

TCL 集团 (000100)

证券研究报告

2018 年 12 月 11 日

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

1. TCL 集团旗下核心资产-华星光电，国际一流的面板生产企业

TCL 创立于 1981 年，历经 37 年发展，TCL 已成为全球化的智能产品制造及互联网应用服务企业集团。TCL 集团现有业务结构主要由家电、通讯、多媒体、华星光电及金融组成。2017 年公司实现净利润 35.45 亿元，其中华星光电是主要的利润来源，2017 年华星光电实现 48.61 亿净利润。华星光电液晶电视面板出货量居全球第五位，32 寸液晶面板产品市场占有率居全球第二，55 寸产品出货量国内第一，未来产能开出，将在原有产能上实现较大增长，在全球拥有较强的竞争力。

2. 大屏场景社交化趋势显著，需求量和平均尺寸持续增加

大屏社交属性显现，社交参与人数多寡决定屏幕尺寸。大尺寸面板下游应用领域主要是电视领域，在未来家庭互联网发展趋势下，电视机将作为家庭互联网入口，作为核心的中枢设备；其大屏的属性，将可以承载，视频通话、互动游戏的社交内容，带来很好的需求。此外，在教育及办公方面，由于大屏面板带来的广视角及交互方式，很好的为师生互动、员工交流带来了便利，随着渗透率的提高，也带动了大尺寸面板的需求提升。

3. 大尺寸 LCD 景气周期：或已到周期底部，韩厂减产有望改善供需格局

上一轮面板景气周期上行的拐点由三星在 2016Q2 关闭 L7 产线启动，涨价持续到 17Q2 景气顶点，随后进入 4 个季度跌价周期，2018 年 Q2 面板价格触底，Q3 价格全面反弹。未来需求方面 TV 持续大尺寸化以及非 TV 应用需求不断增加，供给方面，按照现有各家大厂的规划，大尺寸面板新产能持续增加，但由于国际贸易环境以及国内经济去杠杆影响，我们预计后续生产线建设的进度可能会延后，在旧产能方面，韩国厂商将有部分旧产能关停/转产，旧产线的退出将是 2019 年供需改善的重要变量。因此我们对未来 3 年左右面板供需格局持相对乐观观点，2019 年下半年有望迎来面板供需拐点

4. 剥离家电等终端业务，聚焦半导体显示产业

TCL 集团现有业务涵盖半导体显示及材料、智能终端产品和新兴业务三个领域，公司资金和资源所重点投入的半导体显示及材料业务，与其他业务在商业模式和经营管理方式上差异很大，其资本、技术密集的产业属性决定竞争优势的建立需要持之以恒的专注和充足的资源投入。因此公司通过剥离家电、通讯和多媒体业务，集中资源发展半导体显示产业。

5. 投资建议

重组前，我们给予盈利预测为 18-20 年净利润为 34.52/41.48/50.30 亿元；

假设重组成功，我们给予备考的盈利预测为 18-20 年营收分别为 610/720/805 亿元；归母净利润分别为 33/42/52 亿元。我们估算公司总估值（华星光电+产业金融+47.6 亿现金）为 541.6 亿元。

风险提示：提前偿付风险，标的估值风险，交易审批风险、资金拆解风险，终端需求不及预期，关联购销风险，标的资产担保风险，重组暂停或终止风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	106,617.86	111,727.44	111,392.26	112,951.75	114,758.98
增长率(%)	1.66	4.79	(0.30)	1.40	1.60
EBITDA(百万元)	6,266.10	11,421.37	7,976.43	8,707.90	10,003.10
净利润(百万元)	1,602.13	2,664.40	3,452.02	4,147.60	5,029.80
增长率(%)	(37.59)	66.30	29.56	20.15	21.27
EPS(元/股)	0.12	0.20	0.25	0.31	0.37
市盈率(P/E)	20.38	12.26	9.46	7.87	6.49
市净率(P/B)	1.43	1.10	1.04	0.98	0.91
市销率(P/S)	0.31	0.29	0.29	0.29	0.28
EV/EBITDA	11.52	7.91	8.01	7.04	5.38

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	2.41 元
目标价格	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)	11,727.93
A 股总市值(百万元)	32,654.65
流通 A 股市值(百万元)	28,264.31
每股净资产(元)	2.21
资产负债率(%)	68.52
一年内最高/最低(元)	4.21/2.27

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-季报点评:通讯实现扭亏为盈，彩电业务稳健增长》 2018-10-30
- 2 《TCL 集团-半年报点评:通讯业务显著减亏，彩电业务成增长亮点》 2018-08-30
- 3 《TCL 集团-公司点评:18H1 业绩预告点评：华星光电经营稳健，彩电业务为成长亮点》 2018-07-13

内容目录

1. TCL 集团和华星光电	5
1.1. TCL 基本情况	5
1.1.1. 产品结构：聚焦半导体显示产业，加速推进资产剥离	6
1.1.2. 财务情况：业绩恢复高增长，经营性现金流逐步优化	7
1.2. 重要子公司：华星光电，国际一流的液晶面板生产企业	9
1.2.1. 产品结构：大尺寸面板布局完善，技术适用高端产品	9
1.2.2. 财务情况：规模稳步增加，成主要盈利来源	11
2. 大屏场景社交化趋势显著，需求量和平均尺寸持续增加	12
2.1. 场景一：家庭互联网生态逐步成熟，驱动 TV 需求	13
2.1.1. 视频通话、互动游戏，电视社交趋势化明显	14
2.1.2. 家庭物联网入口价值凸显，科技巨头涌入	16
2.1.3. 内容-电视-用户，形成闭环生态链	17
2.1.4. 消费需求催生，液晶电视尺寸不断变大	19
2.2. 场景二：教育白板，教育信息化持续投入升级	19
2.3. 场景三：办公会议系统，交互效率提升，平板取代投影大趋势	22
2.4. 其他：医学、电竞、多屏等场景多点开花	23
2.4.1. 医院呈现数字、智能化，医疗平板逐步投入使用	23
2.4.2. 电子竞技发展迅速，大尺寸面板新增量	24
2.4.3. 终端大厂发力，推动多终端数据共享	25
3. 大尺寸 LCD 景气周期：或已到周期底部，韩厂减产有望改善供需格局	26
3.1. 面板行业周期性明显，产能增减决定行业景气度	26
3.2. 当下供需关系讨论	27
4. TCL 剥离非核心业务，聚焦半导体显示产业	29
4.1. 交易背景、目的及方案	29
4.2. 初步完成战略转型，集中发展半导体显示产业	31
4.3. 企业资本结构改善，持续发展能力增长	32
5. 估值分析	33

图表目录

图 1：公司 2017 年营收占比情况	6
图 2：TCL 计划将产业调整为以下三大业务群	6
图 3：华星光电业务占比逐年提升（亿元）	8
图 4：2017 年公司毛利构成（亿元）	8
图 5：2017 年 TCL、华星光电净利润对比（亿元）	8
图 6：公司经营性现金流良好且逐年优化（亿元）	8
图 7：公司分红率及股息率情况	8
图 8：华星光电 2017-2018 年大事记	9

图 9: 华星光电营收规模增长	11
图 10: 华星光电 EBITDA 情况 (亿元)	11
图 11: 华星光电成为主要的盈利来源	11
图 12: 华星光电 2017 年毛利率高于整体毛利率	11
图 13: 社交参与人数决定了显示屏幕的大小	12
图 14: 55 寸液晶电视面板价格 (美元)	13
图 15: 互联网三阶段	13
图 16: 电视, 家庭互联网入口。	14
图 17: 家庭互联网趋势	14
图 18: 电视游戏让一家人齐聚一堂	15
图 19: 电视发挥良好的社交属性	15
图 20: 视频通话, 大屏电视社交应用新场景	16
图 21: 智能电视生态	18
图 22: 电视生态引发行业创新	19
图 23: 2013-2017 液晶电视平均尺寸 (寸)	19
图 24: 教育白板应用场景	20
图 25: 2017 年电子白板下游应用情况	20
图 26: 传统教学黑板将被替代	20
图 27: 全球智能交互显示产业保持高速增长趋势	21
图 28: 国家财政性教育经费逐年递增	21
图 29: 多人同屏互动	22
图 30: 远程视频	22
图 31: 中国会议时长全球第一, 主要以公司会议为主	22
图 32: 2018 年中国会议平板市场将继续保持高速增长	23
图 33: 电子竞技高速增长	24
图 34: 电子竞技高速增长	24
图 35: 三星 Dex	25
图 36: 苹果专利	25
图 37: 多屏数据共享驱动大屏使用性能	25
图 38: 未来硬件发展与更新换代, 唯有屏幕是不替代的	26
图 39: 2015-2018 年 32 寸面板历史价格图 (美元)	26
图 40: 2016Q2 三星退出 L7, 开启涨价周期	27
图 41: 全球电视机出货量情况 (千台)	27
图 42: 大尺寸面板成本持续下降, 推动 TV 平均尺寸持续提升	27
图 43: 未来大尺寸面板产能布局情况 (KK)	28
图 44: 2017-2019 年产能退出/转产情况	28
图 45: 大尺寸面板未来趋势 (基于产能退出情况下)	29
图 46: 交易背景	30
图 47: 交易目的	30
图 48: TCL 集团剥离资产	31
图 49: 公司业务结构 (变更前)	32

图 50: 公司业务结构 (变更后)	32
图 51: 2017 年公司财务指标	32
图 52: 2017 年公司财务指标 (亿元)	32
图 53: 2018H1 公司财务指标	33
图 54: 2018H1 公司财务指标 (亿元)	33
图 55: TCL ROE 高于同业对手	33
图 56: 2017 年华星光电净利率率高于同业对手	33
表 1: TCL 发展历程	5
表 2: TCL 十大股东 (截至 2019.9.30)	5
表 3: 半导体显示业务群情况	6
表 4: 智能终端业务群情况	7
表 5: 新兴业务群情况	7
表 6: 华星光电产线布局完善	9
表 7: 目前全球大屏面板产线汇总	10
表 8: 华星光电 VA 技术更适用于大尺寸产品	11
表 9: 2018 世界杯驱动电视出货量 (2018H1) (万台)	12
表 10: 大尺寸面板终端需求	13
表 11: 2018H1 十大电视机品牌排行榜	16
表 12: 各类电视品牌相关信息	16
表 13: 智能电视操作系统以安卓系统为主	17
表 14: 电视操作系统优劣势	18
表 15: 学生人数、教室面积与教育白板面积成正相关	21
表 16: 远程协作、无线传屏, 会议平板提升效率	22
表 17: 主流会议平板品牌规格多样化	23
表 18: 医疗白板使用场景	23
表 19: 医疗白板对应尺寸	24
表 20: 电竞显示器尺寸大于传统 PC	24
表 21: 电竞显示器空间测算	25
表 22: HUAWEI SHARE 技术演进	26
表 23: 交易方案	29
表 24: TCL 控股股权结构	31
表 25: 同业估值情况	33
表 26: 同业估值情况	34

1. TCL 集团和华星光电

1.1. TCL 基本情况

TCL 创立于 1981 年，历经 37 年发展，TCL 已成为全球化的智能产品制造及互联网应用服务企业集团。多年来，公司持续创新和变革，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，通过全球化的运营实现资源的优化配置，通过消费电子垂直一体化布局实现运营效率的不断提升。

表 1: TCL 发展历程

时间	历史事件
1981	在惠阳地区机械局电子科的基础上，组建惠阳地区电子工业公司，开始 TCL 集团的早期创业。
1985	TCL 兴办中港合资的“TCL 通讯设备有限公司”
1989	TCL 电话机产销量跃居全国同行业第一名并一直名列前茅
1995	TCL 集团公司改组，下设“通讯”、“电子”、“云天”三大集团。
1997	TCL 集团公司调整企业结构，撤消三个专业集团，重组为 TCL 集团有限公司
2000	TCL 跻身中国电子百强三强之一
2004	TCL 集团在深圳证券交易所正式挂牌上市
2005	TCL 彩电销量雄居全球首位
2007	多媒体、通讯、家电、部品四大产业集团以及房地产与金融投资业务群、物流与服务业务群共六大业务单元构成 TCL 全新阵容。
2009	深圳市第 8.5 代薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）生产线正式启动。同时，深圳市华星光电技术有限公司也宣布正式成立。
2012	深圳华星光电成为国际一流的、海峡两岸产能最大的 8.5 代液晶面板线。
2013	TCL 多媒体成功分拆 AV（音频视频）产品业务，通力电子控股有限公司（1249.HK）在香港联交所主板上市，成为 TCL 集团第四家上市公司
2014	TCL 集团发布互联网转型时代下全新的转型战略——“智能+互联网”与“产品+服务”的“双+”战略，以互联网思维全面构建 TCL 集团的战略转型和新商业模式，重新定义 TCL 集团以用户为中心的新价值观和愿景。
2018	集中发展半导体显示业务，逐步剥离非显示板块业务

资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司股权结构呈现出地方国资+民营资本混合所有且股权较为分散特点，公司目前无实际控制人，截至 2018 年 9 月底，公司董事长李东升先生及一致行动人（东兴华瑞、九天联成）共持股 11.1%，是公司第一大股东，湖北省长江合志汉翼股权投资基金合伙企业(有限合伙)和惠州市投资控股有限公司是公司重要的产业投资和国资背景股东，分别持股 7.82%、6.48%。公司前十大股东股权合计占总股本比例为 37.93%。

表 2: TCL 十大股东（截至 2019.9.30）

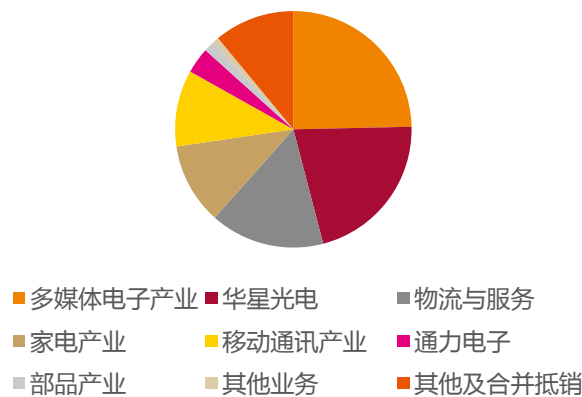
股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
湖北省长江合志汉翼股权投资基金合伙企业(有限合伙)	105,995.03	7.82
惠州市投资控股有限公司	87,841.97	6.48
李东升	63,827.37	4.71
北京紫光通信科技集团有限公司	48,446.89	3.58
新疆东兴华瑞股权投资合伙企业(有限合伙)	45,266.03	3.34
新疆九天联成股权投资合伙企业(有限合伙)	40,889.95	3.02
中国证券金融股份有限公司	37,323.16	2.75
国开创新资本投资有限责任公司	32,068.52	2.37
广东省广新控股集团有限公司	31,683.47	2.34
中央汇金资产管理有限责任公司	20,645.65	1.52
合计	513,988.04	37.93

资料来源：Wind、天风证券研究所

公司实现千亿级营收规模，其中 TV 业务、显示面板业务和家电产品业务等贡献主要收入。

根据公司 2017 年年报，公司 2017 年实现营业总收入 1117 亿元，其中多媒体业务（TV）收入 353 亿元，收入占比 25%，华星（显示面板）收入 305 亿元，收入占比 21%，家电产品 159 亿元，收入占比 11%。

图 1：公司 2017 年营收占比情况

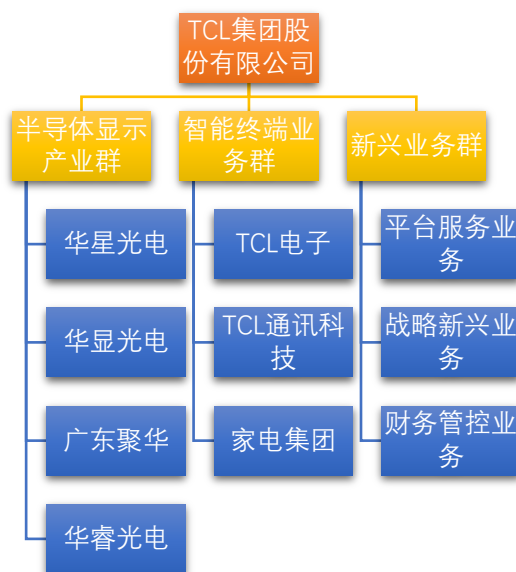


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.1.1. 产品结构：聚焦半导体显示产业，加速推进资产剥离

聚焦半导体显示产业，加速推进资产剥离。2018 年，公司集团加速推进产业架构调整，进一步聚焦半导体显示产业与智能终端产业两大核心主业，并基于技术创新和商业模式创新，围绕主业和集团核心能力开拓新的业务领域。集团主要产业将相应调整为以下三大业务群：

图 2：TCL 计划将产业调整为以下三大业务群



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1、 半导体显示业务群：包括华星光电、华显光电（0334.HK） 以及与半导体显示业务相关的新技术和新业务布局。

表 3：半导体显示业务群情况

公司	近况
华星光电	实现销售收入 121.4 亿元，实现息税折旧摊销前利润（EBITDA）41.13 亿元。
华显光电	受全球智能手机需求不振、部分零部件紧缺以及个别客户产品策略调整等因素影响，华显光电产品销量同比下滑，报告期内实现销售收入 12.6 元，同比下降 15.6%。
广东聚华	成功研制 31 寸的印刷 OLED 显示和 5 寸的印刷量子点(QLED)显示，完成 5 寸超高分辨率印刷 AMOLED

显示样机开发，是目前采用印刷技术完成的最高分辨率显示器件。

华睿光电 华睿光电基于蒸镀工艺的绿色和红光材料已向厂商送样测试，新材料研发工作正在有序推进。

资料来源：2018 半年报、天风证券研究所

2、智能终端业务群：包括 TCL 电子 (1070.HK) (包括商用显示业务)、TCL 通讯科技、家电集团、以及包括智能家居等与消费电子终端相关的新业务布局。

表 4：智能终端业务群情况

公司	近况
TCL 电子	销售收入同比增长 14.2%至 171.5 亿元 (210.5 亿港元)，归母净利润同比大幅增长 237.5%至 4.68 亿元 (5.72 亿港元)，累计实现液晶电视销量 1,351.0 万台 (含商用显示器)，同比增长 37.8%。
TCL 通讯科技	受市场竞争加剧及主动变革调整的影响，TCL 通讯科技实现产品销量 1,370.5 万台，销售收入 46.6 亿元，同比下降 32.1%
家电集团	实现销售收入 106.3 亿元，同比增长 15.2%。

资料来源：2018 半年报、天风证券研究所

3、新兴业务群：统筹管理集团平台服务业务、战略新兴业务、及财务管控业务。

表 5：新兴业务群情况

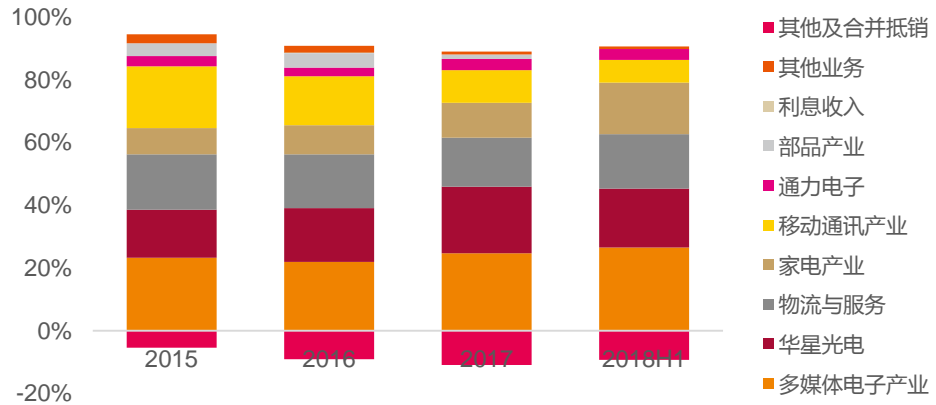
业务	简述
财务公司	财务公司定位于向集团内产业和成员企业提供资金支持和管理支撑，并承担集团资产运营效率提升和风险管控职能。
平台服务业务	供应链金融科技业务以“简单汇”平台为依托，对内深耕 TCL 产业圈，向外提升业务输出能力，致力于为产业链合作伙伴特别是中小企业伙伴提供优质便捷的应收账款融资服务。
产业园	从事厂房、土地等不动产业务的资产管理，以及产业园相关业务和配套服务，通过专业化的运营提高产业资本收益率，改善集团整体资产负债率。
家庭互联网应用与服务业务	智能网络电视终端运营的累计激活用户已达 2,735 万，日均活跃用户数注 1 为 1,281 万，日均开机时长 5.15 小时。报告期内，雷鸟网络科技实现运营收入 1.26 亿，同比增长超过 3 倍。
战略新兴业务	移动互联网应用与服务业务
科天智慧云	公司移动互联网应用平台累计激活用户数已达 4.28 亿，活跃用户数已达 1.1 亿，同比增长 70.87%。伴随用户规模和单用户变现效率的提升，报告期内，移动互联网应用与服务业务实现收入 1.02 亿元。
工业互联网与智能制造	科天云在企业级客户积累和自有产品研发及推广上取得突破，智能客服业务——天客云快速发展，智能视频业务顺利起步，营业收入大幅提升。
通力电子	集团整合内部相关资源，设立格创东智科技有限公司，以中国领先的行业级工业互联网平台为战略愿景。
翰林汇	通力电子实现销售收入 22.7 亿元，同比增长 26.5%，实现净利润 0.7 亿元。
财务管控业务	奥鹏教育
奥鹏教育	实现销售收入 70.8 亿元，净利润 1.0 亿元
创投及财务投资业务	互联网 IT 职业教育平台注册用户同比增长 35.4%，用户规模达 1,314 万人，行业排名第一。
	TCL 创投管理的基金规模为 101.35 亿元人民币，重点投资于新材料、新能源、大消费及高端制造行业。

资料来源：2018 半年报、天风证券研究所

1.1.2. 财务情况：业绩恢复高增长，经营性现金流逐步优化

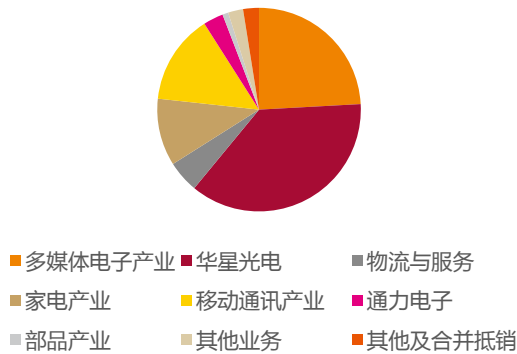
从收入结构来看，华星光电作为公司面板业务的重要公司，业务占比逐年提升，从 2015 年的 17.19%提升至 2018H1 的 23.10%。从毛利和净利润构成看，华星光电是公司主要盈利来源：2017 年公司毛利润 230.64 亿元，其中华星光电毛利润 84.96 亿元，占比 36.84%；2017 年公司归母净利润 26.64 亿元，华星光电归母净利润 48.62 亿元。

图 3：华星光电业务占比逐年提升（亿元）



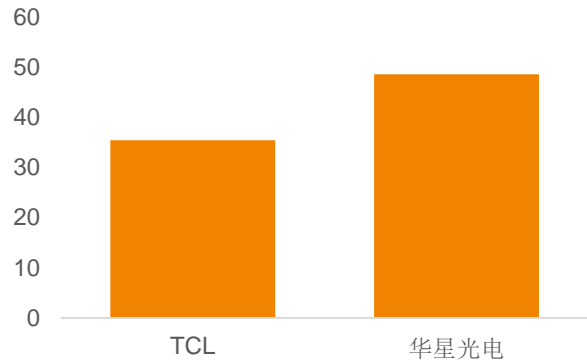
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：2017 年公司毛利构成（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

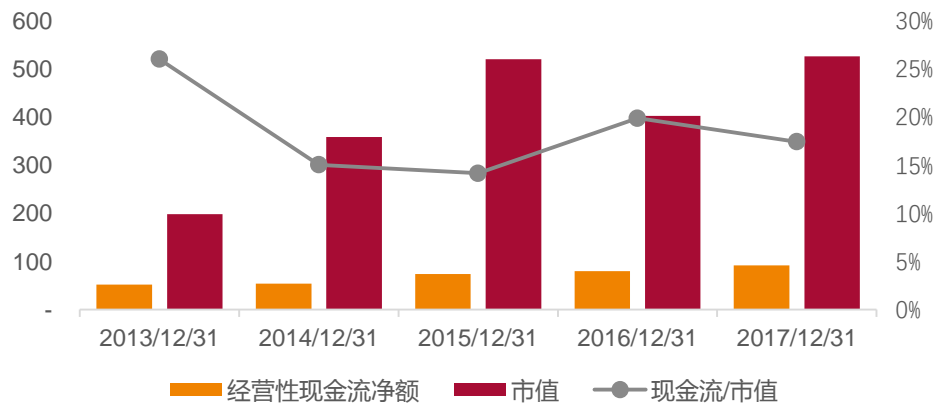
图 5：2017 年 TCL、华星光电净利润对比（亿元）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

经营性现金流长期保持良好状态，经营性现金流/市值比例良好。近四年公司经营性现金流长期保持良好状态，公司良好的现金流将有利于公司进行短中长期业务布局。

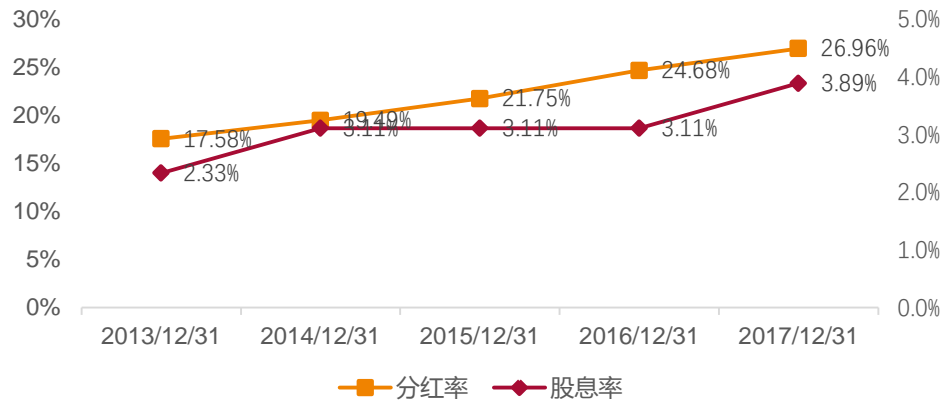
图 6：公司经营性现金流良好且逐年优化（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

投资价值逐年提升，公司股息率、分红率处于行业高水平。公司自 2013 年以来，分红率呈现稳定增长趋势，由 17.58% 增长至 26.96%，股息率从 2.33% 提升至 3.89%，公司股息率与分红率皆处于同业较高水平。

图 7：公司分红率及股息率情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

1.2. 重要子公司：华星光电，国际一流的液晶面板生产企业

深圳市华星光电技术有限公司（简称华星光电）是 2009 年 11 月 16 日成立的国家级高新技术企业，公司注册资本 183.42 亿元，总部坐落于深圳市光明新区高新技术产业园区。华星光电成立以来，依靠自组团队、自主建设、自主创新经营持续向好，经营效率处于同行业领先水平，形成了在全球平板显示领域的竞争优势。

图 8：华星光电 2017-2018 年大事记

<p>2017-03-31</p> <p>武汉华星6代LTPS-AMOLED项目签约</p>	<p>2017-04-28</p> <p>第11代线新型电子显示玻璃项目正式开工</p>	<p>2017-05-02</p> <p>模组整机一体化智能制造基地动工建设</p>	<p>2017-06-13</p> <p>第6代柔性LTPS-AMOLED生产线光谷</p>	<p>2017-11-24</p> <p>华星光电高世代模组项目主体厂房封顶</p>
<p>G11项目主厂房及玻璃厂房提前封顶</p> <p>2017-11-29</p>	<p>第6代可折叠显示屏工厂提前封顶</p> <p>2017-12-28</p>	<p>华星光电G11项目首台自动化设备搬入</p> <p>2018-03-30</p>	<p>华星光电高世代模组项目顺利投产</p> <p>2018-06-12</p>	<p>t4首台曝光机搬入暨誓师大会盛大举行</p> <p>2018-07-20</p>

资料来源：华星光电官网、天风证券研究所

1.2.1. 产品结构：大尺寸面板布局完善，技术适用高端产品

华星光电作为全球重要的面板厂商，产线布局完善，覆盖 TV、手机和 PC 等领域，随着 2017 年 8 月，公司收购其 10.04% 的股权，公司直接持有华星光电 85.71% 的股权。根据华星光电官网，t7 产线于 2018 年 5 月 22 日正式签约，总投资 426.8 亿，设计产能 90K。与 t6 项目相比，t7 项目提高了 OLED 产品比重，增配了印刷显示技术，产品以 8K 高附加值为主，以弥补中国大陆在 8K、OLED 产品的市场空缺。

表 6：华星光电产线布局完善

产线	代线	材质	定位	投资额 (亿元)	量产时间	当前产能 (万片/)	主要规格	地区
----	----	----	----	----------	------	------------	------	----

							月)		
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	
T7	11代	AMOLED	AMOLED 显示屏	426.8	-	9 (设计产能)	65+寸	深圳	

资料来源：华星光电官网、天风证券研究所

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，华星光电面板出货量全球持续处于第一梯队，根据公司半年报，2018H1 华星光电出货量排在全球第五。32 寸液晶面板产品市场占有率居全球第二，55 寸面板产品出货量国内第一、全球第二，对国内一线品牌客户 TV 面板出货量第一。以下是主要几家大厂的产能布局情况对比。

表 7：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	13-Aug	a-Si	125
	SEC Tangjong L7-2	7.0G	LCD	6-Jan	a-Si	170
	SEC Tangjong L8-1	8.0G	LCD	7-Aug	a-Si	195
	SEC Tangjong L8-2	8.0G	LCD	9-May	a-Si	162
LGD	LGD 广州 1	8.0G	LCD	14-May	a-Si	100
	LGD 广州 2	8.0G	LCD		a-Si	90
	LGD Paju P8	8.0G	LCD	9-Mar	a-Si	279
	LGD Paju P9	8.0G	LCD		a-Si/Oxide	70
	LGP Paju P7	7.0G	LCD	6-Jan	a-Si	210
	SHP Sakai 1	10.0G	LCD+AMOLED	9-Aug	a-Si	72
友达光电	AUO 台中 L7A	7.0G	LCD	6-Nov	a-Si	90
	AUO 台中 L7B	7.0G	LCD	9-Jun	a-Si	85
	AUO 台中 L8A	8.0G	LCD	9-Jun	a-Si	48
	AUO 台中 L8B	8.0G	LCD	11-Apr	a-Si	67
		8.0G	LCD	12-Sep	a-Si/IGZO	10
群创光电	CMO 高雄 Fab8	8.0G	LCD	10-Feb	a-Si	70
	CMO 高雄 Fab8_B	8.6G	LCD	10-Feb	a-Si	40
	CMO 台南 Fab7	7.0G	LCD	7-May	a-Si	140
京东方	BOE 北京 B4	8.0G	LCD	11-Sep	a-Si	140
	BOE 合肥 B5	8.0G	LCD	13-Nov	a-Si/IGZO	72
	BOE 重庆 B8	8.0G	LCD	14-Dec	a-Si/Oxide	145
	BOE 福清 B10	8.0G	LCD	16-Dec	a-Si	130
	BOE 合肥 B9	10.5G	LCD	17-Aug	a-Si/Oxide	80
华星光电	TCL 深圳 1	8.0G	LCD	11-Oct	a-Si	150
	TCL 深圳 2	8.0G	LCD+AMOLED	16-Mar	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

资料来源: DisplaySearch、天风证券研究所

华星光电具备优秀的出货能力, 产能表现逐步稳定提升。借力 TCL, 华星光电参与了面板制造、电视品牌及制造, 音视频产品制造, 手机品牌及制造等生产环节, 总的来说, 华星光电拥有国内完整的上下游协同的产业链, 目前华星光电 T6、T7 正在建设中, 主要规格在 65 寸以上。

技术优势, 更适用于超大尺寸、高端 TV 产品。华星光电在 G8.5 / G11 使用 VA 技术, 更适用大尺寸产品, 目前高端的电视品牌主要应用 VA 技术的大尺寸面板。

表 8: 华星光电 VA 技术更适用于大尺寸产品

显示技术	VA	IPS
大尺寸	适合大尺寸 TV 显示应用	大尺寸应用漏光问题严重
中小尺寸	软屏, 触摸水波纹; 小尺寸应用开口率受限	硬屏, 触摸屏应用; 适合高解析度的监视器/笔电/平板/收集应用
显示视角	视角略弱, 需 8 Domain 改善	侧视角视角好
显示漏光	无漏光问题	暗态不够暗, 大尺寸容易漏光
制程要求	驱动荷载重, 4K/8K 高解析度、120Hz 高刷新率应用需 Cu/Cu	驱动荷载轻, Al/Al 或 Cu/Al 制程即可满足

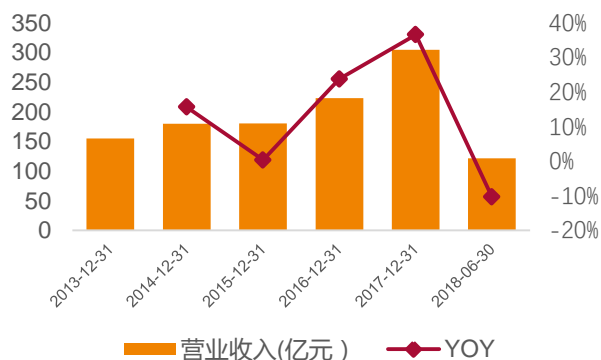
资料来源: 天风证券研究所整理

1.2.2. 财务情况: 规模稳步增加, 成主要盈利来源

产能、营收规模逐年增长,。华星光电作为公司最重要的子公司, 自 2013 年以来, 营收规模从 155.31 亿元 (2013 年) 增长至 304.75 亿元 (2017 年), 年复合增长率为 18.35%。

营收、毛利逐年提升, 成为公司主要盈利来源。华星光电自 2015 年来毛利润占集团总毛利润比例逐年提升, 从 2015 年的 14.60% 提升至 2017 年 36.84%, 截至 2017 年底, 华星光电实现毛利 84.96 亿元, 成为公司的主要盈利来源。

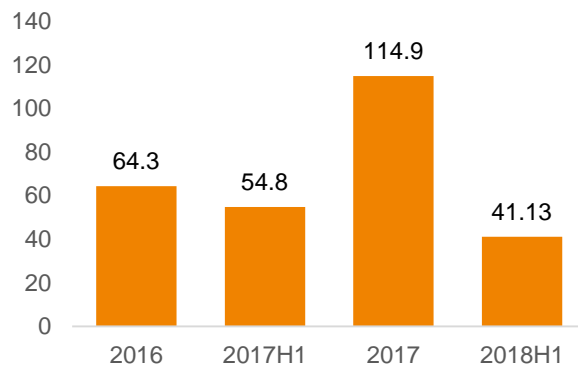
图 9: 华星光电营收规模增长



资料来源: Wind、天风证券研究所

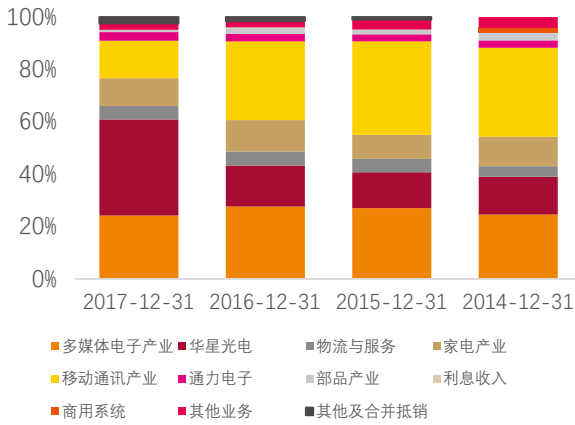
图 11: 华星光电成为主要的盈利来源

图 10: 华星光电 EBITDA 情况 (亿元)

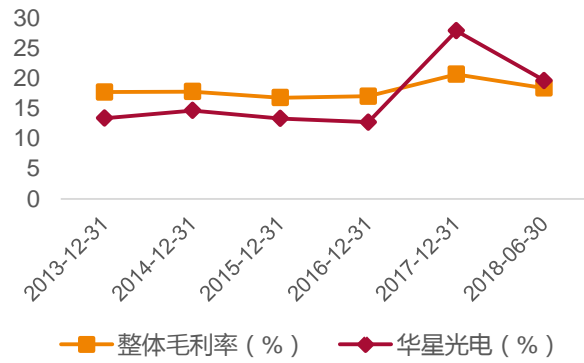


资料来源: 公司历年报告、天风证券研究所

图 12: 华星光电 2017 年毛利率高于整体毛利率



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

2. 大屏场景社交化趋势显著, 需求量和平均尺寸持续增加

大屏社交属性显现, 社交参与人数多寡决定屏幕尺寸。社交是人们运用一定的方式(工具)传递信息、交流思想意识, 以达到某种目的的社会各项活动。在社交活动中, 显示屏作为图像、文字的承载体, 显现了一定的社交属性。并且, 在社交活动中, 参与的人数一定程度上决定了显示屏的尺寸大小。

图 13: 社交参与人数决定了显示屏幕的大小



资料来源: 天风证券研究所整理

爆款影视、赛事内容催生社交活动, 线下观影需求驱动电视机出货量。以 2018 年世界杯为例, 根据央视广告经营管理中心, 2018 年世界杯收视率相比 2014 年巴西世界杯, 揭幕战收视率达 4.43%, 相比翻倍。世界杯作为四年一次的全球体育赛事, 直接催生了大量的团体线下观赛, 促进了电视机、啤酒等相关产业的需求增长。根据群智咨询数据显示, 2018 年上半年全球平板电视出货量为 1.06 亿台, 同比增长了 7.3%。

表 9: 2018 世界杯驱动电视出货量 (2018H1) (万台)

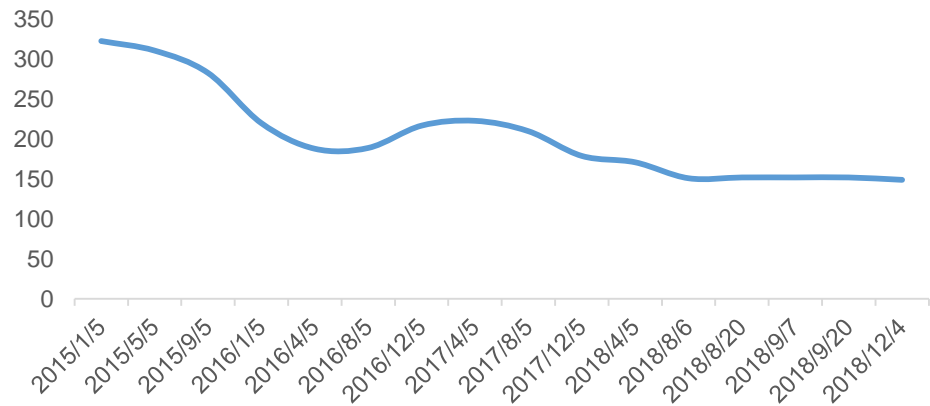
公司	出货量	YOY
LGE	1309	6.3%
TCL	1265	34.1%
海信	701	10.1%
夏普	466	26.7%
小米	316	400%

资料来源: 群智咨询、天风证券研究所

LCD 面板技术持续升级, 规模经济增强, 成本不断降低, 面板价格下降趋势。全球 LCD 产线技术不断进步, 目前高世代线已经由 G8.5/8.6 进步到 G10.5/11, 产线世代线越高, 成

本优势越明显。以 55 寸 LCD 面板价格为例，2015 年价格为 250-350 美元，2018 年 12 月价格已经下降到 150 美元左右。

图 14：55 寸液晶电视面板价格（美元）



资料来源：witsview、天风证券研究所

成本下滑催生新兴应用，多社交场合呈现大屏需求。由于面板价格下降，市场上开始出现多元化的大尺寸面板创新应用，例如教育、医院和工作场合，以上场景，由于存在授课、讨论及会议的需求，参与人数较多，对于显示屏幕的需求呈现大尺寸化，我们将在后续详细讨论大尺寸面板的细分领域应用。

表 10：大尺寸面板终端需求

终端应用	
传统需求	电视机、监视器
新兴需求	电子白板（教育白板、会议白板、医疗白板）、电竞显示器

资料来源：华强电子网、天风证券研究所

2.1. 场景一：家庭互联网生态逐步成熟，驱动 TV 需求

家庭互联网（Home Internet），以电视、冰箱、空调为主要承载，立足家庭应用环境。以人为中心，重新定义电视、冰箱、空调等多终端的功能，及各终端间的广泛互联和智能协同。从而在全新商业模式的牵引下产生一套完整的技术架构和生态系统，为消费者创造越来越自在、越来越舒适、越来越简单的家庭生活。

图 15：互联网三阶段



资料来源：AsiaOTT 众视媒体、天风证券研究所

电视，家庭互联网入口。电视机由于其大屏的特性，拥有非常好的视频属性。未来家庭的每一个成员都将围绕着电视大屏转，看电影、玩游戏，位置和娱乐属性都将优于手机、空调、冰箱等智能硬件。另一方面电视基于大数据的积累和分析，将会越来越懂家庭成员的选择，对家庭行为进行预测，预测用户喜欢什么。

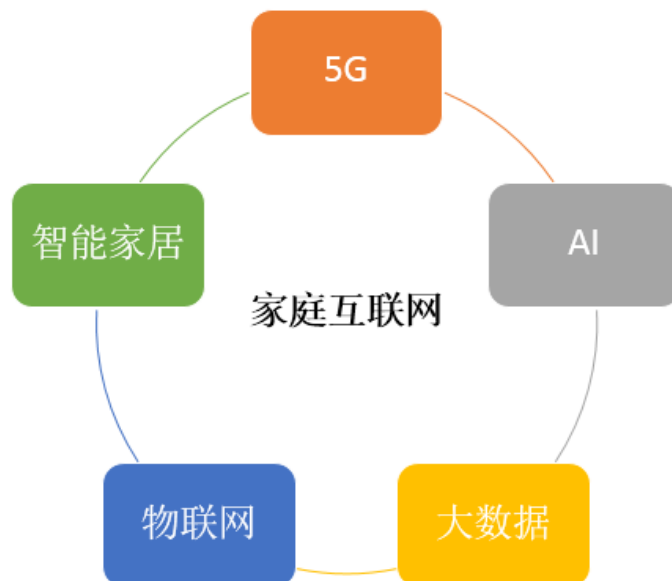
图 16：电视，家庭互联网入口。



资料来源：电视之家、天风证券研究所

以电视和主要的家电设备为核心，实现互联互通。电视作为家中拥有最大屏幕的设备，将展现很多内容，加剧智能内容，比如说控制、配置。目前最新的信息、参数可以全部显示出来，这就是以智能电视作为核心的中枢设备，将产业链的价值挖掘出来。而随着 5G 落地、人工智能植入、物联网推进，大数据应用成熟和智能家居设备普及等要素的落地，家庭互联网将可以有更好的发展，从而驱动 TV 销量增长。

图 17：家庭互联网趋势



资料来源：众视 DVBCN、天风证券研究所

2.1.1. 视频通话、互动游戏，电视社交趋势化明显

最佳内容载体，大屏电视带来的社交效应。电视由于其大屏幕的特点，可以为使用者带来最佳的视觉效果，不论是主机游戏、电视剧还是电影，电视都是最佳的选择。

图 18：电视游戏让一家人齐聚一堂



资料来源：CCid、天风证券研究所

以任天堂产品 Switch 为例，Switch 由于其红蓝的外观配色，具有很强的吸睛效果，并且搭载了体感游戏功能、IR 相机、和本地联机功能（最多支持 8 台设备）。VGChartz 公布了统计的 11 月份首周全球游戏市场销量，当周 Switch 销量为 208718 台，累计销量达到 2178 万台，超越了 NGC 生涯累计 2174 万台的销量。Switch 不仅是掌机游戏，同时也具有连接电视机的功能，任天堂作为其发行商，推出了多款多人互动游戏以及 Switch 配套套件（Vehicle Kit、裁开纸盒等），显著的增强了 Switch 的互动性，同时电视作为内容的载体，也会发挥了良好的社交属性。

图 19：电视发挥良好的社交属性



资料来源：科技蟹、天风证券研究所

视频通话，大屏电视社交应用新场景。传统的视频通话主要通过手机、平板以及计算机进

行，但是由于较小的屏幕，导致可视角度很小，基本只能容纳 1-2 人。而电视视频通话在攻克技术难关后，给予用户更广阔的视角、灵活的角度，并且可以解放了用户的双手；电视独有的大屏优势令其在视频通话的领域拥有得天独厚的优势。

图 20：视频通话，大屏电视社交应用新场景



资料来源：ZOL、天风证券研究所

2.1.2. 家庭物联网入口价值凸显，科技巨头涌入

电视作为家庭互联网入口，蕴含巨大的商机，以及产业链价值，如今，市场中不仅有传统的电视机厂商，还有跨界的互联网企业。

2018 年十大电视机品牌排行中，小米、乐视等新兴势力的代表已在智能电视上领先于老牌厂商，根据速途研究院的调查数据，2018 年上半年智能电视机的市场占有率与小编预期大相径庭：小米以 12.8% 的份额位居第二，与排名第一的创维仅相差了 0.9 个百分点。

表 11：2018H1 十大电视机品牌排行榜

品牌	份额
创维	13.70%
小米	12.80%
海信	12.00%
TCL	8.30%
乐视	7.60%
长虹	7.40%
康佳	6.10%
三星	5.50%
海尔	4.90%
夏普	4.30%
其他	17.40%

资料来源：速途研究院、天风证券研究所

表 12：各类电视品牌相关信息

品牌	厂商	影视合作方	擅长领域	生产（代工）厂商
创维	创维	阿里、腾讯	硬件制造	自产
海尔	海尔	阿里云、暴风科技	硬件制造	自产
康佳	康佳	腾讯、阿里	硬件制造	自产

TCL	TCL	爱奇艺、湖南电视台、腾讯、未来电视；韩国 THE-K 频道公司、中影集团	硬件制造	自产
长虹	长虹	腾讯、优酷土豆	硬件制造	自产
海信	海信	未来电视、PPTV、搜狐视频、腾讯视频、优酷 土豆、优朋	硬件制造	自产
乐华	TCL	华数 TV	硬件制造	自产
KKTV	康佳	阿里巴巴、华数 TV、优酷	硬件制造	自产
统帅	海尔	未来电视、暴风科技	硬件制造	自产
酷开	创维	优朋影视、阿里巴巴、爱奇艺	硬件制造	自产
小米	小米	未来电视、优酷土豆、搜狐视频、腾讯视频、PPTV	互联网	中山纬创、苏州乐轩、康硕、康准
乐视 TV	乐视 TV	华数 TV、中国国际广播电台	内容	冠捷、天乐数码、富华
熊猫	中电熊猫	阿里云	硬件制造	自产、兆驰、长虹
清华同方	同方科技	博思中国	互联网	自产、冠捷、康佳
微鲸	微鲸	华人文化、阿里巴巴、腾讯、中央人民广播电台	互联网	冠捷、康冠
大麦	鹏博士	央广银河	运营商	冠捷、中新科技
17TV	联想	广州大米网络科技有限公司、阿里巴巴、百视通、爱奇艺、搜狐	互联网	康冠
歌华	歌华有线	百视通、歌华有线、云游戏	运营商	创维、海信、冠捷、中新科技
PPTV	PPTV	苏宁	内容	创维、冠捷、天乐
荣为	广东九联科技	国广东方	硬件制造	TCL
CAN TV	中国国际广播电台	优酷、腾讯视频、搜狐视频、PPTV	牌照商	冠捷
风行	风行在线	兆驰股份、风行在线、海尔、东方明珠、国美	内容	兆驰（硬件生产）

资料来源：中国质量认证中心、天风证券研究所

2.1.3. 内容-电视-用户，形成闭环生态链

从内容方面来看，目前，我国电视产业正在经历收视方式的变革与迭代：有线电视到 IPTV 到 OTT。根据《2018 年度 OTT 行业发展趋势分析报告》，随着互联网普及率越来越高，2017 年中国 OTT 终端保有量为 2.65 亿台，同比增长 24.4%。其中，智能电视保有量达到 1.86 亿台，同比增长 29.2%。截至 2020 年底，我国 OTT 大屏终端保有量将突破 4 亿台，广告市场规模将达 160 亿元。在预测期内，随着互联网普及率以及收入水平的不断提高，OTT 用户增长率将会继续呈现出较快的增长态势。

在 OTT 市场中，主流的操作系统是安卓系统，除了安卓系统以外还有 windows、Tizen 和 ROKU 等，下面是各大操作系统对应的品牌。

表 13：智能电视操作系统以安卓系统为主

操作系统	应用厂商
安卓系统	TCL、康佳、创维、索尼、创维、海信
windows	长虹、TCL
Roku	TCL、海信、Sharp、Insignia
Amazon Fire TV	Amazon
Tizen	三星
LG WebOS	LG
Apple TV	Apple
miui tv	小米
酷开系统	创维

资料来源：ZNDS 智能电视网、天风证券研究所

以下是各系统的优劣势比较：

表 14：电视操作系统优劣势

操作系统	优势	劣势
安卓系统	大量 APP、全开放式平台、	耐用性
酷开系统	反应快、精准运营、语音交互	APP 数量少、广告多
windows	大量 APP	配置要求高
Tizen	开放性、易用性、分屏观看	APP 数量少、生态尚未建立
Roku	大量 APP (超过 1000 款)	
LG WebOS	开机快、广告少	操作繁琐
Apple TV	操作方式、siri、播放画面好	国区限制、成本高
miui tv	内容资源丰富、更新速度快	广告多
Amazon Fire TV	内容资源丰富	国区限制、

资料来源：闽南网、高清时代、ZNDS、天风证券研究所

内容-电视-用户，形成了闭环的生态链。对于渠道来说，需要优质的内容及更加全面的服务来充分黏住用户，提高观看时长增加流量，从而充分挖掘价值，提高 ARPU 值，另外间接地提高自身终端吸引力，提升产品份额，从而增加更多的用户。对于内容来说是两个方面，一方面需要渠道将优质内容广泛地输送至用户，以吸引力不断提高用户数量。另一方面借助渠道对用户的控制力，巩固自身粘性，减少用户流失，改变以往用户随优质内容流动的特性。

图 21：智能电视生态

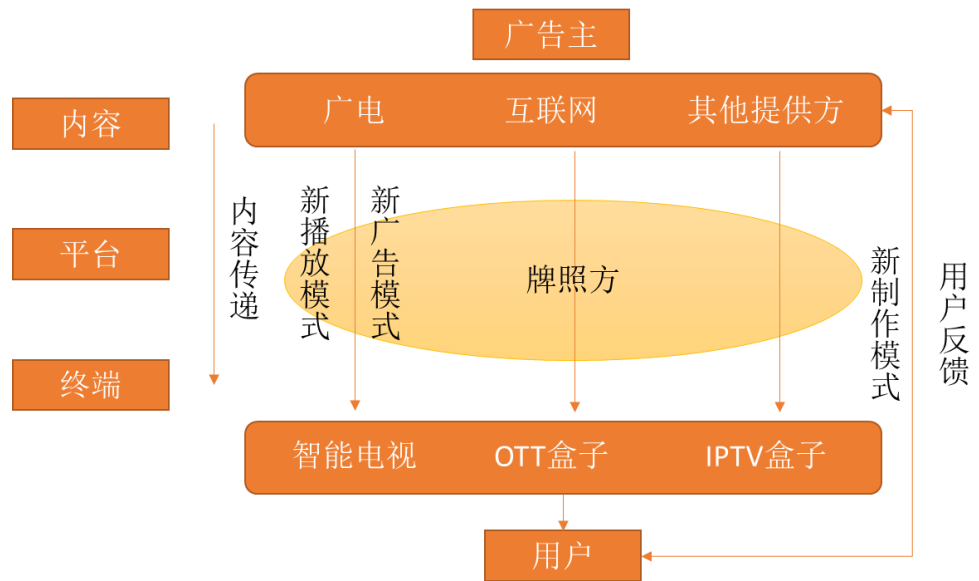


资料来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

渠道多元化催生行业新模式。在 OTT 盒子、IPTV、智能电视出现后，单一的渠道被颠覆，形成了内容传输平台的多样性，最终促使新的模式诞生。

- (1) 新制作模式
- (2) 新播放模式
- (3) 新广告模式

图 22：电视生态引发行业创新

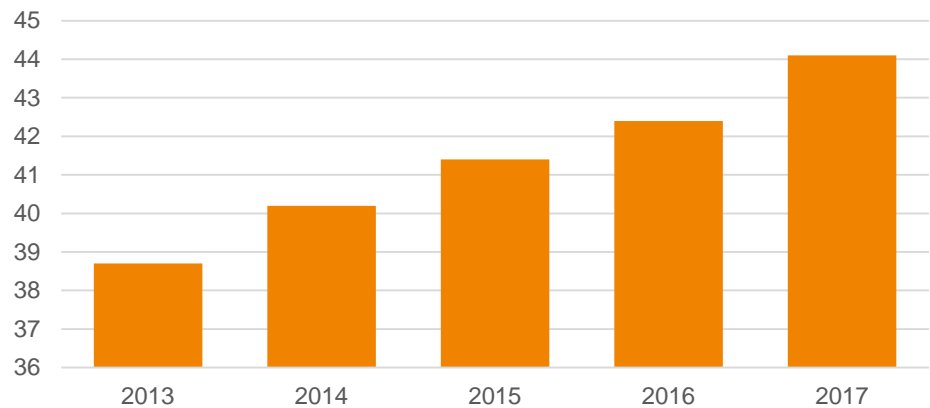


资料来源：海尔官网、天风证券研究所

2.1.4. 消费需求催生，液晶电视尺寸不断变大

电视行业通过多年发展，呈现尺寸逐渐变大的趋势。根据中国产业信息网，2013-2017年，液晶电视平均尺寸不断增长，2017年已达到44英寸。市占率排名前五的海信、创维、TCL、夏普、长虹、康佳，2017年电视产品平均尺寸均超过50寸。

图 23：2013-2017 液晶电视平均尺寸（寸）



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

消费者需求催生，液晶电视尺寸将不断变大。根据京东平台11月1日至10日的数据显示，最畅销的电视尺寸从50英寸扩大到了55英寸，4K超高清电视销售额占比已经达到70%。将电视机的平均尺寸增长趋势和京东的消费数据结合起来看，为了满足消费者的需求，未来智能电视的屏幕尺寸将会不断变大。

2.2. 场景二：教育白板，教育信息化持续投入升级

电子白板成为众多学校和教育机构的热点产品。电子白板使用到课堂教学中，可以实现交互式的多媒体教学，可以提高学习效率、改善学习效果，使学生获得更多的知识和学习兴

趣。从根本上改变了教师与学生在课堂上教与学的方式，为建立以学生为中心的课堂奠定了基础，电子白板充分强化了在教学中的师生互动、学生互动与人机互动。

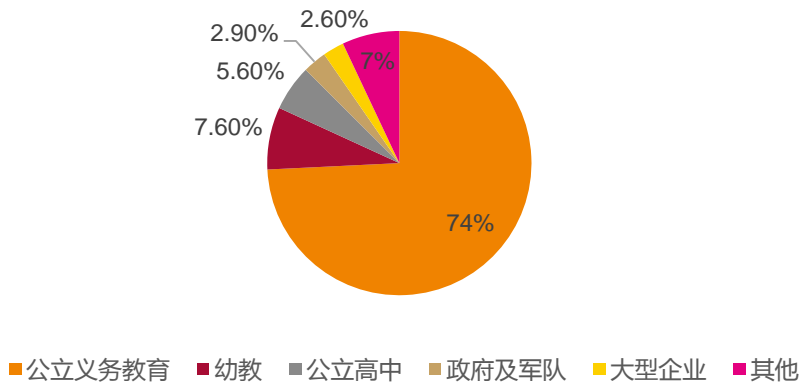
图 24：教育白板应用场景



资料来源：ZOL、天风证券研究所

公共义务教育，主流电子白板下游应用。电子白板下游细分市场中，公共义务教育占据了主要的份额。2017 年公共义务教育应用占据了电子白板市场份额为 74%。其他细分市场中，随着二胎政策开放的后续影响，幼教细分市场有望继续增长。

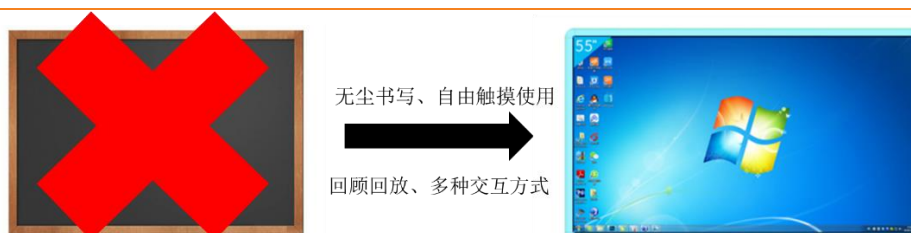
图 25：2017 年电子白板下游应用情况



资料来源：AVC、天风证券研究所

在教育市场，与发达国家教育现代化的要求相比，我国的教育在信息化方面基础设施薄弱，资源共建共享水平较低。教育信息化是指利用先进的信息化手段和工具，实现从环境（网络基础、设备、课室等）、资源（课件、视频、电子图书等）到活动（教、学、管理、沟通、办公等）的全部数字化，为师生提供开放式的数字化教学环境，最终实现教育过程的全面信息化，从而达到提升教育管理水平和效率的目的。

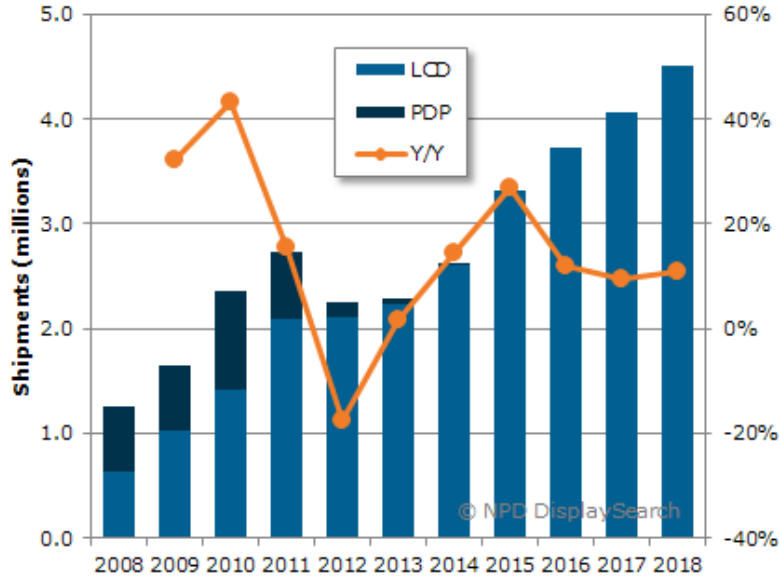
图 26：传统教学黑板将被替代



资料来源：horion 官网、天风证券研究所

近年来，商用显示市场呈现快速增长态势。据 IHS DisplaySearch 统计，2013 年全球液晶商用公共显示器出货量为 228 万台，2008 年-2018 年全球液晶商用公共显示器出货量情况如下图所示：

图 27：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

在教育信息化的政策引导和扶持下，教育市场对智能交互显示产品有较大的增量需求和存量更换需求。根据国际统计局数据显示，我国财政性教育经费持续增加，2007 年至 2017 年，国家财政性教育经费增长 313.09%。年均复合增长率 15.24%，占 GDP 比重自 2012 年以来连续六年超过 4%。

图 28：国家财政性教育经费逐年递增



资料来源：鸿合科技招股说明书、天风证券研究所

教育经费投入稳定增长，教育白板规格呈现大尺寸化。根据教育部发布的《教育部关于发布《交互式电子白板》系列两项教育行业标准的通知》来看，教育白板的尺寸与教育人数成正相关，且最小尺寸不小于 70 英寸。

表 15：学生人数、教室面积与教育白板面积成正相关

教室面积	教室容纳学生人数	电子白板显示面积
<50 平米	少于 30 人	≥177.8 厘米 (70 英寸)

50-70 平米	30—50 人	≥215.9 厘米 (85 英寸)
>70 平米	50 人以上	≥254.0 厘米 (100 英寸)

资料来源：教育部、天风证券研究所

2.3. 场景三：办公会议系统，交互效率提升，平板取代投影大趋势

远程协作、无线传屏，会议平板提升效率。会议平板是近几年逐渐发展起来的新兴智能设备，与投影仪一样，主要应用于企业会议，但具备交互式智能白板、互动式文档演示、分屏式远程会议、多终端无线传屏、网络多媒体播放等多种功能，解决“更高效地推动企业会议开展”的各种问题。

表 16：远程协作、无线传屏，会议平板提升效率

功能	描述
多控触摸，书写流畅	采用红外感应技术研发，反应速度快，多点触控，多人同时书写，可放大、缩小，可用手擦拭，等告别电子白板笔触式
多人同屏互动	采用无线传输技术，用户无需通过数据线进行投影，即可实现无线投屏。全设备兼容，无论是智能手机、平板电脑，还是传统笔记本电脑，都可将内容传输到会议平板上；而且可以实现 PC 端与会议平板的双向操作。
远程视频	智能会议平板一般都搭载远程会议视频系统，无论与会者身在何地，都可实现跨国跨地区实时召开会议。

资料来源：MAXHUB、天风证券研究所

图 29：多人同屏互动



资料来源：MAXHUB、天风证券研究所

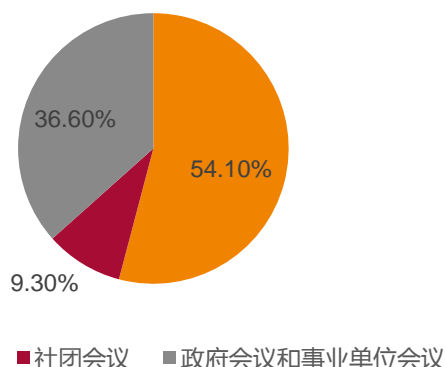
图 30：远程视频



资料来源：ISVE 智慧显示、天风证券研究所

中国会议时长全球第一，主要以公司会议为主。根据中国会议行业现状分析与发展趋势研究报告显示，中国地区会议时长占据全球第一，2015 年至 2017 年间，会议平均次数与时长也在逐步攀升，平均每周会议次数由 2015 年的 4.5 次增至 2016 年 4.7 次，2017 年达到平均每周 5.1 次，而会议时长也有 50 分钟提升到 55 分钟，2017 年高达 62 分钟。其中，中国会议市场占比中，公司会议以 54.1% 的过半比例占据最大份额。

图 31：中国会议时长全球第一，主要以公司会议为主



资料来源：中国会议行业现状分析与发展趋势研究报告、天风证券研究所

主流尺寸变更，大尺寸化成发展趋势。根据奥维云网，2018 年一季度，会议平板小尺寸销量呈现明显的下降趋势，大尺寸的需求大幅度的提升；因为 55 寸产品市场需求在不断的下滑。主流尺寸从以前的 55 寸变更为 65 寸，份额占比 35.8%；而 70-79 寸、85 寸+等更大尺寸产品份额持续上升；原因是大屏会议显示进一步向「交互会议」发展，需要更大尺寸的会议平板来支持。

表 17：主流会议平板品牌规格多样化

品牌	可选尺寸（英寸）
MAXHUB	55/65/75/86/98
达芬奇	55/65/75/86
微软 Surface Hub	55/84
Google Jamboard	55
皓丽	55/65/75/86/98
台喜 TAICD	55/65/75/86

资料来源：各品牌官网、天风证券研究所

2018 年全年来看，中国会议平板市场销量有望达到 17 万台，同比增长 68%，销售额有望达到 33.7 亿元，同比增长 64%。未来，随着中国企业数量进一步增加，会议平板渗透率逐渐提高，会议平板市场有望继续保持增长。

图 32：2018 年中国会议平板市场将继续保持高速增长



资料来源：奥维云网、天风证券研究所

2.4. 其他：医学、电竞、多屏等场景多点开花

2.4.1. 医院呈现数字、智能化，医疗平板逐步投入使用

医院智能化系统已由过去的智能建筑、单纯的机电设备管理，向越来越宽的领域拓展，各大医院对电子白板的投入使用也逐渐加大。目前比较主流的医疗白板有三种，分别是护理站显示白板、加护病房显示白板和手术室电子白板。

表 18：医疗白板使用场景

类别	说明
护理站显示白板	实时呈现病患相关信息，包括基本数据、护理登记、检查与手术排程等。同时也能呈现护理师排班与医师值班讯息，方便护理师换班时快速核对所有交接班信息。
加护病房显示白板	提供更多加护病房重要护理信息的提醒与警示，如管路到期信息、抗菌药性菌种、抗生素信息等。透过适当的整合规划，可以监测更多生理监测数据。

手术室电子白板

可显示每间开刀房的手术动态与人员配置的实时信息，当病患排程有异动时，手术室控制台能立即掌握实时人员动态与开刀房动态，快速制订手术室排程应变政策。

资料来源：mikiot、天风证券研究所

从面板尺寸来看，三种医疗白板使用场景对应尺寸也各有不同：

表 19：医疗白板对应尺寸

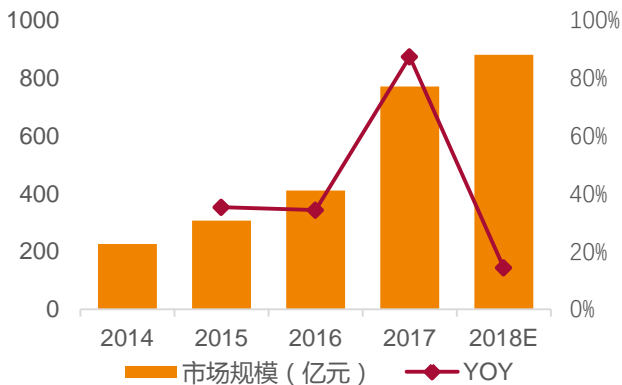
类别	对应尺寸（寸）
护理站显示白板	55
加护病房显示白板	10-22
手术室电子白板	10

资料来源：京东、博均、天风证券研究所

2.4.2. 电子竞技发展迅速，大尺寸面板新增量

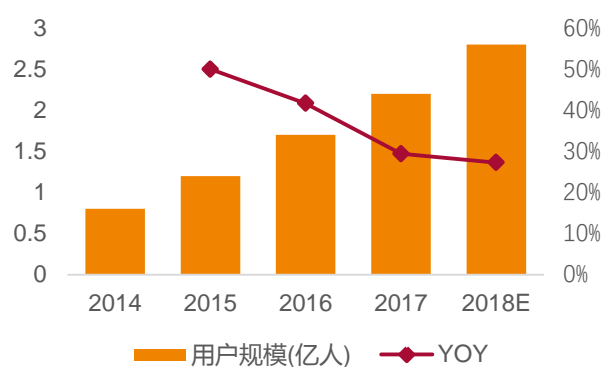
随着各大赛事兴起以及被官方认可，电竞产业的市场规模和发展潜力都十分可观。据伽马数据发布的《2018 电子竞技产业报告》显示，中国电子竞技产业正处于高速发展的过程中，2017 年中国电子竞技市场规模已达到 770 亿元，2018 年预计将突破 880 亿元。

图 33：电子竞技高速增长



资料来源：电子竞技产业报告、天风证券研究所

图 34：电子竞技高速增长



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

在电子竞技发展如此迅猛的背景下，大量的电竞显示器需求出现，一季度，电竞显示器受到传统淡季和电竞芯片缺货双重影响，但出货数量依然保持强劲增长。根据群智咨询数据显示，2018 年一季度中国电竞显示器出货数量约为 25 万台，同比增长 6.1 倍。大陆、台湾、韩国面板厂正在积极研发新的电竞显示面板，电竞显示面板资源越来越丰富，同时新的电竞品牌也将陆续加入，国内电竞显示器市场将步入成长期。

在面板尺寸方面，电竞显示器与传统笔记本、台式电脑所搭载的屏幕尺寸有较大差异。电竞显示器主流为 24 寸、后续发展为 27 寸，目前市面上出现了 32 寸及以上的产品，因此我们可以看到，电竞显示器呈现了一定大尺寸化的趋势。

表 20：电竞显示器尺寸大于传统 PC

	台式电脑	笔记本电脑	电竞
尺寸（寸）	15-29	10-15	24-32+

资料来源：zol、天风证券研究所

以下是电竞显示器的空间测算，首先，电竞显示器所用面板尺寸以 32 寸为基准，10 月份 32 寸面板价格为 52 美元，2017 年全球电竞显示器的出货量达到了 250 万台，年增长率达到了 80%，根据 TrendForce 预测 2018 年电竞显示器将再增加 100 万台，达到 350 万台。

表 21: 电竞显示器空间测算

	2017	2018E
尺寸 (寸)	32	32
面板价格 (美元)	66	52
出货量 (万台)	250	350
市场规模 (亿美元)	1.65	1.82

资料来源: TrendForce、天风证券研究所整理

2.4.3. 终端大厂发力, 推动多终端数据共享

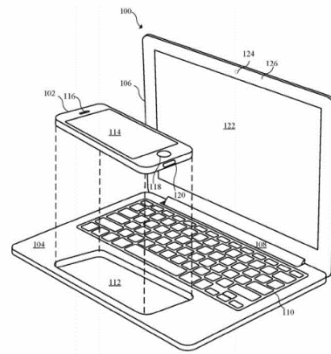
苹果、三星、惠普和摩托罗拉在内的海外大厂在过去都推出了关于手机代替电脑主机的数据共享功能, 分别对应 Apple potential "electronic accessory" 专利、三星 Dex、HP Elite x3 Lap Dock 和 Moto Atrix 4G。

图 35: 三星 Dex



资料来源: pconline、天风证券研究所

图 36: 苹果专利



资料来源: sina、天风证券研究所

摩托罗拉、惠普以及苹果都是尝试将手机大屏化和笔记本化, 虽然以上的尝试获得的市场表现较差, 但是我们认为多屏数据共享的趋势是下游终端大厂一致认可的发展趋势。

2018 年 11 月 6 日, 华为发布 Mate book 13 笔记本, Mate book 13 搭载了 HUAWEI SHARE 3.0 技术, 与华为 Mate 20 系列只需要轻轻触碰, Mate 20 系列手机就可以 2 秒钟时间内向笔记本传输多达 1000 张照片。

图 37: 多屏数据共享驱动大屏使用性能



NFC触发配对 → HUAWEI SHRE → 传输完成

资料来源: yktworld、天风证券研究所

从 HUAWEI SHARE 的技术演进来看, 该技术最初的连接方式较为繁琐, 后续演进至通过

NFC 芯片触发配对，通过碰触实现配对；此外，从 1.0-3.0，HUAWEI SHARE 令更多的硬件能够数据共享。

表 22: HUAWEI SHARE 技术演进

版本	内容
HUAWEI Share1.0	支持将手机中的应用、照片、文件等分享给其他手机/平板。
HUAWEI Share2.0	支持将手机中的照片、文件分享给电脑 (PC/MAC)，还同时支持在电脑端编辑手机中的照片。
HUAWEI Share3.0	支持将手机上的图片、PDF 文件通过无线连接到打印机，一键打印。

资料来源：华为官网、天风证券研究所

多屏数据共享发展与演进，唯有屏幕是不可替代的。从趋势上来看，我们认为以 HUAWEI SHARE 的发展来看，多屏数据共享是硬件互联的发展趋势之一，届时，智能硬件的品类或许会减少，但屏幕作为图像与文字的呈现介质，将是不可替代的。

图 38: 未来硬件发展与更新换代，唯有屏幕是不替代的

项目	情况1	情况2	情况3	情况4	情况5	情况6
手机	✓					
平板		✓				
笔记本电脑			✓			
电视				✓		
手表					✓	
未来创新硬件						✓
显示屏	✓	✓	✓	✓	✓	✓

显示屏作为承载图像与文字的介质会一直存在

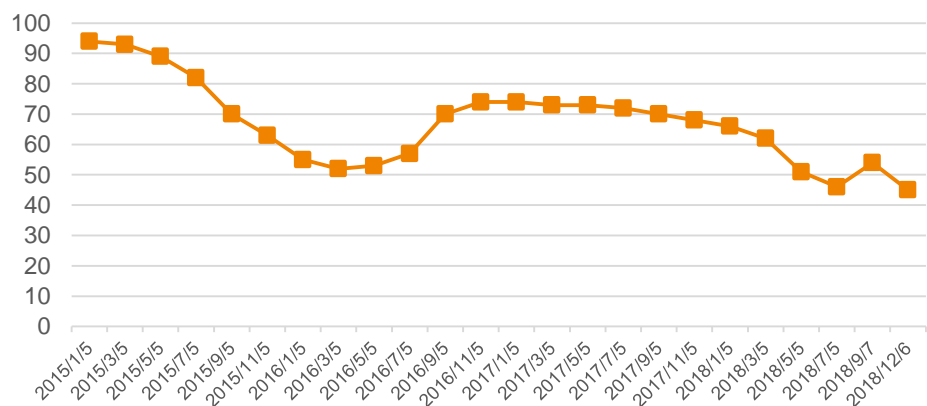
资料来源：天风证券研究所整理

3. 大尺寸 LCD 景气周期：或已到周期底部，韩厂减产有望改善供需格局

3.1. 面板行业周期性明显，产能增减决定行业景气度

面板行业具有明显周期性。从面板产业发展开始，整个产业就具有非常明显的周期性，在产业初期由于产品价格和利润的高昂，吸引了更多竞争对手进入，释放过多的产能导致了供需失衡，引发产品价格下滑，同时市场渗透率进一步提升，更多需求被进一步释放。

图 39: 2015-2018 年 32 寸面板历史价格图 (美元)

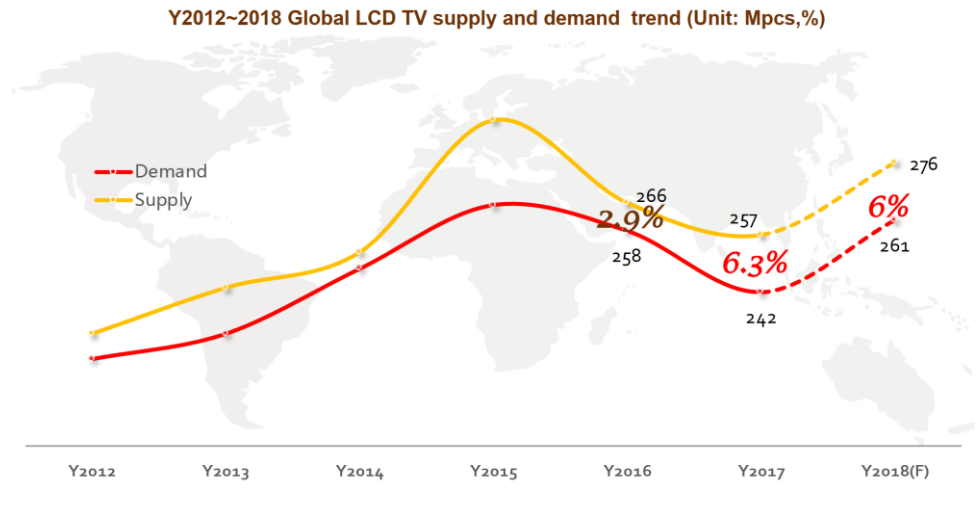


资料来源：witsview、天风证券研究所

供需关系长期错配，产能增减将对行业有直接影响。面板行业下游长期未能出现流行应用，需求增长较为稳定，因此，面板行业的景气度，主要由产能供应影响。2016 年底，三星关闭 L7 生产线（占全球大尺寸面板产能的 2%，面板制造史上关闭的最大规模工厂），三星

G7 的关闭导致了 2017 年大尺寸面板产能仅小增 1%，跟不上需求成长的 5%~6%，供需差距缩小，导致 2016Q2-2017H1，面板行业迎来一轮涨价周期。

图 40：2016Q2 三星退出 L7，开启涨价周期



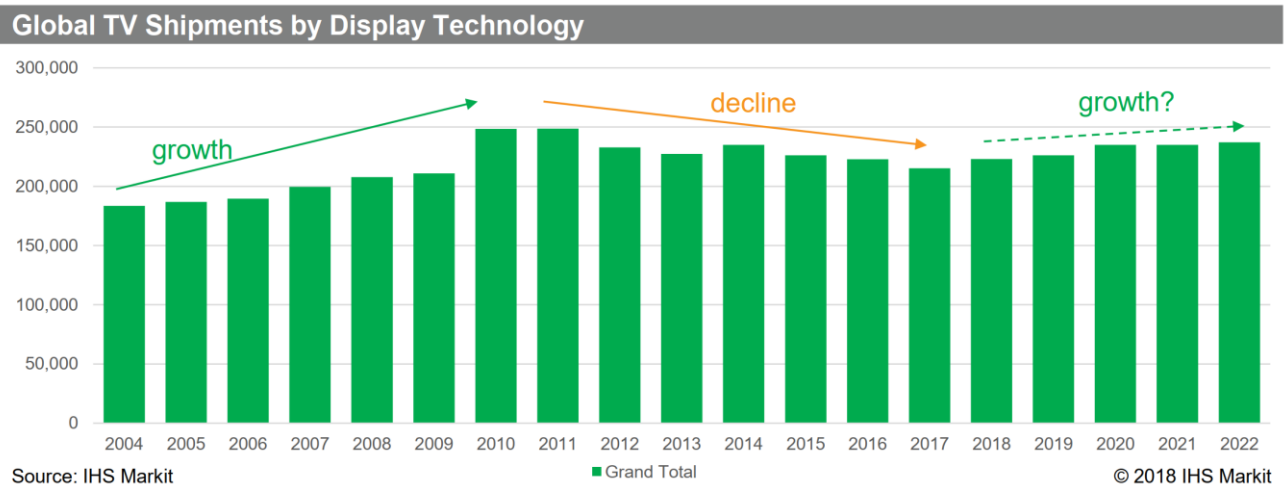
资料来源：群智咨询、天风证券研究所

3.2. 当下供需关系讨论

需求方面：

家庭互联网驱动，电视机出货量或重新恢复增长。大尺寸面板主要下游应用主要是电视机。2004-2017 年，电视机出货量先升后降，以 2010 年为分界线，2004-2010 年，电视机出货量逐年增长，2011 年后，电视机出货量开始下滑。2018 年，电视机销量得益于世界杯采购，销量恢复增长；未来，电视机有望得益于家庭互联网驱动，回归客厅重心。

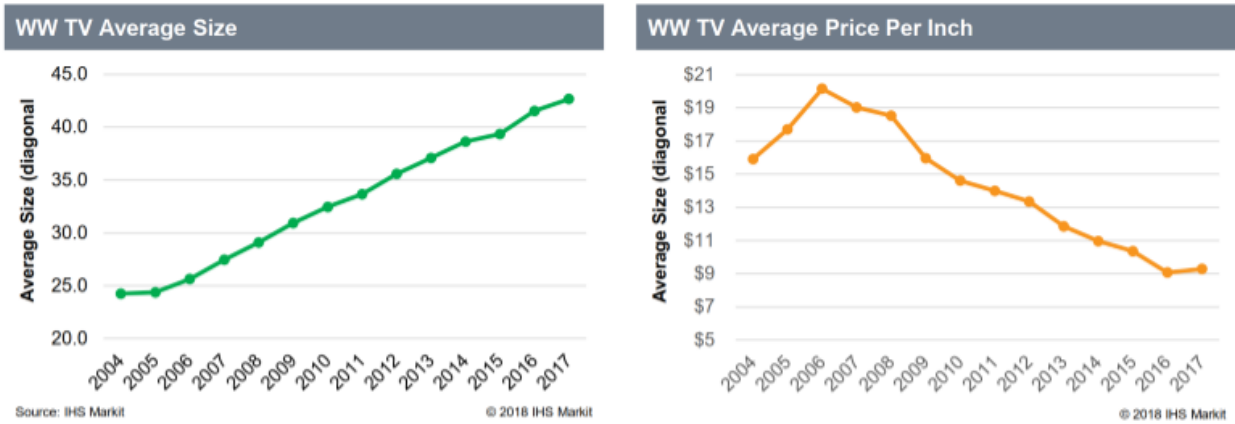
图 41：全球电视机出货量情况（千台）



资料来源：IHS、天风证券研究所

大屏幕社交趋势拉动需求。随着产能溢出，技术成熟，大尺寸面板成本逐渐下降，而大屏的社交应用需求持续增长，传统电视因为其大屏的属性，将成为家庭互联网的入口，未来销量有望恢复增长趋势。同时，成本的下降，使更多的社交领域投入使用大尺寸面板，如教育白板、会议平板等。

图 42：大尺寸面板成本持续下降，推动 TV 平均尺寸持续提升



资料来源：IHS、天风证券研究所

供应方面：

产能增加，LCD 未来扩产主要在 G10.5/11。未来大尺寸面板产能将于 2021 年集中量产。但由于中美贸易战以及去杠杆影响，我们预计补贴到位情况可能会延误，并延后生产线建设的进度，因此我们判断，2019 年全球还未投产的产线，投产进度可能会延后，这一情况将缓解大尺寸面板的供需关系。

图 43：未来大尺寸面板产能布局情况 (KK)

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	Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
韩国	LGD	LGD paju P10 G10.5	AMOLED	2940x3370	Oxide	60	Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
中国	夏普	shrp-fxcn Guangzhou	LCD	2940x3370	a-si	90	Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
中国	BOE	BOE wuhan B17	LCD	2940x3370	a-si	120	Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
中国	HKC Display	HKC Zhengzhou	LCD	2940x3370	a-si		Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
中国	华星光电	CSOT T7	LCD+AMOLED	2940x3370	a-si	90	Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
中国	CEC Panda	CEC 4	LCD	2940x3370	a-si		Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
韩国	三星显示	L9 (QD OLED)	QD OLED	2940x3370	Oxide		Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
中国	CHOT	CEC xianyang 2	LCD	2940x3370	a-si		Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green
美国	夏普	shrp-fxcn wisconsin	LCD	2940x3370	a-si/Oxide		Orange	Orange	Purple	Green	Green	Green	Green

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

此外，在产能方面，韩国厂商将有部分旧产能关停/转产，旧产线的退出将是 2019 年供需改善的重要变量。此前，LG Display 宣布将全面停止 LCD 生产和投资，全力投资 OLED，首席执行官更是在员工大会上，砸碎了生产的 LCD 显示屏，以表示退出 LCD 的决心。

图 44：2017-2019 年产能退出/转产情况

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

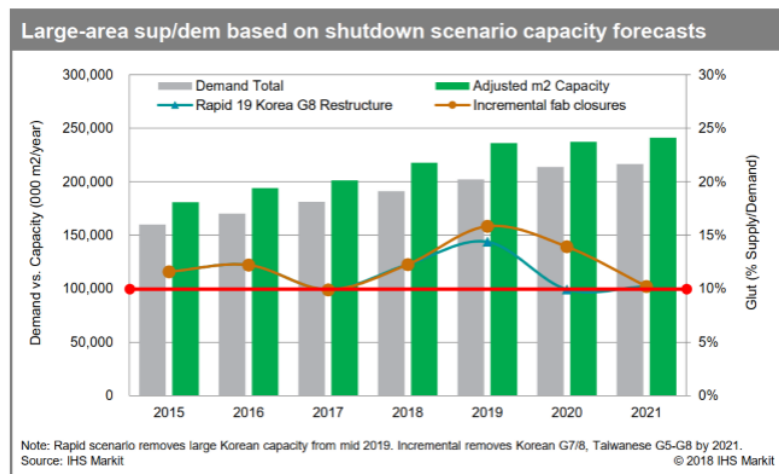
Fab restructure schedule, 2017-2019										
Panel Maker	Fab	Gen/Glass Size	Original capacity	Tech.	Current utilization	Products	Ramp-up year	Depreciated year	Original EOL Year	Shutdown & Convert
Samsung Display	L7-1	Gen 7	155 K/M	a-Si	95%	40" TV	2005	2011	2018	December 2016
	L7-2	Gen 7	165 K/M	a-Si	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	
LG Display	Fab 3	Gen 5	145 K/M	a-Si	85%	Mobile, NB	2003	2010	2018	
	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
BOE	P8-2	Gen8	120K/M	a-Si	85%	TV	2010	2014	N/A	Convert to OLED TV
	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
Confidential © 2018 IHS Markit™ All Rights Reserved © 2018 IHS Markit

资料来源: IHS、天风证券研究所

根据我们对下游应用及应用大尺寸化的趋势,电视机将受益于社交内容丰富以及家庭互联网逐步发展,销量形成抬头的趋势。电子白板方面,教育及会议平板有望进一步渗透,继而提高大尺寸面板的需求。因此,我们预计本轮价格调整,在2018H2已经达到价格的底部位置,2019H2有望迎来周期的拐点。

图 45: 大尺寸面板未来趋势 (基于产能退出情况下)



资料来源: IHS、天风证券研究所

4. TCL 剥离非核心业务, 聚焦半导体显示产业

4.1. 交易背景、目的及方案

本次交易公司针对不同板块业务采用了不同的评估方法, 最终将合计 396,515.12 万元的资产, 作价为 476,000.00 万元出售给 TCL 控股, 各业务的评估方法如下:

表 23: 交易方案

标的公司	账面净资产	评估值	评估增值	增值率	最终选择的评估方法
TCL 实业 100.00%股权	-117,103.00	-79,842.58	37,260.42	-	资产基础法
惠州家电 100.00%股权	59,940.03	106,269.91	46,329.87	77.29%	收益法

合肥家电 100.00%股权	-1,006.17	8,302.80	9,308.97	-	收益法
睿音商务 100.00%股权	886.58	5,624.86	4,738.28	534.44%	收益法
酷友科技 100.00%股权	39,425.54	47,376.47	7,950.93	20.17%	收益法
TCL 产业园 100.00%股权	181,555.15	329,371.41	147,816.26	81.42%	资产基础法
简单汇 100.00%股权	784.20	985.32	201.12	25.65%	资产基础法
格创东智 100.00%股权	-2.18	-2.18	--	-	资产基础法

资料来源：公司公告、天风证券研究所

半导体显示为资本和技术密集型产业，需要资源聚焦以实现可持续发展。TCL 集团现有业务涵盖半导体显示及材料、智能终端产品和新兴业务三个领域，公司资金和资源所重点投入的半导体显示及材料业务，与其他业务在商业模式和经营管理方式上差异很大，其资本、技术密集的产业属性决定竞争优势的建立需要持之以恒的专注和充足的资源投入。

图 46：交易背景

<p>半导体显示产业是重要战略性新兴产业，成长潜力巨大</p>	<ul style="list-style-type: none"> 未来5年，全球显示市场需求年均将增长8-10% 华星光电的新建产线带来的产能扩大，有利于产品组合的完善和市场地位的提升，有利于构建以前瞻性技术为核心的可持续竞争力
<p>半导体显示为资本和技术密集型产业，需要资源聚焦</p>	<ul style="list-style-type: none"> 华星光电将成为TCL集团的核心产业，可通过TCL集团上市公司平台满足新项目的资本开支需求 进一步提高华星光电的产业规模和市场竞争力，做强和做深半导体显示产业链 在核心、高端及基础信息电子器件领域中寻找相关业务的整合及拓展机会
<p>本次重组有助于提升产业竞争力，符合国家产业政策</p>	<ul style="list-style-type: none"> TCL集团的半导体显示业务与终端业务独立发展，既有助于两类业务加快各自核心竞争优势的构建，也有助于增强各自效益 本次资产重组符合国家要求企业聚焦突出精干主业的精神，可增强上市公司核心业务的盈利能力和市场竞争力，提升经营管理水平和运营效率

资料来源：公司公告、天风证券研究所

核心业务初步完成战略转型，公司将集中资源专注半导体显示及材料业务。本次重组完成后，公司将集中资金、人力和技术等资源，专注于半导体显示产业的发展：一方面，公司会将技术能力的提升作为最重要的战略内驱，从效率领先蜕变到产品技术领先；通过下一代新型显示技术和材料的开发，建立起公司高阶产品的核心竞争力。另一方面，公司将继续发挥产线区域集聚的规模优势，巩固并提升运营效率和各项经济指标。

图 47：交易目的

核心业务完成战略腾挪，集中资源专注半导体显示及材料业务

- 通过下一代新型显示技术和材料的开发，建立起公司高阶产品的核心竞争力；
- 继续发挥产线区域集聚的规模优势，巩固并提升运营效率和各项经济指标；
- 积极寻求在核心业务领域的并购重组机会，做强、做深产业链布局。

发挥产融结合协同优势，贡献增长稳定且可持续的业绩

- 产业链金融为圈内企业提供各项金融服务，提高资金使用效率、降低财务成本，并利用溢余资本创收增益
- 投资和创投业务围绕主业相关的前沿技术领域进行布局，兼顾具有稳健收益的创投项目；
- 平衡半导体显示行业市场周期波动的影响。

回收现金，改善企业资本结构，增强持续发展能力

- 上市公司通过资产出售回收47.60亿元现金，归属上市公司股东的资产和利润都将有所增加。
- 上市公司的主要财务指标都将得到不同程度的改善，资本结构得以优化，盈利能力和股东回报得以增强，企业再融资和可持续发展能力得以大幅改善。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.2. 初步完成战略转型，集中发展半导体显示产业

以华星光电为主体，集团作为融资性平台，大力发展面板板块业务。公司主要的盈利板块为华星光电的业务，近三年毛利比重逐年提高，从 14.60%（2015 年）提升至 36.84%（2017 年）。2018 年，公司通过交易，剥离智能终端及相关配套业务，并保留以半导体显示、材料及产业金融为主的业务，公司将集中资金、人力和技术等资源，专注于半导体显示产业的发展：

图 48：TCL 集团剥离资产



资料来源：公司公告、天风证券研究所

本次交易的受让方为 TCL 实业控股（广东）股份有限公司，该公司与 2018 年 9 月设立，李东升先生依旧为 TCL 控股董事长。经过 2 次增资后，公司股权结构较为分散，第一大股东为砺达志辉，持有公司 30%股份。

表 24：TCL 控股股权结构

股东	认缴股数（万股）	持股比例（%）
砺达致辉	180,000	30.00
苏宁易购	150,000	25.00
磐茂（上海）	100,000	16.6667
惠州国资公司	90,000	15.00
信润恒	50,000	8.3333
砺达天成	19,998	3.3330
启赋国隆	10,000	1.6667
钟伟坚	2	0.0003

合计

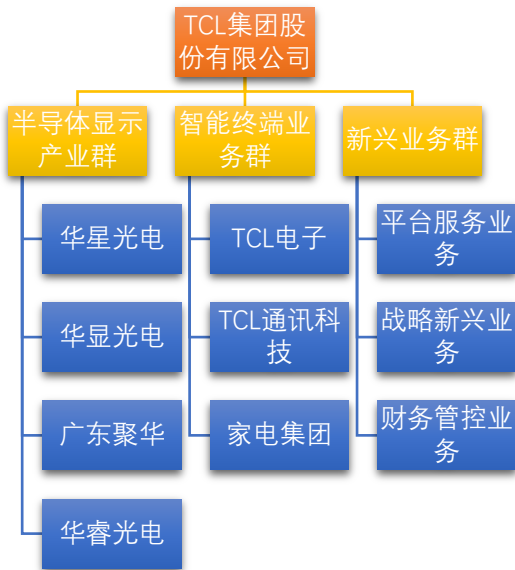
600,000

100.00

资料来源：公司公告、天风证券研究所

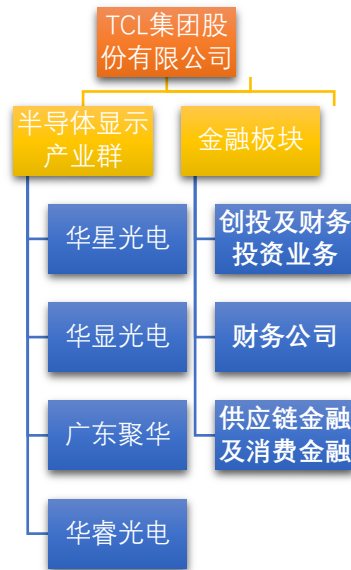
保留产业金融和投资及创投业务，平缓半导体显示产业周期波动。产业金融主要为成员企业提供各项金融服务，提高资金使用效率、降低财务成本，并利用溢余资本创收增益。投资及创投业务在从事完善半导体显示及材料产业链生态链前瞻投资的同时，兼顾具有稳健收益的创投项目投资，两项业务在过去两年合计收益分别为 9 亿元和 12 亿元，预计未来几年仍将持续增长，未来公司将在适当时机以重组、剥离或出售等多种方式将其剥离，不断优化资源配置效率，顺延相关产业链做深做强。

图 49：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 50：公司业务结构（变更后）

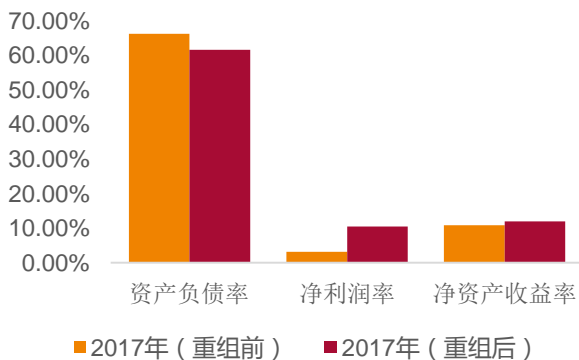


资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3. 企业资本结构改善，持续发展能力增长

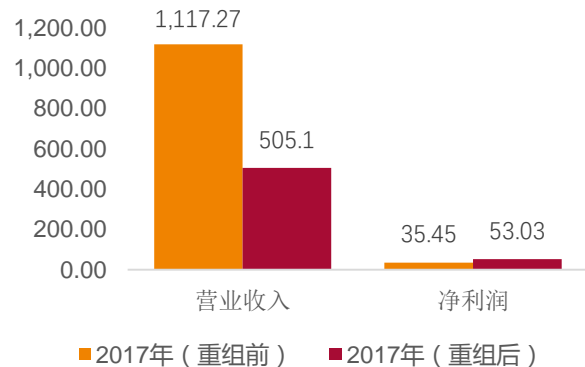
企业资本结构改善，持续发展能力增长。本次重组后，TCL 集团的主要财务指标都将得到不同程度的改善：本次交易方案中，TCL 家电集团、TCL 电子、通力电子等股权价值评估的定价方法均采用收益法-现金流折现方法 (DCF)，标的资产 47.6 亿元估值是净资产的 1.6 倍，上市公司将在交易完成后即期实现重组收益约 16.58 亿元，资产负债率将从 2017 年交易前 66.22% 下降到备考的 61.52%，净利润率将从 3.17% 提升至备考的 10.5%，净资产收益率从 10.86% 提升至 11.93%。由于此次重组，并不涉及股本变化，重组后公司每股收益将从 2017 年的 0.22 元大幅提升至备考的 0.36 元。

图 51：2017 年公司财务指标



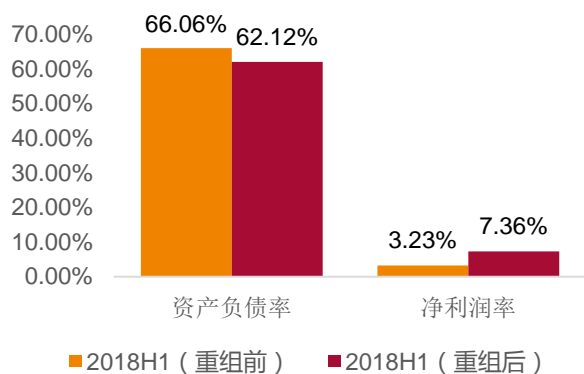
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 52：2017 年公司财务指标（亿元）



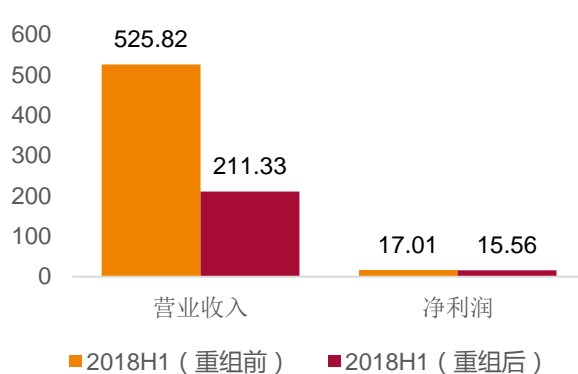
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 53: 2018H1 公司财务指标



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 54: 2018H1 公司财务指标 (亿元)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

5. 估值分析

假设重组成功, 上市公司业务主要将由华星光电、产业金融业务构成, 我们采用分部估值法进行估值, 公司估值=华星光电估值+产业金融业务估值+资产剥离获得 47.6 亿现金。

我们预计剥离后, 公司 18-20 年营收分别为 610/720/805 亿元; 归母净利润分别为 33/42/52 亿元 (TCL 持有华星光电 85% 股权, 已换算)。我们估算公司总估值 (华星光电+产业金融+47.6 亿现金) 为 541.6 亿元:

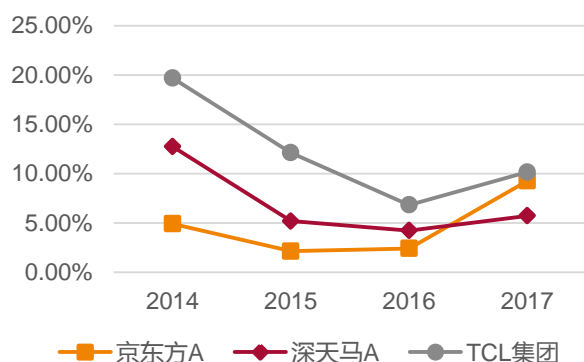
(1) 预计 18-20 年华星光电贡献归母净利润分别为 22/32/40 亿元 (预计华星光电全部净利润分别为 25.88/37.64/47.05 亿元, 按照 85% 换算), 行业平均估值为 10.96X, 基于华星光电拥有较好的盈利能力, 并且在重组后 TCL 集团资源聚焦倾斜, 目前, 华星光电 32 寸和 55 寸面板出货量分别位列全球第二和第一。同时, 华星光电 T6、T7 项目落地深圳, 未来产能开出, 将令华星光电竞争力更上一层楼。因此给予与京东方 A 同等估值水平 2019 年 PEX12, 计算得出华星光电 85% 股权估值为 384 亿元。

表 25: 同业估值情况

代码	证券简称	2019PE (一致预测)
000725.SZ	京东方 A	12.8026
000050.SZ	深天马 A	9.1331
平均		10.96

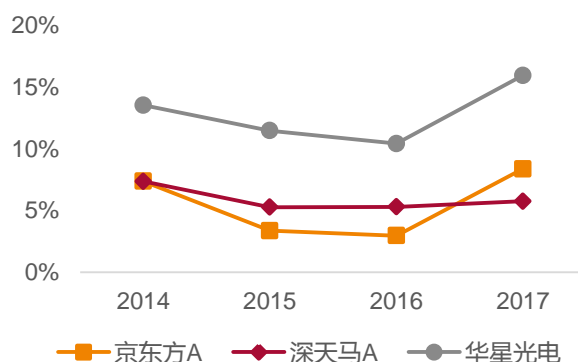
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 55: TCL ROE 高于同业对手



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 56: 2017 年华星光电净利率高于同业对手



资料来源: Wind、天风证券研究所

(2) 产业金融贡献归母净利润分别为 11/10/12 亿元，参考行业平均估值，我们给予 2019 年 11 倍 PE，计算得出公司产业金融业务估值为 110 亿元。

表 26：同业估值情况

证券代码	证券简称	2019PE (一致预测)
000563.SZ	陕国投 A	13.8728
002608.SZ	江苏国信	10.0977
600643.SH	爱建集团	10.1673
600816.SH	安信信托	9.6670
平均		10.9500

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	26,394.91	27,459.45	45,885.24	32,067.06	21,847.42
应收账款	17,703.88	18,600.81	18,832.66	19,124.88	19,439.98
预付账款	886.96	910.22	946.12	931.63	965.39
存货	12,825.04	12,946.30	14,182.13	13,259.22	14,463.86
其他	18,111.53	20,179.12	19,783.66	20,414.54	20,106.83
流动资产合计	75,922.32	80,095.91	99,629.81	85,797.33	76,823.49
长期股权投资	11,539.01	15,352.01	15,352.01	15,352.01	15,352.01
固定资产	37,720.51	32,597.98	36,349.34	37,579.45	37,283.79
在建工程	8,647.50	14,775.24	8,901.14	5,388.69	3,263.21
无形资产	5,913.34	7,245.32	6,746.37	6,247.42	5,748.47
其他	7,347.06	9,672.40	9,295.71	8,919.02	8,743.28
非流动资产合计	71,167.42	79,642.94	76,644.58	73,486.59	70,390.76
资产总计	147,136.79	160,293.98	176,274.38	159,283.92	147,214.25
短期借款	10,184.17	15,990.11	13,990.11	11,990.11	8,990.11
应付账款	36,581.77	35,987.05	38,970.48	36,851.66	39,748.93
其他	20,527.16	20,270.65	20,522.23	20,358.51	20,611.95
流动负债合计	67,293.10	72,247.80	73,482.82	69,200.28	69,350.98
长期借款	20,647.64	20,283.38	33,283.38	18,283.38	3,283.38
应付债券	7,493.72	10,497.25	10,497.25	10,497.25	10,497.25
其他	5,955.55	3,122.62	3,122.62	3,122.62	3,122.62
非流动负债合计	34,096.90	33,903.25	46,903.25	31,903.25	16,903.25
负债合计	101,390.01	106,151.05	120,386.07	101,103.52	86,254.22
少数股东权益	22,981.89	24,395.87	24,600.19	24,818.48	25,083.21
股本	12,213.68	13,514.97	13,549.65	13,549.65	13,549.65
资本公积	3,531.32	5,940.47	5,940.47	5,940.47	5,940.47
留存收益	11,916.01	16,012.46	17,738.47	19,812.27	22,327.17
其他	(4,896.13)	(5,720.84)	(5,940.47)	(5,940.47)	(5,940.47)
股东权益合计	45,746.78	54,142.94	55,888.31	58,180.40	60,960.03
负债和股东权益总计	147,136.79	160,293.98	176,274.38	159,283.92	147,214.25

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,137.54	3,544.70	3,452.02	4,147.60	5,029.80
折旧摊销	5,496.56	7,202.87	2,681.68	2,861.30	2,970.08
财务费用	1,003.40	2,077.73	950.92	1,074.44	1,058.70
投资损失	(2,345.60)	(2,438.69)	(2,137.18)	(2,137.18)	(2,137.18)
营运资金变动	721.76	(2,738.71)	2,542.32	(1,861.56)	2,180.65
其它	1,014.34	1,561.73	243.04	248.29	364.73
经营活动现金流	8,028.00	9,209.62	7,732.81	4,332.89	9,466.78
资本支出	19,123.16	15,693.39	60.00	80.00	50.00
长期投资	3,583.70	3,813.01	0.00	0.00	0.00
其他	(41,302.62)	(36,431.56)	2,494.86	1,917.18	1,837.18
投资活动现金流	(18,595.77)	(16,925.16)	2,554.86	1,997.18	1,887.18
债权融资	43,932.55	52,698.26	63,698.26	46,698.26	28,698.26
股权融资	(2,751.25)	3,676.71	(1,088.77)	(1,027.33)	(1,011.59)
其他	(19,246.91)	(47,822.84)	(68,461.49)	(74,859.99)	(49,260.27)
筹资活动现金流	21,934.39	8,552.13	(5,851.99)	(29,189.06)	(21,573.60)
汇率变动影响	19.17	(22.30)	(17.23)	(17.23)	(17.23)
现金净增加额	11,385.79	814.28	4,418.44	(22,876.22)	(10,236.88)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	106,617.9	111,727.4	111,392.3	112,951.8	114,759.0
营业成本	88,470.1	88,663.8	91,582.3	92,638.7	93,589.8
营业税金及附加	505.93	665.34	525.90	533.25	541.78
营业费用	9,628.12	9,511.06	8,354.39	8,471.38	8,320.03
管理费用	8,492.34	9,456.04	7,184.80	7,003.01	6,885.54
财务费用	816.31	1,665.28	950.92	1,074.44	1,058.70
资产减值损失	857.02	1,663.50	608.74	608.74	608.74
公允价值变动收益	(12.27)	309.43	38.72	30.00	100.00
投资净收益	2,364.77	2,416.39	2,119.94	2,119.94	2,119.94
其他	(4,633.01)	(6,736.36)	(4,317.34)	(4,299.89)	(4,439.89)
营业利润	128.54	4,112.92	4,343.83	4,772.15	5,974.32
营业外收入	2,848.44	840.25	509.77	1,000.00	1,000.00
营业外支出	180.01	163.44	120.25	120.25	120.25
利润总额	2,796.97	4,789.74	4,733.34	5,651.90	6,854.07
所得税	659.43	1,245.04	1,077.00	1,286.01	1,559.54
净利润	2,137.54	3,544.70	3,656.34	4,365.89	5,294.52
少数股东损益	535.41	880.31	204.32	218.29	264.73
归属于母公司净利润	1,602.13	2,664.40	3,452.02	4,147.60	5,029.80
每股收益(元)	0.12	0.20	0.25	0.31	0.37

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	1.66%	4.79%	-0.30%	1.40%	1.60%
营业利润	-90.41%	3099.82%	5.61%	9.86%	25.19%
归属于母公司净利润	-37.59%	66.30%	29.56%	20.15%	21.27%
获利能力					
毛利率	17.02%	20.64%	17.78%	17.98%	18.45%
净利率	1.50%	2.38%	3.10%	3.67%	4.38%
ROE	7.04%	8.96%	11.03%	12.43%	14.02%
ROIC	1.64%	7.41%	6.07%	7.22%	8.76%
偿债能力					
资产负债率	68.91%	66.22%	68.29%	63.47%	58.59%
净负债率	63.91%	51.83%	46.51%	18.57%	36.64%
流动比率	1.13	1.11	1.36	1.24	1.11
速动比率	0.94	0.93	1.16	1.05	0.90
营运能力					
应收账款周转率	6.05	6.15	5.95	5.95	5.95
存货周转率	9.76	8.67	8.21	8.23	8.28
总资产周转率	0.82	0.73	0.66	0.67	0.75
每股指标(元)					
每股收益	0.12	0.20	0.25	0.31	0.37
每股经营现金流	0.59	0.68	0.57	0.32	0.70
每股净资产	1.68	2.20	2.31	2.46	2.65
估值比率					
市盈率	20.38	12.26	9.46	7.87	6.49
市净率	1.43	1.10	1.04	0.98	0.91
EV/EBITDA	11.52	7.91	8.01	7.04	5.38
EV/EBIT	71.02	20.10	12.07	10.49	7.66

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com