

TCL 科技 (000100.SZ) 涨价助推大尺寸业绩爆发, 技术创新和 AMOLED 量产驱动中小尺寸成长

2020 年 07 月 20 日

投资评级: 买入 (首次)

——公司首次覆盖报告

日期	2020/7/17
当前股价(元)	6.62
一年最高最低(元)	7.37/3.03
总市值(亿元)	895.58
流通市值(亿元)	838.21
总股本(亿股)	135.28
流通股本(亿股)	126.62
近 3 个月换手率(%)	216.55

刘翔 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

● 首次覆盖, 给予 TCL 科技“买入”评级

供给端收缩和需求恢复使 6 月面板价格重新上涨。赛事大年和大尺寸化带来的需求大年, 加上韩国厂商的产能退出有望使本轮 LCD 面板涨价持续到 2021 年。TCL 华星是全球半导体显示行业领先厂商, 是本轮面板涨价周期的最大受益者。我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 676、800 和 1264 亿元; 归母净利润分别为 28.67、48.78、75.96 亿元; EPS 为 0.21、0.36、0.56 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE30.3x、17.8x、11.5x。首次覆盖, 给予 TCL 科技 “买入” 评级。

● 面板涨价助推大尺寸业绩爆发

LGD、三星 SDC 退出动作大幅改善了 LCD 行业供给。TV 需求开始逐步恢复, 群智咨询预测, 2020Q3 全球的 TV 出货量同比有望实现 1% 的增长, 环比更是大幅增长 30% 以上。供需共振, 面板价格在 2020 年 6 月开始重新步入涨价周期。赛事大年和大尺寸化带来的需求大年, 加上韩国厂商的产能退出有望使这一轮 LCD 价格上涨趋势持续到 2021 年。TCL 华星是全球主要的 TV 面板供货商, 2020Q1 公司 TV 面板出货量和出货面积均排全球第二, TV 面板涨价将助推公司大尺寸业绩迎来爆发。

● 技术创新提升 LTPS 竞争力, AMOLED 量产打开中小尺寸成长空间

公司 LTPS 占华星收入 44%, 在竞争加剧背景下, 公司通过加大 Incell/COF/盲孔产品出货占比、积极开发屏下屏内指纹技术等创新, 持续提升 LTPS 产品竞争力。2019Q4, 公司武汉 t3 AMOLED 工厂实现一期量产, 曲面、可折叠产品相继向小米和 MOTO 品牌客户出货。未来两年, 公司 AMOLED 业务将进入产能、良率的快速爬升期, 结合 5G 换机周期的渐进, AMOLED 收入有望布局快速增长阶段, 进一步打开了华星中小尺寸业务的成长空间。

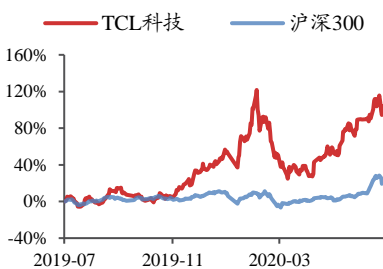
● **风险提示:** 三星、LGD 产能退出延期风险; 新冠疫情抑制 TV 消费风险; 2021 年体育赛事延期风险; 公司 AMOLED 产能、良率和客户开拓进展低于预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	113,360	74,933	67,613	80,016	126,435
YOY(%)	1.6	-33.9	-9.8	18.3	58.0
归母净利润(百万元)	3,468	2,618	2,867	4,878	7,596
YOY(%)	30.2	-24.5	9.5	70.1	55.7
毛利率(%)	18.3	11.5	11.3	15.0	16.9
净利率(%)	3.1	3.5	4.2	6.1	6.0
ROE(%)	6.7	5.7	4.5	7.3	10.4
EPS(摊薄/元)	0.26	0.19	0.21	0.36	0.56
P/E(倍)	25.1	33.2	30.3	17.8	11.5
P/B(倍)	2.9	2.9	2.8	2.5	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

目 录

1、 聚焦半导体显示及材料业务的智能科技集团.....	3
2、 TCL 华星：涨价助推大尺寸业绩爆发，AMOLED 量产打开小尺寸成长空间	4
2.1、 涨价提升大尺寸 LCD 盈利	4
2.2、 有序布局 MiniLED、印刷 OLED，增强公司在高端市场竞争力.....	6
2.3、 技术创新提升 LTPS 竞争力，AMOLED 量产打开中小尺寸成长空间	7
3、 产业金融与投资业务：助力高端先进制造.....	8
4、 盈利预测与投资建议	9
4.1、 盈利预测	9
4.2、 投资建议	9
5、 风险提示	10
附：财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 2019 年公司剥离终端业务，全面聚焦半导体显示及材料业务.....	3
图 2： 公司在中小尺寸面板领域全球领先	3
图 3： 2019 年备考收入占比	3
图 4： 2019 年收入下降主要在于公司剥离终端业务.....	4
图 5： 2010-2019 年公司归母净利润上升了 5 倍以上	4
图 6： LGD 连续 5 个季度陷入营业亏损	5
图 7： LGD、三星 SDC 大幅调整 LCD 产能.....	5
图 8： 2020Q3 TV 品牌面板采购量同环比明显改善	6
图 9： LGD、三星 SDC 大幅调整 LCD 产能，千 m ²	6
图 10： 2020Q1 华星 TV 出货面积位居全球第二，百万片	6
图 11： TV 面板收入是公司最大的收入来源	6
图 12： TCL 华星积极布局 Mini LED 技术，抢占高端市场.....	7
图 13： 公司 LTPS 智能机面板出货第二，增速第一	8
图 14： 财资业务和供应链金融业务为公司提供资金支持和管理支撑	8
图 15： TCL 资本助力公司完善战略布局	9
图 16： TCL 科技 PE Band.....	10
图 17： TCL 科技 PB Band	10
表 1： TCL 科技无控股股东和实际控制人	4
表 2： TCL 科技无控股股东和实际控制人	5
表 3： Mini LED 背光 LCD 性能接近 OLED	7

1、聚焦半导体显示及材料业务的智能科技集团

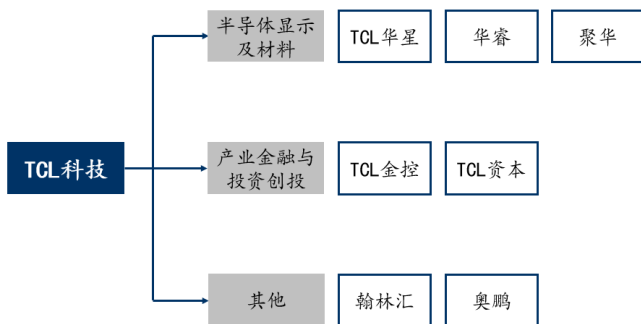
TCL 集团 2004 年 1 月在深交所主板上市，2019 年四月，剥离终端产品业务重组为“TCL 科技集团”。重组后，TCL 科技集团业务主要由半导体显示产业、产业金融及投资和翰林汇 O2O 三大部分组成，主业全面转型为半导体显示产业及材料业务。经过多年的投入和发展，公司半导体显示业务主体“TCL 华星光电”已跻身为全球半导体显示行业领先厂商。2019 年，公司 TV 出货量排名全球第三，IWB 出货量排名上升为全球第四，LTPS 智能手机面板出货量仅次于天马，位列全球第二。同时公司 AMOLED 产线也已实现量产，并实现对品牌客户供货。随着 LCD 行业景气向好，AMOLED 量产顺利，未来公司业绩有望赢来快速增长。

图1：2019 年公司剥离终端业务，全面聚焦半导体显示及材料业务



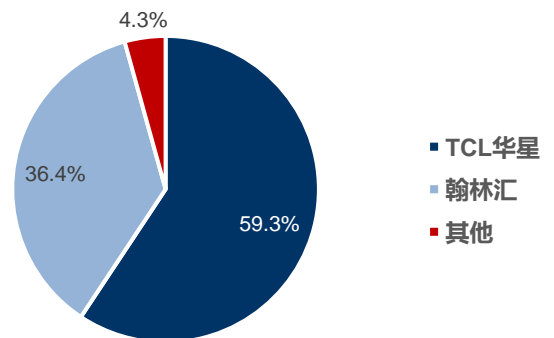
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司在中小尺寸面板领域全球领先



资料来源：公司公告、开源证券研究所

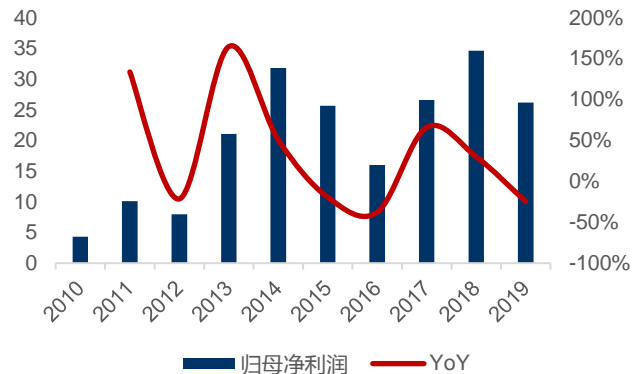
图3：2019 年备考收入占比



数据来源：公司官网、开源证券研究所

图4：2019 年收入下降主要在于公司剥离终端业务


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2010-2019 年公司归母净利润上升了 5 倍以上


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司无控股股东和实际控制人。李东生先生与新疆九天联成股权投资合伙企业因签署《一致行动协议》成为一致行动人，合计持股 157521.7 万股，为公司第一大股东。

表1：TCL 科技无控股股东和实际控制人

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
李东生及其一致行动人	1157872411	8.6%
惠州市投资控股有限公司	743139840	5.5%
西藏天丰企业管理有限公司	417344415	3.1%
中国证券金融股份有限公司	373231553	2.8%
香港中央结算有限公司(陆股通)	296517411	2.2%
中央汇金资产管理有限责任公司	206456500	1.5%
TCL 集团股份有限公司-第一期员工持股计划	99148115	0.7%
星宇企业有限公司	90532347	0.7%
惠州市投资开发有限公司	75504587	0.6%
工银瑞信基金-农业银行-工银瑞信中证金融资产管理计划	74761500	0.6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、TCL 华星：涨价助推大尺寸业绩爆发，AMOLED 量产打开小尺寸成长空间

2.1、涨价提升大尺寸 LCD 盈利

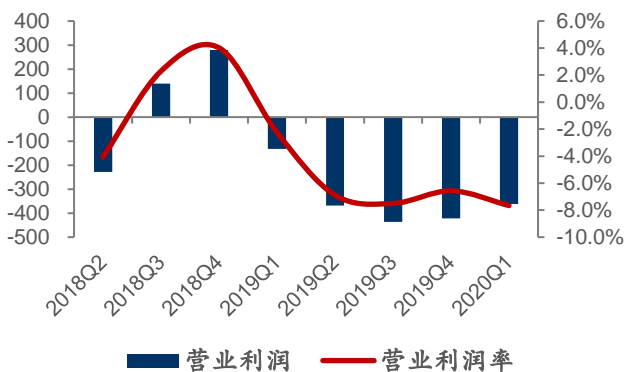
十年跻身全球半导体显示领先厂商。TCL 华星光电技术有限公司（简称“TCL 华星”）成立于 2009 年 11 月 16 日，公司专注于半导体显示领域。目前，TCL 华星已建和在建的生产线共有 6 条，包括两条 G8.5、一条 G11 LCD 工厂，一条 G6 LTPS 和一条 G6 柔性 AM-OLED 产线在产，在建一条 G11 LCD 产线。按产线规模算，公司已跻身全球半导体显示领先厂商。

表2: TCL 科技无控股股东和实际控制人

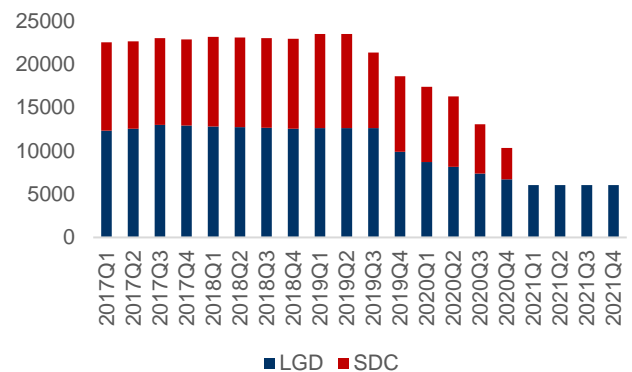
工厂	所在地区	代线	技术类型	主要产品	投资金额 (亿元)	设计产能/K	当前产能
T1	深圳	8.5	TFT-LCD	22~55 吋电视显示屏	245	100	160
T2	深圳	8.5	TFT-LCD+IGZO LCD AMOLED	22~55 吋超高清电视显示屏	244	10	145
T3	武汉	6	LTPS-LCD	3~12 吋高端智能手 机、平板、笔电、车载 显示屏	160	30	50
T6	深圳	11	TFT-LCD+AMOLED	43~75 吋液晶显示屏、 OLED 显示屏、超大型 公共显示屏等	538	90	90
T7	深圳	11	TFT-LCD	8K 超高清大尺寸显示 屏	426	90	2020 年 Q1 量产
T4	武汉	6	LTPS-AMOLED 柔	3~12 吋高分辨率柔性 和折叠智能手机用显 示屏	350	45	爬坡

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

LGD、三星 SDC 退出改善 LCD 行业供给。在 2018-2019 面板价格持续下行、LCD 业务持续亏损背景下, 迫于盈利压力, LG Display 和三星 SDC 于 2019 年开始退出 LCD 领域, 积极向 OLED 战略转型。2020 年 1 月 7 日路透社报道, LGD CEO 表示将于 2020 年底前停止韩国国内电视 LCD 面板的生产。2020 年 3 月 31 日, SDC 亦宣布退出 LCD 领域, 三星显示将自 2020 年 12 月末起终止所有 LCD 产品供应, 大尺寸将聚焦到 QD-OLED 领域。韩国厂商的供给调整将大幅改善全球 LCD 供给。

图6: LGD 连续 5 个季度陷入营业亏损


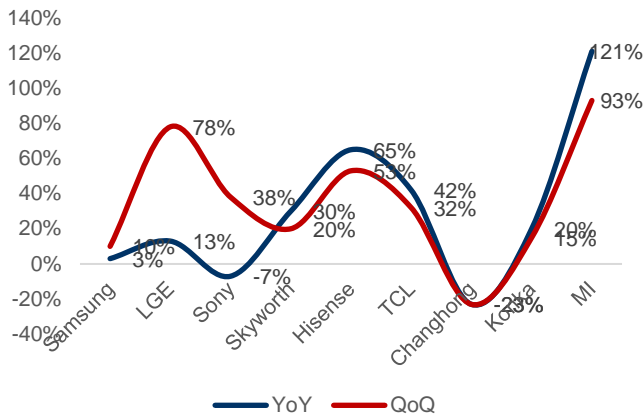
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图7: LGD、三星 SDC 大幅调整 LCD 产能


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

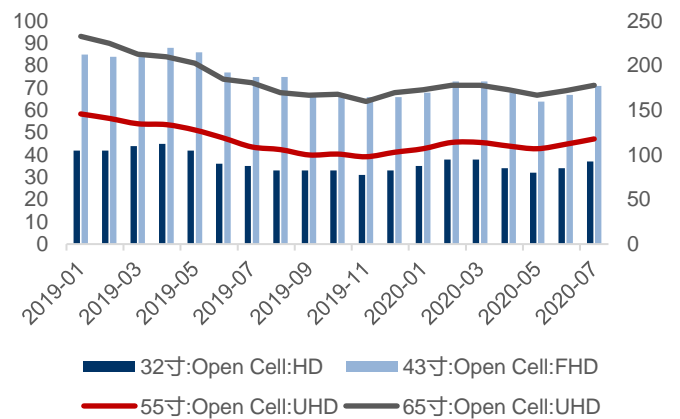
需求恢复, LCD 面板步入涨价周期。随着疫情的控制, 欧美和其他地区开始进入经济重启, TV 需求有望恢复, 加之渠道库存偏低, 整机厂对 2020Q3 的出货计划较为乐观。群智咨询预测, 2020 年三季度全球的 TV 出货量同比有望实现 1% 的增长, 环比更是大幅增长 30% 以上。供给的调整和需求的恢复带动面板价格在 2020 年 6 月开始重新步入涨价周期。体育赛事和大尺寸化带来的需求大年, 加上韩国厂商的产能退出有望使本轮 LCD 价格上涨趋势持续到 2021 年下半年。

图8: 2020Q3 TV 品牌面板采购量同环比明显改善



数据来源: 群智咨询、开源证券研究所

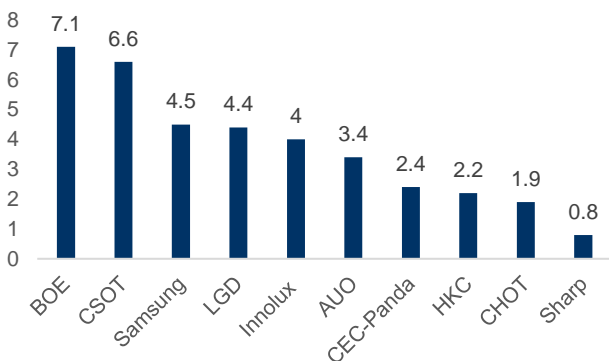
图9: LGD、三星 SDC 大幅调整 LCD 产能, 千㎡



数据来源: 群智咨询、开源证券研究所

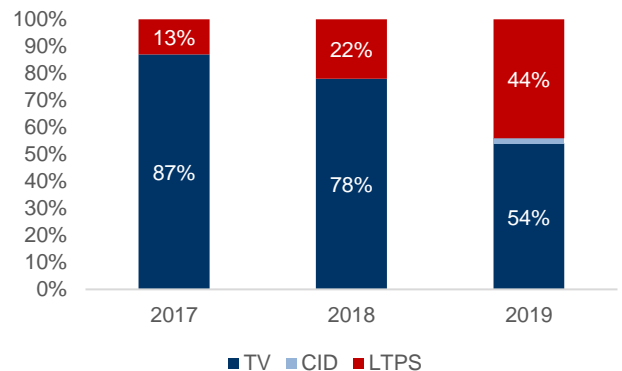
全球主要的 TV 面板供货商, 面板涨价助推大尺寸业绩爆发。TCL 华星是全球主要的 TV 面板供货商, 群智咨询数据显示, 2020Q1 公司 TV 面板出货量和出货面积均排全球第二。TV 面板收入是公司最大的收入来源, 2019 年 TV 收入占华星整体收入的 54%, TV 面板涨价将助推公司大尺寸业绩爆发。

图10: 2020Q1 华星 TV 出货面积位居全球第二, 百万片



数据来源: 群智咨询、开源证券研究所

图11: TV 面板收入是公司最大的收入来源



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、有序布局 MiniLED、印刷 OLED, 增强公司在高端市场竞争力

积极布局 Mini LED 技术, 抢占大尺寸高端市场。LED chip 从现有的 mm 级别, 缩小到十分之一的 100mm 级别为 Mini-LED, 缩小到百分之一的 10mm 级别为 Micro-LED。高对比度是 OLED 的主要优势之一, 这一特征来源于其像素级别的调光。LCD 具有同样的能力, 但传统的 LED 背光不能分出足够的可控区域, 如果采用 Mini LED 背光技术, 就可以达到需要的控制精度要求, 从而实现高对比度, 最高甚至可达到 3000000:1, 加上成本和寿命优势, 是 OLED 电视的有力竞争对手。TCL 华星积极布局 Mini LED 技术, 抢占高端市场。公司在 2019 年中推出了 mini led 背光的 MLED 星曜屏, 对比度达到了 100 万: 1; 作为第二起草单位, 全程参加首个 Mini-LED 商用显示屏团体标准——《Mini-LED 商用显示屏通用技术规范》的编制等。

表3: Mini LED 背光 LCD 性能接近 OLED

	普通 LCD	Mini LED 背光 LCD	OLED	Micro LED
亮度/cd · m ²	500	1000	1000	10 ⁷
发光效率	低	低	中	高
能耗	中	中	中	低
对比度	~1500: 1	>1000: 1	>10000: 1	>10M: 1
响应时间	ms	ms	us	ns
图像残留	低	低	高	无
寿命	中	中	低	高
色彩饱和度	低	中	中	高
达到解析度	8K	8K	4K	8K
达到 PPI	≥300	≥300	≥300	≥1000
成本	低	低	中	高

资料来源:《Mini-LED 显示与 Micro-LED 显示浅析》、开源证券研究所

图12: TCL 华星积极布局 Mini LED 技术, 抢占高端市场

MLED全球首发—高亮纯黑, 纤毫毕现


普通屏
星曜屏

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

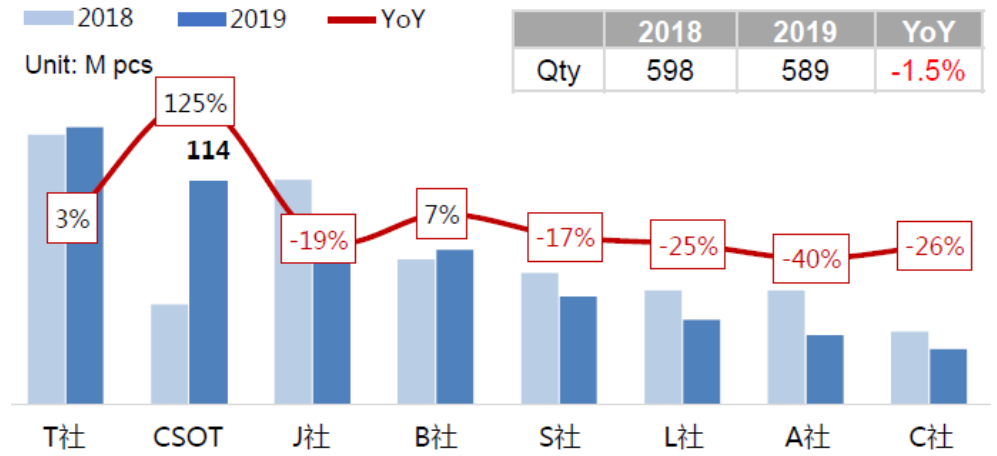
布局印刷显示 OLED 技术, 抢夺未来显示技术高地。传统 OLED 技术主要依靠蒸镀, 工作原理是将固态有机原材料添加到真空设备中, 然后然后通过加热气化后, 在指定的基板位置重新凝结后形成 OLED 有机层, 缺点是良率较低, 导致成本偏高。印刷 OLED 技术, 采用可溶液化加工材料使用印刷或涂布技术来制作显示器件。OLED 印刷显示工艺步骤简单, 材料利用率较传统制程更为高效, 可有效降低 OLED 生产成本、缩短生产周期, 加快 OLED TV 普及。TCL 华星全面布局印刷显示 OLED, 抢占未来显示高地。2017 年 1 月 22 日, 华星光电参股的广东聚华主导推动了广东省印刷及柔性显示创新中心的成立; 2020 年 6 月 19 日, TCL 华星出资 300 亿日元战略入股 JOLED, 双方将在印刷 OLED 领域开展深度合作。

2.3、技术创新提升 LTPS 竞争力, AMOLED 量产打开中小尺寸成长空间

技术创新提升 LTPS 产品竞争力。2019 年, 公司 LTPS 占华星收入 44%, 是 TCL 华星的中小尺寸主力业务。目前, 公司 LTPS 产线的良率和品质已达国际一流水平, 手机业务全面突破三星、华为、小米等品牌客户, 打入高端机种。公司也大力发展中尺寸市场, 笔电导入联想 ThinkPad 高端商务系列。在市场竞争加剧的背景下, 公

司通过技术创新,持续提升 LTPS 产品竞争力,如加大 Incell/COF/盲孔产品出货占比、积极开发屏下屏内指纹技术。

图13: 公司 LTPS 智能机面板出货第二, 增速第一



资料来源: 公司公告

AMOLED 量产打开中小尺寸成长空间。2019Q4, 公司武汉 t3 AMOLED 工厂实现一期量产, 曲面、可折叠产品相继向小米和 MOTO 品牌客户出货。公司也将于 2020 年完成二期、三期建设, 预计将于 2021 年底实现 45K 产能的满产。未来两年, 公司 AMOLED 业务将进入产能、良率的快速爬升期, 结合 5G 换机周期的渐进, AMOLED 收入有望布局快速增长阶段, 进一步打开了华星中小尺寸业务的成长空间。

3、产业金融与投资业务: 助力高端先进制造

公司产业金融与投资由 TCL 金服和 TCL 资本块业务构成。

TCL 金服主要包括集团财资业务和供应链金融业务。财资业务定位于向主要产业和成员企业提供资金支持和管理支撑, 集团重大项目投资提供资金保障, 并承担集团资产运营效率提升和风险管控职能。**供应链金融**业务为成员企业和关联企业提供多种形式的融资和供应链金融服务支持, 建立中小企业生态圈, 降低供应链成本。

图14: 财资业务和供应链金融业务为公司提供资金支持和管理支撑



资料来源: 公司公告

TCL 资本由 TCL 创投、钟港资本和中新融创（49%持股）构成，主要职能为依据公司战略发展方向，在新型显示技术、半导体及相关产业链等朝阳科技产业、高端材料和工艺设备等驱动科技产业发展的关键领域发掘投资布局的机会推进技术业务协同，兼创投资收益。

图15: TCL 资本助力公司完善战略布局



资料来源：公司公告

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

基于以下假设，我们预测公司 2020-2022 年的收入分别为 676.13、800.16 和 1264.35 亿元；归母净利润分别为 28.67、48.78、75.96 亿元；EPS 为 0.21、0.36、0.56 元。

假设 1: TCL 华星在产能提升、LCD 面板涨价和武汉 AMOLED 量产背景下，2020-2022 收入增速 26.3%、26.3%和 83.5%；假设翰林汇收入保持稳定，未来三年收入增速分别为 5.0%、5.0%和 5.0%。

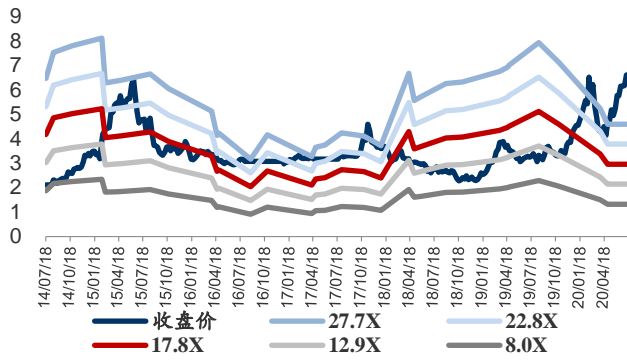
假设 2: TCL 华星毛利率受益面板价格上行周期和行业集中度提高，2020-2022 年提升为 14.0%、19.0%和 19.7%；翰林汇未来毛利率假设和 2019 年持平。

假设 3: 管理费用维持在 2.53%；研发费用占比维持在 4.5%；销售费用维持在 3.81%水平。

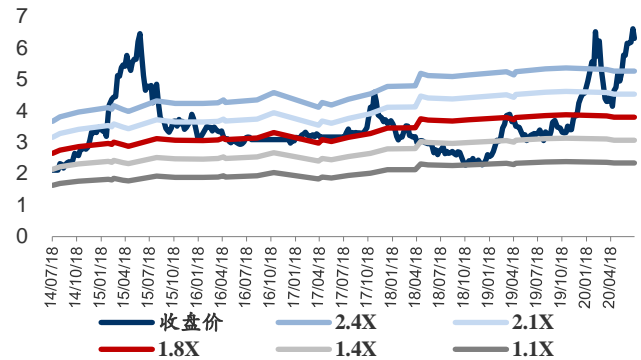
4.2、投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。短期看，供给端收缩和需求恢复使面板价格重新开始上涨。赛事大年和大尺寸化带来的需求大年，加上韩国厂商的产能退出有望使这一轮 LCD 价格上涨趋势持续到 2021 年下半年。TCL 科技旗下的 TCL 华星是全球半导体显示行业领先厂商，是本轮面板涨价周期的最大受益者。

我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 676.13、800.16 和 1264.35 亿元；归母净利润分别为 28.67、48.78、75.96 亿元；EPS 为 0.21、0.36、0.56 元，当前股价对应 PE30.3x、17.8x、11.5x，对应 PB 为 2.8x、2.5x 和 2.1x，相对公司未来两年的业绩增速，我们认为当前估值偏低。首次覆盖，给予 TCL 科技“买入”评级。

图16: TCL 科技 PE Band


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: TCL 科技 PB Band


数据来源: Wind、开源证券研究所

5、风险提示

三星、LGD 产能退出延期风险;

新冠疫情抑制 TV 消费风险, 2021 年体育赛事再次延期风险;

公司 AMOLED 产能、良率和客户开拓进展低于预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	80308	48156	68428	50169	89342
现金	26801	18648	17618	11516	1650
应收票据及应收账款	17877	8569	15293	12947	31676
其他应收款	5719	2750	4892	4152	10139
预付账款	1195	364	1043	623	2009
存货	19888	5678	17436	8787	31724
其他流动资产	8828	12146	12146	12146	12146
非流动资产	112456	116689	101367	109976	148956
长期投资	16957	17194	18690	20270	21912
固定资产	35983	45459	40872	49431	77097
无形资产	6966	7233	7015	6696	6409
其他非流动资产	52550	46803	34790	33579	43537
资产总计	192764	164845	169795	160146	238297
流动负债	78835	43058	67700	59125	119897
短期借款	13241	12070	12070	12070	17363
应付票据及应付账款	27015	13270	23152	18169	45665
其他流动负债	38579	17719	32479	28887	56868
非流动负债	53057	57904	36594	31750	42594
长期借款	49851	54991	33681	28837	39682
其他非流动负债	3206	2913	2913	2913	2913
负债合计	131892	100962	104294	90875	162491
少数股东权益	30377	33771	33875	34052	34328
股本	13550	13528	13528	13528	13528
资本公积	5997	5717	5717	5717	5717
留存收益	12185	13354	14821	17448	21593
归属母公司股东权益	30494	30112	31626	35218	41479
负债和股东权益	192764	164845	169795	160146	238297

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10487	11490	6535	15816	23186
净利润	4065	3658	2971	5054	7872
折旧摊销	7971	8272	7089	8308	11956
财务费用	973	1249	1149	1360	2149
投资损失	-2167	-3443	-1658	-1744	-1805
营运资金变动	-5815	402	-2824	3079	3239
其他经营现金流	5460	1352	-192	-243	-226
投资活动现金流	-28231	-31732	10084	-14931	-48904
资本支出	32798	20116	-16818	7029	37337
长期投资	2894	-3279	-1495	-1653	-1642
其他投资现金流	7462	-14894	-8229	-9556	-13209
筹资活动现金流	20040	11951	-17649	-6987	10559
短期借款	-2749	-1171	0	0	0
长期借款	19070	5141	-21310	-4843	10844
普通股增加	35	-21	0	0	0
资本公积增加	56	-280	0	0	0
其他筹资现金流	3628	8282	3662	-2143	-285
现金净增加额	2421	-8065	-1030	-6103	-15160

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	113360	74933	67613	80016	126435
营业成本	92606	66337	59975	68043	105116
营业税金及附加	661	331	354	429	659
营业费用	8887	2857	2578	3051	4821
管理费用	4300	1895	1710	2024	3198
研发费用	4678	3397	3043	3601	5690
财务费用	973	1249	1149	1360	2149
资产减值损失	1523	-791	0	0	0
其他收益	2219	1901	1900	2000	2100
公允价值变动收益	-4	474	192	243	226
投资净收益	2167	3443	1658	1744	1805
资产处置收益	10	1	0	0	0
营业利润	4092	3977	2554	5495	8932
营业外收入	957	129	1194	780	765
营业外支出	105	50	124	111	97
利润总额	4944	4056	3623	6164	9600
所得税	879	398	652	1110	1728
净利润	4065	3658	2971	5054	7872
少数股东损益	597	1040	104	177	276
归母净利润	3468	2618	2867	4878	7596
EBITDA	16503	16459	14091	17017	24717
EPS(元)	0.26	0.19	0.21	0.36	0.56

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.6	-33.9	-9.8	18.3	58.0
营业利润(%)	-0.5	-2.8	-35.8	115.2	62.6
归属于母公司净利润(%)	30.2	-24.5	9.5	70.1	55.7
获利能力					
毛利率(%)	18.3	11.5	11.3	15.0	16.9
净利率(%)	3.1	3.5	4.2	6.1	6.0
ROE(%)	6.7	5.7	4.5	7.3	10.4
ROIC(%)	6.9	7.3	6.6	8.3	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	68.4	61.2	61.4	56.7	68.2
净负债比率(%)	74.0	81.5	57.9	57.3	90.9
流动比率	1.0	1.1	1.0	0.8	0.7
速动比率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	5.8	5.7	5.7	5.7	5.7
应付账款周转率	3.8	3.3	3.3	3.3	3.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.19	0.21	0.36	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.85	0.48	1.17	1.71
每股净资产(最新摊薄)	2.25	2.23	2.34	2.60	3.07
估值比率					
P/E	25.1	33.2	30.3	17.8	11.5
P/B	2.9	2.9	2.8	2.5	2.1
EV/EBITDA	9.8	10.1	10.8	9.1	7.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn