

## 显示业务周期上行和份额提升双向共振

### 核心观点

- **公司聚焦半导体显示和新能源光伏的核心主业。**公司前身为 TCL 集团有限公司，4Q20 公司股权收购天津中环电子信息集团有限公司；2021 年 5 月向关联方出售 TCL 金服控股（广州）集团有限公司 100% 股权，公司形成以半导体显示和新能源光伏业务为核心主业的业务架构。
- **显示业务行业周期上行和份额提升双向共振。**公司显示业务总体进入价格上行周期。**大尺寸 LCD 方面：**高世代线在大尺寸切割有显著优势，与国内高世代线的投建态势不同，三星于 2022 年 6 月宣布退出 LCD 业务，从 2019 年到现在韩国和台湾已经没有再新增 LCD 新产能，大尺寸 LCD 格局从地域之间的份额争夺态势逐步趋于稳定，大陆优势已经奠定。有望受益于赛事、下游电视大尺寸化趋势提升收入水平。**中小尺寸 LCD 方面：**行业逐渐呈现由技术和切割效率更优的 8 代线替代 6 代以下老旧产线的趋势，TCL 科技有望发挥先进产能优势，t9 产线按计划爬坡，有望跟随国内终端品牌发力，提升中、小尺寸面板市占率水平。**OLED 方面：**2023 年以来与众多国内外头部品牌合作，推出多款折叠屏、全面屏、曲面屏等高端旗舰产品，产品高端化成效显著，1Q24 公司柔性 OLED 手机面板出货量提升至全球第 3。
- **新能源业务产能持续释放，产业链价格承压。**TCL 中环在光伏材料领域具有先进产能规模优势，2023 年 TCL 中环光伏产品的产销量保持增长。目前 TCL 中环是国内唯一拥有太阳能级和电子级硅材料双产业链的上市公司，光伏硅片整体市占率 23.4%，G12 硅片市场占有率全球行业领先，N 型硅片外销市占率全球第一。公司晶体单位产品硅料消耗率、单炉月产以及晶片每公斤出片数等指标均大幅领先行业水平，成本领先优势增强；随着能效需求提升，光伏产品加速向 N 型技术迭代。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年每股净资产分别为 3.15、3.55、4.08 元，我们选择面板及硅片产业链公司京东方 A、骏成科技、深天马 A、隆基绿能、立昂微、沪硅产业作为可比公司，根据可比公司 24 年平均 1.72 倍 PB 估值水平，对应 5.42 元人民币目标价，首次给予买入评级。

### 风险提示

面板价格回升不及预期，终端需求增长不及预期，竞争对手退出不及预期的风险，产能爬坡不及预期，原材料价格波动，海外市场发展不及预期，跌价导致减值损失。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	166,553	174,367	187,976	213,529	233,385
同比增长(%)	1.8%	4.7%	7.8%	13.6%	9.3%
营业利润(百万元)	419	5,184	5,256	9,151	11,788
同比增长(%)	-97.6%	1137.3%	1.4%	74.1%	28.8%
归属母公司净利润(百万元)	261	2,215	4,305	7,509	9,849
同比增长(%)	-97.4%	747.6%	94.4%	74.4%	31.2%
每股收益(元)	0.01	0.12	0.23	0.40	0.52
毛利率(%)	8.8%	14.7%	15.6%	16.0%	16.2%
净利率(%)	0.2%	1.3%	2.3%	3.5%	4.2%
净资产收益率(%)	0.6%	4.3%	7.7%	11.9%	13.7%
市盈率	310.4	36.6	18.8	10.8	8.2
市净率	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（首次）

股价（2024年06月28日）	4.32元
目标价格	5.42元
52周最高价/最低价	5.07/3.65元
总股本/流通A股（万股）	1,877,908/1,810,115
A股市值（百万元）	81,126
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2024年07月01日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	1.89	2.36	-5.55	14.63
相对表现%	2.86	6.45	-3.87	24.5
沪深300%	-0.97	-4.09	-1.68	-9.87



### 证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524030001
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004

### 联系人

薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn
朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn

# 目录

1 聚焦半导体显示和新能源光伏的核心主业.....	4
2 显示：行业周期上行和份额提升双向共振.....	5
2.1 LCD：大尺寸基本盘稳定受益涨价，中小尺寸份额快速提升.....	6
2.1.1 奠定大尺寸优势、电视面板份额稳定，有望受益于涨价	7
2.1.2 中小尺寸重点推进，份额有望快速提升	11
2.2 OLED：高端化战略成效显著，出货量强劲增长.....	12
3 新能源业务：产能持续释放，产业链价格承压.....	14
盈利预测与投资建议 .....	16
盈利预测 .....	16
投资建议 .....	17
风险提示.....	17

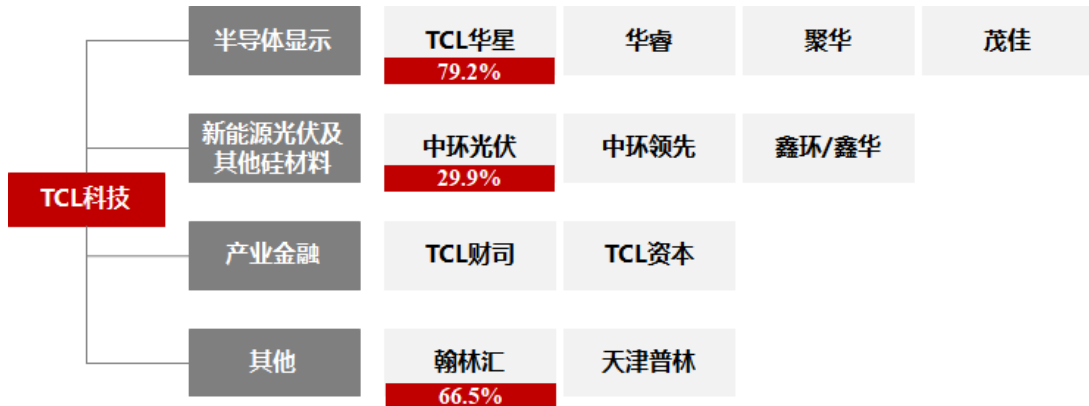
## 图表目录

图 1: TCL 科技业务架构及对子公司持股情况 (持股情况百分比截止到 2023 年年报)	4
图 2: 2014- 2023 年 TCL 科技营业总收入 (百万元)	4
图 3: 2014- 2023 年 TCL 科技净利润 (百万元)	4
图 4: 2019-2023 年 TCL 科技主营收入变化 (百万元)	5
图 5: 2019-2023 年 TCL 科技主营收入份额变化	5
图 6: TCL 华星 t1-t10 面板生产线	5
图 7: 2014-2023 年半导体显示业务营业收入变化 (百万元)	6
图 8: 2014-2023 年半导体显示业务毛利率变化	6
图 9: 2019-2025E 全球 LCD 产能地区分布	6
图 10: 2022 年全球 LCD 下游应用出货面积占比	7
图 11: 2022 年全球 LCD 下游应用出货量占比	7
图 12: G1-G10.5 面板世代的演变	8
图 13: G8 与 G 10.5 切割 65 英寸的倒角效率对比	8
图 14: 2022-2023 年全球液晶电视面板厂出货量和市占率	9
图 15: 全球电视销量和全球电视平均面积	9
图 16: 全球电视出货面积	9
图 17: 2024 年全球电视面板出货量预测	10
图 18: 2016 年 8 月-2024 年 3 月大尺寸 LCD 面板价格 (美元/片)	10
图 19: 2023 年中尺寸 LCD 面板下游出货面积占比	11
图 20: 2023-2029E 汽车显示市场规模	11
图 21: 2024E-2029E 全球 OLED 市场规模	13
图 22: 2022、1Q23、1Q24 OLED 智能手机屏幕份额 (%)	13
图 23: 2014-2023 年 TCL 中环营业收入 (百万元)	14
图 24: 2014-2023 年 TCL 中环净利润 (百万元)	14
图 25: 2014-2023 年 TCL 中环主营收入变化 (百万元)	14
图 26: 2014-2023 年 TCL 中环主营收入份额变化	14
图 27: 2011.8-2024.4 单晶硅片 (156mm×156mm) 价格走势	15
图 28: 可比公司估值	17
表 1: G8.5、G10、G10.5 代线对比	7
表 2: 全球 G10.5 代线分布和投建时间	7
表 3: LCD 和 OLED 特性对比	13

## 1 聚焦半导体显示和新能源光伏的核心主业

公司前身为 TCL 集团有限公司，成立于 1981 年，后经股改并于 2004 年在深圳证券交易所挂牌上市(000100.SZ)。2019 年 4 月，公司进行重大资产重组，剥离终端及配套业务；2020 年 2 月公司更名为 TCL 科技；2020 年第四季度公司股权收购天津中环电子信息集团有限公司；2021 年 5 月公司向关联方 TCL 实业控股股份有限公司出售 TCL 金服控股（广州）集团有限公司 100% 股权，至此，公司形成以半导体显示、新能源光伏为核心主业的业务架构。

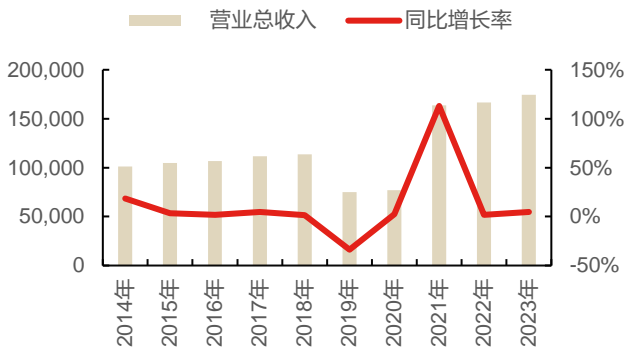
图 1：TCL 科技业务架构及对子公司持股情况（持股情况百分比截止到 2023 年年报）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

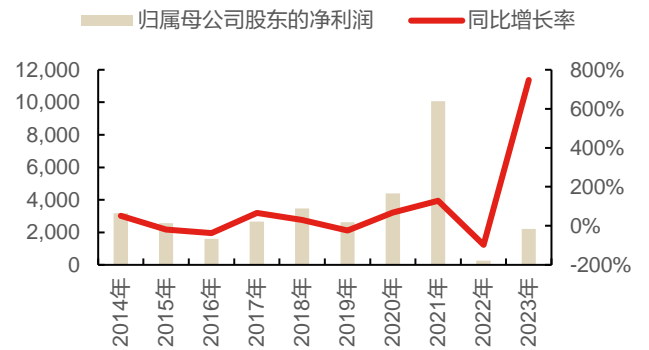
底部过后，23 年已见到公司收入和利润明显修复。2022 年终端市场需求持续疲弱，面板价格持续下行，22 年公司实现营业收入 1666.3 亿元，同比增长 1.7%，实现归母净利润 2.6 亿元，同比下降 97.4%，主要系显示终端需求整体低迷，主要产品价格显著低于上一年同期。随着 2H23 需求逐步恢复和按需控制稼动率，公司收入、利润实现较好的修复，23 年公司实现营业收入 1744.5 亿元，同比提升 4.7%，归母净利润 22.2 亿，同比提升 747.6%

图 2：2014-2023 年 TCL 科技营业总收入（百万元）



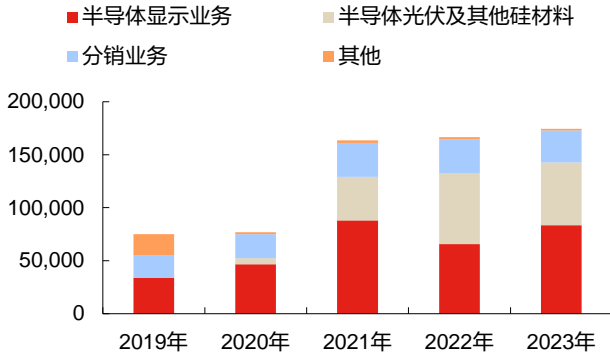
数据来源：iFinD，东方证券研究所

图 3：2014-2023 年 TCL 科技净利润（百万元）



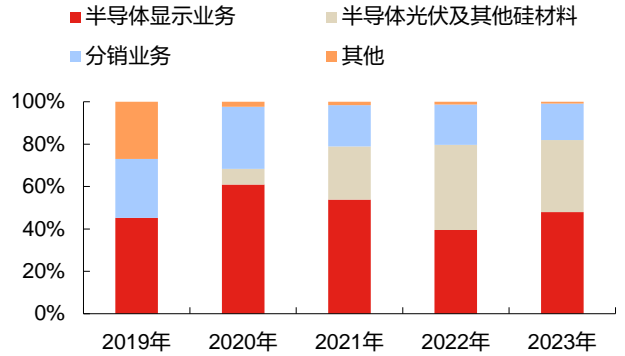
数据来源：iFinD，东方证券研究所

图 4：2019-2023 年 TCL 科技主营收入变化（百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2019-2023 年 TCL 科技主营收入份额变化



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2 显示：行业周期上行和份额提升双向共振

公司显示业务在大尺寸面板领域保持领先的市场地位，显示器、柔性 OLED 等领域取得持续突破。2023 年，TCL 华星坚持按需生产，引领电视面板大尺寸升级，推动行业健康良性发展。2023 年，公司 LTPS 平板、LTPS 笔电、LTPS 手机面板出货量分别位列全球第一、第二和第三。2024 年一季度，公司 TV 面板领域市场份额持续稳居全球前二，显示器整体出货排名保持全球第三，柔性 OLED 手机面板份额全球第三，产品和客户结构进一步优化，经营业绩持续改善。

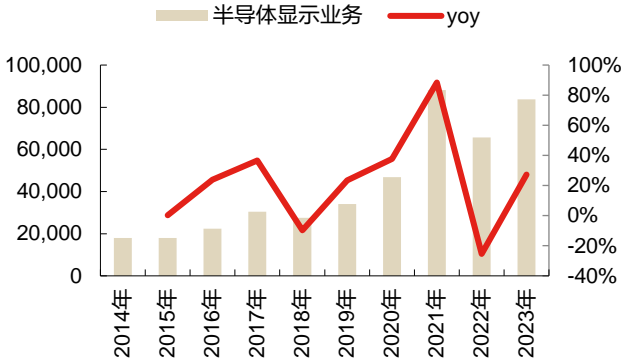
图 6：TCL 华星 t1-t10 面板生产线



数据来源：公司公告，东方证券研究所

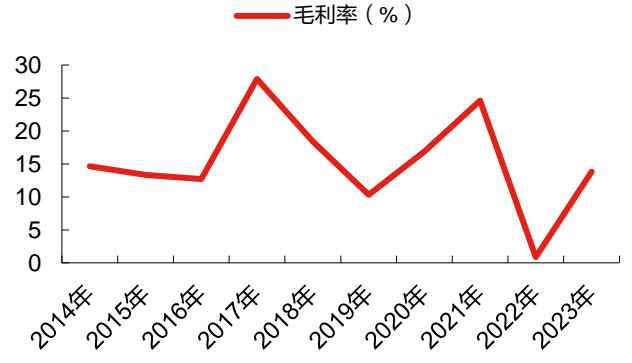
2023 年显示业务营收体量和盈利能力修复明显。2022 年 TCL 华星（半导体显示业务）在周期底部实现营业收入 657.2 亿元，同比下降 25.4%，毛利率 0.9%，较 2021 年下降 24pcts。2023 年该业务有较为明显的修复，全实现营业收入 836.5 亿元，同比提升 27.3%，毛利率提升 13pcts 至 13.8%。

图 7：2014-2023 年半导体显示业务营业收入变化（百万元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 8：2014-2023 年半导体显示业务毛利率变化

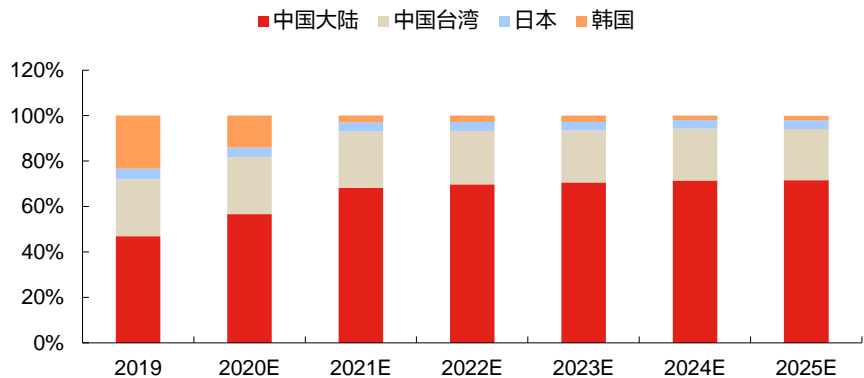


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.1 LCD：大尺寸基本盘稳定受益涨价，中小尺寸份额快速提升

**LCD 供给侧进入大陆主导阶段，2023 年全球占比超七成。**从 2012 年开始，中国面板产线建设进入高峰期，累计投资额超过 12000 亿元。在 TFT-LCD 领域，建成 G10.5 代线 5 条、G8.5/8.6 代线 15 条，数量居全球第一。产线的密集投资建设，推动中国 TFT-LCD 产能快速提升，2012 年产能超过 2000 万平方米，成功超越曾经的面板制造霸主日本，全球占比首次破十；2017 年进一步达到全球第二，全球占比近 30%；而随着多条高世代线产能的陆续释放，2018 年中国液晶产能成功登顶全球；根据 DIGITIMES Research 预测，预计 2021 年底，中国液晶产能全球占比超六成；到 2023 年，LCD 中国大陆产能占比已达 71%。

图 9：2019-2025E 全球 LCD 产能地区分布



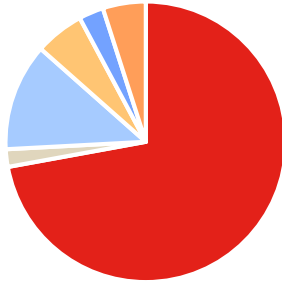
数据来源：DIGITIMES Research，东方证券研究所

**电视仍然是 LCD 面板下游应用市场中面积占比最大的应用。**电视通常具有更大的尺寸，需要更大的面板面积，根据 WitsView 数据，2022 年电视在 LCD 面板终端产品的出货面积占比中超过 70%，

显示器面积占比约 12%，随着智慧城市、5G、物联网等新技术的应用，商显市场将迎来更大的发展空间，对大尺寸 LCD 面板的需求也将不断增长。

图 10：2022 年全球 LCD 下游应用出货面积占比

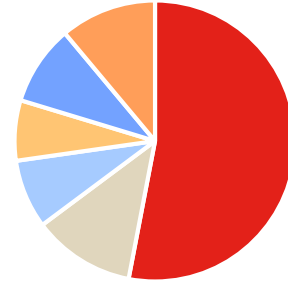
■ 电视 ■ 车载 ■ 显示器 ■ 笔记本电脑 ■ 平板电脑 ■ 手机



数据来源：WitsView，东方证券研究所

图 11：2022 年全球 LCD 下游应用出货量占比

■ 手机 ■ 电视 ■ 车载 ■ 显示器 ■ 笔记本电脑 ■ 平板电脑



数据来源：WitsView，东方证券研究所

### 2.1.1 奠定大尺寸优势、电视面板份额稳定，有望受益于涨价

大尺寸 LCD 屏幕是指 32 寸以上尺寸屏幕，主要应用于 TV、商用显示等行业。G8.5 代线和 G8.6 代线是生产大尺寸面板的主流工艺世代。G10.5 代线是目前最先进的液晶面板生产线，但投资成本巨大，建设周期长，随着大尺寸化趋势的演进，G10.5 代线已成为大尺寸面板的主流切割产线。

表 1：G8.5、G10、G10.5 代线对比

代线	玻璃基板尺寸	可切面板数量
G8.5	2200mm x 2500mm	55 英寸*6
G10	2880mm x 3100mm	65 英寸*6 或 60 英寸*8
G10.5	2940mm x 3370mm	65 英寸*8

数据来源：找屏网，东方证券研究所

全球 G10.5 代线全部集中于大陆厂商，从 2019 年以后韩、台厂商没有新建 LCD 产线。高世代线在大尺寸切割有显著优势，与国内高世代线的投建态势不同，三星于 2022 年 6 月宣布退出 LCD 业务，从 2019 年到现在韩国和台湾已经没有再新增 LCD 新产能。全球 5 条 G10.5 代线全部集中在大陆。

表 2：全球 G10.5 代线分布和投建时间

厂商	工厂	所在地点	技术路线	投产时间
京东方	B9	合肥	G10.5	2018
京东方	B17	武汉	G10.5	2019
华星光电	T6	深圳	G10.5	2019
华星光电	T7	深圳	G10.5	2021

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

夏普

SIO

广州

G10.5

2019

数据来源：Omdia，东方证券研究所

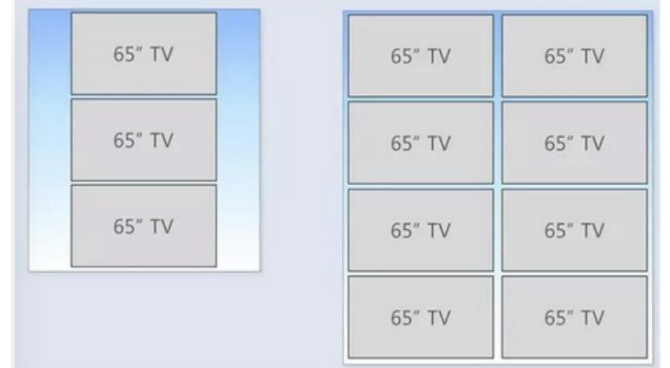
大尺寸 LCD 格局从地域之间的份额争夺态势逐步趋于稳定，大陆优势已经奠定。TFT-LCD 面板产业链遵循著名的“西村法则”：即液晶面板的玻璃基板尺寸具有逐年扩大的趋势，每 3 年约扩大 1.8 倍。从 1991 年起发展至今，TFT-LCD 工业已经从第 1 代升级到了第 11 代。创建如电视机和显示器等大型面板产品时，需要更大的基板尺寸来切割，随着市场对大尺寸电视机和大尺寸显示器的需求增加，韩、台面板厂缺乏高世代线，后续势必逐步失去在大尺寸领域的切割优势，在中国大陆面板厂紧逼的巨大压力之下，日韩系面板厂的业务经营常年发生巨额亏损，因此只能选择逐步地断臂退出。在 SDC(三星显示)的液晶电视面板业务关闭之后，2023 年，日韩系阵营仅由 Sharp(夏普)和 LGD (乐金显示) 组成，夏普也在 2024 年 5 月宣布生产大型液晶面板的堺工厂最晚于 9 月底全面停产，而 LGD 则靠产量减半运行的广州工厂在支撑。大尺寸 LCD 格局从地域之间的份额争夺态势逐步趋于稳定。

图 12: G1-G10.5 面板世代的演变



数据来源：旭虹科技，东方证券研究所

图 13: G8 与 G 10.5 切割 65 英寸的倒角效率对比



数据来源：旭虹科技，东方证券研究所

面板厂商的技术领先性和成本控制能力成为主要的竞争力来源，TCL 华星大尺寸产线均为高世代线，在生产效率和经济切割方面具有优势。2022 年以来 t7 二期爬坡、t9 一期投产，TCL 华星已投产面板产能进一步增加。截至 2023 年 9 月末，公司已建及在建的面板产线共 9 条，并在苏州、武汉、惠州和印度配套模组厂，产品覆盖大、中、小尺寸。

大尺寸生产供给逐步向大陆集中，大陆厂商出货量接近全球 70% 份额，成为市场供应调控推动者。近十年来，大尺寸 LCD 生产主力已经从韩、台厂商转向大陆。京东方、华星光电和惠科三大大陆面板厂成为全球绝对三强，大陆厂商出货量接近全球 70% 份额。2023 年，中国大陆液晶电视面板厂的全年出货总量达 1.55 亿片，同比下降 8.2%，跌幅小于大盘，占比达到 68.7%，较 2022 年提升 1.8 个百分点，刷新历史高值。全球液晶电视面板行业的话语权已经彻底地转移到了中国大陆厂商。

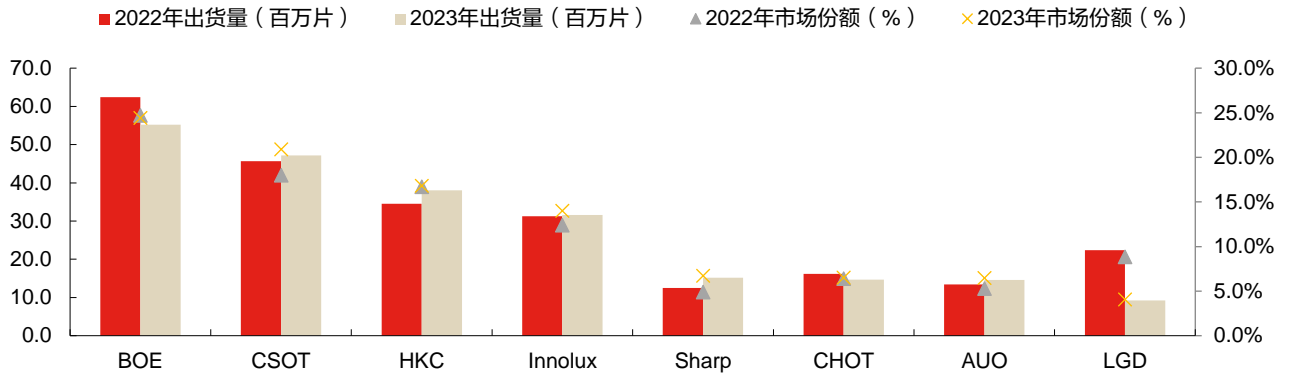
TCL 华星发挥高世代线优势，引领显示产业大尺寸化发展，电视面板份额稳居全球前二，23 年市占率提升 2.9 pcts。电视面板的大尺寸化趋势强劲，55 英寸以上面板属于增量市场，55、65、75、85 英寸产品出货量高速增长。但从供给侧来看，能够高效且经济切割更大尺寸面板的主要是

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



10.5 代线，而业内具备 10.5 代线产能的厂商屈指可数。因此，随着大尺寸化趋势延续，结构上 55、65、75 英寸等大尺寸规格产品占比将不断提升，行业格局将进一步向具备高世代线产能的头部厂商集中。

图 14：2022-2023 年全球液晶电视面板厂出货量和市占率



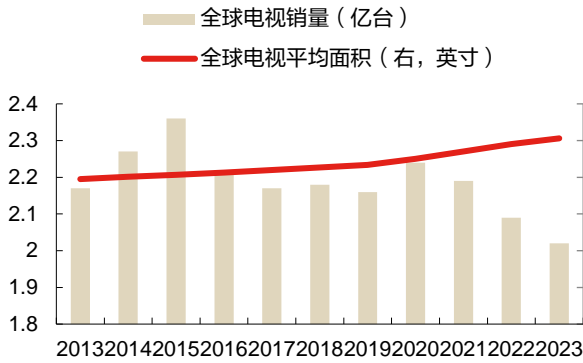
数据来源：洛图科技，东方证券研究所

**大尺寸 LCD 领域，国内企业的增长机遇未来可能会出现：**1) 韩、台不再扩建高世代线，大陆厂商对韩、台厂商份额的进一步承接；2) 大尺寸化趋势，赛事驱动、主要下游电视、商显产业的进一步发展；3) 供给端得到有效控制，价格逐步上涨。

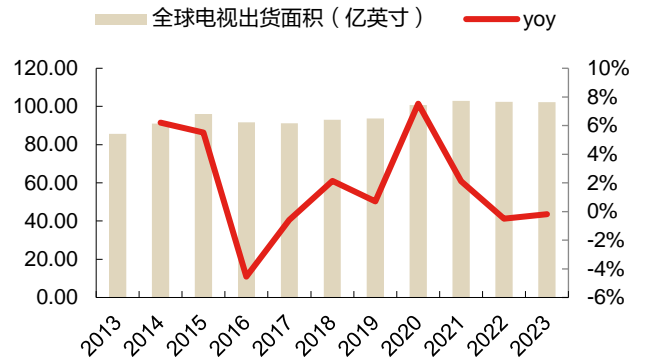
**全球电视平均尺寸约 50 寸左右，全球需求面积有望保持稳定增长。**面板行业的下游需求不仅要观测需求量，更重要的是观测需求面积，需求面积由需求量和产品平均尺寸共同驱动，全球需求面积有望保持稳定增长。从需求量来看，尽管国内近年来由于地产行业调整，家电销量出现一定下滑，但电子行业是高度全球化的产业，而全球范围内的电视需求一直呈现相对稳定的水平，过去十年间全球电视销量每年稳定在 2 亿台左右，出货量级稳定。从平均尺寸角度来看，近年来在全球 11 代线投建并量产，受益于技术进步带来的降本，大尺寸面板成本快速下降，下游消费者充分受益，换机时倾向购买观看体验更好的大尺寸电视，因而电视面板的大尺寸化趋势强劲。根据 Omdia、洛图科技数据，截止 2023 年底，全球电视平均尺寸约 50.6 寸左右，具备广阔成长空间，这也为大尺寸面板的需求侧注入了长期稳健的增长动能。

图 15：全球电视销量和全球电视平均面积

图 16：全球电视出货面积



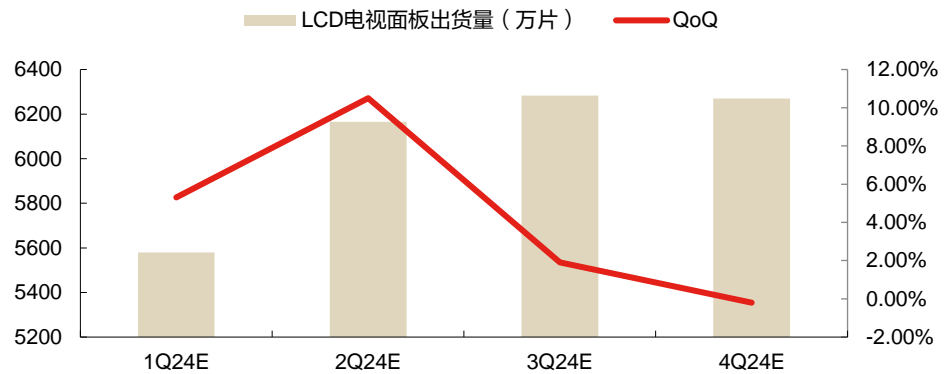
数据来源: Omdia, 洛图科技, 东方证券研究所



数据来源: Omdia, 洛图科技, 东方证券研究所

**北美电视面板需求增加。**电视面板需求从 1 月份开始出现显著反弹，原因包括：价格上涨的心理预期，购物节和体育赛事的囤货，以及红海冲突导致的运输时间延长和运费上涨。北美经销商在 2023 年促销活动结束后一直在补充库存，自 2024 年 1 月中旬以来，各品牌纷纷齐心备货，以应对一系列即将到来的活动，包括与北美退税相关的促销活动、春季新车型的推出、体育赛事和亚马逊 Prime Day 购物活动，这些因素推动了第一季度电视面板的需求。因此，TrendForce 集邦咨询预计第一季度液晶电视面板出货量将达到 5,580 万片，环比增长 5.3%。

图 17: 2024 年全球电视面板出货量预测

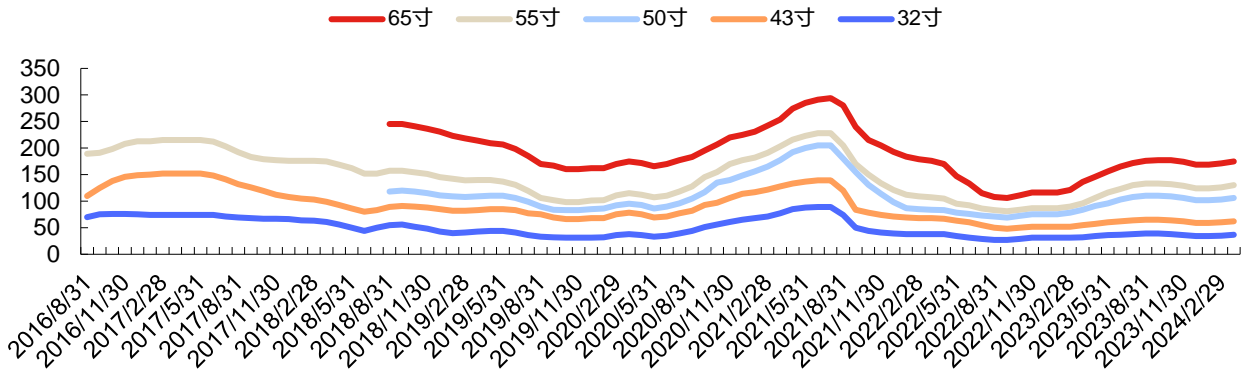


数据来源: TrendForce, 东方证券研究所

**面板厂自 1 月份以来重新获得了议价能力。**第一季度恰逢农历新年，促使面板制造商在传统的淡季期间在 2 月份缩减生产，从而降低生产成本。这导致面板供货集中在 1 月和 3 月，一季度供给减少的预期，进一步推动了中小型电视面板价格从 1 月开始反弹。随着市场涨价呼声增强，以及偏光板上游材料 COP (Cyclic Olefin Polymer) 供应不足导致面板产能不足的风险显现，以及面板制造商有效地控制了生产率，电视面板库存在 2024 年初恢复到健康且略低的水平，面板厂自 1 月份以来重新获得了议价能力。TrendForce 集邦咨询预计，第二季度电视面板价格或将上涨。

图 18: 2016 年 8 月-2024 年 3 月大尺寸 LCD 面板价格 (美元/片)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源: Wind, 东方证券研究所

### 2.1.2 中小尺寸重点推进，份额有望快速提升

中尺寸 LCD 面板是指尺寸在 10 寸到 32 寸之间的 LCD 面板，主要应用于笔记本电脑、显示器、一体机等产品。8 代线和 6 代线是目前中尺寸 LCD 面板生产的主要工艺世代。

**8 代线相比 6 代线产能更高、成本更低、尺寸更大、分辨率更高。**8 代线的玻璃基板尺寸为 2160mm x 2460mm，比 6 代线的 1500mm x 1850mm 大。**产能更高:** 8 代线单片玻璃基板可切割出更多的面板，因此产能更高。**成本更低:** 8 代线的生产效率更高，因此单位成本更低。据 Omdia 测算，8 代线 32 英寸面板的单位成本比 6 代线低约 20%。**尺寸更大:** 8 代线可生产更大的尺寸，例如 55 英寸的 4K 面板。**分辨率更高:** 8 代线可生产更高分辨率的面板，例如 8K 面板。

**由于 8 代线的优势明显，因此近年来中尺寸 LCD 面板产能正加速向 8 代线转移。**在中尺寸供给侧，行业逐渐呈现由技术和切割效率更优的 8 代线替代 6 代以下老旧产线的趋势，TCL 科技有望发挥先进产能及技术优势，推动中尺寸业务稳步发展。

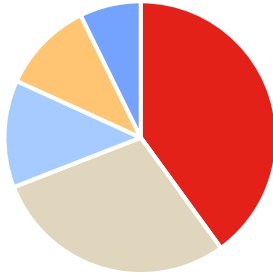
**显示器和笔记本电脑仍然是中尺寸 LCD 面板的主要下游应用市场。**随着平板电脑、车载显示等新兴应用市场的发展，中尺寸 LCD 面板的需求结构可能会逐步发生变化。根据目前可查资料，2023 年全球中尺寸 LCD 面板下游出货面积占比约为 55%。其中，显示器市场占比约为 22%，笔记本电脑市场占比约为 16%，平板电脑市场占比约为 7%，车载显示市场占比约为 6%，其他应用市场占比约为 4%。

**快速提升的汽车显示需求可能会进一步拉动中尺寸面板需求，华星光电有望快速提升份额。**中国企业在 23 年上半年成为汽车显示器市场的主要供应商，根据 Omdia，23H1 中国公司汽车显示达 45.3% 的市场份额，较 2016 年的 12.9% 大幅增加。京东方和天马合计份额达 30.7%，华星光电有望迅速成为汽车显示后起之秀，迅速扩大其份额。

图 19: 2023 年中尺寸 LCD 面板下游出货面积占比

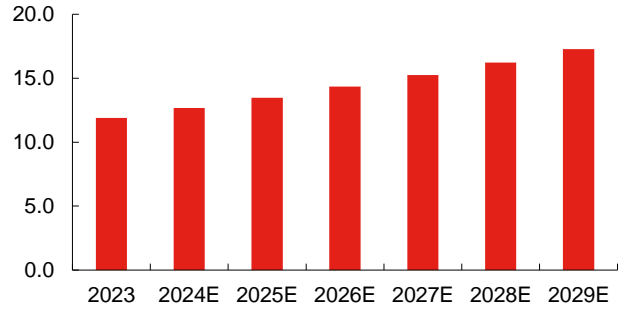
图 20: 2023-2029E 汽车显示市场规模

■ 显示器 ■ 笔记本电脑 ■ 平板电脑 ■ 车载显示 ■ 其他



数据来源: Trendforce, 东方证券研究所

■ 汽车显示市场规模 (十亿美元)



数据来源: Mordorintelligence, 东方证券研究所

**华星光电快速布局 IT 和车载新业务，在显示器、LTPS 项目等市占率显著提升。**近十年来，中尺寸 LCD 生产主力已经从韩、台厂商转向大陆，华星在中尺寸领域加快 IT 和车载等新业务产能建设，2023 年，公司显示器整体出货排名提升至全球第三，其中电竞显示器市场份额全球第一，笔电和车载产品按计划完成品牌客户导入并逐步放量，目前 6 代 LTPS 扩产项目稳步推进，LTPS 笔电全球第二，LTPS 平板全球第一，LTPS 车载屏出货量迅速提升至全球第五。

**中尺寸是 TCL 科技战略中增长主引擎，产能爬坡、份额有望持续提升。**TCL 华星的中尺寸业务收入占比 2023 年已提升至 21%，成为未来增长的主要引擎。产能方面，公司 t9 产线按计划爬坡，8 代线具备切割优势。销售方面，充分把握需求侧升级换代机遇，实现中尺寸市场份额的稳步提升。中、小尺寸类型产品定制属性较强，上下游关系相对稳固，国内终端品牌发力有望带动国内中、小尺寸面板发展。

**中尺寸后续价格有望迎来修复。**受疫情期间宅经济和海外补贴的影响，显示器产品和笔电产品过去几年间需求量出现先增长、后下跌的波动，但目前来看，需求量已经逐季企稳，2024 年也有望迎来一定修复。同时，预期接下来中尺寸产品供需及价格也将保持平稳。

小尺寸 LCD 面板是指尺寸小于 10 寸的 LCD 面板。通常用于智能手机、小型平板电脑、可穿戴设备和其他小型电子设备。随着智能手机和平板电脑等电子设备的普及，小尺寸 LCD 面板市场预计将在未来几年继续增长。虽然 OLED 显示技术的不断进步可能会对小尺寸 LCD 面板市场造成一些冲击，但对于特定需求的用户来说，LCD 显示屏依然拥有其优势和市场空间。

**小尺寸领域，公司以 LTPS 和柔性 OLED 的产线组合定位中高端市场，产品竞争力和市场份额持续提升。**t3 产线 LTPS 手机面板出货量全球第三，自主开发的 1512PPI Mini-led LCD-VR 屏实现量产出货，6 代 LTPS 产线扩产项目稳步推进，以满足多应用类别产品需求。并积极布局医疗、智慧家居、学习机等专显领域。未来小尺寸产品有望受益于新产品需求带动，目前产能稼动率运转并出现局部涨价趋势。

## 2.2 OLED: 高端化战略成效显著，出货量强劲增长

LCD (液晶显示器) 和 OLED (有机发光二极管) 是两种常用的显示技术，应用于各种电子设备中。虽然两者都能显示图像，但工作原理和优缺点却存在显著差异。以下表格概述了 LCD 和 OLED 显示屏的主要区别:

**表 3: LCD 和 OLED 特性对比**

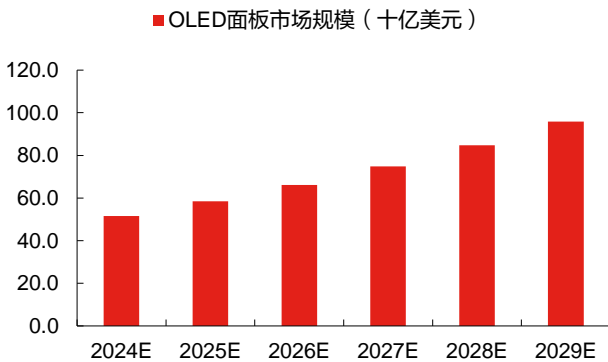
特性	LCD	OLED
图像质量	对比度一般，黑色偏灰，色域有限，响应时间慢，运动画面拖影明显	对比度高，黑色纯正，色域宽广，响应时间快，运动画面流畅
设计	厚度和重量较大，只能做平面显示屏	厚度和重量较轻，可做曲面和折叠显示屏
功耗	功耗恒定	显示暗色画面时功耗低，显示亮色画面时功耗高
成本	制造成本较低	制造成本较高
寿命	使用寿命一般较长	有烧屏风险，使用寿命一般较短
应用	预算有限的设备、电视、显示器、笔记本电脑	高端智能手机、可穿戴设备、高端电视、游戏笔记本电脑/显示器
未来展望	仍是预算有限的消费者和特定应用的可靠选择	在高端设备中逐渐取代 LCD

数据来源：华经产业研究院，百度百科，东方证券研究所

随着 OLED 技术不断进步，成本逐渐下降，预计未来 OLED 显示屏将在更多领域取代 LCD 显示屏。三星和 LG 等公司一直在尝试柔性 OLED 显示器，尤其是三星，现在其所有旗舰设备均采用曲面柔性 OLED 面板。

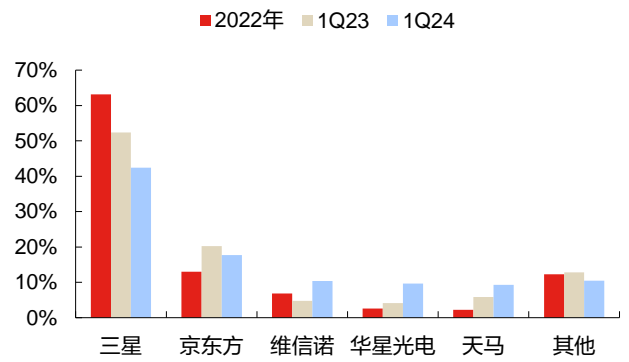
目前智能手机仍是 OLED 最大应用领域，根据 CINNO Research 数据，2023 年全球市场 AMOLED 智能手机面板出货量约 6.9 亿片，同比增长 16.1%。电视、PC、可穿戴等领域出货量有望随 OLED 价格下降和技术水平提升而提升。

**图 21: 2024E-2029E 全球 OLED 市场规模**



数据来源：Mordorintelligence，东方证券研究所

**图 22: 2022、1Q23、1Q24 OLED 智能手机屏幕份额 (%)**



数据来源：CINNO Research (华星光电 2022 年为估算数据)，群智咨询，东方证券研究所

**中韩厂商 OLED 智能手机之争中，国内厂商份额大幅提升。**目前中高端 OLED 智能手机面板赛道的竞争主要体现在中韩厂商的竞争上，随着国内 OLED 面板厂的产品技术和产能的双重提升，并且为品牌端提供更具有竞争力的价格，使得更多的终端品牌将柔性 OLED 需求订单转向国内 OLED 面板厂供应商，国内各 OLED 面板厂出货量均得到大幅度提升。群智咨询 (Sigmaintell) 的数据显示，一季度大陆 OLED 面板整体出货约 9780 万片，同比增长 55.7%，市场占比首超半数达到 51.8%，相对上个季度增加 7.4 个百分点。

**公司已导入多家品牌客户，1Q24 公司柔性 OLED 手机面板出货提升至全球第三。**公司积极布局 OLED 高端产线，柔性 OLED 的折叠、LTPO、Pol-Less 等新技术达到行业领先水准，量产供应

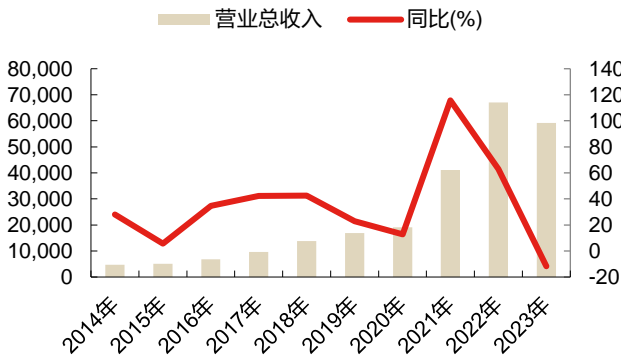
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

品牌客户高端旗舰机型，2023 年以来与众多国内外头部品牌合作，推出多款折叠屏、全面屏、曲面屏等高端旗舰产品，产品高端化成效显著，新导入多家品牌客户，1Q24 公司柔性 OLED 手机面板出货提升至全球第三，产品和客户结构进一步优化，经营业绩持续改善。

### 3 新能源业务：产能持续释放，产业链价格承压

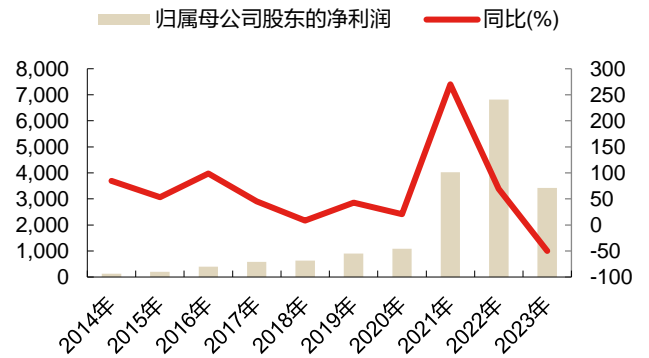
公司于 2020 年第四季度对天津中环电子信息集团有限公司进行股权收购。公司新能源光伏和其他硅材料产业充分运用在行业技术和制造水平提升过程中形成的定义权、定标权、定价权，巩固市场领先地位，实现经营业绩稳健增长。2023 年前三季度，光伏行业主要环节竞争博弈加剧，产业链价格下行，但光伏发电经济性提升，驱动终端装机稳步增长，光伏行业核心竞争力回归至技术创新和制造优势。2023 年 TCL 中环实现营业收入 591.5 亿元，实现净利润 34.2 亿元，同比降低 50%。

图 23：2014-2023 年 TCL 中环营业收入（百万元）



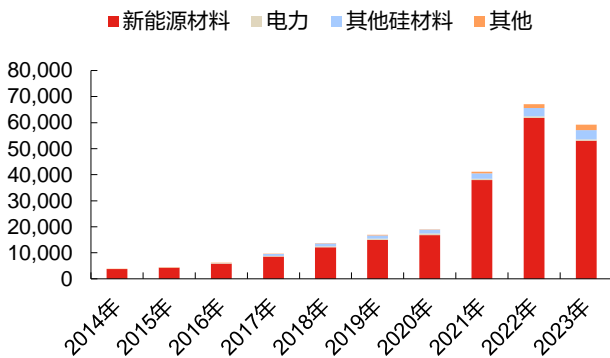
数据来源：TCL 中环公告，东方证券研究所

图 24：2014-2023 年 TCL 中环净利润（百万元）



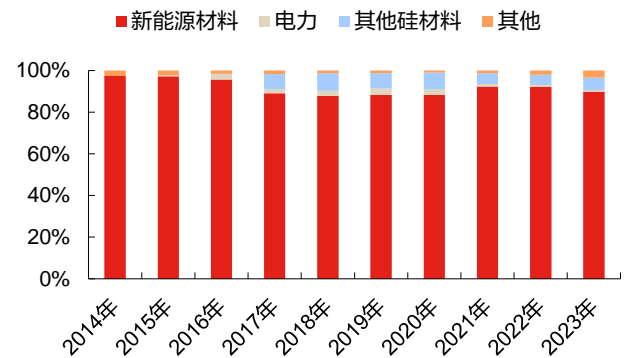
数据来源：TCL 中环公告，东方证券研究所

图 25：2014-2023 年 TCL 中环主营收入变化（百万元）



数据来源：TCL 中环公告，东方证券研究所

图 26：2014-2023 年 TCL 中环主营收入份额变化



数据来源：TCL 中环公告，东方证券研究所

**公司加快先进产能建设，持续改善经营效率。**为提升产业协同效应，公司在江苏地区建设完成年产能 2GW G12 电池工程示范线，投建广州 25GW N 型 TOPCON 太阳能电池智慧工厂，加快叠瓦组件项目建设。依托工业 4.0 柔性制造能力和国际化战略合作，TCL 中环加快全球化商业布局。公司依托在智能制造的长期投入和沉淀，将行业内领先的工业 4.0 柔性制造能力应用于各产业板块，打造自主协同、高效运转的黑灯工厂，劳动生产率达到行业领先，具备全球范围内的在地化

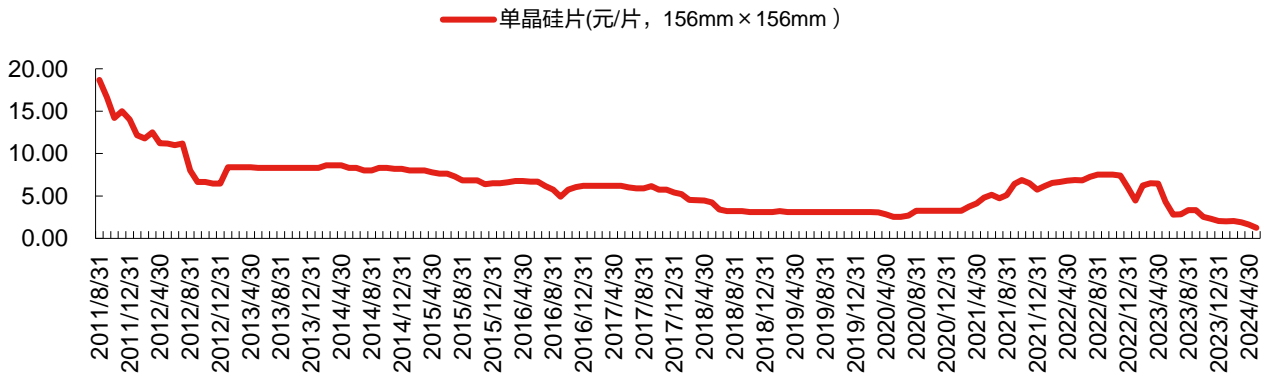
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

制造优势。公司与 Vision Industries Company 签署《联合开发协议》，拟在沙特阿拉伯共同投资建设光伏晶体晶片工厂项目，一期设计产能 20GW。基于 Maxeon 公司拥有的 IBC 电池-组件、叠瓦组件的知识产权和技术优势，公司与 Maxeon 实现了全球范围内生产与渠道的相互促进和协同发展，将进一步协助公司未来海外业务的加速发展。

**G12 及 N 型先进光伏材料产能持续释放，依托技术优势持续巩固龙头地位。**TCL 中环在光伏材料领域具有先进产能规模优势，2023 年 TCL 中环光伏产品的产销量保持增长。目前 TCL 中环是国内唯一拥有太阳能级和电子级硅材料双产业链的上市公司，光伏硅片整体市占率 23.4%，G12 硅片市场占有率全球行业领先，N 型硅片外销市占率多年保持全球第一。公司晶体单位产品硅料消耗率、单炉月产以及晶片每公斤出片数等指标均大幅领先行业水平，成本领先优势增强；随着能效需求提升，光伏产品加速向 N 型技术迭代，公司已构筑深厚技术壁垒。

**库存水位已见下行，部分厂商价格报涨。**从供给端来看，目前硅片开工率维持低位，硅片厂降价去库存压力初见成效，硅片环节库存水位已见到环比逐周下行，硅片库存压力逐渐缓解，部分厂商出现价格报涨行为。但从需求端来看，电池片需求亦同步收缩，还未见到需求的明显复苏趋势。若龙头厂商采取价格策略，倒逼中尾部小厂加速出清后，硅片有全环节率先反弹的可能性。

图 27：2011.8-2024.4 单晶硅片（156mm×156mm）价格走势



数据来源：wind，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入和利润的大幅增长主要来自于半导体显示业务，23 年显示业务逐步筑底，23 年下半年大尺寸 LCD 进入价格上行区间，t9 产线尚处于产能爬坡阶段，公司中小尺寸 LCD 业务有望随新产线产能释放和国产品牌份额提升而提升，且价格有望于 24 年下半年实现筑底全面回升，25、26 年有望迎来量价齐升的上行周期，收入逐年增长。且考虑到产量扩大有望摊薄成本，预计 24-26 年毛利率较 22、23 年明显提升。
- 2) 半导体光伏及其他硅材料业务：得益于规模优势等竞争优势，24-26 年公司光伏硅片数量有望持续提升。23 年产品价格下滑幅度较大，24 年厂商控制稼动率，库存水位下行，部分厂商价格报涨，硅片价格下降幅度有望于下半年放缓或小幅回升，随着 24 年产能下降、库存去化，25、26 年价格有望止跌回升。而硅片价格下跌预计在一定程度拉低毛利率水平。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 1.41%,1.29%和 1.25%，管理费用率为 2.65%,2.42%和 2.33%，研发费用率为 5.33%,5.02%和 4.68%。销售费用率和管理费用率的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对销售费用和管理费用有一定的摊薄影响，研发费用率下降主要考虑摊薄影响，以及大陆面板行业日渐成熟后，研发费用较快速扩张期增长放缓。

#### 盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>半导体显示业务</b>					
销售收入（百万元）	65,717.2	83,654.7	104,817.6	122,225.4	134,963.5
增长率	-25.4%	27.3%	25.3%	16.6%	10.4%
毛利率	0.9%	13.8%	21.2%	21.9%	21.3%
<b>半导体光伏及其他硅材料</b>					
销售收入（百万元）	67,010.2	59,146.5	50,689.4	57,904.7	64,063.8
增长率	63.0%	-11.7%	-14.3%	14.2%	10.6%
毛利率	17.8%	20.2%	10.5%	9.7%	11.2%
<b>分销业务</b>					
销售收入（百万元）	31,847.8	30,109.5	31,012.8	31,943.2	32,901.5
增长率	-0.3%	-5.5%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
<b>其他</b>					
销售收入（百万元）	1,977.7	1,455.9	1,455.9	1,455.9	1,455.9
增长率	-21.5%	-26.4%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	42.6%	62.1%	40.0%	40.0%	40.0%
合计	166,552.8	174,366.7	187,975.7	213,529.2	233,384.7
增长率	1.8%	4.7%	7.8%	13.6%	9.3%
综合毛利率	8.8%	14.7%	15.6%	16.0%	16.2%



资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

我们预测公司 2024-2026 年每股净资产分别为 3.15、3.55、4.08 元，我们选择面板及硅片产业链公司京东方 A、骏成科技、深天马 A、隆基绿能、立昂微、沪硅产业作为可比公司，根据可比公司 24 年平均 1.72 倍 PB 估值水平，对应 5.42 元人民币目标价，首次给予买入评级。

图 28：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2024/6/28	每股净资产(元)				一致预期PB			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
京东方A	000725	4.09	3.44	3.57	3.77	4.03	1.19	1.15	1.09	1.01
骏成科技	301106	28.75	11.38	12.37	14.06	16.51	2.53	2.32	2.04	1.74
深天马A	000050	7.28	11.38	11.12	11.24	11.55	0.64	0.66	0.65	0.63
隆基绿能	601012	14.02	9.30	9.52	10.23	11.18	1.51	1.47	1.37	1.25
立昂微	605358	23.14	11.87	11.98	12.53	13.08	1.95	1.93	1.85	1.77
沪硅产业	688126	13.81	5.50	5.80	6.11	6.32	2.51	2.38	2.26	2.18
	最大值		11.87	12.37	14.06	16.51	2.53	2.38	2.26	2.18
	最小值		3.44	3.57	3.77	4.03	0.64	0.66	0.65	0.63
	平均数		8.81	9.06	9.66	10.45	1.72	1.65	1.54	1.43
	调整后平均		13.22	13.59	14.48	15.67	1.79	1.72	1.59	1.44

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

面板价格回升不及预期：面板价格上行不及预期会影响公司盈利能力。

终端需求增长不及预期：若大尺寸受赛事需求拉动不及预期、中小尺寸面板终端需求复苏放缓将影响下游需求。

竞争对手退出不及预期的风险：夏普等厂商预期退出一部分大尺寸产线将有利于改善大尺寸 LCD 竞争格局，若竞争对手退出竞争不及预期，将影响竞争格局改善。

产能爬坡不及预期：中尺寸出货量提升受 t9 产线爬坡影响较大，若新产能爬坡不及预期，则影响公司盈利能力。

原材料价格波动：面板原材料包含玻璃基板、驱动 IC、彩色滤光片等，原材料价格变动对公司盈利能力有影响。

海外市场发展不及预期：公司 23 年海外业务占营收比重 31.2%，随着夏普退出大尺寸 LCD，公司将进一步争取海外业务，若海外市场发展不及预期，将影响公司盈利能力。

跌价带来的减值损失：光伏价格走势不明朗，若价格进一步下跌，则会产生减值损失，影响公司盈利能力。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	35,379	21,924	23,635	26,848	29,345	营业收入	166,553	174,367	187,976	213,529	233,385
应收票据、账款及款项融资	15,668	23,573	32,482	27,685	33,564	营业成本	151,925	148,768	158,612	179,352	195,540
预付账款	3,594	2,946	4,323	4,911	5,368	销售费用	1,951	2,524	2,644	2,764	2,924
存货	18,001	18,482	20,302	22,163	24,495	管理费用	3,541	4,783	4,973	5,163	5,443
其他	22,852	35,373	36,041	36,670	37,189	研发费用	8,634	9,523	10,023	10,723	10,913
<b>流动资产合计</b>	<b>95,493</b>	<b>102,298</b>	<b>116,784</b>	<b>118,278</b>	<b>129,961</b>	财务费用	3,423	3,973	4,769	5,118	5,413
长期股权投资	29,256	25,431	25,431	25,431	25,431	资产、信用减值损失	3,524	4,987	3,746	3,171	3,171
固定资产	132,478	176,423	189,736	203,393	219,855	公允价值变动收益	(139)	27	31	31	31
在建工程	52,054	17,000	15,860	15,062	14,503	投资净收益	4,731	2,592	376	376	376
无形资产	16,784	18,420	20,936	24,030	27,834	其他	2,271	2,756	1,640	1,505	1,400
其他	33,932	43,287	43,195	41,961	41,949	<b>营业利润</b>	<b>419</b>	<b>5,184</b>	<b>5,256</b>	<b>9,151</b>	<b>11,788</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>264,503</b>	<b>280,561</b>	<b>295,159</b>	<b>309,878</b>	<b>329,573</b>	营业外收入	790	71	79	313	155
<b>资产总计</b>	<b>359,996</b>	<b>382,859</b>	<b>411,943</b>	<b>428,155</b>	<b>459,533</b>	营业外支出	152	204	200	185	196
短期借款	10,216	8,474	27,984	30,256	46,492	<b>利润总额</b>	<b>1,057</b>	<b>5,052</b>	<b>5,135</b>	<b>9,279</b>	<b>11,746</b>
应付票据及应付账款	32,748	35,013	37,330	42,211	46,021	所得税	(731)	271	276	498	631
其他	44,577	55,738	56,231	56,509	56,726	<b>净利润</b>	<b>1,788</b>	<b>4,781</b>	<b>4,859</b>	<b>8,781</b>	<b>11,116</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>87,541</b>	<b>99,225</b>	<b>121,545</b>	<b>128,977</b>	<b>149,239</b>	少数股东损益	1,527	2,566	555	1,271	1,266
长期借款	118,603	117,662	117,662	117,662	117,662	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>261</b>	<b>2,215</b>	<b>4,305</b>	<b>7,509</b>	<b>9,849</b>
应付债券	12,007	9,114	8,619	8,619	8,619	每股收益(元)	0.01	0.12	0.23	0.40	0.52
其他	9,707	11,592	11,971	11,971	11,971						
<b>非流动负债合计</b>	<b>140,317</b>	<b>138,368</b>	<b>138,252</b>	<b>138,252</b>	<b>138,252</b>						
<b>负债合计</b>	<b>227,857</b>	<b>237,593</b>	<b>259,797</b>	<b>267,229</b>	<b>287,491</b>						
少数股东权益	81,460	92,344	92,899	94,170	95,436						
实收资本(或股本)	17,072	18,779	18,779	18,779	18,779						
资本公积	11,208	9,657	10,752	10,752	10,752						
留存收益	23,199	25,411	29,716	37,225	47,075						
其他	(801)	(926)	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>132,139</b>	<b>145,266</b>	<b>152,146</b>	<b>160,927</b>	<b>172,042</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>359,996</b>	<b>382,859</b>	<b>411,943</b>	<b>428,155</b>	<b>459,533</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,788	4,781	4,859	8,781	11,116
折旧摊销	19,612	24,155	25,493	29,028	33,049
财务费用	3,423	3,973	4,769	5,118	5,413
投资损失	(4,731)	(2,592)	(376)	(376)	(376)
营运资金变动	7,463	(7,194)	(11,106)	6,641	(5,458)
其它	(9,128)	2,192	(2,530)	186	279
<b>经营活动现金流</b>	<b>18,426</b>	<b>25,315</b>	<b>21,109</b>	<b>49,379</b>	<b>44,022</b>
资本支出	(53,284)	(31,220)	(36,429)	(43,727)	(52,756)
长期投资	(4,542)	4,479	0	0	0
其他	10,990	(14,056)	1,789	407	407
<b>投资活动现金流</b>	<b>(46,836)</b>	<b>(40,797)</b>	<b>(34,640)</b>	<b>(43,320)</b>	<b>(52,349)</b>
债权融资	28,437	11,706	(594)	0	0
股权融资	10,056	156	1,095	0	0
其他	(7,092)	(10,071)	14,742	(2,846)	10,823
<b>筹资活动现金流</b>	<b>31,401</b>	<b>1,792</b>	<b>15,243</b>	<b>(2,846)</b>	<b>10,823</b>
汇率变动影响	603	12	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>3,594</b>	<b>(13,679)</b>	<b>1,711</b>	<b>3,213</b>	<b>2,497</b>

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	1.8%	4.7%	7.8%	13.6%	9.3%
营业利润	-97.6%	1137.3%	1.4%	74.1%	28.8%
归属于母公司净利润	-97.4%	747.6%	94.4%	74.4%	31.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.8%	14.7%	15.6%	16.0%	16.2%
净利率	0.2%	1.3%	2.3%	3.5%	4.2%
ROE	0.6%	4.3%	7.7%	11.9%	13.7%
ROIC	2.5%	2.9%	3.0%	4.0%	4.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.3%	62.1%	63.1%	62.4%	62.6%
净负债率	88.1%	95.0%	102.0%	95.9%	97.7%
流动比率	1.09	1.03	0.96	0.92	0.87
速动比率	0.85	0.82	0.77	0.72	0.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.3	9.7	7.0	7.2	7.8
存货周转率	8.2	7.0	7.2	7.5	7.4
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.01	0.12	0.23	0.40	0.52
每股经营现金流	1.08	1.35	1.12	2.63	2.34
每股净资产	2.70	2.82	3.15	3.55	4.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	310.4	36.6	18.8	10.8	8.2
市净率	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.3	5.8	5.5	4.5	3.9
EV/EBIT	50.6	21.2	19.4	13.6	11.3

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。