

武浩

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

陈磊

执业编号: S1500520090003

联系电话: 010-83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

加速偏光片产能建设, 静待业绩释放

2021年03月12日

事件:

公司公告拟投资 21.87 亿元建设 LCD 用偏光片生产线项目, 具体为建设 2 条 1490mm 宽幅 LCD 用偏光片生产线, 规划产能 0.4 亿平/年。

公司举行杉金光电张家港工厂开工仪式, 公司董事长郑永刚先生介绍, 张家港工厂是公司收购 LG 化学偏光片项目后独立建设的第一条世界领先的高标准宽幅产线, 既要吸收原韩国工厂优点, 也要全面超越。公司规划项目在明年年底前投产; 未来还将进一步谋划上下游布局, 提升研发创新能力。

点评:

- **持续推进产能扩张, 盈利有望超预期。** LG 化学原偏光片产能分布于韩国梧仓、中国的南京和广州三地, 包括 4 条 2300mm 产线, 3 条 1490mm 产线和 1 条 2600mm 产线各 1 条。杉杉股份收购后, 韩国梧仓工厂将搬迁至张家港, 同时拟新建 2 条 1490mm 产线, 整体产能达 10 条产线, 约 2.5 亿平/年。该偏光片资产 2019 和 2020Q1 分别销售 0.98 和 0.23 亿平, 净利润为 6.2 和 1.3 亿元。但我们认为该值与真实盈利有差距: 1.彼时广州和韩国产线未正常生产; 2.计提了技术许可和品牌使用等费用; 3.部分内部采购计价不市场化。
- **偏光片全球绝对龙头, 树立坚固壁垒。** 偏光片具有高技术门槛, 市场集中度高, 杉金光电、住友化学、日东电工、三星 SDI 全球份额近 78%, 其中杉金光电市占率 23% 左右, 排名全球第一。公司大尺寸偏光片优势明显, 为业内首家适用超宽幅产线的产能, 盈利能力卓越, 同时与全球领先的 LCD 制造商 LGD、京东方、华星光电等有 10 年以上合作关系, 客户资源优质。
- **下游面板迎景气周期, LCD 国内缺口大。** 2020-2021, 受新冠疫情影响, 居家隔离推升家用显示需求, 居家办公常态化、在线教育增长也刺激 TV 需求增长, 同时 2021 仍有奥运会等全球性体育赛事促进, 面板需求持续向好, 价格上涨迎来景气周期。2021 年全球和国内偏光片需求约 7.1 和 4.3 亿平, 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。
- **偏光片原材料由日本垄断, 进口替代空间广阔。** 偏光片成本中 TAC 膜占比 56%, PVA 膜占比 16%, 这两个重要材料均被日本企业垄断, 富士占 TAC 膜 50% 以上份额, 可乐丽占 PVA 膜 80% 以上份额。未来国产替代空间广阔。
- **盈利预测与投资评级:** 由于相关审计公司仍在推进, 从利润表角度, 我们预计偏光片资产 2021-2022 年实现营收 131 和 150 亿元, 净利润 15.0 和 18.1 亿元, 以 2021 年并表 11 个月计, 预计杉杉股份 2020-2022 年实现营收 80.8、230.4 和 283.0 亿元, 同比增长-6.9%、185.2% 和 22.8%; 归母净利 5.1、20.8 和 28.6 亿元, 同比增长 89.1%、307.9%

和 37.3%，对应 2020-2022 年 PE 分别为 53.2、13.1 和 9.5x，维持对公司“买入”评级。

- **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等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,853	8,680	8,080	23,041	28,298
增长率 YoY%	7.0%	-2.0%	-6.9%	185.2%	22.8%
归母净利润(百万元)	1,115	270	510	2,081	2,856
增长率 YoY%	24.5%	-75.8%	89.1%	307.9%	37.3%
毛利率%	22.1%	21.2%	21.1%	22.4%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	1.28	1.75
市净率 P/E(倍)	24.35	100.65	53.2	13.1	9.5

资料来源：万得，信达证券研发中心预测； 股价为 2021 年 03 月 011 日收盘价

一、持续推进产能扩张，盈利有望超预期

持续推进产能扩张，保障行业龙头地位。杉杉股份收购前，LG 化学偏光片产能分布于韩国梧仓、中国的南京和广州，其中韩国梧仓拥有 2 条 2300mm 产线，南京拥有 2300 和 1490mm 产线各 2 条；广州拥有 2600mm 和 1490mm 产线各 1 条。杉杉股份收购后，原南京和广州工厂仍正常运行，韩国梧仓工厂将搬迁至张家港，同时拟于张家港新建 2 条 1490mm 产线。整体产能达 10 条产线，约 2.5 亿平/年。

图表 1：偏光片资产产能分布

序号	产线地点	产线名称	产线宽幅 (mm)	满载情况产能 (万平米/年)
1	南京	南京 1 号线	2300	1440
2	南京	南京 2 号线	1490	1440
3	南京	南京 3 号线	2300	1440
4	南京	南京 4 号线	1490	1320
5	广州	广州 1 号线	1490	1200
6	广州	广州 2 号线	2600	1440
7	韩国梧仓	梧仓 1 号线	2300	960
8	韩国梧仓	梧仓 2 号线	2300	960
9	张家港	张家港 1 号线	1490	1342
10	张家港	张家港 2 号线	1490	1342
合计				12884

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

根据公司重大资产购买报告书数据，偏光片资产 2019 和 2020Q1 分别销售 0.98 和 0.23 亿平，净利润为 6.2 和 1.3 亿元。但我们认为该值与偏光片业务真实盈利有一定差距，主要由于：1.彼时广州产线尚处于建设过程中，韩国产线尚处于关停过程中，对净利润水平影响较大；2.数据中仍计提了相关技术许可费和品牌使用费，而杉杉收购完成后不再需要支付上述费用；3.偏光片业务在 LG 集团内部部分采购计价中不够市场化。

图表 2：偏光片资产历史业绩情况

项目	单位	2018	2019	2020Q1
产能利用率		93.2%	81.0%	63.9%
南京		92.4%	86.6%	81.0%
广州			28.0%	56.0%
韩国		95.7%	68.0%	
销量	亿平	0.95	0.98	0.23
营业收入	亿元	78.4	89.5	20.8
营业利润	亿元	1.1	8.0	1.8
净利润	亿元	0.8	6.2	1.3
扣非归母净利润	亿元	0.8	6.5	1.4

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、偏光片全球绝对龙头，树立坚固壁垒

偏光片资产全球第一，市占率在 23%左右。偏光片具有较高的技术门槛，目前市场集中度较高，全球市场主要份额被杉金光电、住友化学、日东电工、三星 SDI 等几家厂商所垄断，2019 年上述四家企业的全球市场份额占比接近 78%，杉金光电为行业龙头，2019 年市占率为 23%。

图表 3：全球偏光片资产市场份额

公司	2016A	2017A	2018A	2019A
LG 化学	25%	29%	27%	23%
住友化学	27%	22%	23%	22%
日东电工	23%	23%	21%	17%
三星 SDI	8%	12%	15%	15%
诚美材	5%	5%	5%	8%
BQM	6%	6%	6%	6%
盛波光电	1%	2%	1%	4%
三立子	4%	2%	2%	1%
力特光电	1%	1%	1%	0%
其他	0%	0%	0%	2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

大尺寸偏光片优势明显，公司偏光片资产为业内首家适用超宽幅产线的资产。偏光片生产线的宽度对生产能力有较大影响，更宽的生产线是竞争力的关键因素，宽幅生产线可以应用于大尺寸电视（超过 50 英寸）偏光片的生产，该细分市场也是全球增长最快的面板市场；同时宽幅产线在生产小尺寸产品时，相比非宽幅产线生产同样产品，在效率、利用率、直通率等指标上更优，因而盈利能力更强。LG 化学早在 2009 年就已投产使用超宽幅生产线，成为业内首家使用超宽幅生产线的公司。

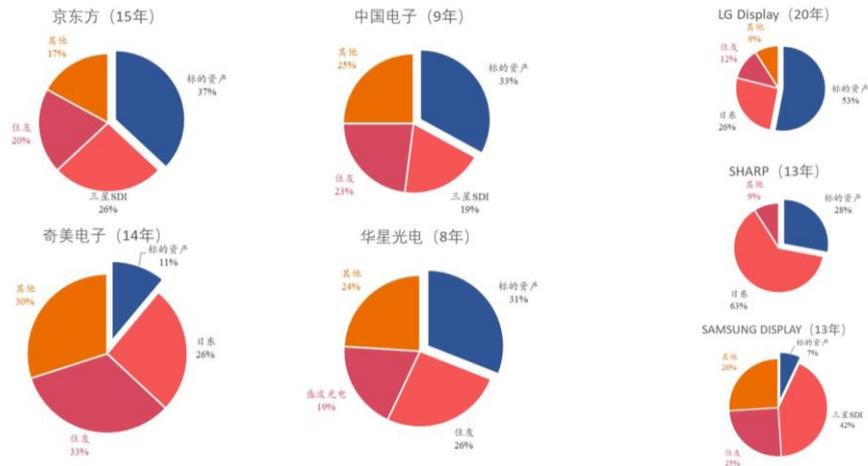
图表 4：偏光片行业壁垒分析

壁垒	内容
技术壁垒	使用各种薄膜制程且需满足各项光学指标，任何环节出问题都会导致最终产品的瑕疵，把各环节生产设备调整到最佳状态是保证产线盈利的前提，而生产线调试涉及众多专业技术及人员的配合，整体工艺的不断改善需要多年的经验积累
资金壁垒	新增一条生产线需要 1-2 年时间，12 亿元的资金量，投产后多项指标影响最终盈利，不同投资方投入产出比悬殊
认证壁垒	偏光片作为面板显示产品的关键原材料其质量好坏直接影响终端面板的显示性能和质量，液晶面板厂商通常需对偏光片生产企业进行严格的认证，为了维持产品品质的稳定性其在偏光片供应商认证通过后一般不会轻易更换
高世代线壁垒	超宽幅产线去做小尺寸，相比低宽幅产线做同样尺寸，在效率、利用率、直通率等指标上更高，实现对落后产线的降维打击；低宽幅产线也无法做出大尺寸产品
成本优势	规模化、本土化、人工、运输距离等导致的成本差距

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司偏光片资产客户资源优质。公司偏光片资产与全球领先的 LCD 制造商 LG 显示、京东方、华星光电、夏普及群创光电等均建立了长期深入的合作关系，其中与 LG 显示合作时间长达 20 年、与京东方合作已有 15 年、与夏普合作已有 13 年，且可为下游 LCD 面板制造商提供整套可用于其后端生产的 RTP 生产线（卷材至面板），且多数工厂选址于客户工厂附近，供应便利，可合理控制运输及包装成本。

图表 5：公司偏光片业务与主要下游客户合作情况（括号中为合作年限）



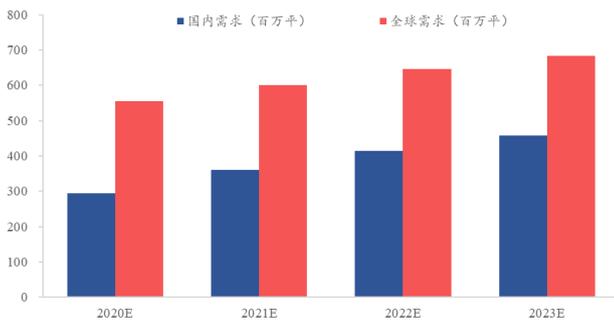
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、下游面板迎景气周期，LCD 国内缺口大

偏光片下游为面板行业，面板迎来景气周期。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。在面板领域中，TV 面板占 LCD 应用的 70% 以上。2020-2021，受新冠疫情影响，居家隔离推升家用显示需求，居家办公常态化、在线教育增长也刺激 TV 需求增长，同时 2021 仍有奥运会等全球性体育赛事促进，面板需求持续向好，价格上涨迎来景气周期。

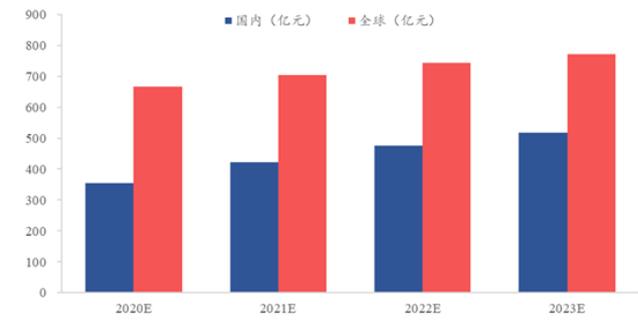
全球 LCD 偏光片市场空间巨大。我们预计 2021 年全球偏光片需求约 7.1 亿平，市场规模 640 亿元；国内需求 4.3 亿平，市场规模 390 亿元，随着大尺寸化及国产替代，我们预计 2021-2023 年国内产能占比分别为 60%、64%、67%，考虑到偏光片实际产出为名义产能*80%，全球偏光片供需紧张，国内缺口更大。

图表 6：偏光片需求量测算



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7：偏光片市场规模测算

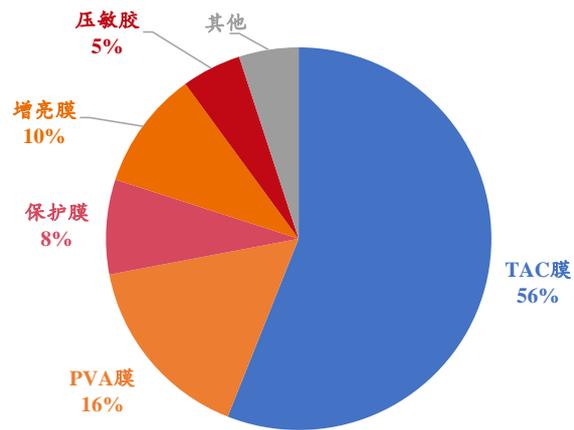


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、偏光片原材料由日本垄断，进口替代空间广阔

偏光片上游核心材料为 TAC 和 PVA，均被日企垄断，进口替代空间广阔。偏光片成本中 TAC 膜占比 56%、PVA 膜占比 16%，这两个重要材料均被日本企业垄断；PVA 膜主要由日本的可乐丽与三菱化学生产，可乐丽占据全球市场 80% 以上的份额；TAC 膜的主要生产厂商包括富士、柯尼卡美能达等日本企业，以及晓星、新光等韩国企业，其中日本企业市场份额超过 80%，富士市场份额占比超过 50%

图表 8: 偏光片成本拆分



资料来源: 公司公告, 三利谱公告, 信达证券研发中心

研究团队简介

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@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	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

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。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。