



行业研究 | 深度报告 | 电子元件

“屏地风雷”系列深度报告之十六：论面板龙头的红利价值

报告要点

面板产线和晶圆代工厂业务模式具有一定相似，极重资产且会计政策上采取激进的折旧计提。但不同之处在于面板行业大技术周期寿命长，初代技术 CRT 显示历经半个多世纪才被 LCD 显示替代，目前 LCD 技术在大尺寸应用领域依然具有统治力。在长达数十年的技术周期里，企业将经历融资投入期、现金流修复期和利润释放期。本文主要探讨了大尺寸 LCD 行业步入价值红利回报阶段的可能性，以及开创科技制造业周期转价值先河的三个必要条件。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012



谢尔曼

SAC: S0490518070003



范超

SAC: S0490513080001

SFC: BQK473

“屏地风雷”系列深度报告之十六：论面板龙头的红利价值

行业研究 | 深度报告

投资评级 看好 | 维持

折旧高点已过，步入收获期后盈利重估

面板产线和晶圆代工厂业务模式具有一定相似，极重资产且会计政策上采取激进的折旧计提。但不同之处在于面板行业大技术周期寿命长，在长达数十年的技术周期里，企业将经历融资投入期、现金流修复期和利润释放期。中国大陆面板厂仍有大量 2014 年后投产的线体处于折旧期。京东方在 2015 年、2017 年、2018 年和 2019 年当年均有两条大线投产；TCL 科技 2019 年至 2021 年是投产高峰期；彩虹股份 2018 年主力产线投产。我们认为 2024 年至 2025 年可能成为中国大陆 LCD 面板供应商折旧的顶点，合理推断在未来能够看到成本压力释放后的利润增长红利期。按照折旧减少在未来增厚的利润及 40% 的分红比例对面板龙头企业未来分红及股息率进行推演，其中 2024 年盈利预测取 Wind 一致预期，市值取 2 月 8 日收盘。可以看出，LCD 龙头实质可能是未来的红利企业，2029 年股息率分别来到 11% 和 14%。以现金流视角看，要让 2029 年股息率回到 4% 以下，未来五年内市值可看 277% 和 344% 的空间。

LCD 面板周期转价值，在于具备三大必要条件

必要条件一：行业高度集中，供应商掌握话语权。对于科技制造业而言，过于分散的竞争格局会使供给难以匹配需求，同质化的产品容易形成经济学上经典的蛛网模型，从而让行业表现出周期性。因此，我们认为高度集中的行业竞争格局是首要的条件。2022 年中国大陆面板厂商 LCD TV 面板出货量占据全球 65% 以上的份额，随着 2022 年三星关闭最后的大尺寸 LCD 产线，2023 年中国大陆供应商份额超过 70%，行业集中度进一步提升。

必要条件二：先发优势或高进入门槛。LCD TV 面板具有明显的后发优势，主要体现在高世代切割效率的成本优势，这一点我们在《“屏地风雷”系列的“框架篇”和“LCD 供需篇”》有详细阐述。某种意义上说，在产品一致性很高的行业，后发优势意味着难以出清，更先进的设备抵消了先发的规模效应，2017 年之后的 LED 芯片行业就是难以出清的案例。但 LCD 面板行业具有一个大部分科技制造业不具备的特点，即巨额资本开支+产业链配套+政策审批构成的极高的进入门槛，构成了长期利润率水平提升后抵御新进入者的重要因素。

必要条件三：稳定的技术周期，低迭代风险。科技制造业中，成熟产品每年价格下降是一般规律，制造商为对抗这种价格下行压力必须通过创新实现产品迭代。产品创新的过程中，如果出现破坏式创新，或者技术出现代际跃迁，则将导致已投入的产线设备价值迅速降低，比较典型的是存储器和低世代 LCD 面板。因此我们认为，稳定的技术周期是第三个条件，实现固定资产的长期保值。对于 LCD TV 面板而言，技术周期跨度长达数十年之久。

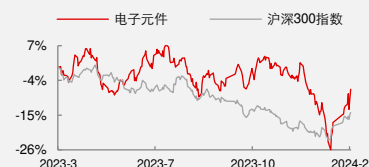
我们相信，在满足上述三个先觉条件的科技制造业有望在未来走出“价值化”的路线，而大尺寸 LCD 有望率先达成，正如 2023 年行业龙头“以产定销”的策略一样，开行业之先河，红利价值有望得到重估。

风险提示

- 1、TV 需求被其他显示产品替代；
- 2、新技术路线出现，行业重启资本开支。

请阅读最后评级说明和重要声明

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《“屏地风雷”系列深度报告之十五：柔性 OLED 拐点已至》2024-01-30
- 《“屏地风雷”系列深度报告之十四：通向虚拟世界之门，硅基 OLED 专题研究》2023-12-31
- 《“屏地风雷”系列报告之十三：走向虚拟世界的 LED 显示》2023-04-11



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

折旧高点已过，步入收获期后盈利重估	6
利润视角：LCD 是成本前置、利润后置的行业	6
现金流视角：融资需求降低，股息率上限可观	10
LCD 面板周期转价值，在于具备三大必要条件	12
必要条件一：行业高度集中，供应商掌握话语权	12
必要条件二：先发优势或高进入门槛	13
必要条件三：稳定的技术周期，低迭代风险	16
风险提示	19

图表目录

图 1：中国大陆面板厂商与中国台湾面板厂商在建工程（单位：亿元）	8
图 2：A 股面板企业固定资产原值当期增加值（单位：亿元）	8
图 3：中国大陆上市 LCD 大尺寸面板制造商半年度累计折旧增加值（单位：亿元）	9
图 4：A 股面板企业现有项目折旧完成利润增加测算（单位：亿元）	9
图 5：A 股面板企业经营性现金流量净额与资本开支差额（单位：亿元）	10
图 6：A 股 LCD 面板企业上市以来融资情况（单位：亿元）	10
图 7：2015 年-2022 年京东方 A 现金分红比例（单位：亿元）	11
图 8：2011 年-2022 年 TCL 科技现金分红比例（单位：亿元）	11
图 9：京东方 A 分红及股息率推演（单位：亿元）	11
图 10：TCL 科技分红及股息率推演（单位：亿元）	11
图 11：全球 LCD TV 面板分供应商出货量（单位：百万片）	12
图 12：2022 年全球 LCD TV 面板出货量分地区供应商市场份额	12
图 13：2023 年全球 LCD TV 面板出货量分地区供应商市场份额	12
图 14：2023 年 9 月 LCD TV 面板出货量（单位：千片）	13
图 15：2023 年 9 月 LCD TV 面板出货面积（单位：千平米）	13
图 16：LCD TV 面板价格（单位：美元/片）	13
图 17：国内 LED 芯片龙头单季度毛利率	14
图 18：8.5 代线、10 代线、10.5 代线的设计切割方案	14
图 19：8.5 代线常见切割尺寸的倒角效率	14
图 20：TFT-LCD 面板产业链示意图	15
图 21：存储器技术始终处于迭代中	17
图 22：1998 年-2016 年按技术分类的显示器制造商收入（单位：亿美元）	17
图 23：1998 年-2016 年 TFT-LCD 技术的收入和占比（单位：亿美元）	18
表 1：主要上市面板企业折旧政策梳理	6
表 2：2014 年后中国大陆面板企业高世代线投资项目梳理（单位：亿元；万片/月）	7
表 3：截至 2021 年中国对面板行业主要支持政策梳理	15

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/636140151105010054>