



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年11月27日

杉杉股份：再议偏光片中最优赛道

武浩 行业分析师

执业编号：S1500520090001

联系电话：+86 10 83326711

邮箱：wuhao@cindasc.com

陈磊 行业分析师

执业编号：S1500520090003

联系电话：+86 10 83326713

邮箱：chenleia@cindasc.com

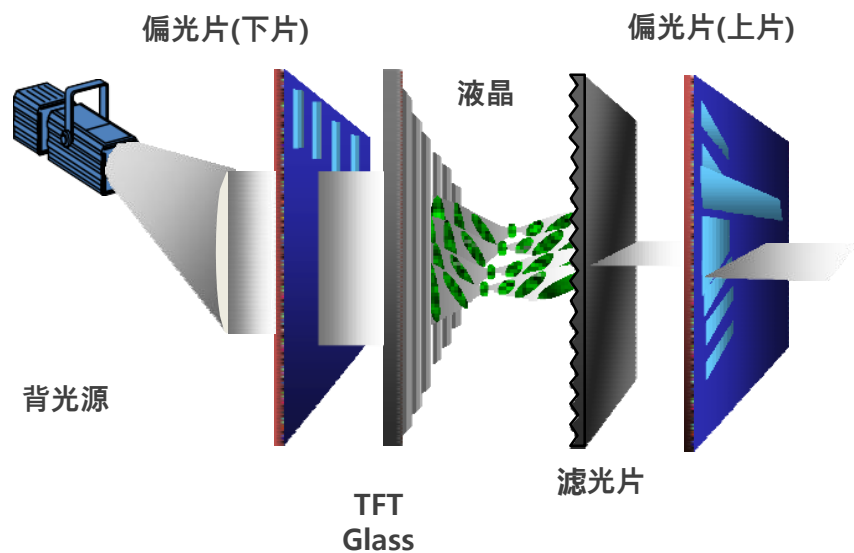
核心观点

- **TV偏光片行业两极分化，大尺寸需求旺盛。**全球偏光片行业增速5-8%，TV领域消费者偏好大尺寸，相应的大尺寸TV偏光片需求占比快速提升，大尺寸TV偏光片增速有望达到17%；同时面板产能向国内转移，国内大尺寸TV偏光片增速有望达到20%。
- **超宽幅产线对中小尺寸偏光片实现降维打击。**超宽幅偏光片凭借其极高的直通率，能够以更高的性价比应用于中小尺寸领域，保持高于行业的盈利水平。
- **面板供不应求，偏光片价格同步调升。**近期面板市场回暖，订单可看到明年二季度，我们看好面板价格继续上扬，部分偏光片企业维持满负荷生产，尤其电视、笔电、显示器等偏光片需求旺盛，行业景气度不断高涨。
- **杉杉股份收购LG偏光片资产后独占鳌头。**全球仅LG、三星、奇美、住化四家企业实现超宽幅偏光片大规模量产，其中LG产能占全球超宽幅偏光片产能比重超过30%，随着韩国产线落地张家港，LG超宽幅偏光片产能占比将超过40%，是当之无愧的超宽幅偏光片产能巨头。
- **盈利预测与投资评级：**
- 暂不考虑公司收购LG偏光片资产盈利贡献，预计公司2020-2022年实现营收80.80、110.06和132.86亿元，同比增长-6.9%、36.2%和20.7%，归母净利5.04、6.85和10.12亿元，同比增长86.8%、36.0%和47.7%，摊薄EPS0.31、0.42和0.62元/股。对应2020-2022年PE分别为40.1、29.5和20.0x，维持对公司“买入”评级。
- **风险提示：**新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期，产品价格波动导致公司盈利不及预期，原材料价格波动风险，技术路线变化风险，重大资产购买不及预期。

偏光片在显示领域应用广泛，市场发展空间广阔

- 偏光片应用于面板，在显示领域不可或缺。偏光片的作用是将背光中发出的光向单一方向通过，并将另一方向的光切断，从而达到显示的效果。
- 偏光片新应用有望快速发展。偏光片除了TV、显示器、笔电、平板灯应用领域外，还包括大型商显、车载、工控、医疗等新的应用，新领域应用打开了偏光片未来发展空间，我们预计全球偏光片市场未来5年复合增速有望达到7%以上。

偏光片的工作原理及主要应用

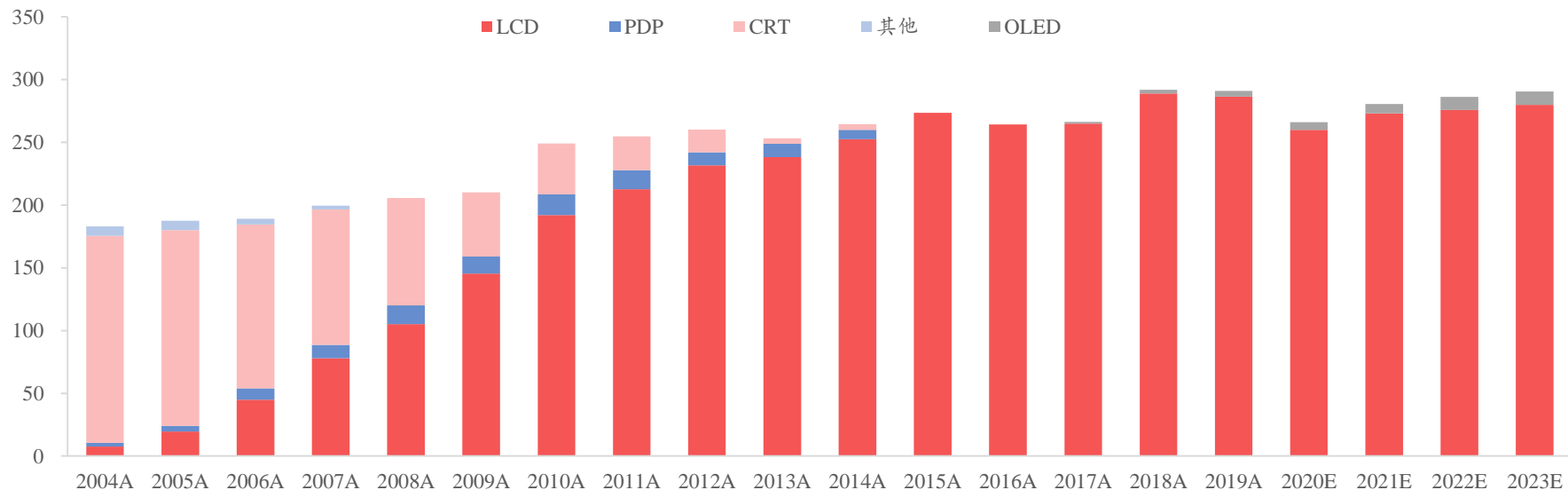


资料来源：信达证券研发中心

面板产能逐步向国内转移，尺寸不断增长

- **2000-2010年日韩投资高世代线。**这十年日韩快速扩张，随着Sharp G10量产、LCD快速扩容，2010年中国大陆LCD TV销量3347万台，此期间TV平均尺寸32寸。
- **2011-2015年大陆投资高世代线。**京东方合肥G8.5量产，中国大陆LCD产能占比24%，此期间TV平均尺寸40寸。
- **2016-2020年OLED商用化开始。**中国大陆LCD产能占比57%，TV平均尺寸45寸。
- **未来大陆产能不断提升，新技术不断推出但LCD仍占90%以上。**目前中国大陆LCD产能占比70%以上，日韩全面退出LCD并投资OLED，同时Mini/Micro LED等新技术兴起。

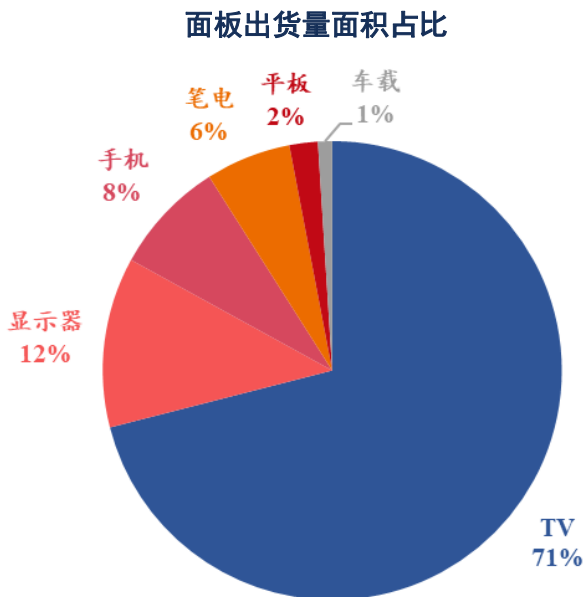
TV发展历程（单位：百万台）



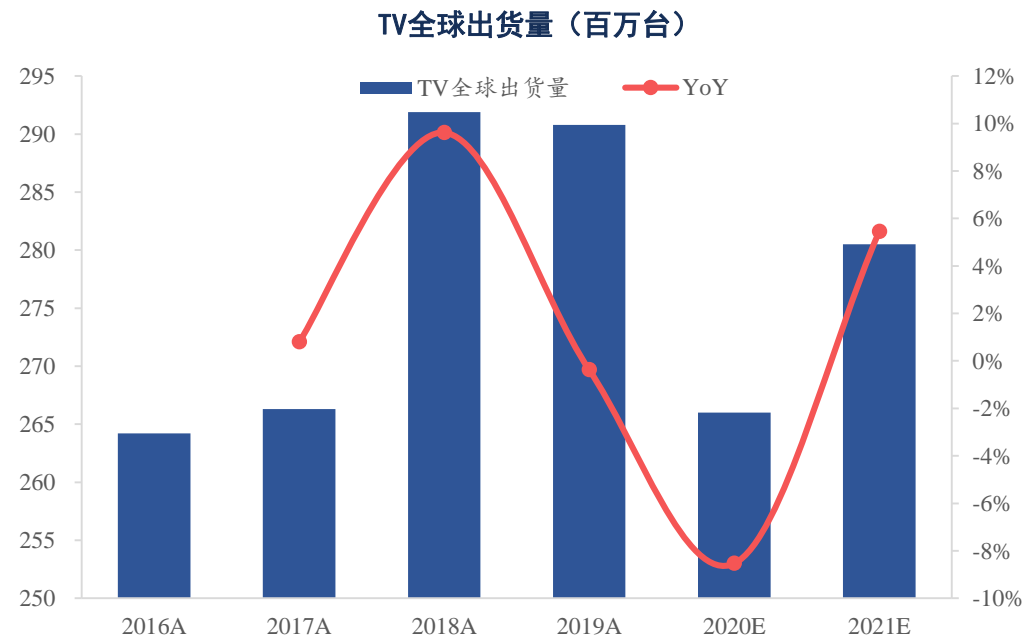
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

面板主要应用于TV，体育赛事推迟促进TV增长

- LCD下游应用为显示器和TV，TV占总体LCD应用的70%以上。TV过去几年销量相对稳定，受大型赛事隔期举办而波动，如18年由于俄罗斯世界杯举办，出货量达到10%增长。
- 多因素叠加，我们预计21年TV销量增速有望提升至5%。体育赛事相关需求延迟激发需求，受新冠疫情影响，东京奥运会延迟至21年，在疫情尚未大规模消失前，观众更倾向于电视上观看；居家办公常态化、在线教育增长刺激TV需求增长，宅文化渐渐成为一种时尚，疫情加速推动了该现象。



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

TV市场发展方向：大尺寸化、高端化

- **TV市场向大尺寸发展，未来向高端技术方向发展。**整体TV市场增长趋缓，但65寸以上LCD市场成长迅速，超大尺寸偏光片供给缺口加大；未来TV有望应用OLED/QLED等新技术。
- **OLED增速低于预期，LCD凭借其品质和成本优势增长迅速。**根据IHS最新预计，20年/24年年OLED面板需求从700万台/1800万台下调至400万台/1400万台，高端LCD需求从3700万台/4800万台上调至3900万台/5300万台。
- **大陆面板厂商扩产高世代线，推动大尺寸供给增加。**LG和三星退出LCD市场，但BOE等中国大陆面板厂商10.5代线投资扩大，中国大陆10.5代线产能达3900万台（其中京东方2条线产能18M；华星光电2条线产能12M，夏普产能7M）。

TV市场中65寸以上出货量增速高达16%

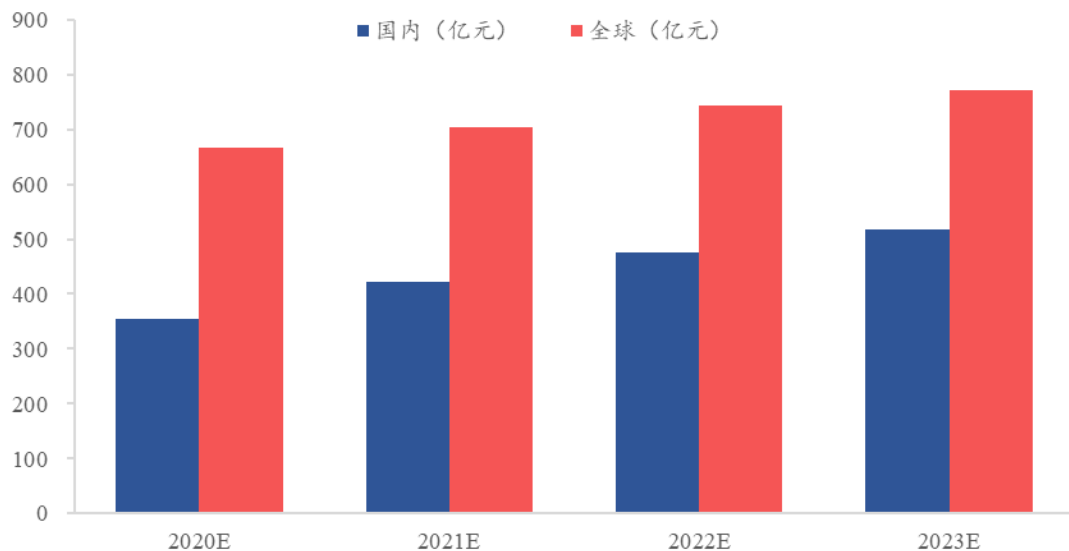
TV需求 (百万台)	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR
总计	290	264	278	282	287	296	3%
-LCD	287	260	273	276	280	283	2%
——65寸以上	33	39	47	55	65	75	18%
占比	11%	15%	17%	20%	23%	27%	
——QLED	8	11	13	15	17	20	16%
占比	3%	4%	5%	5%	6%	7%	
-WOLED	3	4	5	6	7	9	23%
-TV内占比	1%	2%	2%	2%	3%	3%	
-QD-OLED						4	
-TV内占比						1%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

LCD偏光片需求增长来源于大尺寸化

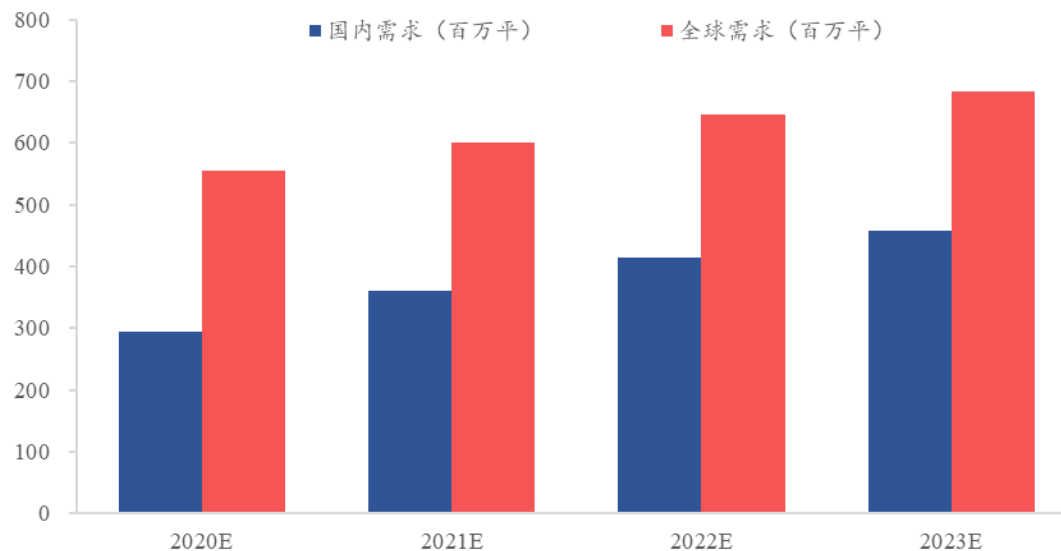
- **全球LCD偏光片市场空间巨大。**我们预计20年国内LCD产能占全球53%，随着大尺寸化及国产替代，我们预计21-23年国内产能占比分别为60%、64%、67%，全球偏光片需求6亿平，全球LCD偏光片市场规模达600亿元，国内市场规模达350亿，市场空间巨大。
- **未来偏光片发展看下游面板尺寸增速。**偏光片行业需求增长主要来源于尺寸增长，从历史经验来看，下游面板每年尺寸增加1-2寸，带来的面积增长在5-8%，假设LCD面板出货量持平，我们预计未来5年偏光片出货面积增速在7%左右；随着韩国LCD全面退出，国内LCD产能扩张，国内偏光片增速更快，复合增速高达14%。

偏光片需求测算（亿平）



资料来源：信达证券研发中心

偏光片市场规模测算（亿元）



资料来源：信达证券研发中心

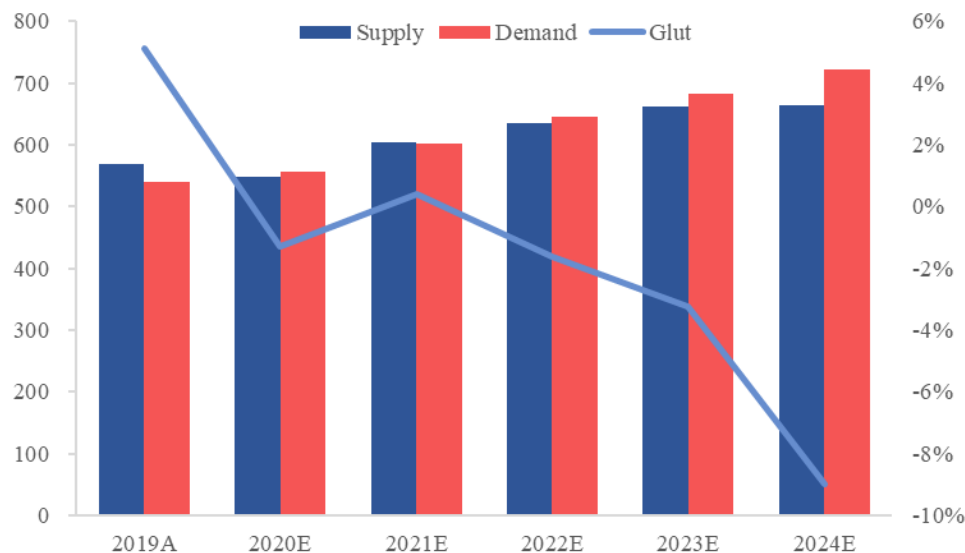
LCD偏光片供应偏紧，国内供应缺口更大

- 国内偏光片供应缺口极大。根据我们测算，2020年国内LCD偏光片需求为3亿平米，2021年国内LCD面板产能投产后需求为3.6亿平米，考虑到偏光片实际产出为名义产能*80%，全球偏光片供需紧张，国内缺口更大。

偏光片分区域名义产能情况(单位：百万平米)

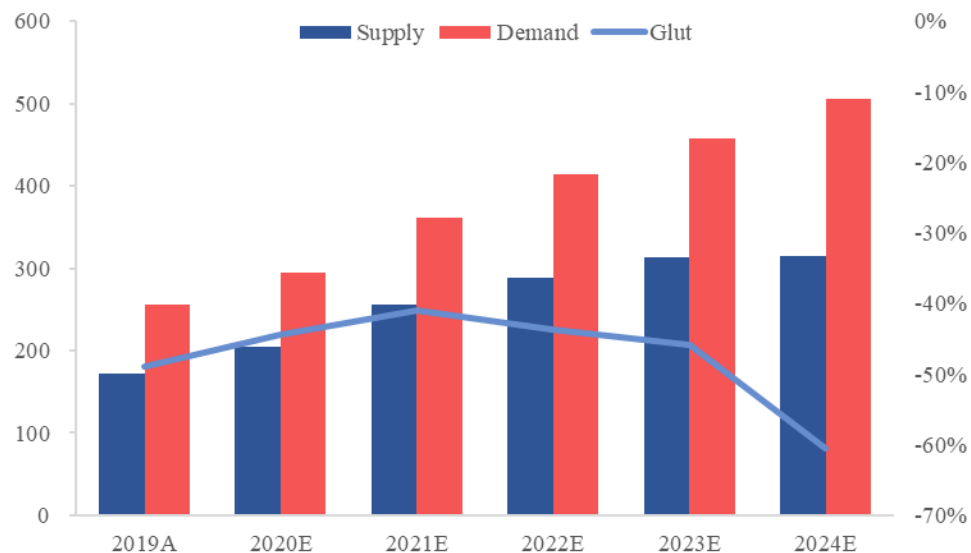
	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
中国大陆	215	255	320	360	392	394
占比	32%	37%	42%	45%	47%	47%
中国台湾	101	99	101	101	101	101
占比	15%	14%	13%	13%	12%	12%
日本	213	210	213	213	213	213
占比	31%	31%	28%	27%	26%	26%
韩国	153	120	122	122	122	122
占比	22%	18%	16%	15%	15%	15%
合计	682	684	756	796	828	830

全球偏光片市场供需紧张(单位：百万平米)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中国大陆偏光片市场供需更紧(单位：百万平米)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大尺寸LCD偏光片市场需求旺盛

- **大尺寸偏光片是其细分领域最优赛道。**65寸以上偏光片国内复合增速高达20%，65寸以上偏光片国内市场规模在20年仅53亿元，到24年市场规模达111亿元。
- **大尺寸偏光片市场仍保持垄断性供应体系，本土供应商难以切入。**65寸以上LG、住友、三星3家20年全球市占率88%（中国大陆93%）；三星的65寸投资计划推迟，生产稳定化延迟1年，三利谱尚无大尺寸对应生产技术和超宽幅产线。
- **LG以稳定的品质和成本竞争力勇冠三军。**面板厂商对大尺寸偏光片要求供应稳定，LG采用RTP和成本低的低透湿材料，保持在市场第一位，19年销量全球市占率35%，中国大陆市占率50%。

65寸以上LCD用偏光片市场(亿元，%)

偏光片市场规模	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR
LCD TV	263	281	286	288	290	292	1%
65寸以上	82	107	128	151	175	203	17%
占比	31%	38%	45%	52%	60%	70%	
中国大陆	34	53	64	77	92	111	20%
占比	41%	49%	50%	51%	53%	55%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

超宽幅偏光片产能统计(单位：百万平米)

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
LG	89	72	92	127	146	148
占比	38%	31%	33%	38%	42%	42%
三星	43	43	44	44	44	44
占比	18%	19%	16%	13%	13%	13%
住友	42	42	42	42	42	42
占比	18%	18%	15%	13%	12%	12%
其他	63	74	104	117	117	117
占比	27%	32%	37%	35%	34%	33%
总计	237	231	282	330	349	351

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

超宽幅偏光片盈利能力超群

- 不同直通率盈利差异巨大。超宽幅产线裁切利用率高，盈利能力远超其他产线。
- LG偏光片超宽幅产能占比高，盈利能力也高于同行。

LG偏光片产能及不同直通率下的盈利比较

LG偏光片产能/百万平米	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
宽幅	47	56	61	61	61	61
超宽幅	89	72	92	127	146	148
占比	65%	56%	60%	68%	71%	71%

不同直通率下的盈利比较

单位：元/平方

直通率	含损耗的成本	单价80元/平方时的毛利率	含损耗的成本	单价65元/平方时的毛利率
85%	75.1	14%	66.46	-2%
88%	72.54	17%	64.19	1%
90%	70.92	19%	62.76	3%
92%	69.38	21%	61.4	6%
93%	68.64	22%	60.74	7%
95%	67.19	24%	59.46	9%
100%	63.83	28%	56.49	13%

资料来源：信达证券研发中心

资料来源：信达证券研发中心

不同产线套裁利用率分析

	面板			偏光片		
	尺寸	张数	利用率	上/下板	宽幅 (mm)	利用率
8.5G (2200×2500)	32	18	96%	上	1330	95%
				下	1490	99%
	43	8	76%	上	1720/2250	96%/97%
				下	1980	99%
	55	6	93%	上	1490/2250	97%/95%
下				1330/2570	96%/97%	
8.6G (2290×2260)	50	8	94%	上	1980	97%
				下	2250	99.8%
	58	6	95%	上	2250	99%
				下	1330	99%
10.5G (2940×3370)	43	18	95%	上	2250	97%
				下	1980	99%
	65	8	96%	上	1720/2570	97.3%
				下	1540/2250	97%/96%
	75	6	95%	上	1980	97%
下				1720	99%	

盈利预测及估值

- 杉杉股份锂电业务处于业绩快速回升期，我们预计公司2020-2022年实现营收80.80、110.06和132.86亿元，同比增长-6.9%、36.2%和20.7%，归母净利5、6.9和10.1亿元，同比增长87%、36%和48%，对应2020-2022年PE分别为40.1、29.5和20.0x。
- 针对LG偏光片资产，我们预计2020-2022年可贡献净利润11、13.2、14.1亿元。偏光片资产20xPE，以2021年净利润计，对应偏光片业务市值264亿，保守预计传统业务1.5xPB，合计市值为440亿元，相较目前有近1倍涨幅。

LG偏光片盈利预测

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
销量 (亿平米)	0.94	1.2	1.4	1.55
产能 (亿平米)	1.2	1.5	1.6	1.96
产能利用率	80%	80%	90%	85%
营收 (亿元)	90	110	129	147
单价 (元/平)	96	93	94	95
毛利率	14.4%	19.0%	22.5%	21.0%
费用率	5.7%	5.7%	9.6%	9.4%
净利率	7%	9.7%	10.3%	9.6%
净利润 (亿元)	6.2	10.7	13.2	14.1

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

杉杉股份盈利预测

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
单位：百万元	实际	本次	本次	本次
营业收入	8679.91	8079.71	11006.26	13286.13
增长率	-0.02	-0.07	0.36	0.21
归母净利润	269.81	503.87	685.03	1012.01
增长率	-0.76	0.87	0.36	0.48
EPS	0.17	0.31	0.42	0.62
P/E	81.52	40.06	29.47	19.95
P/B	1.86	1.57	1.49	1.39

资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：股价采用2020.11.20收盘价

盈利预测及估值

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
会计年度	2018	2019	2020	2021	2022	会计年度	2018	2019	2020	2021	2022
流动资产	10,376	9,845	9,561	10,755	11,753	营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
货币资金	2,620	2,307	2,076	1,661	1,495	营业成本	6,897	6,839	6,373	8,679	10,368
应收票据	649	44	41	56	68	营业税金及附加	57	46	43	58	70
应收账款	2,829	2,972	2,666	3,639	4,442	销售费用	428	493	452	583	678
预付账款	343	404	379	487	604	管理费用	478	489	477	616	585
存货	2,327	1,289	1,397	1,665	1,704	研发费用	375	412	350	473	571
其他	1,610	2,829	3,001	3,248	3,441	财务费用	274	272	221	231	261
非流动资产	13,073	15,171	16,352	17,659	19,061	减值损失合计	136	-87	-48	-54	-56
长期股权投资	2,624	2,658	2,658	2,658	2,658	投资净收益	1,091	217	259	330	372
固定资产(合计)	3,820	4,782	5,502	6,268	7,179	其他	-35	114	343	343	387
无形资产	517	747	933	1,141	1,338	营业利润	1,537	373	717	984	1,457
其他	6,112	6,984	7,259	7,591	7,886	营业外收支	-3	-19	-11	-11	-11
资产总计	23,449	25,016	25,913	28,413	30,815	利润总额	1,534	353	706	973	1,446
流动负债	8,956	8,579	8,371	10,044	11,217	所得税	286	-22	106	146	217
短期借款	2,947	3,547	3,207	3,665	4,177	净利润	1,248	375	600	827	1,229
应付票据	1,057	1,077	1,004	1,367	1,633	少数股东损益	132	105	90	124	184
应付账款	1,858	1,549	1,539	2,133	2,466	归属母公司净利润	1,115	270	510	703	1,044
其他	3,094	2,406	2,621	2,879	2,940	EBITDA	967	868	625	827	1,251
非流动负债	1,970	2,816	2,816	2,816	2,816	EPS(当年)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64
长期借款	1,107	1,603	1,603	1,603	1,603						
其他	863	1,213	1,213	1,213	1,213						
负债合计	10,927	11,395	11,187	12,860	14,033						
少数股东权益	1,815	1,798	1,888	2,012	2,196	现金流量表					
归属母公司股东权益	10,707	11,823	12,838	13,541	14,586	经营活动现金流	540	886	820	439	720
负债和股东权益	23,449	25,016	25,913	28,413	30,815	净利润	1,248	375	600	827	1,229
						折旧摊销	348	467	240	231	236
						财务费用	339	278	265	268	292
						投资损失	-1,091	-217	-259	-330	-372
						营运资金变动	-336	-176	143	-444	-555
						其它	33	158	-170	-113	-110
						投资活动现金流	-1,705	-1,033	-951	-1,044	-1,105
						资本支出	-1,684	-1,891	-1,399	-1,524	-1,630
						长期投资	-178	745	0	0	0
						其他	158	114	448	480	525
						筹资活动现金流	2,175	79	-99	190	219
						吸收投资	2,124	2	505	0	0
						借款	394	610	-339	458	512
						支付利息或股息	-391	-570	-265	-268	-292
						现金净增加额	1,019	-66	-231	-415	-166

重要财务指标					
单位：百万元					
主要财务指标	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
同比(%)	7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%
归属母公司净利润	1,115	270	510	703	1,044
同比(%)	24.5%	-75.8%	89.1%	37.8%	48.5%
毛利率(%)	22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%
ROE(%)	10.4%	2.3%	4.0%	5.2%	7.2%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64
P/E	18.86	81.52	45.22	32.81	22.09
P/B	1.96	1.86	1.80	1.70	1.58
EV/EBITDA	18.60	22.15	43.22	33.72	22.84

风险因素

- 新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期
- 产品价格波动导致公司盈利不及预期
- 原材料价格波动风险
- 技术路线变化风险
- 重大资产购买不及预期

研究团队简介、机构销售联系人

- **武浩**，电力设备新能源行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。
- **陈磊**，电力设备新能源行业分析师，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。