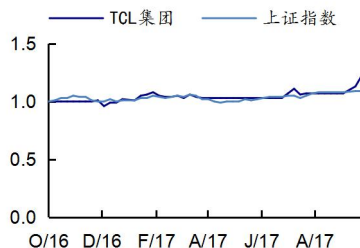


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
TCL 集团(000100)
买入

合理估值: 5.9 元 昨收盘: 4.09 元 (维持评级)

2017 年 10 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	12,214/9,001
总市值/流通(百万元)	49,954/36,816
上证综指/深圳成指	3,379/11,239
12 个月最高/最低(元)	4.39/3.20

相关研究报告:

《TCL 集团-000100-重大事项点评: 2014 年春季新品发布会纪要》——2014-04-10
 《TCL 集团-000100-重大事项点评: 游戏快速适配、多屏融合突破超越同类公司》——2014-04-09
 《TCL 集团-000100-“双+”战略转型, 双轮驱动》——2014-02-27
 《TCL 集团-000100-2013 年一季报点评: 新品销售将进一步助力业绩提升》——2013-04-25
 《TCL 集团: 盈利扭转趋势显现》——2009-12-23

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002
联系人: 高峰
 电话: 010-88005310
 E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

鹰的重生系列之一: 公司价值重估

● TCL 的核心资产华星光电已经是集团重要利润来源

华星光电经营效率始终处于同行业领先水平。公司目前 5 条产线, 两条 8.5 代线满产满销, 一条 6 代 LTPS 产线持续爬坡, 未来陆续一条 11 代线和一条 6 代柔性 AMOLED 建成投产。目前华星光电已经毫无疑问地成为公司旗下最优质的资产。集团未来将大力发展面板行业, 华星光电核心地位的确立推动公司价值重估。

● 集团积极寻求变革, 掌握发展主动权

公司正通过产业重组、非核心资产剥离或出售等方式持续优化产业架构, 聚焦主导产业。近期公司转让 TCL 通讯科技 49% 的股权, 及时止损亏损业务, 并持续改善手机业务, 未来有望持续减少亏损。公司将继续聚焦主业, 调整资本结构。我们认为此次变革将是 TCL 集团重回增长的一次转折点。未来集团终端产品逐步整合到香港上市公司平台。仅剩华星光电和轻资产业务依托 A 股上市平台融资发展。

● 公司价值重构之路已经开启

集团发行股份购买深圳华星光电股权至 85.71%, 重组获得批准后, 集团将实际 100% 持有深圳华星光电股权。我们预计 17~19 年华星光电整体净利润为 42.67/49.32/65.85 亿元, 集团整体归母净利润为 28.18/43.67/54.95 亿元。如果按照目前面板行业平均 1.8 倍 PB 来进行估算, 仅华星光电对应市值就约 720 亿元左右。

● 盈利预测与评级

考虑到公司已经转让 TCL 通讯 49% 的股权, 及时止血亏损业务。随着未来集团体内资产的进一步整合, 我们认为公司将成为一家半导体显示公司, 其整个估值体系将重构。仅按照华星光电 400 亿净资产计算, 公司的 PB 浮动 1.8~2.2 倍来考虑, 公司的合理估值应为 720~880 亿元。未来两年内公司资产结构整合完毕, 公司市值有望站上 800 亿。目前公司发行股本收购华星光电近 10% 的股份后, 摊薄后总股本 135 亿股, 备考市值 568 亿, 对应有 40% 以上的空间, 合理估值 5.9 元。

● 风险提示

产能过剩使得面板价格大幅下跌, 集团终端业务剥离进度不达预期。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	104,579	106,474	123,025	137,080	149,463
(+/-%)	3.5%	1.7%	15.4%	11.4%	9.0%
净利润(百万元)	2,567	1,602	2818	4367	5495
(+/-%)	-19.4%	-37.6%	75.9%	55.0%	25.8%
摊薄每股收益(元)	0.21	0.13	0.21	0.32	0.41
EBIT Margin	4.6%	3.4%	1.7%	2.1%	3.6%
净资产收益率(ROE)	10.6%	7.0%	11.7%	16.6%	18.9%
市盈率(PE)	19.5	31.2	20.0	12.9	10.2
EV/EBITDA	14.0	16.6	20.0	16.6	13.1
市净率(PB)	2.1	2.2	2.33	2.13	1.93

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

TCL 的核心资产之一：华星光电

华星光电：国内自主建设大尺寸面板产线的典范

华星光电 2009 年成立，自公司成立以来，自力更生就是公司的代名词。依靠自组团队、自主建设、自主创新成为了国内面板产业突破国外产业封锁的典范，经营效率始终处于同行业领先水平。

目前，华星光电共有三条液晶面板生产线，产品全线覆盖大尺寸电视面板和中小尺寸移动终端面板。

其中 T1 8.5 代 TFT-LCD 产线是我国首条完全依靠自主创新建设的高世代液晶面板生产线。2010 年 3 月动工建设，2011 年 8 月投产，建设速度全球第一。12 年 9 月满产，目前公司月产能已经突破 155k，超过设计的 100K 产能 55%，充分体现了公司的自主建线的技术水平和设计能力。

T2 项目 13 年 11 月建设，15 年 4 月量产，目前产能已经超过 130k，大大超过 100k 的设计产能。二期项目也引进了一系列先进制程，如 Cu 制程、COA、MMG、Curved、RGBW、IGZO、OLED 等，形成了高穿透率的核心产品竞争力，在增加产能规模的同时，大大增强华星技术实力。

图 1：T1 第 8.5 代 TFT-LCD 产线



资料来源：CSOT 官网、国信证券经济研究所整理

图 2：T2 第 8.5 代 TFT-LCD 产线



资料来源：CSOT 官网、国信证券经济研究所整理

除了以上两条在产的 8.5 代 TFT-LCD 产线，公司 T6 项目在建的 11 代 TFT-LCD 及 AMOLED 产线分别预计在 19 年、20 年开始量产，将大大增强公司在 65 寸以上大尺寸面板和柔性显示屏的供应能力，完善公司的产品线。

表 1：华星光电各产线情况汇总

建设时间	世代	技术类型	量产时间	产能 (万片/年)	总投资 (亿元)	折旧完毕时间
2010 年	深圳 8.5 代 T1	a-Si	2011 年 8 月	186 万片(max)	245	2018 年
2013 年	深圳 8.5 代 T2	a-Si 及 Oxide	2015 年 4 月	156 万片 (max)	244	2022 年
2014 年	武汉 6 代线 T3	LTPS	2017 年 3 月	36 万片	160	2024 年
2017 年	武汉 6 代线 T4	柔性 LTPS-AMOLED	2020 年 H1	54 万片	350	2027 年
2016 年	深圳 11 代线 T6	a-Si 及 Oxide	2019 年 Q1	108 万片	465	2026 年

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 3：T6 项目将是国内最先进的 11 代线



资料来源：CSOT 官网，国信证券经济研究所整理

华星光电的发展战略就是差异化，大尺寸方面进一步向超大尺寸拓展，满足日益增长的对显示面积需求的增加。另外一方面小尺寸则是向着柔性方向发展，除了大尺寸领域的 3 条高世代产线的布局，公司看准了柔性以及折叠式面板将成为未来消费电子显示的发展方向，大力进军柔性显示。

公司的 T3 第 6 代 LTPS 生产产线建设进度同样刷新了业内同等规模的建设纪录，T3 主要生产 3”~12”、400 PPI 以上高端智能手机或移动 PC 显示面板。设计月产能 30k，目前月产能超过 15k，满产后年产中小尺寸显示面板或模组约 8800 万片。公司的 T4 产线 6 代柔性 LTPS-AMOLED 线将采用柔性基板及制程。设计规划月产能 45k。预计 2020 年上半年量产。

图 4：T3 第 6 代 LTPS 产线



资料来源：CSOT 官网、国信证券经济研究所整理

图 5：T4 第 6 代柔性 LTPS-AMOLED 产线



资料来源：CSOT 官网、国信证券经济研究所整理

华星光电已成为集团最大的利润来源

华星光电自从投产以来，通过自身生产和经营能力的快速提升，在运营首年就实现了盈利，并且在发展过程之中净利润占集团利润的比重不断提升，公司已经成为集团中最赚钱的业务。

目前公司的主要在产产线良率超过 97%，产能利用率超过 90% 产销率超过 98%，主力产品涵盖 32 寸~55 寸主流 TV 面板。

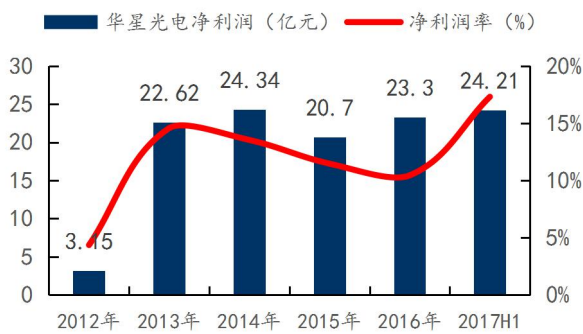
表 2：2017 年 1-3 月华星光电投片具体情况

名称	切割前			切割后			
	产能 (万大片)	实际产能(万大片)	产能利用率	产品名称	实际产量(万片)	实际销量(万片)	产销率
大片玻璃基板	85.8	80.2	93.47%	32 寸	539.1	535.26	99.29%
				49 寸	62.52	61.4	98.21%
				55 寸	214.42	213.3	99.48%
				其他尺寸	106.75	102.03	95.58%
合计	85.8	80.2	93.47%	合计	922.79	911.99	98.83%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

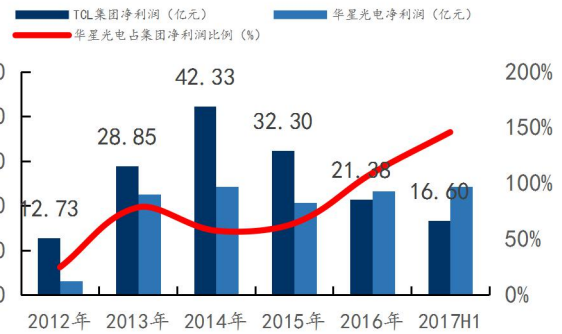
自 16 年以来，由于手机业务的亏损，华星光电的净利润已经超过集团净利润，2016 年 TCL 集团整体净利润为 21.38 亿元，其中华星光电净利润 23.3 亿元。以集团目前各事业部的盈利能力来看，华星光电已经毫无疑问地成为公司旗下最优质的资产。

图 6：华星光电净利润及净利润率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：华星净利润在集团中占比持续提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

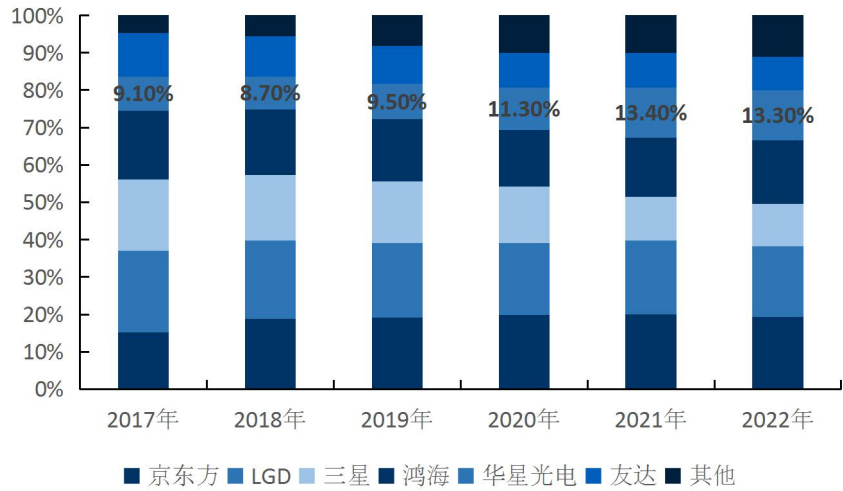
未来将大力发展面板行业，华星光电核心地位推动上市公司职能转变

面板行业作为技术不断更新升级，产能先发优势明显的行业。整个产业投资金额大，投资回报时间较长，筹资难度大。并且需要持续不断的进行投资，以争取在新技术、新产能、新产品中抢夺先机，提前树立技术、产能和市场壁垒。整个面板产业在向中国转移的过程之中，行业的投资不进则退，只有保证维持产能和技术领先优势才能在高度集中的面板行业中脱颖而出。

从群智咨询给的数据，全球高世代线（6 代及 6 代线以上不含 OLED）产能市场占有率情况来看，华星光电将在 2021 年超越三星及友达，占据 13.4% 的市场份额排名全球第四。公司已经在大尺寸面板领域树立了一定的产能优势。未来还需要在小尺寸柔性 AMOLED 以及大尺寸印刷 OLED 等领域持续投资才能在这场面板行业的“军备竞赛”中保持竞争优势。公司未来的融资需求庞大，相对国内外竞争对手，公司的强项体现在盈利能力，我们认为随着国内面板厂商积极跟进柔性 AMOLED 以及大尺寸印刷 OLED 等相关产线的投资，打通融

资渠道的华星有望成为国内唯二的覆盖大中小尺寸、全技术种类产品的面板龙头，未来有望和京东方成为中国的“三星+LG”双龙头。

图 8：全球高世代线产能的市场占有率



资料来源：群智咨询、国信证券经济研究所整理

目前在 OLED 领域公司的产能规划进度相比国内其他厂商稍有落后，面板行业投资不进则退，为了能够在 OLED 时代抢夺领先优势，华星光电的融资需求已经成为集团的当务之急。

表 3：15-20 年各大 OLED 企业生产 OLED 的年产能（万平米）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
三星	215	262	329	396	600	730	843	989
LGD	5	34	64	236	327	524	666	970
JDI	0	0	0	10	13	45	62	62
Sharp	0	0	0	2	3	52	100	100
京东方	26	31	36	36	68	117	198	279
天马	0	0	9	19	68	119	145	167
信利	0	0	0	6	24	24	24	24
华星光电	0	0	0	0	0	0	0	99
和辉光电	0	0	5	12	28	66	114	114
昆山维信诺	0	0	0	9	23	51	100	100
友达	16	16	16	16	16	16	16	16

资料来源:OLED industry, 国信证券经济研究所整理

寻求变革，掌握发展主动权

困境之下的雄鹰

TCL 集团已经在消费电子领域耕耘了 36 年，但近三年公司的销售额始终在 1000 亿左右徘徊，并且毛利空间有收窄的趋势，营业利润开始下降。公司自上至下也开始意识到变革才能掌握主动，使得企业持续发展。公司主营业务主要包括 11 (7+3+1) 个业务板块。公司正通过产业重组、非核心资产剥离或出售等方式持续优化产业架构，聚焦主导产业。

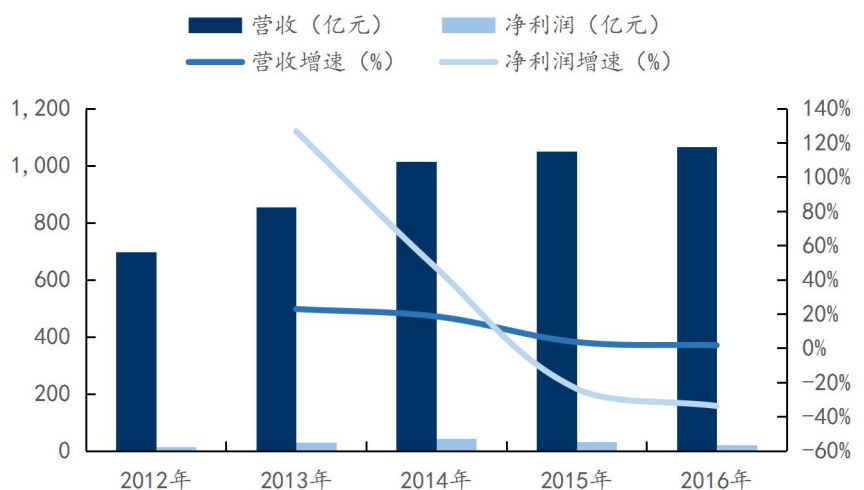
图 9：公司现有的 7+3+1 业务结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司董事长李东生在 16 年年报的致辞中明确提出，将通过业务重组和优化产业和资本结构，改善财务状况，提高资本回报率。7 月 31 日公司发布预案公告购买深圳华星光电股权至 85.71%，实际上 100% (剩余近 15% 股权为优先股) 持有深圳华星光电股权。公司半年报中明确表示计划将 TCL 集团作为华星的融资平台。近期公司以净资产价格估值转让 TCL 通讯科技 49% 的股权，公司将继续聚焦主业，调整资本结构。我们认为此次变革将是 TCL 集团重回增长的一次转折点。

图 10：公司近 5 年营收与净利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

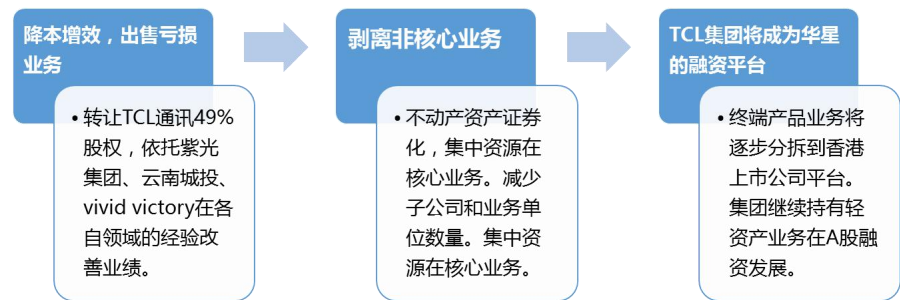
重振旗鼓，寻求解围之道

公司从 16 年底开始“减员、降本、增效”，17 年上半年管理费用同比减少 34%，人均劳效同比提高 23%。今年上半年 TCL 通讯受海外手机市场低迷态势延续、及内部组织及业务重组的阶段性影响，亏损 8.52 亿元。公司转让 TCI 通讯 49% 股份给紫光集团、云南城投、Vivid Victory。公司此次断臂求生之举，一方面是为了减少亏损压力，另一方面利用紫光集团、云南城投，Vivid Victory 在各自领域的资源布局和经验，有助于加速 TCL 通讯科技的战略调整和业务重组。力争未来逐步改善通讯业务的业绩。

除了转让亏损业务以外，公司计划逐步剥离非核心业务，聚焦主导产业，近三年来，公司将剥离非核心业务子公司 32 家，22 家企业由控股转为参股，回收资金 8.31 亿元。除此之外集团将厂房、土地等不动产择机资产证券化，剥离不动产，降低集团的资产负债率，预计两年内将完成资产结构的调整。

华星光电自达产之后，一直都是集团最重要的利润来源。华星光电分拆上市受阻后，公司转变思路计划将 TCL 集团作为华星的融资平台，终端产品逐步整合到香港上市公司平台。集团也将继续全部或大比例持有互联网应用和服务业务，销售和物流服务业务，产业金融和创投业务，商用系统业务等轻资产的业务，依托 A 股平台融资发展。

图 11：困境之中公司的解围之道



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司价值重构之路已经开启

集团股东会已经通过集团发行股份购买深圳华星光电股权至 85.71% 的方案，由于剩余股权分别由国家和广东省产业基金实际以优先股方式持有，重组获得批准后，集团将实际 100% 持有深圳华星光电股权。

根据公司公告中，中联评估出具的《资产评估报告书》，采用资产基础法评估，净资产为 403 亿元。相比之前有所增加的原因主要是：1，华星光电固定资产账面值的增加；2，长期股权投资账面价值增加；3，无形资产账面价值增加；4，流动资产账面价值增加。其中固定资产原值 455 亿元，累计折旧 149 亿元。固定资产净值为 306 亿元。

如果按照目前面板行业平均 1.8 倍 PB 来进行估算，仅华星光电对应市值就约 720 亿元左右。

表 4：面板制造公司市净率与对应市值对比

公司	最新市净率	最新总市值 (亿元)
深天马 A	2.42	342.01
华映科技	1.24	158.77
京东方 A	2.28	1,836.12
华东科技	1.25	132.26
彩虹股份	1.60	324.39
TCL 集团	2.17	514.20
平均	1.83	551.29

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

上市公司内的通讯、家电、多媒体等业务预计两年内将陆续全部转移至香港上市公司，我们对华星光电的详细产线和利润进行分拆，更好地还原华星光电的真实盈利能力。

表 5：华星光电 T1&T2 产线盈利预测

	2017 年	2018 年	2019 年
T1&T2 年度投片 (万片)	332.4	350	360
月产能	277k	292k	300k
32 寸分配产能 (万片)	132.96	140	144
切割 32 寸片数	18	18	18
32 寸总片数 (万片)	2393.28	2520	2592
均价 (元)	477	477	477
产值 (万元)	1141594.56	1202040.00	1236384.00
产值 (亿元)	114.16	120.20	123.64
55 寸分配产能 (万片)	132.96	140	144
切割 55 寸片数	6	6	6
55 寸总片数 (万片)	797.76	840	864
均价 (元)	1300	1261	1223.17
产值 (万元)	1037088.00	1059240.00	1056818.88
产值 (亿元)	103.71	105.92	105.68
43~48 寸分配产能 (万片)	23.268	24.5	25.2
切割 43~48 寸片数	8	8	8
43~48 寸总片数 (万片)	186.144	196	201.6
均价 (元)	980	931	884.45
产值 (万元)	182421.12	182476.00	178305.12
产值 (亿元)	18.24	18.25	17.83
49~52 寸分配产能 (万片)	43.212	45.5	46.8
切割 49~52 寸片数	6	6	6
49~52 寸总片数 (万片)	259.272	273	280.8
均价 (元)	1180	1121	1064.95
产值 (万元)	305940.96	306033.00	299037.96
产值 (亿元)	30.59	30.60	29.90
T1&T2 总营收 (亿元)	266.70	274.98	277.05
净利润 (亿元)	42.67	44.00	52.64
净利润率	16%	16%	19%

资料来源:国信证券经济研究所预测

我们假设 T1 和 T2 继续保持满产满销，未来两年 T2 产能进一步扩充，同时考虑到 18 年公司 T1 产线折旧完毕，19 年公司的净利润率水平将进一步提升。在 32 寸面板价格企稳，其他面板尺寸保持正常跌幅的情况下，计算 17~19 年 T1 和 T2 产线合计净利润预计为 43/44/53 亿元。

表 6：华星光电 T3&T6 产线盈利预测

武汉华星 T3	2017 年	2018 年	2019 年
年度投片 (万片)	18	30	36
月产能	15k	25k	30k
切割 5.5 寸片数	290	290	290
5.5 寸面板总片数 (万片)	5220	8700	10440
5.5 寸 LTPS 均价 (元)	90	87.3	84.681
产值 (万元)	469800	759510	884069.64
产值 (亿元)	46.98	75.95	88.41
净利润 (亿元)	0.00	5.32	7.07
净利润率 (%)	0.00%	7.00%	8.00%
深圳华星 T6	2017 年	2018 年	2019 年
年度投片 (万片)	0	0	48
月产能			40k
切割 65 寸片数			8
65 寸总片数 (万片)			384
单价 (元)			2000
产值 (万元)			768000
产值 (亿元)			76.8
净利润 (亿元)			6.14
净利润率 (%)			8.00%

资料来源:国信证券经济研究所预测

武汉华星 T3 LTPS 产线目前月产能约为 20k，预计年底将满产，由于目前依然处于良率和产能爬坡期，预计 17 年保持盈亏平衡，18 年产品验证顺利通过后，将有望盈利。T6 产线预计 19 年一季度投产，考虑到面板价格稳定降价，公司产能顺利提升的前提下。我们计算 T3 和 T6 的 17~19 年净利润为 0/5/13 亿元。本次收完完毕深圳华星光电员工持股平台所持有的股份后，集团直接或间接持有深圳华星 (T1&T2)、武汉华星 (T3)、深圳华星半导体 (T6) 的 85.71%、39.95%、51.76% 的股权，考虑到深圳华星光电剩余股权分别由国家和广东省产业基金实际以优先股方式持有，在重组获得证券监管部门批准后，集团将实际 100% 持有深圳华星光电股权，形成更有效率和竞争力的半导体显示产业集群。

我们预计 17~19 年华星光电整体总利润为 42.67/49.32/65.85 亿元。

盈利预测

考虑到公司已经转让 TCL 通讯 49% 的股权，及时止血亏损业务。随着未来集团体内资产的进一步整合，我们认为公司将成为一家半导体显示公司，其整个估值体系将重构。再不考虑其他业务的前提下，仅按照华星光电 400 亿净资产计算，公司的 PB 浮动 1.8~2.2 倍来考虑，公司的合理估值应为 720~880 亿元。我们认为如果未来两年内公司资产结构整合完毕，公司市值有望站上 800 亿，目前公司发行股本收购华星光电近 10% 的股份后，摊薄后总股本 135 亿股，备考市值 568 亿，对应有 40% 以上的空间，合理估值 5.9 元。

风险提示

- 产能过剩使得面板价格大幅下跌。
- 集团的终端业务剥离进度不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	FALSE	2019E
现金及现金等价物	26395	28000	28000	28000	营业收入	106618	123025	137080	149463
应收款项	23476	26964	30045	32759	营业成本	88470	101680	112821	121380
存货净额	12825	14508	16055	17205	营业税金及附加	506	578	644	688
其他流动资产	11371	13533	6854	7473	销售费用	9628	10457	11652	12405
流动资产合计	75922	84505	82353	86737	管理费用	8492	8226	9043	9668
固定资产	46368	48630	49967	51543	财务费用	816	1584	1633	1565
无形资产及其他	4755	4280	3804	3329	投资收益	2346	2200	2500	2500
投资性房地产	8552	8552	8552	8552	资产减值及公允价值变动	(869)	(700)	(700)	(500)
长期股权投资	11539	15339	19139	22939	其他收入	(53)	0	0	0
资产总计	147137	161306	163815	173100	营业利润	129	2000	3087	5757
短期借款及交易性金融负债	15791	24518	18876	21514	营业外净收支	2668	2800	3000	3000
应付款项	21440	23740	26271	28153	利润总额	2797	4800	6087	8757
其他流动负债	30062	32056	35494	38017	所得税费用	659	960	1217	1751
流动负债合计	67293	80315	80641	87684	少数股东损益	535	1022	502	1511
长期借款及应付债券	28141	28141	28141	28141	归属于母公司净利润	1602	2818	4367	5495
其他长期负债	5956	6206	6456	6706					
长期负债合计	34097	34347	34597	34847					
负债合计	101390	114662	115238	122531					
少数股东权益	22982	22471	22220	21464					
股东权益	22765	24174	26358	29105					
负债和股东权益总计	147137	161306	163815	173100					

现金流量表 (百万元)				
	2016	2017E	FALSE	2019E
净利润	1602	2818	4367	5495
资产减值准备	387	59	42	33
折旧摊销	5249	6454	7397	8366
公允价值变动损失	869	700	700	500
财务费用	816	1584	1633	1565
营运资本变动	4814	(2730)	8312	204
其它	(705)	(570)	(293)	(788)
经营活动现金流	12216	6731	20525	13810
资本开支	(13274)	(9000)	(9000)	(10000)
其它投资现金流	(1695)	356	100	100
投资活动现金流	(18552)	(12444)	(12700)	(13700)
权益性融资	11219	0	0	0
负债净变化	8698	0	0	0
支付股利、利息	(2556)	(1409)	(2184)	(2747)
其它融资现金流	(6113)	8727	(5642)	2637
融资活动现金流	17391	7318	(7825)	(110)
现金净变动	11054	1605	0	(0)
货币资金的期初余额	15340	26395	28000	28000
货币资金的期末余额	26395	28000	28000	28000
企业自由现金流	(3576)	(3609)	9045	2829
权益自由现金流	(991)	3851	2097	4214

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.13	0.21	0.32	0.41
每股红利	0.21	0.10	0.16	0.20
每股净资产	1.86	1.79	1.95	2.15
ROIC	0%	3%	3%	6%
ROE	7%	12%	17%	19%
毛利率	17%	17%	18%	19%
EBIT Margin	0%	2%	2%	4%
EBITDA Margin	4%	7%	8%	9%
收入增长	2%	15%	11%	9%
净利润增长率	-38%	76%	55%	26%
资产负债率	85%	85%	84%	83%
息率	5.0%	2.8%	4.3%	5.4%
P/E	31.7	20.0	12.9	10.2
P/B	2.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	31.9	20.0	16.6	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10% 以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫薇 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 18681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzw@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		