

电子行业

大尺寸面板有望迎来涨价，国内面板龙头深度受益

行业评级

买入

前次评级

买入

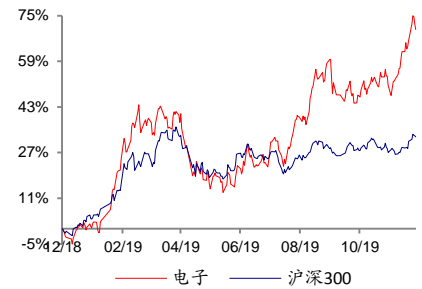
报告日期

2019-12-22

核心观点:

- 供需共振，大尺寸 LCD TV 面板有望迎来上涨窗口期。** 供给端，一方面，由于面板价格已经大多接近或跌破现金成本，因此面板企业纷纷缩减产能，短期价格企稳；另一方面，未来 2~3 年面板产能增长幅度有限，增加产能占全球大尺寸面板理论总产能幅度仅为 6% 左右。因此供给端增长相对温和。需求端，偶数年需求普遍好于奇数年，2020 年需求有保障，主要 TV 厂商对于 2020 年电视机销量预期较为乐观，需求端有支撑。因此我们预计在面板供需相对平衡背景下，供需在某些季度将出现错配，导致大尺寸面板价格出现上涨。
- 价格上涨持续性：主要取决于供给端减少的进度及程度。** 价格上涨幅度和不确定性主要在于海外厂商产能退出的进度以及国内二线面板厂商产能开出的进度。我们预计韩国厂商短期内全部退出的可能性较小，主要由于相应产线折旧尚未结束。在正常规划下，韩国厂商未来 2 年产能退出（以及转产）对大尺寸面板总产能的影响幅度在 3.5% 左右；若韩国厂商潜在退出产能全部退出，则影响幅度在 23% 左右。同时，尽管国内二线面板企业也有较多的产能规划，但在面板业务持续亏损以及地方政府资金支持不足的情况下，预计未来产能开出的进度将低于预期，也将减少实际供给的增加。
- 受益程度：普涨格局中，特定尺寸受益程度更大。** 由于国内主要企业（如京东方、华星光电）产能规模的增长，全球主流 TV 面板尺寸供应格局出现变化，京东方和华星光电在更大尺寸（如 43、55、65 英寸）占比持续提升。2020 年涨价主要将受益国内面板企业，而京东方和华星光电这些规模较大的企业将对价格趋势有一定程度的影响力，预计未来价格上涨程度以及受益程度较大的将是国内的主要面板行业龙头企业。
- 投资建议。** 我们预计 2020 年面板价格将上涨，主要的逻辑在于供给端增长受限、海外产能缩减加上需求端得到提振，从而在某些季度将出现供需错配，从而实现面板价格上涨。我们认为受益程度较高的将是在更大尺寸（如 43 英寸、55 英寸、65 英寸）暴露程度更高的企业，重点关注京东方 A 和 TCL 集团的投资机会。同时建议关注大尺寸面板价格上涨背景下小尺寸面板企业的投资机会，主要关注维信诺、深天马 A。
- 风险提示。** 电视销量不及预期的风险；原材料成本大幅上涨的风险；产品价格大幅下滑的风险。

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

余高



SAC 执证号: S0260517090001



021-60750632



yugao@gf.com.cn

请注意，许兴军、余高并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

- 5G 终端系列报告三:手机主板** 2019-12-17
 升级势在必行, HDI 开启新一轮景气周期
- 电子行业:Mini LED: 苹果引领, 2020 开启应用元年** 2019-12-16
- 电子行业:2020 年投资策略:** 2019-12-15
 5G 风来, 终端花开, 产业链有望全面复苏

目录索引

供需共振，大尺寸 LCD TV 面板有望迎来上涨窗口期	4
供给端：面板厂普遍下调产能利用率，海外厂商有望逐步退出产能，大尺寸 LCD 供给增长趋于温和	4
需求端：TV 销量有望受益于偶数年效应，2020 年需求改善明显	6
价格上涨持续性：主要取决于供给端减少的进度及程度	7
供给端减少的不确定性在于海外产能退出及国内二线面板厂产能开出的进度	7
海外退出：从数据来看潜在可能性	8
海外产能退出的影响：正常退出与全部退出的影响测算	9
受益程度：普涨格局中，特定尺寸受益程度更大	10
主流尺寸历史涨价幅度基本同步	10
主流尺寸供给格局发生变化，特定尺寸预计受益程度更大	11
投资建议	12
风险提示	12

图表索引

图 1: 主流尺寸 TV 面板价格变化趋势	4
图 2: 主要面板厂商 2015Q1~2019Q3 营业收入	4
图 3: 主要面板厂商 2015Q1~2019Q3 营业利润	4
图 4: 主要面板厂商 2015Q1~2019Q3 归母净利润	5
图 5: 显示面板年度出货面积年增长率	6
图 6: 大尺寸面板供需差 (季度)	7
图 7: 主流尺寸 TV 面板价格同比变化 (YoY)	11
图 8: 主流尺寸 TV 面板价格月度环比变化 (MoM)	11
表 1: TV 面板价格变化及与现金成本对比	4
表 2: 主要面板厂商高世代线 ($\geq G7$) 产能利用率变化	5
表 3: 2018~2023 年全球大尺寸产能增长情况 (T-(T-1)行表示下一年相对上一年的 增长量) (单位: 百万平方米)	6
表 4: 大尺寸面板供需情况 (年度)	7
表 5: 全球高世代线 ($\geq G7$) 产能变化 (仅包括在选定时间内产能有变化的产线) (单位: 千平方米/季度)	8
表 6: 三星 SDC 2013~2017 年关闭的主要产线及季度产能	8
表 7: 三星及 LG Display 潜在退出产线的折旧情况	9
表 8: 三星和 LG Display 按照规划有序退出产能对大尺寸面板供给的影响 (单位: 百万平方米)	9
表 9: 三星和 LG Display 预计退出的产能全部退出的影响 (单位: 百万平方米) .	10
表 10: 惠科 (HKC) 滁州产线预计产能开出进度 (单位: 百万平方米)	10
表 11: 主流尺寸面板出货量及主要厂商出货量占比	11
表 12: 国内主要面板厂商出货量及主要尺寸出货量的占比	12
表 13: 海外公司估值表	12

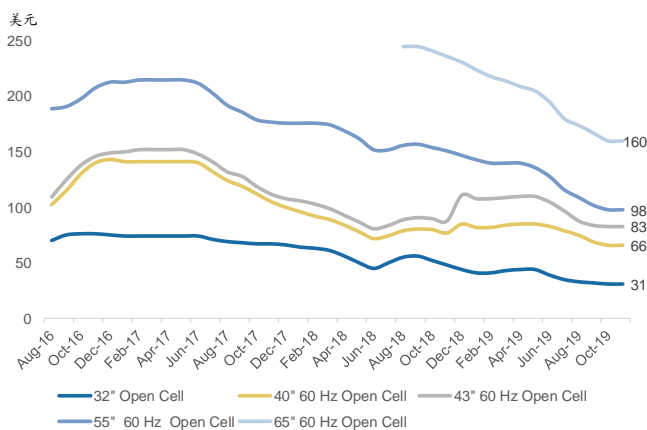
供需共振，大尺寸 LCD TV 面板有望迎来上涨窗口期

供给端：面板厂普遍下调产能利用率，海外厂商有望逐步退出产能，大尺寸 LCD 供给增长趋于温和

2019年四季度以来，经历过接近2年半的波动下跌趋势后，TV面板价格逐步趋于稳定。根据最新的面板价格数据，主流尺寸TV面板在11月及12月份价格已经企稳，不再下跌。我们认为主要是由于TV面板价格下跌过快，导致面板企业大幅度亏损，面板厂商短期内下调产能利用率所致。

从价格与现金成本的对比来看，根据IHS的数据，在2019Q3，绝大多数尺寸的TV面板价格已经跌破或接近现金成本，部分尺寸（如32英寸、50英寸）低于现金成本较多。

图1：主流尺寸TV面板价格变化趋势



数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

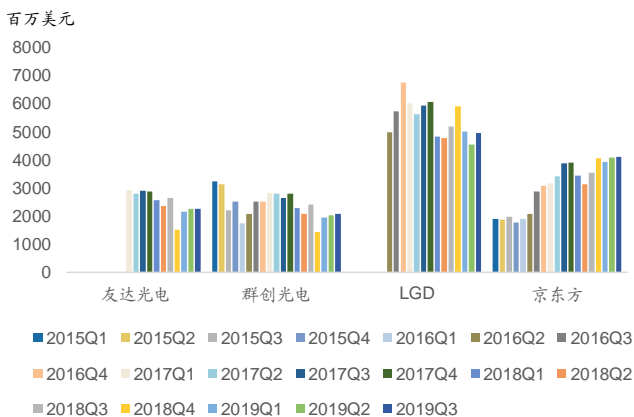
表1：TV面板价格变化及与现金成本对比

	价格： 2018年10月	价格： 2019年10月	YoY	面板厂商平均现金成本（2019Q3）
32" HD 60Hz	\$56	\$30	-53%	\$35-\$37
40" HD 60Hz	\$81	\$58	-28%	\$56-\$58
43" FHD 60Hz	\$91	\$67	-26%	\$67-\$72
50" UHD 60Hz	\$120	\$84	-30%	\$93-\$98
55" UHD 60Hz	\$157	\$100	-36%	\$110-\$117
65" UHD 120Hz	\$250	\$171	-32%	\$170-\$180
75" UHD 120Hz	\$480	\$347	-28%	\$300-\$340

数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

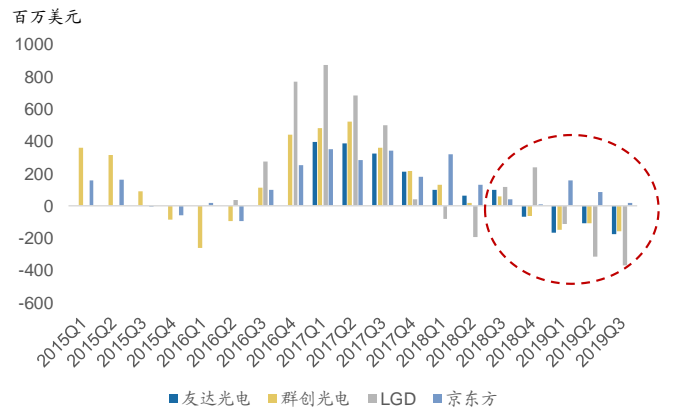
在这一背景下，主要的面板厂商都经历了较大幅度的亏损。尤其是韩国企业LGD，自2017年四季度以来基本就处于微利或亏损状态，最近两个季度亏损幅度明显加大。其他面板厂商营业利润也大多呈现亏损。

图2：主要面板厂商2015Q1~2019Q3营业收入



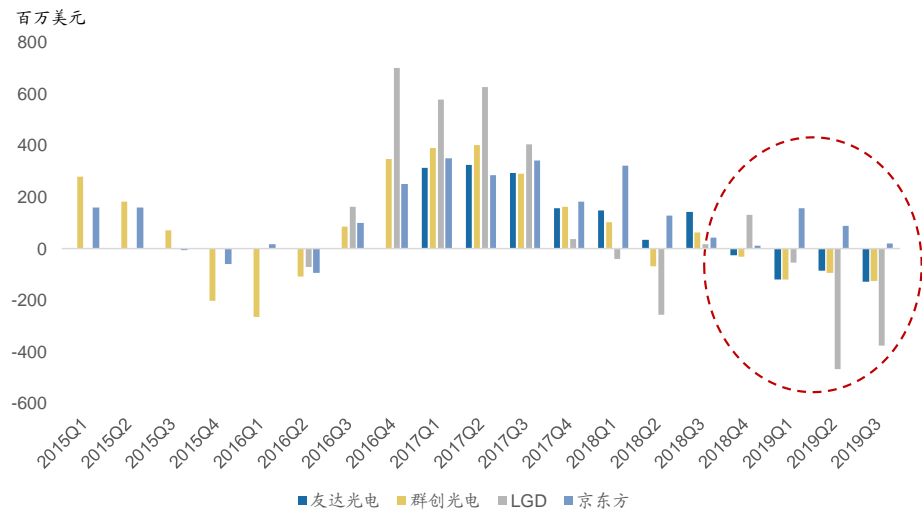
数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

图3：主要面板厂商2015Q1~2019Q3营业利润



数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

图4: 主要面板厂商2015Q1~2019Q3归母净利润



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

在价格低于现金成本的情况下, 面板企业若保持持续高稼动率生产, 不仅将出现财务报表上的亏损, 同时也将逐步消耗掉宝贵的现金流。因此2019年三季度以来, 主要面板企业普遍下调了高世代线(主要用于生产TV面板)的产能利用率。从幅度来看, 韩国企业产能利用率下调比例大约在30%~40%, 国内企业普遍在10%~20%。随着产能利用率的下调, 面板供给收到一定程度的控制, 因此短期内TV面板价格得到支撑。我们认为产能利用率的下调是短期内TV面板价格企稳的最重要因素。

表2: 主要面板厂商高世代线(>=G7)产能利用率变化

Company	Year Month	2018												2019											
		2018												2019											
		Gen	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov
AUO	7	91%	97%	88%	94%	93%	95%	92%	92%	94%	92%	95%	91%	87%	95%	87%	94%	91%	95%	92%	92%	95%	92%	95%	92%
	8	94%	99%	93%	95%	94%	95%	100%	90%	91%	84%	83%	83%	80%	82%	79%	78%	75%	79%	74%	74%	69%	58%	60%	58%
BOE	8	93%	98%	92%	95%	92%	92%	91%	96%	98%	94%	96%	91%	88%	95%	90%	93%	87%	86%	83%	82%	88%	85%	85%	82%
	10.5				32%	90%	90%	93%	92%	84%	89%	95%	99%	95%	92%	97%	91%	97%	87%	75%	73%	74%	80%	77%	79%
CEC Panda	8	90%	93%	89%	92%	90%	83%	84%	94%	93%	90%	93%	94%	95%	89%	89%	92%	89%	83%	77%	81%	83%	81%	83%	81%
	8.6					80%	48%	46%	32%	35%	36%	81%	87%	90%	77%	80%	79%	94%	95%	84%	81%	77%	80%	76%	77%
China Star	8	96%	99%	88%	96%	94%	96%	96%	96%	97%	96%	98%	95%	91%	97%	92%	92%	89%	90%	89%	85%	87%	87%	89%	86%
	10.5														33%	37%	73%	80%	96%	85%	89%	93%	97%	99%	91%
CHOT	8.6				90%	88%	89%	94%	93%	94%	97%	99%	92%	95%	93%	95%	98%	90%	90%	85%	81%	88%	85%	88%	81%
HKC Display	8.6	90%	90%	86%	92%	91%	88%	94%	95%	99%	94%	96%	93%	91%	89%	89%	96%	94%	88%	88%	86%	89%	91%	92%	91%
Innolux	7	91%	89%	90%	93%	89%	91%	91%	88%	89%	86%	91%	96%	96%	91%	90%	87%	85%	90%	89%	89%	95%	97%	98%	95%
	8	91%	93%	89%	94%	91%	90%	94%	93%	90%	95%	97%	91%	93%	92%	94%	93%	95%	94%	94%	95%	93%	91%	94%	91%
LG Display	8.6	88%	83%	84%	89%	77%	93%	92%	90%	93%	90%	89%	88%	84%	95%	95%	89%	84%	89%	88%	88%	93%	92%	91%	88%
	7	93%	94%	93%	96%	91%	93%	95%	95%	96%	95%	96%	96%	93%	86%	88%	89%	88%	89%	88%	62%	61%	59%	61%	59%
Samsung	8	89%	93%	92%	94%	94%	90%	93%	93%	96%	95%	96%	91%	92%	93%	90%	89%	85%	82%	88%	75%	71%	74%	66%	62%
	7	93%	92%	91%	81%	84%	85%	88%	91%	92%	91%	91%	91%	88%	84%	76%	79%	85%	85%	78%	79%	48%	47%	64%	79%
Sharp	8	91%	90%	91%	89%	90%	89%	88%	90%	92%	90%	93%	91%	90%	90%	87%	85%	89%	88%	79%	88%	70%	75%	79%	93%
	10	89%	84%	97%	62%	68%	65%	73%	76%	77%	79%	75%	69%	60%	57%	63%	82%	71%	65%	63%	56%	50%	48%	53%	52%
	8	94%	97%	85%	92%	92%	75%	85%	93%	75%	90%	93%	78%	19%	11%	46%	84%	79%	93%	90%	90%	93%	90%	93%	90%

数据来源: 广发证券发展研究中心

从中长期时间维度来看, 2020~2022年全球大尺寸产能的年度增幅基本上保持稳定, 全年理论产能增长在1800万平方米左右, 最后反应到实际供给还需要折算切割效率、产能利用率、良率等指标。我们预计最终实际产能增幅大概在1500万平方米左右。而根据IHS的数据, 2019年全球的大尺寸总共的理论总供给约2.85亿平米。因

此理论供给供给的年增加幅度预计在6%左右，增长幅度不大。

表3: 2018~2023年全球大尺寸产能增长情况 (T-(T-1)行表示下一年相对上一年的增长量) (单位: 百万平方米)

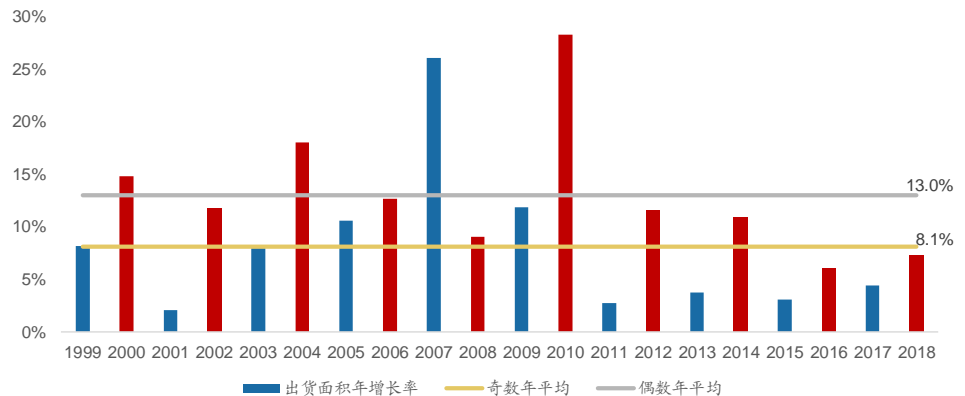
	2018				2019				2020				2021				2022				2023			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Total	20	22	24	26	28	30	30	30	31	32	36	37	37	38	39	39	40	42	43	45	48	52	55	56
T	92				118				135				153				171				212			
T-(T-1)					26				18				17				18				41			

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

需求端: TV 销量有望受益于偶数年效应, 2020 年需求改善明显

需求端来看, 由于2020年是偶数年, 有大型赛事(如奥运会等), 因此对于TV的销量会有提振, 从而拉动TV面板的需求。根据历史数据分析, 偶数年份的面板需求面积增速平均(算术平均)比奇数年份的面板需求面积增速高大约5个百分点。

图5: 显示面板年度出货面积年增长率



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

根据IHS的估计, TV电视厂商上调了它们的2020年出货量预期, 预计2020年全球前五大TV品牌厂商的LCD TV销量同比2019年将平均增长17%。

综合来看, 供给端2020年以及未来2~3年增幅相对稳定, 而2020年需求端将呈现相对较好的增长。

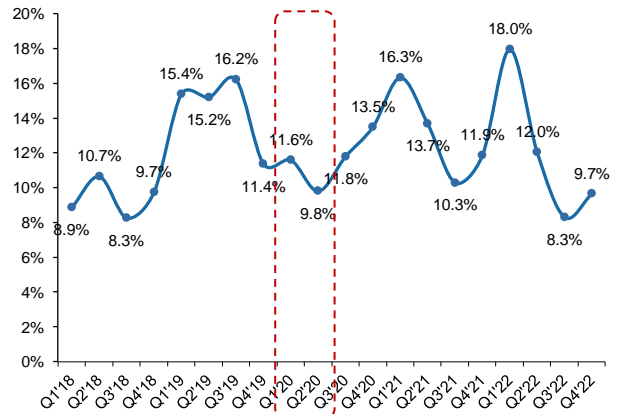
我们预计在2020年供给增长相对受限、需求端保持增长的背景下, 在某些季度将会出现一定程度的供需错配的情况。观察供给超过需求全年的幅度, 预计2019年供需差在11.7%左右, 仍呈现略微过剩的情况(由于产业链库存的存在, 面板供应超过需求10%以内就基本供需平衡, 若差异在5%以内就是供应比较紧张的状态)。分季度来看, 分析面板和TV厂商备货的节奏, 我们预计供应平衡或略微紧缺的情况将有望在2019年一季度末到二季度出现, TV面板价格有望呈现上涨态势, 但涨价的幅度和持续性仍依赖一些其他的外部条件。

表4: 大尺寸面板供需情况 (年度)

单位: 百万平米	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Absolute Capacity	232	256	284	299	311	312	312
Yielded Glass Area Capacity	201	223	244	257	267	273	272
Notebook/Tablet PC	13	14	13	12	12	12	12
LCD/OLED Monitor + LCD PC	20	23	23	22	22	22	22
LCD TV + OLED TV	141	157	164	183	189	196	196
Public Display	5	6	7	8	8	9	9
Others	2	2	2	2	2	2	2
Demand Total	182	202	208	227	233	240	241
Annual Supply - Demand	20	21	35	30	35	33	30
Seasonal Glut Level	9.8%	9.4%	14.5%	11.7%	13.0%	11.9%	11.1%

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图6: 大尺寸面板供需差 (季度)



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

价格上涨持续性: 主要取决于供给端减少的进度及程度

供给端减少的不确定性在于海外产能退出及国内二线面板厂产能开出的进度

我们预计大尺寸TV面板价格在2020年有上涨潜力,但一些外部因素潜在的扰动和不确定性将对涨价的持续性和幅度产生影响。我们认为潜在的不确定性主要在于海外面板厂商产能退出的进度以及国内二线面板厂商(如惠科等)产能开出的进度。

综合全球的高世代线在2018~2023年的变化来看,未来产能增长的主要是来自于大陆厂商(京东方、华星光电、惠科等),而有所减少的部分主要是来自于韩国厂商(主要是三星和LG Display)。

好转，因此面板价格不会持续明显低于现金成本，亏损现金流的情况将不会持续，预计海外厂商退出的进度将维持原有规划，甚至有所放缓。

表7: 三星及LG Display潜在退出产线的折旧情况

Manufacturer	Factory	Phase	Tech	Gen	Application	设备采购	设备安装	量产爬坡	折旧开始	折旧结束
LG Display	LGP Paju P7	1	a-Si	7	LCD	Feb-05	Aug-05	Jan-06	Jan-10	Mar-20
		2	a-Si	7	LCD	Oct-05	Mar-06	Aug-06	Aug-10	Jan-24
		3	a-Si	7	LCD	Jan-06	Mar-07	Jun-07	Jun-11	Apr-24
	LGD Paju P8	1	a-Si	8	LCD	Jan-08	Aug-08	Mar-09	Mar-13	Jan-24
		2b	a-Si	8	LCD	Oct-09	Apr-10	Aug-10	Aug-14	Jan-20
		3	a-Si	8	LCD	Mar-10	Oct-10	Mar-11	Mar-15	Jan-17
		2a	a-Si	8	LCD	Sep-09	Jan-10	May-10	May-14	Jan-20
Samsung Display	SEC Tangjong L7-2	1	a-Si	7	LCD	May-05	Sep-05	Jan-06	Jan-11	Jan-21
		2	a-Si	7	LCD	Oct-05	Jun-06	Sep-06	Sep-11	Jan-24
		3	a-Si	7	LCD	Oct-07	Mar-08	Jun-08	Jun-13	Jan-23
	SEC Tangjong L8-1	1	a-Si	8	LCD	Jul-06	Feb-07	Aug-07	Aug-12	Aug-19
		2	a-Si	8	LCD	Nov-07	Apr-08	Aug-08	Aug-13	Apr-21
		2b	a-Si	8	LCD	Dec-09	Mar-10	Jun-10	Jun-15	Oct-22
	SEC Tangjong L8-2	1	a-Si	8	LCD	Mar-08	Oct-08	May-09	May-14	Jan-21
		2	a-Si	8	LCD	Apr-10	Aug-10	Dec-10	Dec-15	Oct-23
		3	a-Si/Oxide	8	LCD	Mar-15	Sep-15	Feb-16	Feb-21	Oct-23
		1b	a-Si	8	LCD	Dec-09	May-10	Aug-10	Aug-15	Jul-21

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

海外产能退出的影响: 正常退出与全部退出的影响测算

若按照三星和LG Display现有的规划来计算, 未来几年时间内, 2019~2021年, 这两家厂商的产能退出(以及转产)将产生产能的减少, 2020~2021年大约在1000万平方米左右, 占全球理论大尺寸面板总产能的比例大约3.5%。而由于这两家企业主要目的是将现有的LCD产能转向生产更高阶的QD-OLED产品, 因此在2022~2023年预计还会有部分产能转回, 会增加一些产能, 但是增加的幅度相对较小。

表8: 三星和LG Display按照规划有序退出产能对大尺寸面板供给的影响(单位: 百万平方米)

	2018				2019				2020				2021				2022				2023			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Total	16.2	16.2	16.3	16.3	16.3	16.3	14.6	14.3	13.4	12.6	12.7	12.2	11.1	10.1	9.8	10.1	10.3	10.9	11.4	11.5	11.2	12.1	12.5	11.6
T	64.8				61.4				50.9				41.1				44.0				47.4			
T-(T-1)					-3.4				-10.5				-9.8				2.9				3.4			

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

而如果三星和LG Display规划转产和退出的产能全部退出, 那对大尺寸面板的产能将产生很大的影响。根据测算, 总计影响大尺寸面板理论产能约6500万平方米, 占全球大尺寸面板理论产能的比例约23%, 是一个相当大的幅度。

因此, 韩国厂商面板产能转产和退出的进度将对全球的大尺寸面板供需产生很大的影响。

表9: 三星和LG Display预计退出的产能全部退出的影响 (单位: 百万平米)

Manufacturer	Factory	Tech	Gen	Application	Probability	2018				年总产能
						Q1	Q2	Q3	Q4	
LG Display	LGP Paju P7	a-Si	7	LCD	100%	3.0	3.0	3.0	3.0	12.1
LG Display	LGD Paju P8	a-Si	8	LCD	100%	5.1	5.1	5.2	5.2	20.6
Samsung Display	SEC Tangjong L7-2	a-Si	7	LCD	100%	3.2	3.2	3.2	3.2	12.9
Samsung Display	SEC Tangjong L8-1	a-Si	8	LCD	100%	2.8	2.8	2.8	2.8	11.1
Total						16.2	16.2	16.3	16.3	64.8

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

从国内来看, 一些二线的面板厂商 (如惠科等) 在地方政府的补助和支持下, 也有较多的产线规划。但从当前时点来看, 一方面, 现有价格水平下, 这些面板厂商也产生了较大幅度的亏损; 另一方面, 部分实力相对较弱的地方政府可能并不能完全兑现对面板产线的支持和补贴。因此我们预计相应厂商后续产能开出的进度会放缓, 甚至部分产线并不能开出。

以惠科为例, 如果按照预期进度开出滁州产线产能, 2020年产能将增加约620万平方厘米。若这一进度不顺, 甚至产能未能增加, 也将部分减少供给端的增长, 减少幅度约占全球大尺寸TV面板理论总产能的2%左右。

表10: 惠科 (HKC) 滁州产线预计产能开出进度 (单位: 百万平米)

Manufacturer	Factory	Phase	Tech	Gen	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
HKC Display	HKC Chuzhou H2	1	a-Si	8.6		0.4	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
		2	a-Si	8.6						0.7	1.3	1.3

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

受益程度: 普涨格局中, 特定尺寸受益程度更大

主流尺寸历史涨价幅度基本同步

从主流尺寸的TV面板价格历史价格涨跌变化来看, 无论是年度同比 (YoY) 还是月度环比 (MoM), 趋势比较同步, 幅度略有差异。我们理解这主要是由于不同尺寸在不同产线上的生产是可以做出调配的, 因此某一尺寸的价格变化 (以及随之带来的盈利变化) 并不能持续与其他尺寸产生较大差异, 最终会被逐步拉平。

图7: 主流尺寸TV面板价格同比变化 (YoY)

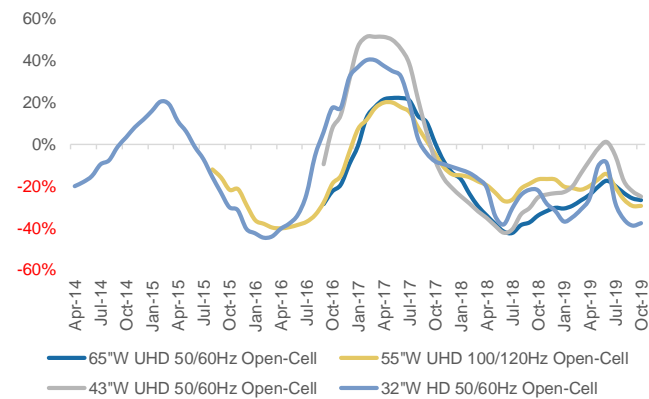
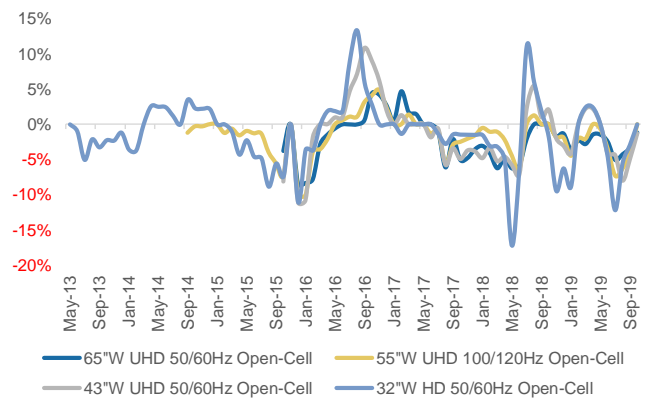


图8: 主流尺寸TV面板价格月度环比变化 (MoM)



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

主流尺寸供给格局发生变化, 特定尺寸预计受益程度更大

而从目前来看, 由于过去2~3年国内面板厂商产能的扩充以及技术的进步, 主流尺寸的供给格局已经发生了一些变化。例如在32英寸这个尺寸, 京东方和华星光电原来占比合计接近或超过50%, 但仅一年以来, 两家也缩减了32英寸的产出, 占比已经下调, 而惠科等厂商的占比已经超过10%。与之相反的是, 京东方和华星光电在43英寸、55英寸、65英寸的占比在快速提升。

表11: 主流尺寸面板出货量及主要厂商出货量占比

尺寸	供应商	出货量 (百万片)		出货份额		尺寸	供应商	出货量 (百万片)		出货份额		
		2018	2019	2018	2019			2018	2019			
32.0	AUO	3.7	3.1	3.8%	4.5%	50.0	AUO	4.6	2.9	23.7%	16.4%	
	BOE	26.8	15.6	27.7%	22.6%		CEC-Panda	0.9	2.8	4.4%	15.4%	
	CEC-Panda	0.2	0.2	0.2%	0.3%		CHOT	2.4	4.0	12.4%	22.4%	
	ChinaStar	20.6	14.3	21.3%	20.8%		HKC Display	0.8	1.1	4.0%	6.2%	
	CHOT	0.9	2.6	0.9%	3.8%		Innolux_Corp.	10.7	7.1	55.0%	39.5%	
	HKC Display	9.6	7.4	10.0%	10.7%		LG_Display	0.1	0.0	0.5%	0.2%	
	Innolux_Corp.	5.8	5.6	6.0%	8.1%		55.0	AUO	4.3	3.1	9.5%	9.9%
	LG_Display	12.3	8.9	12.7%	12.9%			BOE	6.9	4.6	15.2%	14.7%
	Panasonic_LCD	2.2	0.8	2.2%	1.1%			CEC-Panda	2.7	1.4	5.9%	4.5%
	Samsung	12.6	9.7	13.0%	14.0%			ChinaStar	9.5	7.6	21.0%	24.0%
Sharp	2.1	0.8	2.1%	1.2%	Innolux_Corp.	0.0		0.0	0.0%	0.0%		
43.0	AUO	7.9	5.5	20.0%	16.0%	LG_Display	10.2	7.5	22.5%	23.7%		
	BOE	11.0	11.6	27.7%	33.9%	Panasonic_LCD	0.0	0.0	0.0%	0.0%		
	ChinaStar	2.4	3.9	6.0%	11.4%	Samsung	11.8	7.4	26.0%	23.3%		
	HKC Display	0.9	1.9	2.3%	5.6%	Sharp	0.0	0.0	0.0%	0.0%		
	Innolux_Corp.	1.0	1.0	2.5%	3.1%	65.0	AUO	2.5	2.0	15.5%	12.8%	
	LG_Display	16.4	10.2	41.5%	30.0%		BOE	2.4	4.6	15.2%	29.2%	
49.0	BOE	2.4	0.7	12.4%	6.8%		CEC-Panda	0.4	0.3	2.5%	1.8%	
	ChinaStar	2.5	0.5	12.9%	5.2%		ChinaStar	0.5	1.1	3.0%	6.7%	
	LG_Display	8.3	5.0	42.2%	52.2%		Innolux_Corp.	1.2	0.7	7.5%	4.4%	
	Panasonic_LCD	0.0	0.0	0.0%	0.0%	LG_Display	3.8	3.0	23.9%	18.9%		
Samsung	6.4	3.5	32.5%	35.8%	Samsung	5.2	4.1	32.4%	26.2%			

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心 (2019年数据为2019年前三季度)

我们预计2020年面板价格上涨受益较多的将是大陆面板企业。在这一背景下, 我们预计像京东方、华星光电等具备规模优势的企业将能够对价格产生一定程度的影响力。从这两家企业的出货量占比来看, 由于它们逐步缩减32英寸的产出, 而增加了43英寸、55英寸、65英寸的产出, 因此从对价格的影响出来, 预计未来具有较大涨价意愿和能力的将是这些尺寸, 而华星光电和京东方的受益程度也将明显高于

其他面板企业。

表12: 国内主要面板厂商出货量及主要尺寸出货量的占比

供应商	尺寸	出货量 (百万片)		供应商	尺寸	出货量 (百万片)	
		2018	2019			2018	2019
京东方	32	26.8	15.6	咸阳彩虹	32	0.9	2.6
	43	11.0	11.6		50	2.4	4.0
	55	6.9	4.6		58	0.2	1.0
	65	2.4	4.6	咸阳彩虹汇总		3.5	7.7
	Others	2.4	0.7	惠科	32	9.6	7.4
京东方汇总		49.5	37.1		43	0.9	1.9
华星光电	32	20.6	14.3		50	0.8	1.1
	43	2.4	3.9		58	0.0	0.2
	49	2.5	0.5	惠科汇总		11.3	10.7
	55	9.5	7.6	中电熊猫	39	3.8	2.8
	65	0.5	1.1		50	0.9	2.8
华星光电汇总		35.5	27.4		55	2.7	1.4
					Others	1.0	1.0
				中电熊猫汇总		8.3	8.0

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心 (2019年数据为2019年前三季度)

投资建议

我们预计2020年面板价格上涨, 主要的逻辑在于供给端增长受限、海外产能缩减加上需求端得到提振, 从而在某些季度将出现供需错配, 从而实现面板价格上涨。我们认为受益程度较高的将是在更大尺寸 (如43英寸、55英寸、65英寸) 暴露程度更高的企业, 重点关注京东方A和TCL集团的投资机会。同时建议关注大尺寸面板价格上涨背景下小尺寸面板企业的投资机会, 主要关注维信诺、深天马A。

表13: 海外公司估值表

公司名称	公司代码	市值 (亿美元)	EV/EBITDA	PE	PB
LG Display	LPL.N	50.0	4.0	776.5	0.4
友达光电	2409.TW	32.1	9.8	425.0	0.5
群创光电	3481.TW	27.1	3.7	875.0	0.4

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (估值数据截止至最新收盘价)

风险提示

电视销量不及预期的风险; 原材料成本大幅上涨的风险; 产品价格大幅下滑的风险。

广发证券电子元件和半导体研究小组

许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心
王璐：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
余高：资深分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。