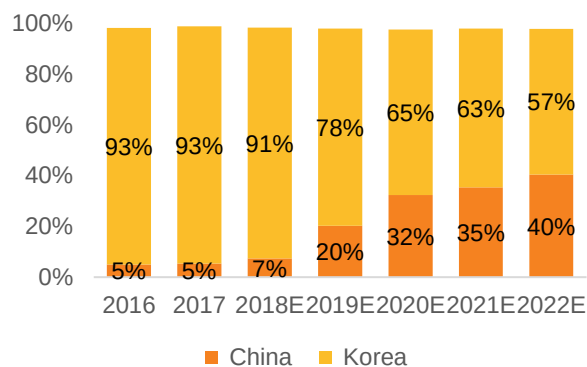
国产 OLED 面板行业发展迅猛。根据 DSCC 统计及预测数据，2018 年前，韩国是 OLED 面板的主要出货地，占据全球绝大部分市场。从 2018 年开始，随着中国 OLED 面板产能的释放，中国 OLED 面板行业与韩国企业的行业竞争力度将加大。2018 年，中国 OLED 面板产能为 129 万平方米，全球 5.0%的产能比例，同比增长 100.3%。预计 2019-2020 年，OLED 产能同比增长率分别为 297.0%和 114.3%，至 2020 年，中国 OLED 产能将达到 1096 万平方米，全球占比 20.3%。预计 2022 年，中国 OLED 产能将进一步扩大至 2030 万平方米，占全球 OLED 总产能的 40.4%，进一步缩小与韩国 OLED 产业产能的差距。

图 47：2016-2022 年各国 OLED 产能及预测情况（单位：万平方米）



资料来源：DSCC，天风证券研究所

图 48：2016-2022 年中国和韩国 OLED 产能全球占比（%）



资料来源：DSCC，天风证券研究所

4.4. 柔性/折叠 OLED 是主要驱动力

对于中小屏的发展，产品技术升级是未来的主线。以手机为例，手机全面屏和轻量化的发展对显示面板提出了更高的要求。相比于传统的 LCD 面板，OLED 面板具有主动发光、超轻薄、无视角限制、高画质、全固态、低功耗、工作温度范围宽、可实现柔性等特点，是未来以手机和电脑为代表的中小屏显示的主流技术。其中，柔性和可折叠 OLED 是主要的发展方向，未来将极大拓宽显示产品应用场景。

图 49：可折叠 OLED 屏幕手机



资料来源：华为官网，天风证券研究所

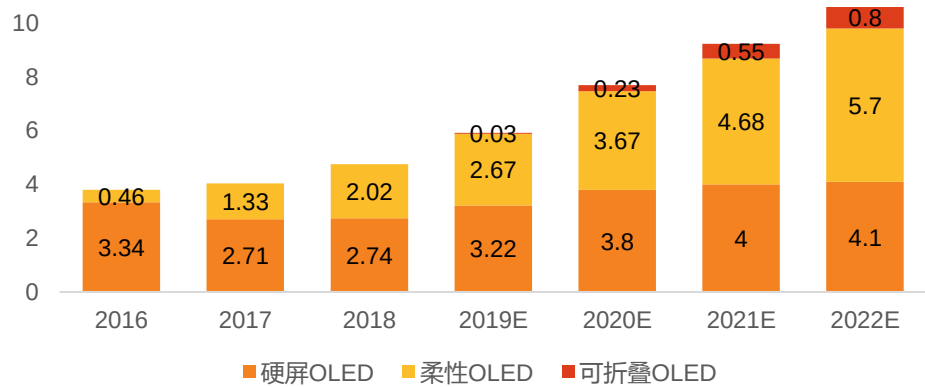
图 50：柔性 OLED 屏幕的应用



资料来源：维信诺官网，天风证券研究所

柔性 OLED 持续快速增长，2019 年可折叠 OLED 开启成长模式。根据 DSCC 数据，硬屏 OLED 面板由于受限于应用场景的需求，出货量预计在未来的增长较为缓慢，2019 年预计全年出货量为 3.22 亿片。柔性 OLED 面板市场需求旺盛，行业发展速度加快，出货量从 2016 年的 0.46 亿片到 2018 年已经增长了 4 倍，达到 2.02 亿片。而且未来的成长空间巨大，预计 2022 年出货量将达到 5.70 亿片。2019 年预计可折叠 OLED 的市场需求为 300 万片，到 2022 年将达到 8000 万片，具有很大的市场需求潜力。

图 51：22016-2022 年全球 OLED 面板出货量及预测值（单位：亿片）

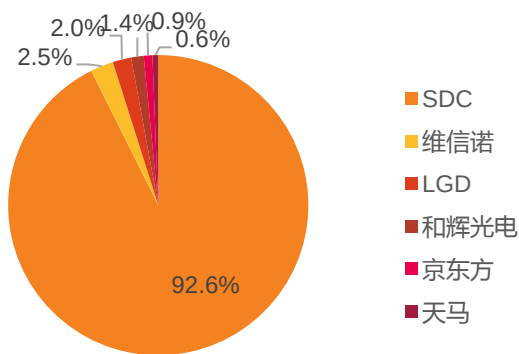


资料来源：DSCC，天风证券研究所

4.5. 中小屏技术升级，国内 OLED 面板厂商受益

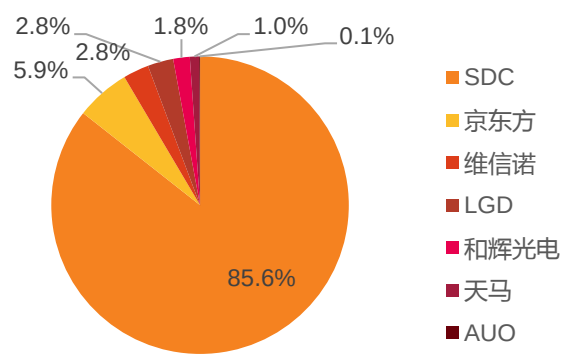
柔性/折叠 OLED 中小屏的发展，OLED 国产化进程加快，国内面板厂商迎来机遇。根据 CINNO Research 报告，2018 年全球智能机 OLED 面板出货 4.43 亿片，其中三星显示处于垄断地位，占全年出货量的 92.6%，中国大陆各厂商累计占比仅为 5.4%。随着国内 OLED 面板厂商产能的释放，国内厂商的市场占有率得以提升，2019 年 Q1 三星显示 OLED 手机面板出货量首次低于 90% 的市场占有率，降低至 85.6%，中国大陆的京东方，维信诺和和辉光电三家领头公司市场占有率均有提升，市场占有率分别为 5.9%，2.8%和 1.8%，大陆面板厂商的市场占有率累计达到 11.4%。随着国内面板厂商产能的逐步释放，OLED 行业的市场占有率将进一步提升，中国面板厂商将迎来新的发展机遇。

图 52：2018 年全球 AMOLED 手机面板厂商出货量占比



资料来源：CINNO Research、天风证券研究所

图 53：2019 年 Q1 全球 AMOLED 手机面板厂商出货量占比



资料来源：CINNO Research、天风证券研究所

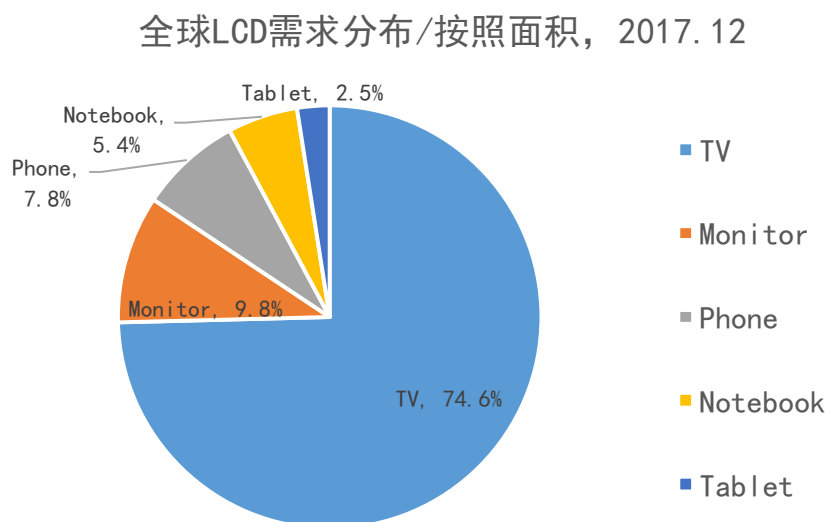
5. 大小屏齐发力，华星光电有望进入全球 FPD 综合实力前三

5.1. 大尺寸高清 TV 将持续主导 LCD 大屏需求

TV 应用主导 LCD 面积需求。按照面积口径，由于 2017 年 LCD 需求占整个 FPD 面积需求 97%，我们基本可以用 LCD 下游需求来分析整个 FPD 的下游需求。根据 Witsview2017 年 12 月数据，全球 LCD 下游需求主要由 TV、Monitor、手机和 NB 构成，分别占比 74.6%、9.8%、7.8%、5.4%，可以看出 TV 市场占据 FPD 最重要的面积需求。

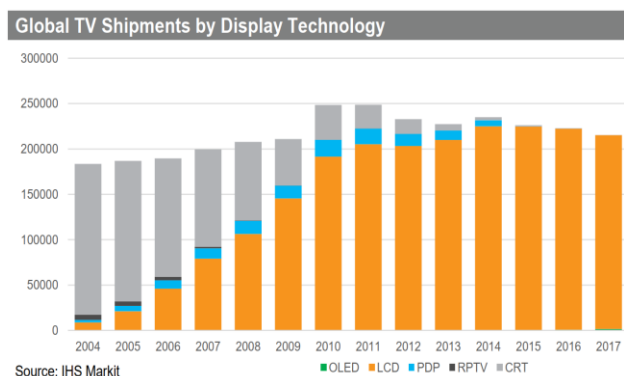
TV 持续大尺寸化驱动需求增长。根据 IHS 数据，2013-2017 年全球 LCD TV 市场每年出货量维持在 2-2.5 亿，保持相对稳定，LCD 市场对 LCD 需求的拉动主要是依靠 TV 平均尺寸的持续增加在驱动：（1）2010 年全球 TV 平均尺寸约为 33 寸，2017 年全球 tv 平均尺寸约为 43 寸，每年平均尺寸增加超过 1 寸；（2）随着大尺寸 TV 和 tv 面板成本和价格持续下降，大尺寸 tv 销量占比将逐步提升，根据 IHS 数据，2024 年全球 TV 面板平均尺寸将超过 50 寸。

图 54：全球 LCD 需求下游面积分布



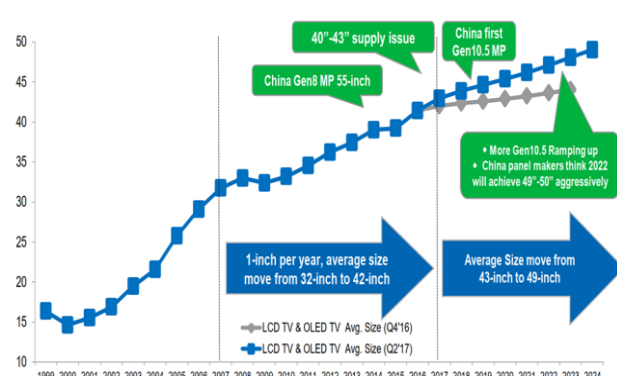
资料来源：Witsview，天风证券研究所

图 55：2004-2017 年全球电视出货量（单位：千台）



资料来源：IHS，天风证券研究所

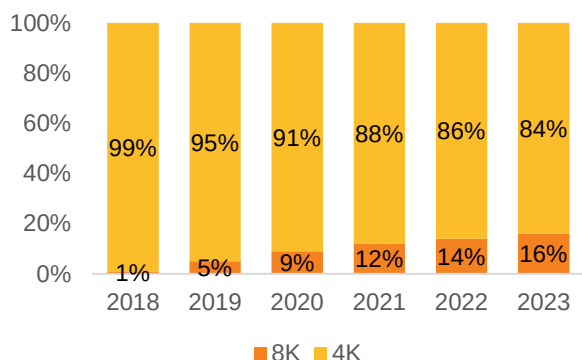
图 56：1999-2024 年全球 TV 平均尺寸统计及预测（单位：寸）



资料来源：IHS，天风证券研究所

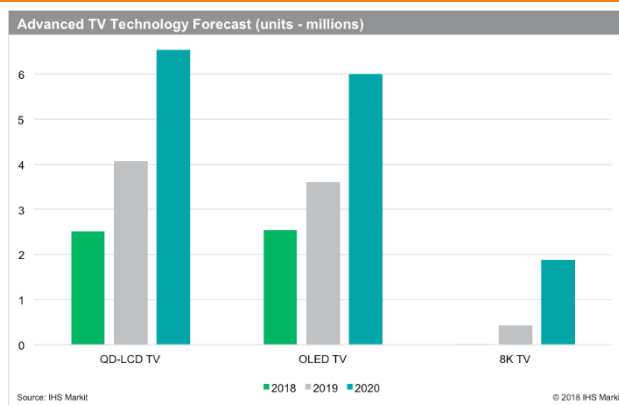
大尺寸高清电视渗透率将大幅提升。根据 IHS 数据，2018 年 60 吋以上面板以 4K 为主，渗透率高达 99%，随着 8K 开始进入市场，未来三年的渗透率将大幅提升，预计由 2019 年的 5% 拉升到 2020 年的 9%。在 TV 市场上，2018 年 8K TV 出货量为 2 万部，预计 2019-2020 年出货量将分别达到 43 万部和 200 万部，且主要集中制 60 英寸以上的大尺寸 TV；2019 年，OLED TV 出货量预计增长超过 40%，达到 360 万部，而 QD-LCD TV 的出货量预计将达到 400 万部。

图 57：60 吋以上高清面板渗透率预测



资料来源：IHS，天风证券研究所

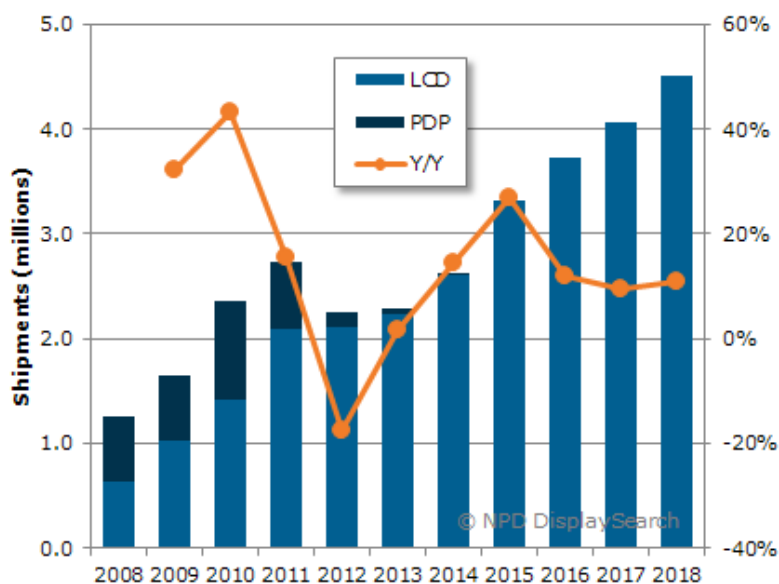
图 58：全球高清 TV 出货量统计及预测（单位：百万部）



资料来源：IHS，天风证券研究所

同时随着商业显示领域大尺寸 LCD 显示应用蓬勃，大尺寸面板需求将持续增加，目前重要的商用显示领域主要包括：（1）教育电子白板，（2）会议智能交互终端，（3）电竞显示屏幕等。

图 59：全球智能交互显示产业保持高速增长趋势



资料来源：IHS，天风证券研究所

5.2. 华星光电 LCD 大屏领域处于领先地位

华星光电是未来大尺寸 LCD 面板的领导者之一。随着韩国 SDC 和 LGD 厂商的逐渐将 LCD 产线转型到 OLED 产线，以及中国台湾厂商群创和友达在 LCD 面板行业价格周期低谷中的产能缩减，大陆面板厂商将逐渐占领空出的市场份额。目前，华星光电两条 8.5 世代的 LCD 产线都已经量产，加上华星光电两条全球最高世代的 11 代线的投产建设，我们预期 3-4 年后，华星光电将在大尺寸面板领域进入行业前四。

表 4：全球主要 LCD 面板厂商情况

名称	2018 年 营业收入	2018 年 归母净利润	2018 年 显示面板营收	高世代产线	备注
SDC	243.8 万亿 KRW	43.9 万亿 KRW	显示终端： 32.5 万亿 KRW	3 条 8.5 代线量产	SDC 韩国 2 条 8.5 代产线将减产
京东方	971.1 亿元	34.4 亿元	显示器件： 866.6 亿元	3 条 8.5 代线量产	目前 LCD 面板出货量全球第一
LGD	24.3 万亿 KRW	-2.07 千亿 KRW	TFT-LCD： 9.73 万亿 KRW	8.5 代线量产	LG 计划逐步退出 LCD 产业竞争，全面转型 OLED 产业
群创	2794 亿 TWD	22 亿 TWD	TFT-LCD： 2794 亿 TWD	8.5 代线和 8.6 代线量产	全球唯一拥有完整大中小尺寸 LCD 面板
华星光电	276.7 亿元	22.2 亿元	-	2 条 8.5 代线量产； 1 条 11 代线量产； 1 条 11 代线在建	全球最高世代的 11 代线已经投产
友达	3076 亿 TWD	131 亿 TWD	Display： 2907 亿 TWD	8.5 代线量产	拥有完整的 3.5 代至 8.5 代生产线

资料来源：wind，各公司官网，天风证券研究所

华星光电全球首发大尺寸 AM Mini-LED 新品 MLED-星曜屏。8 月 30 日，华星光电首次发布了 75 英寸 4K 的 Mini-LED 背光液晶电视屏——MLED-星曜屏，2020 年将量产，2021 年还将推出 Mini-LED 直显式电视。同时华星光电发布全球首发超薄直下式 Mini-LED 高清笔电全面屏、15.6" 5K-3K 超高清极致窄边框全面屏以及车载显示等产品。华星光电 Mini-LED 产品不仅性能与 WOLED 相当，而且在成本和售价上将具备极大优势，将提升大尺寸显示屏极致体验。

图 60：华星光电 MLED 星曜屏发布会



资料来源：CINNO，天风证券研究所

图 61：华星光电 MLED-星曜屏



资料来源：CINNO，天风证券研究所

5.3. 华星光电小屏技术创新持续升级

华星光电中小屏高端 LCD 持续发力，与柔性和可折叠共同发展。华星光电 LTPS 产品技术已做到行业领先，市场份额已达全球第二，仅次于天马集团。在 OLED 面板方面，华星光电的 6 代 OLED 产线已经点亮，另有定位于 8K 和大尺寸 AMOLED 的 11 代线 t7 已经开工建设，未来将提升华星光电在 OLED 面板领域的市场占有率，提高公司的行业竞争力。

表 5：全球主要 OLED 及 LTPS-LCD 厂商情况

名称	2018 年 营业收入	2018 年 净利润	2018 年 显示面板营收	高世代产线	备注
SDC	243.8 万亿 KRW	43.9 万亿 KRW	显示终端: 32.5 万亿 KRW	OLED: 2 条 6 代线量产; 1 条 6 代线规划中	QD-OLED 面板生产线是 SDC 的另一个重要布局;2019 年将投资 2.5 兆韩元(约人民币 150 亿元)
京东方	971.1 亿元	34.4 亿元	显示器件: 866.6 亿元	OLED: 2 条 6 代线量产; 2 条线在建或规划中。 LTPS-LCD: 1 条 5.5 代线量产	2019Q1 京东方 OLED 面板出货量全球第二, 中国第一
LGD	24.3 万亿 KRW	-2.07 千亿 KRW	TFT-LCD: 9.73 万亿 KRW	OLED: 1 条 6 代线量产; 1 条 6 代线在建; 1 条 8.5 代线即将量产	LG 逐渐将 LCD 产线切换为 OLED 产线, 全面转型 OLED 产业; LG 广州 8.5 代 OLED 产线是国内首条 8.5 代产线
华星光电	276.7 亿元	22.2 亿元	-	OLED: 1 条 6 代线产能爬坡; LTPS-LCD: 1 条 6 代线量产	6 代 OLED 产线已经点亮, LTPS-LCD 产品市场份额全球第二
深天马	289.1 亿元	9.3 亿元	液晶显示屏及 模块: 285.3 亿元	OLED: 1 条 6 代线量产; 1 条 6 代线规划中。 LTPS-LCD: 1 条 5.5 代线和 1 条 6 代线量产	LTPS-LCD 产品市场份额全球第一
维信诺	17.8 亿元	0.3 亿元	OLED 产品: 15.6 亿元	OLED: 1 条 5.5 代线量产; 1 条 6 代线产能爬坡; 1 条 6 代线在建	OLED 行业标准的制定者之一, 最早从事 OLED 研发的企业之一, 2018 年维信诺 AMOLED 手机面板出货量超过 LGD 位于全球第二, 国内第一

资料来源: wind, 公司官网, 天风证券研究所

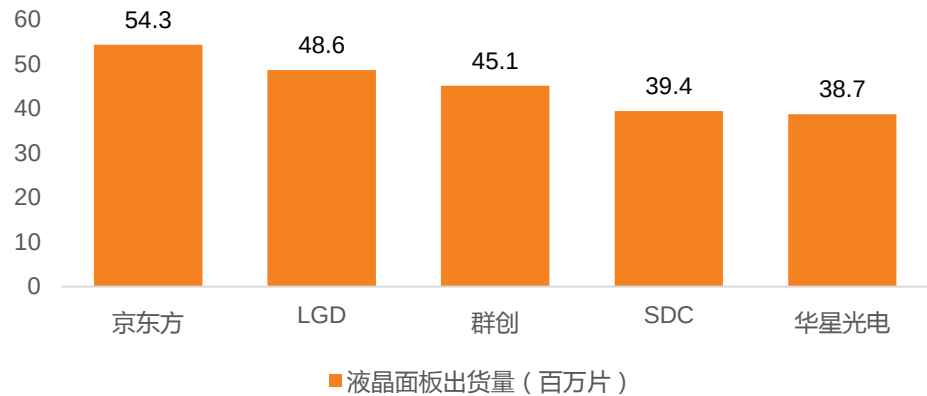
5.4. 华星光电：综合实力全球前三未来可期

华星光电受益于 TCL 集团重组，竞争实力将大幅提升。2019 年,伴随着 TCL 集团的重组完成, 聚焦以技术驱动的高附加值半导体显示及材料业务, 作为 TCL 核心子公司之一的华星光电的竞争实力将大为增强。

华星光电具有产业链协同发展优势。TCL 集团是国内唯一一家实现对下一代显示技术的全产业链布局的企业, 可以将协同聚华(平台)、华睿(材料)和 TCL 工研院(研发), 具有很强的产业链协同优势。TCL 将以 TCL 华星光电产业平台为基础, 推进新型显示技术、材料和工艺的研发与应用, 如加快开发 Mini-LED on TFT 技术和产品, 以及 AMOLED 的折叠、全柔性、屏下摄像等领域新技术。同时, 利用广东聚华“印刷及柔性显示技术平台”, 公司也将继续引领新一代显示技术开发, 加快印刷式 AMOLED、蒸镀式 AMOLED 以及电致发光 QLED 的材料开发, 建立起公司高阶产品的核心竞争力, 并通过开放式技术开发平台, 打通印刷技术, 让我国新型显示技术迈上新台阶。

华星光电全球面板综合实力前三未来可期。未来, 随着华星电光大尺寸 LCD 面板的产能释放, 高端 LTPS-LCD 技术的发展, 以及 OLED 面板产能的释放和市场需求的增长, 华星光电的综合实力将大幅提升。

图 62：2018 年全球液晶电视面板出货量（单位：百万片）



资料来源：群智咨询，天风证券研究所

6. 估值分析与投资建议

TCL 集团重组后，重点聚焦半导体显示及材料产业。我们看好公司在 LCD 大屏、LTPS 和 OLED 中小屏的业务前景。鉴于 TCL 剥离部分资产带来的业务调整，我们调整公司 19-21 年营收预测至 733.0/700.2/828.6 亿元（19/20 年原值：1129.5/1147.6 亿元）。其中：（1）华星光电 2019-2021 年营业收入分别为 353.7 亿、493.8 亿和 603.2 亿；（2）翰林汇 2019-2021 年营业收入分别为 173.6 亿、182.3 亿和 191.4 亿；（3）其他业务 2019-2021 年营业收入分别为 18.0 亿、24.1 亿和 33.9 亿；（4）重组影响 2019 年营收为 187.7 亿。

表 6：TCL 营收结构拆分

营收结构拆分	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收（亿元）	1117.3	1134.5	733.0	700.2	828.6
YoY（%）	-	1.5%	-35.4%	-4.5%	18.3%
华星光电	304.8	275.4	353.7	493.8	603.2
翰林汇	223.9	165.4	173.6	182.3	191.4
其他	12.2	11.7	18.0	24.1	33.9
重组剔除业务	576.5	682.1	187.7	-	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

TCL 集团业务核心-华星光电营收拆分如下：

（1）2019-2021 年大尺寸面板 T1&T2 营收测算假设：

- 假设 T1&T2 产线的产能仅用于生产 32 吋和 55 吋面板；
- 根据 Witsview 价格变动趋势，预计 2019-2021 年 32 吋面板价格均价分别为 38/39/36 美元/片，55 吋面板价格均价分别为 126/127/124 美元/片。
- 2019-2021 年，T1 产线月产能维持在 16 万大片；2019 年，T2 产线月产能维持在 15.5 万片，2020/2021 年维持在 16 万大片。
- 2019-2021 年 T1&T2 产线的产能用于切割 32 吋面板（每片可切割 18 片）的比例分别为 30%，28%和 26%；其余产能用于 55 吋面板切割（每片可切割 6 片）。
- 年均美元兑人民币的汇率假设为：1 美元=6.9 人民币。

表 7：2019-2021 年大尺寸面板 T1&T2 营收测算

	2019E	2020E	2021E
总产能（万大片）	378	384	384
32 吋产能（万片）	1939	1839	1743
32 吋价格（美元/片）	38	39	36
32 吋营收（亿美元）	7.4	7.2	6.3
55 吋产能（万片）	1508	1576	1654
55 吋价格（美元/片）	126	127	124
55 吋营收（亿美元）	19.0	20.0	20.5
总营收（亿美元）	26.4	27.2	26.8
总营收（亿元）	182.0	187.6	184.8

资料来源：公司公告，Witsview，天风证券研究所

（2）2019-2021 年中小尺寸面板 T4 营收测算假设：

- 假设 T4 产线的产能仅用于生产 5.99 吋面板；
- 根据群智咨询价格变动趋势，预计 2019-2021 年 5.99 吋面板价格均价分别为 38/39/38 美元/片。
- 2019-2021 年，T4 产线月产能分别维持在 0.3/1.5/1.875 万片。
- 2019-2021 年 T4 产线的产能用于切割 5.99 吋面板（每片最多可切割 240 片）。
- 年均美元兑人民币的汇率假设为：1 美元=6.9 人民币。

表 8：2019-2021 年大尺寸面板 T4 营收测算

	2019E	2020E	2021E
产能（万大片）	3.6	18	22.5
5.99 吋产能（万片）	691.2	3672	5243.4
单价（美元/片）	38	39	38
总营收（亿美元）	2.6	14.3	19.9
总营收（亿元）	18.1	98.8	137.5

资料来源：天风证券研究所

（3）2019-2021 年中小尺寸面板 T3 营收测算假设：

根据 2019H1 财报，华星光电 2019 年上半年中小尺寸面板实现销售收入 70.9 亿元，而且 T3 产线是全球单体产能最大的 LTPS 工厂，LTPS-LCD 产品市场份额已达全球第二；结合 T4 产线中小面板尺寸的测算数据，我们给予 T3 产线 2019 年 108.0 亿元的营收规模，考虑到 OLED 面板市场需求的快速成长，我们预计 LTPS-LCD 产品市场规模将缓慢增加。因此，综合 2020 年产能变化，我们给予 2020-2021 年 116.0 亿元和 119.4 亿元的营收规模预测。

表 9：2019-2021 年大尺寸面板 T4 营收测算

	2019E	2020E	2021E
产能（万片）	57	60	60
总营收（亿元）	108.0	116.0	119.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

(4) 2019-2021 年中小尺寸面板 T4 营收测算假设:

- 假设 T6&T7 产线的产能用于生产 43 吋、65 吋和 75 吋面板;
- 根据 Witsview 和 TrendForce 价格变动趋势, 预计 2019-2021 年 43 吋面板价格均价分别为 81/82/79 美元/片, 65 吋面板价格均价分别为 205/208/205 美元/片, 75 吋面板价格均价分别为 388/393/390 美元/片。
- 2019-2021 年, T6 产线月产能分别维持在约 4.5/8.9/9.9 万片, T7 产线 2021 年实现量产, 月均产能为 4 万片。
- 2019-2021 年 T6 产线的产能主要用于切割 43 吋和 65 吋面板 (每片可切割 18 片 43 吋面板或 8 片 65 吋面板), T7 产线的产能主要用于切割 65 吋和 75 吋面板 (每片可切割 8 片 65 吋面板或 6 片 75 吋面板)。
- 年均美元兑人民币的汇率假设为: 1 美元=6.9 人民币。

表 10: 2019-2021 年大尺寸面板 T6&T7 营收测算

	2019E	2020E	2021E
产能 (万大片)	48	98	153
43 吋产能 (万片)	311	590	595
43 吋价格 (美元/片)	81	82	79
43 吋营收 (亿美元)	2.5	4.8	4.7
65 吋产能 (万片)	207	413	698
65 吋价格 (美元/片)	205	208	205
65 吋营收 (亿美元)	4.3	8.6	14.3
75 吋产能 (万片)	0	0	117
75 吋价格 (美元/片)	388	393	390
75 吋营收 (亿美元)	0.0	0.0	4.6
总营收 (亿美元)	6.8	13.4	23.6
总营收 (亿元)	46.7	92.7	162.7

资料来源: 公司公告, Witsview, TrendForce, 天风证券研究所

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 41.5/50.3/60.5 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.31/0.37/0.45 元/股。我们用可比公司的相对估值方法进行估值, 选取的可比公司有京东方 A 和深天马 A, 可比公司的 2020 年市盈率平均预测估计值为 20.64。公司 2020 年 EPS 为 0.37 元/股, 谨慎考虑, 我们给予公司 2020 年 17 倍 PE, 对应的目标价为 6.29 元, 给予买入评级。

表 11: 可比公司估值

代码	证券简称	最新收盘价	总市值	2019EPS	2020EPS	2019PE	2020PE
000725.SZ	京东方 A	4.03 元	1,389.87 亿元	0.12 元/股	0.17 元/股	33.09	23.28
000050.SZ	深天马 A	15.26 元	312.54 亿元	0.65 元/股	0.88 元/股	23.76	18.00
预测 PE 平均值						28.43	20.64

资料来源: 预测采用 wind 一致预期, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	27,459.45	26,801.34	5,864.28	21,277.74	6,628.56	营业收入	111,727.44	113,447.44	73,303.53	70,021.77	82,856.98
应收票据及应收账款	20,917.57	17,876.58	7,803.08	12,936.02	11,604.62	营业成本	88,663.84	92,605.59	62,186.32	57,594.23	68,521.42
预付账款	910.22	1,194.97	58.08	1,154.32	305.95	营业税金及附加	665.34	661.26	417.83	399.12	480.57
存货	12,946.30	19,887.97	18,495.05	18,096.82	2,512.59	营业费用	9,511.06	8,887.02	2,807.53	2,646.82	3,140.28
其他	17,862.36	14,546.93	14,509.94	14,073.74	14,702.36	管理费用	4,682.91	4,302.92	1,466.07	1,400.44	1,657.14
流动资产合计	80,095.91	80,307.80	46,730.44	67,538.66	35,754.08	研发费用	4,785.94	4,681.21	3,152.05	3,010.94	3,562.85
长期股权投资	15,352.01	16,957.11	16,957.11	16,957.11	16,957.11	财务费用	1,665.28	973.26	1,781.74	1,293.53	495.94
固定资产	32,597.98	35,983.13	49,144.57	55,610.99	58,060.39	资产减值损失	1,663.50	1,523.12	840.00	840.00	840.00
在建工程	14,775.24	38,924.59	23,354.75	14,012.85	8,407.71	公允价值变动收益	309.43	(3.88)	887.31	(150.02)	(195.75)
无形资产	7,245.32	6,966.38	6,428.72	5,891.06	5,353.41	投资净收益	2,416.39	2,119.54	4,317.00	4,317.00	4,317.00
其他	9,672.40	12,501.14	11,206.96	10,975.20	10,341.52	其他	(6,749.17)	(6,394.80)	(10,408.61)	(8,333.95)	(8,242.49)
非流动资产合计	79,642.94	111,332.34	107,092.11	103,447.21	99,120.14	营业利润	4,112.92	4,092.20	5,856.30	7,003.67	8,280.02
资产总计	160,293.98	192,763.94	154,397.88	171,737.29	135,691.06	营业外收入	840.25	956.81	100.00	100.00	100.00
短期借款	15,990.11	13,240.64	19,076.85	5,723.06	7,330.79	营业外支出	163.44	104.63	50.00	50.00	50.00
应付票据及应付账款	21,385.72	27,015.29	2,930.32	25,621.28	8,638.09	利润总额	4,789.74	4,944.38	5,906.30	7,053.67	8,330.02
其他	34,871.98	38,579.48	17,402.54	38,783.00	21,867.10	所得税	1,245.04	879.18	620.16	740.64	874.65
流动负债合计	72,247.80	78,835.40	39,409.71	70,127.33	37,835.98	净利润	3,544.70	4,065.20	5,286.14	6,313.03	7,455.37
长期借款	20,283.38	36,864.92	35,309.29	17,654.64	8,827.32	少数股东损益	880.31	596.99	1,137.72	1,284.54	1,405.47
应付债券	10,497.25	12,985.63	10,325.53	11,269.47	11,526.88	归属于母公司净利润	2,664.40	3,468.21	4,148.42	5,028.49	6,049.90
其他	3,122.62	3,206.32	4,094.83	3,474.59	3,591.91	每股收益(元)	0.20	0.26	0.31	0.37	0.45
非流动负债合计	33,903.25	53,056.87	49,729.65	32,398.70	23,946.11						
负债合计	106,151.05	131,892.27	89,139.35	102,526.03	61,782.09						
少数股东权益	24,395.87	30,377.31	31,458.14	32,721.27	34,095.51	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	13,514.97	13,549.65	13,549.65	13,549.65	13,549.65	成长能力					
资本公积	5,940.47	5,996.74	5,996.74	5,996.74	5,996.74	营业收入	4.79%	1.54%	-35.39%	-4.48%	18.33%
留存收益	16,012.46	18,181.98	20,250.73	22,940.34	26,263.82	营业利润	3099.82%	-0.50%	43.11%	19.59%	18.22%
其他	(5,720.84)	(7,234.00)	(5,996.74)	(5,996.74)	(5,996.74)	归属于母公司净利润	66.30%	30.17%	19.61%	21.21%	20.31%
股东权益合计	54,142.94	60,871.67	65,258.52	69,211.26	73,908.97	获利能力					
负债和股东权益总计	160,293.98	192,763.94	154,397.88	171,737.29	135,691.06	毛利率	20.64%	18.37%	15.17%	17.75%	17.30%
						净利率	2.38%	3.06%	5.66%	7.18%	7.30%
						ROE	8.96%	11.37%	12.27%	13.78%	15.20%
						ROIC	7.41%	6.18%	7.53%	6.27%	10.25%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	66.22%	68.42%	57.73%	59.70%	45.53%
净利润	3,544.70	4,065.20	4,148.42	5,028.49	6,049.90	净负债率	46.62%	72.78%	101.69%	29.65%	38.72%
折旧摊销	7,202.87	7,970.65	2,946.05	3,413.14	3,693.40	流动比率	1.11	1.02	1.19	0.96	0.94
财务费用	2,077.73	1,580.96	1,781.74	1,293.53	495.94	速动比率	0.93	0.77	0.72	0.71	0.88
投资损失	(2,438.69)	(2,167.25)	(4,340.00)	(4,340.00)	(4,340.00)	营运能力					
营运资金变动	(2,909.33)	(6,046.44)	(29,623.06)	38,726.02	(16,576.55)	应收账款周转率	5.51	5.85	5.71	6.75	6.75
其它	1,732.34	5,083.47	2,025.02	1,134.52	1,209.72	存货周转率	8.67	6.91	3.82	3.83	8.04
经营活动现金流	9,209.62	10,486.58	(23,061.83)	45,255.70	(9,467.59)	总资产周转率	0.73	0.64	0.42	0.43	0.54
资本支出	15,693.39	36,203.13	(888.51)	620.24	(117.32)	每股指标(元)					
长期投资	3,813.01	1,605.10	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.20	0.26	0.31	0.37	0.45
其他	(36,431.56)	(66,038.77)	4,568.92	3,619.92	4,743.75	每股经营现金流	0.68	0.77	-1.70	3.34	-0.70
投资活动现金流	(16,925.16)	(28,230.54)	3,680.40	4,240.16	4,626.43	每股净资产	2.20	2.25	2.49	2.69	2.94
债权融资	52,698.26	69,101.10	70,559.83	40,575.70	33,613.86	估值比率					
股权融资	3,760.96	(2,207.85)	(413.12)	(1,162.17)	(364.59)	市盈率	18.92	14.53	12.15	10.02	8.33
其他	(47,907.09)	(46,853.43)	(71,702.34)	(73,495.93)	(43,057.30)	市净率	1.69	1.65	1.49	1.38	1.27
筹资活动现金流	8,552.13	20,039.82	(1,555.63)	(34,082.40)	(9,808.03)	EV/EBITDA	5.58	6.07	12.60	7.63	7.95
汇率变动影响	(22.30)	(47.71)	(23.00)	(23.00)	(23.00)	EV/EBIT	9.75	12.06	17.46	10.77	11.30
现金净增加额	814.28	2,248.14	(20,960.06)	15,390.46	(14,672.18)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com