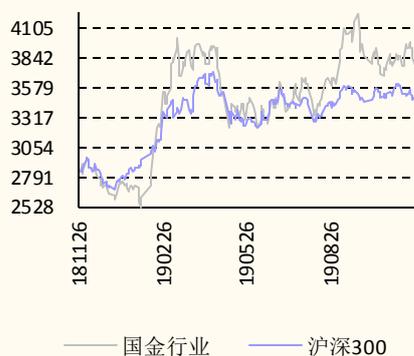


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金半导体指数	3760
沪深300指数	3878
上证指数	2906
深证成指	9626
中小板综指	8945



相关报告

1. 《智能手机及芯片追踪报告(三) - 5G首发-智能手机及芯片...》, 2019.10.11
2. 《5G终端射频前端半导体行业: 变化中的机会, 结构性的增长-5G...》, 2019.8.5
3. 《科创板半导体研究: 扼住半导体咽喉的抛光液材料龙头安集微电子...》, 2019.7.10
4. 《科创板半导体研究: 华兴源创的新一轮增长高峰将至-科创板半导体...》, 2019.7.2
5. 《科创板半导体研究: 浪起于微澜之间-科创板半导体研究: 浪起于微...》, 2019.6.18

范彬泰

联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远

分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

显示面板行业研究系列(一): 面板价格“跌跌不休”, 行业拐点会来吗?

投资建议

- **行业策略:** 大尺寸面板价格已经全面止跌, 我们预计明年上半年韩厂三星显示和 LGD7 代线以上的大尺寸产线退出以后, 面板行业拐点大概率将于明年二季度出现, 建议布局行业弹性最大的显示面板厂商。
- **推荐组合:** 我们强烈推荐在这一轮面板行业洗牌中最受益的面板龙头厂商京东方和 TCL 集团。

行业观点

- **大尺寸面板价格“跌跌不休”, 几乎全部尺寸已经下探“现金成本”:** 近一年面板价格平均跌幅超过 25%, 其中下跌幅度排在前三位的是 55”, 65”和 32”, 跌幅分别为 33%, 29%和 27%。面板价格“跌跌不休”的背后还是在于中国大陆厂商如京东方, 华星光电和惠科光电新增的 8.5 代和 10.5 代线的产能开出对于行业供需形成的巨大冲击, 叠加中美贸易战对于电视出口的影响, 导致大尺寸面板供过于求严重失衡。好消息在于, 受到今年三季度旺季备货需求的拉动, 面板价格月度环比跌幅从七月份开始缩窄, 截至 10 月份所有尺寸已经全部止跌。
- **显示面板行业寒冬已至, 中国大陆龙头厂商京东方首现经营性亏损:** 随着面板价格在 2018-2019 连续两年走低, 全球龙头乐金显示 (LGD) 进入 2019 年以来已经出现连续三个季度营业利润亏损, 今年第三季度营业利润为-3.66 亿美元, 营业利润率下滑至-7.5%, 台湾“面板双雄”友达光电和群创光电同样陷入连续 3-4 个季度亏损。国内显示面板龙头厂商京东方也在今年第三季度首次出现经营性亏损, 但是国内厂商凭借人工成本的优势在毛利率方面高出台湾厂商超过 10%。
- **韩国厂商产能利用率大幅降低勉强维持, 明年上半年进一步产能退出驱动行业供需比降至 8%的健康水平:** 从行业供需来看, 如果三星显示和 LGD 按计划退出产能以后, 2020 年全年的供需比有望从 2018 和 2019 年 20%以上的高位下降至 8%左右, 2021-2022 年均维持在 10%以下的健康水平。对于电视机厂商而言, 如果明年预期面板价格开始上涨以后, 对于面板的备货会更加积极。2020 年二季度开始, 主流电视机品牌厂商会开始为 2020 年 7 月 24 日举办的东京奥运会备货, 三季度也是传统的备货旺季, 预计连续两个季度的备货需求有望拉动显示面板价格在明年第二个季度复苏上涨。
- **行业洗牌即将完成, 首推面板龙头京东方/TCL 集团:** 2019 年显示面板行业的格局发生了重大变化, 京东方(BOE)将首次在显示面板产能超过乐金显示 (LGD), 成为全球显示面板龙头, 预计到 2025 年京东方的市场份额将增长至 19.3%。其次华星光电 (TCL 集团) 的成长幅度更大, 从全球显示面板产能来看, 华星光电预计从 2019 年的 8%增长至 2022 年的 11.6%, 成为全球第三大显示面板厂商, 在液晶显示面板产能方面, 华星光电将在 2022 年超越台湾的群创光电成为全球第二大液晶显示面板厂商。目前面板价格处于现金成本附近, 国内面板厂商目前处于盈亏平衡线附近, 一旦价格反转有大幅上涨, 业绩弹性巨大。

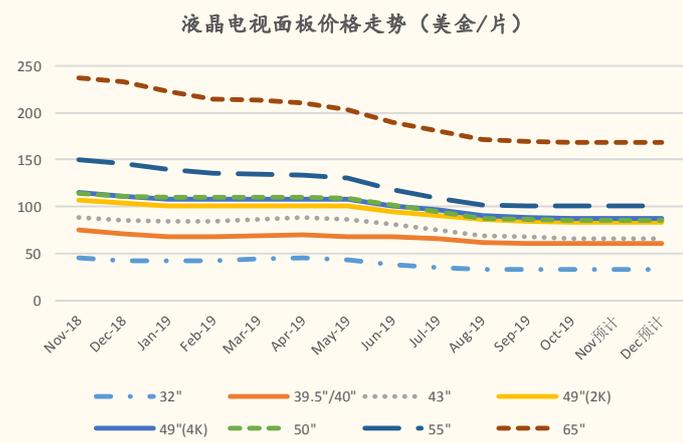
风险提示

- 全球经济走弱, 高关税抑制平板电视需求; 韩厂产能退出时间延后。

1、面板价格“跌跌不休”，几乎全部尺寸已经下探“现金成本”

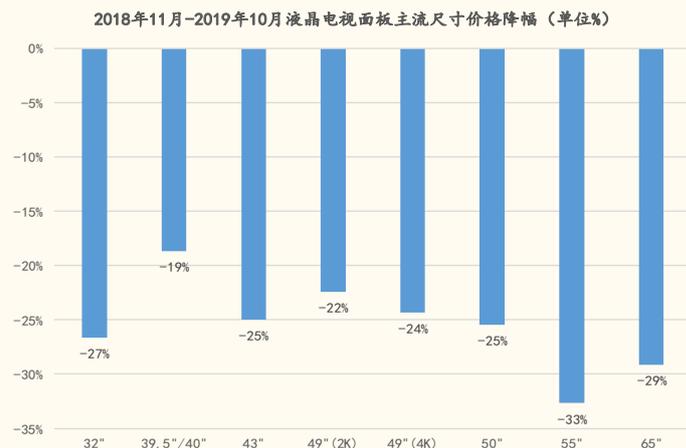
2018年初开始，大尺寸液晶电视面板价格开始持续下跌，截至今年11月按照群智咨询统计的价格走势来看，近一年大尺寸面板价格平均跌幅超过25%，其中下跌幅度排在前三位的是55”，65”和32”，跌幅分别为33%，29%和27%。面板价格“跌跌不休”的背后还是在于中国大陆厂商如京东方（BOE），华星光电（CSOT）和惠科光电（HKC）新增的8.5和10.5代线的产能开出对于行业供需形成的巨大冲击，叠加中美贸易战增加的关税对于电视出口的影响，导致大尺寸面板供过于求严重失衡，最终反映在面板价格的持续下跌上。

图表 1：2018-2019 液晶电视面板价格走势



来源：群智咨询，国金证券研究所

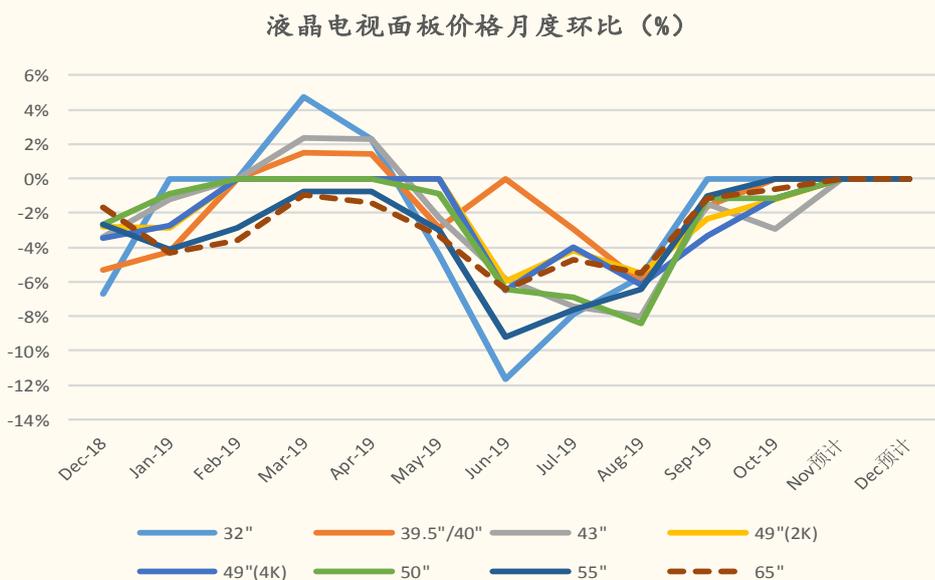
图表 2：最近一年液晶电视面板价格降幅



来源：群智咨询，国金证券研究所

虽然电视面板价格在今年三季度仍然继续下行，但是月度价格跌幅呈现缩窄趋势，2019年10月开始几乎所有尺寸电视面板价格已经全部止跌。三季度是传统备货的旺季，因为四季度开始“双十一”“黑色星期五”以及“春节大促销”等一系列节假日的销售需求促使电视机品牌厂商三季度加大了备货需求，季节性的需求改善使得面板价格止跌。

图表 3：液晶电视面板价格月度环比 (%)



来源：群智咨询，国金证券研究所

2、面板行业寒冬已至，中国大陆龙头厂商京东方首现经营性亏损

面板价格下跌持续下跌导致以大尺寸电视面板为主要营收来源的各大面板厂商开始陷入亏损。全球龙头乐金显示（LGD）进入 2019 年已经出现连续三个季度营业利润亏损，2019 年第三季度营业利润为-3.66 亿美元，营业利润率下滑至-7.5%。台湾“面板双雄”友达光电和群创光电同样陷入亏损，友达光电从 2019 年第一季度开始亏损，毛利率甚至已经在今年 Q3 转负，群创光电则从 2018 年第四季度就开始亏损，截至 2019 年 Q3 这两大台湾面板厂商已经连续亏损 3-4 个季度，比上一轮行业下行周期经历了更长的亏损期。

国内显示面板龙头厂商京东方在今年第三季度首次出现经营性亏损，公司整体处于盈亏平衡线附近，华星光电和深天马仍有 5%-6%左右的营业利润率。相较于台湾和韩国厂商，国内厂商毛利率仍高出 10%以上，原因在于面板厂商的成本结构中，原材料、能源动力、折旧和人工占比分别为 48%，5%，23%和 24%，作为人工密集型行业国内人工成本几乎为中国台湾地区人工的一半，所以京东方和华星光电等国内显示面板厂商的整体毛利率高出台厂超过 10%。手机面板价格也有所下跌，但是由于中高端手机的定制化属性更强，定位中高端手机面板供应的深天马毛利率明显高出以电视面板为主的京东方和华星光电近 4%。

图表 4：2019 年第三季度各大面板厂盈利能力对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

3、韩国厂商产能利用率大幅降低勉强维持

由于显示面板行业供给过剩严重，行业产能利用率预计从今年第三季度的 85% 进一步下降至四季度的 80%。预计四季度产能利用率的进一步下降受到两方面的影响：渠道库存，全球经济受到贸易战影响疲弱。今年上半年虽然面板出货量持续增长，但是渠道端并没有及时消化，导致库存堆积较多。其次中美平板电视关税的增加也进一步抑制了出口至北美的电视需求。

具体到不同的厂商来看，按照咨询公司 DSCC 的统计，京东方的合肥 10.5 代线（B9）预计将降至 75%，中国电子熊猫的 8.5 代线降至 70%，8.6 代线产能利用率下调至 75%。韩国厂商 LGD 在韩国的 8.5 代线预计从 70%以上下调至 50%以下，甚至进一步下调至 40%，减少的产能预计会永久关闭。LGD 在韩国的 7.5 代线产能利用率也从 90%以上的利用率下降至 60%，这条 7.5 代产线预计会在明年关闭。三星显示在韩国的 8.5 代线产能利用率已经从今年 8 月

份的 90% 下调至不足 50%，预计今年四季度将保持在 60% 以下的较低稼动率水平。三星的 7.5 代线预计在 Q4 也将保持 50% 以下的产能利用率水平。

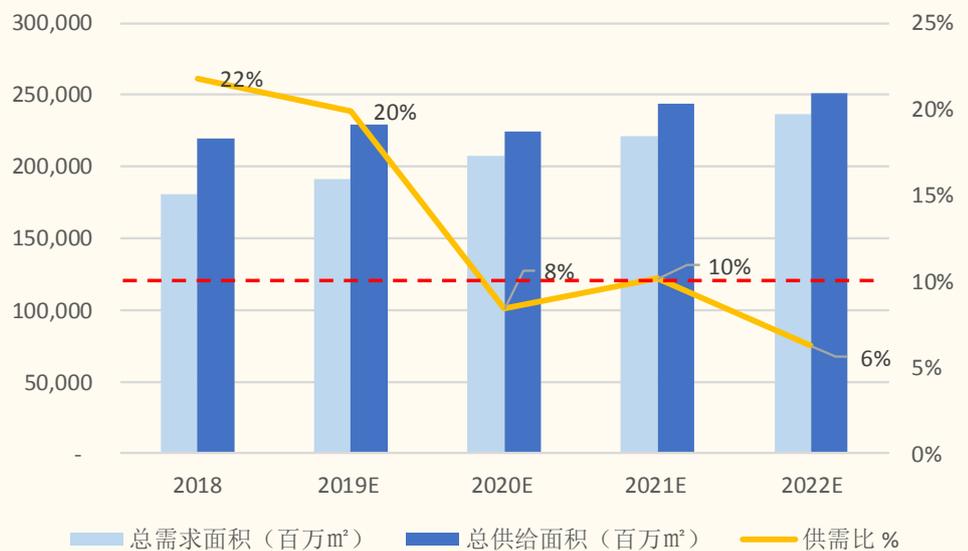
4、韩厂产能退出极大改善行业供需过剩，预计明年 2Q 行业拐点将至

从行业供需来看，韩厂的加速退出与国内新建产线延迟投产对于行业供需格局的改善产生了较大的影响，其中富士康广州 10.5 代线从规划的 90K 降至 40K，而且也延迟至 2020 年下半年投产，惠科滁州 8.6 代产线由于资金链问题目前稼动率很低。

明年行业退出规模比较大的产能主要来自韩厂三星显示和 LGD，三星目前在韩国国内有 4 条 8.5 代线，预计到明年年底将减少 2/3 的产能，目前 8-1-1 接近 100K/月的产能在今年三季度已经关停，产能 100K/月的 8-2-1 在今年 Q4 预计减产 1/3。另外明年三季度预计将 8-1-2 约 95K/月的产能关停，预计未来将仅剩第四条 70K/月的产能保持不变。LGD 的 7 代线约 210K/月的产能预计从明年 1 月份开始减产 50%，LGD 的 8 代线 P8 中较大的 145K 产线预计明年 Q1 开始减产 1/3，第二条 8 代线在今年 10 月份已经关停。

我们对于全球产线供需情况进行了测算，如果三星和 LG 按计划退出产能以后，2020 年全年的供需比有望从 2018 和 2019 年 20% 以上的高位下降至 8%，2021-2022 年均维持在 10% 以下的健康水平。对于电视机厂商而言，看到面板价格行业供需改善以后，对于面板的备货会更加积极，2020 年二季度开始，主流电视机品牌厂商会开始为 2020 年 7 月 24 日举办的东京奥运会备货，三季度是传统的备货旺季，预计连续两个季度的备货需求有望拉动显示面板价格在明年第二季度复苏上涨。

图表 5：全球显示面板行业供需平衡测算



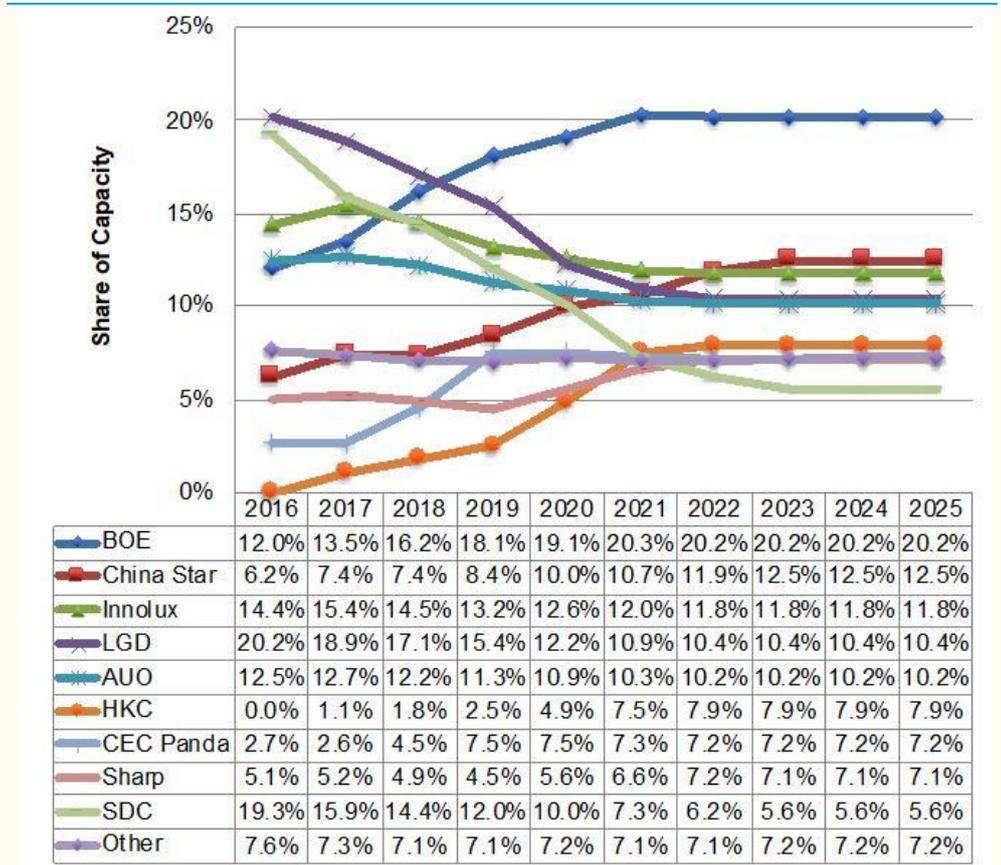
来源：产业链调研，国金证券研究所

5、行业洗牌即将完成，首推面板龙头京东方/TCL 集团

2019 年显示面板行业的格局发生了重大变化，京东方(BOE)首次在显示面板产能超过乐金显示(LGD)，成为全球显示面板龙头，预计到 2025 年京东方的市场份额将增长至 19.3%。其次华星光电 (TCL 集团) 的成长幅度最大，从全球显示面板产能来看，华星光电预计从 2019 年的 8% 增长至 2022 年的 11.6%，成为全球第三大显示面板厂商，在液晶显示面板产能方面，华星光电将在 2022 年超越台湾的群创光电成为全球第二大液晶显示面板厂商。

而韩国厂商 LGD 和三星显示市场份额下降较快, LGD 从 2016 年的 20.3% 的市占率预计降至 2025 年的 13.5%, 三星则从 2016 年的 20.5% 的市占率下降至 2025 年的 9.7%。台湾面板双雄友达光电和群创光电的份额下降也非常明显, 市场份额下降幅度均在 4-5%。这一轮行业洗牌中最受益的就是京东方和华星光电, 二者市占率均获得了比较大幅的提升, 随着行业整合进入尾声, 行业集中度进一步提升, 龙头企业的长期发展更具有确定性, 建议布局国内两大龙头厂商京东方和 TCL 集团的投资机会。

图表 6: 液晶显示面板产能份额



来源: DSCC, 国金证券研究所

6、风险提示

- 1) 全球经济走势比较弱, 中美关税对于平板电视需求有一定抑制。
- 2) 韩国显示面板厂商 LGD 和三星的产能退出时间可能延后。
- 3) 明年东京奥运会对于 65 寸以上大尺寸平板电视的需求可能低于预期。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH