信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

面板市场的新秩序与新周期

电子元器件行业

2020 年 07 月 11 日

方竞　行业分析师

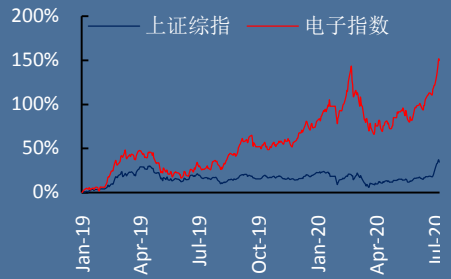
证券研究报告

行业研究——投资策略

电子元器件行业

看好 | 中性 | 看淡

上次评级：看好，2020.05.31



方竞 fangjing@cindasc.com
S1500520030001
王佐玉 wangzuoyu@cindasc.com
S1500519090003
李少青 lishaoqing@cindasc.com

相关研究

《TCL 科技：收购华星股权助力业绩增厚，行业扬点下龙头竞争力凸显》2020.05.31

《三星退出+疫情扰动，看面板供需新格局》2020.04.18

《量化 TV 需求，看面板价格大涨趋势》2020.03.04

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

面板市场的新秩序与新周期

2020 年 07 月 11 日

报告内容提要

- **气势如虹，面板 7 月报价大超预期。7 月 6 日，群智咨询、Witsview 及 AVC 等咨询机构公布了面板 7 月份报价，受面板需求快速回温推动，各尺寸价格均有明显涨幅，大超市场预期。**以 55 英寸面板为例，前期市场预期 7 月份该尺寸价格将有 3 美金涨幅，而 7 月初各大咨询机构将涨幅上修至 6 美金，直接翻倍。就涨价幅度来看，7 月内 32 及 55 寸面板价格涨幅上看 8-10%。而 43 寸、50 寸与 65 寸，平均涨幅亦可达 6 至 8%。我们前期预判 6 月份将是面板价格的底部，而 7 月份则是板块景气度再度上行的起点，**此次咨询机构的面板报价再度验证了我们的观点。**
- **量化面板产能趋势，涨价不会影响退出节奏。**受疫情影响，前期韩厂暂缓了产能出清的步伐。而 6 月份起伴随着疫情消散，韩厂产能退出开始加速。具体到产能退出节奏，三星计划在 2020 年底之前将所有产能全部退出，其中韩国产线转产 QD OLED，苏州产线将出售；LGD 将于 2020 年关停韩国本土全部 TV 面板产能，仅保留 P7 和 P9 生产线的 IT 产能。**我们预计韩厂将于年内关闭全球总产能的 17%，其中 2020 年内各季度退出节奏为 1:3:6:7，面板竞争格局正加速改善。**同时受疫情影响，惠科等部分面板产商的产能扩张亦有延后。**综合产能退出及扩产因素，我们预计 2020 年全球 7 代以上面板产能将较 2019 年下滑 7.38%。**

  此外，市场担心价格上涨后，韩厂或将重演 2017 年旧事，放缓退出节奏。但我们认为本轮韩厂产能退出与 2017 年有本质不同，不会因为价格波动所转移，主要原因有三：（1）规模效应下，陆厂龙头较日韩厂成本更低，盈利能力更强；（2）韩厂的 7 代及 8 代产线无法满足超高清 TV 需求；（3）大尺寸 OLED 面板技术日臻成熟，韩厂希望尽早转至利润前景更佳的 OLED，目前相关设备订单已下，产能退出正有序进行，不会因为价格回暖而转移。
- **高频数据跟踪全球需求变化，2021 大年可期。**前期受疫情影响，诸多咨询机构均给出全年 TV 需求下降 10%左右的预测，然而由于居家时间变长，民众观看电视时间增加，TV 销量表现显著优于前期预测。**5 月底 Trendforce 给出了最新的预测，全年电视出货量将衰退 5.8%，远优于市场预期。**其中美国市场受补贴推动，销量逆势上扬，我们通过拉取亚马逊网络端销量数据亦证明了这一点。而欧洲各国在解封后，更是出现了报复性消费。目前欧洲最大的线下电子产品连锁卖场 Media Market 仍是限时开放，但民众购物热情极高。其中法国的电视机销量在第 20 周（5 月 11 日-17 日）同比增速高达 67%。这也是前期 TCL 科技，京东方接到海外急单的直接原因。

  价格方面，2020 年 Q3，IHS 预计面板需求环比将实现 30%-40%的增长。**供需共振下，面板涨势将持续整个 Q3！**进入 2020 年 Q4，需求相对放缓，价格重回平稳。2021 年，随着新冠疫情得到全面控制，经济恢复带动民众购买力提升，全球 TV 销量将回升；此外 4K 普及亦将带动 TV 尺寸增大，预计 2021 年大尺寸面板面积需求将超过 2019 年 11%。面板供需不平衡将再度加剧，**价格上涨将贯穿 2021 年前三季度。**

- **行业评级及投资建议：**本文从供需两侧分析了面板行业的竞争格局。**供给端：**韩厂于今年相继公告大尺寸面板产能退出计划，其退出节奏及幅度均远超市场预期。而 TCL 科技、京东方等国产龙头厂商亦开启并购计划，未来面板双龙头的市占率之和望达 60%，面板竞争格局正加速改善，龙头议价能力凸显。**需求端：**全球各地区相继走出疫情阴霾，TV 需求快速转暖，其中欧洲市场更是于 5 月底出现报复性消费。同时，由于居家时间变长，民众观看电视时间增加，TV 销量表现实则优于市场预期。供需共振下，面板价格已开始上涨。**展望 2021 年**，后疫情时代的经济恢复及欧洲杯、奥运会赛事举行的推动下，TV 销量将进一步回暖；4K 全面普及亦将助力 TV 尺寸增大。供需缺口望进一步放大。价格上涨将贯穿 2021 年前三季度。**我们坚定看好 A 股面板板块的投资价值，维持行业“看好”评级。建议关注：京东方 A、TCL 科技。**
- **风险因素：**韩国厂商退出力度放缓；其他厂商产能爬坡速度加快；新型显示技术快速发展，挤占 LCD 面板市场空间。

目 录

一、气势如虹，面板 7 月报价大超预期 3
二、量化面板产能趋势，涨价不会影响退出节奏 5
1、大陆面板厂竞争优势凸显，全球份额持续抬升 5
2、韩厂 6 月再启产能出清，产业链格局加速优化 6
三、高频数据跟踪全球需求变化，2021 大年可期 10
1、国内市场需求企稳，购物节带动效应明显 10
2、美国经济纾困计划，助推 TV 销量大增 12
3、复工复产助欧洲市场 6 月份报复性消费 13
4、面板库存处于较低水平，整机厂商 Q3 备货动力较强 14
5、2020 销量优于前期预测，2021 供需偏紧态势持续 15
四、复盘产业发展，当前估值仍有上行空间 17
1、竞争格局优化带来龙头企业估值提升 17
2、国内双龙头仍有上行空间 17
五、行业评级及投资建议 19

表 目 录

表 1：韩厂大尺寸面板产能退出计划 7
表 2：2019-2021 年面板厂商扩产节奏 8

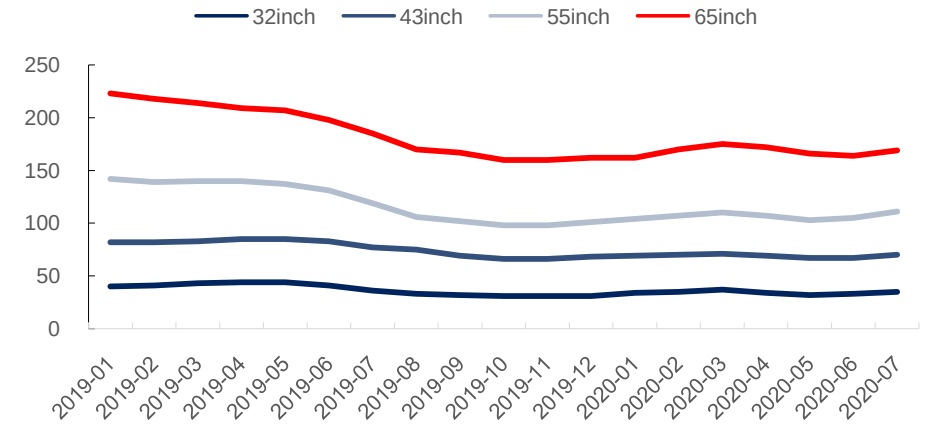
图 目 录

图 1：19 年 1 月~20 年 7 月各尺寸面板价格（美元） 3
图 2：2019-2021 年面板行业供需比 4
图 3：大陆品牌商 TV 出货量（百万台） 5
图 4：韩国及大陆面板厂产能市占率对比 5
图 5：2016 年-2019 年大陆面板厂物料成本变动图价格曲线（美元） 6
图 6：10.5 代线可以有效切割 65 及 75 寸面板 6
图 7：LGD 产能及全球占比（千平方米/月） 8
图 8：三星产能及全球占比（千平方米/月） 8
图 9：全球各地区大尺寸面板产能（K 平方米/月） 9
图 10：全球大尺寸面板产能变化 9
图 11：全球各地区大尺寸面板产能占比 9
图 12：京东方及 TCL 产能占比 9
图 13：2019 年全球 TV 分区域出货份额 10
图 14：2012-2019 年 TV 面板出货总量（百万片） 10
图 15：2019/2020 年中国 TV 市场线上销量占比变化 11
图 16：2019 年全球 TV 分区域出货与份额（百万台） 11
图 17：2020 年内国内市场购物节一览 11
图 18：2020 年美国 TV 销量同比变化 12
图 19：亚马逊 55”4K 高清智能 LED 电视销售额 12
图 20：2020 年欧洲市场销量同比 13
图 21：2019-2020 年信通院手机销量数据（万台） 14
图 22：2019-2020 年面板厂商库存表现 15
图 23：国内六大主流 TV 品牌渠道库存（周） 15
图 24：2014-2020 年全球 TV 平均尺寸（平方米） 16
图 25：2020 年五一期间重点尺寸电视销量表现 16
图 26：2019-2021 年面板厂商供需比 16
图 27：2012-2019 年美光 PB 及 PS 表现 17
图 28：2005-2019 年 LGD 利润表现及估值 18
图 29：2005-2019 年友达光电利润表现及估值 18
图 30：TCL 科技 PB 18
图 31：京东方 A PB 18

一、气势如虹，面板 7 月报价大超预期

7 月 6 日，群智咨询、Witsview 及 AVC 等咨询机构公布了面板 7 月份报价，受面板需求快速回温推动，各尺寸价格均有明显涨幅，大超市场预期。以 55 英寸面板为例，前期市场预期 7 月份该尺寸价格将有 3 美金涨幅，而 **7 月初各大咨询机构将涨幅上修至 6 美金，直接翻倍。**就涨价幅度来看，7 月内 32 及 55 寸面板价格涨幅上看 8-10%。而 43 寸、50 寸与 65 寸，平均涨幅亦可达 6 至 8%。我们前期预判 6 月份将是面板价格的底部，而 7 月份则是板块景气度再度上行的起点，**此次咨询机构的面板报价再度验证了我们的观点。**

图 1：19 年 1 月~20 年 7 月各尺寸面板价格（美元）



资料来源：Witsview，信达证券研发中心

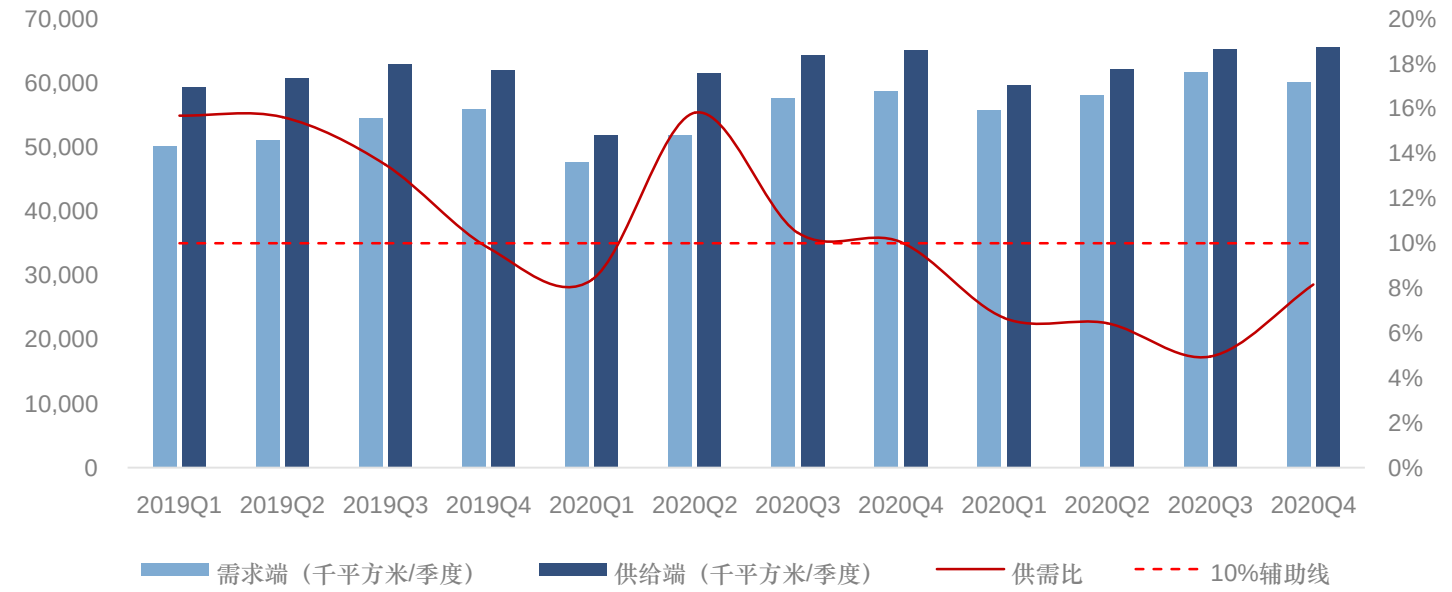
供给端：受疫情影响，前期韩厂暂缓了产能出清的步伐。而 6 月份起伴随着疫情消散，韩厂产能退出开始加速。具体到产能退出节奏，三星计划在 2020 年底之前将所有产能全部退出，其中韩国产线转产 QD OLED，苏州产线将出售；LGD 将于 2020 年关停韩国本土全部 TV 面板产能，仅保留 P7 和 P9 生产线的 IT 产能。**我们预计韩厂将于年内关闭全球总产能的 17%，其中 2020 年内各季度退出节奏为 1:3:6:7，面板竞争格局正加速改善。**同时受疫情影响，惠科等部分面板产商的产能扩张亦有延后。**综合产能退出及扩产因素，我们预计 2020 年全球 7 代以上面板产能将较 2019 年下滑 7.38%。**

此外，市场担心价格上涨后，韩厂或将重演 2017 年旧事，放缓退出节奏。但我们认为本轮韩厂产能退出与 2017 年有本质不同，不会因为价格波动所转移，主要原因有三：（1）规模效应下，陆厂龙头较日韩厂成本更低，盈利能力更强；（2）韩厂的 7 代及 8 代产线无法满足超高清 TV 需求；（3）大尺寸 OLED 面板技术日臻成熟，韩厂希望尽早转至利润前景更佳的 OLED，目前相关设备订单已下，产能退出正有序进行，不会因为价格回暖而转移。

需求端：前期受疫情影响，诸多咨询机构均给出全年 TV 需求下降 10%左右的预测，然而由于居家时间变长，民众观看电视时间增加，TV 销量表现显著优于前期预测。**5 月底 Trendforce 给出了最新的预测，全年电视出货量将衰退 5.8%，远优于市场预期。**其中美国市场受补贴推动，销量逆势上扬，我们通过拉取亚马逊网络端销量数据亦证明了这一点。而欧洲各国在解封后，更是出现了报复性消费。目前欧洲最大的线下电子产品连锁卖场 Media Market 仍是限时开放，但民众购物热情极高。其中法国的电视机销量在第 20 周（5 月 11 日-17 日）同比增速高达 67%。这也是前期 TCL 科技，京东方接到海外急单的直接原因。详细数据分析我们将在第三章展开。

价格展望：2020 年 Q3，IHS 预计面板需求环比将实现 30%-40%的增长。**供需共振下，面板涨势将持续整个 Q3！**进入 2020 年 Q4，需求相对放缓，价格重回平稳。2021 年，随着新冠疫情得到全面控制，经济恢复带动民众购买力提升，全球 TV 销量将回升；此外 4K 普及亦将带动 TV 尺寸增大，预计 2021 年大尺寸面板面积需求将超过 2019 年 11％。面板供需不平衡将再度加剧，**价格上涨将贯穿 2021 年前三季度。**

图 2：2019-2021 年面板行业供需比



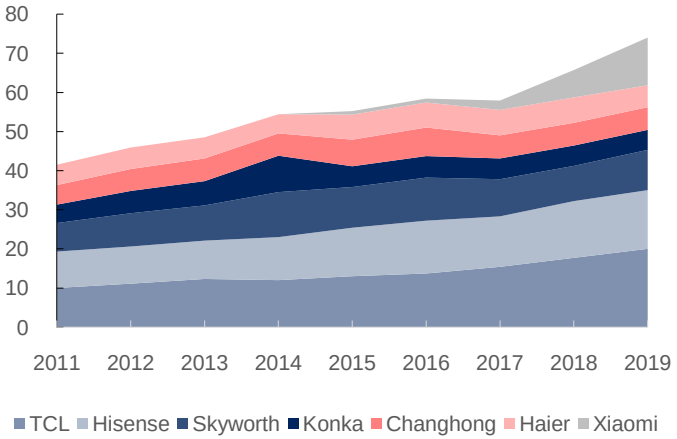
资料来源：IHS，信达证券研发中心

二、量化面板产能趋势，涨价不会影响退出节奏

1、大陆面板厂竞争优势凸显，全球份额持续抬升

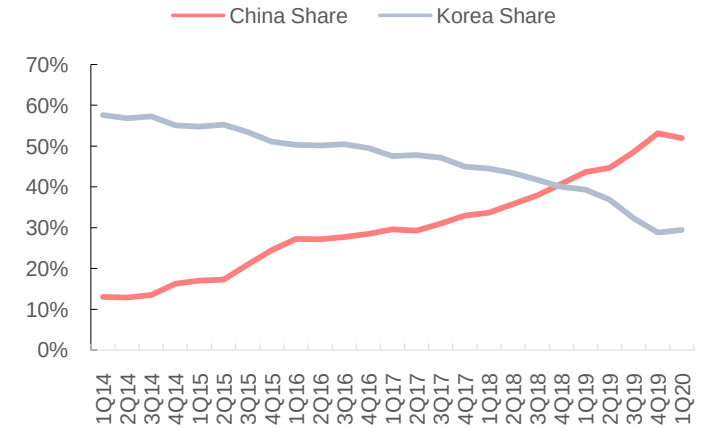
自 2010 年以来，国内电视品牌厂商快速崛起，销售量逐年拉升，对大尺寸面板的需求亦快速增长。2019 年，国内 TOP7 电视厂商总出货量达到 7400 万台，占据了全球份额的 34.58%。为实现供应链配套，国内面板双雄京东方及华星光电率先开启了大尺寸面板产能的建设，之后 CEC 及惠科等公司也相继加入了尺寸面板之争。随着各大尺寸面板生产线相继量产，陆厂产能逐年提升。**根据信达电子测算，大陆厂商的大尺寸面板产能全球占比由 14 年 Q1 的 13.02%提升至 20 年 Q1 的 52.00%，并于 2018 年一举超过了韩厂。**

图 3：大陆品牌商 TV 出货量（百万台）



资料来源：信达证券研发中心整理

图 4：韩国及大陆面板厂产能市占率对比



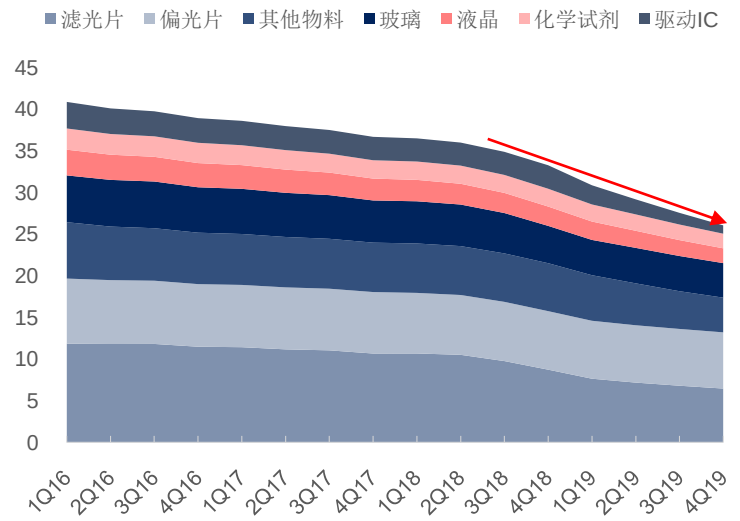
资料来源：IHS，信达证券研发中心测算

大陆面板厂商的突飞猛进，除受下游市场推动外，更多是因为产业链上下游的多年努力，从而实现了材料、工艺等领域的全面突破，构建了强有力的护城河。关于国产厂商的竞争优势，我们在前期深度《三星退出+疫情扰动，看面板供需新格局》文中已有详细解读，主要可以归纳为以下两点：

（1）材料国产化、规模效应及聚集效应下，大陆面板龙头较日韩厂商成本更低，盈利能力也更强：当前，大陆面板厂商在上游的液晶、偏光片、PCB、模具以及关键性的靶材线都在全面导入国产化，有效地降低了物料成本。此外，厂商们在设厂之初不仅考虑到上游玻璃、偏光片厂，还考虑到与下游整机厂之间的协同，从而降低人力成本、运输成本等，形成了一定的产业聚集效应。不断增长地出货量也使规模效应日益明显。长期以往，韩厂相比陆厂的利润水平差距将越发拉大。

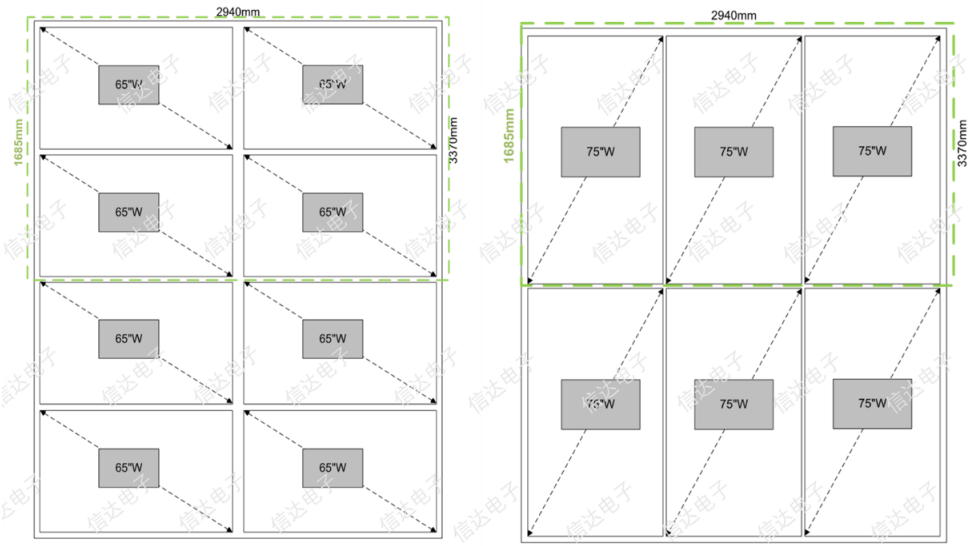
（2）韩厂的 7 代及 8 代线无法有效切割 65、75 寸面板，不适应超高清需求：受尺寸限制，7 代线及 8 代线切割大尺寸面板往往需要混合切割，效率不高。而 10.5 代线的诞生则解决了这一难题，从切割方式来看，一片 10.5 代线面板可以切割 18 片 43 英寸、8 片 65 英寸、6 片 75 英寸面板，有效提升了大尺寸面的生产效率。目前，全球共有 5 条 10.5 代线，其中国内面板双雄京东方及华星光电各有两条，夏普在广州有一条 10.5 代线，主要用于自产 TV。**韩国厂商无 10.5 代线，在 TV 尺寸日益增长的背景下，韩国厂商竞争力明显处于下风。**

图 5：2016 年-2019 年大陆面板厂物料成本变动图价格曲线（美元）



资料来源：Trendforce，信达证券研发中心

图 6：10.5 代线可以有效切割 65 及 75 寸面板



资料来源：信达证券研发中心绘制

2、韩厂 6 月再启产能出清，产业链格局加速优化

大陆面板厂规模效应强，产品成本更为低廉，相较韩国厂商而言盈利能力更强；10.5 代线的横空出世更是让陆厂竞争优势凸显。作为应对，韩厂开始将目光转向大尺寸 OLED 面板。**目前 WOLED，QD OLED 等大尺寸 OLED 技术已经日趋成熟，且利润前景更佳。**据产业链调研了解，目前 65 英寸 OLED 面板价格在 800-900 美金左右，而同样尺寸 LCD 面板价格目前仅为 171 美金。二者之间有相当明显的价差。**据产业链调研，目前韩厂的 OLED 设备订单已下，产能退出正有序进行，不会因为价格回暖而转移。**

2020 年 1 月 7 日，LGD 官宣将于 2020 年底前关闭韩国本土 LCDTV 产能；3 月 31 日，三星显示正式向客户发送通知，决定

将于 2020 年末终止所有 LCD 产品的供应。二者的产能退出均是为了转产 OLED，而韩厂的产能出清也将加速改变行业的供给总量及竞争格局。

（1）LGD: LGD 当前在本土共有 P7、P8、P9 三条大尺寸 LCD 产线，设计产能分别为 230K（含 30KIT 产能）、240K（含 40KIT 产能）、90K。公司在年初的 CES 展会宣布将于 2020 年关停韩国本土全部 TV 面板产能；而 P9 由于为苹果供 IT 面板，不在退出规划之内。

（2）三星: 目前三星在韩国本土有 L8-1、L8-2、L7-2 三条大尺寸 LCD 生产线，设计产能分别为 200K、170K 和 160K。同时在苏州有一条 70K 产能的 8 代线。三星原计划在 2021 年底之前将 L8-1 及 L8-2 产能全部退出，而 L7-2 则保留 50K 的 IT 产能。而最新计划中，三星将在 2020 年底之前退出所有 LCD 产能，其中韩国产线转产 QDOLED，苏州产线将出售。

表 1：韩厂大尺寸面板产能退出计划

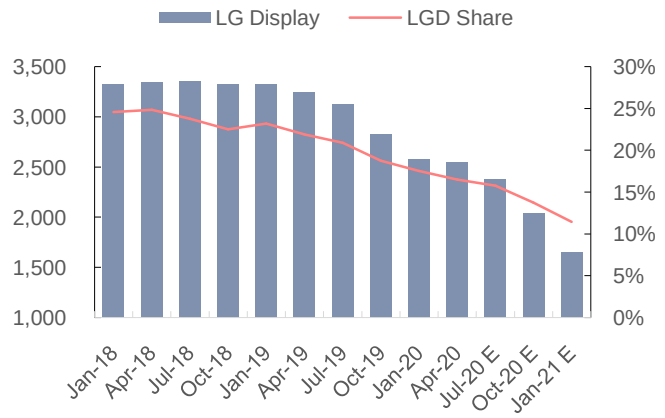
厂商	产线	世代	投产时间	总产能（K/M）	退出产能（K/M）	停产计划
LG Display	P7	7	2006Q1	230	200	1、设计产能包括 200K TV 产能及 30K IT 产能； 2、19Q4 已关闭 60K TV 产能，剩余 110K TV 产能将在年内退出
	P8	8	2009Q2	240	200	1、设计产能包括 200K TV 产能及 40K IT 产能； 2、19Q4 已关闭 130K TV 产能，剩余 70K TV 产能将在年内退出。
	P9	8	2016Q1	90	-	Apple IT 产线，维持现有产能
	广州 Fab1	8	2014Q2	100	-	大陆 TV 产线，维持现有产能
	广州 Fab2	8	2016Q3	100	-	大陆 TV 产线，维持现有产能
Samsung	苏州	8	2014Q1	70	-	大陆 IT 产线，未来计划出售
	L7-2	7	2006Q1	160	160	20 年 6 月起开始产能退出
	L8-1	8	2007Q3	200	200	19Q3 关停了 90K 产能，20 年 6 月起将重启退出计划
	L8-2	8	2009Q2	170	170	19Q3 关停了 30K 产能，20 年 6 月起将重启退出计划

资料来源：信达证券研发中心整理

根据 LGD 及三星的最新停产计划我们可以测算出，韩国厂商在 2019 年 2H 及 2020 年内，规划退出的产能合计达 3500 千平方米/月，其中 **2020 年内将退出 2300 千平方米/月的大尺寸面板产能，相当于全球总产能的 17%。**具体到各季度的产能退出节奏，我们通过产业链调研了解到，前期受疫情影响，1-5 月内韩厂产能退出暂缓。6 月份起伴随着疫情消散，韩厂产能退出开始加速。**Q1-Q4 各季度退出比例约为为 1:3:6:7。**

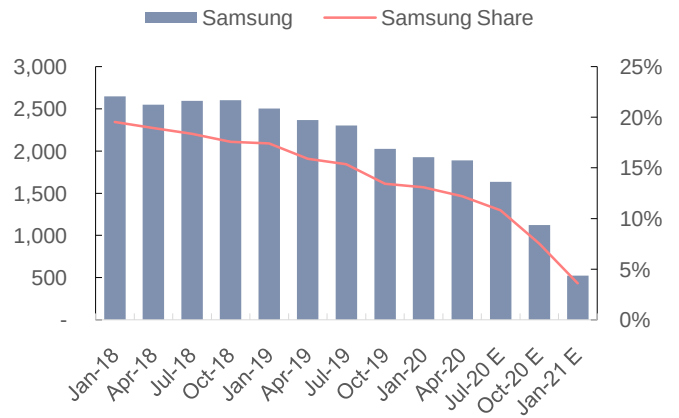
从市占率角度来看，预计至 2020 年末，韩厂市占率将由 2019 年初的 40.63%降至 15.71%。其中，三星全球占比由 17.43%降至 2020 年末的 3.77%（不考虑三星苏州的出售）；LGD 占比由 23.21%降至 2020 年末的 11.94%。

图 7：LGD 产能及全球占比（千平方米/月）



资料来源：信达证券研发中心测算

图 8：三星产能及全球占比（千平方米/月）



资料来源：信达证券研发中心测算

疫情影响之下，除韩厂加速退出外，部分面板厂产能扩张亦有延后。以惠科为例，公司受制于技术积累及客户开拓等因素，目前仍专注于南方市场的小尺寸 TV，32 英寸产品占比高达 80%，盈利状况一般。这也一定程度上影响了公司新线的产能扩张。其中滁州 H2 产线原计划建设 150K 产能，但后来调降至 120K，绵阳 H4 产线的产能规划也由 150K 下修至 70K。经测算，2020 年内几大厂商的产能扩张合计近 1400 千平方米/月，相当于全球总产能的 10%。**那么，综合韩厂产能退出及其他厂商产能扩张，2020 年内大尺寸面板产能供给将下滑 7.38%。**

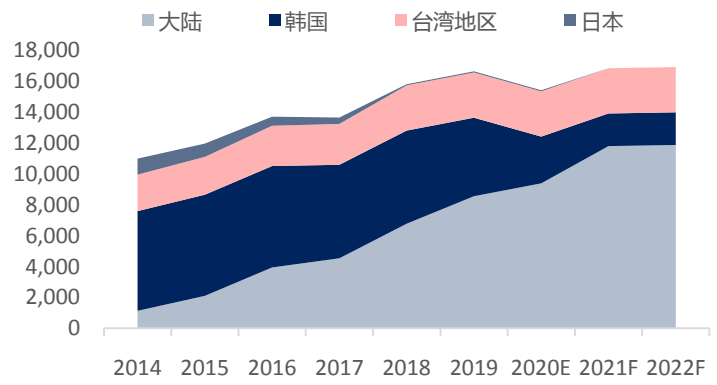
表 2：2019-2021 年面板厂商扩产节奏

地区	厂商	产线	世代	地点	设计产能（K/M）	投产时间	扩产
大陆	京东方	B17	10.5	武汉	120	2020Q1	产能爬坡中，受疫情影响有所延后
	华星光电	T7	10.5	深圳	105	2020Q4	2020 年 Q4 计划投产，预计在 2021 年逐步释放产能
	惠科	滁州 H2	8.6	滁州	150	2019Q3	原计划建设 150K，但后来调降至 120K
		绵阳 H4	8.6	绵阳	150	2020Q3	原计划建设 150K，不过据设备供应商的反馈，公司已将总规划下修至 70K
日本/台湾地区	夏普/鸿海	广州	10.5	广州	90	2020Q1	一期 45K 产能爬坡中；二期预计在 21 年投产。

资料来源：信达证券研发中心整理

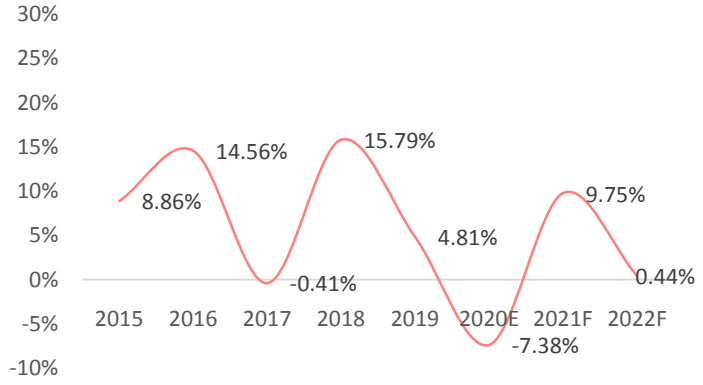
进入 2021 年，京东方 B17 的 120K 产能将在 1H 达产；而华星光电的 T7 也将逐步释放产能；此外夏普广州线也有望开启二期建设。**根据我们测算，2021 年底全球大尺寸面板供给面积将增长 9.75%，略超 2019 年中水平。**

图 9：全球各地区大尺寸面板产能（K 平方米/月）



资料来源：信达证券研发中心测算

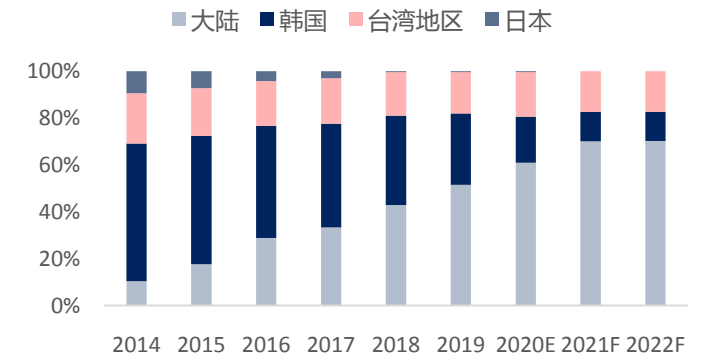
图 10：全球大尺寸面板产能变化



资料来源：信达证券研发中心整理

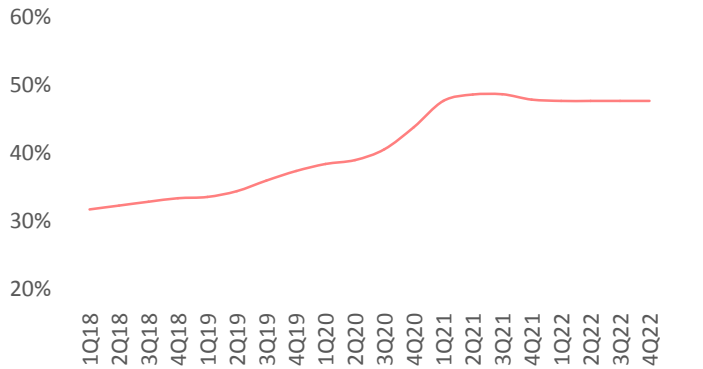
韩厂的加速退出也极大地改变了行业的供给格局。**2020 年，大陆面板厂商产能供给占比将超过 60%，2021 及 2022 年占比将超过 70%，行业话语权将大大增强。价格波动性也将大为平缓。**

图 11：全球各地区大尺寸面板产能占比



资料来源：信达证券研发中心测算

图 12：京东方及 TCL 产能占比

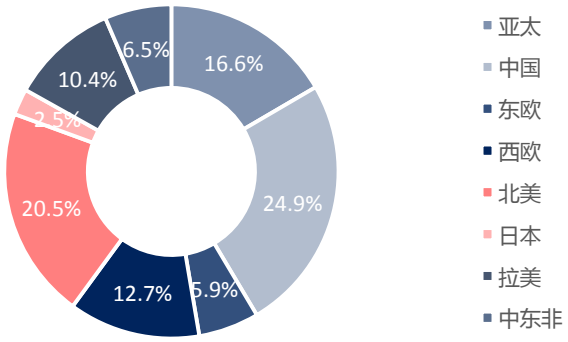


资料来源：信达证券研发中心整理

三、高频数据跟踪全球需求变化，2021 大年可期

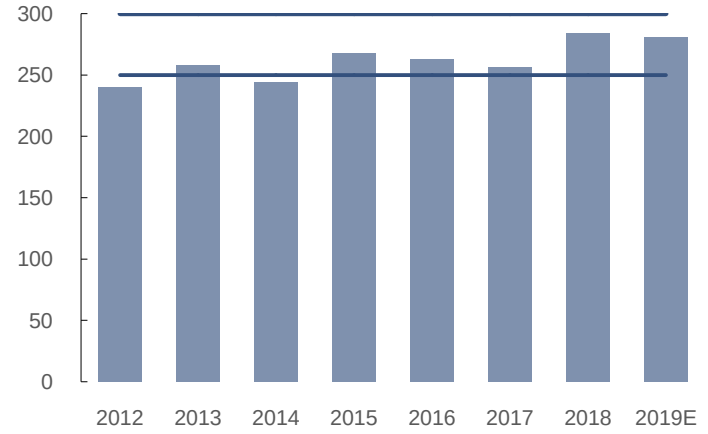
2015 年以来，TV 面板销量就一直稳定在 2.50-3.00 亿片之间，地域结构也较为稳定。AVC 数据显示，**2019 年内全球 TV 品牌出货中，中国占比为 24.9%，北美地区占比为 20.5%，西欧+东欧地区占比为 18.6%。**

图 13：2019 年全球 TV 分区域出货份额



资料来源：AVC，信达证券研发中心

图 14：2012-2019 年 TV 面板出货总量（百万片）



资料来源：群智咨询，信达证券研发中心

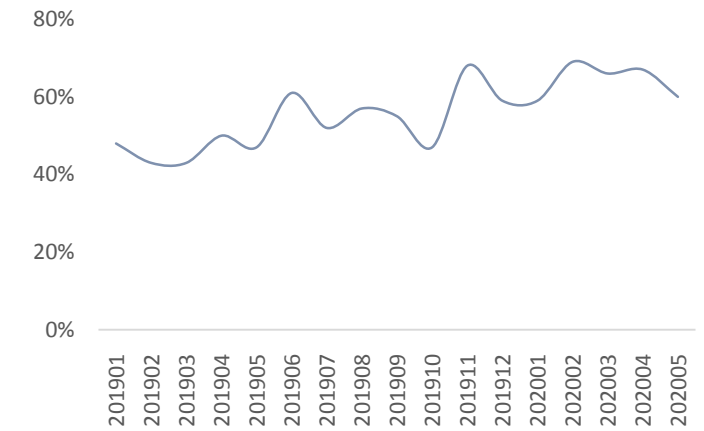
前期受疫情影响，一季度各主要地区电视销量均出现较大幅度的下滑，诸多咨询机构均给出全年 TV 需求下降 10%左右的预测。然而由于居家时间变长，民众观看电视时间增加，当下 TV 销量表现优于前期预测。**前期 Trendforce 给出了最新的预测，全年电视出货量将下降 5.8%，远优于市场预期。**下文中，我们将对中国，北美，欧洲三大主要市场需求做量化分析。

1、国内市场需求企稳，购物节带动效应明显

疫情对线下冲击巨大，线上率先回暖。分渠道看，疫情对线下 TV 销售冲击更大，因为更多消费者在疫情期间从线下转向线上消费，线上渠道随着疫情进入中后期逐渐恢复增长，目前中国的线上市场每周均保持 30%左右的同比增长。线下市场虽然依旧表现疲软，但占比已经大大降低。对比 2019 年中国 TV 市场，可以明显看出疫情带来线上销量占比提升，从 2019 年的 50%左右提升到 2020 年上半年的 65%左右。

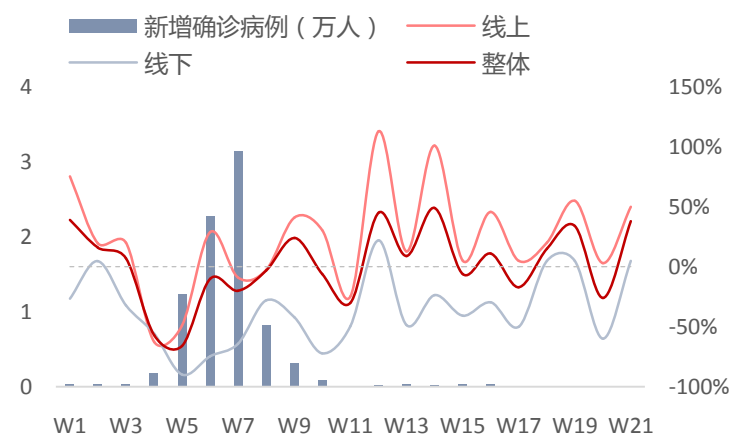
疫情后期，中国大陆 TV 市场 V 型反弹并且逐渐企稳。1 月底至 2 月初中国疫情最严重的 W3-W6，中国 TV 市场销量出现断崖式下滑，分别同比下滑 55%、66%和 10%。自 W7 全国陆续复工，疫情逐渐得到控制后，国内需求市场逐渐回暖且节假日促销效果明显，以“清明”、“五一”及“618”假期为例，TV 销量分别同比增长了 49%、15%、19.9%。

图 15：2019/2020 年中国 TV 市场线上销量占比变化



资料来源：AVC，信达证券研发中心整理

图 16：2019 年全球 TV 分区域出货与份额（百万台）



资料来源：信达证券研发中心整理

购物节驱动 Q3 销量表现向上：展望下半年，国内市场购物节频出，7 月份的“夏日狂欢购”；8 月份的“88 狂欢节”、“818 大促”；9 月份的“99 聚划算”；往后的中秋国庆、双十一、黑五、双十二等。叠加房产、下乡等因素刺激，这些大促的节点都将迎来增长。综合来看，我们预计 Q3 国内 TV 市场销量同比增长 2.5%；而 Q4 由于去年销量基数偏高，所以同比或将微降。**纵观全年，我们预计国内 TV 市场将有近 5%的下滑。**

图 17：2020 年内国内市场购物节一览



资料来源：AVC，信达证券研发中心

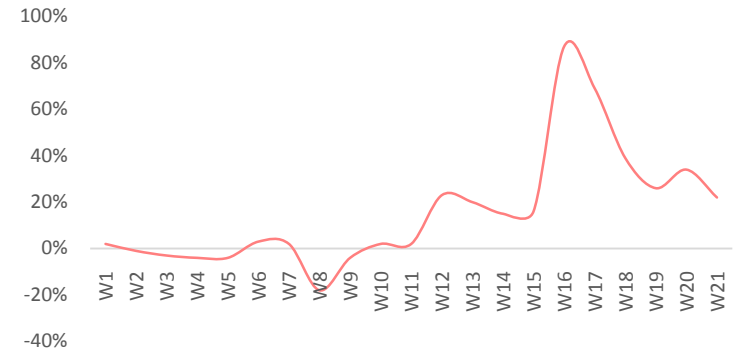
2、美国经济纾困计划，助推 TV 销量大增

美国方面，疫情期间，随着周确诊人数的增长，周电视出货同比增速拉升，**美国市场的电视销量逆势增长，更多原因在于美国政府的经济纾困计划。**

自新冠疫情暴发以来，美国国会先后通过了四轮经济纾困计划，内容包括发放失业救济金、现金支票、小企业贷款、补助航空公司等等，总额近 2.9 万亿美元。**对于普通民众而言，可以领取最高人均 1200 元美元的现金支票补贴。失业人口还可额外申报每周 600 美元的失业救济金**，一些严格意义上不在失业金领取范围的人，比如小时工和自由职业者也可获得补助。

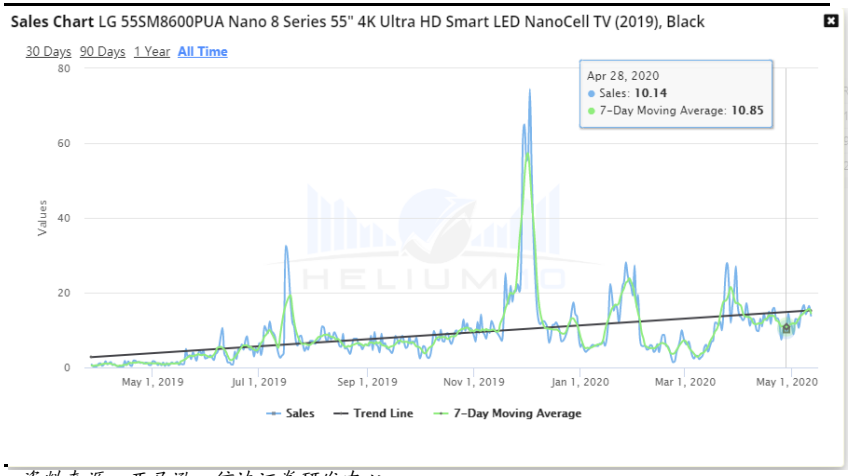
美国政府补贴发放和电视机销量数据表现直接挂钩，通过 NPD 数据统计，我们可以看出在首轮现金支票补贴发放的第 16 周，美国电视机出货数据出现同比 87%的爆发式增长，往后虽有回落，但均维持了同比 20%以上的高增。而我们拉取亚马逊的电视机销量数据也证明了这一点。

图 18：2020 年美国 TV 销量同比变化



资料来源：NPD，信达证券研发中心

图 19：亚马逊 55”4K 高清智能 LED 电视销售额



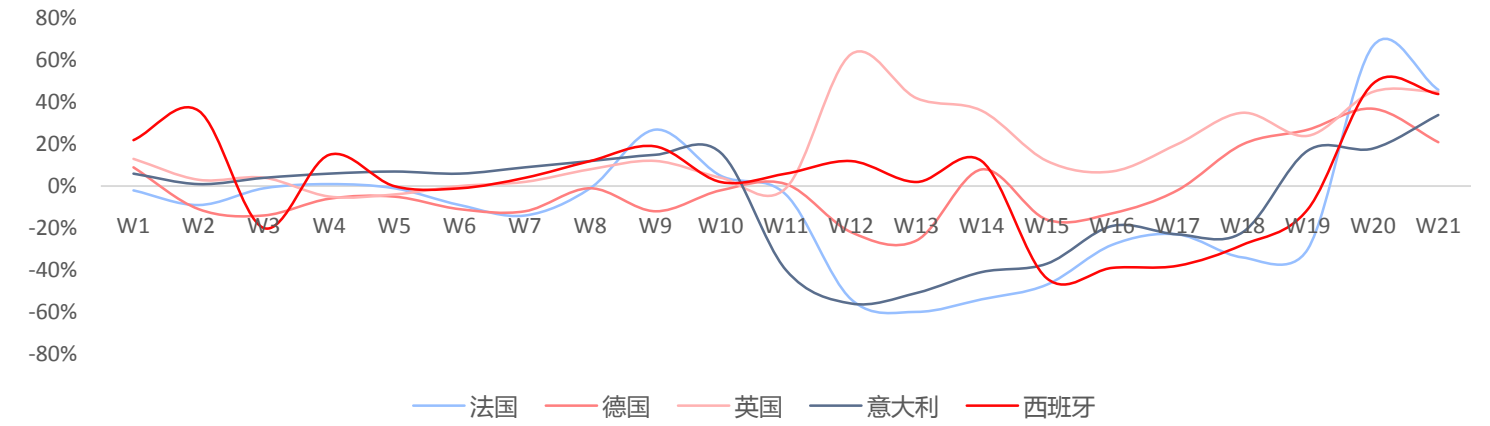
资料来源：亚马逊，信达证券研发中心

展望下半年，美国财政部部长姆努钦于 7 月 9 日称将推进新一轮经济刺激计划，主要针对三个方面：一是向家庭派发新一轮现金支票，二是为失业工人延长额外失业救济金领取时间，三是更有针对性地为小微企业减免贷款。我们认为**伴随着第二轮现金支票补贴发放，美国 TV 销量表现将再度迎来新的爆发，美国市场 TV 销量全年增速有望维持在 20%左右。**

3、复工复产助欧洲市场 6 月份报复性消费

疫情期间西欧各国表现略有分化，整体来看五月下旬 TV 销量快速复苏。西欧作为成熟市场，对 TV 有比较稳定的需求，疫情爆发后，各国因政策不同导致销量表现略有分化，比如英国起初的“群体免疫”政策带来恐慌性购物进而带动疫情期间 TV 销量增长显著，其他国家如法国、意大利等疫情爆发后销量大幅下滑。**随着欧洲各国解封，逐渐复工复产，一些国家出现了报复性消费。尽管欧洲最大的线下电子产品连锁卖场 Media Market 仍是限时开放，但民众购物热情极高。**其中法国的电视机销量在第 20 周（5 月 11 日-17 日）同比增速高达 67%。

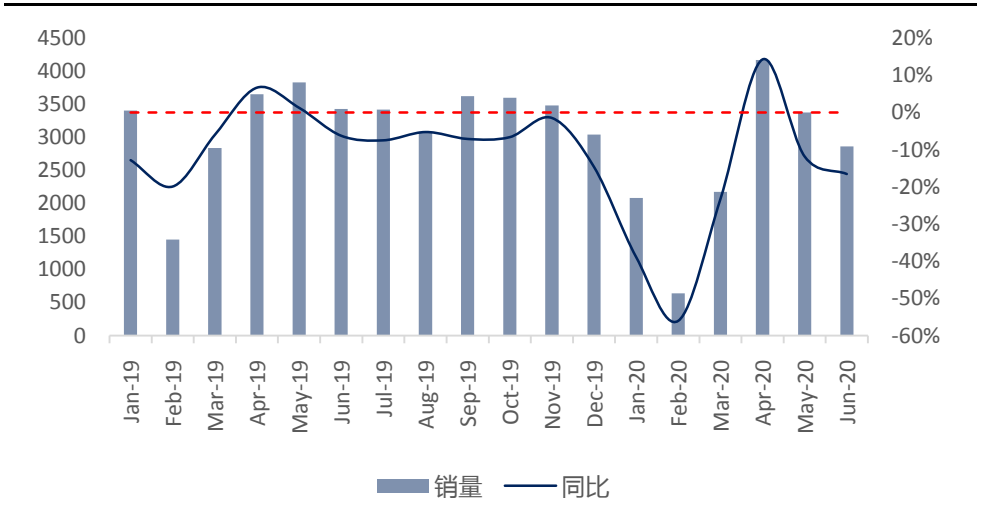
图 20：2020 年欧洲市场销量同比



资料来源：信达证券研发中心整理

但是，我们认为大尺寸面板需求激增的持续性不强。参考国内手机市场出货量数据，疫情后期 4 月份国内手机市场出货 4173 万台，同比增长 14.23%。然而后续数月出货量再度下滑，进入报复性消费后的疲软期。欧洲市场也是如此，在报复性消费之后，需求也将回落。所以**我们预计欧洲市场全年出货量仍将下滑 7-8%之间。**

图 21：2019-2020 年信通院手机销量数据（万台）



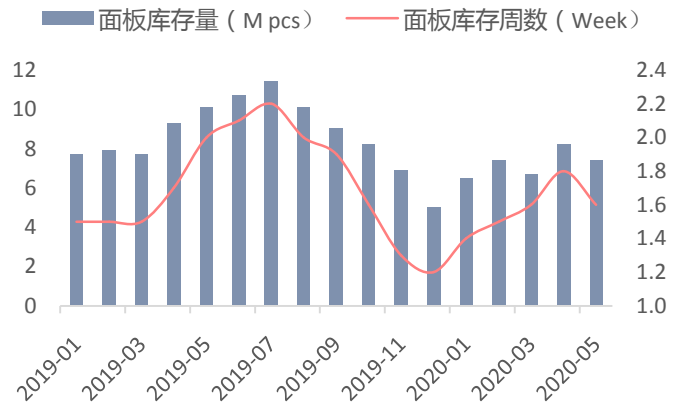
资料来源：信通院，信达证券研发中心整理

4、面板库存处于较低水平，整机厂商 Q3 备货动力较强

随着疫情在全球各地区逐渐得到控制，中国、美国、英国、西班牙等各个国家的销售回暖，促使品牌商修正了三四季度的 TV 出货预期。叠加当前面板价格正处于较低水平这一因素，整机厂商备货需求较强。IHS 预期，电视机厂商在第三季度的订单量将环比增加 30%-40%。

此外不少投资者担心 TV 厂商库存情况，我们援引 AVC 数据可见，前期疫情期间，国内六大 TV 品牌（创维、海信、TCL、长虹、康佳、海尔）的渠道库存水位明显提升，较同期上升了 2-3 周，但疫情后期库存得到了快速消化。预计 **6 月份渠道库存周转天数降至 8 周左右**。而面板厂库存则相对较低，**5 月份面板厂库存周数仅为 1.6 周，处于历史低位**。**综合来看，当前面板产业链库存水位仍处较低水平，这也为面板价格在 Q3 的大涨奠定了基础。**

图 22：2019-2020 年面板厂商库存表现



资料来源：信达证券研发中心整理

图 23：国内六大主流 TV 品牌渠道库存（周）



资料来源：AVC，信达证券研发中心

5、2020 销量优于前期预测，2021 供需偏紧态势持续

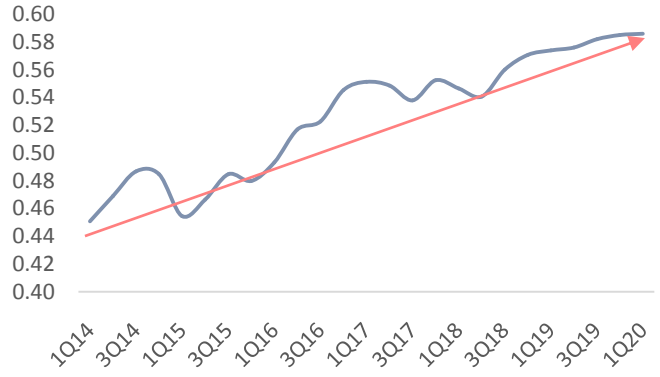
前期受疫情影响，诸多咨询机构均给出全年 TV 需求下降 10%左右的预测，然而由于居家时间变长，民众观看电视时间增加，TV 销量表现显著优于前期预测，2020Q2 环比仅有小幅下降。**5 月底 Trendforce 给出了最新的预测，全年电视出货量将衰退 5.8%，远优于市场此前预期。**2021 年，随着新冠疫情得到全面控制，经济恢复带动民众购买力提升，全球 TV 销量将进一步回升。

除了 TV 销量恢复外，我们认为 TV 面板需求增长的另一核心驱动力为电视机尺寸的增加。2014 年-2019 年，全球 TV 销量稳定在 2.2 亿台左右，TV 面板出货量也一直稳定在 2.5-3.0 亿片之间。与此同时，全球电视机的平均尺寸却由 2014Q1 的 40.4 英寸提升到了 2020Q1 的 46.1 英寸，年复合增长率为 4.18%。2020 年五一期间，55 英寸及 65 英寸的大尺寸 TV 产品整体销量占比最高，线上占比分别为 29%和 15%，线下占比分别为 37%和 23%，环比也实现了较好的表现。消费者对于大尺寸产品的偏好愈加明显。

根据 2019 年发布的《超高清视频产业行动计划》，2020 年复合高动态范围、宽色域、三尾声、高帧率、高色深要求的 4K 终端电视销量占比要超过 40%；2022 年符合该要求的 4K 电视终端全面普及，8K 电视重点占比超过 5%。电视平均尺寸增长进一步加速。**预计全球电视平均尺寸将由 2019 年的 45.4 英寸增长到 2021 年的 49.2 英寸。**

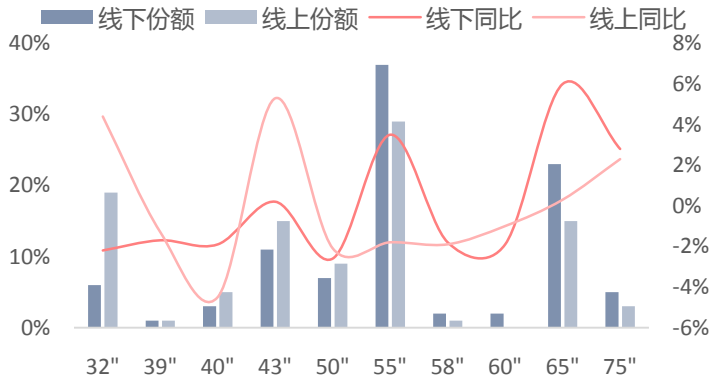
综合销量及面积来看，我们预计 2021 年大尺寸面板面积需求将超过 2019 年 11%。

图 24：2014-2020 年全球 TV 平均尺寸（平方米）



资料来源：群智咨询，信达证券研发中心

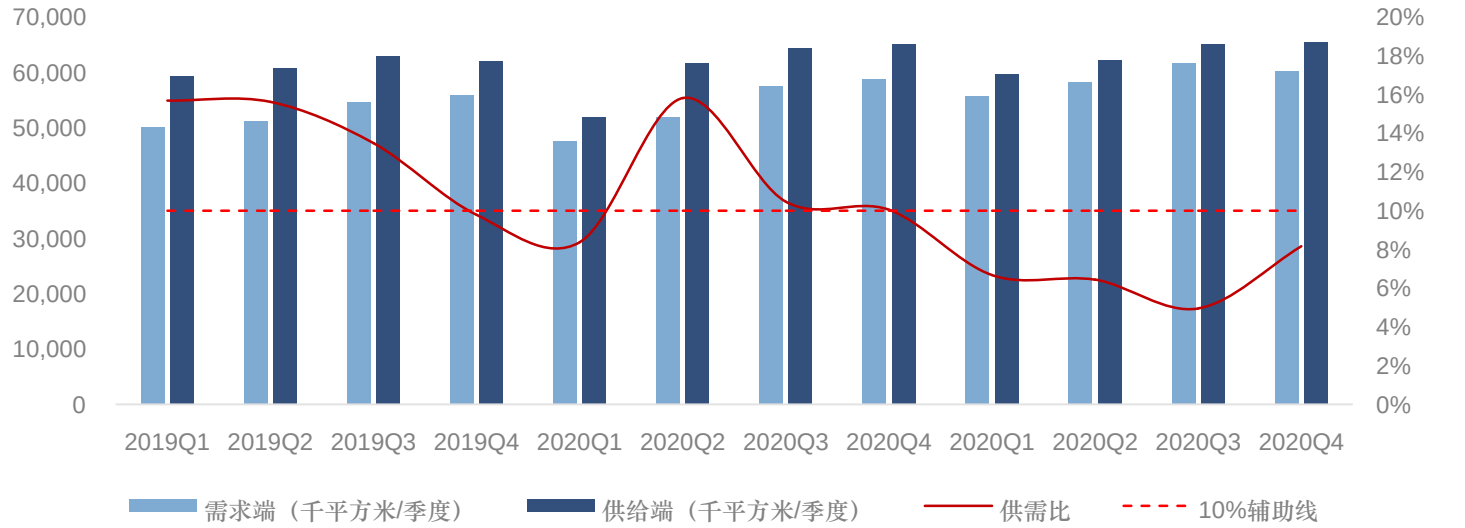
图 25：2020 年五一期间重点尺寸电视销量表现



资料来源：奥维云网，信达证券研发中

供给端方面，2019 至 2021 年，综合考虑韩厂退出及陆厂扩产，全球大尺寸面板产能只会增长 1.65%。大尺寸面板供应供求比在 21Q3 将达 5%，出现较大幅度的供不应求，价格上涨将贯穿 2021 年前三季度。长期来看，京东方、TCL 双雄将占据全球 50%以上市场，议价能力提升将平缓价格波动；在 LCD 面板产线在折旧完成后，亦将成为现金流资产，国产双雄显著受益。

图 26：2019-2021 年面板厂商供需比



资料来源：信达证券研发中心整理

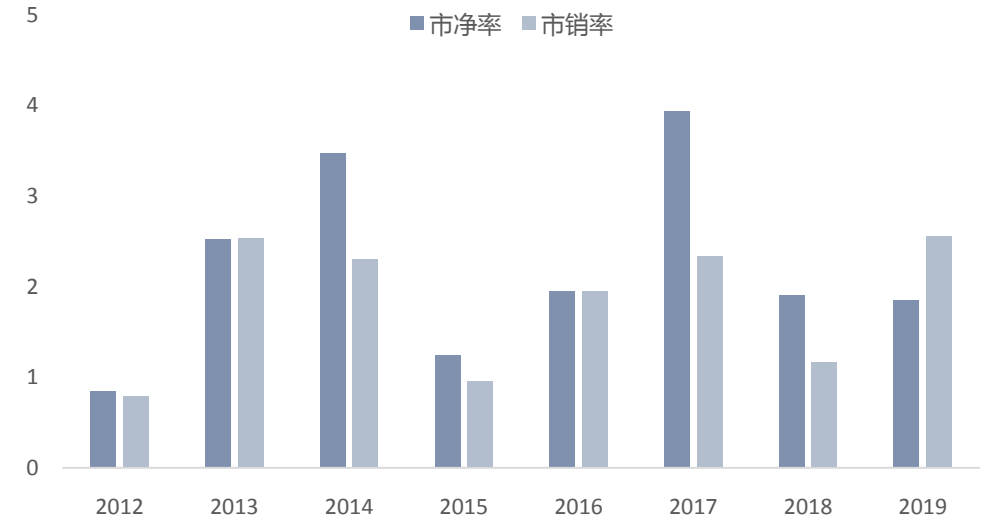
四、复盘产业发展，当前估值仍有上行空间

1、竞争格局优化带来龙头企业估值提升

面板和存储器行业相似众多。以 DRAM 市场为例，随着 2010-2019 年间存储器市场占有率的提升，龙头企业的估值也实现了极大幅度的增长。由于存储器产能大规模出清时点为 2009 年（奇梦达破产）和 2012 年（尔必达破产）。所以我们选择 2012 年为起点，2012 年美光的 PB 仅为 0.84 倍，PS 为 0.79 倍；而行业产能出清后，2014 年美光的 PB 旋即增至 3.48 倍，PS 增至 2.30 倍。增幅分别达到了 313.14%和 192.44%。

而当下韩厂退出已成定局，京东方及华星光电市占率正向 60%逼近，势必会带来企业估值的大幅增长。

图 27：2012-2019 年美光 PB 及 PS 表现

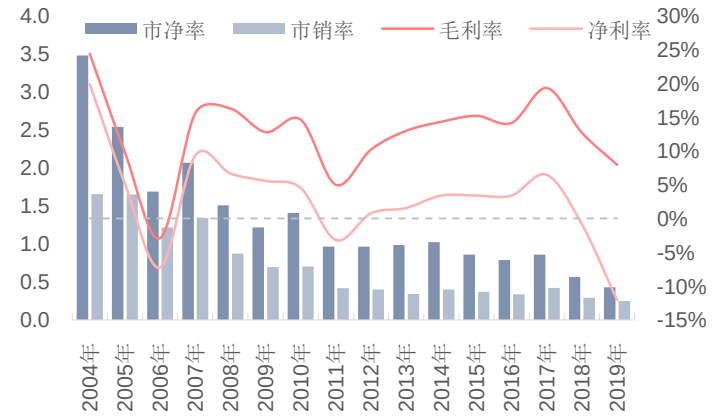


资料来源：信达证券研发中心整理

2、国内双龙头仍有上行空间

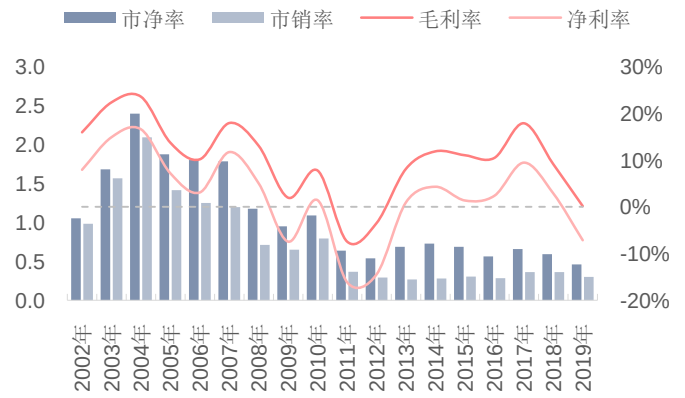
大尺寸面板行业在过去的十余年间集中度较低，竞争较为激烈，板块公司业绩有一定周期性，需综合采用 PE，PB，PS 等方式进行估值。2002-2010 年间，全球面板产业发展态势良好，龙头厂商的盈利能力较强，市场也给予了 LGD、友达光电较高的估值水平，PB 在 1.5-2.5 之间，**LGD 还曾有过 3.48 倍的 PB 表现**。PS 则普遍在 1-2 倍之间，友达光电曾有 2.09 倍的 PS 表现。

图 28：2005-2019 年 LGD 利润表现及估值



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

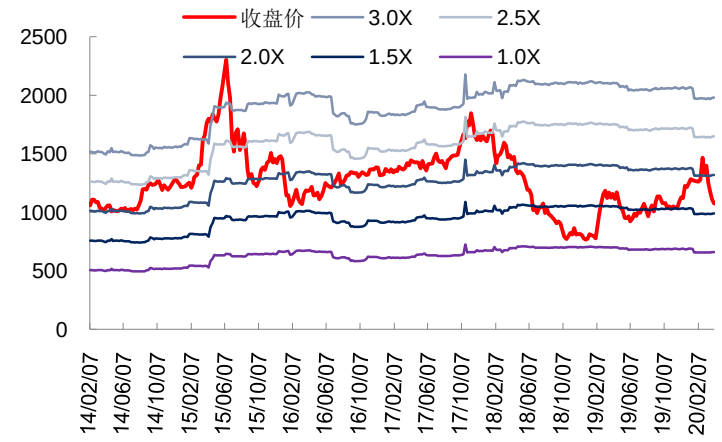
图 29：2005-2019 年友达光电利润表现及估值



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

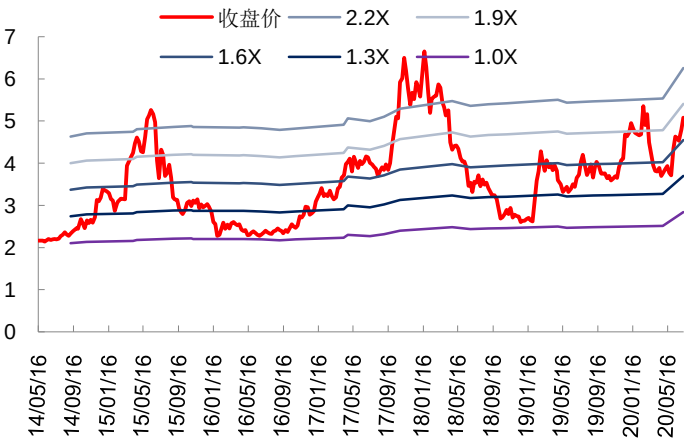
而前期面板双龙头虽有一定涨幅，但相较其他电子龙头仍有补涨空间。目前京东方及 TCL 科技目前 PB 分别为 1.79 倍及 3.07 倍，距离 LGD 曾今的 3.48 倍 PB 也有相当空间。考虑到未来韩国厂商的大规模产能退出，竞争结构大为优化，产业的周期波动亦将平滑，还应给予一定估值溢价。

图 30：TCL 科技 PB



资料来源：WInd，信达证券研发中心

图 31：京东方 APB



资料来源：Wind，信达证券研发中心

五、行业评级及投资建议

本文从供需两侧分析了面板行业的竞争格局。**供给端：**韩厂于今年相继公告大尺寸面板产能退出计划，其退出节奏及幅度均远超市场预期。而 TCL 科技、京东方等国产龙头厂商亦开启并购计划，未来面板双龙头的市占率之和望达 60%，面板竞争格局正加速改善，龙头议价能力凸显。**需求端：**全球各地区相继走出疫情阴霾，TV 需求快速转暖，其中欧洲市场更是于 5 月底出现报复性消费。同时，由于居家时间变长，民众观看电视时间增加，TV 销量表现实则优于市场预期。供需共振下，面板价格已开始上涨。**展望 2021 年**，后疫情时代的经济恢复及欧洲杯、奥运会赛事举行的推动下，TV 销量将进一步回暖；4K 全面普及亦将助力 TV 尺寸增大。供需缺口望进一步放大。价格上涨将贯穿 2021 年前三季度。**我们坚定看好 A 股面板板块的投资价值，维持行业“看好”评级。建议关注：京东方 A、TCL 科技。**

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名；18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名；18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，熟悉半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	Wangliuyang@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。