

三利谱(002876)/光学光电子

高成长周期今朝启, 面板价格回暖再添彩

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 49.40

分析师: 刘翔

执业证书编号: S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com

分析师: 周梦缘

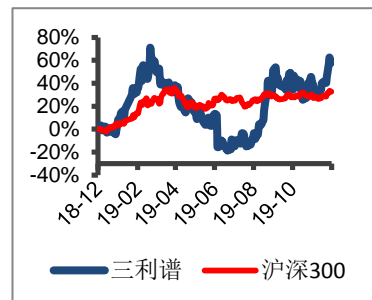
执业证书编号: S0740518080001

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	104
流通股本(百万股)	71
市价(元)	49.40
市值(百万元)	5,138
流通市值(百万元)	3,484

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 三季度业绩超预期, 四季度指引乐观
- 2 业绩符合市场预期, 大尺寸放量渐行渐近
- 3 双动能驱动需求无忧, 产能瓶颈突破启新章

### 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	818	883	1,455	2,115	2,970
增长率 yoy%	2.1%	8.0%	64.8%	45.4%	40.4%
净利润	82.2	27.7	59.2	193.7	323.9
增长率 yoy%	12.9%	-66.3%	113.6%	227.3%	67.3%
每股收益(元)	0.79	0.27	0.57	1.86	3.11
每股现金流量	-0.92	-0.84	-2.55	-1.04	-1.61
净资产收益率	8.1%	4.2%	6.1%	10.3%	13.0%
P/E	48.1	142.7	86.8	26.5	15.9
PEG	3.7	-2.2	0.8	0.1	0.2
P/B	4.5	4.5	5.3	4.5	3.5

备注:

### 投资要点

- 大陆偏光片供不应求景气持续, 300 亿市场国产替代迎加速:** 国内面板产能持续增加带动偏光片需求快速成长, 据我们测算, 2019 年国内面板产能满产对应偏光片需求约 2.9 亿平米/年, 到 2021 年将达 3.4 亿平米/年, 对应市场规模 300 亿元左右, 成长性显著, 且国内面板厂无 in-house 计划。而供给侧, 2019 年底, 大陆偏光片产能约 1.8 亿平米/年, 到 2021 年约 2.9 亿平米/年, 持续供不应求, 高景气度有望持续, 且给国内厂商国产替代带来巨大机遇, 相较于外资厂商国内扩产保守态度, 内资偏光片厂商在增量需求驱动下, 加速扩产, 国产替代有望进入加速期。
- 公司手机偏光片量价齐升, 3 年 2 倍成长空间远超预期:** 公司手机偏光片全球出货已进入全球前三, 此前终端机型主要配套华为、联想等低端机型为主, 2019 年以来, 在客户广度上, 切入 OPPO、小米等品牌, 预计全年配套手机出货有望达到 1.5 亿部左右。在产品力上, 向中端机型渗透, 增亮片等高端产品占比持续提升, 进一步打开市场空间, 明年下半年龙岗线投产后, 在旺盛需求拉动下, 有望快速放量, 到 2022 年, 配套量有望达到 4 亿部左右。同时今年前三季度产品均价提升 20% 以上, 印证公司产品升级趋势, 我们预计到 2022 年公司手机偏光片业务收入规模可达 24 亿元左右, 对应 2 倍成长空间, 远超预期。
- 大尺寸偏光片完成“0-1”突破, 超宽幅产线落地驱动质的飞跃:** 公司合肥厂定位于中大尺寸产品, 目前合肥 1490mm 产线已近满产, 对主要面板厂实现大批量交货, 在电视领域实现“0-1”突破, 短期虽然亏损幅度较大, 但随着年底 1330mm 产线量产, 叠加良率提升和产品结构改善, 我们预计, 明年一季度有望迈过盈亏平衡点, 二季度稳定后, 利润率可达 7-8%, 大幅增加明年利润弹性。考虑电视偏光片里面价格梯度, 随着定增项目 2500mm 产线落地, 产线经济切割尺寸将从目前 32 寸/43 寸, 进一步覆盖至 55/65/75 寸等高毛利尺寸, 提升中大尺寸业务利润率, 带动公司在中大尺寸领域实现质的飞跃。
- 投资建议:** 手机偏光片成长空间超预期, 大尺寸产品突破后盈利改善空间大, 现有产能驱动未来 3 年高成长, 面板价格回暖驱动产业周期上行, 我们预计公司 2019/20/21 年净利润为 0.59/1.94/3.24 亿元, 增速为 113%/227%/67%, EPS 为 0.57/1.86/3.11 元, 对应 PE 为 86.8/26.5/15.9 倍, “买入”评级。
- 风险提示:** 人民币汇率短期大幅贬值, 产能释放进度低预期、良率提升低预期。

## 内容目录

一、三利谱：国内偏光片执牛耳，高成长周期今朝启 .....	- 4 -
二、以史为鉴：复盘台湾产业史，本土配套趋势明显 .....	- 7 -
2.1 台湾偏光片与面板同起步，随后本土化配套率过半 .....	- 7 -
2.2 面板衰退叠加核心技术缺失，台系偏光片繁荣后走向衰落 .....	- 8 -
三、行业需求：大陆需求高成长，市场规模达 300 亿 .....	- 10 -
四、行业供给：大陆供给不足高景气，国产替代迎加速起点 .....	- 13 -
4.1 偏光片工艺复杂壁垒高，目前以日韩企业为主 .....	- 13 -
4.2 大陆供应严重不足，供需紧张持续 2 年以上 .....	- 15 -
五、成长量化：手机偏光片量价齐升，电视偏光片将迎质变 .....	- 17 -
5.1 手机偏光片量价齐升，看好未来 3 年 2 倍成长空间 .....	- 17 -
手机业务客户广度与深度双发力，产能释放驱动国产替代再加速 .....	- 18 -
手机业务利润率高，未来有望维持 .....	- 20 -
5.2 电视偏光片重大突破，毛利率改善驱动利润放量 .....	- 20 -
在手产能充分释放后，大尺寸产品收入规模上看 40 亿 .....	- 20 -
大尺寸产品三管齐下，驱动利润率改善 .....	- 21 -
六、投资建议：高成长周期今朝启，面板价格回暖再添彩 .....	- 23 -
七、风险提示： .....	- 24 -

## 图表目录

图表 1：公司持续引领偏光片国产替代 .....	- 4 -
图表 2：公司已覆盖国内主要面板厂与模组厂 .....	- 4 -
图表 3：公司产能布局初步成型 .....	- 5 -
图表 4：2019 年以来收入快速增长 .....	- 5 -
图表 5：公司本部毛利率稳中有升，合肥毛利率改善趋势明显 .....	- 6 -
图表 6：公司利润拐点已经确立 .....	- 6 -
图表 7：公司未来 3 年成长路径清晰 .....	- 7 -
图表 8：2010 年后大陆面板产业加速崛起 .....	- 7 -
图表 9：台湾偏光片产业自 1999 年开始快速发展 .....	- 8 -
图表 10：台湾偏光片本土厂商配套率达到 55% 左右 .....	- 8 -
图表 11：台系偏光片企业衰退趋势明显 .....	- 8 -
图表 12：台系面板产业 2011 年后逐步走向衰退 .....	- 9 -

图表 13: 力特光电 2005 年开始持续大额亏损.....	- 9 -
图表 14: 力特光电 2010 年资产负债率超过 90%.....	- 9 -
图表 15: 力特对奇美与友达的销售额大幅降低.....	- 10 -
图表 16: 液晶显示模组示意图.....	- 10 -
图表 17: 全球偏光片需求面积超过 5 亿平米/年.....	- 11 -
图表 18: 面板价格过去两年降幅明显.....	- 11 -
图表 19: 偏光片均价稳定.....	- 11 -
图表 20: 全球偏光片市场规模在 100 亿美元以上.....	- 12 -
图表 21: TFT 偏光片占比接近 95%.....	- 12 -
图表 22: 65 寸 LCD 电视普遍在 3000 元以内.....	- 12 -
图表 23: 65 寸 OLED 电视普遍在 12000 元以上.....	- 12 -
图表 24: 2021 年国内 LCD 面板产能达全球一半.....	- 13 -
图表 25: 国内偏光片需求高成长.....	- 13 -
图表 26: 未来 2 年国内偏光片需求增量超过 1.4 亿平米/年.....	- 13 -
图表 27: 偏光片基本构成结构.....	- 14 -
图表 28: 偏光片行业进入壁垒高.....	- 14 -
图表 29: 偏光片包含数十道工序.....	- 14 -
图表 30: 偏光片行业 CR3 市占率接近 70%.....	- 15 -
图表 31: 大陆偏光片产能占比仅 20%左右.....	- 15 -
图表 32: 住友化学偏光片业务盈利能力一般.....	- 16 -
图表 33: 我们预计, 2020 年底国内偏光片产能不超过 2.9 亿平米.....	- 16 -
图表 34: 公司手机偏光片业务处于再加速起点, 电视业务实现突破.....	- 17 -
图表 35: 公司 2018 年收入结构.....	- 18 -
图表 36: 公司 2019 年前三季度收入结构.....	- 18 -
图表 37: 全球手机年出货量接近 19 亿部.....	- 18 -
图表 38: 公司产品价格较日韩系厂商优势明显.....	- 19 -
图表 39: 公司在手订单金额大幅增加.....	- 19 -
图表 40: 公司手机偏光片业务 3 年 2 倍成长空间.....	- 20 -
图表 41: 本部单季度利润已远超历史最好水平.....	- 20 -
图表 42: 公司中大尺寸偏光片突破进展.....	- 21 -
图表 43: 偏光片产品价格趋势图.....	- 22 -
图表 44: 三管齐下改善大尺寸产品毛利率.....	- 23 -
图表 45: 公司收入分拆.....	- 24 -
图表 46: 公司收入分拆.....	- 24 -

## 一、三利谱：国内偏光片执牛耳，高成长周期今朝启

- **技术立足，引领偏光片自主可控进程。**公司创始人张建军自 90 年代中后期以来，一直专注于偏光片国产化，其曾经在天马、盛波、温州侨业等业内企业从事偏光片研发生产工作，均为核心技术骨干，直至 2007 年创立三利谱。三利谱为国内偏光片行业龙头，成功研制国内第一张 CSTN、OLED、TFT 半透偏光片，持续引领偏光片国产化进程。

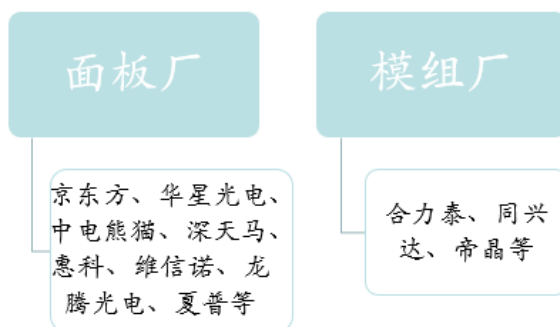
**图表 1：公司持续引领偏光片国产替代**



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- **国内主要面板厂都已成为公司客户。**公司目前主要下游客户已涵盖了京东方、华星光电、中电熊猫、深天马、维信诺等面板龙头与合力泰、帝晶、同兴达等大型 LCM 模组厂。

**图表 2：公司已覆盖国内主要面板厂与模组厂**



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

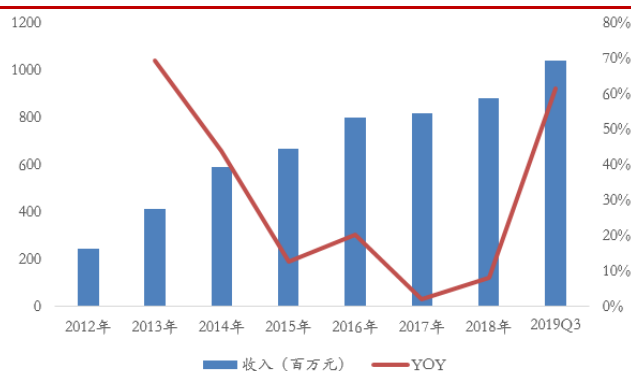
- **到 2020 年，公司在手产能达 3200 万平米/年。**公司从宽幅 1330mm 的中后段产线起步，到 650mm 全制程产线（黑白），再到光明 1490mm 全制程产线（小尺寸），再到合肥 1490mm+1330mm 宽幅产线（大尺寸）、龙岗 1490mm 产线（IPO 募投，小尺寸），再到莆田和合肥二期大尺寸偏光片项目，华南与华东生产基地布局初成型。总结来看，生产基地可以按照产品下游分类：a) 黑白，莆田 1 期；b) 小尺寸偏光片（以手机为主），光明+龙岗；c) 中大尺寸偏光片，合肥+莆田 2 期。

**图表 3: 公司产能布局初步成型**

黑白	小尺寸	中大尺寸
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 菁田650mm线, 120万平米/年</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 光明1490mm线, 550万平米/年</li> <li>• 龙岗1490mm线, 1000万平米/年 (2020年Q3量产)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 合肥1490mm线, 1000万平米/年, 已满产;</li> <li>• 合肥1330mm线, 600万平米/年, 12月开始爬坡, 明年3-4月满产;</li> <li>• 菁田2期, 1490mm线, 1000万平米/年, 预计21年底量产</li> <li>• 合肥2期, 2500mm线, 3000万平米/年, 预计22年中量产</li> </ul>

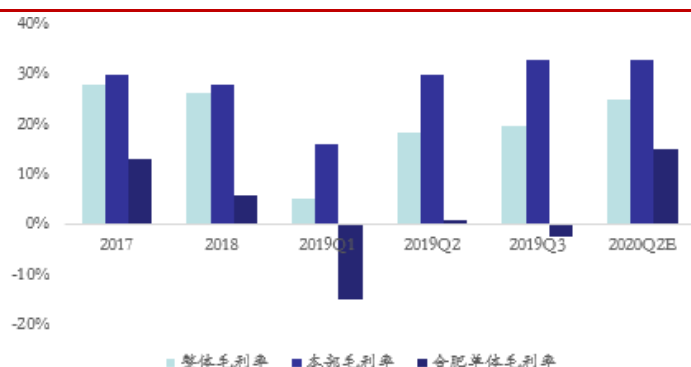
资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司 2019 年进入产能释放期, 收入持续快速增长。**产能释放带动公司收入与利润持续快速增长, 从节奏来看, 公司 2011 年底光明 1490mm 宽幅 TFT 产线投产, 自 2012 年开始 TFT 偏光片业务持续放量, 带动公司收入与利润稳步成长, 属于典型产能释放驱动业绩成长的模式。新增合肥产线 2018 年底导入大客户, 并于 2019 年一季度开始大批量交货, 带动收入迎来快速增长, 考虑到目前产能投产规划, 我们预计, 未来 2-3 年, 公司收入有望持续高增长。

**图表 4: 2019 年以来收入快速增长**


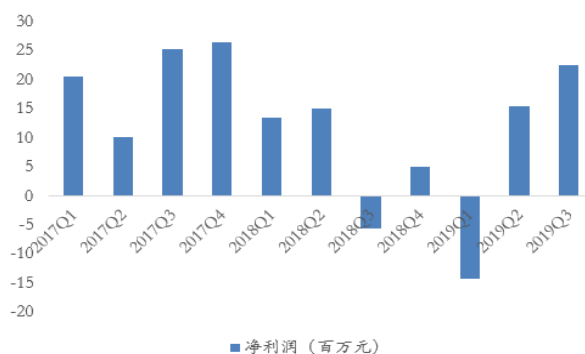
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2019 年以来, 毛利率逐季好转趋势明显。**从整体毛利率看, 2017-18 年降幅较大(从 28-30%一路下降至 15-16%左右), 主要是合肥新厂拖累。分拆来看, 本部一直较为稳定, 2017-18 年将深圳部分订单转移至合肥, 拉高整体生产成本, 随着 2019 年合肥订单放量, 本部毛利率恢复稳中有升状态, 稳定在 30%以上。合肥厂 2017 年毛利率约 12-13%左右, 2018 年毛利率约 5-6% (主要大量增加投入, 准备 2019 年大规模量产), 2019 年 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为-15%、0.8%、-2.5%, 主要是量产初期, 规模效应、良率等方面, 还未达到较好状态, 但好转趋势明显 (其中 Q3 弱化主要是汇率影响以及 1330mm 产线未量产准备工作致成本增加), 随着年底 1330mm 产线开始量产, 叠加良率持续提升, 我们预计, 明年 Q2 开始合肥厂毛利率有望稳定在 15%以上, 持续改善趋势明显。

**图表 5：公司本部毛利率稳中有升，合肥毛利率改善趋势明显**


资料来源：Wind，中泰证券研究所

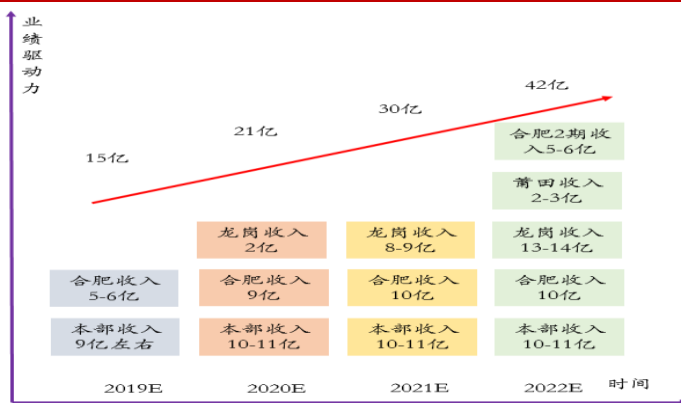
- 业绩拐点已经确立，幅度有望超预期。**从合并数据来看，公司 Q1/Q2/Q3 亏损 1400 万、盈利 1500 万、盈利 2200 多万，业绩拐点趋势明显，进一步考虑到 Q3 汇兑损失约 800-900 万元，加回后约 3000 万元左右，环比改善趋势非常明显。同时公司预计 Q4 单季度净利润为 2700-4100 万元，考虑到本部小尺寸景气度持续以及合肥持续改善，我们预计有望落在预告区间中值偏上，持续验证业绩拐点趋势，后期随着合肥逐步扭亏到盈利，利润弹性将进一步体现。

**图表 6：公司利润拐点已经确立**


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们预计，2020 年合肥有望开始盈利，2021 年龙岗放量，有望驱动利润迎来新一轮上升周期。**将公司分为本部（将黑白线也包括在内）、合肥及龙岗三块来看，今年本部小尺寸产品，国产替代再上台阶，带动盈利突破历史新高，从 Q2 与 Q3 经营数据来看（Q1 行业淡季），单季度利润有望达到 4500 万元以上，我们预计，明年全年有望达到 1.5-1.6 亿元以上；同时合肥基地，随着年底 1330mm 产线开始释放收入及产品结构调整成效逐步体现，我们预计，明年有望开始盈利，有望实现 0.3-0.5 亿元利润；2020 年下半年公司龙岗基地将投产，产品定位于小尺寸，现有产品升级叠加现有客户，恰逢明年 5G 换机潮，预计爬坡期较快，2021 年有望开始大规模贡献利润，带动 2021 年持续高增长；2022 年开始，莆田新建 1490mm 产线及定增募资的 2500mm 超宽幅产线将投产，在国产替代大逻辑下，需求无忧，未来成长路径清晰。

图表 7: 公司未来 3 年成长路径清晰



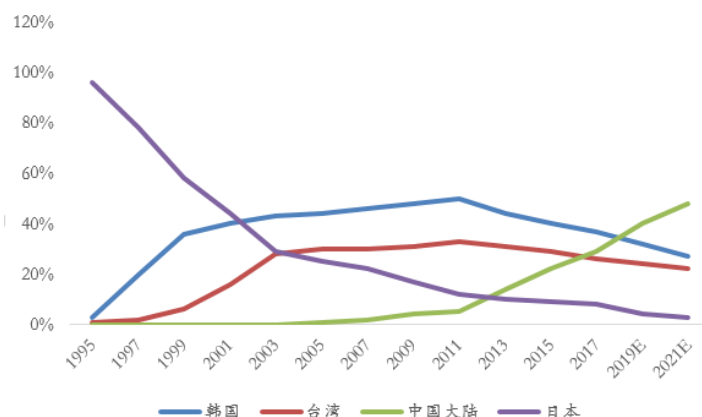
资料来源: 中泰证券研究所

## 二、以史为鉴: 复盘台湾产业史, 本土配套趋势明显

### 2.1 台湾偏光片与面板同起步, 随后本土化配套率过半

- 面板行业经历了日本-韩国-台湾-大陆的转移历程。液晶面板最先为美国发明, 随后日本企业获取技术后, 在 90 年代开始了商业化应用, 在 90 年代中期以前, 日本基本独占了全球面板市场, 1995 年之后, 韩国通过逆周期投资, 不断加大投资规模, 在市场份额上迅速赶超日系; 随后日系企业为应对韩国企业竞争压力, 将面板技术向台湾企业扩散, 借助台湾企业来对抗韩系, 2000 年前后, 台湾面板企业起步, 在金融危机前市场份额达到全球 1/3; 随后国内企业为了解决庞大的下游企业缺屏问题, 开始引进技术自主吸收, 在 2009 年开始持续加码面板投资, 多条 8.5 代、10.5 代陆续投产, 带动大陆面板业崛起。

图表 8: 2010 年后大陆面板产业加速崛起

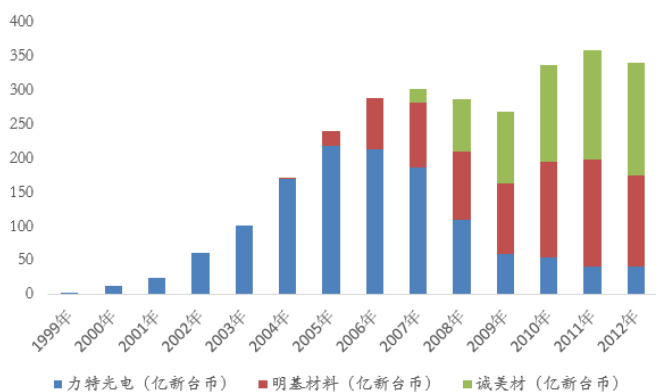


资料来源: IHS, 中泰证券研究所

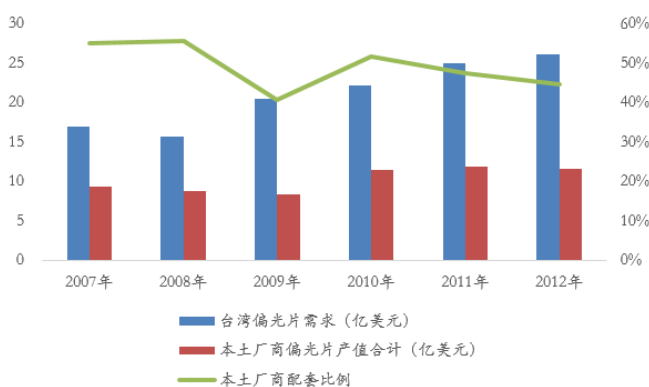
- 台湾面板企业在 2010 年前后达到鼎盛, 随后份额开始逐年下滑。从台湾面板行业发展历程来看, 其借助日企技术转移, 在 2000 年后, 面板行业份额持续快速提升, 2011 年市场份额达到全球三分之一, 但近年

来其高世代线上投资放缓及大陆的迎头追赶，已呈现明显颓势，市场份额逐年下滑。

- **台湾偏光片本土厂商配套率最高达到 55% 左右。**台湾偏光片产业自 1999 年力特投建第一条产线，随后 2005 年与 2007 年明基材料（原达信）与诚美材（原奇美新材）先后起步，带动其本土偏光片产业持续快速发展，三大本土厂商偏光片年产值从 1999 年的 2.56 亿新台币起步，到 2007 年已经突破 300 亿新台币，8 年间成长超百倍，我们依据台湾面板产能占比及全球偏光片行业产值推算其历年偏光片需求量，然后参考三大偏光片厂商收入，推算其本土厂商配套率达到 55% 左右。

**图表 9：台湾偏光片产业自 1999 年开始快速发展**


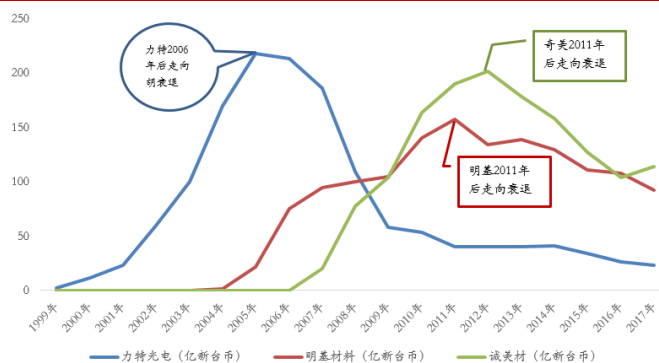
资料来源：各公司年报、中泰证券研究所

**图表 10：台湾偏光片本土厂商配套率达到 55% 左右**


资料来源：IHS、中泰证券研究所

## 2.2 面板衰退叠加核心技术缺失，台系偏光片繁荣后走向衰落

- **台系三家偏光片企业陆续走向衰退。**台湾偏光片厂商偏光片业务在经历时间不等的繁荣期后，均逐步走向衰退，只是衰退幅度与时间点不一样，目前力特光电已经逐步退出主流偏光片厂商行列，明基与诚美材虽有本土客户支持，但技术层面对日系依赖程度高，虽目前仍属主流厂商，但离 2011-12 年间的巅峰时期也相距甚远。

**图表 11：台系偏光片企业衰退趋势明显**


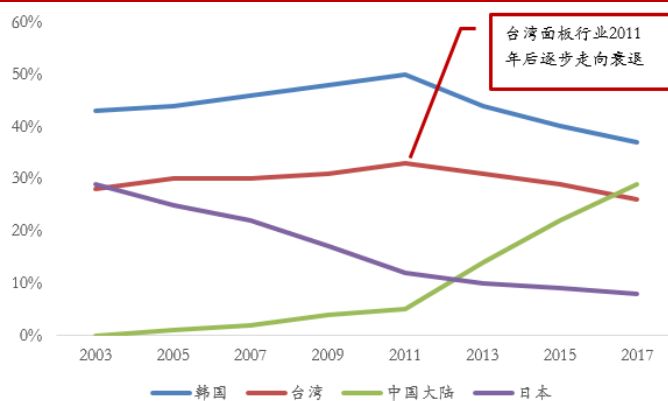
资料来源：各公司年报，中泰证券研究所

- **台系偏光片厂商衰退大背景在于台系面板厂商份额逐步下降。**从整体



趋势来看，三大台湾偏光片厂均经历数年快速成长后，走向衰退。除力特因其自身原因，偏光片业务衰退更早，而明基和奇美依托自身集团内面板厂的支持，持续繁荣到 2011-12 年，随后才开始逐步下滑。从产业背景来看，与台湾面板产业衰退节点较为一致。

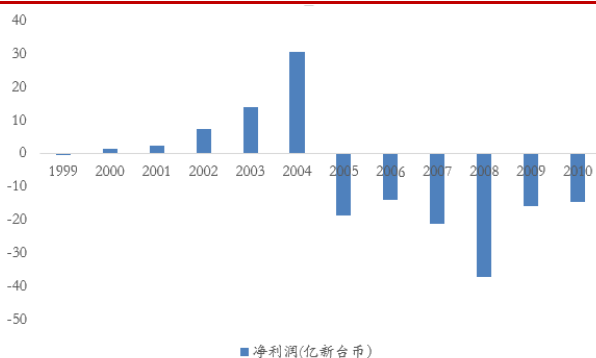
**图表 12: 台系面板产业 2011 年后逐步走向衰退**



资料来源: IHS, 中泰证券研究所

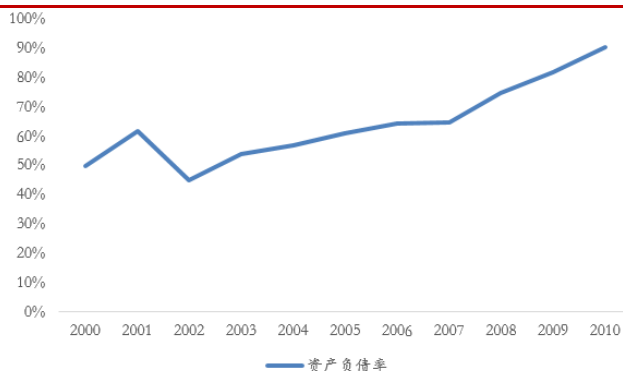
- 除了台湾面板行业需求因素外，面板厂商转向 in-house 策略，进一步加速了力特光电衰退。一方面是力特光电自身依托日系企业技术授权，独立开发能力差，导致其在巅峰期因为新产品试制失败出现巨额亏损高达 30.4 亿新台币，直接使得当年业绩大幅亏损；另一方面，力特光电产能持续扩张到 2007 年，峰值产能达到 6600 万平米/年。但台系面板厂商在偏光片采购上，自 2005 年开始，逐步走向 in-house 策略，导致力特光电客户流失、产能进一步闲置，导致公司经营日趋困难，进一步加剧其衰退。自 2005 年开始，力特光电进入连续亏损，资产负债率持续走高，到 2010 年资产负债率超过 90%，被迫走向卖产线、卖资产的大幅收缩之路。

**图表 13: 力特光电 2005 年开始持续大额亏损**



资料来源: 力特光电年报、中泰证券研究所

**图表 14: 力特光电 2010 年资产负债率超过 90%**

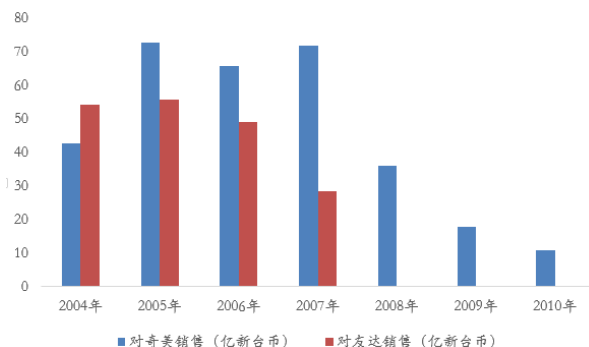


资料来源: 力特光电年报、中泰证券研究所

- 奇美与友达转向 in-house 策略，力特对其销售额大幅下降。从前文中关于力特光电产能扩张梳理中可以看出，其大幅扩产一直持续到 2007 年，而从 2005 开始，虽然当时台湾面板企业仍处于快速扩张期，对偏

光片需求持续扩大，但台湾两大核心面板厂商群创（奇美电子后来并入其中）与友达陆续开始 in-house 策略，大幅降低对力特光电的采购量，直接导致了力特光电快速走向衰退。例如力特光电 2005 年对友达光电销售额达到 55.8 亿新台币，但随着明基材料的逐步量产，到 2007 年已经降至 28.3 亿元新台币，两年时间降幅过半；2005 年对奇美电子销售额达到 72.6 亿新台币，随后开始逐步下降，到 2010 年，对其销售额已经降至 10.7 亿新台币，降幅达到 85% 左右。

**图表 15: 力特对奇美与友达的销售额大幅降低**

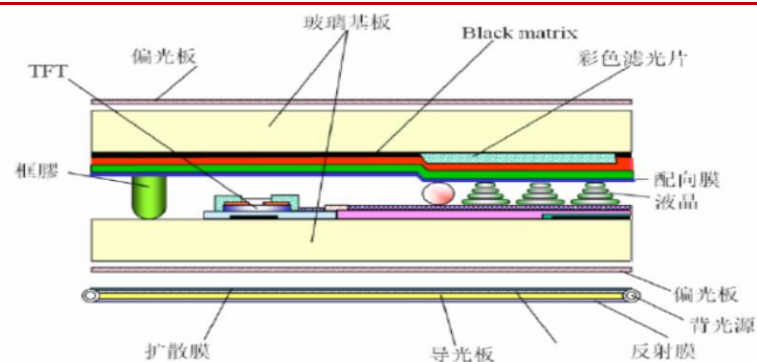


资料来源：力特光电年报，中泰证券研究所（2008 年开始对友达销售额已经低于 7 亿新台币，开始不披露）

### 三、行业需求：大陆需求高成长，市场规模达 300 亿

- **偏光片为面板核心原材料。**液晶显示模组中有两张偏光片分别贴在玻璃基板两侧，下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光，上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光，产生明暗对比，从而产生显示画面。液晶显示模组的成像必须依靠偏振光，少了任何一张偏光片，液晶显示模组都不能显示图像。

**图表 16: 液晶显示模组示意图**

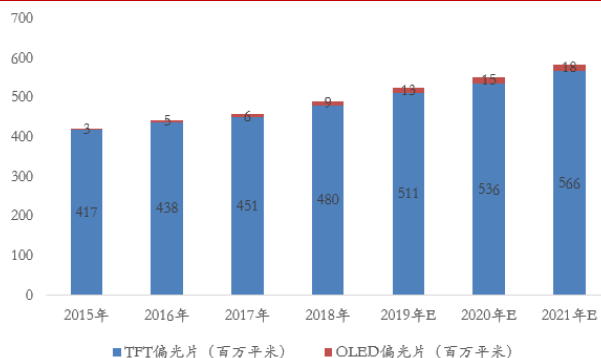


资料来源：公司官网，中泰证券研究所

- **全球偏光片需求量超过 5 亿平米/年。**偏光片作为 TFT-LCD 面板的关键原材料之一，其市场未来供需状况和成长性与 TFT-LCD 面板市场息息相关。随着包括手机、电脑、液晶电视等终端市场的增长，以及新型应用市场如穿戴式产品、智能家居等的迅猛发展，偏光片市场规模将显著增长。2016 年 1 月，Display Search 统计数据显示，由于电视大尺寸化，

驱动需求持续增长，全球 TFT-LCD 面板的需求面积将从 2013 年的 1.41 亿平方米增长至 2020 年的 2.54 亿平方米，复合增速 9%，2020 年后受益于电视大尺寸趋势持续，仍将保持 2-3% 以上复合增速。按照 1;2.27 面板面积对偏光片面积经验比例计算，2019 年偏光片全球需求面积约为 5.24 亿平米，预计到 2021 年将达到 5.84 亿平米。

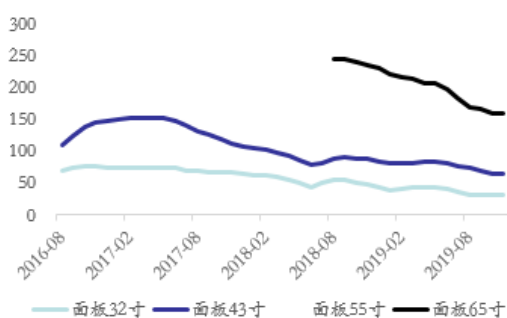
**图表 17: 全球偏光片需求面积超过 5 亿平米/年**



资料来源：富士 Chimera 总研公司，中泰证券研究所

- **偏光片价格稳定。**因无公开偏光片报价，采取内三利谱数据对比（有部分产品规格变化原因）。2018 年虽面板价格降幅很大，但偏光片价格仅降低 4% 左右，降幅很有限；2019 年均价大幅上涨，主要是高端产品占比提升。但从可比数据来看，普通产品价格也有所上涨，基本对冲了 2018 年降幅。例如，公司 2019 年前三季度增亮片、宽视角、普通视角偏光片均价分别为 408、190.1、116 元/平米，2018 年则为 378.6、182.5、96.44 元/平米，同比分别上涨 7.92%、4.72%、19.43%，均回到或超过 2017 年价格水平，而同期面板价格跌幅超过 50%，充分体现出了偏光片价格稳定性。

**图表 18: 面板价格过去两年降幅明显**



资料来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 19: 偏光片均价稳定**

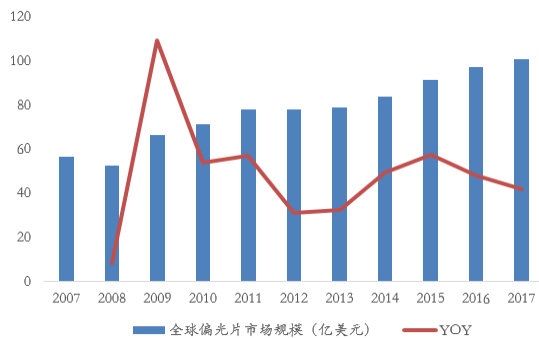


资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **按照产值计，目前全球市场规模达到百亿美元左右。**参考诚美材数据，2017 年全球偏光片行业规模约为 100 亿美元，未来 2-3 年，仍将保持 2-3% 的平稳增长。按具体应用下游来看，主要分为黑白、TFT 及 OLED 用偏光片，细分来看，黑白占比低于 5%，OLED 占比 2-3%，TFT 占比超

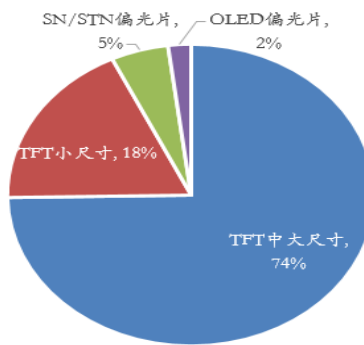
过 90%，进一步将 TFT 偏光片可分为应用于手机等领域的小尺寸（出货量约占 7-8%，市场规模约占 18-20%）及用于监视器、笔记本电脑、电视的中大尺寸产品（市场规模占 TFT 偏光片的 80%以上）。

**图表 20：全球偏光片市场规模在 100 亿美元以上**



资料来源：富士 Chimera 总研公司、中泰证券研究所

**图表 21：TFT 偏光片占比接近 95%**



资料来源：富士 Chimera 总研公司、中泰证券研究所

- OLED 普及对偏光片市场影响小。**就 TFT 偏光片而言，主要分为两块，小尺寸主要是手机，中大尺寸主要是电视、显示器、笔记本电脑等，其中电视占比最大。目前 OLED 主要普及在手机等中小尺寸领域，目前普及率已经超过 40%，边际影响很小，中低端手机仍将以 LCD 为主，且 OLED 仍需要采用偏光片，只是从两片变成一片，但其要求更薄且工艺、材料更复杂，单价高 50-100%，整体价值量变化并不大。从偏光片用量最大的 TV 市场而言，目前 LCD 电视较 OLED 电视便宜太多，例如 65 寸 4K 产品，各大品牌价格普遍不到 3000 元，而同等级别 OLED 电视普遍在 12000 元以上，且因为 8.5 代线及以上 OLED 产线并不成熟，因此切割大尺寸面板经济性差，成本降低较为困难，未来 5-10 年内，不会撼动 LCD 在 TV 市场地位。

**图表 22：65 寸 LCD 电视普遍在 3000 元以内**



资料来源：京东、中泰证券研究所

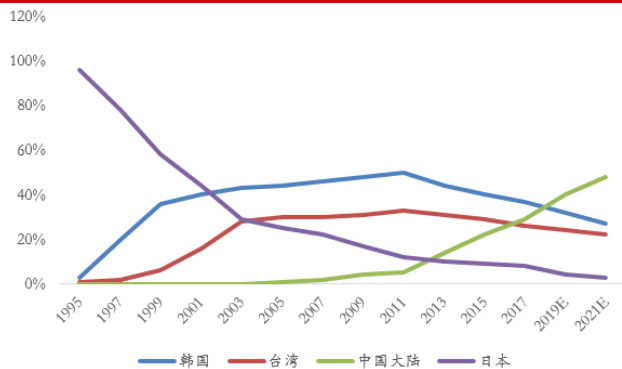
**图表 23：65 寸 OLED 电视普遍在 12000 元以上**



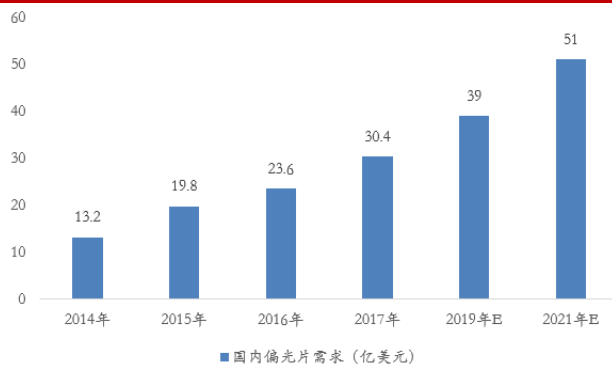
资料来源：京东、中泰证券研究所

- 国内面板产能快速投放，偏光片需求高成长趋势明显。**国内面板行业自 2005 年起步以来，产能快速扩张，尤其是 2010 年后，国内面板产能快速增长带动偏光片需求爆发。2015 年国内 LCD 面板产能全球占比约为 22%，2017 年国内 LCD 面板产能全球占比达到 30%左右，2019 年近 40%，我们预计，2021 年国内 LCD 面板产能有望超过全球一半。国内偏

光片市场规模持续快速增长。参考富士 Chimera 预测数据，国内偏光片行业 2019 年市场规模接近 40 亿美元，2021 年将超 50 亿美元，年均复合增速超过 13%。

**图表 24：2021 年国内 LCD 面板产能达全球一半**


资料来源：Didplay、中泰证券研究所

**图表 25：国内偏光片需求高成长**


资料来源：富士 Chimera 总研公司，中泰证券研究所

- 按出货量计，国内未来 2 年增量需求超 1.2 亿平米。具体到需求面积看，截止 2019 年三季度末，国内已投产 LCD 面板满产对应偏光片需求约为 2.91 亿平米；目前在产建线 7 条，预计 2021 年全部满产，未来 2 年增量需求约 1.46 亿平米，假设剔除不确定的惠科郑州 11 代线，增量需求仍然有 1.21 亿平米/年，年均复合增速接近 20%。

**图表 26：未来 2 年国内偏光片需求增量超过 1.4 亿平米/年**

序号	厂商	世代	选址	建设周期 (年)	年产量 (万片)	LCD 面积 (万平方米)	偏光片面积 (万平方米)
1	京东方	G10.5	武汉	2017-2020	144	1,397.10	3,171.42
2	华星光电	G11 (二期)	深圳	2018-2020	126	1,284.88	2,916.67
3	鸿海	G10.5	广州	2017-2020	108	1,050.45	2,384.52
4	惠科	G11	郑州	2018-2020	108	1,101.32	2,500.00
5		G8.6 (二期)	重庆	2017-2019	84	504.00	1,144.08
6		G8.6	绵阳	2018-2020	144	864.00	1,963.64
7	信利光电	G5	眉山	2017-2021	168	240.30	545.48
合计					882	6,442.05	14,625.81

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

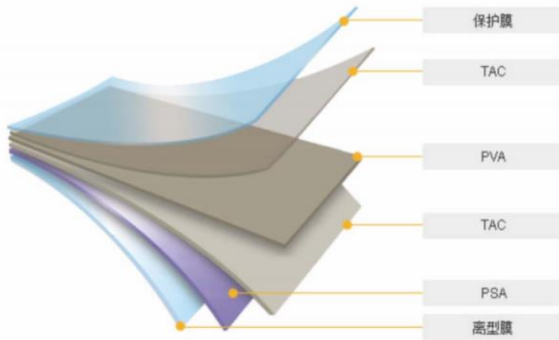
## 四、行业供给：大陆供给不足高景气，国产替代迎加速起点

### 4.1 偏光片工艺复杂壁垒高，目前以日韩企业为主

- 偏光片看似简单，实则难度极高。偏光片从结构上来看，主要由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜和压敏胶等复合制成，主要原材料多数进口，偏光片厂商要做的就是将各种膜材复合成成品，看似简单，实则难度极大。首先，工艺流程极其复杂，包含数十道工序，且膜材极其脆弱，一旦处理不当，就会导致产品质量问题；其次，偏光片设备定制化程度高，需要结合自身工艺路线，与设备厂商共同设计制造，包含很多 Know-how；此外，虽然主要膜材可以外购，但处理过程中需要用到各种

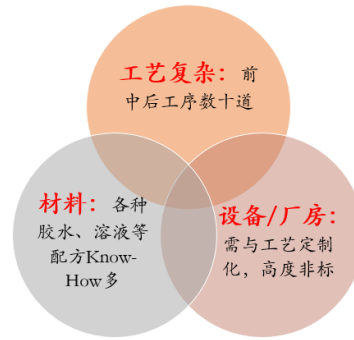
溶液、胶水等，都需要偏光片厂商根据自己多年技术积淀来搭配。

图表 27：偏光片基本构成结构



资料来源：招股说明书、中泰证券研究所

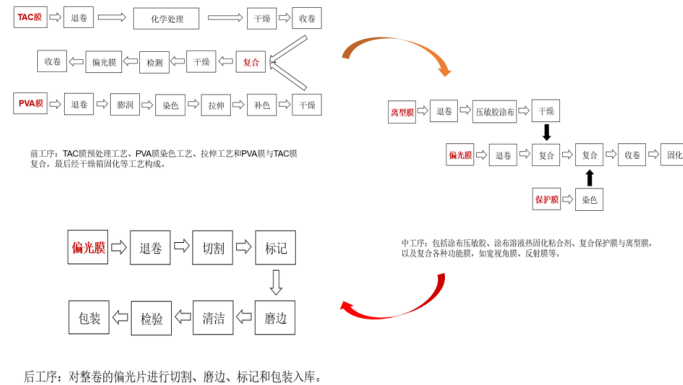
图表 28：偏光片行业进入壁垒高



资料来源：中泰证券研究所

- 1) 偏光片制造工艺复杂，前中后三段包含数十道工艺流程。在偏光片制造过程中，前段工序要求最高，难度也最大，包含 TAC 膜预处理、PVA 膜染色、拉伸、PVA 与 TAC 膜复合、干燥等多道工序，经过前工序处理的半成品，会经过中工序（涂布压敏胶、涂布溶液热固化粘合剂、复合保护膜、离型膜及其他功能等），然后收卷固化，进入后端工序，主要是切割、磨边、标记、检验、包装入库等。三段工序包含数十道工艺流程，一旦某个流程出现问题，都将导致产品作废。

图表 29：偏光片包含数十道工序

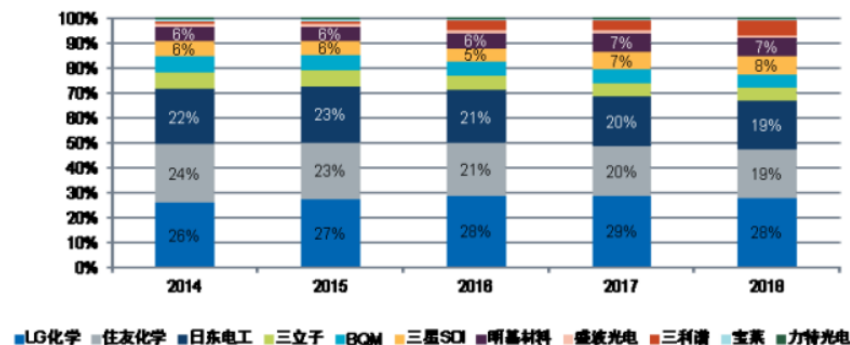


资料来源：偏光片制造技术，中泰证券研究所

- 2) 设备的非标准化，大幅提升行业壁垒。偏光片产线中主要核心设备包括 TAC 预处理设备、PVA 拉伸设备、复合设备、烘干设备、涂布复合设备，再加上全自动产线的电控系统，主要核心设备需要依据各家偏光片厂商工艺，与设备制造商共同设计制造，因各家工艺上多少会有些差别，进而导致设备非标化程度极高，进一步提高了行业门槛。
- 3) 部分材料搭配难度高。偏光片在生产过程中，包括 PVA 膜的染色溶液配方、各种粘合胶水配置等均需要与公司自身工艺路线相匹配，存在很多 Know-how 在其中，也进一步提高了行业壁垒。
- 偏光片壁垒高，全球供给高度集中，主要集中在日韩系厂商手中。从

全球市场来看,多年来偏光片行业集中度一直较高,就全球市占率而言, LG 化学、日东、住友为全球前四大偏光片厂商, CR3 合计产能占比超过 75%。日韩系偏光片厂商之所以市占率一直较高,主要是日韩 LCD 产业发展较早,虽然 2000 年后日系 LCD 厂商已经大幅衰退,但在上游材料端仍然占据重要地位,而台湾虽然面板行业虽有过辉煌,但其在材料端更多是依赖日系技术输出,自身积淀较少,使得其本土面板行业地位逐步衰落后,上游材料行业不具备全球化拓展能力。

**图表 30: 偏光片行业 CR3 市占率接近 70%**

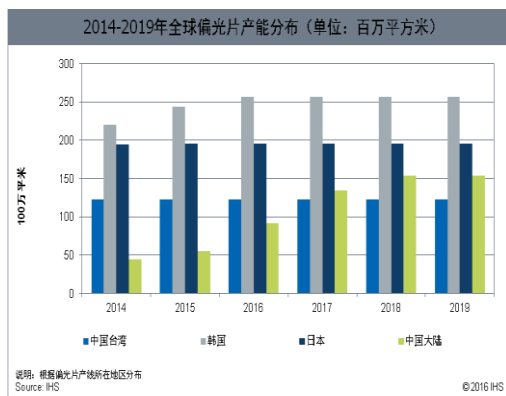


资料来源: IHS, 中泰证券研究所

#### 4.2 大陆供应严重不足, 供需紧张持续 2 年以上

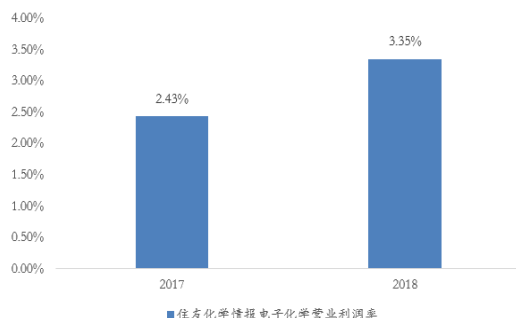
- **本土化配套是大势所趋。**偏光片成本约占显示模组成本的 8-10%, 属于核心材料, 根据行业调研数据看, 日韩系偏光片厂商价格较国内厂商高 10-20%, 且直接进口偏光片还存在 3-4% 的进口关税, 内资厂商价格优势明显, 此外外资厂商在产品交期、服务速度上也弱于内资厂商, 未来随着本土产能逐步释放, 必将为本土化配套所取代(无论是外资厂商在国内设厂还是本土厂商), 其中本土厂商综合优势更加明显。
- **目前大陆偏光片产能占比仅 20% 左右。**从偏光片产能所在地分布来看, 仍然主要分布于韩国与日本, 国内需求远大于国内产能, 供需矛盾突出。近年来大陆产能占比有所提升, 预计 2019 年底产能占比也仅 20% 左右。

**图表 31: 大陆偏光片产能占比仅 20% 左右**



资料来源: IHS, 中泰证券研究所

- 日系企业因为偏光片业务盈利能力一般，在国内扩产意愿并不强。日东、住友两家行业龙头，目前主要产线分布在日韩台三地，两家全球产能超过 2.5 亿平米/年，但两家因为其偏光片业务盈利能力一般，在国内新建产能意愿并不强，直到 2018 年产能才投放，合计产能也仅仅 3000 万平米/年，占其全球产能约 10% 左右，远低于国内 30% 以上的偏光片需求占比，也意味着上述两家份额将持续下降。

**图表 32：住友化学偏光片业务盈利能力一般**


资料来源：住友化学年报，中泰证券研究所

- 大陆偏光片供给紧张有望持续 2 年以上。偏光片产线一般建设周期需要 1-2 年，建设完成后，从试产到满产需要 6-12 个月，意味着目前还未开工的产线，在 2021 年前将难以形成有效供给。截止目前，国内有效产能约 1.8 亿平米/年，产出预计在 1.5 亿平米/年左右，相较于目前 2.9 亿平米/年需求量，供需矛盾突出，接近一半依赖进口；我们预计，到 2021 年，国内偏光片产能在 2.9 亿平米/年，仍然小于 3.5 亿平米的年需求量（前文测算 2021 年国内面板满产对应 4.1 亿平米需求，按照 90% 产能利用率估算），国内供需偏紧格局将持续 2-3 年。

**图表 33：我们预计，2020 年底国内偏光片产能不超过 2.9 亿平米**

厂商	国内现有产能	2020 年底有望落地扩产产能
LG 化学	6000 万平米/年	4000 万平米/年
日东	1000 万平米/年	暂无
住友化学	2000 万平米/年	暂无
三菱 SDI	4000 万平米/年	暂无
诚美材	1000 万平米/年	3000 万平米/年
三利谱	2200 万平米/年	1000 万平米/年
盛波光电	1600 万平米/年	3000 万平米/年
合计	17800 万平米/年	11000 万平米/年

资料来源：各公司官网，中泰证券研究所

- 通过两种方式测算，本土厂商配套市场空间有望达 130-150 亿元左右。本土化配套包括外资厂商与本土厂商配套两种，市场更为关心本土厂商潜在配套空间。用两种方式来测算，一是参考台湾偏光片产业发展过程中本土厂商配套比例；二是参考外资厂商在国内产能规划，来测算留给本土厂商的潜在空间，这种算法偏保守，在本土厂商产品及产能跟上后，预计国内面板厂会更青睐本土厂商，进而进一步挤压外资厂商份额。



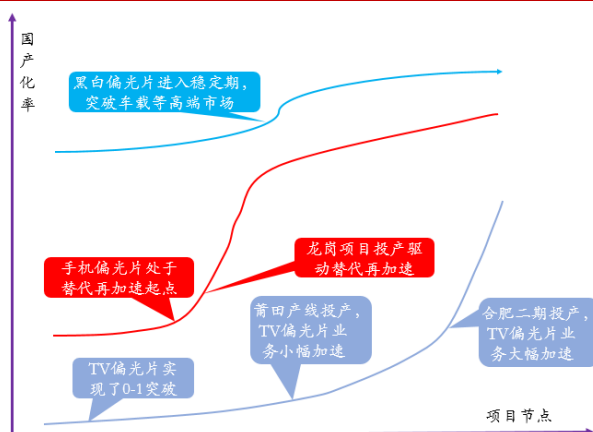
1) 参考台湾产业发展历史，台湾本土厂商（非外资在当地设厂）配套率最高峰达到 55%，目前依旧维持在 45-50%之间，假设国内厂商配套率达到 40%，对应市场空间在 1.6 亿平米左右，按照 100 元/平米均价测算，对应约 150-160 亿市场规模。

2) 外资厂商产能缺口，外资厂到 2020 年底国内产能合计 2.1 亿平米/年，留给国内厂商空间在 1.4 亿平米以上，按照 100 元/平米均价测算，对应 140 亿以上市场规模。

## 五、成长量化：手机偏光片量价齐升，电视偏光片将迎质变

- 手机偏光片替代再上台阶，电视偏光片实现重大突破，成长路径清晰。就黑白、手机、电视等下游及公司发展节奏看，黑白偏光片保持平稳增长，手机偏光片则正处于替代再加速阶段，公司全球市占 10%左右，2019 年完成了客户广度及品类升级，2020-22 年有望实现两倍成长，远超预期；以电视为代表的中大尺寸领域，公司 2019 年完成了大客户大批量交货，实现了“0-1”突破，后期产能逐步释放，成长路径清晰。

图表 34：公司手机偏光片业务处于再加速起点，电视业务实现突破

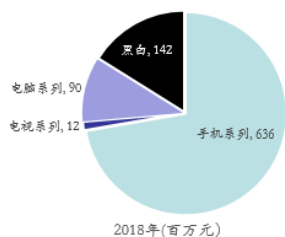


资料来源：中泰证券研究所

### 5.1 手机偏光片量价齐升，看好未来 3 年 2 倍成长空间

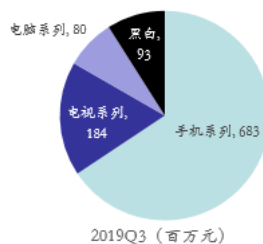
- 2017-18 年收入微幅增长，主要下游应用领域也基本保持稳定。按下游应用领域来看，公司 2018 年收入 8.8 亿元左右，其中手机偏光片约 6.3 亿元，占比约 72%；电脑偏光片收入约 0.9 亿元，占比约 10%；电视 0.1 亿元，占比约 1%；黑白产品收入 1.4 亿元，占比约 17%。考虑到 2018 年较 2017 年收入增幅不大，预计 2017 年主要产品结构也差不多。
- 2019 年手机迎来新成长周期，电视产品迎来重大突破。公司 2019 年前三季度收入 10.4 亿元，同比大增超过 60%，就主要产品类别来看，手机业务收入 6.9 亿左右，同比增幅超过 30%；电视产品收入 1.8 亿元，实现重大突破；电脑产品 0.8 亿元左右，小幅增长，黑白产品 0.9 亿元左右，基本保持稳定。

图表 35: 公司 2018 年收入结构



资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 36: 公司 2019 年前三季度收入结构

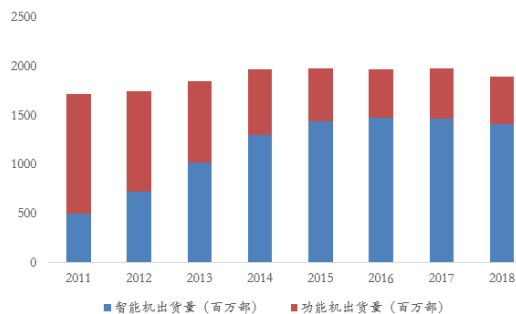


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 手机业务客户广度与深度双发力, 产能释放驱动国产替代再加速

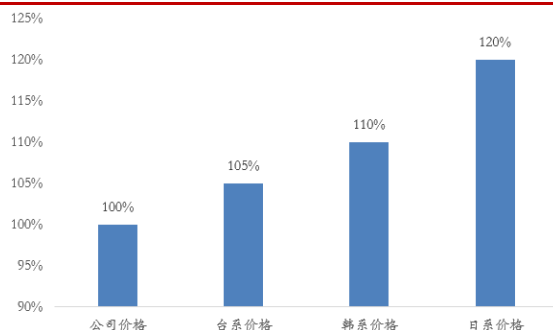
- 全球手机偏光片年需求量约 4000 万平米以上。参考 IDC 数据, 目前全球智能出货量约 14 亿部左右, 功能机出货量接近 5 亿部, 预计 2020 年智能手机中 OLED 渗透率约为 40% 左右, 智能手机按照平均 6 寸、功能机按照平均 5 寸算, 按照屏幕面积: 偏光片用量=1:2.27 经验数据估算, 全球手机偏光片需求量约 4000 万平米左右, 进一步考虑到手机维修需求, 需求量会更大。

图表 37: 全球手机年出货量接近 19 亿部



资料来源: IDC, 中泰证券研究所

- 就出货面积而言, 公司手机偏光片全球占比 10% 左右。参考公司产品均价及手机偏光片收入来看, 预计 2018 年出货量在 420 万平米左右; 2019 年前三季度 385 万平米左右, 按照全球 4000 万平米手机需求量来看, 2019 年预计出货量占比有望接近 12%。
- 相较于日韩系厂商, 公司在价格、交付、服务等方面综合优势明显。目前小尺寸偏光片领域, 三星 SDI 与日东电工占比最高, 公司紧随其后。就价格方面来看, 参考产业链调研数据, 韩系厂商价格普遍比公司高 10% 左右, 日系厂商价格高 20% 左右, 且如果其生产基地在海外, 还有 3-4% 进口关税, 公司价格优势明显; 在交付方面, 公司能做到多数产品 2-3 周交货; 以及以客户为导向的服务意识, 随着公司产品力逐步提升, 公司综合优势持续凸显, 加速替代趋势明显。

**图表 38: 公司产品价格较日韩系厂商优势明显**


资料来源: 产业链调研, 中泰证券研究所

- 公司客户广度深度再上台阶, 在手订单大幅增加, 作证需求旺盛。**就手机终端品牌来看, 公司此前主要以华为、中兴、联想等中低端机型为主, 自 2018 年底开始, 公司已经拓展到小米、OPPO 等手机品牌, 客户广度明显提升; 产品方面, 中高端占比明显提升。参考公司近期公告, 公司截止 9 月 30 日, 在手订单达到 3.65 亿元(其中有部分是大尺寸), 是 2018 年底的接近 2 倍, 考虑到公司订单执行周期约为 1.5-2 个月, 意味着单月订单量接近 2 个亿, 远超公司目前产能, 需求旺盛。进一步考虑到 2020 年开始, 5G 将驱动新一轮换机潮, 公司订单有望持续增长。

**图表 39: 公司在手订单金额大幅增加**

项目	单位: 万元			
	2019-9-30/ 2019 年 1-9 月	2018-12-31/ 2018 年度	2017-12-31/ 2017 年度	2016-12-31/ 2016 年度
订单余额	36,476.32	12,830.84	5,868.02	9,626.65
新增订单	23,645.47	6,962.82	-3,758.63	-

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 光明厂技改, 叠加龙岗产能释放在即, 驱动市占率加速提升。**公司手机偏光片生产基地主要是光明与龙岗, 光明工厂此前产能约 450 万平米/年, 二季度未完成技改, 产能提升至其约 600 万平米/年; 2020 年 Q3 公司龙岗基地将投产, 年产能 1000 万平米/年。考虑到目前旺盛需求, 2020-22 年, 公司小尺寸出货量有望维持较快增长, 我们预计, 到 2022 年, 公司手机偏光片出货量有望达到 1300 万平米左右, 全球占比约 30%。
- 产品稳步升级, 均价持续提高, 未来手机偏光片均价可达 200 元/平米以上。**公司前三季度手机偏光片均价超过 180 元以上, 主要是增亮片等高端超占比提升 (2019 年前三季度出货面积占比 20%VS2018 年出货占比 15%), 带增亮片的均价在 400 元/平米, 手机一般是上偏光片带增量片, 假设 2022 年带增亮片偏光片在手机中出货占比达到 30%, 则均价有望达到 210 元/平米以上, 保守按照 200 元/平米测算。
- 手机偏光片业务持续加速, 三年 2 倍成长空间。**参考上述测算, 我们预计手机偏光片业务将从 2019 年 8.5 亿元左右, 成长至 2022 年的 24 亿元, 50%左右年均复合增速。

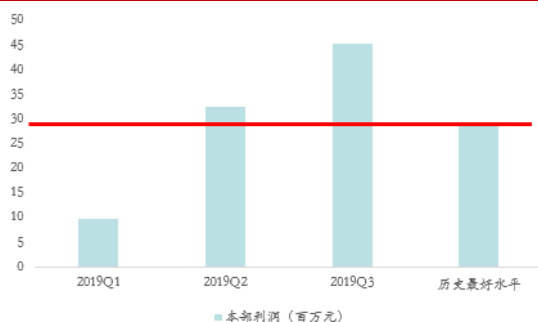
**图表 40：公司手机偏光片业务 3 年 2 倍成长空间**

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
手机偏光片均价（元/平米）	150	180	190	195	200
手机偏光片出货量（万平米）	420	470	600	900	1200
<b>手机偏光片收入（百万元）</b>	<b>630</b>	<b>846</b>	<b>1140</b>	<b>1755</b>	<b>2400</b>

资料来源：中泰证券研究所

### 手机业务利润率高，未来有望维持

- **本部 Q3 单季度净利润超过 4500 万。**本部（包含=合肥提供卷料及莆田黑白）受益于手机偏光片需求旺盛以及 Q2 末技改提升 20% 产能，边际产能增加盈利能力更强，叠加 Q2 调价、产品结构升级等因素驱动，盈利能力超预期，2019 年 Q1/Q2/Q3 净利润分别为 982/3257/4527 万元，其中 Q3 还有部分汇率亏损，实际经营性利润会远超 4500 万元，远超历史最好水平（单季度 2915 万）。

**图表 41：本部单季度利润已远超历史最好水平**


资料来源：Wind，中泰证券研究所

- **按照利润率测算，预计公司小尺寸产品净利率在 15% 以上。**公司目前本部因合肥会提供部分卷料，按照成本结算，按照公司公告中的数据，其中约 1900 万为卷料部分利润，剔除汇率损失后，则 Q3 单季度本部经营性利润在 3000 万左右，而本部 Q3 单季度收入 2.25 亿，剔除黑白及少部分电脑产品后，预计手机偏光片收入在 2 亿左右，据此测算，手机偏光片产品净利率约 15%，进一步考虑到只是裁切工作，毛利率更低。因此，我们预计，公司手机偏光片业务全制程情况下，净利率可达到 15% 以上。

## 5.2 电视偏光片重大突破，毛利率改善驱动利润放量

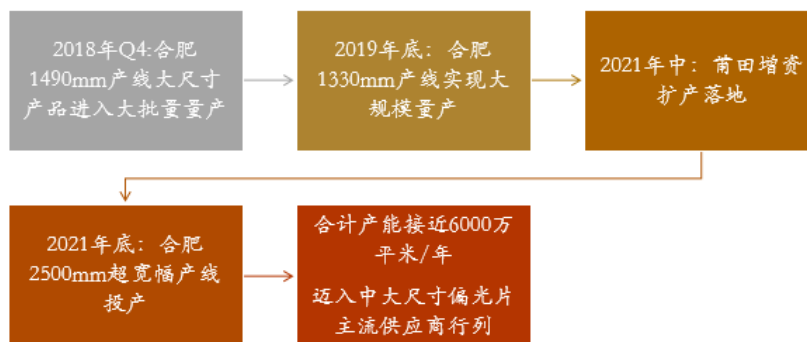
在手产能充分释放后，大尺寸产品收入规模上看 40 亿

- **公司今年已在电视领域完成“0-1”突破。**公司此前主要以手机偏光片为主，自合肥工厂投产后，即定位于中大尺寸偏光片产品，目前电视偏光片已顺利切入京东方、华星光电、惠科等面板大厂，一季度开始大规模

模量产，逐步爬坡，目前合肥厂之 1490mm 产线已经基本跑满，1330mm 预计四季度末开始大规模量产，2020 年一季度将开始大规模放量。参考公司公告，前三季度收入 1.84 亿元，对应约 300 万平米出货，考虑到四季度 1490mm 产线基本接近满产，预计全年出货 450 万平米以上。明年一季度 1330 产线逐步上量，收入增长有望再加速。

- **合肥二期投产、莆田扩产及定增项目，驱动公司大尺寸实现量的突破。**公司合肥 1330mm 产线将于年底开始大规模量产，明年将贡献明显收入增量，后续还有莆田扩产及合肥二期定增项目。尤其是合肥 2 期项目，为 2500mm 超宽幅产线，可经济切割 55 寸/65 寸/75 寸等高价产品，将带动公司电视偏光片业务迈入全球主流供应商行业。
- **到 2021 年底，公司中大尺寸偏光片产能将接近 6000 万平/年。**合肥 1330mm 产线预计年底开始量产，2020 年合肥合计产能将达到 1600 万平米，预计 2020 年仍需要给深圳贡献少部分卷料，龙岗产线投出来后，预计全部做中大型尺寸偏光片；莆田增资扩产，预计 21 年下半年有望投产，加上定增募投的项目（2500mm 超宽幅，3000 万平米/年以上），预计公司电视偏光片届时有效产能将能达到 5500-6000 万平米。

**图表 42：公司中大尺寸偏光片突破进展**



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

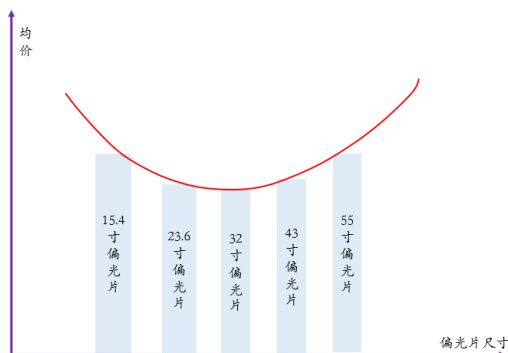
- **2022 年全部投产后，仅能配套 3 条 8.5 代线：**参考京东方、华星光电、惠科、中电熊猫四大面板厂现有产线及规划产能来看，到 2020 年后，将有 12 条 8.5 代线，4-5 条 11 代线（1 条 11 代线大致相当于 1.5 条 8.5 代线），一条 8.5 代线满产对应约 1800 万平米/年需求量，公司 TV 届时有有效产能，仅仅够配套 3 条 8.5 代线，约占四家总需求的 15% 左右，较容易实现。
- **中大尺寸偏光片未来收入规模上看 40 亿：**参考上述测算，未来合肥 2500mm 产线完全达产后，届时 TV 偏光片年产量有望达到 5500 万平米，保守按照 70 元/平米测算，预计收入将接近 40 亿元。

#### 大尺寸产品三管齐下，驱动利润率改善

- **目前公司中大尺寸偏光片主要以 32 寸产品为主。**公司目前电视偏光片产品均价在 62.7 元，参考产业链调研信息来看，我们预计主要以 32 寸产品为主。32 寸产品在中大尺寸偏光片产品中，单价最低，更大的电视尺寸产品价格明显更高，例如 43 寸偏光片产品均价较 32 寸可高

10-15%，55 寸及更大尺寸价格更高；更小的 23.6、14 寸电脑监视器、笔记本电脑产品价格也远高于 32 寸产品。

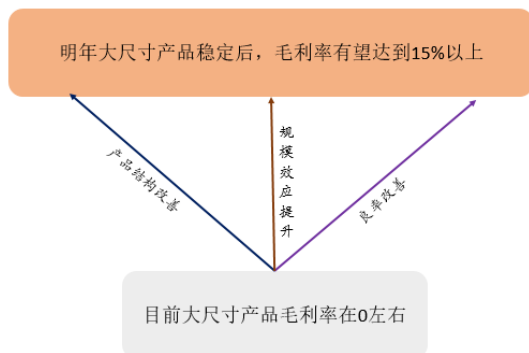
**图表 43：偏光片产品价格趋势图**



资料来源：产业链调研，中泰证券研究所

- **合肥厂即将跨过盈利平衡点，明年有望带来明显业绩弹性。**参考公司公告来看，合肥前三季度持续亏损，其中 Q1-Q3 分别亏损 2404/1713/2287 万元，Q3 主要是由于汇兑损失及计提部分减值所致，实际经营性利润随着收入扩张，已经逐步收窄。以 Q3 数据来看，考虑到合肥厂 Q3 单季度（销售+管理+研发+财务）预计在 1800 万左右，其收入为 2 亿元，占比约 9%，而加上部分减值损失，**预计其毛利率在 0 附近，净利率为-10%左右。**展望 2020 年，合肥厂将在收入规模、良率及产品结构调整共同发力，有望给合肥厂带来明显利润弹性。**我们预计，到明年二季度公司合肥厂逐步稳定后，合肥厂毛利率有望达到 15%以上。**
- **1) 规模效应可带动利润率提高 6-8pct。**年底 1330mm 产线开始量产，产能约 50 万平米/月，预计明年一季度末有望实现满产，保守按照 60-70 元/平米均价计算，届时单月可增加收入 3000 万左右，年化收入在 3 亿元以上，由于其增加的主要是材料成本，假设材料成本/收入=75-80%，预计可增加毛利 6000-7000 万左右，可提高 6-8pct 的利润率。
- **2) 良率提升带动毛利率提升 5pct 以上。**公司随着产线逐步爬满，良率也在逐步改善，一般中大尺寸偏光片良率可达到 95%以上，公司目前尚有 5-10pct 提升空间，可提高毛利率 5pct 以上。
- **3) 产品结构升级可提升毛利率 5pct 以上。**目前公司合肥厂主要以 32 寸产品为主，后续计划向 43 寸电视产品、以及显示器、笔电等产品拓展，以 43 寸产品为例，其材料差别不大，但其价格较 32 寸高 10-15%，至少可提高毛利率 5pct 以上。

图表 44：三管齐下改善大尺寸产品毛利率



资料来源：中泰证券研究所

- **大尺寸产品稳定后，净利率有望达到 7-8%。**以合肥厂为例，其满产后收入可以达到 9-10 亿元，参考公司合并报表及母公司报表来看，预计合肥厂（销售+管理+研发+财务）费用在满产情况下约 7000 万左右，对应 7-8%，未来当其毛利率稳定在 15% 以上时，其净利率有望做到 7-8%。

## 六、投资建议：高成长周期今朝启，面板价格回暖再添彩

- **大陆偏光片供不应求景气持续，300 亿市场国产替代迎加速：**随着国内面板产能持续增加，带动偏光片需求快速成长，根据我们测算，2019 年国内面板产能满产对应偏光片需求约为 2.9 亿平米/年，到 2021 年将达到 3.4 亿平米/年，对应市场规模达到 300 亿元左右，成长性显著。而供给侧，2019 年底，大陆偏光片产能约 1.8 亿平米/年，到 2021 年约为 2.9 亿平米/年，持续供不应求，高景气度有望持续，且给国内厂商国产替代带来巨大机遇，相较于外资厂商在国内扩产的保守态度，内资偏光片厂商在增量需求驱动下，加速扩产，国产替代有望进入加速期。
- **公司手机偏光片量价齐升，3 年 2 倍成长空间远超预期：**公司手机偏光片全球出货已进入全球前三，此前终端机型主要配套华为、联想等品牌低端机型为主，自 2019 年以来，在客户广度上，切入 OPPO、小米等品牌，预计全年配套手机出货有望达到 1.5 亿部左右。在产品力上，向中端机型渗透，增亮片等高端产品占比持续提升，进一步打开市场空间，明年下半年龙岗线投产后，在旺盛需求拉动下，有望快速放量，到 2022 年，配套量有望达到 4 亿部左右。同时今年前三季度产品均价提升 20% 以上，印证公司产品升级趋势，我们预计到 2022 年公司手机偏光片业务收入规模可达 24 亿元左右，对应 2 倍成长空间，远超预期。
- **大尺寸偏光片完成“0-1”突破，超宽幅产线落地驱动质的飞跃：**公司合肥厂定位于中大尺寸产品，目前合肥 1490mm 产线已近满产，对主要面板厂实现大批量交货，在电视领域实现“0-1”突破，短期虽然亏损幅度较大，但随着年底 1330mm 产线开始量产，叠加良率提升和产品结构改善，我们预计，明年一季度有望迈过盈亏平衡点，二季度稳定后，利润率可达 7-8%，大幅增加明年利润弹性。考虑到电视偏光片里面价格梯度，未来随着定增项目 2500mm 产线落地，产线经济切割尺寸将从目前的 32 寸/43 寸，进一步覆盖 55/65/75 寸等高毛利尺寸，提升中大尺寸业务利润率，带动公司在中大尺寸领域实现质的飞跃，成为主流供应商。

- 投资建议：**手机偏光片成长空间超预期，大尺寸产品突破后盈利改善空间大，现有产能驱动未来3年高成长，面板价格回暖驱动产业周期上行，我们预计公司2019/20/21年净利润为0.59/1.94/3.24亿元，增速为113%/227%/67%，EPS为0.57/1.86/3.11元，对应PE为86.8/26.5/15.9倍，“买入”评级。

**图表 45：公司收入分拆**

营收 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
光明TFT	489	800	900	950
黑白	142	120	150	150
合肥厂	247	530	900	1050
龙岗厂	0	0	150	800
其他收入	5	5	15	20
合计	883	1455	2115	2970

资料来源：Wind，中泰证券研究所

**图表 46：可比公司估值列表**

公司	EPS				PE			
	2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
激智科技	0.27	0.38	0.8	1.03	48	65	31	24
濮阳惠成	0.41	0.59	0.75	0.93	26	28	22	18
长阳科技	0.42	0.48	0.64	0.86	40	36	27	20
平均估值					38	43	27	21
三利谱	0.27	0.57	1.86	3.11	183	87	27	16

资料来源：Wind，中泰证券研究所

## 七：风险提示：

- 人民币汇率短期大幅贬值。**从公司经营模式来看，因主要原材料采购自日美企业，而产品定价调整难以实时跟随汇率波动，因此，短期人民币汇率大幅贬值，会对公司短期业绩造成较大冲击。
- 产能释放进度低预期。**公司目前合肥产线进入大批量量产阶段，明年下半年龙岗产线也将投产，进度上存在低预期的风险。
- 良率提升进度低预期。**目前合肥厂良率处于爬坡期，如良率不能顺利达到预期水平，将增加材料消耗，影响盈利能力。



资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1403	1877	2523	3409	<b>营业收入</b>	883	1455	2115	2970
货币资金	390	400	450	500	营业成本	723	1203	1650	2249
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	3	13	19	24
应收账款	375	642	840	1250	销售费用	13	20	27	39
其他应收款	7	34	27	43	管理费用	34	90	123	172
存货	415	543	827	1145	财务费用	44	62	84	114
<b>非流动资产</b>	602	683	938	1085	资产减值损失	12	15	18	25
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	15	20	20
投资性房地产	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	29	66	214	368
固定资产	400	473	636	783	营业外收入	1	4	15	15
在建工程	94	97	199	199	营业外支出	1	0	0	1
油气资产	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	29	70	229	382
无形资产	68	65	62	60	所得税	1	10	34	57
<b>资产总计</b>	2005	2560	3460	4495	净利润	27	59	194	325
<b>流动负债</b>	971	1569	2202	2945	少数股东损益	-0	0	1	1
短期借款	691	1086	1610	2145	<b>归属母公司净利润</b>	28	59	194	324
应付票据	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.35	0.57	1.86	3.11
应付账款	223	370	493	685					
其他	57	113	99	114	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	148	22	99	87	<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	30	22	22	22	<b>成长性</b>				
其他	118	0	77	65	营业收入增长率	8.0%	64.8%	45.4%	40.4%
<b>负债合计</b>	1119	1591	2301	3032	营业利润增长率	-68.3%	129.8%	223.9%	71.8%
股本	80	104	104	104	净利润增长率	-66.3%	113.6%	227.3%	67.3%
资本公积	366	366	366	366	<b>盈利能力</b>				
未分配利润	384	435	597	851	毛利率	18.1%	17.3%	22.0%	24.3%
少数股东权益	4	4	5	6	净利率	3.1%	4.1%	9.2%	10.9%
<b>股东权益合计</b>	886	969	1159	1463	ROE	3.1%	6.1%	16.8%	22.2%
<b>负债及权益合计</b>	2005	2560	3460	4495					
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元				<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	资产负债率	55.8%	62.2%	66.5%	67.5%
净利润	27	59	194	324	流动比率	1.45	1.20	1.15	1.16
折旧和摊销	33	26	38	54	速动比率	1.01	0.85	0.77	0.77
资产减值准备	12	-17	42	17	<b>营运能力</b>				
无形资产摊销	4	2	2	2	资产周转率	47.8%	63.7%	70.3%	74.7%
公允价值变动损失	0	0	0	0	应收帐款周转率	254.9%	275.4%	274.0%	269.9%
财务费用	38	62	84	114					
投资损失	0	-15	-20	-20	<b>每股资料(元)</b>				
少数股东损益	-0	0	1	1	每股收益	0.35	0.57	1.86	3.11
营运资金的变动	-202	254	529	643	每股经营现金	-0.84	-2.55	-1.04	-1.61
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-88</b>	<b>-265</b>	<b>-108</b>	<b>-167</b>	每股净资产	8.48	9.28	11.10	14.01
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-75</b>	<b>-84</b>	<b>-279</b>	<b>-180</b>					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>139</b>	<b>359</b>	<b>437</b>	<b>397</b>	<b>估值比率(倍)</b>				
现金净变动	-24	10	50	50	PE	143.3	87.2	26.6	15.9
现金的期初余额	297	390	400	450	PB	5.9	5.3	4.5	3.5
现金的期末余额	273	400	450	500					

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。