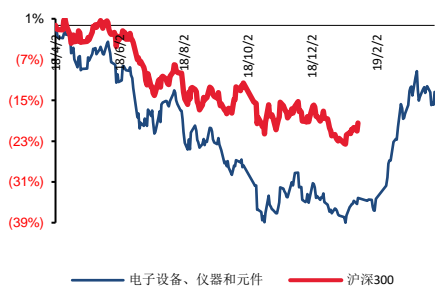


信息技术 技术硬件与设备

全球面板企业 2018 年业绩综述及未来展望

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告:

《太平洋证券-国星光电年报&一季报预告点评:一季报预告超预期,全年值得期待》--2019/03/29

《太平洋证券-韦尔股份年报点评:分销业务驱动高增长,收购豪威顺利推进 20190328》--2019/03/28

《太平洋证券-电子行业-生益科技(600183)生益科技:PCB 业务高增长,开启周期成长股成长元年》--2019/03/27

证券分析师:刘翔

电话:021-61376547

E-MAIL: liuxiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517060001

报告摘要

国内京东方、华星光电强势崛起。2018 年,京东方实现营业收入 971.09, 同比 3.53%, 归母净利润 34.35 亿元, 同比-54.61%。京东方是全球面板前六强中唯一实现收入正增长的企业,其在显示面板总体出货量中保持全球第一,出货面积全球第二。**华星光电** 2018 年实现营收 275.37 亿元,同比下滑 9.6%。实现净利润 23.2 亿元,同比-53.0%。华星光电效率领先行业,其 25.9%的 EBITDA 利润率冠绝全球,另外华星的市占率也稳步提升,55 寸面板市占率全球第一,32 寸、65 寸和 75 寸面板市占率全球第二。

韩国 LGD、SDC 业绩下滑明显,积极谋求转型。2018 年, LGD 营收 24.34 万亿韩元,营业利润 928.9 亿韩元,毛利率 12.7%,全年亏损 2072 亿韩元,是 2011 年以来的首次亏损。**三星 SDC** 实现营收 32.47 万亿韩元,同比-5.79%;实现营业利润 2.62 万亿韩元,同比-51%,全年营业利润率 8.07%,下降 7.6pct。为应对中国厂商对 LCD 市场的冲击, LGD、SDC 也在积极谋求转型, SDC 已计划将 L8-1 产线调整为生产 QOLED, LGD 也计划将部分 LCD 产线转为 OLED 产线。

台湾双雄业绩下滑明显,2019 年仍不乐观。2018 全年,群创营收 2793.76 亿新台币,同比下降 15.1%,实现净利润 22.23 亿新台币,同比下滑 94%。群创预计,1Q19 年预计将继续亏损,且净亏损可能会扩大。公司认为,不排除出现 3 年寒冬的情况。**友达** 2018 实现营收 3076 亿新台币,同比下滑 9.8%;2018 年全年净利润 101.6 亿新台币,同比-69%。友达预计,未来几年供应过剩将成为常态。

短期价格回暖确立,全年下行风险仍在。三星转产有望使价格回升贯穿整个二季度,但考虑到行业供需情况、竞争格局的变化等因素,我们预计全年价格仍有下行风险。

投资建议。中短期来看,全球经济不确定和大型体育赛事的缺席使下游需求缺乏弹性,加上新产线的集中投产,面板行业整体存在供过于求风险。长期来看,我们看好国内面板企业在全局的竞争力,京东方、华星光电等企业有望凭借规模、成本和市场优势在同海外企业竞争中胜出,并最终成为行业的定价者,维持京东方 A、TCL 集团的“增持”评级。

风险提示:新产能投放超预期,行业供过于求风险。

目录

1 全球面板企业 2018 年业绩综述.....	4
2 京东方：2018 年全年业绩略低于预期.....	4
2.1 快速崛起的全球面板龙头.....	4
2.2 2018 年业绩：收入同比 13.3%，利润同比-94.9%.....	5
2.3 2019 年展望：市占率提升对冲价格下跌风险.....	6
3 华星光电：2018 年净利润下降 53%.....	7
3.1 全球领先的面板制造商.....	7
3.2 2018 年业绩：营收下滑 9.6%，净利润下降 53%.....	7
3.3 2019 年展望：市占率望继续提升.....	7
4 LGD：2018 年业绩超华尔街预期，19 年压力仍大.....	8
4.1 全球领先的显示面板供应商.....	8
4.2 2018 年业绩：4Q18 和全年业绩超华尔街预期.....	8
4.3 2019 年展望：1Q19 业绩预计下滑，全年面板价格仍不乐观.....	10
5 SDG：2018 年营业利润大降 51%，1Q19 业绩不乐观.....	10
5.1 全球中小尺寸 AMOLED 绝对龙头.....	10
5.2 2018 年业绩：营收下滑 5.79%，营业利润大降 51%.....	11
5.3 2019 年展望：1Q19 业绩仍承压.....	12
6 群创光电：2018 年净利润暴跌 94%，1Q19 亏损恐扩大.....	12
6.1 全球主要的液晶面板制造商.....	12
6.2 2018 年业绩：净利润暴跌 94%，低于华尔街预期.....	13
6.3 2019 年展望：1Q19 亏损恐扩大.....	14
7 友达光电：2018 年净利润同比-69%，1Q19 业绩料小幅下滑.....	14
7.1 全球光电解决方案领导厂商.....	14
7.2 2018 年业绩：营收下滑 9.8%，净利润同比-69%.....	15
7.3 2019 年展望：1Q19 业绩小幅下滑，未来供应过剩将成常态.....	16
8 行业观点：短期价格回暖确立，全年下行风险仍在.....	17
8.1 短期价格回暖预计持续到二季度.....	17
8.2 需求平稳，多条面板产线投产，2019 年存在供给过剩压力.....	17
8.3 EBITDA 利润率处于历史低点，但仍有创新低可能.....	20
9 投资建议与风险提示.....	21
9.1 投资建议.....	21
9.2 风险提示.....	22

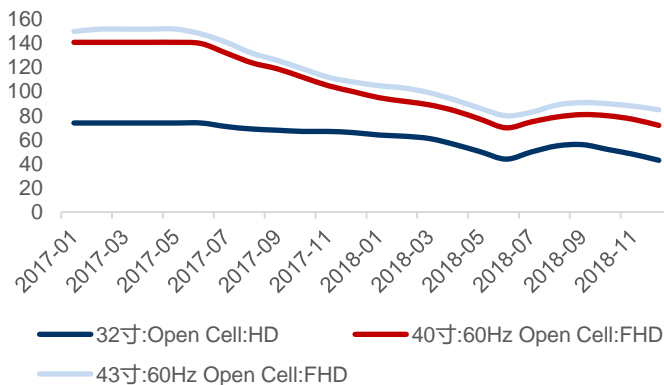
图表目录

图 1: 32、40 和 43 寸面板价格走势	4
图 2: 49、55 寸面板价格走势	4
图 3: 京东方历史收入, 亿元	6
图 4: 京东方历史利润情况, 亿元	6
图 5: 京东方近三年 LCD 产量销量, K m^2	6
图 6: 京东方历年毛利率、净利率情况	6
图 7: LGD 近 7 年收入情况, 十亿韩元	9
图 8: LGD 近 7 年净利润和净利率情况, 十亿韩元	9
图 9: 近 8 个季度 LGD 出货量和 ASP	9
图 10: 按应用分, LGD 面板收入占比	9
图 11: SDC 近 8 个年营收情况, 十亿韩元	11
图 12: SDC 近 8 年营业利润和营业利润率情况, 十亿韩元	11
图 13: SDC 近 8 个年营收情况, 十亿韩元	12
图 14: SDC 近 8 年营业利润和营业利润率情况, 十亿韩元	12
图 15: 群创近 7 个年营收情况, 亿新台币	13
图 16: 群创近 7 年净利润和利润率情况, 亿新台币	13
图 17: 友达近 7 年收入情况, 亿新台币	15
图 18: 友达近 7 年净利润和净利率情况, 亿新台币	15
图 19: 近 8 个季度友达出货量和 ASP	16
图 20: 按应用分, 友达面板收入占比	16
图 21: 32、43 寸面板价格 2 月开始回暖	17
图 22: 49、55 寸面板价格 3 月开始反弹	17
图 23: 显示面板下游需求占比	18
图 24: LCD TV 销量预计	18
图 25: TV 平均尺寸	18
图 26: 按面积算, LCD 面板需求, 百万平方米	18
图 27: LCD 有效供给测算, 千平方米	20
图 28: LCD 面板供需情况	20
图 29: 近十五年, 主要面板企业年度 EBITDA 利润率	20
图 30: 3Q19 以来, 主要面板企业季度 EBITDA 利润率	20
表 1: 全球六大面板企业 2018 年主要财务数据, 百万美元	4
表 2: 京东方产线整理	5
表 3: 京东方近 8 个季度财务摘要	5
表 4: 华星光电主要产线信息	7
表 5: 华星光电近 6 年财务摘要	7
表 6: LGD 主要产线整理	8
表 7: LGD 近 8 个季度财务摘要	9
表 8: 三星 SDC 产线整理	10
表 9: 三星 SDC 近 8 个季度财务摘要	11
表 10: 群创光电产线整理	13
表 11: 群创光电近 8 个季度财务摘要, 百万新台币	13
表 12: 友达主要产线整理	14
表 13: 友达财务摘要	15
表 14: 近几年新增 LCD 面板产线整理	19
表 15: 重点公司盈利预测表	21

1 全球面板企业 2018 年业绩综述

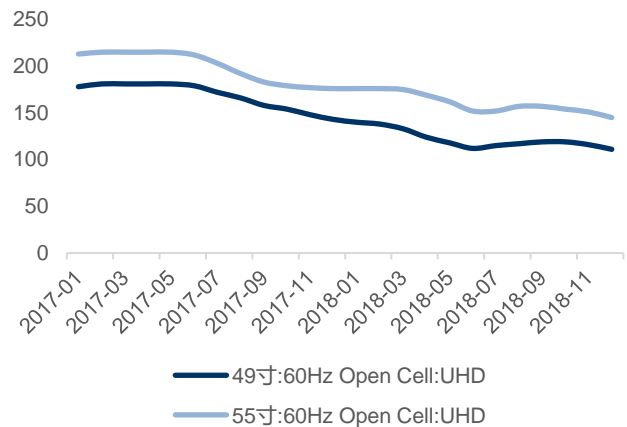
LCD 面板价格大幅回落，全球面板厂商业绩承压。随着国内 LCD 新产线的陆续开出，2018 年面板价格大幅回落。32、40、49、55 寸面板的单片价格分别从 2017 年最高的 74、141、152、181、215 美元下跌到 2018 年 12 月的 43、72、111、145 美元。受此影响，全球主要面板厂商 2018 年业绩大幅下滑。京东方、华星光电、群创光电和友达光电净利润分别下降 54%、52%、94% 和 68%，LGD 更是出现 2011 年以来的首次亏损。

图 1：32、40 和 43 寸面板价格走势



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 2：49、55 寸面板价格走势



资料来源：Wind，太平洋证券整理

表 1：全球六大面板企业 2018 年主要财务数据，百万美元

公司	收入	YOY	净利润	yoy	EBITDA 利润率	yoy
京东方	14574	3.5%	519.7	-53.6%	22.7%	-2.4%
华星光电	4166	-9.6%	350.0	-52.2%	25.9%	-11.3%
LGD	22087	-12.4%	-188.4	-111.5%	13.5%	-7.0%
SDC	29521	-5.8%	-	-	-	-
群创光电	9272	-15.1%	73.8	-93.9%	12.5%	-12.0%
友达光电	10210	-9.8%	337.2	-68.3%	12.1%	-10.1%

资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

2 京东方：2018 全年业绩略低于预期

2.1 快速崛起的全球面板龙头

快速崛起的全球面板龙头。京东方科技集团股份有限公司（BOE）创立于 1993 年，主营业务生产、销售 TFT-LCD、AMOLED 显示面板及模组（LCM），同时也积极发展移动健康、

数字医院、再生医学，整合健康园区资源等业务。目前公司已经成长成为全球LCD面板龙头企业，2018年京东方显示面板总体出货量保持全球第一，出货面积全球第二。

表 2：京东方产线整理

工厂	所在地区	代线	产品	投资金额 (亿元)	设计产能/K	现在状态
B1	北京	5	a-Si LCD	110	60	满产
B2	成都	4.5	a-Si LCD+LTPS LCD	34	45	满产
B3	合肥	6	a-Si LCD	175	90	满产
B4	北京	8.5	a-Si LCD	280	90	满产
B5	合肥	8.5	Oxide LCD	285	90+30	满产
B6	鄂尔多斯	5.5	LTPS LCD	220	60	满产
B8	重庆	8.5	a-Si LCD+IGZO LCD	328	90	满产
B9	合肥	10.5	a-Si LCD	400	120	满产
B10	福州	8.5	a-Si LCD	300	150	满产
B12	武汉	10.5	a-Si LCD	460	120	满产
B7	成都	6	AMOLED 柔	465	48	量产
B11	绵阳	6	AMOLED 柔	465	48	即将量产
B13	重庆	6	AMOLED 柔	465	48	在建
B14	福州	6	AMOLED 柔	465	48	在建

资料来源：太平洋证券整理

2.2 2018 年业绩：收入同比 13.3%，利润同比-94.9%

京东方4Q18收入276.4亿元，同比13.33%，归母净利润0.56亿，同比下滑94.87%；2018年全年实现营收971.09，同比3.53%，归母净利润34.35亿元，同比-54.61%，略低于预期。受益公司10.5代线顺利爬坡，市占率稳步提升，公司在行业不景气的情况下4Q18收入仍实现了13.33%的增长，全年收入也增长3.53%。但受LCD价格拖累，公司4Q18和2018年全年利润出现大幅下滑，四季度和全年归母净利润分别下滑94.87%和54.61%。

表 3：京东方近 8 个季度财务摘要

亿元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
营业收入	122.98	141.51	193.94	230.54	218.55	227.50	248.03	243.92
YOY	77.71%	60.77%	27.89%	5.80%	-1.32%	-3.71%	4.79%	13.33%
营业利润	29.52	25.52	26.03	15.66	23.59	10.41	4.15	1.94
YOY	323%	357%	284%	-27%	-20%	-59%	-84%	-88%
归母净利润	24.13	18.90	21.73	10.92	20.19	9.57	4.04	0.56
毛利率	28.63%	26.87%	23.24%	22.08%	20.77%	17.57%	18.26%	24.34%
营业利润率	24.00%	18.03%	13.42%	6.79%	10.79%	4.58%	1.67%	0.80%
净利率	19.62%	13.36%	11.20%	4.74%	9.24%	4.21%	1.63%	0.23%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图 3: 京东方历史收入, 亿元



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

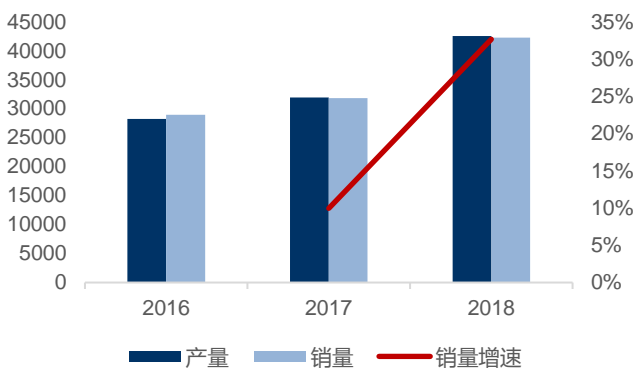
图 4: 京东方历史利润情况, 亿元



资料来源: LGD, 太平洋证券整理

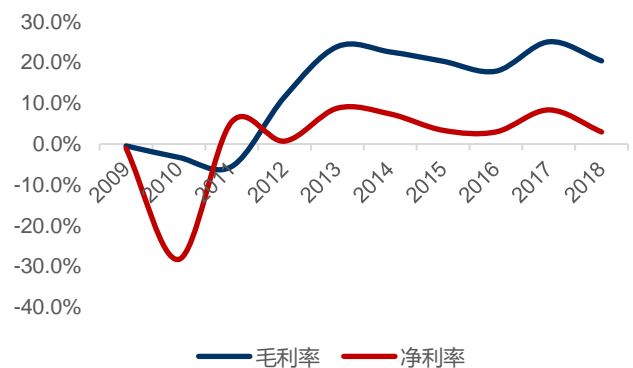
面板价格持续下跌是公司利润大幅下滑主因。LCD 面板业务是占比最大的业务，虽然产能的增长和市占率的提升使公司 LCD 面板销售面积和数量出现了 30% 左右的成长，但面板价格的持续下跌也影响了公司的盈利能力。公司毛利率从 2017 年的 25.1% 下降到了 2018 年的 20.4%，降了 4.7 个百分点，净利率也从去年的 8.4% 降至 18 年的 3.0%。

图 5: 京东方近三年 LCD 产量销量, k m²



资料来源: 公司公告, 太平洋证券整理

图 6: 京东方历年毛利率、净利率情况



资料来源: Wind, 太平洋证券整理

2.3 2019 年展望: 市占率提升对冲价格下跌风险

LCD 市占率提升有望对冲价格下行风险。今年 BOE 产能增量主要来源于合肥 10.5 代线的顺利爬坡将使公司在 65 寸以上电视面板市场的份额持续提升，有望部分对冲面板价格持续低迷的风险。此外，随着三星产线的转产，我们预计 LCD 价格将出现一个季度左右的回暖，这将改善 LCD 的盈利状况。

AMOLED产能利用率、良率爬坡顺利下半年或小幅盈利。公司量产和在建四条产线，目前成都产线一期16K已基本满产，二期也已经准备爬坡，随着产能的顺利爬坡，单位成本将快速下降，下半年有望实现盈亏平衡甚至小幅盈利。除成都二期外，绵阳产线预计也将于下半年投产。公司预计全年出货量在3000-5000万片，假设单片价格60美金，预计19年AMOLED有望贡献120-200亿元收入。

3 华星光电：2018 净利润下降 53%

3.1 全球领先的面板制造商

华星光电成立于2009年，现有6条面板产线，其中4条电视面板产线在深圳，两条手机面板产线在武汉。目前，公司在18年大尺寸面板出货量仅次于京东方和群创光电排名第三，小尺寸LTPS手机面板出货量位居深天马和JDI之后，排第三。

表 4：华星光电主要产线信息

工厂	产品	代线	投资	设计产能	状态
t1	a-si LCD	8.5	245	160	满产
t2	a-si LCD	8.5	244	150	满产
t3	LTPS LCD	6	160	45	满产
t4	AMOLED	6	350	45	4Q19 量产
t6	a-si/Oxide	11	465	9	爬坡
t7	a-si/Oxide	11	427	105	2021 年量产

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

3.2 2018 年业绩：营收下滑 9.6%，净利润下降 53%

2018年华星光电实现营收275.37亿元，同比下滑9.6%。实现净利润23.2亿元，同比-53.0%。全年毛利率18.4%，相比去年27.9%，大降9.5个百分点。

表 5：华星光电近 6 年财务摘要

亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	155.31	179.64	180.28	223.12	304.75	275.37
YOY		15.7%	0.4%	23.8%	36.6%	-9.6%
EBITDA	37.90	45.27	49.04	61.80	113.37	71.32
yoy		19.5%	8.3%	26.0%	83.4%	-37.1%
净利润	22.60	24.30	20.70	23.10	49.40	23.20
毛利率	13.4%	14.6%	13.3%	12.7%	27.9%	18.4%
EBITDA 利润率	24.4%	25.2%	27.2%	27.7%	37.2%	25.9%
净利率	14.6%	13.5%	11.5%	10.4%	16.2%	8.4%

资料来源：Wind，太平洋证券整理

3.3 2019 年展望：市占率望继续提升

大尺寸方面，华星t6已经开始量产，预计年底将达到满产，今年会带来较大的增量。小尺寸方面，18年底t3基本进入了除了苹果之外比如三星、华为等的供应链，18年产能利用了40%左右。今年t3产线产能继续爬坡，全年预计实现45K的满产满销，增量会比较可观。因此，产能的增加有望对冲面板价格下行压力，2019年全年业绩仍有望实现正增长。

4 LGD：2018 年业绩超华尔街预期，19 年压力仍大

4.1 全球领先的显示面板供应商

全球领先的LCD面板供应商。LG Display最早是成立于1985年的金星软件，2008年更改为现名称。2018年LGD的LCD出货面积全球第一，同时也是全球最大的OLED电视面板制造商。公司现有8条LCD、5条OLED产线量产，主要生产使用于电视，监视器，笔记本电脑，手机等不同用途、大小和规格的TFT-LCD、OLED面板。

表 6: LGD 主要产线整理

产品	工厂	代线	量产时间	产线位置	产品应用	目前状态
LCD	P2	3.5	1997.12	Gumi, Korea	汽车	2017.6 关闭
LCD	P3	4	2000.4	Gumi, Korea	手机、汽车	2018.2 关闭
LCD	P4	5	2002.3	Gumi, Korea	手机、笔记本电脑、桌面显示、平板电脑、汽车	2017.10 关闭
LCD	P5	5	2003.5	Gumi, Korea	手机、笔记本电脑、汽车、工业	量产
LCD	P61	6	2004.8	Gumi, Korea	手机、桌面显示器、平板电脑、汽车	2016.6 关闭
LCD	P62	6	2009.4	Gumi, Korea	笔记本电脑，桌面显示、TV	量产
LCD	P7	7	2006.1	Paju, Korea	TV、桌面显示器	量产
LCD	P8	8	2009.3	Paju, Korea	TV、桌面显示器	量产
LCD	P9	8	2012.6	Paju, Korea	桌面显示器、笔记本电脑、平板电脑	量产
LCD	GP	8	2014.9	Guangzhou, China	TV	量产
LCD	Ochang	2	2012.1	Ochang, Korea	OLED 照明、汽车	量产
LCD	E5	6	2017.8	Gumi, Korea	手机和其他应用	量产
OLED	AP2	4	2010.7	P8	手机	量产
OLED	AP3	6	2014.2	P61	手机	量产
OLED	E2	4	2013.12	P8	手机 OLED	量产
OLED	E3	8	2013.1	P8	OLED TV	量产
OLED	E4	8	2014.12	P9	OLED TV	量产

资料来源：LGD，太平洋证券整理

4.2 2018 业绩：4Q18 和全年业绩超华尔街预期

LGD 4Q18实现营业收入69478亿韩元，同比-2.5%，实现营业利润2792.51亿韩元，同比大增534%，4Q18毛利率17.1%，同比增长4.8个百分点，环比增长2.5个百分点。全年来看，LGD营收24.34万亿韩元，营业利润928.9亿韩元，毛利率12.7%。LGD 4Q18和2018年全年的营收、营业利润和毛利率都超华尔街预期。

表 7: LGD 近 8 个季度财务摘要

十亿韩元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E
营业收入	7062	6629	6973	7126	5675	5611	6102	6948	5874
YOY	17.9%	13.2%	3.7%	-10.2%	-19.6%	-15.4%	-12.5%	-2.5%	3.5%
营业利润	1027	804	586	44	-98	-228	140	279	-118
EBITDA	1743	1583	1420	930	812	681	1020	1134	846
GAAP 净利润	633	690	442	37	-59	-297	3	153	146
毛利率	24.34%	22.84%	18.01%	12.31%	9.55%	8.32%	14.56%	—	9.37%
营业利润率	14.54%	12.13%	8.40%	0.62%	-1.73%	-4.07%	2.30%	4.02%	-2.01%
EBITDA 利润率	24.68%	23.89%	20.37%	13.05%	14.30%	12.14%	16.72%	16.32%	14.40%
净利率	8.97%	10.41%	6.34%	0.52%	-1.05%	-5.30%	0.06%	2.20%	2.49%

资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 7: LGD 近 7 年收入情况，十亿韩元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

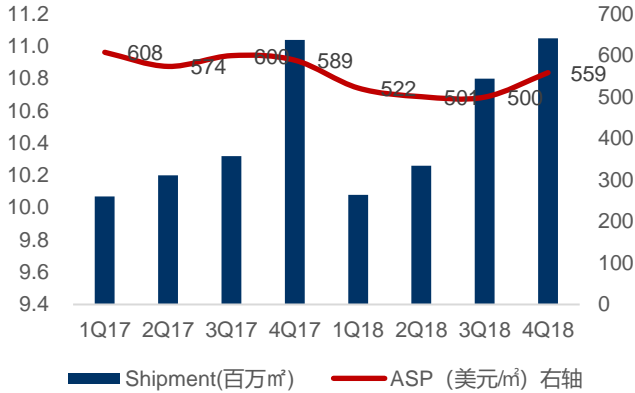
图 8: LGD 近 7 年净利润和净利率情况，十亿韩元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

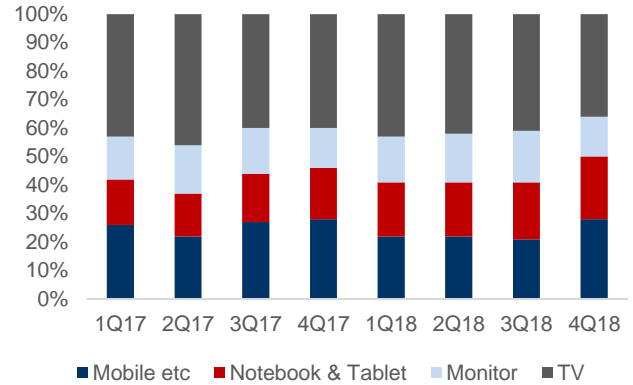
IT产品出货量的上升以及中小尺寸产品价格的提高，是公司Q4业绩好转和全年业绩超预期的主要原因。4Q18，IT占比明显提升使TV占比从3Q18的41%下降到了36%。得益于此，LGD平均ASP从第三季度的500美元/m²上升到了559美金，极大的改善了公司四季度的盈利能力。

图 9：近 8 个季度 LGD 出货量和 ASP



资料来源：LGD，太平洋证券整理

图 10：按应用分，LGD 面板收入占比



资料来源：LGD，太平洋证券整理

4.3 2019 年展望：1Q19 业绩预计下滑，全年面板价格仍不乐观

淡季因素，1Q19 业绩预计将出现下滑。 LGD 预计，由于淡季因素，1Q19 出货量或出现季节性下滑，预计下滑幅度接近 10%；ASP 方面，公司预计面板价格将继续下滑，1Q19 公司 ASP 预计出现中高个位数的百分比下滑。**BooImberg 一致预期显示**，1Q19 LGD 营业利润为 -1186.5 亿韩元，EBITDA 利润率预计将从 18 年四季度的 16.3% 下滑至 14.4%。

2019 全年面板价格仍不乐观。 LGD 认为，从供需角度看，2019 年全年面板价格趋势仍然不乐观。供给方面，由于中国面板厂商产能持续投放，预计 2019 年 LCD 供给增速将保持两位数的增长。需求方面，出于对全球宏观经济放缓的担忧，面板需求不确定性也在加大。因此，公司预计 2019 年全年面板价格趋势仍然不乐观。

5 SDC：2018 营业利润大降 51%，1Q19 业绩不乐观

5.1 全球中小尺寸 AMOLED 绝对龙头

三星显示有限公司 (Samsung Display, SDC) 位于韩国忠清南道牙山市，为三星电子旗下子公司，主营 TFT-LCD 液晶面板和 AMOLED 面板的生产和销售。SDC 前身是 S-LCD Corporation，由日本索尼与韩国三星电子双方各持股 50% 所共同合资的公司，目前三星电子已取得公司 100% 的股权。公司是全球最大的中小尺寸 AMOLED 供应商，产能占到了全球的 90% 以上，同时公司 LCD 面板市占率也在全球前五。

表 8：三星 SDC 产线整理

工厂	产线	产品	产能	产线状态
L7-2	7	LCD	170	量产
L8-1	8	LCD	195	量产
L8-2	8	LCD	165	量产
Suzhou	8	LCD	120	量产
A1	4	AMOLED	55	量产
A2	5.5	AMOLED	181	量产
A3	6	AMOLED	135	量产
A4	6	AMOLED	30	量产
A5	6	AMOLED	270	规划
A2-E	5.5	AMOLED	8	量产

资料来源：太平洋证券整理

5.2 2018 年业绩：营收下滑 5.79%，营业利润大降 51%

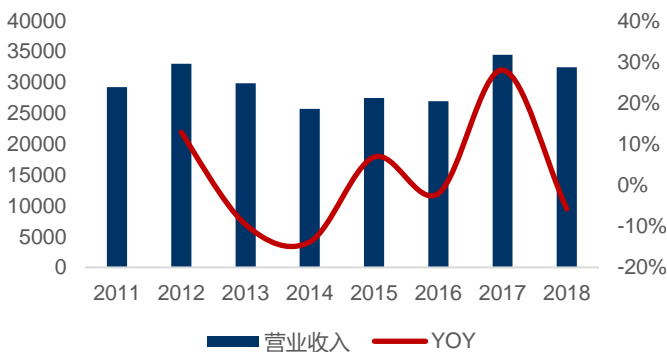
2018 全年，SDC 实现营收 32.47 万亿韩元，同比 -5.79%；实现营业利润 2.62 万亿韩元，同比 -51%，全年营业利润率 8.07%，下降 7.6pct。其中 4Q18 实现营收 9.18 万亿韩元，同比 -17.9%；营业利润率 10.62%，同比下滑 2pct，环比下降 0.29pct。

表 9：三星 SDC 近 8 个季度财务摘要

十亿韩元	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
营业收入	7290	7711	8281	11183	7540	5663	10088	9179
YOY	20.70%	20.11%	17.33%	50.73%	3.43%	-26.57%	21.83%	-17.92%
营业利润	1300	1717	969	1413	410	134	1101	975
yoy	-581%	-	-5%	6%	-68%	-92%	14%	-31%
营业利润率	17.83%	22.26%	11.70%	12.63%	5.44%	2.36%	10.91%	10.62%

资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 11：SDC 近 8 个年营收情况，十亿韩元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 12：SDC 近 8 年营业利润和营业利润率情况，十亿韩元



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

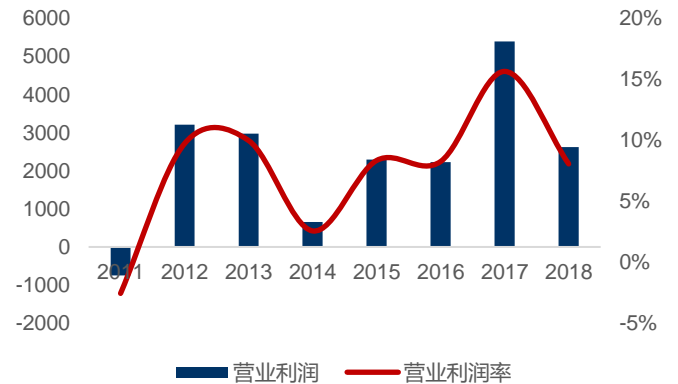
公司4Q18和全年业绩下滑主要源于LCD面板价格下跌、柔性AMOLED需求受到刚性AMOLED和LTPS LCD冲击。4Q18，刚性AMOLED和LTPS LCD冲对柔性AMOLED需求冲击明显，使SDC的AMOLED盈利能力下降。LCD面板价格的持续下跌使SDC 4Q18业绩雪上加霜，4Q18营业利润率10.62%，同比下滑2pct，全年营业利润率8.07%，同比下降7.6pct。

图 13: SDC 近 8 年营收情况, 十亿韩元



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 14: SDC 近 8 年营业利润和营业利润率情况, 十亿韩元



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

5.3 2019 年展望: 1Q19 业绩仍承压

AMOLED竞争加剧, LCD ASP价格下跌, 1Q19业绩仍承压。AMOLED市场, 智能手机市场的疲软、市场竞争加剧, 将导致1Q19市场状况将进一步恶化。LCD市场, 预计ASP将继续受到淡季需求放缓和行业产能大规模提升的压力。SDC表示, 将通过差异化的战略, 来提高AMOLED在智能手机市场的渗透率和应用, 以及应对LCD市场产能过剩的压力。

6 群创光电: 2018 年净利润暴跌 94%, 1Q19 亏损恐扩大

6.1 全球主要的液晶面板制造商

群创光电成立于2003年, 2010年3月与奇美电子、统宝光电合并, 为面板业界有史以来最大宗的合并案。群创为存续公司, 保留奇美电子为公司名, 2012年12月再更名为群创光电。群创光电以创新及差异化技术提供先进显示器整合方案, 产品包括各类TFT-LCD液晶面板模组、触控模组, 例如电视面板、桌上显示器面板、笔记型电脑用面板、中小尺寸面板、医疗用、车用面板等。

表 10：群创光电产线整理

产线位置	代线	产品	设计产能
竹南	3.5	LTPS-LCD	85
竹南	4.5	a-si LCD	45
竹南	5	a-si LCD	70
竹南	6	a-si LCD	110
台南	3.5	a-si LCD	55
台南	4	a-si LCD	80
台南	5	a-si LCD	130
台南	5	a-si LCD	195
台南	5.5	a-si LCD	195
台南	6	a-si LCD	240
台南	7.5	a-si LCD	120
路竹	6	LTPS-LCD, AMOLED	24
路竹	8.5	a-si LCD	60
路竹	8.6	a-si LCD	54

资料来源：太平洋证券整理

6.2 2018 年业绩：净利润暴跌 94%，低于华尔街预期

4Q18，群创实现营收722.43亿新台币，同比下降8.7%，营业亏损14.31亿新台币，是2016年Q2以来的首次亏损。毛利率6.18%，同比下滑7.95个百分点，环比下滑3.88个百分点。当季整体出货面积805万平方米，环比下降3.9%。

2018全年，群创营收2793.76亿新台币，同比下降15.1%，实现净利润22.23亿新台币，同比下滑94%。

表 11：群创光电近 8 个季度财务摘要，百万新台币

百万新台币	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19 E
营业收入	86026	84509	79508	79132	66763	66462	73907	72243	62690
YOY	52.5%	26.5%	6.7%	-11.5%	-22.4%	-21.4%	-7.0%	-8.7%	-6.1%
营业利润	14632	15823	10895	5672	3829	647	1790	-1431	-1445
EBITDA	23106	24004	19226	14240	13038	9749	10681	7752	10910
GAAP 净利润	11858	12118	8757	4295	2940	-1933	1913	160	-1647
毛利率	23.65%	24.90%	20.33%	14.13%	13.56%	8.82%	10.06%	6.18%	6.80%
营业利润率	17.01%	18.72%	13.70%	7.17%	5.74%	0.97%	2.42%	-1.98%	-2.30%
EBITDA 利润率	26.86%	28.40%	24.18%	18.00%	19.53%	14.67%	14.45%	10.73%	17.40%
净利率	13.78%	14.34%	11.01%	5.43%	4.40%	-2.91%	2.59%	0.22%	-2.63%

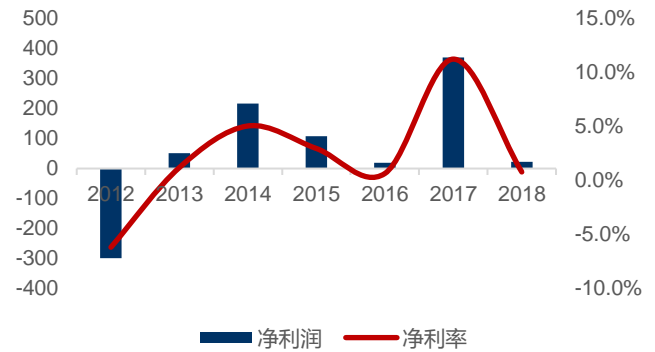
资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

图 15: 群创近 7 个年营收情况, 亿新台币



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 16: 群创近 7 年净利润和利润率情况, 亿新台币



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

6.3 2019 年展望: 1Q19 亏损恐扩大

群创预计, 19 年一季度整体出货量环比下降 15% 以上。ASP 方面, 公司预计大尺寸面板有望在一季度触底, 小尺寸价格则预计跌 15% 左右。整个一季度, 预计将继续亏损, 且净亏损可能会扩大。公司认为, 不排除出现 3 年寒冬的情况。

7 友达光电: 2018 净利润同比-69%, 1Q19 业绩料小幅下滑

7.1 全球光电解决方案领导厂商

友达光电原名达基科技, 成立于 1996 年 8 月, 2001 年与联友光电合并后更名为友达光电, 2006 年再度并购广辉电子。友达总部位于台湾, 是全球光电解决方案领导厂商, 全球第一家于纽约证交所 (NYSE) 股票公开上市之 TFT-LCD 设计、制造及研发公司。公司产品广泛应用于液晶电视、公共信息显示器、桌上型液晶显示器、笔电、平板电脑、通用显示器、通讯显示器、车用显示器、智能手机及穿戴式装置等。

表 12: 友达主要产线整理

产线地址	代线	产品	设计产能 (K/月)
龙潭	4	a-si LCD	60
新加坡	4.5	LTPS-LCD	45
龙潭	5	a-si LCD	50
龙潭	5	a-si LCD	70
中科	5	a-si LCD	120
桃园	5	a-si LCD	70
中科	6	a-si LCD	120
中科	6	a-si LCD	120
昆山	6	LTPS-LCD, AMOLED	60
中科	7.5	a-si LCD	75
中科	7.5	a-si LCD	60
中科	8.5	a-si LCD	50
中科	8.5	a-si LCD	50+30
新加坡	4.5	AMOLED	15

资料来源: 太平洋证券整理

7.2 2018 年业绩: 营收下滑 9.8%, 净利润同比-69%

4Q18, 友达实现营收690.06亿新台币, 同比下滑7.3%; 实现营业利润-29.45亿新台币, 创1Q16以来新低; 4Q18公司EBITDA利润率为9.74%, 处于历史低位。

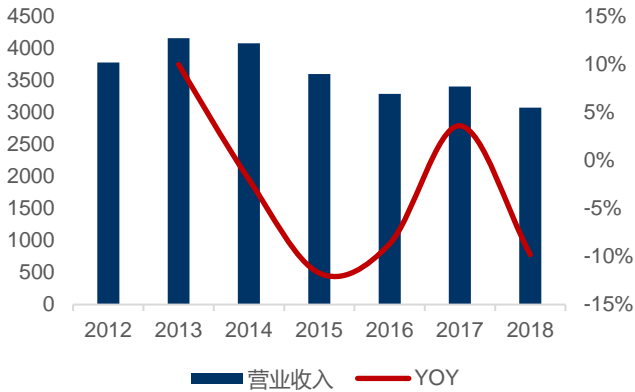
全年看, 友达实现营收3076亿新台币, 同比下滑9.8%; 2018年全年净利润101.6亿新台币, 同比-69%, EBITDA利润率13.29%。

表 13: 友达财务摘要

百万新台币	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E
营业收入	88557	84412	87395	80664	74445	75054	81043	77093	69006
YOY	24.5%	5.4%	1.6%	-12.2%	-15.9%	-11.1%	-7.3%	-4.4%	-7.3%
营业利润	12017	11676	9743	5703	2953	2100	3069	-1454	-2945
EBITDA	22028	20682	18455	14403	11414	10163	11808	7510	7605
GAAP 净利润	9479	9830	8856	4195	4310	1252	4318	281	-1855
毛利率	19.69%	20.28%	17.52%	13.85%	10.94%	9.69%	10.66%	5.30%	-
营业利润率	13.57%	13.83%	11.15%	7.07%	3.97%	2.80%	3.79%	-1.89%	-4.27%
EBITDA 利润率	24.87%	24.50%	21.12%	17.86%	15.33%	13.54%	14.57%	9.74%	11.02%
净利率	10.70%	11.64%	10.13%	5.20%	5.79%	1.67%	5.33%	0.36%	-2.69%

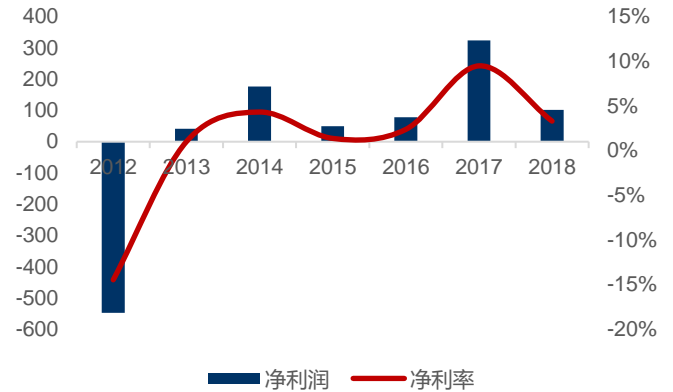
资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 17: 友达近 7 年收入情况, 亿新台币



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

图 18: 友达近 7 年净利润和净利率情况, 亿新台币



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

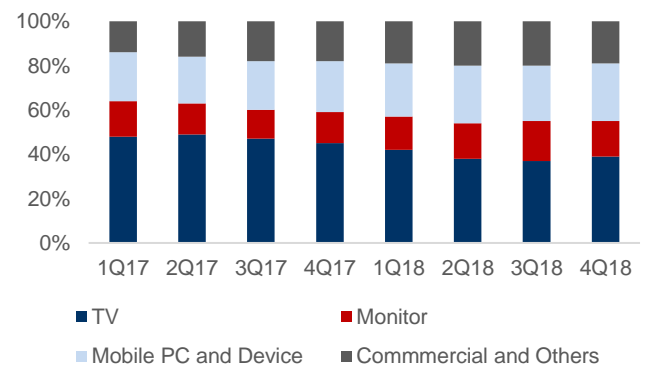
ASP 下滑影响公司 4Q18 业绩。公司 4Q18 业绩表现不理想, 主要原因在于 ASP 的持续下滑以及 IT 产品需求的季节性疲软。友达产品 ASP 从 3Q18 的 361 美金/m² 下滑到了 4Q18 的 345 美金/m²。以 IT 产品为主的 20 寸-39 寸产品收入比重则从 3Q18 的 21% 下滑到了 4Q18 的 18%。

图 19: 近 8 个季度友达出货量和 ASP



资料来源: 友达, 太平洋证券整理

图 20: 按应用分, 友达面板收入占比



资料来源: 友达, 太平洋证券整理

7.3 2019 年展望: 1Q19 业绩小幅下滑, 未来供应过剩将成常态

1Q19 出货量、ASP 料将小幅下滑。由于一季度是传统淡季, 加上工作日较少, 友达预计出货量将受到影响。公司预计 1Q19 大尺寸出货量将出现高个位数的环比下滑, 小尺寸下降幅度则预计在 20% 左右。ASP 方面, 公司预计 19 年一季度将下滑低个位数百分比。不过考虑到产品组合的变化, 预计中小尺寸产品 ASP 将会有所提升。**Bloomberg 一致预**

期显示，1Q19友达收入同比下滑7.3%，营业亏损进一步扩大至29.45亿新台币，EBITDA利润率则提升1.5个百分点至11.02%。

未来几年供应过剩将成为常态。展望2019全年，友达表示面板行业供应过剩将成为常态。需求端，公司认为受全球经济不确定影响，以及大型体育赛事的缺席，预计2019年销量将出现下滑，但产品大尺寸化和高规格的趋势将保持不变，按面积算需求仍有望保持小幅增长。供给端，友达认为2018年供需还相对稳定，但随着新产能的开出，LCD、OLED产能将继续增加，未来几年供需失衡将成为常态。

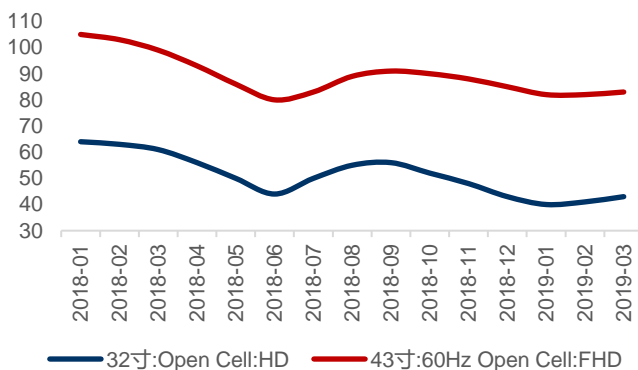
8 行业观点：短期价格回暖确立，全年下行风险仍在

三星转产有望使价格回升贯穿整个二季度，但考虑到行业供需情况、竞争格局的变化等因素，我们预计全年价格下行风险仍在。

8.1 短期价格回暖预计持续到二季度

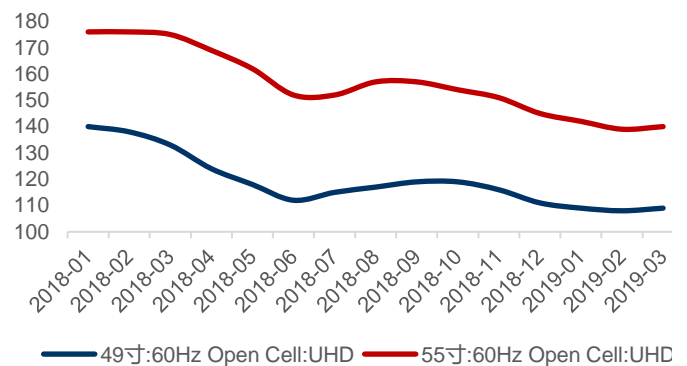
三星转产助力短期价格回暖。三星计划4月份开始缩减L8-1的产能，预定在7月份将结束LCD面板的生产，全面转型QD-OLED面板。L8-1产线月产能在195K左右，短期产线的调整有助于行业供需的改善，我们预计3月的价格回暖将持续到二季度。

图 21：32、43 寸面板价格 2 月开始回暖



资料来源：wind，太平洋证券整理

图 22：49、55 寸面板价格 3 月开始反弹



资料来源：wind，太平洋证券整理

8.2 需求平稳，多条面板产线投产，2019 年存在供给过剩压力

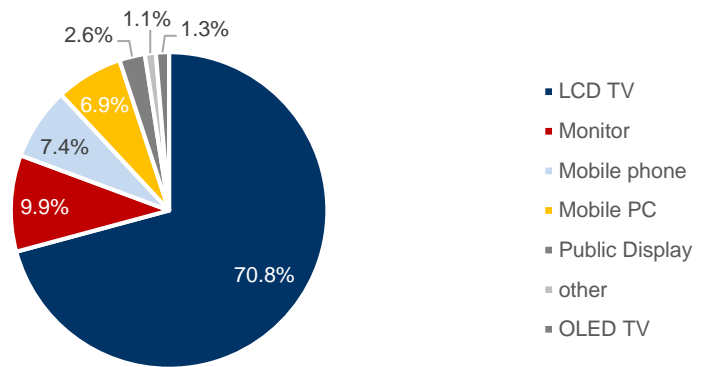
从LCD行业供需角度看，我们认为：（1）需求，未来两年LCD面板需求仍将保持相对稳定，预计2019、2020年增速分别为6.4%和4.4%；（2）供给，国内面板产线进入集

中投放期，即使考虑三星转产，未来两年产能增速仍然较快，预计2019-2020年LCD产能增速在9.8%和9.9%。2019年全年LCD面板仍存在供给过剩风险。

需求：未来两年面板需求预计保持平稳增长

TV面板需求占比最大。从面板下游需求来看，当前LCD TV仍是显示面板的最大。按面积算，2018年LCD TV面板需求为1.48亿平方米，占显示面板需求的70.8%。其次是显示器、智能手机、笔记本电脑、公共显示，占比分别为9.9%、7.4%、6.9%和2.6%。

图 23：显示面板下游需求占比

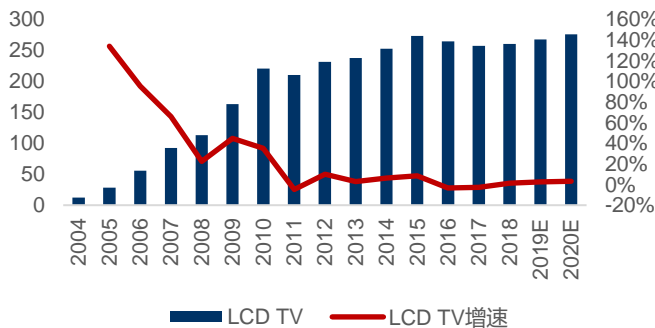


资料来源：IHS，太平洋证券整理

注：Mobile Phone包含了AMOLED需求，因此，LCD TV实际占LCD面板需求比例更高

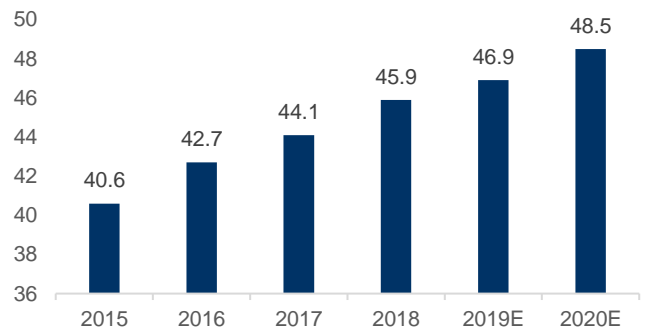
TV销量变缓，大尺寸化成LCD需求增长主要来源。面板需求主要由出货量和单机尺寸决定。销量方面，我们预计未来两年LCD TV出货量仍保持相对稳定，预计2019-2020年LCD TV维持1%-3%左右的增速水平。从平均尺寸来看，面板价格的持续下跌预计将刺激大尺寸面板的需求，并带动平均尺寸和面板需求继续提升。

图 24：LCD TV 销量预计



资料来源：IHS，太平洋证券整理

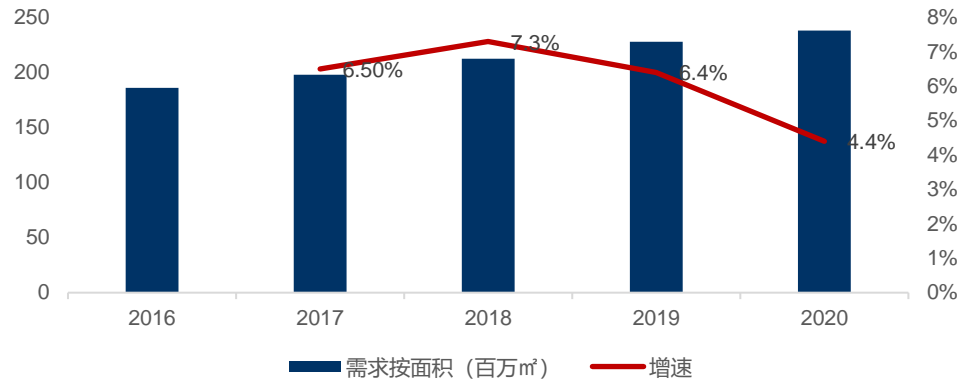
图 25：TV 平均尺寸



资料来源：IHS，太平洋证券整理

综合来看，我们认为未来两年LCD面板需求仍将保持相对稳定，参考IHS数据，预计2019、2020年面板需求增速分别为6.4%和4.4%。

图 26：按面积算，LCD 面板需求，百万平方米



资料来源：IHS，太平洋证券整理

供给：国内多条高世代线投产带来供过于求风险

国内企业新投产线进入集中释放期，海外面板企业谋划LCD转型。从2017年开始，国内面板企业产能投放开始加速，2017年只有京东方福州8.5代线和惠科重庆8.6代线投产；2018年则有京东方合肥10.5代线、中电集团咸阳和成都两条8.6代线开出；2019年LCD产能进一步释放，包括华星光电11代线、惠科滁州8.6代线、鸿海10.5代线、惠科绵阳8.6代线量产。海外面板企业则积极谋划转型，三星计划4月份开始缩减L8-1的产能，预定在7月份将结束LCD面板的生产，转型QD-OLED面板。LGD也计划未来将部分LCD产线改成OLED产线。

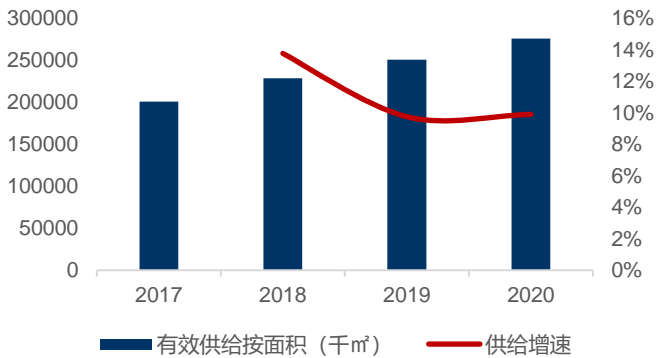
表 14：近几年新增 LCD 面板产线整理

产线	预计量产时间	投资金额	设计产能	目前状况
京东方福州 G8.5	2017Q1	300	150	满产
惠科重庆 G8.6	2017Q3	一期 120	一期 70	满产
中电集团咸阳 G8.6	2018Q1	280	120	爬坡
京东方 B9 合肥 G10.5	2018Q1	400	120	爬坡
中电集团成都 G8.6	2018Q2	280	120	爬坡
华星光电 T6 深圳 G11	2019Q1	538	140	在建
惠科滁州 G8.6	2019Q1	240	120	在建
鸿海广州 G10.5	2019Q3	610	90	在建
惠科绵阳 G8.6	2019Q3	240	120	在建
京东方 B12 武汉 G10.5	2020Q1	460	120	在建
华星光电 T7 深圳 G11	2021 年 3 月	426	90	在建

资料来源：太平洋证券整理

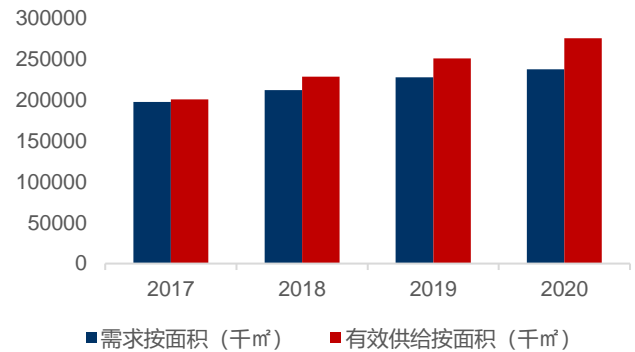
2019年新增产能仍偏高。2019年新增产能来源于两部分，18年新开产线的产能爬坡和19年新开产线。前者来自于BOE G10.5、CEC 两条G8.6代线；后者来自于华星光电 G11、惠科G8.6以及鸿海G10.5。退出方面，今年有明确退出计划的产线只有三星L8-1。根据我们的测算，考虑三星关厂，2019年全年产能增速在9.8%，供大于求压力仍大。

图 27: LCD 有效供给测算, 千平方米



资料来源: 太平洋证券整理

图 28: LCD 面板供需情况



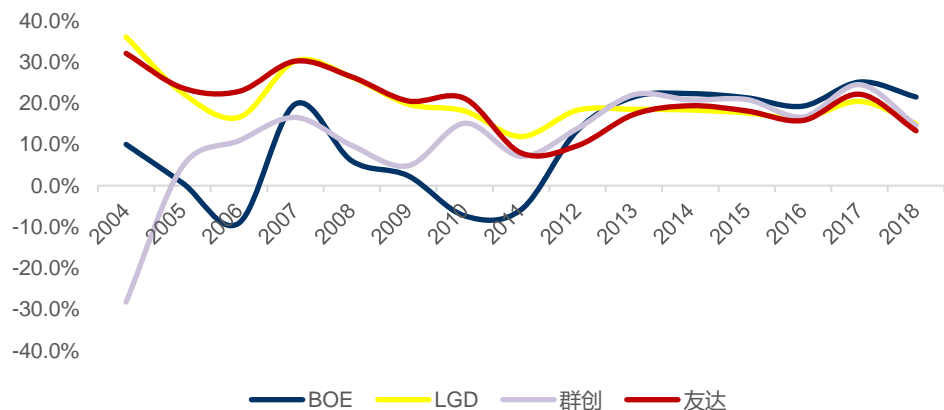
资料来源: 太平洋证券整理

8.3 EBITDA 利润率处于历史低点, 但仍有创新低可能

EBITDA利润率处于低位。2018年, 京东方、华星光电、LGD、群创、友达的EBITDA利润率分别为21.5%、25.9%、15.0%、14.6%和13.3%, 处于历史低位。

年度数据角度看, BOE近十五年的EBITDA利润率最低点在2006年的-9.1%; LGD和群创、友达的EBITDA利润率最低点都出现在2011年, 分别是11.9%、7.1%和7.9%。

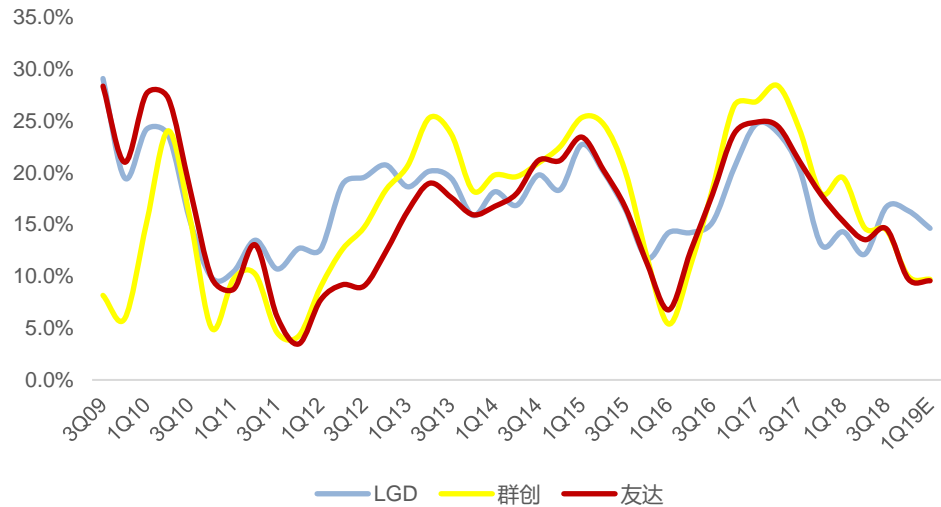
图 29: 近十五年, 主要面板企业年度 EBITDA 利润率



资料来源: Bloomberg, 太平洋证券整理

从季度数据角度看，3Q09以来，LGD的EBITDA利润率最低点是4Q10的9.9%；群创和友达都于4Q11出现最低点，分别是4.3%和4.4%。

图 30：3Q19 以来，主要面板企业季度 EBITDA 利润率



资料来源：Bloomberg，太平洋证券整理

因此，无论是从年度还是季度的数据来看，当前主要面板企业的EBITDA利润率都处于历史地位，但离历史底部还有一定距离。同时，基于以下几方面原因，我们认为本轮面板行业下行周期中，主要企业的EBITDA利润率存在创历史新低的风险。（1）2019-2020年是国内产线的集中投产期，供给增速高；（2）历史低点的2011年还处于LCD替换CRT的阶段，需求弹性大，当前智能电视需求的拉动还有待验证。（3）竞争格局的变化，当年只有韩国、台湾、日本企业竞争，而当下国内企业强势崛起，且背靠巨大市场、具备低成本、政府补贴优势，对价格下跌容忍度更高。

9 投资建议与风险提示

9.1 投资建议

中短期来看，全球经济不确定和大型体育赛事的缺席使下游需求缺乏弹性，加上新产线的集中投产，面板行业整体存在供过于求风险。

长期来看，我们看好国内面板企业在全球的竞争力，京东方、华星光电等企业有望凭借规模、成本和市场优势在同海外企业竞争中胜出，并最终成为行业的定价者，维持京东方A、TCL集团的“增持”评级。

表 15: 重点公司盈利预测表

公司代码	公司简称	评级	当日股价		EPS (元)					PE(倍)	
			2019/03/31	18A	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
000725.sz	京东方 A	增持	3.90	0.08	0.13	0.19	0.37	30.20	20.93	10.55	
000100.sz	TCL 集团	增持	4.06	0.26	0.31	0.37	0.40	13.10	10.97	10.15	

资料来源: wind, 太平洋证券整理

9.2 风险提示

风险提示: 新产能投放超预期, 行业供过于求风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。