

LCD 迎来行业拐点，面板龙头迎来涨价周期

——TCL科技(000100.SZ)跟踪报告

公司动态

◆TCL科技：重组完成，聚焦半导体显示领域

2018年底，TCL集团启动了以专业化经营为核心的重组，转型为聚焦半导体显示及材料业务的科技创新产业集团，并以产业牵引，发展产业金融和投资业务。重组完成后，以TCL华星为核心的半导体显示及材料业务将成为公司的业务主体。2020年2月7日，TCL集团正式更名为“TCL科技”。

◆供需结构改善，大尺寸LCD迎来行业拐点

在大屏化驱动下，尽管全球电视销售数量停滞不前，但是全球电视面板出货面积却保持稳步增长。供给方面，在持续亏损的压力下，韩国和中国台湾地区面板厂商率先调整产能。三星显示已经退出部分产能，LGD不仅已退出部分产能，并已宣布将在2020年关闭韩国本土的产线。我们认为随着韩国厂商的退产和大陆产能进入投放尾声，全球LCD面板产能将在2020年后进入稳中有降的状态，并给存活下来的面板厂商带来丰厚的盈利。

◆持续产能投资，公司在在大尺寸LCD实力强劲

公司是大陆第二大的面板厂商，目前共有6条已建成和在建的面板产线。公司的大尺寸面板产线全部位于深圳，包括两条8.5代线和一条11代线已经投产，还有一条11代线在建。根据IHS数据，公司2019年在电视面板的市场份额约为13%，位于全球第四，前三名是京东方、LGD和三星显示。随着LGD和三星显示逐步关闭韩国本土的，以及公司T7产线的投产，公司有望超越LGD和三星显示成为全球第二名。

◆估值与评级

随着韩系厂商的产能退出，以及2020年需求的好转，我们预计大尺寸面板价格将在2020年上涨，将显著改善公司盈利状况。同时公司柔性OLED产线开始爬坡，公司的成长性显著增强。由于2019年面板价格下跌超预期，同时韩厂产能退出会导致面板价格在2020-2021年上涨，我们下调公司2019年EPS至0.23元（前值为0.27元），上调2020-2021年EPS分别至0.36/0.45元（前值分别为0.32/0.36元），上调公司至“买入”评级。

◆风险提示：肺炎疫情影响生产；韩系厂商可能推迟关厂；奥运会可能推迟影响需求。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	111,577	113,360	72,988	75,281	80,427
营业收入增长率	4.79%	1.60%	-35.61%	3.14%	6.84%
净利润(百万元)	2,664	3,468	3,121	4,810	6,029
净利润增长率	66.30%	30.17%	-10.01%	54.11%	25.35%
EPS(元)	0.20	0.26	0.23	0.36	0.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.96%	11.37%	9.67%	13.45%	15.13%
P/E	34	26	29	19	15
P/B	3.0	3.0	2.8	2.5	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年2月21日

买入(上调)

当前价：6.67元

分析师

联系人

刘凯(执业证书编号：S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

联系人

王经纬

0755-23945524

wangjingwei@ebsecn.com

市场数据

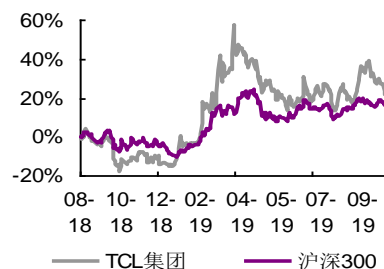
总股本(亿股)：135.28

总市值(亿元)：902.35

一年最低/最高(元)：3.03/7.02

近3月换手率：185.37%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	29.15	85.46	90.40
绝对	28.28	91.64	110.61

资料来源：Wind

相关研报

公司更名“TCL科技”，聚焦半导体显示及材料领域——TCL集团(000100.SZ)更名公告点评

.....2020-01-14

资产重组完成，经营效率进一步改善——TCL集团(000100.SZ)2019年半年报点评

.....2019-08-14

1、TCL 科技：重组完成，聚焦半导体显示领域

1.1、剥离终端业务，聚焦半导体显示产业

TCL 集团创立于 1981 年,2004 年 1 月在深交所主板上市,38 年以来 TCL 一直坚守实业,在持续变革创新中突出竞争优势。2014 年,公司基于“双+”战略,调整和重组了“7+3+1”的产业和业务结构,形成了半导体显示业务群、智能终端业务群、新兴业务群等三个事业群。

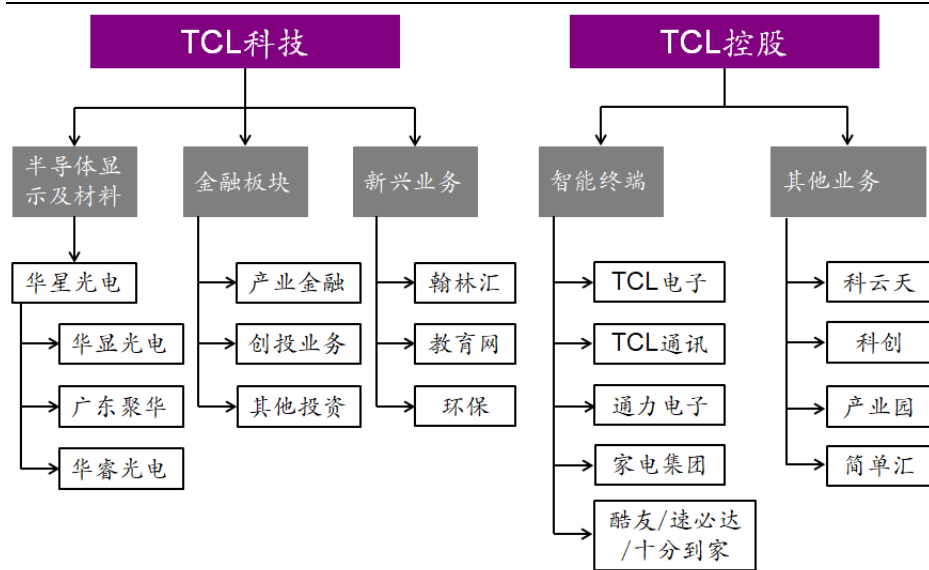
图表 1：公司 2014 年调整业务结构形成三大事业群



资料来源：公司官网，光大证券研究所

2018 年底, TCL 集团启动了以专业化经营为核心的重组, 转型为聚焦半导体显示及材料业务的科技创新产业集团, 并以产业牵引, 发展产业金融和投资业务。在资产重组完成后, TCL 集团将聚焦半导体显示及材料、产业金融业务, 而 TCL 控股则将承接终端产品及其配套业务。2020 年 2 月 7 日, TCL 集团正式更名为“TCL 科技”, 可以更好地突出公司业务特点。

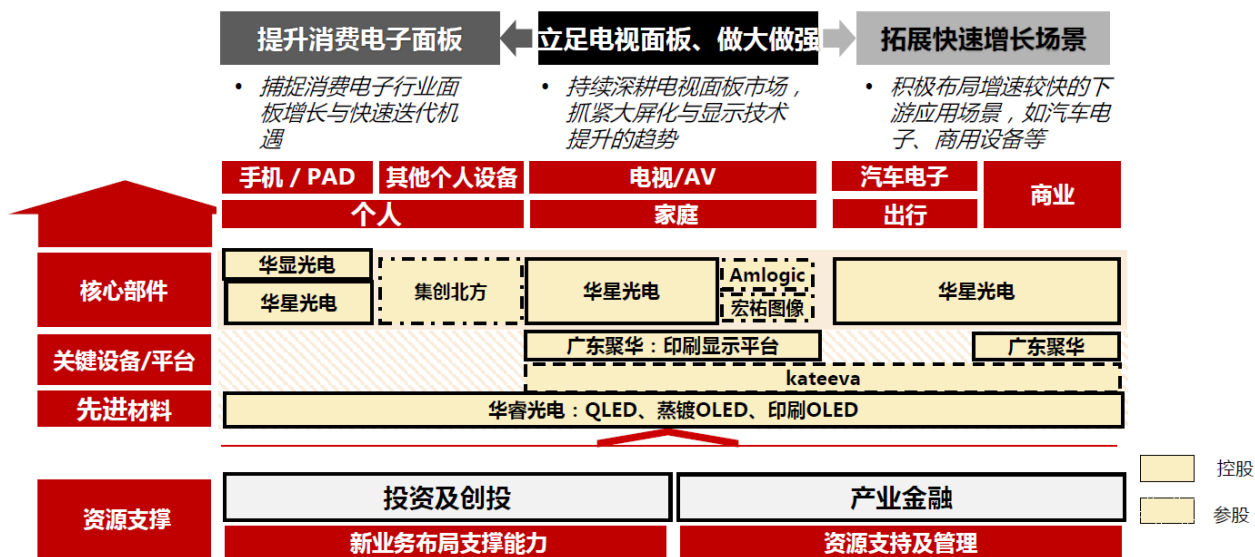
图表 2：公司 2018 年重组聚焦半导体显示业务



资料来源：公司官网，光大证券研究所

重组完成后，以 TCL 华星为核心的半导体显示及材料业务将成为公司的业务主体。在半导体显示领域，公司立足于电视面板，同时向消费电子和车用等各种场景扩展应用范围。同时公司在关键材料和设备方面加强自研，提升核心技术实力。

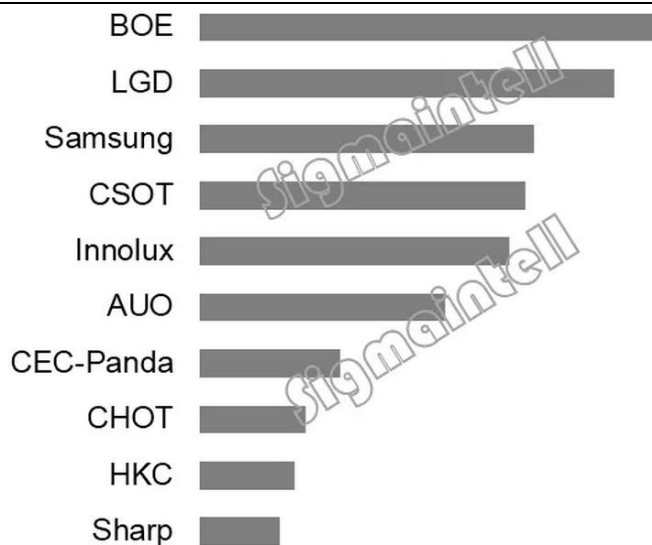
图表 3：公司在半导体显示产业的业务布局



资料来源：公司官网，光大证券研究所

TCL 华星是大陆第二大面板制造商，目前公司共有六条投产和在建的面板产线。TCL 华星依托技术升级和产能规模增加，持续扩大在半导体显示领域的产品市场占有率。其中，TCL 华星 55 吋 UD 产品出货量位居全球第一，32 吋 UD 产品出货量保持全球第二；在中小尺寸领域，6 代 LTPS-LCD 产线 (t3 项目) 出货量位居全球第二，增长速度全球第一。根据群智咨询的统计，公司 2019 年的液晶电视出货面积达到了全球第四位，仅次于京东方 (BOE)、乐金显示 (LGD) 和三星显示 (SDC)。

图表 4：TCL 华星在液晶电视面板出货面积排名第四 (2019 年)

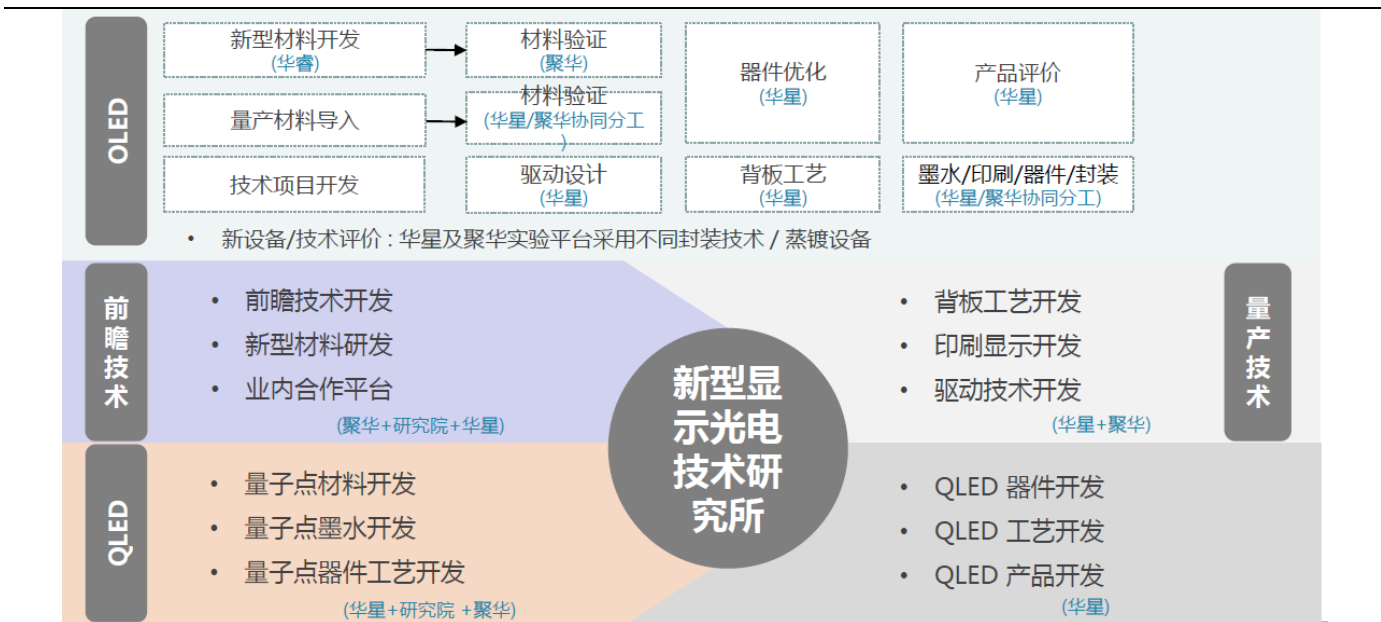


资料来源：群智咨询，光大证券研究所

与此同时，公司协同广东聚华（平台）、华睿光电（材料）和 TCL 工研院（研发），成为国内唯一一家实现对下一代显示技术产业链全覆盖的公司。

广东聚华主要从事印刷与柔性显示关键共性技术研究，同时联合高校、科研院所、国际知名材料、设备企业、国内显示行业龙头，共建我国印刷显示公共研发平台，搭建印刷显示产业生态聚集圈；华睿光电主要从事具有自主 IP 的新型 OLED 关键材料的开发，聚焦蒸镀型 OLED 小分子材料和印刷 OLED 材料。

图表 5：公司在新型显示技术领域的全产业链布局



资料来源：公司官网，光大证券研究所

在重组完成后，公司仍保留产业金融和投资创投业务，赋能高端半导体显示业务。产业链金融为圈内企业提供各项金融服务，提高资金使用效率、降低财务成本，并利用溢余资本创收增益；投资和创投业务围绕主业相关的前沿技术领域进行布局，兼顾具有稳健收益的创投项目。

图表 6：公司重组后仍保留产业金融及投资业务

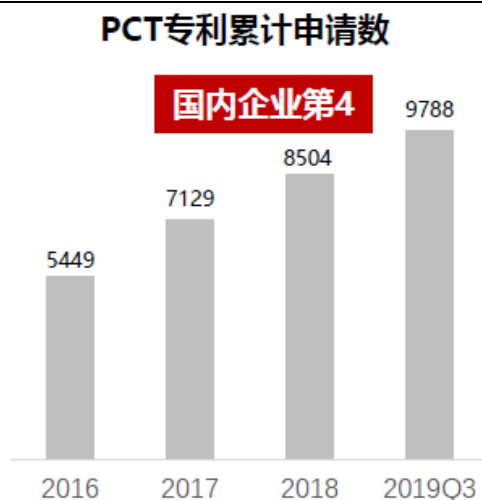


资料来源：公司官网，光大证券研究所

1.2、技术实力出众，盈利能力强劲

公司在半导体显示及材料领域耕耘多年，技术实力强劲。截至 2019 年三季度，公司 PCT 专利累计申请数为 9788 件，位居国内企业第四名。在量子点技术方面，公司共有 1199 项公开专利，仅次于三星显示。

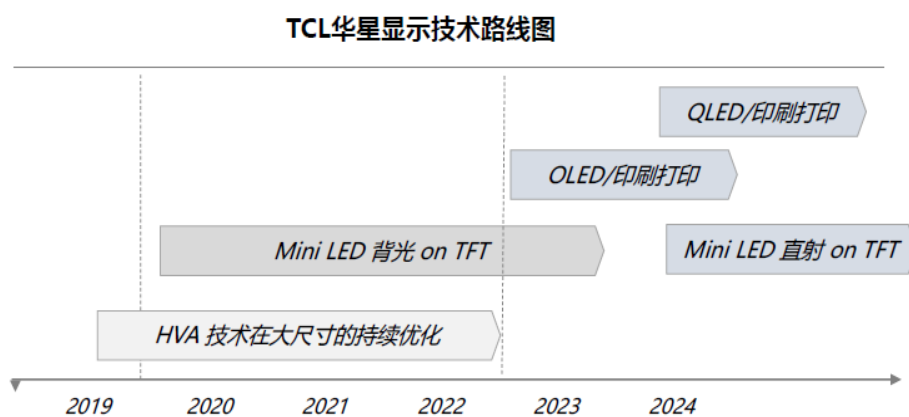
图表 7：公司 PCT 专利申请量位居国内第四



资料来源：公司官网，光大证券研究所

在新型显示技术规划方面，公司在 2019 年已经开始 HVA 技术在大尺寸的应用和优化，并将从 2020 年开始 Mini LED 背光在 TFT-LCD 面板上的应用。从 2023 年开始，公司将开始印刷打印 OLED 的量产，并将在 2024 年开始印刷打印 QLED 和 Mini LED 直射技术的量产。

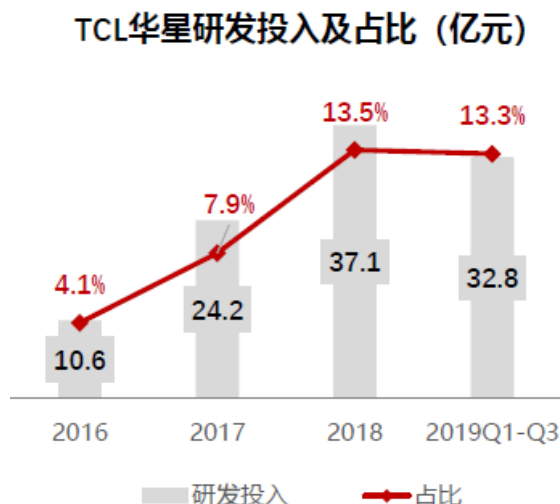
图表 8：公司规划的显示技术路线图



资料来源：公司官网，光大证券研究所

TCL 华星始终保持较高的研发投入，并且占营业收入的比例不断提升。2016 年，公司的研发投入为 10.6 亿元，至 2019 年前三季度已经提升到了 32.8 亿元，占营业收入的比例也从 4.1% 提升到了 13.3%。

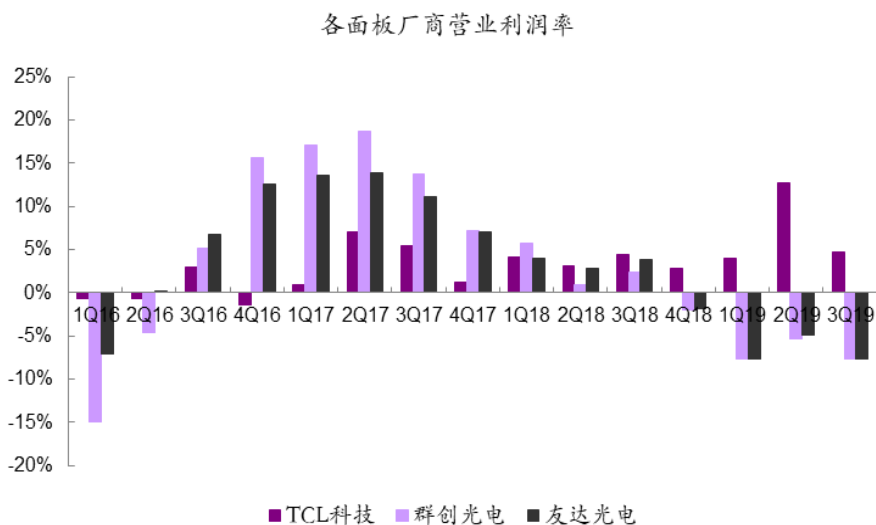
图表 9: TCL 华星始终保持较高的研发投入



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

与此同时, 公司由于产线集中度较高、供应链配套较为完善, 以及运营管理效率较高, 保持着较高的盈利水平。与中国台湾地区面板厂商相比, 公司的营业利润率始终较高。当中国台湾地区面板厂商在 2019 年出现亏损时, 公司仍然保持着盈利状况。

图表 10: 公司保持着较高的盈利水平



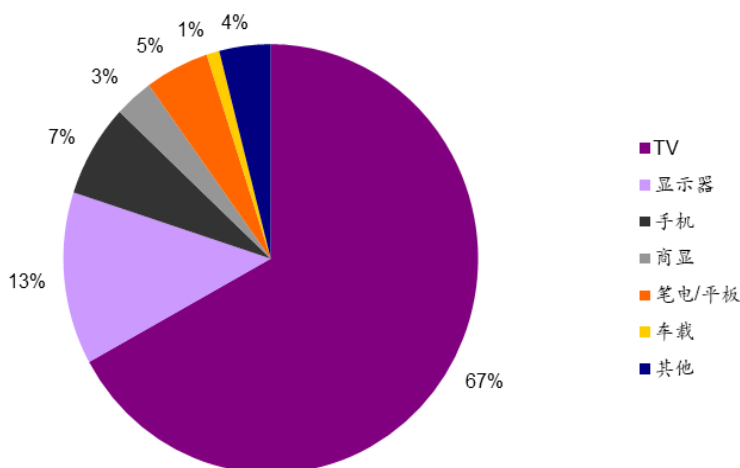
资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、供需结构改善, 大尺寸 LCD 迎来行业拐点

2.1、大屏化趋势稳步发展, 电视面板需求持续增长

面板的下游应用范围极为广阔, 只要是需要显示的地方都需要使用面板, 广泛应用于电视、显示器、手机、电脑等各个领域。从使用面积的占比来看, 电视是面板最重要的应用领域, 使用了接近三分之二的显示面板; 其次是显示器, 占比也达到了 13%。在最近几年, 随着新能源车等行业的快速发展, 商显和车载显示屏的需求快速增长, 成为最为重要的新兴应用领域。

图表 11：平板显示的主要应用领域（2017 年）

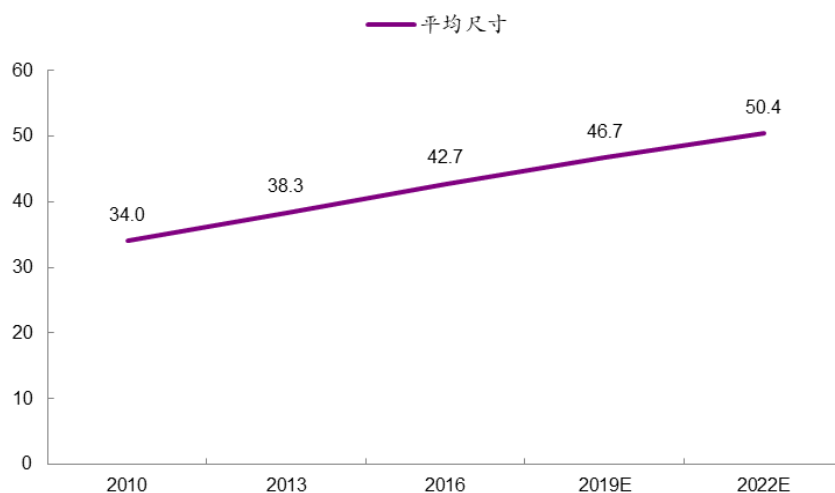


资料来源：IHS，光大证券研究所

随着人们收入水平的提高和电视价格的下降，消费者不断追求更好的显示效果，电视的平均尺寸不断增长。目前电视面板平均尺寸已从 2010 年的 34 寸，增长至 2019 年的 46.7 寸，平均每年增长 1.4 寸，并有望在 2022 年达到 50.4 寸的水平。

电视面板的平均尺寸在不断增大，带动面板的需求不断增长。假设电视面板的平均尺寸增大 1.2 寸，那么全球每年新增需求将需要一座 90K 月产能的 10.5 代线来满足。

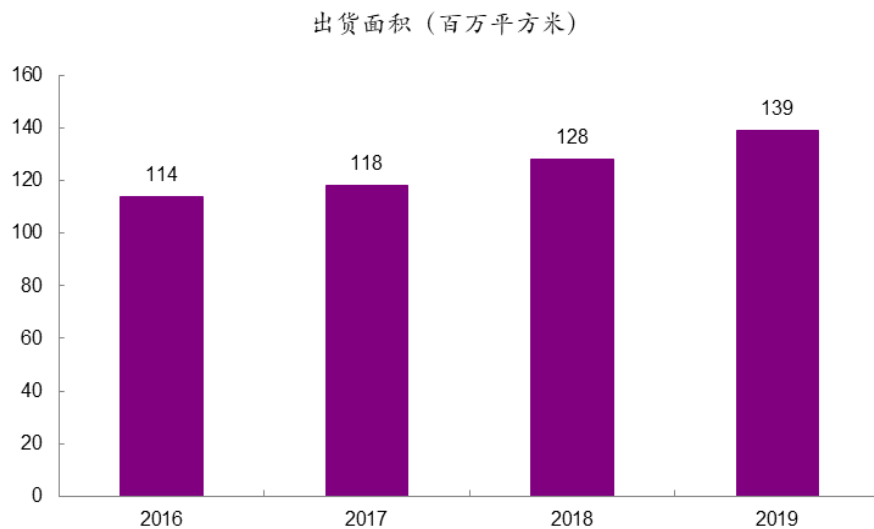
图表 12：全球电视面板平均尺寸不断增大（单位：英寸）



资料来源：IHS，光大证券研究所

在大屏化的驱动下，尽管全球电视销售数量停滞不前，但是全球电视面板出货面积却保持稳步增长。根据 VAC Revo 的统计，全球电视面板出货面积从 2016 年的 1.14 亿平方米增长至 2019 年的 1.39 亿平方米，年复合增速达到了 6.83%，保持稳定增长态势。

图表 13：全球电视面板出货面积稳步增长



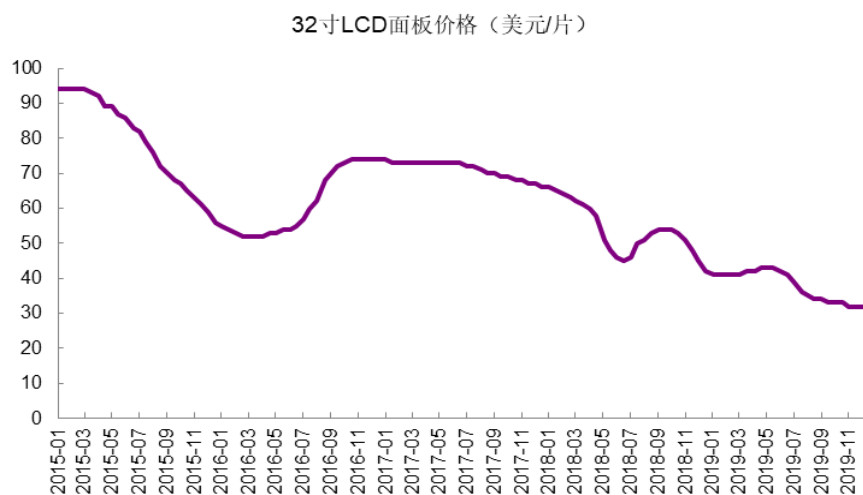
资料来源：VAC Revo，光大证券研究所

2.2、供给格局好转，大尺寸 LCD 迎来涨价周期

由于大陆面板厂商的崛起导致价格持续下跌，韩国和日本面板厂商在 2016 年初经历了大幅的关厂，三星显示和乐金显示将 7 代以下 LCD 产线全部退出，导致面板供不应求，价格从 2Q16 开始上涨，并在高位维持至 3Q17。

随后大陆新建的面板产能大幅投放，行业处于供过于求状态，导致面板价格持续下跌，目前主流 32 寸的 LCD 面板价格相比 2017 年高点下跌 56.76%。

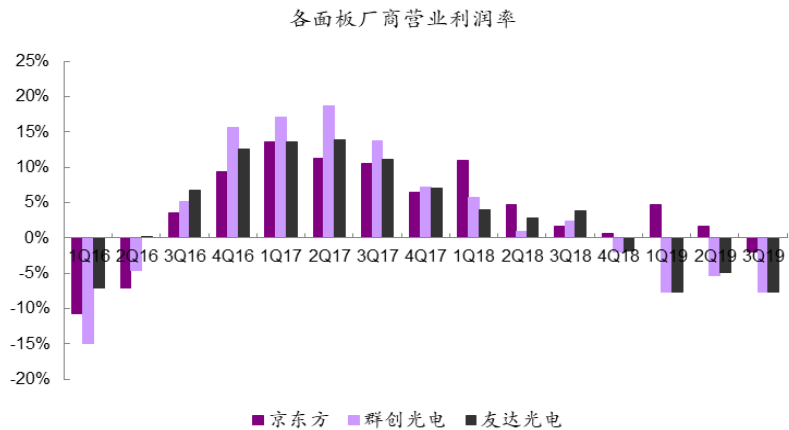
图表 14：目前面板价格相比 2017 年的高点大幅下跌（截止 2019 年 12 月）



资料来源：Wind，光大证券研究所

伴随着价格的持续下跌，各面板厂的盈利能力不断下滑。进入 2019 年后，全行业出现普遍性的经营性亏损，主流尺寸面板价格已经跌破韩国和中国台湾地区厂商的现金成本。

图表 15: 各面板厂在 2019 年以来持续亏损



资料来源: Wind, 光大证券研究所

在持续亏损、多做多亏的压力下,韩国和中国台湾地区面板厂商率先调整产能。三星显示 SDC 在 3Q19 将 L8-1-1 产线关闭 80K 的月产能,将 L8-2-1 产线关闭 35K 的月产能;华映 CPT 将 L2 产线的 105K 产能全部关闭;乐金显示 LGD 在 4Q19 将 P7 产线关闭 50K 的月产能,将 P8 产线关闭 140K 的月产能。

图表 16: 2019 年已经退出的面板产能

供应商	世代	工厂	设计产能	3Q19	4Q19
SDC	8.5	L8-1-1	80K	-80K	
	8.5	L8-2-1	70K	-35K	
CPT	6	L2	105K	-105K	
LGD	7.5	P7	225K		-50K
	8.5	P8	240K		-140K

资料来源: WitsView, 光大证券研究所

在经过 2015-2016 年的大规模关厂之后,目前韩系厂商保留在韩国本土的 LCD 产能已经不多。三星在韩国汤井还有 L7-2、L8-1-2 和 L8-2 三条产线, LGD 在韩国坡州还有 P7、P8、P9 三条产线,有望在 2020-2021 年关闭。

图表 17: 韩系厂商位于韩国本土的 LCD 产能

供应商	世代	工厂	地点	设计产能
SDC	7	L7-2	牙山	160K
	8.5	L8-1-2	牙山	105K
	8.5	L8-2	牙山	165K
LGD	7.5	P7	坡州	225K
	8.5	P8	坡州	240K
	8.5	P9	坡州	90K

资料来源: IHS, 光大证券研究所

由于长期的激烈竞争，目前各大厂商继续扩产 LCD 的意愿较为谨慎，只剩下大陆还有部分产线将为 2020-2021 年投产。

京东方在武汉的 10.5 代线将在 1Q20 投产，预计需要 1 年的产能爬坡时间，这将成为京东方的最后一条 LCD 产线；惠科在绵阳的 8.6 代线也将在 1Q20 开始产能爬坡，由于惠科在持续亏损，预计未来继续投资的可能性较小；富士康在广州的 10.5 代线预计将在 2Q20 开始设备安装，但由于面板价格下跌，未来前景还有很大不确定性；TCL 华星的深圳 11 代线将在 1Q21 投产，这样将是 TCL 华星最后一条 LCD 产线。

图表 18：2020 年新投产的面板产能

厂商	工厂	设计月产能	投产时间
京东方	武汉 10.5 代线	120K	1Q20
惠科	绵阳 8.6 代线	120K	1Q20
富士康	广州 10.5 代线	90K	2Q20
TCL 华星	深圳 11 代线	90K	1Q21

资料来源：巨世显示，光大证券研究所

随着韩国、中国台湾厂商持续退出产能，而全球面板的需求还在持续增长中，我们预计下游订单将主要向大陆的京东方、TCL 华星和中国台湾地区的群创、友达转移。根据群智咨询的预测，大尺寸面板从 2020 年 1 月份开始涨价，同时二月份价格涨幅有所扩大。

图表 19：大尺寸面板价格在二月份涨幅扩大

Size	Resolution	Range	Jan(A)	Feb(L)	Feb. VS Jan. Change	Remark
32"	1366x768	Typical	35.0	37.0	2.0	1.Frequency: 60hz; 2.Mode: 2D; 3.Backplane: Asi; 4.LCM/Cell: O-cell
39.5"	1920x1080	Typical	63.0	66.0	3.0	
43"	1920x1080	Typical	68.0	71.0	3.0	
50"	3840x2160	Typical	86.0	89.0	3.0	
55"	3840x2160	Typical	107.0	112.0	5.0	
65"	3840x2160	Typical	173.0	178.0	5.0	
75"	3840x2160	Typical	291.0	291.0	0.0	

备注：受疫情影响，供需波动不确定性走高，为了谨慎性考虑，群智咨询将于下一期发布对3月价格风向标预测。

资料来源：群智咨询预测

我们认为随着韩国厂商的退产和大陆产能进入投放尾声，全球 LCD 面板产能将在 2020 年后进入稳中有降的状态。与此同时，下游需求仍在不断增长，面板价格有望长期稳定在较高的水平，给存活下来的面板厂商带来丰厚的盈利。

3、持续产能投资，公司在 大尺寸 LCD 实力强劲

3.1、产线布局完善，集中优势产品

公司是大陆第二大的面板厂商，目前共有 6 条已建成和在建的面板产线。公司的大尺寸面板产线全部位于深圳，包括两条 8.5 代线和一条 11 代线已经投产，还有一条 11 代线在建。公司的小尺寸面板产线位于武汉，包括一条已经投产的 6 代 LTPS 产线和一条在建的 6 代柔性 OLED 产线。

图表 20：TCL 华星所拥有的面板产线

编号	世代	地点	工艺	产能	投资额 (亿元)
T1	8.5	深圳	a-Si	160K	245
T2	8.5	深圳	a-Si	150K	244
T3	6	武汉	LTPS	50K	160
T4	6	武汉	OLED	45K	350
T6	11	深圳	a-Si	90K	465
T7	11	深圳	a-Si/OLED	90K+15K	427

资料来源：公司官网，光大证券研究所

不同的世代线拥有不同的玻璃基板尺寸，对应的经济切割面板尺寸也不相同。公司在大尺寸方面拥有两条 8.5 代线和两条 11 代线，8.5 代线的玻璃基板可以切割 6 片 55 寸面板，也可以套切 32 寸和 55 寸面板，11 代线的玻璃基板可以切割 8 片 70 寸面板，也可以套切 65 寸和 75 寸面板。

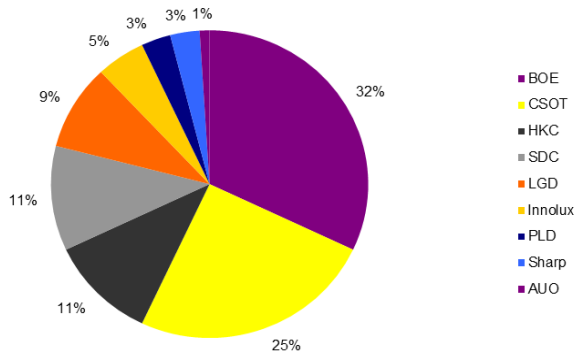
图表 21：不同世代线对应的玻璃基板尺寸

世代	尺寸 (mm)
1	320*400
2	370*470
3	550*650
4	680*880
4.5	730*920
5	1100*1300
5.5	1300*1500
6	1500*1850
7	1870*2200
7.5	1950*2250
8	2160*2400
8.5	2200*2500
8.6	2250*2600
10	2880*3080
10.5	2940*3370
11	3000*3320

资料来源：光大证券研究所整理

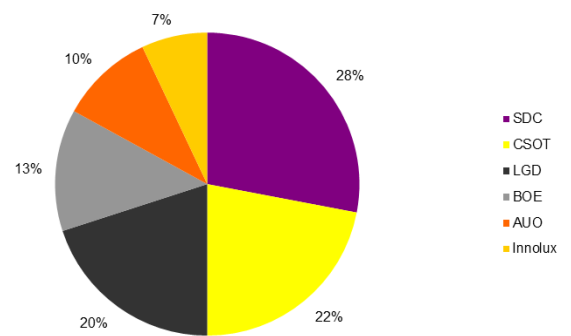
根据世代线的特点，公司把主力产品放在 32 寸和 55 寸面板方面，在这两个尺寸的出货量在 2018 年都是全球第二名，其中 55 寸在 2019 年跃居全球第一。32 寸和 55 寸也是销售占比最多的两个尺寸，这样就可以保证公司产品需求的稳定。

图表 22：2018 年 32 寸面板出货份额



资料来源：公司官网，光大证券研究所

图表 23：2018 年 55 寸面板出货份额

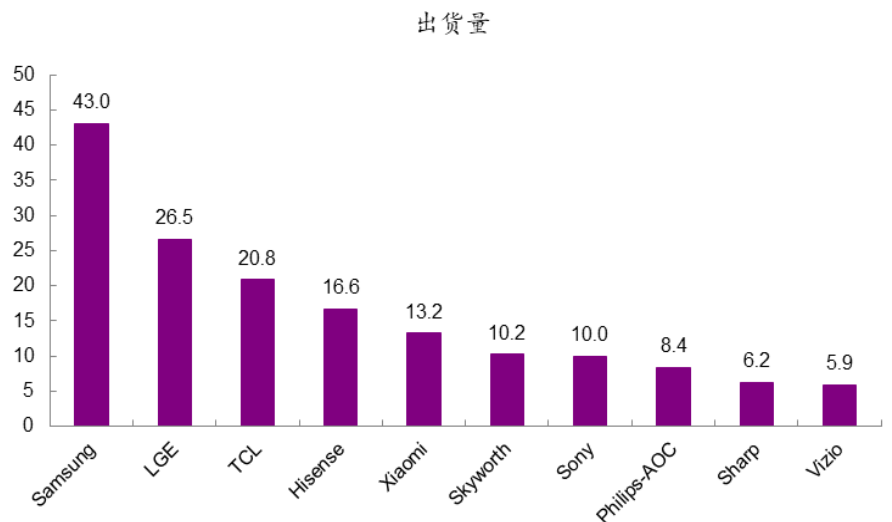


资料来源：公司官网，光大证券研究所

3.2、客户资源优质，市场份额保持领先地位

公司作为大陆第二大面板厂商，拥有强大的客户资源。TCL 电视是全球第三大电视品牌，作为 TCL 科技的兄弟公司，具有非常强的协同效应。三星是全球最大的电视品牌厂商，其是 TCL 华星的少数股东，三星品牌也在公司有大量的采购。与此同时，公司与小米、华为等互联网品牌也有良好的合作，而这些互联网品牌的增长速度较快，是电视行业的新兴力量。

图表 24：2019 年全球电视前十大品牌出货量（百万台）



资料来源：AVC Revo，光大证券研究所

在优质的客户资源和产能持续释放的助力下，公司电视面板出货面积快速增长。根据 IHS 的数据，公司 2019 年电视面板出货面积为 2120 万平方米，同比增长 19.4%。

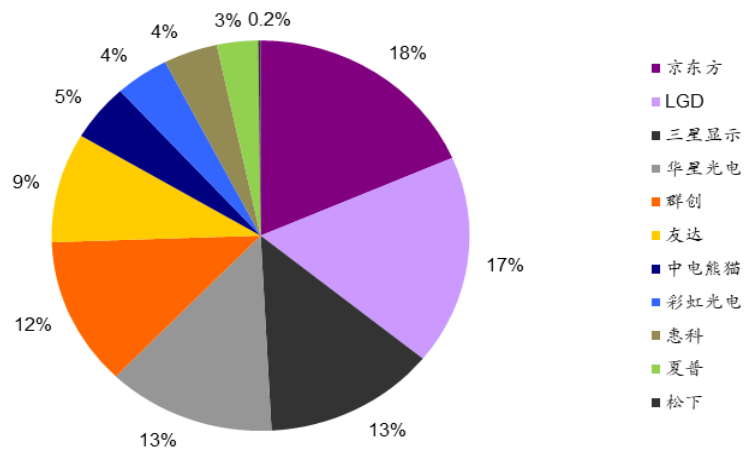
图表 25：公司 2019 年电视面板出货面积快速增长（单位：百万平方米）

厂商	2018	2019	YoY
京东方	24.3	30.1	23.8%
LGD	31.6	28.3	-10.3%
三星显示	26.8	21.7	-19.0%
TCL 华星	17.7	21.2	19.4%
群创	21.3	20.0	-5.8%
友达	15.7	14.8	-5.4%
中电熊猫	5.2	7.7	48.8%
彩虹光电	2.1	6.8	223.0%
惠科	4.1	6.8	68%
夏普	5.4	5.2	-3.0%
松下	0.6	0.3	-54.3%
Total	154.8	163.1	5.3%

资料来源：IHS，光大证券研究所

根据 IHS 数据，公司 2019 年在电视面板的市场份额约为 13%，位于全球第四，前三名是京东方、LGD 和三星显示。随着 LGD 和三星显示逐步关闭韩国本土的，以及公司 T7 产线的投产，公司有望超越 LGD 和三星显示成为全球第二名。

图表 26：公司的电视面板市场份额位居全球第四（2019 年）



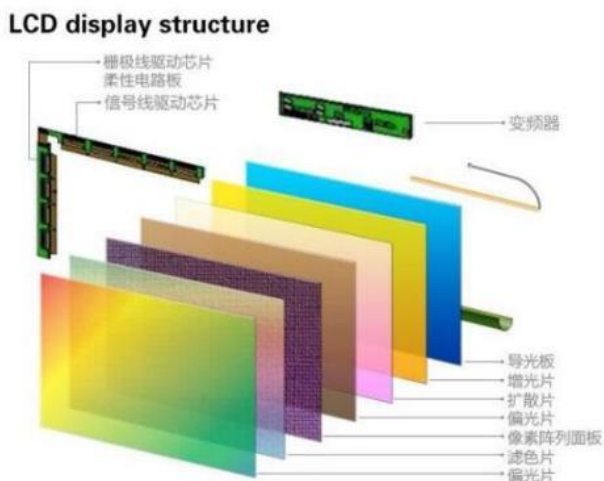
资料来源：IHS，光大证券研究所

4、布局柔性 OLED，打开成长空间

4.1、OLED 优势明显，渗透率快速提升

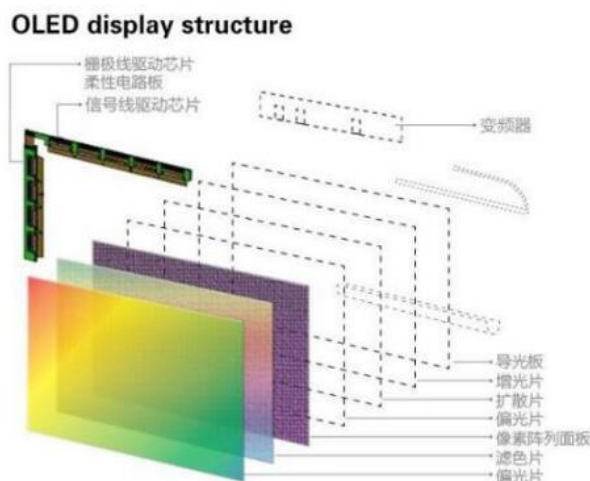
OLED 是指有机发光二极管，是继 CRT、LCD 显示技术后的下一代显示技术。OLED 面板在工作时，首先向 OLED 施加电压，电流通过有机层从阴极流向阳极，阴极、阳极分别产生电子与空穴，两者在发光层相遇结合，电子填充空穴并释放能量，而光的颜色主要取决于发光层中有机分子材料的类型。

图表 27：LCD 面板的结构



资料来源：和辉光电，光大证券研究所

图表 28：OLED 面板的结构



资料来源：和辉光电，光大证券研究所

OLED 相比 LCD 最大的优势是自发光，由此带来了 OLED 厚度薄、响应速度快、可弯折、色域广、视角宽等一系列优点。

图表 29：OLED 相比 LCD 具有多种优势

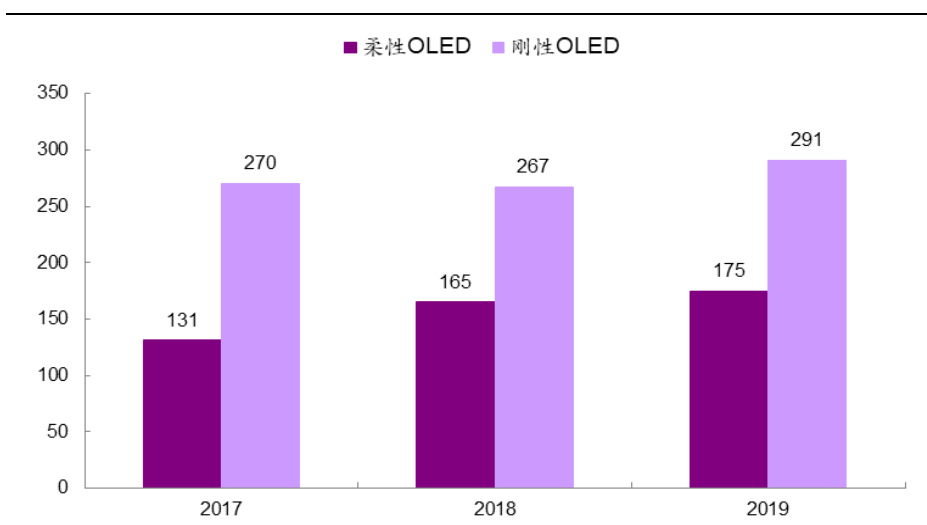
	LCD	OLED
最低工作温度	-20℃	-40℃
响应速度	毫秒级	微秒级
视角	<170 度	无限制
驱动方式	电压驱动	电流驱动
色域	85%NTSC 色域	110%NTSC 色域
厚度	<3mm	<1mm

资料来源：LEDinside，光大证券研究所

在苹果和三星等顶级手机品牌的带动下，全球 OLED 手机面板渗透率快速提升。根据群智咨询的统计，2019 年全球 OLED 智能手机面板出货达到 4.65 亿片，同比增长 8%，占整体智能手机面板出货量的接近 27%，同时其 2020 年出货量有望达到 39%。

在 5G 和屏下指纹等技术的推动下，OLED 面板的应用在快速增长。刚性 AMOLED 凭借屏下指纹技术优势，市场需求旺盛，面板厂商与终端品牌的合作日益紧密，市场空间逐步扩大。2019 年全球刚性 AMOLED 智能手机面板出货约 2.9 亿片，同比增长 9.0%。与此同时，2019 年全球柔性 AMOLED 智能手机面板出货约 1.8 亿片，同比增长 6.2%。

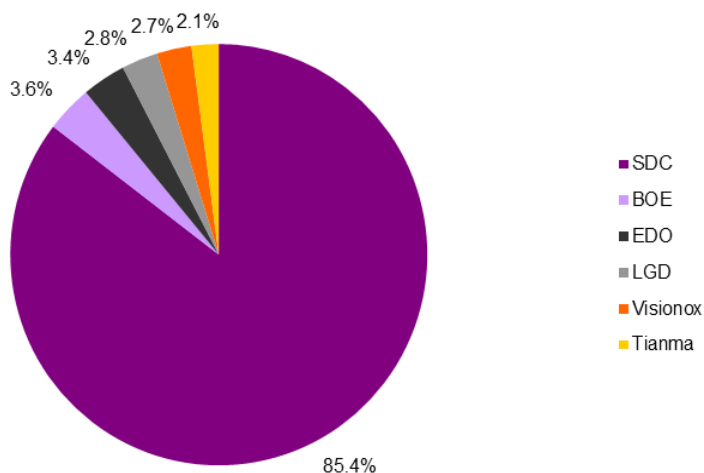
图表 30：全球 OLED 手机面板出货量（单位：百万片）



资料来源：群智咨询，光大证券研究所

从市场份额来看，三星显示 SDC 仍然占据全球 OLED 市场的主导地位，2019 年的市场份额达到了 85.4%，是苹果、三星等顶级品牌的唯一供应商。同时大陆厂商的市场份额也在快速提升，京东方的市场份额达到 3.6%，排名全球第二；和辉光电的市场份额达到 3.4%，排名全球第三；维信诺的市场份额达到 2.7%，排名全球第五；天马的市场份额达到 2.1%，排名全球第六。

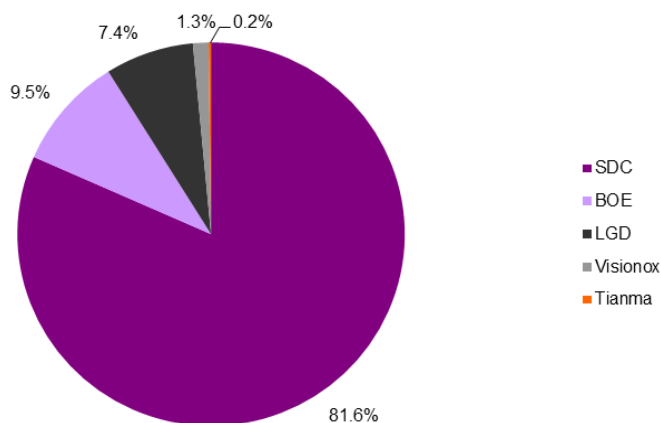
图表 31：2019 年全球整体 OLED 面板出货市场份额



资料来源：群智咨询，光大证券研究所

在柔性 OLED 领域，三星显示 2019 年的市场份额同样排名第一，达到了 81.6%，其后的中国厂商也在快速崛起，京东方的市场份额达到了 9.5%，排名第二，维信诺的市场份额达到了 1.3%，排名第四，天马的市场份额达到了 0.2%，排名第五。

图表 32：2019 年全球柔性 OLED 面板出货市场份额



资料来源：群智咨询，光大证券研究所

4.2、公司布局 OLED，打开成长空间

公司位于武汉的 T4 产线，是专门的柔性 OLED 产线，项目总投资 350 亿元，设计产能为 45K/月，是公司投资的第一条柔性 OLED 产线。

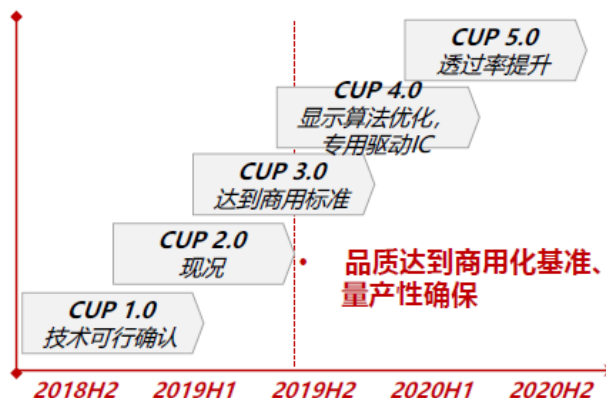
图表 33：公司 T4 柔性 OLED 产线的建设进度



资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司的柔性 OLED 产品技术领先，具有最优像素排列、业界最窄边框、领先同行的屏下摄像头等新技术。公司在柔性 OLED 领域已经申请大量专利，并在折叠、屏下、窄边框等领域均有专利储备。T4 产线共分为三期，每期均为 15K。目前第一期 15K 产能已经投产，并已经给品牌厂商出货。

图表 34：公司 T4 柔性 OLED 产线的建设进度



资料来源：公司官网，光大证券研究所

5、盈利预测与评级

公司在完成重组后，业务结构更为清晰，TCL 华星成为上市主体的核心资产。公司产业金融及创投板块将得以保留，一方面提高公司的资金利用率，另一方面通过投资获取稳定而可持续的投资收益。随着韩系厂商的产能退出，以及 2020 年需求的好转，我们预计大尺寸面板价格将在 2020 年上涨，将显著改善公司的盈利状况。同时公司柔性 OLED 产线开始爬坡，下半年有望为品牌客户出货，公司的成长性进一步增强。由于 2019 年面板价格下跌超预期，同时韩厂产能退出会导致面板价格在 2020-2021 年出现上涨，我们下调公司 2019 年 EPS 至 0.23 元（前值为 0.27 元），上调 2020-2021 年 EPS 分别至 0.36/0.45 元（前值分别为 0.32/0.36 元）。基于公司 2020 年盈利上调 12.5%，同时公司估值显著低于同业公司，未来估值具有较大的向上空间，我们上调公司至“买入”评级。

图表 35：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价(元)		EPS(元)			PE(倍)				CAGR -3/2018	PEG -2018	市值 亿元
	2020.2.21	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E			
京东方 A	5.35	0.10	0.09	0.15	0.24	54	58	35	22	34.00%	1.57	1,838.57
TCL 科技	6.67	0.26	0.23	0.36	0.45	26	29	19	15	20.06%	1.28	902.35

资料来源：TCL 科技来自光大证券研究所预测，其他数据来自 Wind 及 Wind 一致预期

6、风险分析

肺炎疫情影响生产：由于面板行业自动化程度高，人力使用较少，同时也是地方政府重点支持企业，所以在疫情期间也在正常生产，但是下游的模组厂作为人力密集型行业，人员复工会面临一定的障碍，可能影响公司的产品出货情况；

韩系厂商可能推迟关厂：在面板价格持续上涨的情况，当韩系厂商可以重新实现盈利的时候，可能会推迟关厂，这对面板价格上涨的持续性和涨幅都会产生拖累；

奥运会可能推迟影响需求：如果疫情在七月份之前无法得到有效的管控，东京奥运会可能推迟，这会影响到消费者对于电视的需求，不利于面板价格的上涨。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	111,577	113,360	72,988	75,281	80,427
营业成本	88,664	92,606	57,907	57,778	60,515
折旧和摊销	6,928	7,490	7,258	9,695	12,035
税金及附加	665	661	365	376	402
销售费用	9,511	8,887	5,693	5,872	6,273
管理费用	9,456	4,300	2,555	2,635	2,815
研发费用	0	4,678	2,920	3,011	3,217
财务费用	1,665	973	2,242	1,862	1,950
投资收益	2,439	2,167	2,000	2,000	2,000
营业利润	4,113	4,092	4,753	7,042	8,641
利润总额	4,790	4,944	4,753	7,042	8,641
所得税	1,245	879	832	1,232	1,512
净利润	3,545	4,065	3,921	5,810	7,129
少数股东损益	880	597	800	1,000	1,100
归属母公司净利润	2,664	3,468	3,121	4,810	6,029
EPS(按最新股本计)	0.20	0.26	0.23	0.36	0.45

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9,210	10,487	14,325	15,580	19,236
净利润	2,664	3,468	3,121	4,810	6,029
折旧摊销	6,928	7,490	7,258	9,695	12,035
净营运资金增加	2,169	-6,189	-10,818	355	1,162
其他	-2,551	5,717	14,764	721	11
投资活动产生现金流	-16,925	-28,231	-31,030	-38,100	-18,100
净资本支出	-15,492	-32,717	-37,038	-40,050	-20,050
长期投资变化	15,352	16,957	0	0	0
其他资产变化	-16,785	-12,471	6,009	1,950	1,950
融资活动现金流	8,552	20,040	8,151	23,093	150
股本变化	1,301	35	0	0	0
债务净变化	5,766	18,403	11,748	26,262	4,036
无息负债变化	-1,005	7,338	-16,765	590	1,856
净现金流	-534	2,421	-8,554	573	1,286

主要指标

盈利能力 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率	20.5%	18.3%	20.7%	23.3%	24.8%
EBITDA 率	9.1%	9.6%	17.0%	22.6%	26.2%
EBIT 率	2.7%	2.6%	7.0%	9.7%	11.2%
税前净利润率	4.3%	4.4%	6.5%	9.4%	10.7%
归母净利润率	2.4%	3.1%	4.3%	6.4%	7.5%
ROA	2.2%	2.1%	2.1%	2.6%	3.1%
ROE (摊薄)	9.0%	11.4%	9.7%	13.4%	15.1%
经营性 ROIC	2.5%	2.2%	3.3%	3.8%	4.4%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	66%	68%	67%	69%	69%
流动比率	1.11	1.02	0.98	0.86	0.93
速动比率	0.93	0.77	0.79	0.70	0.76
归母权益/有息债务	0.56	0.43	0.39	0.33	0.35
有形资产/有息债务	2.86	2.57	2.22	1.97	2.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	160,294	192,764	190,314	221,668	232,753
货币资金	27,459	26,801	18,247	18,820	20,107
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	14,747	13,604	10,620	10,953	11,702
应收票据	6,170	4,272	2,920	3,011	3,217
其他应收款(合计)	3,918	5,719	3,700	3,817	4,077
存货	12,946	19,888	10,681	10,456	10,803
其他流动资产	13,944	8,809	7,799	7,857	7,985
流动资产合计	80,096	80,308	54,895	55,841	58,859
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15,352	16,957	16,957	16,957	16,957
固定资产	32,598	35,983	52,827	70,540	80,592
在建工程	14,775	38,925	49,143	57,858	53,893
无形资产	6,373	5,955	5,885	5,817	5,750
商誉	421	357	357	357	357
其他非流动资产	3,944	4,662	4,662	4,662	4,662
非流动资产合计	80,198	112,456	135,419	165,828	173,895
总负债	106,151	131,892	126,876	153,728	159,621
短期借款	15,990	13,241	14,899	23,161	19,197
应付账款	19,324	23,923	14,477	14,445	15,129
应付票据	2,061	3,093	1,737	1,733	1,815
预收账款	1,308	1,461	1,095	1,129	1,206
其他流动负债	6,472	2,168	2,168	2,168	2,168
流动负债合计	72,248	78,835	56,258	65,110	63,002
长期借款	20,283	36,865	54,865	72,865	80,865
应付债券	10,497	12,986	12,986	12,986	12,986
其他非流动负债	2,775	2,692	2,692	2,692	2,692
非流动负债合计	33,903	53,057	70,619	88,619	96,619
股东权益	54,143	60,872	63,437	67,940	73,133
股本	13,515	13,550	13,528	13,528	13,528
公积金	7,435	8,181	8,514	8,995	9,598
未分配利润	8,578	10,001	11,455	14,477	17,966
归属母公司权益	29,747	30,494	32,260	35,763	39,855
少数股东权益	24,396	30,377	31,177	32,177	33,277

费用率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用率	9%	8%	8%	8%	8%
管理费用率	8%	4%	4%	4%	4%
财务费用率	1%	1%	3%	2%	2%
研发费用率	0%	4%	4%	4%	4%
所得税率	26%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股红利	0.10	0.10	0.10	0.14	0.18
每股经营现金流	0.68	0.77	1.06	1.15	1.42
每股净资产	2.20	2.25	2.38	2.64	2.94
每股销售收入	8.26	8.37	5.39	5.56	5.94

估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
PE	34	26	29	19	15
PB	3.0	3.0	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	17	19	18	14	12
股息率	1%	1%	1%	2%	3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼