

張亞文 CFA FRM
Alvinzhang@yuanta.com

王高越
Gaoyuewang@yuanta.com

Bloomberg code : YUTA

資訊更新：

- ▶ TCL 科技發佈業績預告，20 年實現歸母淨利潤 42 億-44.6 億元，同比增長 60%-70%；
- ▶ 京東方 A 公告非公開發行預案，擬募資不超過 200 億元進一步強化顯示器業務佈局。

市場展望：

- ▶ 面板價格 21H1 仍呈上行趨勢，預計 TV 面板價格上漲趨勢 21Q1 全季度會持續，21Q2 可能價格見頂，Q2-Q3 維持高位震盪，而後出現緩慢回落；
- ▶ 本輪週期龍頭公司單季度利潤規模有望超越上一輪高點，重點關注龍頭廠商京東方 A 和 TCL 科技，PE (21E) 分別為 19X/13X，中長期估值有望提升。

圖 1：關注個股

公司代碼	公司簡稱	收盤價 (1.19)	YTD%	PE
				2021 E
000725.SZ	京東方 A	6.52	8.67%	19.11
000100.SZ	TCL 科技	9.08	28.25%	12.62
600707.SH	彩虹股份	7.00	5.11%	34.16
000050.SZ	深天馬 A	16.22	10.04%	21.40
002876.SZ	三利譜	50.60	3.29%	28.99
600884.SH	杉杉股份	15.65	13.20%	46.84
688181.SH	八億時空	55.10	2.66%	23.65

資料來源：Wind、元大測算

《投資中國系列》

面板格局優化估值提升，業績有望超預期

面板持續漲價 TCL 業績超預期，面板龍頭迎來第二波投資機會。 複盤面板龍頭歷史股價走勢，每輪週期股價上漲分為兩個階段，第一階段由面板漲價驅動企業中短期盈利預測邊際提升；第二階段由中長期成長邏輯驅動估值中樞上移。本輪週期面板漲價幅度和速度都高於上一輪，根據 Witsview，20 年 6 月至 21 年 1 月上旬，32 寸/43 寸/55 寸/65 寸價格分別上漲 103% /69% /68% /37%，推動面板龍頭京東方 A 和 TCL 科技此期間股價約上漲 85%，股價增速與面板價格增速大致相當。根據近日 TCL 科技業績預告，預計 20Q4 歸母淨利潤約為 21.75 億元-24.35 億元，環比增長 166%-198%，大超市場預期，推動龍頭企業 21 年業績上修，或標誌著本輪週期的第二階段投資機會開啟。

供需格局和競爭格局持續優化，市佔率提升龍頭盈利中長期趨穩。 本輪週期和上一輪最大的區別在於，一是供需格局遠優於上一輪。隨著 LCD 大尺寸面板產能最後一輪擴產結束、韓廠產能預計 21 年底前陸續退出，供需中短期持續偏緊，長期邊際變化溫和，根據 Omdia，21 年全年供給相對緊張，行業供需比 Glut 值（低於 5%代表供給短缺）在 21Q2~Q3 達到約 5%，預計到 23Q1 恢復到約 15%，達到供需平衡；二是競爭格局遠優於上一輪。根據 Omdia，2021 年京東方和 TCL 華星產能面積佔全球 LCD 總產能將達到 39.7%，2023 年將提高至 43%，行業集中度加速提升，帶動龍頭企業上下游的議價能力將顯著提升。兩大因素作用下，中長期來看，大尺寸面板的週期性將減弱，龍頭盈利能力有望長期趨穩，估值體系應從 PB 切換至 PE 以更合理反映未來盈利預期。

面板雙雄享量價齊升，業績有望超預期。 展望未來龍頭公司盈利，此輪面板漲價帶動收入端中短期彈性較上一輪更大，判斷本輪週期京東方單季度淨利率/扣非歸母淨利潤規模均有望超越 17 年高點達到 15%以上/30-35 億。重點關注長期業績確定性更高的龍頭廠商京東方 A 和 TCL 科技，在 21 年面板行業供需全年偏緊的預期下，京東方 A 和 TCL 科技 21 年業績有望超預期，根據測算，京東方 A/TCL 科技 21 年攤薄 EPS 預計達到 0.34 元/0.72 元，歸母淨利潤同比增速為 129.02%/137.50%，對應 PE (21E) 19X/13X，中長期估值有望提升。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

面板格局優化估值提升，業績有望超預期

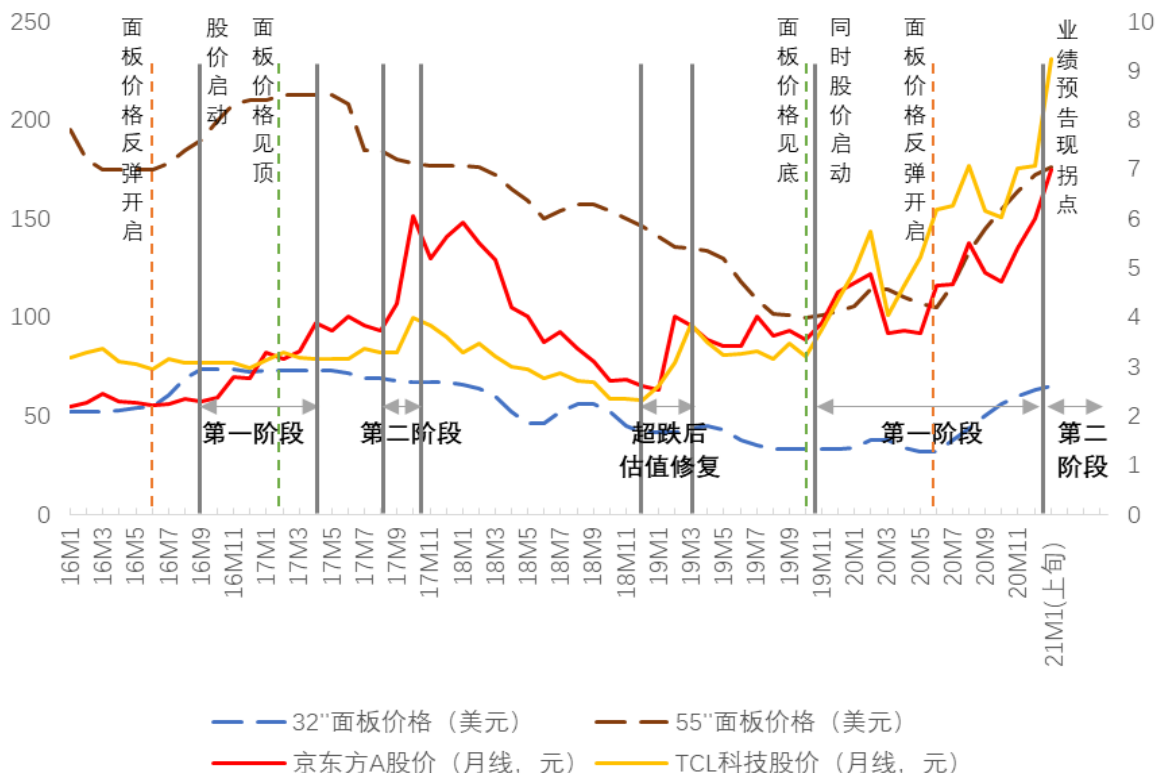
面板持續漲價 TCL 業績超預期，面板龍頭迎來第二波投資機會

面板行業每輪週期裡有兩次投資機會，第一次由面板漲價驅動，第二次由中長期成長邏輯變化驅動：

面板產業具有較強的週期性。從 2016 年起至今，面板行業經歷了兩輪週期，我們重點從面板價格和股價走勢兩個維度進行複盤，旨在探尋面板企業股價的核心影響因素。結論來看，一輪週期裡面板企業股價上漲主要分兩個階段，第一階段是先靠面板漲價帶動市場對企業中短期盈利預測的邊際提升，推動股價上漲，股價增速基本與業績增速匹配；第二階段是在股價已經反映了中短期面板漲價因素後，走勢跟面板價格的波動關係弱化，依靠行業中長期成長邏輯驅動估值中樞的上移，推動股價上漲，這一階段核心關注的是供需格局、競爭格局、盈利能力持續性等因素。

如圖 1 所示，以龍頭企業京東方 A 為例，2016 年至今從面板價格和股價走勢來看可以分為兩個週期、四波上漲，從股價上漲的驅動邏輯來看又可以把每個週期的股價走勢歸為兩個階段。首先按照面板價格的走勢，過去 5 年裡出現了兩個週期，分別是 2016.1-2019.11 以及 2019.11-至今，當前時點處於第二個週期的上升通道；其次按照股價走勢的四波主升浪的上漲邏輯，大致可以劃分為四個期間：2016.9-2017.4（8 個月漲幅約 72%）、2017.9-2017.11 月初（2 個月漲幅約 70%）、2019.2-2019.3 初（1 個月漲幅約 73%）、2019.11-2021.1（14 個月漲幅約 94%）。最後按照兩個階段的歸類邏輯，對京東方的股價走勢進行具體分析。

圖 1：京東方 A 和 TCL 科技股價與面板價格在兩輪週期裡的變動情況



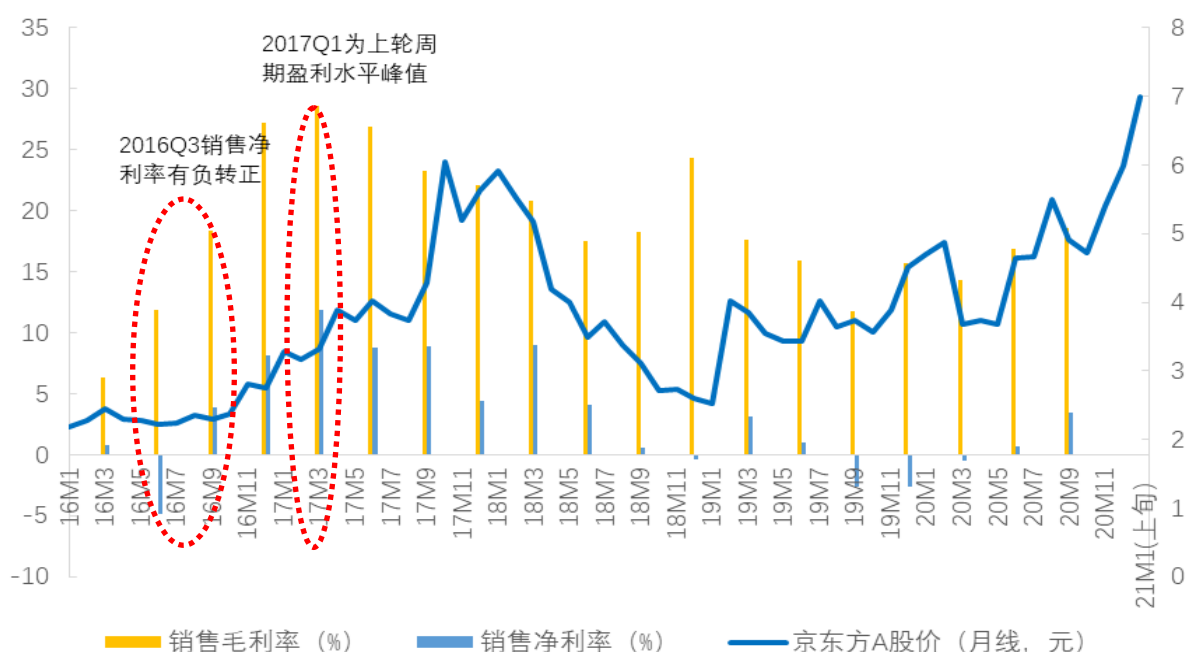
資料來源：Wind，Witsview，公司財報、元大

第一個週期（2016年1月-2019年11月）：

1) 第一階段：

2016年9月-2017年4月，8個月漲幅約72%，這一時期的主要上漲邏輯是靠漲價和業績兌現來驅動。三星、LG等韓廠在2016年上半年開始陸續關閉6、7世代產線，供給端的產能收縮推動了面板價格上漲和存量產能的稼動率提高，企業利潤率進入上行期，正如圖1和圖2所示，從京東方A的股價走勢和麵板價格以及盈利指標變化情況來看，京東方盈利能力在2016Q3出現明顯好轉，當期銷售淨利率由負轉正至3.84%，直到2017Q1達到峰值水平，當期銷售毛利率28.63%，銷售淨利率為11.92%，這一期間，股價和麵板價格、毛利率、淨利率一同走高，扣非後的ROE也從2016Q1的-1.75%修復到2017Q1的2.88%。

圖2：京東方股價和盈利能力指標變動趨勢高度趨同



資料來源：Wind，公司財報、元大

2) 第一階段和第二階段的水壩：

2017年2月-2017年3月，如圖1所示，這一期間32寸和55寸面板價格都開始見頂，與此同時，2017年4月24日京東方披露了2017Q1季報，當期歸母扣非淨利潤為23.01億元，同比增長269%，這個時間點正式成為一二階段的重要拐點。隨後進入了長達4個多月的盤整期，如圖3所示，在此期間京東方的估值維持在PB(MRQ)1.6X左右的水平，並沒有給予明顯的估值溢價，這背後體現的是市場對該行業長期維度的週期性屬性的擔憂。

圖 3：京東方 A 歷史五年 PB 變化



資料來源：Wind、元大

3) 第二階段：

2017年9月-2017年11月初，2個月漲幅約70%，這一時期的主要上漲邏輯不再是前期的面板漲價驅動的邏輯，而是面板行業中長期邏輯發生了變化。這個時間點發生了兩大重要事件：1) 2017Q3京東方季度業績出現了環比增長，超出市場預期，在很大程度上修復了市場對面板龍頭長期盈利穩定性的擔憂；2) 蘋果官宣 iPhone X 搭載 OLED 屏成為了重要的催化劑，同時京東方第六代 AMOLED 生產線宣佈量產，成為當年全球第二家實現 OLED 量產的廠商。這一時期估值中樞上移的邏輯是 OLED 滲透率的快速提升和國產化替代的突破。兩大因素共振下，出現了短期時期內快速提估值的現象，如圖 3 所示，最高至 PB(MRQ) 2.77X 的水平。

2019年2月-2019年3月初，1個月漲幅約73%，這一時期的主要上漲邏輯是估值修復，並非基本面驅動。在2018年面板價格處於下行通道期間，股價進入了長達13個月（2017.12-2019.1）的調整時期，這一期間跌幅達到了60%，主要是因為供需結構變化導致產品價格進入下行期後帶動業績和估值進入戴維斯雙殺階段，截止到2019年1月，京東方的PB回落到只有0.4X的水平；與此同時，2018年末至2019年初市場風險偏好受到金融板塊的帶動出現了上升；疊加當時華為和三星均推出了第一代折疊手機進一步打開了柔性 OLED 屏幕的成長空間。多因素共振下，京東方的估值修正到了歷史中樞 PB (MRQ) 1.6X 的正常水平。

第二個週期（2019年11月-至今）：

1) 第一階段：

2019年11月-2021年1月，14個月漲幅約94%（在2020年3月-2020年4月因疫情因素引發對需求端的擔憂出現過階段性大幅調整，如排除該因素，這14個月屬同一個上漲週期，主要由面板漲價邏輯驅動），這一時期的主要上漲邏輯是供需關係反轉開啟新一輪週期，面板價格快速上漲推升了股價的上漲。本輪週期面板價格漲價幅度和速度都高於上一輪週期，根據 Witsview，2020年6月至2021年1月上旬，32寸/43寸/55寸/65寸價格漲幅分別為103%/69%/68%/37%。這一期間的業績表現跟上一輪週期在2016Q3-2017Q1期間非常相似，2020Q3開始業績顯著好轉，2020Q4到2021H1預計龍頭企業業績能保持持續上升的態勢。

2) 第二階段：

當前正值第二階段起點。2021年1月11日TCL科技公佈了業績預告，該事件是第一階段和第二階段的重要拐點。TCL科技公告預計2020年歸母淨利潤為42億元-44.6億元，同比增長60%-70%，對應估算2020Q4歸母淨利潤約為21.75億元-24.35億元，環比增長166%-198%，超出市場預期。TCL科技業績預告的公佈有兩個重要的意義，一是2020Q4的業績指引將會給市場上修2021年業績提供重要的基準，成為推動估值提升的驅動力；二是2020Q4業績能夠好到什麼程度決定了市場對當前面板企業估值有多大提升空間的認知。因此，當前時點往後看，預計會開啟面板行業的第二波投資機會。

供需格局和競爭格局持續優化，市佔率提升龍頭盈利中長期趨穩

本輪週期在供需格局和競爭格局上均優於上一輪週期，雙寡頭格局下龍頭廠商的上下游議價能力提升，大尺寸面板週期性將減弱，龍頭盈利能力長期趨穩：

本輪週期和上一輪週期最大的區別在於，一是供需格局層面會遠優於上一輪，供給端隨著LCD大尺寸面板產能最後一輪擴產結束，以及韓廠落後產能陸續退出，2021Q1往後中短期內供給端相對於需求都會持續緊俏，更長時間維度來看，供給端邊際變化較為溫和，2023-2025年增幅預計維持在0-3%的水平，遠低於上一輪週期裡產能CAGR高達雙位數的增長；二是競爭格局層面會遠優於上一輪，LCD領域極高的進入壁壘和競爭壁壘決定了雙寡頭格局已成定局，龍頭企業在上下游的議價能力和產品結構的優化能力都將顯著提升。兩大因素共同作用下，中長期維度來看，大尺寸面板行業的週期性將減弱，價格波動區間將收窄，維持高位震盪，龍頭企業的盈利能力有望長期趨穩，意味著面板企業的估值體系應從PB切換為PE，以更合理地反映面板企業從這個時間點往後看的盈利預期，同時本輪週期和上一輪的基本面差異決定了龍頭企業的合理估值應較2017年的估值高點進一步提升。

本輪週期特點分析：

對比上一輪週期（2016年1月-2019年11月）來看，本輪週期最大的區別在於：1) 供需格局遠優於上一輪；2) 競爭格局遠優於上一輪。具體來看：

1) 供需格局遠優於上一輪。

供給端：

上一輪處於週期性大幅波動的位置，2016年以後國內有大批高世代產線不斷釋放，供給端出現大幅增長；但本輪週期所處位置來看，由於行業進入擴產尾聲加上韓廠落後產能陸續關停，考慮三星延遲退出，21Q1環比產能增加大約在0%-5%，2021年同比增長大約在5%-10%，22年同比負增長，約-5%-0%。更長時間維度來看，2023年-2025年連續三年供給端增幅或都在0%-3%水平。未來行業供給端的增幅水平將遠遠小於上一輪週期的供給增幅水平。

短期來看，上游嚴重缺貨是供給端仍然具備持續漲價預期的核心原因。一是NEG工廠意外停電事故影響了玻璃基板的供應，根據群智諮詢，該事故的影響對2020年12月全球大尺寸LCD面板產能供應影響程度為2.9%，相當於G8.5代線產能損失120K；對2021Q1產能供應影響程度為2.5%，相當於

G8.5 代線產能損失 95K；二是 8 寸晶圓代工產能緊張導致驅動 IC 缺貨，缺貨現象預計將持續 2021Q1 整個季度。

表 1：NEG 停電事故對全球大尺寸 LCD 面板的影響測算

	2020.12	2021Q1	TTL
對 LCD 產能造成的損失	2.90%	2.50%	2.60%
相當於 G8.5 代線的產能當量	120K	95K	100K

資料來源：群智諮詢、元大

中期來看，核心變量是韓廠產能退出時點，但該因素僅對中期維度形成一定的不確定性，長期維度影響幾乎可忽略。如表 2 所示，目前韓廠在運行產能（三星和 LG 的產線）佔全球大尺寸面板產能的比例約為 16.22%，原計劃其中大部分產能在 2020 年底會陸續退出，但是行業供給持續偏緊的情況下，為了保證自家終端 TV 產品面板的正常供應，三星和 LG 都宣佈延遲關閉產線，目前 LG 的 P7 和 P8 產線明確會延遲到 2021 年年底完全退出，三星的 L7-2 產線會在 21Q1 關停，剩下兩條 L8-1 和 L8-2 產線三星暫時未給明確退出時點。經測算，假設三星這兩條產線 21 年底退出，在三星和 LG 產能現有能見度範圍內，到 2021 年底合計會退出的產能佔比約為 12.62%。這部分產能可在一定程度上幫助平滑行業面板價格的週期性波動幅度，在價格出現回落的時候，韓廠這部分產能會選擇退出，為價格下行期提供緩衝。綜合來看，2021 年韓廠這部分產能延遲退出對面板價格的影響較為有限，更長時間維度來看，根據面板產業“高世代打擊低世代”，“先進產能清退落後產能”的發展規律，韓廠剩餘產能退出確定性極高，只是時間上或受短期供需關係而變動。

表 2：韓廠（三星和 LG）現有本土大尺寸 LCD 產能情況

廠商	產線名稱	世代	量產時間	當前產能 (K/月)	關閉產能面積 (萬平方米/季)	佔比	退出時點	備註
三星 (SDC)	L7-2	G7	2006	165	136	1.75%	21Q1 完全退出	
	L8-1	G8.5	2008	230-250	248	3.19%	延遲退出	
	L8-2	G8.5	2009		241	3.10%	延遲退出	
	P7	G7	2006	140	158	2.03%	21 年底完全退出	
LGD	P8	G8.5	2009	100	198	2.55%	21 年底完全退出	基本沒有 TV 產能
	P6	G6	2004	55	N/A	0.60%	N/A	
	P9	G8.5	2012	140	N/A	3.00%	N/A	產能有恢復
合計						16.22%		

*注：“產能佔比”按照“產能面積/全球大尺寸 LCD 面板總產能面積”估算，根據 DSCC，2019 年全球 LCD 產能約為 3.11 億平方米

資料來源：IHS，Omdia，DSCC，公司官網、元大測算

長期來看，行業新增產能有限。目前大型廠商均沒有新增大尺寸 LCD 產線的規劃，2021 年是全行業最後一批大尺寸 LCD 擴產。根據 Omdia，從目前已規劃的產能來看，如表 3 所示，未來新增產能均來自於大陸企業（友達光電為原產線擴產），包括京東方武漢 10.5 代線（B17 新建，B9 為原產線擴產）、TCL 華星 T7 10.5 代線、夏普廣州 10.5 代線、以及惠科的三條 8.6 代線，考慮原產線擴產，合計新增產能佔比約為 16.7%，略高於韓廠計劃退出的產能 4pcts 左右，綜合來看，行業未來淨增加產能大約僅有 5% 左右。

表 3：未來行業新增大尺寸 LCD 產能規劃情況（含原產線擴產）

地區	廠商	產線名稱	世代	量產時間	設計產能 (k/月)	當前產能 (k/月)	新增產能面積 (萬平米/季)	佔比
大陸	京東方	B17	G10.5	2019Q4	180	80	178	2.25%
		B9	G10.5	2020Q2	45	N/A	45	0.57%
	TCL 華星	T7	G10.5	2021Q1	90	N/A	267	3.38%
	鴻海（夏普）	廣州	G10.5	2020Q1	90	35	90	1.14%
			G10.5	2021Q1	135	N/A	134	1.70%
	惠科	H2	G8.6	2019Q2	155	125	132	1.67%
		H4	G8.6	2020Q2	150	28	211	2.67%
		H5	G8.6	2021Q2	150	N/A	232	2.94%
CEC	咸陽	G8.6	2020Q2	36	N/A	21	0.27%	
非大陸	友達光電	L7B	G7.5	2021Q4	21	N/A	9	0.11%
合計								16.70%

*注：“新增產能佔比”按照“新增產能面積/全球大尺寸 LCD 面板總產能面積”估算，根據 DSCC，2020 年全球 LCD 產能約為 3.16 億平方米

資料來源：IHS，Omdia，DSCC，公司官網、元大測算

綜上，從淨增加產能情況來看，一增一減後行業供給端邊際變化幅度較小。經測算，若考慮三星延遲退出，21Q1 環比產能增加大約在 0%-5%，2021 年同比增長大約在 5%-10%，22 年同比負增長，約-5%-0%。更長時間維度來看，2023 年-2025 年連續三年供給端增幅或都在 0%-3% 水平。未來行業供給端的增幅水平將遠遠小於上一輪週期的供給增幅水平。

需求端：

大尺寸面板的需求端按下游應用主要分為 TV 和 IT 產品（包括 PC，筆電，平板電腦），其中按出貨面積來看的話，TV 佔 LCD 需求總面積近 80%，是最重要的下游應用。

短期來看，大尺寸面板供給相對於需求仍然偏緊。主要原因：一是 2021Q1 品牌商補庫存動能強勁。庫存水平是面板需求端最重要的先行指標，根據產業鏈調研，目前主流面板廠商庫存幾乎為零，國內外終端 TV 廠商庫存水位均處於歷史低水平，一般來看，正常情況下品牌商庫存水位在 6 周左右，跟蹤高頻數據顯示，國內品牌廠商庫存水位只有 3-4 周，而海外品牌廠商，例如三星，只有 1-2 周的水平；二是海外疫情持續發酵，對於面板需求端也形成了一定的支撐作用。回顧 2020 年第二季度末面板需求端全面超預期的原因，i) 海外疫情刺激了“宅經濟”需求增長，拉動了 TV、PC、平板電腦出貨量均超預期。如圖 4 所示，全球液晶電視面板出貨量月度同比數據走出了深 V 反彈，根據 Witsview 數據，全球 TV 出貨量 20Q3 同比增速高達 12%，這是 TV 自 2012 年進入存量市場以來出現了罕見的同比雙位數增速；如圖 5-圖 6 所示，根據 IDC 數據，2020Q2 全球 PC 出貨量增長 11.41%，2020Q3 增速進一步上升至 15.44%，平板電腦增速更快，2020Q2/2020Q3 出貨量同比增速分別為 18.6%/24.9%；ii) 疊加政府投放大額財政補貼導致居民收入大幅增長，提升了消費能力。以美國為例，如圖 7 所示，疫情前美國居民收入同比增速一直穩定在 4%-4.5% 的水平，但疫情之後美國居民收入增速在 3 月閃崩了一下，回落至 1.8%，但 4 月財政補貼跟上後又快速拉升到了 14.3% 的水平，增量幾乎全部來自於財政轉移支付的拉動（個人轉移支付收入同比增長了 118.3%），極大地提

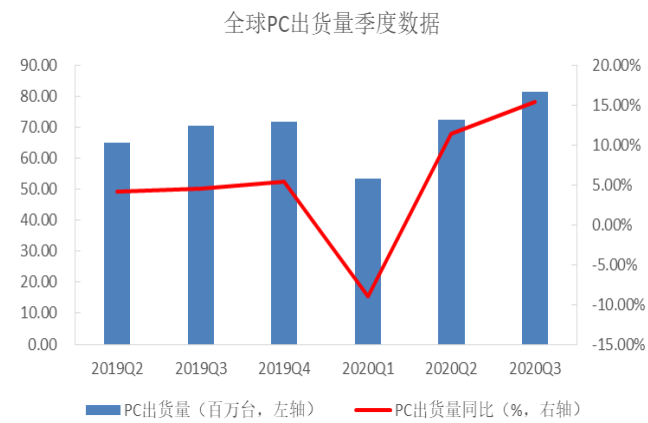
升了美國居民的消費能力。可見，海外疫情持續發酵，拜登上台預期將迎來更大力度的財政補貼政策，這一系列宏觀因素都在短期維度為需求端提供了重要的支撐。

圖 4：液晶電視面板出貨量超預期，月度同比數據呈現深 V 反彈



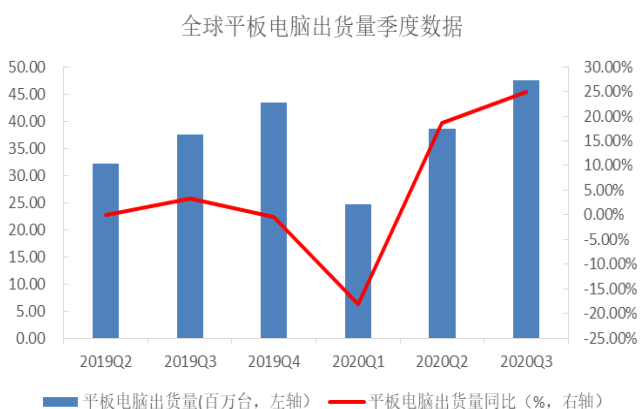
資料來源：Wind、元大

圖 5：全球 PC 出貨量超預期，20Q2/20Q3 同比增速高達 11.41%/15.44%



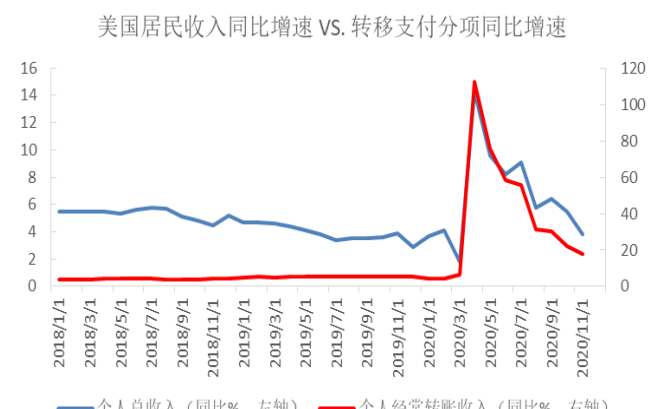
資料來源：IDC、元大

圖 6：全球平板電腦出貨量超預期，20Q2/20Q3 同比增速高達 18.6%/24.9%



資料來源：IDC、元大

圖 7：美國財政補貼拉動居民收入 2020 年 4 月及以後同比大幅增長



資料來源：Bloomberg、元大

另一方面，目前奧運會、歐洲杯仍照常舉辦，這些大型賽事會對 TV 需求帶來提振作用。根據歷史數據，大型體育賽事對 TV 需求的拉動作用約為全年出貨量的 2%-3%，由於這些賽事所用的面板會提前 3-6 個月備貨，因此對於面板需求端在 2021Q2 和 Q3 會提供一定的增量。

中長期來看，大尺寸化趨勢是拉動大尺寸面板需求端持續增長的主要驅動力。根據 Omdia 數據，如表 4 所示，2019 年 LCD TV 平均尺寸是 45.4 英寸，同比增加了 1.3 英寸，預計 2020 和 2021 年 TV 平均尺寸每年同比增長 1.6 英寸 / 2 英寸。據測算，面板平均尺寸每增加 0.5 英寸，從面積角度來看，對需求端會帶來 2%-3% 的增量。因此假設即便銷量維持不變的情況下，僅僅依靠平均尺寸增加 2 英寸，就能拉動 2021 年出貨面積增長 8%-10%，2022 年及以後，預計大尺寸化趨勢平均拉動出貨面積年增長率約 3%。

表 4：LCD TV 平均尺寸逐年穩定增長

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
平均尺寸 (英寸)	45.4	47	49	49.7	50.2	50.6	51
同比增長 (英寸)	1.3	1.6	2	0.7	0.5	0.4	0.4

資料來源：Witsview，Omdia，元大

2) 競爭格局遠優於上一輪

2020 年開始行業出現了加速整合的趨勢，兩個標誌性的併購事件是三星蘇州線被 TCL 併購，中電熊貓南京線和成都線被京東方併購，目前這兩條產線都還在整合中，預計今年上半年會陸續完成併表。整合前，2020Q2 京東方和 TCL 華星在 LCD 高世代線的產能面積份額合計為 37%，而整合後，考慮到新增產能逐漸釋放和韓廠產能逐步退出，兩家份額有望提升至 50%-60%。如果從 LCD 總產能來看，根據 Omdia 預計，2021 年京東方和 TCL 華星產能面積份額將達到 39.7%，2023 年將提高至 43%。行業集中度出現了加速提升的態勢，意味著中長期來看，龍頭廠商對上下游的議價能力將明顯提升，有利於平滑面板價格的週期性，同時也有利於龍頭廠商加速推進行業大尺寸化，從 32 寸/43 寸向 55 寸以上的尺寸提升，有效推動行業需求端的穩定增長，也將有助於平滑行業週期性。

綜上，基於本輪週期性特點的分析，可以得到兩個重要結論：

第一，本輪週期性相較於上一輪將減弱，價格水平和盈利水平不會回到上一輪週期裡大幅波動的狀態。參考 Omdia 預測，2021 年全年行業供給相對緊張，行業供需比 Glut 值（Glut 值=有效供給面積/需求面積-1，Glut 值低於 5%時被視為供應短缺）在 2021 年 Q2~Q3 達到約 5%，預計到 2023Q1 恢復到約 15%，達到供需平衡。因此展望未來面板價格走勢，考慮到需求端補庫存動能強勁以及供給端上游缺貨的因素，預計 TV 面板價格上漲趨勢 21Q1 全季度會持續，21Q2 可能價格見頂，Q2-Q3 維持高位震盪，而後出現緩慢回落，但整個行業的價格水平和公司的盈利水平不會回到上一輪週期裡大幅波動的狀態，預計會維持高位震盪，週期性波動將會收窄；

第二，週期性減弱，盈利能力長期趨穩，意味著面板企業的估值體系應該從 PB 向 PE 切換，以更合理地反映面板企業從這個時點往後看的盈利預期。一方面 LCD 領域是進入壁壘和競爭壁壘都極高的行業，例如高額的資本開支、複雜的供應鏈配套，有助於龍頭建立強大的護城河，且在未來可預見的較長時間維度裡，都很難出現在性能和成本兩個維度同時均優於 LCD 的技術，LCD 未來仍會是大尺寸面板裡的主流技術；另一方面龍頭企業將充分受益於寡頭競爭格局，體現為經營利潤率穩定在高位區間，帶動 ROE 修復，以及上下游議價能力提升帶動 FCFF 增長。因此基於這兩大因素，PE 相較於 PB 可以更合理的反映企業未來的成長價值。

面板雙雄享量價齊升，業績有望超預期

2021 年 1 月 15 日京東方 A 發佈非公開發行預案，擬募集資金淨額不超過 200 億元，其中北京京瑞國企改革發展基金（有限合夥）擬認購 40 億元，該基金控制主體為背景國有資本經營管理中心。本次募集資金主要用途包括 65 億計劃

用於收購武漢京東方光電 24.06% 的股權、60 億用於增資重慶京東方第六代 ALMOLED 產線，10 億用於增資雲南創世界 12 英寸矽基 OLED 項目，60 億用於償還福州城投集團貸款及補充流動資金。其中 1) 收購武漢京東方光電一項將有望貢獻中短期業績增量。收購完成後京東方將持有 47.14% 的股權，本次收購標的資產主要是武漢京東方 B17 項目（10.5 代線），2019 年 12 月實現量產，預計 21 年中完成爬坡後滿產，產能有望達到 120K/月，結合 20H2-至今面板漲價幅度較高，且 21 年面板供需全年偏緊的情況，預計 B17 將全部用於生產 TV，假設按照 65 寸切割，經測算，如表 5 所示，中性假設下該產線對應 21 年全年營收有望達到 160 億元左右，歸母淨利潤有望貢獻億 6 億元-7 億元；2) 70 億元投入 OLED 相關產能佈局有望帶動京東方中長期業務增長。在 OLED 滲透率不斷提升的背景下，將成為面板企業重要的增長驅動力。根據 IHS，全球 OLED 產值 2019-2021 年 CAGR 預計達到 17%，2021 年 OLED 面板產值有望達到 400 億美元，京東方目前已有成都和綿陽兩條在產 AMLOED 產線，成都產線預計今年有望盈虧平衡，綿陽產線預計今年有望爬坡完成，本次增資的重慶產線預計明年開始爬坡。三條產線佈局完成將為京東方 OLED 業務發展提供重要支撐；3) 60 億元用於償還貸款和補充流動資金將有利於降低京東方資產負債率、提升流動比率。截至 2020.9.30，京東方的流動比率為 1.28，資產負債率為 57.72%，整體償債能力需進一步提升。

表 5：武漢 B17 產線營收預測

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021 合計	
LCD 月度產能(K/月)	120	120	120	120	1440	
單基板切割數 UHD(65")	8	8	8	8		
產能利用率	90%	95%	100%	100%		
良率	85%	90%	97%	97%		
面板產品單價(美金)	235	230	220	210		
營收（億元人民幣）	中性假設	36.24	39.64	43.02	41.07	159.97
	悲觀假設	30.80	30.80	30.80	30.80	123.22
	樂觀假設	41.68	45.59	49.47	47.23	183.97

資料來源：元大測算

展望未來盈利，正如我們上文對“當前正值第二階段起點”的判斷分析，TCL 科技 20Q4 的業績指引讓市場對面板企業 21 年的業績預期逐漸明朗起來。通過比較 Wind 180 天一致預期和 TCL 科技業績預告公佈後的一致預期，如表 6 所示，TCL 科技 20 年業績預告超出此前 Wind 一致預期 8%-15%，在 TCL 科技 20Q4 業績指引下隨後上修 21 年業績預期 15%，上修 22 年業績預期 13%。

表 6：TCL 科技 20 年業績預告超預期，21 年及 22 年業績上修

	年份	歸母淨利潤(百萬)	EPS(攤薄)
180 天 Wind 一致預測	2020E	3,894.43	0.28
	2021E	7,541.15	0.54
	2022E	8,916.77	0.64
TCL 科技業績預告	2020A	4200~4460	-
	2020Q4	2175~2435	-
TCL 科技 20 年業績超預期程度	2020A	7.8%~14.5%	-
TCL 科技業績預告後 Wind 一致預測	2020E	4,226.73	0.30
	2021E	8,703.61	0.62

	2022E	10,106.15	0.72
業預測續上修/下修幅度	2020E	8.53%	7.14%
	2021E	15.41%	14.81%
	2022E	13.34%	12.50%

資料來源：Wind、元大

繼 TCL 科技業績超預期後，預計面板另一大龍頭京東方業績也將超預期。面板龍頭 2020Q4-2021Q1 大概率會類似於上一輪週期的 2017Q1，成為這輪業績的景氣高點。從收入端來看，當前 32 寸的價格（2021 年 1 月上旬報價 \$65）已經逐步接近 2017 年的高點 \$73，其它尺寸也出現了短期漲幅巨大的情況（根據 Witsview，2020 年 6 月至 2021 年 1 月上旬，32 寸/43 寸/55 寸/65 寸價格漲幅分別為 103%/69%/68%/37%）；從成本端來看，每年面板廠商原材料成本穩定下降，同時國產化替代比率在逐年提升，成本下降趨勢確定性較高。因此，可以判斷這輪週期京東方單季度淨利率水平/扣非歸母淨利潤規模均有望超越 2017 年的高點（2017Q1 扣非歸母淨利潤 23.01 億，銷售淨利率 11.92%），達到 15%以上/30-35 億的水平，帶來比上一輪更大的業績彈性，指引 21 年業績預期上修。

表 7：京東方 A 業績有望超預期

	180 天 Wind 一致預測			元大測算		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
歸母淨利潤(百萬)	4,515.14	9,674.72	12,441.12	5,183.71	11,871.86	13,687.87
EPS(攤薄)	0.13	0.28	0.36	0.15	0.34	0.39

資料來源：Wind、元大測算

根據測算，如表 7 和表 8 所示，預計京東方 A 2020/2021/2022 年營業收入分別為 1404.52/1706.13/1902.15 億元，攤薄 EPS 為 0.15/0.34/0.39 元，歸母淨利潤分別為 51.84/118.72/136.88 億元，對應增速分別為 170.18%/129.02%/15.3%。如表 9 和表 10 所示，預計 TCL 科技 2020/2021/2022 年營業收入分別為 709.47/1067.98/1226.24 億元，攤薄 EPS 為 0.30/0.72/0.83 元，歸母淨利潤分別為 42.52/100.99/116.08 億元，對應增速分別為 62.44%/137.5%/14.95%。

表 8：京東方 A 營收拆分預測

項目	2019A	2020H1	2020E	2021E	2022E	
顯示器業務	營業收入(億元)	1064.82	563.69	1320.25	1620.82	1824.14
	增速	22.87%	10.75%	23.99%	22.77%	12.54%
	毛利率	13.11%	13.78%	17.78%	23.00%	25.00%
智慧系統產品業務	營業收入(億元)	167.31	77.93	168.54	173.60	180.54
	增速	4.49%	3.60%	0.74%	3.00%	4.00%
	毛利率	13.01%	13.04%	13.00%	13.00%	13.00%
智慧健康服務	營業收入(億元)	13.57	7.05	14.05	14.75	15.78
	增速	17.80%	6.16%	4.00%	5.00%	7.00%
	毛利率	50.74%	52.15%	51.45%	52.00%	52.00%
其他主營業務	營業收入(億元)	52.63	14.61	28.09	28.65	28.65
	增速	47.46%	-59.05%	-46.63%	2.00%	0.00%

內部抵消	毛利率	99.63%	99.21%	99.42%	99.20%	99.00%
	營業收入 (億元)	-137.74	-44.58	-126.41	-131.69	-128.97
	營業成本 (億元)	-93.20	-29.87	-84.69	-88.23	-86.41
合計	營業收入 (億元)	1160.60	608.67	1404.52	1706.13	1920.15
	增速	19.51%	10.59%	21.02%	180.30%	36.71%
	毛利率	15.18%	15.77%	17.81%	22.74%	24.66%

資料來源：元大測算

表 9：TCL 科技營收拆分預測

項目	2019A	2020H1	2020E	2021E	2022E	
華星光電 (半導體顯示器件)	營業收入 (億元)	339.93	195.20	473.89	822.33	970.35
	增速	22.87%	19.93%	39.41%	73.53%	18.00%
	毛利率	10.34%	9.91%	13.50%	24.00%	22.00%
翰林匯 (分銷業務)	營業收入 (億元)	208.36	91.27	222.58	231.35	239.45
	增速	25.77%	3.55%	6.82%	3.94%	3.50%
	毛利率	3.59%	3.67%	3.63%	3.50%	3.50%
其他及抵消	營業收入 (億元)	201.04	6.94	13.00	14.30	16.45
	增速		-96.29%	-93.53%	10.00%	15.00%
	毛利率	21.81%		22.00%	22.00%	22.00%
合計	營業收入 (億元)	201.04	294.19	709.47	1067.98	1226.24
	增速	-33.28%	-32.39%	252.90%	50.53%	14.82%
	毛利率	11.57%		10.56%	19.53%	18.39%

*注：未考慮中環股份併表收益，中環股份預計在 2020Q4 併表，因此實際營收可能高於該預測值。

資料來源：元大測算

表 10：TCL 科技業績預測

	180 天 Wind 一致預測			元大測算		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
歸母淨利潤(百萬)	3,894.43	7,541.15	8,916.77	4,252.24	10,098.92	11,608.38
EPS(攤薄)	0.28	0.54	0.64	0.30	0.72	0.83

資料來源：Wind、元大測算

展望估值空間，結合上文對本輪週期特點從供需角度和格局角度的分析，判斷這一輪面板龍頭廠商的估值水平無論從 PB 還是 PE 都會超過 2017 年的高位（PB（MRQ）2.77X、PE（TTM）74.14X）。在 21 年面板行業供需全年偏緊的預期下，京東方 A 和 TCL 科技 21 年業績有望超預期，根據元大測算，截至 2021.1.19 收盤，京東方 A PE(2021E)僅 19X，TCL 科技 PE(2021E)僅 13X。在中長期龍頭企業盈利趨穩的背景下，估值有進一步提升空間。

考慮到本輪週期的特點，更看好龍頭廠商長期盈利能力的確定性，重點關注面板製造龍頭廠商京東方 A 和 TCL 科技；建議關注受益於中大尺寸面板漲價的面板製造商彩虹股份，手機面板龍頭深天馬 A，上游材料端的大陸偏光片龍頭三利譜、杉杉股份，混晶材料大陸龍頭八億時空。

表 11：關注個股

產業鏈位置	公司代碼	公司簡稱	收盤價 (1.19)	YTD%	市值 (億元)	EPS(攤薄)			PE			歸屬母公司股東淨利潤增速 (%)		
						2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
面板製造	000725.SZ	京東方 A	6.52	8.67%	2268.86	0.15	0.34	0.39	43.77	19.11	16.58	170.18	129.02	15.30
	000100.SZ	TCL 科技	9.08	28.25%	1274.00	0.30	0.72	0.83	29.96	12.62	10.97	62.44	137.50	14.95
	600707.SH	彩虹股份	7.00	5.11%	251.19	-0.17	0.20	0.33	-41.87	34.16	21.49	-	-	58.94
偏光片	000050.SZ	深天馬 A	16.22	10.04%	398.65	0.64	0.76	1.01	25.28	21.40	16.05	90.11	18.17	33.32
	002876.SZ	三利譜	50.60	3.29%	63.15	0.97	1.74	2.63	52.25	28.99	19.20	135.84	84.60	43.01
	600884.SH	杉杉股份	15.65	13.20%	254.78	0.24	0.33	0.44	65.37	46.84	35.49	44.45	39.56	31.99
液晶材料	688181.SH	八億時空	55.10	2.66%	53.16	1.76	2.33	2.96	31.36	23.65	18.64	53.70	32.60	26.92

資料來源：Wind、元大測算

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2021 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓