

证券研究报告—深度报告

信息技术

IT 硬件与设备

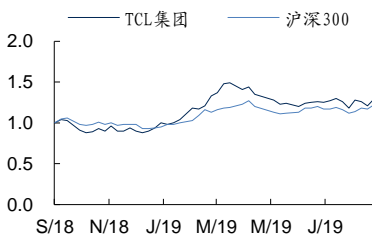
TCL 集团(000100)

买入

合理估值: 3.9-4.2 元 昨收盘: 3.42 元 (维持评级)

2019 年 09 月 09 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	13,550/12,660
总市值/流通(百万元)	46,340/43,297
上证综指/深圳成指	3,000/9,784
12 个月最高/最低(元)	4.33/2.21

相关研究报告:

- 《TCL 集团-000100-2019 年半年报点评: 业绩符合预期, 华星优势凸显》——2019-08-14
- 《TCL 集团-000100-重大事件快评: 小尺寸业务表现亮眼, 公司迎来转型后的新机遇》——2019-07-15
- 《TCL 集团-000100-2019 年一季报点评: 进一步聚焦主业, 定位科技产业集团》——2019-04-24
- 《TCL 集团-000100-重大事件快评: 投资海外股权基金, 打造科技产业集团》——2019-03-25
- 《TCL 集团-000100-2018 年半年报点评: 半年报符合预期, 聚焦优势产业协同发展》——2018-08-30

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

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310
E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

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。

深度报告

面板行业变局已至, 华星光电剩者为王

● 半导体显示: 存量格局下的剩者为王

大尺寸面板需求增速未见显著下滑, 供给持续释放, 供过于求持续。行业即将迎来新一轮的洗牌, 落后产能将进一步倒逼出清, 新兴应用加速渗透。2020 年后伴随着老旧产能的退出, 以及新增产能的趋缓, 行业供过于求形势趋缓, 2021 年行业有可能再次进入供不应求的新一轮景气周期。届时华星光电的龙头地位进一步增强。逆周期带动新技术、大尺寸化需求不断拓展, 将触发下行周期结束后的景气周期。

● TCL 集团: 以华星光电为核心的科技产业集团

公司在重组完成后, 实际上形成以华星光电为核心, 产业金融与创投为辅的新架构模式。华星光电目前已经是全球 TV 面板龙头之一, 同时布局 LTPS 和 AMOLED 小尺寸面板, 规模优势领先。通过持续研发投入完善技术布局, 多领域实现突破, 华星光电已经成为面板行业高运营效率和效益的典范。扩品类, 修内功, 逐步扩大产能优势, 华星光电经营指标处于行业前列。

● 破解华星光电估值之谜, 面板行业即将迎来曙光

对于面板行业, 新竞争者的成本优势和产能扩张打乱了行业的平衡格局, 后进入者在扩张期的积累决定了企业在周期拐点时的盈利弹性, 行业处于周期底部时, 盈利能力的强弱和对未来预期的变化决定了估值的底部。产业所处的景气周期与自身扩张阶段决定估值高低。产业链的转移正在加速面板行业格局的洗牌, 国内面板行业即将迎来曙光, 龙头公司有望逐步走出底部。

● 风险提示

半导体显示景气度持续低迷, 下游需求不达预期; 公司产能释放不达预期, 新技术新产品拓展不达预期。

● 优秀的面板行业龙头之一, 维持“买入”评级

预计公司 19-21 年归属母公司净利润 37.88/41.57/51.07 亿元, 增速分别为 9.2%/9.8%/22.8%。EPS 分别为 0.28 /0.31/ 0.38 元。对应 19~21 年 PE 分别为 12/11/9X, 公司当前估值低于可比公司, 据我们绝对估值与相对估值的结果, 公司未来一年合理估值区间为 3.9~4.2 元。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	113,447	77,457	87,631	110,013
(+/-%)	1.5%	-31.7%	13.1%	25.5%
净利润(百万元)	3468	3788	4157	5107
(+/-%)	30.2%	9.2%	9.8%	22.8%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.28	0.31	0.38
EBIT Margin	6.2%	3.9%	5.9%	7.2%
净资产收益率(ROE)	11.4%	12.4%	13.6%	16.7%
市盈率(PE)	12.6	11.5	10.5	8.5
EV/EBITDA	12.1	20.9	15.5	13.5
市净率(PB)	1.43	1.43	1.43	1.43

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

投资摘要

估值与投资建议

公司作为国内面板行业龙头之一，经营管理优秀，利润率水平高于业内平均，产品品类齐全，产能持续扩张。公司拥有更强的抗周期能力，在周期回暖时也具备更强的业绩弹性。预计公司 19-21 年归属母公司净利润 37.88/41.57/51.07 亿元，增速分别为 9.2%/9.8%/22.8%。每股收益分别为 0.28/0.31/0.38 元。根据我们绝对估值与相对估值的结果，公司未来一年合理估值区间为 3.9~4.2 元。维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，需求增速未见显著下滑，供给持续释放，供过于求持续。20 年后伴随着老旧产能的退出，和新增产能的趋缓，行业供过于求形式趋缓，21 年行业有可能再次进入供不应求的新一轮周期。

第二，行业即将迎来新一轮的洗牌，落后产能将进一步倒逼出清，新兴应用加速渗透。华星光电的龙头地位将进一步增强。逆周期将带动新技术、大尺寸化需求不断拓展，从而触发下行周期结束后的新一轮景气周期。

第三，华星光电具有产品齐全，技术布局完善，管理经营水平优秀，产能扩张更快等诸多优势。在行业洗牌过后，华星产能的增长将使得公司拥有更大的业绩弹性，因此其估值的提升空间也最大。面板产业链的转移将加速国内面板行业拥有更大的竞争优势。

与市场的差异之处

第一，分析了行业的未来几年的供需，并预判下一轮景气周期的时间点，详细分析了华星光电的诸多优势，得出华星具有更强的抗周期能力的结论。

第二，分析了公司的估值，结合 PB 和 PE 得出产业所处的景气周期与自身扩张阶段决定估值高低的结论。并从产业链转移的角度，分析为何国内面板行业即将在竞争中最终胜出。

股价变化的催化因素

第一，半导体面板景气度回暖，下游需求超预期。

第二，竞争格局优化，老旧产能退出。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，半导体显示景气度持续低迷，下游需求不达预期；

第二，公司产能释放不达预期，新技术新产品拓展不达预期；

内容目录

估值与投资建议	6
绝对估值: 1.26~9.3 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 3.9~4.2 元.....	7
投资建议.....	7
半导体显示行业: 存量格局下的剩者为王	8
需求增速未见显著下滑, 供给持续释放, 供过于求持续.....	8
行业即将迎来新一轮的洗牌, 新兴应用加速渗透.....	10
TCL 集团: 以华星光电为核心的科技产业集团	12
重组完成, 为何公司要转型以半导体显示为主业的科技集团.....	12
扩品类, 修内功, 华星光电逐步扩大产能优势.....	17
破解华星光电估值之谜, 面板行业即将迎来曙光	19
产业所处的景气周期与自身扩张阶段决定估值高低.....	19
产业链转移趋势不止, 国内面板行业即将迎来曙光.....	22
盈利预测	26
假设前提.....	26
未来 3 年盈利预测.....	26
盈利预测的敏感性分析.....	26
风险提示	28
附表: 财务预测与估值	29
国信证券投资评级	30
分析师承诺	30
风险提示	30
证券投资咨询业务的说明	30

图表目录

图 1: 全球 TV 面板平均尺寸以及供需比变化对比	8
图 2: 全球新增 TV 面板产能面积	9
图 3: 需求量不变情况下, 出货尺寸变化预估	9
图 4: 全球显示需求总面积预测 (百万平米)	9
图 5: TV 面板不同尺寸出货量 (百万片)	9
图 6: 所有显示类型需求面积和供给面积同比增速对比预估	10
图 7: 国内外主流面板厂商毛利率变化	10
图 8: 国内外主流面板厂商净利率变化	10
图 9: 行业竞争格局将再次走向集中	11
图 10: 新的需求在行业底部逐步出现并快速渗透	11
图 11: TCL 重组转型以华星光电为核心的科技产业集团	12
图 12: 华星光电产线投产时间表	12
图 13: 华星光电的营业收入和税前净利润以及净利率情况	13
图 14: EBITDA 率持续领先	13
图 15: 净利率率保持业内顶级	13
图 16: 华星光电大尺寸月产能增长情况 (万平米)	14
图 17: 华星光电小尺寸年产能增长情况 (万平米)	14
图 18: 19H1 LCD TV 面板市占率情况	14
图 19: 19H1 LTPS 手机面板市占率	14
图 20: 小尺寸面板技术发展路径	15
图 21: 华星光电 LTPS 良率快速提高	15
图 22: 华星光电紧握 LTPS 技术升级趋势	15
图 23: 公司的销售费用率对比同行业	16
图 24: 17 年公司的客户营收占比情况	16
图 25: 公司的财务费用率对比同行业	16
图 26: 公司的整体融资成本较低	16
图 27: 公司的管理费用率对比 BOE	17
图 28: 华星光电大尺寸和中小尺寸产能面积增速情况 (万平米)	17
图 29: 55 寸产品 19 年出货量第一	18
图 30: 65 寸预计未来出货量第二	18
图 31: 86 寸 19 年预计出货量达到第二	18
图 32: 32 寸高端电竞显示出货量全球第三	18
图 33: 华星积极降本增效	19
图 34: 友达营业额的变化	20
图 35: 友达主要产线情况	20
图 36: 友达的股价变化与战略变化	20
图 37: 友达的 PE 与 PB 变化	21
图 38: 京东方上市来 PB 变化情况	21
图 39: 12 年以来 TCL 集团 PB 变化	22
图 40: 行业洗牌后, 华星的利润弹性更大	22

图 41: 17 年华星光电成本拆分	23
图 42: 海外玻璃基板厂商	23
图 43: 国内玻璃基板厂商	23
图 44: 全球玻璃基板市场占有率情况	24
图 45: 偏光片产能持续向大陆转移	24
图 46: LG 化学 19 年 6 月出售亏损偏光片事业	24
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率敏感性分析	6
表 4: 相对估值法可比公司估值情况	7
表 5: 近两年进入高世代集中投产期	8
表 6: 相比 2018 年产能增长预估	9
表 7: 公司的核心财务指标和同行业对比	18
表 8: 2019~2021 年盈利预测 (亿元)	26
表 9: 公司盈利的敏感性分析	27

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：1.26~9.3 元

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，考虑公司重资产属性，公司的营业收入和产能的释放，以及行业景气度导致的产品价格均有关系，我们出于保守考虑，两年后整体维持 12% 左右增速。毛利率保持稳定。盈利预测假设条件和资本成本假设条件如下表所示。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	-31.72%	13.13%	25.54%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
营业成本/营业收入	84.86%	83.79%	82.63%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%
管理费用/营业收入	5.20%	5.00%	5.00%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%
销售费用/销售收入	5.20%	4.50%	4.50%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
营业税及附加/营业收入	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
所得税税率	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
股利分配比率	100.00%	100.00%	100.00%	30.00%	30.00%	60.00%	60.00%	60.00%	75.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1	T	18%
无风险利率	3.1%	Ka	9.1%
股票风险溢价	6%	有杠杆 Beta	3.1
公司股价（元）	3.22	Ke	21.69%
发行在外股数（百万）	13550	E/(D+E)	28.09%
股票市值(E, 百万元)	43630	D/(D+E)	71.91%
债务总额(D, 百万元)	111670	WACC	6.23%
Kd	4%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

我们分别考虑 WACC 和永续增长率对估值的影响。假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.5\%$ 和 $\pm 0.2\%$ ，按照 FCFF 估值法，计算得出公司股价区间在 1.26~9.3 元，估值中枢 4.28 元。

表 3：FCFF 估值结果对折现率和永续增长率敏感性分析

	4.28	7.5%	8.0%	8.45%	9.0%	9.5%
2.6%	9.30	7.16	5.39	3.91	2.65	
2.4%	8.68	6.67	5.00	3.59	2.39	
2.2%	8.11	6.21	4.63	3.28	2.14	
2.0%	7.58	5.79	4.28	3.00	1.90	
1.8%	7.09	5.39	3.96	2.73	1.67	
1.6%	6.64	5.02	3.65	2.48	1.46	
1.4%	6.21	4.67	3.36	2.24	1.26	

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对法估值：3.9~4.2 元

公司是国内面板行业龙头之一，我们选取同样为面板头的京东方 A、深天马 A 对比。采用 PE 和 PB 双重估值方法，可比公司 19 年平均 PE 为 19.9 倍。我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 37.88/41.57/51.07 亿元，增速分别为 9.2%/9.8%/22.8%。每股收益分别为 0.28 /0.31/0.38 元。

TCL 集团 PE 显著低于可比公司均值 PE。从业绩增速看，TCL 集团业绩增速高于可比公司，PEG 大于可比公司均值。从自身估值情况来看，公司 PB 处于历史中值偏下，PE 处于历史底部位置，考虑到行业依然处于洗牌阶段，供给端过剩依然存在，需求端受全球经济影响有所放缓。

但考虑到公司的优秀经营能力，和业内最好的利润率水平，且未来整体产能增速高于同行，我们认为公司的估值处于历史低位，如果行业洗牌过后行业回暖公司估值还有很大的上行的空间。

表 4：相对估值法可比公司估值情况

代码	简称	股价（8 月 30 日）	EPS（元）			PE			PB	PEG	总市值（亿元）
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E			
000100.SZ	TCL 集团	3.22	0.28	0.31	0.38	11.52	10.49	8.54	1.4	0.71	436
同类公司											
000725.SZ	京东方 A	3.66	0.12	0.17	0.23	30.50	21.53	15.91	1.46	0.71	1263
000050.SZ	深天马 A	13.54	0.76	0.96	1.15	17.82	14.10	11.77	1.06	0.33	277

资料来源:WIND，国信证券经济研究所预测（TCL 集团为国信证券经济研究所预测，京东方 A、深天马 A 为 wind 一致预期）

综合比较各公司的当前 PE/PB 值以及业绩增速，我们认为可比公司均处于历史 PE/PB 低位，而 TCL 集团的抗周期能力最强。因此我们综合可比行业平均估值，认为按照相对估值法，公司 PE 估值在 15 倍左右，PB 在 1.7 左右是合理的，相对估值法合理价格区间为 3.9~4.2 元。

投资建议

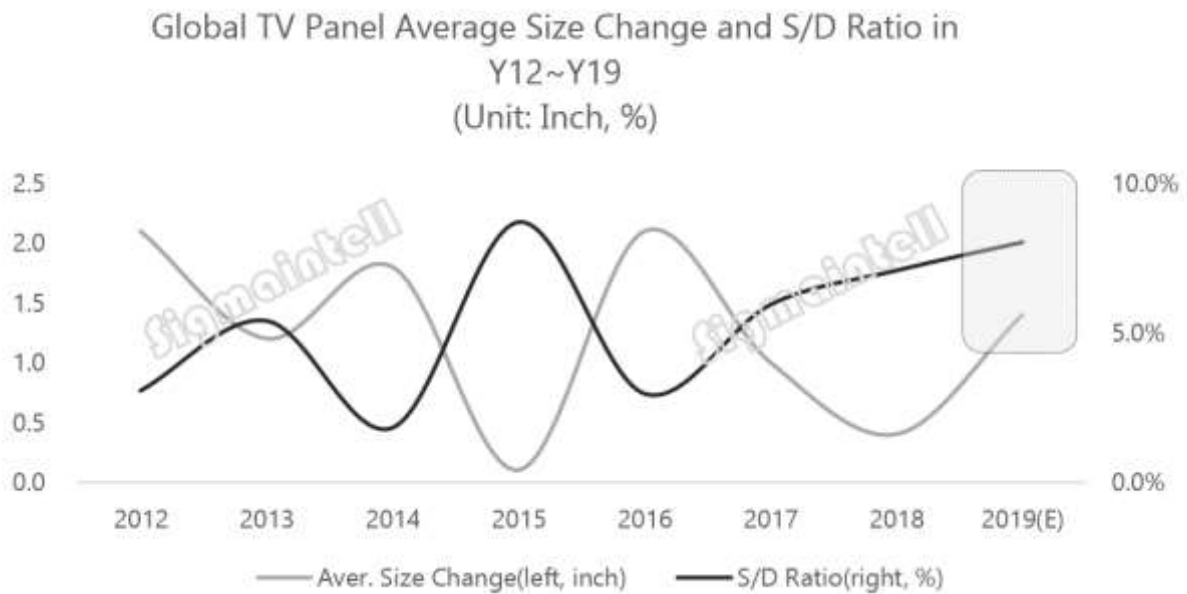
综合上述的假设条件，我们通过绝对估值和相对估值分析，认为公司股票合理价格区间在 3.9~4.2 元之间，相对于公司目前股价有 20%-30% 的溢价空间。我们认为，公司优秀的经营水平管理能力和未来产能扩张潜力都高于行业平均，并拥有更强的抗周期能力，在周期回暖时也具备更强的业绩弹性，因此维持“买入”评级。

半导体显示行业：存量格局下的剩者为王

需求增速未见显著下滑，供给持续释放，供过于求持续

过去全球 TV 的平均尺寸变化一直是大尺寸 LCD 需求增长的主要来源，当大尺寸 LCD 渗透率显著提高时，带动需求端的上涨，而如若此时供给端增量并不显著时，面板价格则迎来上涨，但是如今面板行业的供需关系却在 LCD 平均出货尺寸保持较高增长前提下依然持续恶化，根据群智咨询的数据，TV 尺寸的增长与供需比在过去相当长时间内呈现反比关系，但却在 19 年首次呈现正比关系。即在 TV 面板平均尺寸显著增加的情况下，行业供过于求现象却在加剧。

图 1：全球 TV 面板平均尺寸以及供需比变化对比



资料来源:群智咨询, 国信证券经济研究所整理

我们认为造成此种现象主要是由于自 17 年新的扩产周期开启以来, 近几年整体产能 (特别是高世代线的投产) 释放过于集中, 导致即便需求保持稳定增长, 但供给释放速度远大于需求增长速度。根据 DISCIEN 的数据, 预计从 2018 年到 2022 年将有 5690 万平米的产能释放, 相对于 2018 年产能整体增速在 37% 左右, 假设需求总量不变的前提下, 预计 TV 面板的平均出货尺寸需提升到 51.4 英寸。

表 5: 近两年进入高世代集中投产期

厂商	地点	世代线	产能	量产时间
华星	深圳	10.5	90K/M	2019Q1
惠科	滁州	8.6	150k/M	2019Q2
LGD	广州	8.5 (OLED)	60K/M	2019Q3
富士康	广州	10.5	90K/M	2019Q4
京东方	武汉	10.5	120K/M	2020Q1
惠科	绵阳	8.6	150k/M	2020Q2
LGD	坡州	10.5 (OLED)	30K/M	2020Q2
华星	深圳	10.5	90K/M	2020Q3

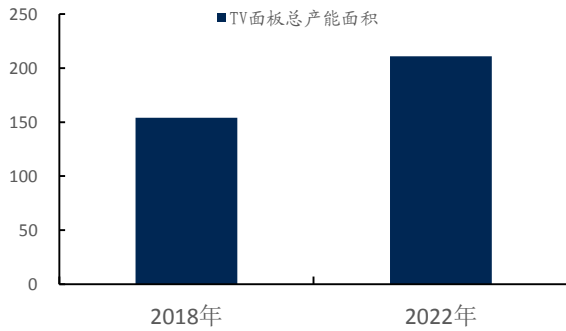
资料来源:DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

表 6: 相比 2018 年产能增长预估

世代线	玻璃基板面积(平方米)	比 2018 年新 增产能	稼动率	良率	基板切割效 率	面积(百万平 米)
8.5	5.5	60K/M	90%	85%	92%	3.0
8.6	5.85	300K/M	90%	90%	92%	15.7
10.5	9.9078	420K/M	90%	85%	92%	38.2
总增长						56.9

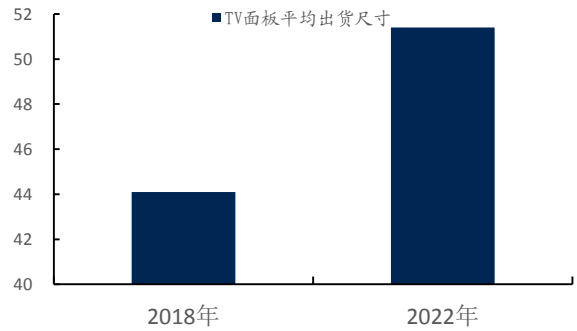
资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

图 2: 全球新增 TV 面板产能面积



资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

图 3: 需求量不变情况下, 出货尺寸变化预估

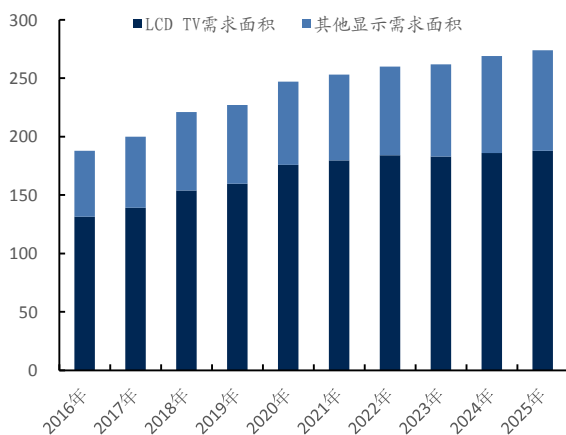


资料来源: DISCIEN, 国信证券经济研究所整理

从需求端来看, 根据 IHS 的数据, 到 2025 年, 全球半导体显示整体需求面积增速在 4% 左右, 其中 LCD TV 需求面积整体增速将保持在 4% 左右与行业整体增速持平, 需求面积增速低于或等于 4% 的显示类型为: 手机面板, NB, 显示器, 办公场用显示。而需求面积增速高于 4% 的显示类型为: OLED TV, VR、智能手表、商用显示, 车载显示。

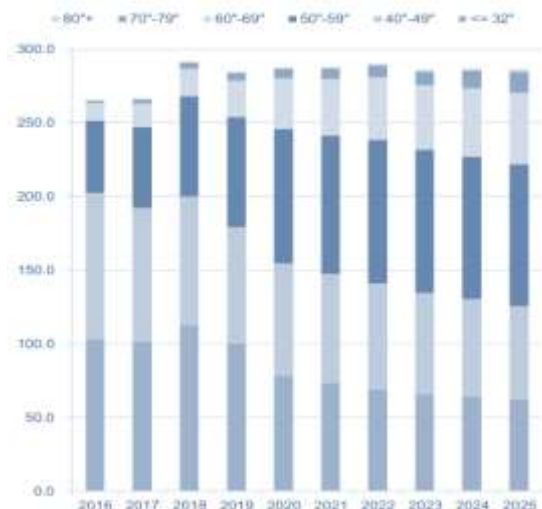
而 LCD TV 的需求面积增长主要来自于 TV 面板平均出货尺寸的显著增长。面板厂商的产能分配和高世代的陆续投产, 也是 TV 面板尺寸持续增长的主要动力。

图 4: 全球显示需求总面积预测 (百万平方米)



资料来源: IHS, 国信证券经济研究所整理

图 5: TV 面板不同尺寸出货量 (百万片)



资料来源: IHS, 国信证券经济研究所整理

面板行业自 17 年中进入新一轮扩产周期, 行业整体供给过剩, 再此期间面板价

格虽然由于产能结构调整、老产能退出、加库存周期、原材料涨价等因素有短期小幅上涨的现象，但是整体价格底部持续下探，厂商盈利能力持续下滑。根据 IHS 的数据，18 年-20 年期间，整体的供给释放大于需求的增长，行业将持续面临供过于求。20 年后伴随着老旧产能的退出，和新增产能的趋缓，行业供过于求形式趋缓，21 年行业有可能再次进入供不应求的新一轮周期。

图 6：所有显示类型需求面积和供给面积同比增速对比预估

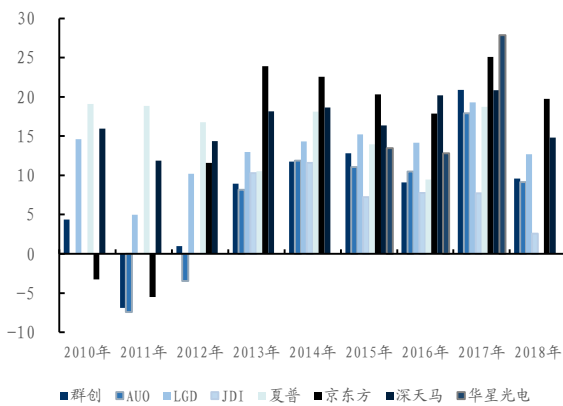


资料来源：IHS，国信证券经济研究所整理

行业即将迎来新一轮的洗牌，新兴应用加速渗透

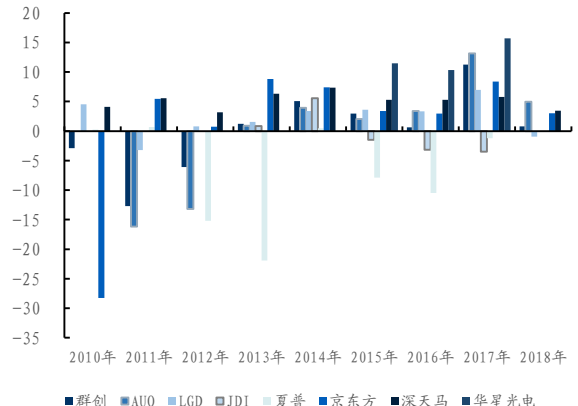
LCD TV 面板价格从 17 年 Q2 开始见顶，新一轮的扩产周期带动供给的持续增加，导致主要面板厂商毛利率和净利率持续下行，18 年 LG 已经开始亏损，而 19 年上半年整个面板行业普遍进入亏损状态，19 年第二季度 LGD 单季度亏损人民币 32 亿元，群创亏损人民币 6.6 亿元。国内面板厂商普遍保持低利润率状态。从 10 年到 13 年上一轮面板行业下行周期中，群创连续亏损三年，日本厂商逐渐从行业竞争中出局。我们认为此轮面板下行周期中，行业内公司持续亏损同样不会超过三年，落后产能将进一步倒逼出清。即 21 年行业整体盈利能力有望筑底回升。

图 7：国内外主流面板厂商毛利率变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：国内外主流面板厂商净利率变化



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

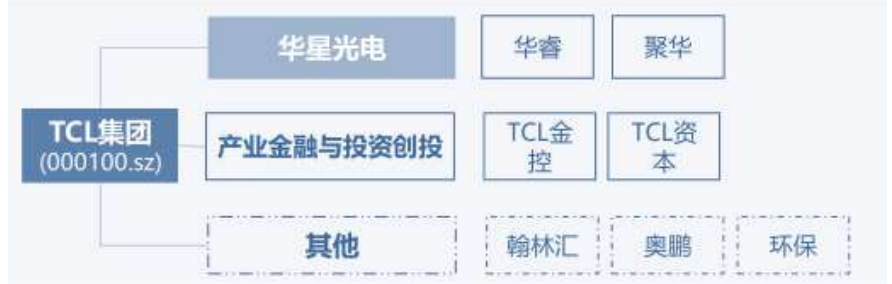
从行业集中度和竞争格局来看，从 13 年以来伴随着国内厂商的大幅度扩产，大尺寸 LCD 行业 TOP5 的集中度在分散，其中 BOE、CSOT 上升最快，而三星、

TCL 集团：以华星光电为核心的科技产业集团

重组完成，为何公司要转型以半导体显示为主业的科技集团

公司在重组完成后，实际上形成以华星光电为核心，产业金融与创投为辅的新架构模式。

图 11：TCL 重组转型以华星光电为核心的科技产业集团



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

为何要以华星光电作为核心主要核心因素有三:

一，华星已经是全球 TV 面板龙头之一，布局 LTPS 和 AMOLED 小尺寸面板，规模优势领先

公司原有的多媒体、手机、以及家电业务增长趋缓，而华星过去几年快速成长成为全球 TV 面板龙头之一（20 年全球第二），拥有 T1/T2/T6/T7（再建）等大尺寸 LCD TV 面板产线，并已经拥有 T3（LTPS 全球第二）和 T4（柔性 OLED）等中小尺寸手机面板产线。华星拥有产品、规模、成本等多个方面的优势，已经成为集团的主要利润和现金流来源。

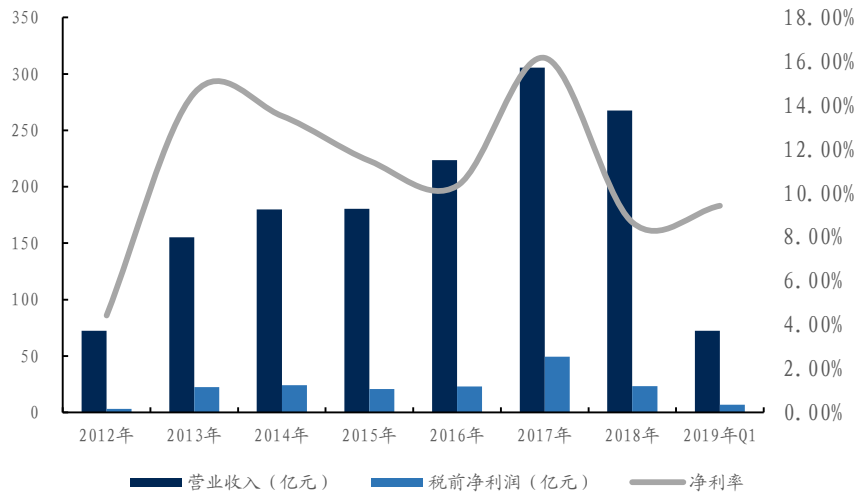
图 12：华星光电产线投产时间表



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

华星光电的营收伴随着产能增长而持续增长,营收从12年的72.4亿增长到276.7亿,年复合增长率25%。并且做到了从2012年投产后每年都保持盈利,且EBITDA%连续25个季度业内排名领先。净利润率属于行业顶级水平。

图 13: 华星光电的营业收入和税前净利润以及净利率情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 14: EBITDA 率持续领先



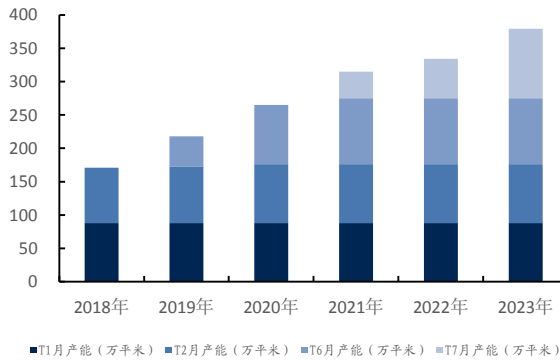
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 15: 净利润率保持业内顶级



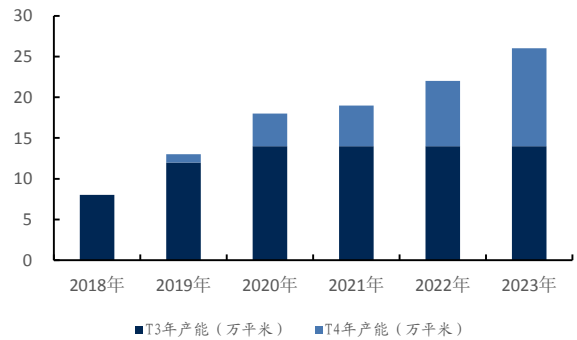
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 16: 华星光电大尺寸月产能增长情况 (万平方米)



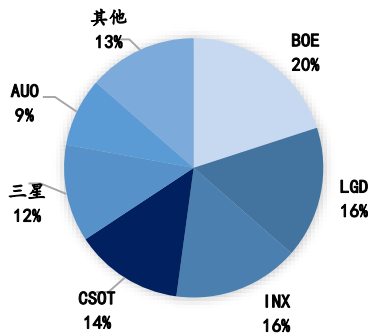
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 华星光电小尺寸年产能增长情况 (万平方米)



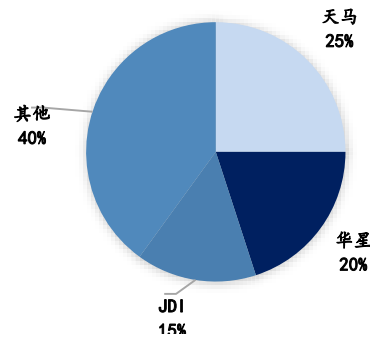
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 18: 19H1 LCD TV 面板市占率情况



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所整理

图 19: 19H1 LTPS 手机面板市占率



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所整理

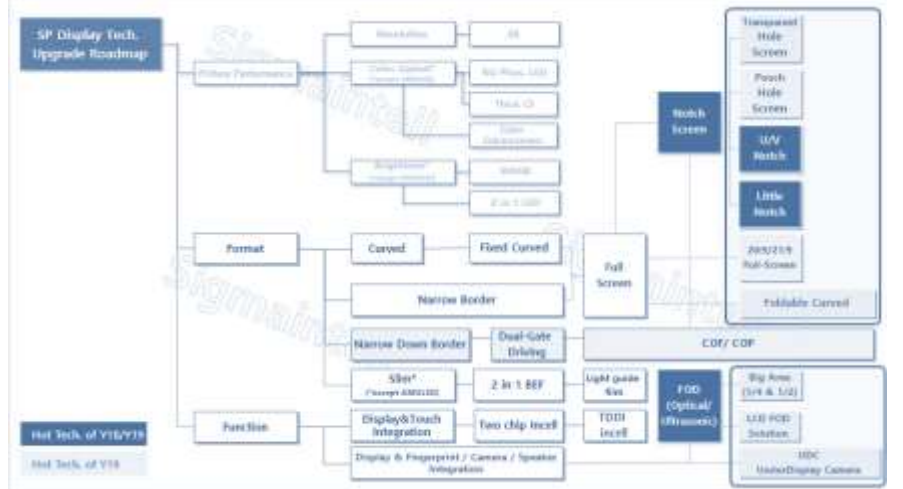
二、完善技术布局, 多领域实现突破

从面板的发展路径来看, 根据群智咨询的数据, 小尺寸手机面板正在朝着: 刘海屏、打孔屏、屏下指纹、折叠屏方向发展。公司的 LTPS 面板产能持续增加, 目前已经跃居全球出货量第二位, 且良率水平高于国内, OLED、窄边框、屏下摄像头等技术国内领先。

从柔性 OLED 能力来看, 公司在全球 OLED 专利数排名全球第四, 仅次于三星、BOE、LG。T4 预计将在 19Q4 开始量产, 预计明年拥有大批量供货的能力。

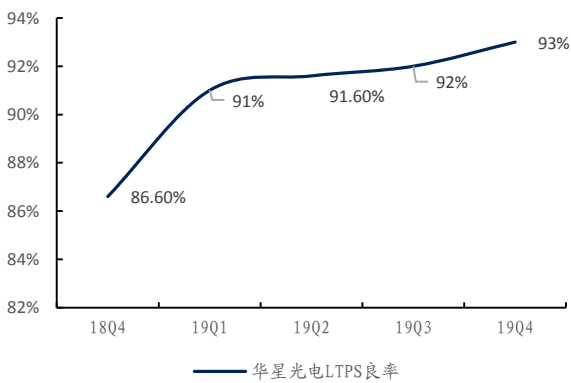
在大尺寸 OLED 上公司参股广东聚华布局印刷显示, 积极推动大尺寸印刷 OLED 技术的落地与推广。

图 20: 小尺寸面板技术发展路径



资料来源:群智咨询, 国信证券经济研究所整理

图 21: 华星光电 LTPS 良率快速提高



资料来源:群智咨询, 国信证券经济研究所整理

图 22: 华星光电紧握手 LTPS 技术升级趋势



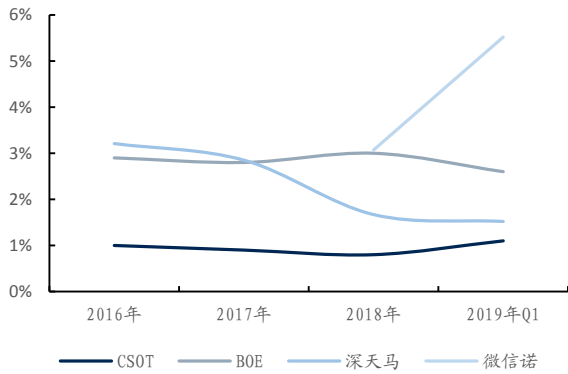
资料来源:群智咨询, 国信证券经济研究所整理

三, 华星光电已经成为面板行业高运营效率和效益的典范

通过对比国内面板行业龙头京东方的销售费用率、财务费用率、管理费用率, 可以得出华星光电的整体费用率要低于京东方以及行业内其他公司。我们分别对原因加以分析:

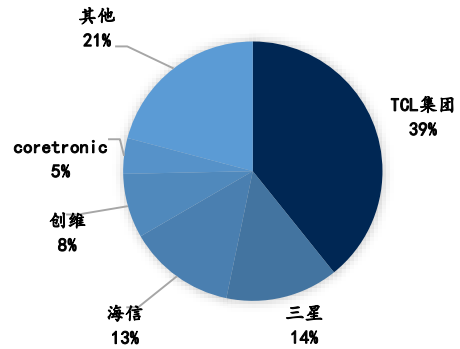
销售费用率: 华星光电的客户呈现较为集中的态势, 背靠 TCL 集团, 使得华星光电的部分大尺寸 LCD 产能被自身所消化, 与核心客户的稳定战略关系, 保证了公司的销售费用率较低。

图 23: 公司的销售费用率对比同行业



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

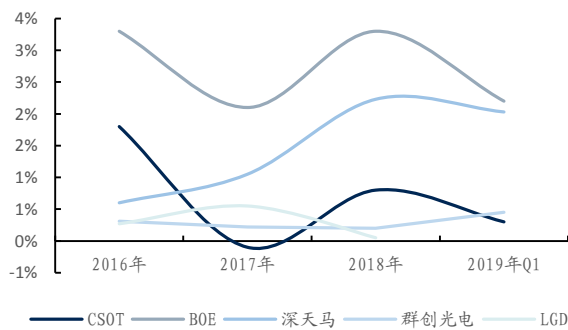
图 24: 17 年公司的客户营收占比情况



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

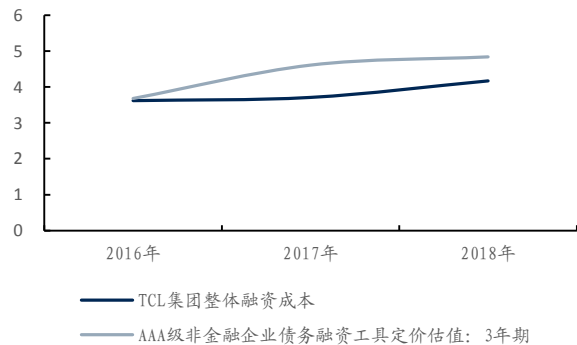
财务费用率: 从公开披露的数据来看, 华星光电 17Q1 的短期+长期借款总额为 192 亿元, 占华星光电总负债比重的 46%。而京东方 18 年的短期+长期借款总额为 1002.3 亿元, 占京东方总负债比重的 55%。京东方的营收体量是华星光电的 3 倍左右, 但是借款总金额却是华星的 5 倍左右。一方面是华星的整体融资成本低 (18 年 TCL 集团融资成本 4.17%), 京东方整体的扩张速度较快, 杠杆更高, 也是公司财务费用略高于华星的因素之一。

图 25: 公司的财务费用率对比同行业



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

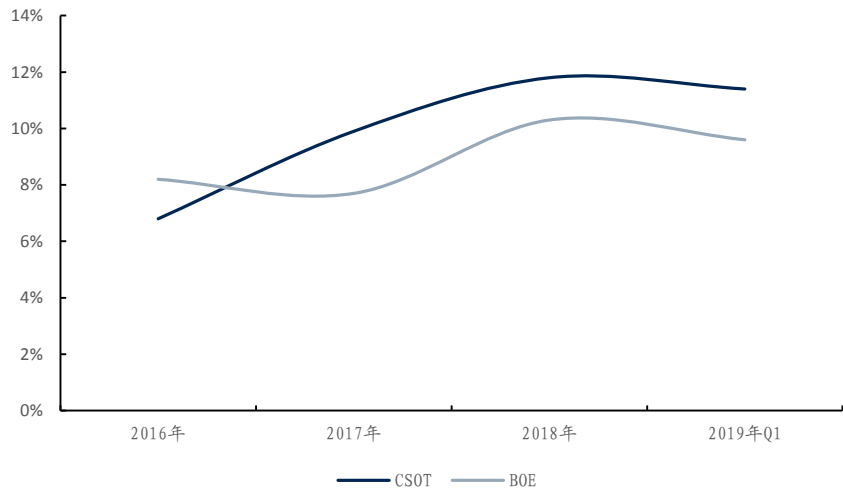
图 26: 公司的整体融资成本较低



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

管理费用率: 我们以行业龙头 BOE 作为对比, 公司整体管理费率略高于 BOE, 和公司过去持续加大研发投入, 增加新领域新产品的布局有较大的关系。

图 27: 公司的管理费用率对比 BOE



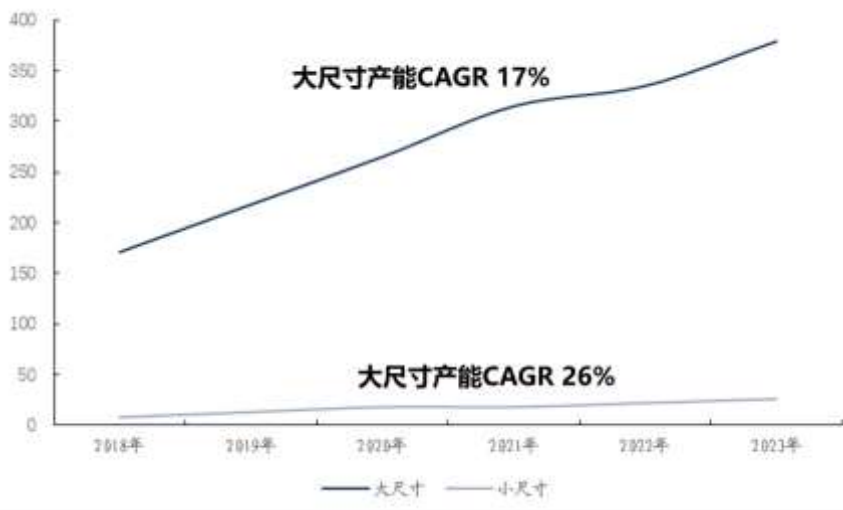
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

扩品类, 修内功, 华星光电逐步扩大产能优势

公司小尺寸 LTPS 17 年开始量产, 带动手机类面板的营收持续扩大, 制程工艺和水平持续提升, 产品从 18 年的 notch 刘海屏到, 水滴屏, 挖孔屏等, 再到最新的屏下指纹产品, 公司的良率和产能利用率也持续提升, 目前产能供不应求。

19 年初 T6 正式量产, 大尺寸 LCD 产能进一步扩张, 公司已经具备从手机、车载、TV、商显、笔电、显示器等全品类显示屏的量产能力。从全球面板厂商的扩张速度来看, 华星光电与京东方、深天马等龙头均保持在全球前列, 并且对韩台厂商的产能优势持续放大。

图 28: 华星光电大尺寸和中小尺寸产能面积增速情况 (万平米)



资料来源: 华星光电, 国信证券经济研究所整理

图 29: 55 寸产品 19 年出货量第一



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 30: 65 寸预计未来出货量第二



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 31: 86 寸 19 年预计出货量达到第二



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 32: 32 寸高端电竞显示出货量全球第三



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

除了在产品品类拓展, 扩张业务布局。公司在面临行业下行周期时, 也在持续“修内功”降成本, 公司目标在材料成本、制造费、平台等方面的费用整体持续缩减, 从而进一步提升公司在周期底部的抗周期能力。

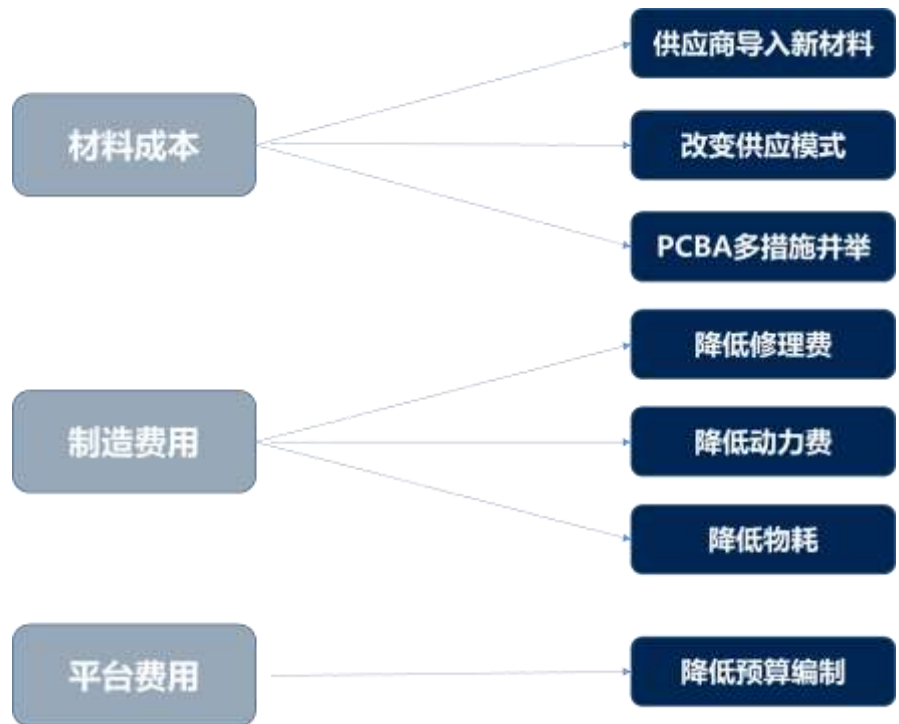
从过去公司的 ROE、净利润率、EBITDA 率的水平来看, 公司一直以来的降成本效果显著, 整体经营指标处于行业前列。

表 7: 公司的核心财务指标和同行业对比

	ROE(2016)	ROE(2017)	ROE(2018)	营业利润率(2016)	营业利润率(2017)	营业利润率(2018)	EBITDA(2016)	EBITDA(2017)	EBITDA(2018)
华星光电	6.10%	11.80%	5.00%	3.30%	20.40%	9.40%	27.70%	37.20%	30.20%
京东方	2.40%	9.30%	4.00%	0.73%	10.30%	4.10%	21.20%	27.30%	22.70%
LGD	7.20%	13.70%	-1.28%	5.00%	8.90%	0.40%	16.60%	20.10%	14.30%
友达	4.20%	12.30%	0.89%	3.80%	11.50%	2.20%	16.30%	23.10%	15.60%
深天马	4.20%	5.80%	4.60%	3.30%	6.30%	3.40%	12.60%	15.80%	16.80%

资料来源:wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 33: 华星积极降本增效



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

破解华星光电估值之谜，面板行业即将迎来曙光

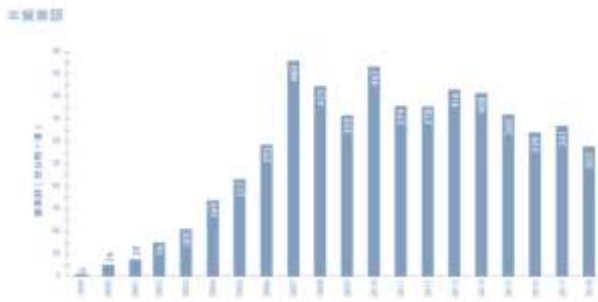
产业所处的景气周期与自身扩张阶段决定估值高低

面板制造行业属于典型的重资产制造业，我们以台湾面板企业过去的发展经验为例，探索面板厂商不同发展阶段的估值差异。

台湾面板企业崛起于 2000 年以后，完整经历了面板产业的崛起过程，且数据可追溯性强，更具代表性。其中友达为台湾上市最早的面板企业，于 2000 年 9 月上市，其快速扩张期始于 1999 年，2007 年达到峰值，并未及时在大陆建厂，2010 年大陆自主建线，友达固守阵营，往后基本只在大陆新增一条 LTPS 线，再无新产能，发展停滞。

友达的股价 2004 年 4 月和 2007 年 12 月达到峰值，和其扩张期后的盈利期基本一致。2012 年后产业陷入衰退期，一方面是大陆扩产，一方面是全球需求紧缩（宏观因素）。而友达的扩张期与衰退期，景气上升与下滑期的估值截然不同。

图 34: 友达营业额的变化



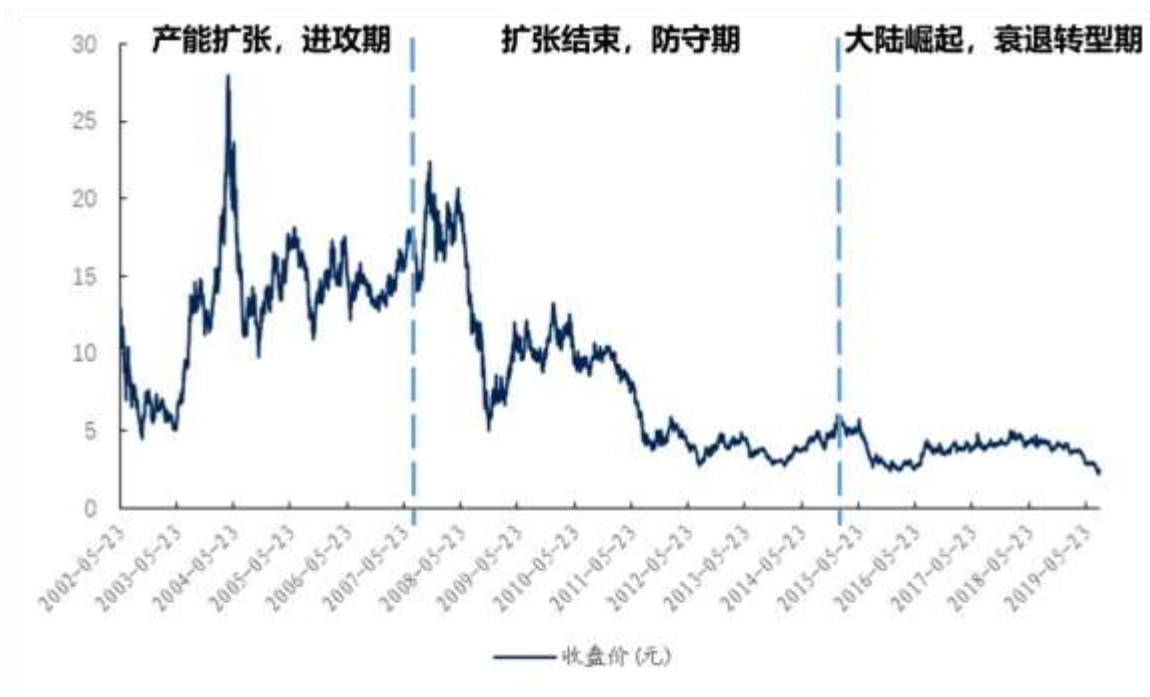
资料来源:AUO, 国信证券经济研究所整理

图 35: 友达主要产线情况



资料来源:AUO, 国信证券经济研究所整理

图 36: 友达的股价变化与战略变化

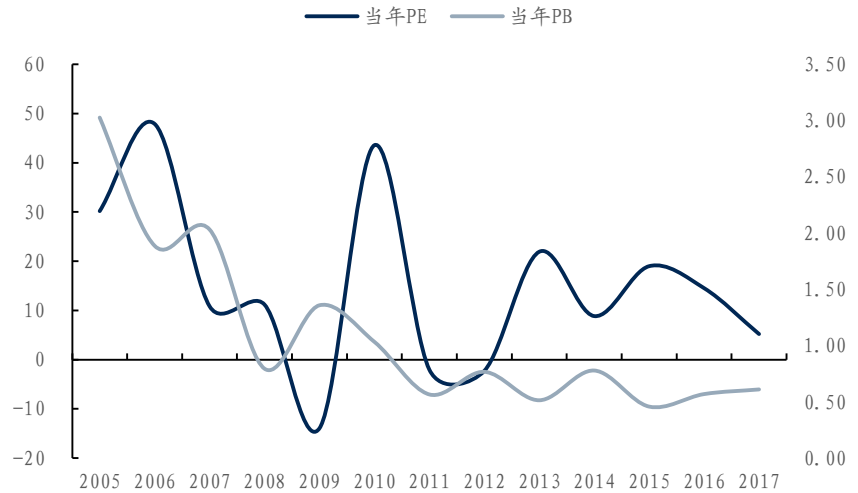


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

从友达的股价可以看出，2000 年以后台湾面板企业进入产能扩张的进攻期，由于供需曲线的剪刀差，表现出来的是虽然股价有一定的区间涨幅，但是股价上下波动剧烈，并且行业景气度下行时，有亏损的情况出现，因此 PE 估值方法已经不适用，以 PB 为主，PE 为辅的估值方式是面板行业的主流估值方法。

存量市场竞争格局恶化时，估值显著走低，在无新的革命技术，无新产能，市占率又持续下降的前景之下，市值长期低于净资产。我们认为友达的估值充分反映了，产业发展的迁移，市场地位的变化，新兴应用和技术的崛起等方面。给中国厂商的发展提供了充分的借鉴意义。

图 37: 友达的 PE 与 PB 变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

同样，我们复盘国内可比面板龙头京东方的股价，我们可以看出，京东方的估值底部较为稳定，上市以来数次周期下行中公司的 PB 小于 1 的概率不足 4%，仅在扣非净利润为负时出现过 PB 跌破 1 的情况。

图 38: 京东方上市来 PB 变化情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

京东方目前依然处于扩张期，但我们认为在扩张期的积累决定了企业在周期拐点时的盈利弹性，行业景气度回升带动的业绩弹性力度决定了未来股价向上的弹性空间。而行业处于周期底部时，盈利能力的强弱和对未来预期的变化决定了估值的底部。

从 TCL 集团的 PB 估值变化情况来看，自 TCL 集团内的华星光电投产后，公司的 PB 估值中值维持在 1.5~1.6 倍。2019 年上半年正式重组完毕，但由于行业整体处于景气低位，公司目前 PB 估值在 1.5 倍左右，相比竞争对手来看，略低于同为 A 股上市的京东方 A，略高于维信诺、深天马 A，主要是由于公司 ROE 相比行业更高，且公司未来大尺寸和小尺寸 OLED 产能扩张速度也高于行业平均。

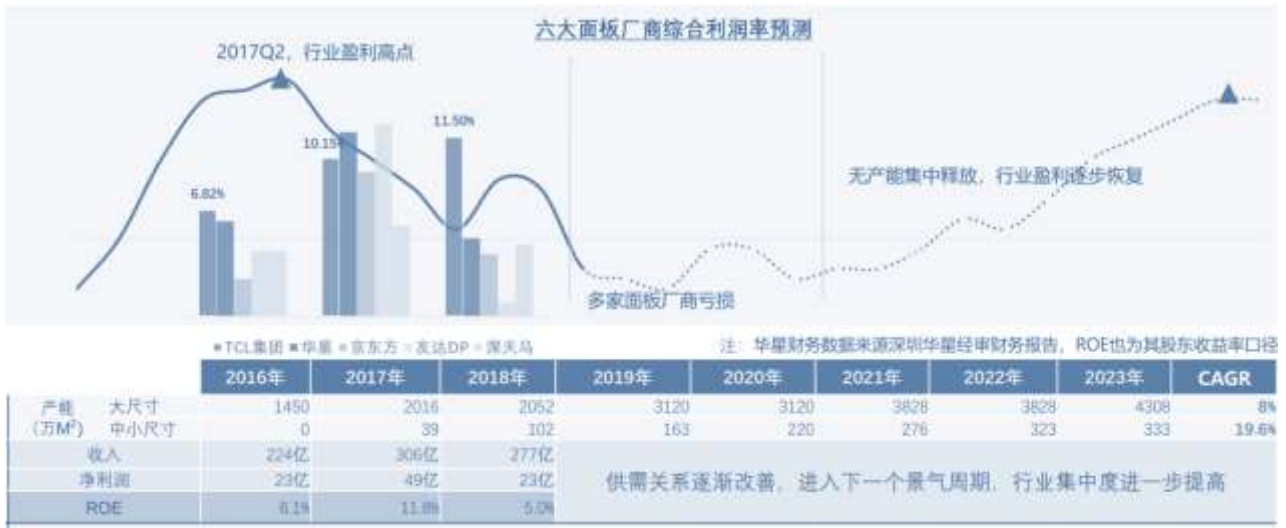
图 39: 12 年以来 TCL 集团 PB 变化



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

伴随着 TCL 集团新一轮的产能扩张, 在行业洗牌过后, 华星产能的增长将使得公司拥有更大的业绩弹性, 因此其估值的提升空间也最大。

图 40: 行业洗牌后, 华星的利润弹性更大



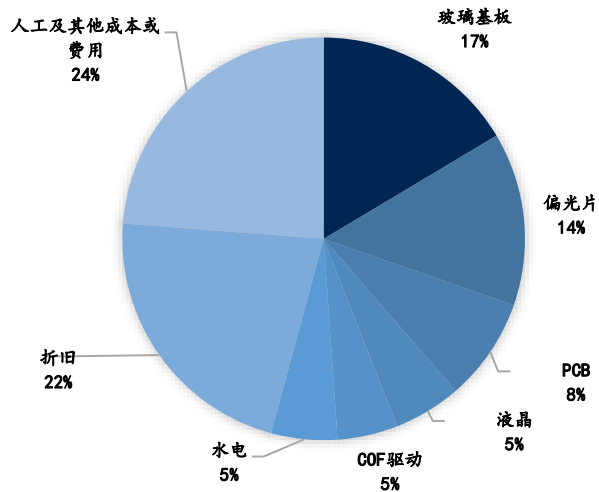
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

产业链转移趋势不止, 国内面板行业即将迎来曙光

面板制造行业属于典型的重资产制造业, 行业已经逐步进入成熟期, 在面板产能的大转移背景下, 上游设备材料的本土国产化进程也不断加速, 与国内面板产能扩充形成正反馈, 对国产材料设备厂商的采购倾斜, 进一步降低国内面板厂商整体成本, 提高面对海外厂商的竞争力。

我们根据华星光电所披露的 2017 年的数据揭露面板厂商的成本结构, 从下图可以看出材料成本、折旧、人力及其他成本或费用是面板厂商的主要成本构成。而材料占比比重最大, 其中又以玻璃和偏光片占比最大。

图 41: 17 年华星光电成本拆分



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

如果按照上述成本占比计算, 如果假设所有材料端国产替代相比国外厂商有 10~15% 的价格优势, 那么可以计算出, 如果所有面板用材料国产替代渗透率每提升 10%, 则可以带来面板厂商成本端下降 0.5~0.75%。这对于面板厂商而言, 如果产线已经折旧完毕, 那么则意味着通过国产化材料占比的提升, 可以降低单位面板的现金成本, 这无疑代表着行业低谷洗牌期时拥有更强的竞争力。

以玻璃基板为例, 国内厂商彩虹集团、东旭光电、凯盛科技等已经实现 8.5 代及以下的液晶面板玻璃基板的量产, 而玻璃基板占整体液晶模组的成本超过 17%, 目前国内部分厂商已经实现了 8.5 代及以下的低世代线的玻璃基板的部分国产化。

图 42: 海外玻璃基板厂商

国际玻璃基板主要供应商		
企业	国家	相关说明
Corning	美国	全球玻璃基板领先企业, 拥有LCD用的EAGLE XG玻璃以及用于LCD和OLED显示器的高性能显示器玻璃Lotus™ NXT
AGC	日本	在LCD和OLED的玻璃基板中占据全球第二的市场份额
NEG	日本	产品主要用于LCD和OLED的无机玻璃基板OA-11和OA-10G
NSG	日本	玻璃基板主要加工基地在日本、中国、北美(加拿大)、欧洲
AvanStrate	日本	产品主要用于LCD电视、个人计算机等
Central Glass	日本	产品主要用于触摸屏和LCD的平板玻璃
SCHOTT	德国	化学强化铝硅酸盐和铝硅酸盐玻璃Xensation

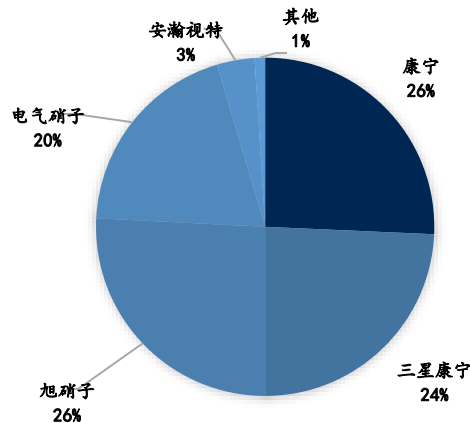
资料来源:新材料在线, 国信证券经济研究所整理

图 43: 国内玻璃基板厂商

国内玻璃基板主要供应商		
企业	相关说明	世代线情况
东旭光电	掌握低温玻璃基板生产技术和装备生产的企业	G5、G6、G8.5
彩虹股份	中国第一片液晶玻璃基板的诞生地	G8.5
中先电	中建材集团TFT-LCD液晶玻璃制造主要基地之一	G4.5
凯盛科技	国内首条浮法8.5代TFT-LCD玻璃基板示范线	G8.5

资料来源:新材料在线, 国信证券经济研究所整理

图 44: 全球玻璃基板市场占有率情况



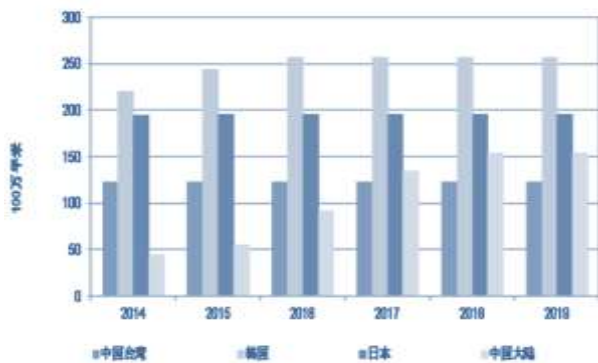
资料来源:中商产业研究, 国信证券经济研究所整理

构成面板的另一大材料, 偏光片的国产化也在持续提升, 海外厂商正在收缩其偏光片业务或者出售产线, 并不在新增产能。而主要的新增产能都集中在国内。国内厂商 sunnypol、盛波光电等纷纷布局超大尺寸偏光片, 持续提升偏光片的国产化率。

19 年 6 月份, LG 化学开始着手对营业发生亏损的偏光板事业进行股份出售。计划出售的法人净资产达到 1 万 6000 亿 (约合 94 亿人民币), 而预计出售价格在 1~2 万亿左右。LG 计划尽快完成出售, 甚至考虑连同经营权一同转让。此后, 将通过出售剩余的股份, 完全退出偏光板事业。

国内偏光片厂商如 sunnypol、盛波光电等则纷纷开始大尺寸偏光片的布局, 产业转移的趋势已经形成。深纺织 A 拟引进日东电工技术建设一条幅宽为 2500mm, 年产 3200 万平米的偏光片产线, 合肥 sunnypol 宽幅 1330mm 偏光片生产线开始投产, 同时募资建设 2500mm 超宽幅产线, 实达集团成都偏光片项目开工, 深圳兴飞投资 100 亿元开工西部首个偏光片超级工厂。

图 45: 偏光片产能持续向大陆转移



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: LG 化学 19 年 6 月出售亏损偏光片事业

法人名	资产	负债	权益	销售额	净利润
南京信息电子材料	33,737	18,341	15,396	7,397	-25
北京显示材料	429	145	284	251	14
广州信息电子材料	1,379	73	1,306	0	-14
合计	35,545	18,559	16,986	7,648	-35

资料来源:模切之家, 国信证券经济研究所整理

图 46: 国内偏光片产能扩充情况

企业	地区	尺寸	产能 (万平方米)	投产情况
三利谱	深圳	1490mm	450	投产
	合肥一期	1490mm	1000	
		1330mm	600	
	合肥二、三期	2500mm	6000+	拟投资
盛波光电	深圳一期	1330mm	600	投产
		650mm	200	
	深圳二期	1490mm	1280	拟投资
	深圳三期	2500mm	3200	
LG Chem	南京	2250mm	3240	已投产
	广州	宽幅	2000	拟投资
Nitto	深圳	1490mm	-	已投产
SDI	无锡	2300mm	3000	已投产
		1490mm	-	规划
诚美材	昆山	1490mm	1200	已投产
		2500mm	2800	规划
	西安	2500mm	3000	

资料来源:OLEDindustry, 国信证券经济研究所整理

除了玻璃基板和偏光片,液晶材料是液晶显示面板三大主材之一,但是全球 85% 以上技术市场被国外少数企业所垄断,国内厂商如八亿时空等已经实现液晶材料的国产化替代,目前在国内市场份额约占 20%。

此外,在驱动 IC 领域,国内厂商如集成北方、中颖电子等均逐步实现了国产驱动 IC 的替代。

我们认为,从全球产业链和竞争地位的大环境变局之下,国产替代的驱动和产业链的重构,将逐步在未来开花结果,进一步重构面板产业的全球格局和地位,优胜劣汰后,行业的利润水平将会重新迎来改善。而对于重资产的面板产业而言,具备更快产能扩张的华星光电其高业绩弹性值得期待。

虽然目前 TCL 集团由于市场用 PB 估值的因素,而其更高的利润水平,导致其 PE 偏低,但我们认为,行业洗牌将会在接下来 1-2 年的时间内完成,行业的盈利能力会逐步修复,而决定公司估值空间的是其竞争力和产能扩张的力度,因此 TCL 集团对比同业有更大的估值提升潜力。

盈利预测

假设前提

按假设前提，我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 37.88/41.57/51.07 亿元，增速分别为 9.2%/9.8%/22.8%。每股收益分别为 0.28/0.31/0.38 元

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1) 公司各项业务进展顺利，整体需求保持稳定。
- 2) 我们对公司未来业绩预测主要基于以下假设：

华星光电：

随着 T3 的满产以及 T6 的量产，我们预计 19/20/21 年华星光电的主要业务营收增速分别为，16.55%/24.63%/50%。

翰林汇：

整体营收和毛利率保持稳定，预计 19/20/21 年翰林汇的主要业务营收增速分别为，5%/5%/5%。

其他和并及抵消，预计 19/20/21 年翰林汇的主要业务营收增速分别为，5%/5%/5%。

预计整体销售毛利率 15.14%/16.21%/17.37%。

- 3) 综合以上假设，由于重组后公司合并范围发生变化，我们预计公司 19/20/21 年营收增速为 -31.71%/13.13%/25.54%。毛利率为 15.14%/16.21%/17.37%。

表 8：2019-2021 年盈利预测（亿元）

单位：亿元	2018 年（仅显示重组后业务）	2019 年	2020 年	2021 年
华星光电				
营收	275.37	320.94	400.00	600.00
YOY	50.76	16.55%	24.63%	50.00%
毛利率（%）	18.43%	19.00%	20.00%	21.00%
翰林汇				
营收	165.36	173.63	182.31	191.42
YOY	6.28	5%	5%	5%
毛利率（%）	3.80%	5.00%	5.00%	5.00%
其他及合并抵消				
营收	-65.60	280.00	294.00	308.70
YOY	18.71	5%	5%	5%
毛利率（%）	-3.50%	17.00%	18.00%	18.00%
总收入				
营收	1134.47	774.57	876.31	1100.12
YOY		-31.72%	13.13%	25.54%
毛利率（%）		15.14%	16.21%	17.37%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理预测

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，我们得到公司 19-21 年归属母公司净利润 37.88/41.57/51.07 亿元，增速分别为 9.2%/9.8%/22.8%。每股收益分别为 0.28/0.31/0.38 元。

盈利预测的敏感性分析

假设公司各业务毛利率保持稳定前提下，我们按照 19 年~21 年整体业务需求增加带动公司各项子业务营收涨幅为 -10%/0%/10% 三种情况进行盈利的敏感性分析。得出结论如下：

- 1, 假设公司各业务部门整体营收增加 10%，对应 19/20/21 年主营业务收入

845/1040/1407 亿元，同比增速 -25.5%/23.1%/35.3%，对应归母净利润 40.23/48.88/66.65 亿元，同比增速 16%/21.5%/36.4%，EPS 0.3/0.36/0.49 元。

2，假设公司各业务部门整体营收增加 0%，对应 19/20/21 年主营业务收入 774/876/1100 亿元，同比增速 -31.7%/13.1%/25.5%，对应归母净利润 37.88/41.57/51.07 亿元，同比增速 9.2%/9.8%/22.8%，EPS 0.28/0.31/0.38 元。

3，假公司各业务部门整体营收增加-10%，对应 19/20/21 年主营业务收入 703/726/841 亿元，同比增速-38%/3.2%/15.8%，对应归母净利润 36/35/38 亿元，同比增速 2.4%/-1.7%/8.6%，EPS 0.26/0.26/0.28 元。

盈利预测情景分析

表 9：公司盈利的敏感性分析

乐观情景：各业务部门整体营收增加 10%				
	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
主营业务收入（百万元）	1134.47	84,532	104,053	140,774
YOY	1.54%	-25.5%	23.1%	35.3%
净利润（百万元）	34.68	4023	4888	6665
YOY	30.07%	16.0%	21.5%	36.4%
EPS（元）	0.26	0.30	0.36	0.49
正常情景：各业务部门整体营收增加 0%				
主营业务收入（百万元）	1134.47	77,457	87,631	110,013
YOY	1.54%	-31.7%	13.1%	25.5%
净利润（百万元）	34.68	3788	4157	5107
YOY	30.07%	9.2%	9.8%	22.8%
EPS（元）	0.26	0.28	0.31	0.38
悲观情景：各业务部门整体营收增加-10%				
主营业务收入（百万元）	1134.47	703.83	726.25	841.29
YOY	1.54%	-37.96%	3.18%	15.84%
净利润（百万元）	34.68	35.53	34.92	37.92
YOY	30.07%	2.4%	-1.7%	8.6%
EPS（元）	0.26	0.26	0.26	0.28

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 3.9~4.2 元/股，我们进行绝对估值的前提假设较多，进行相对估值时也有一定的主观性因素。

1, 存在对面板价格的估算过于乐观的情况，导致营收和利润预测偏高，可能导致最终现金流折现值偏高，带来绝对估值偏高，以及盈利预测较为乐观带来的相对估值结果偏高的情况。

2, 我们计算 WACC 值假设无风险利率为 3.1%，风险溢价 6.0%。可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险。

3, 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。

盈利预测的风险

1, 面板行业整体景气度持续低迷，下游需求萎缩，从而导致公司业务增速不达预期。

2, 新技术变革带来的技术路线风险。

3, 因行业持续低迷，公司产能投放不达预期，而导致业绩增长不达预期。

政策风险

半导体显示下游需求分散，全球化程度高，受到全球或国内各种政策的影响，造成供给或者需求的不匹配，从而导致产品价格下行或需求萎缩等。

经营风险

公司属于半导体显示行业，重资产，高投入，竞争激烈，淘汰迅速，若经营不善，可能导致激烈竞争中被淘汰。

市场风险

半导体显示市场周期性明显，且和宏观经济相关，从而导致下游需求变动较大。

其它风险

行业内的竞争格局进一步恶化。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	26801	28000	28000	28000	营业收入	113447	77457	87631	110013
应收款项	23477	16977	19207	24112	营业成本	92606	65731	73428	90899
存货净额	19888	9411	10118	12508	营业税金及附加	661	387	438	550
其他流动资产	9003	8520	9639	12101	销售费用	8887	4028	3943	4951
流动资产合计	80308	64046	68102	77859	管理费用	4300	4266	4620	5739
固定资产	74908	102975	129155	153088	财务费用	973	3546	5187	6531
无形资产及其他	5955	5718	5480	5243	投资收益	2167	2500	2500	2500
投资性房地产	14636	14636	14636	14636	资产减值及公允价值变动	(1527)	1300	1300	1300
长期股权投资	16957	20757	24557	28357	其他收入	(2569)	0	0	0
资产总计	192764	208132	241931	279183	营业利润	4092	3299	3815	5143
短期借款及交易性金融负债	19251	62050	93094	121792	营业外净收支	852	2000	2000	2000
应付款项	27015	14860	15976	19749	利润总额	4944	5299	5815	7143
其他流动负债	32570	17080	18279	22636	所得税费用	879	954	1047	1286
流动负债合计	78835	93989	127349	164177	少数股东损益	597	557	611	751
长期借款及应付债券	49851	49621	49621	49621	归属于母公司净利润	3468	3788	4157	5107
其他长期负债	3206	3706	4206	4706					
长期负债合计	53057	53327	53827	54327					
负债合计	131892	147316	181176	218504					
少数股东权益	30377	30322	30260	30185					
股东权益	30494	30494	30494	30494					
负债和股东权益总计	192764	208132	241931	279183					

现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3468	3788	4157	5107
资产减值准备	(140)	2378	1045	1010
折旧摊销	7490	6093	9314	11595
公允价值变动损失	1527	(1300)	(1300)	(1300)
财务费用	973	3546	5187	6531
营运资本变动	3698	(7307)	(196)	(117)
其它	24	(2434)	(1106)	(1086)
经营活动现金流	16067	1218	11914	15210
资本开支	(32808)	(35001)	(35001)	(35001)
其它投资现金流	1094	0	0	0
投资活动现金流	(33320)	(38801)	(38801)	(38801)
权益性融资	7759	0	0	0
负债净变化	16582	(230)	0	0
支付股利、利息	(4144)	(3788)	(4157)	(5107)
其它融资现金流	(16039)	42799	31045	28698
融资活动现金流	16595	38781	26887	23591
现金净变动	(658)	1199	0	0
货币资金的期初余额	27459	26801	28000	28000
货币资金的期末余额	26801	28000	28000	28000
企业自由现金流	(15870)	(33718)	(21618)	(17066)
权益自由现金流	(15328)	5943	5174	6277

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.26	0.28	0.31	0.38
每股红利	0.31	0.28	0.31	0.38
每股净资产	2.25	2.25	2.25	2.25
ROIC	6%	2%	3%	3%
ROE	11%	12%	14%	17%
毛利率	18%	15%	16%	17%
EBIT Margin	6%	4%	6%	7%
EBITDA Margin	13%	12%	17%	18%
收入增长	2%	-32%	13%	26%
净利润增长率	30%	9%	10%	23%
资产负债率	84%	85%	87%	89%
息率	9.5%	8.7%	9.5%	11.7%
P/E	12.6	11.5	10.5	8.5
P/B	1.4	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	12.1	20.9	15.5	13.5

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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032