



彩电行业：进入景气扩张阶段

中国彩电行业进入新一轮景气扩张阶段

2009 年，在宏观经济复苏、彩电更新高峰到来、价格下跌及政策补贴刺激等多重因素影响下，中国液晶电视产业呈现爆发性增长的态势，产销量相比往年均出现大幅增长。据产业在线统计，2009 年中国液晶电视产量 6,594.7 万台，同比增长 60%；内销量 2,430.8 万台，同比增长 87%；出口量 3,965.6 万台，同比增长 45%。我们认为 2009 年中国液晶电视的爆发标志着中国彩电行业进入新一轮景气扩张阶段。

彩电进入更新高峰期

上一轮彩电普及、更新高峰期为 1995-2000 年，距今已超过 10 年。中国市场至少有 4 亿台 CRT 电视需要在未来更新，假设未来 8 年更新其中的 80%，那么平均每年需要更新 4,000 万台，市场空间十分广阔。我们预测 2010 年液晶电视内销量可以达到 3,700 万台，如果“以旧换新”能在全中国顺利推广，可能会有超预期表现。

政策因素是催化剂

2008 年下半年以来，由于受到经济危机的影响，我国家电行业出口大幅萎缩，行业形势严峻。为扶持家电产业的发展，国家着力扩大内需，及时出台了“家电下乡”、家电“以旧换新”、节能产品惠民工程等政策措施。这些政策增强了居民即期消费信心，给消费者带来实实在在的优惠，同时刺激了家电更新换代的积极性，加快了家电更新换代的速度，积极效应十分明显。2010 年相关政策力度进一步增强，政策效果值得期待。

液晶面板供应问题将逐步得到解决

国内彩电厂商长期受困于面板供应剧烈波动，但这一局面正在逐渐改变。在地方政府推动下，各地高世代线纷纷上马，京东方 8 代线、TCL8.5 代线、龙飞光电 7.5 代线已陆续开建，这些项目都将在 2011 年底前投产，而三星、LGD 在中国大陆的高世代线项目也在规划中。随着国产液晶面板的陆续投产，中国大陆电视用液晶面板完全依赖进口的局面将彻底改变，大陆彩电生产商无法获得稳定面板供应的局面也不会再出现。

投资建议

我们给予 A 股上市公司中的海信电器（600060）和 TCL 集团（000100）以增持评级。海信电器作为国内液晶电视领域的龙头企业，全方位领先于国内同行，其盈利提升的确定性较强，预计 2010 年每股收益 1.07 元；TCL 集团海外业务占比较高，随着全球经济的复苏，其业绩弹性也更大，值得我们关注，预计 2010 年每股收益 0.19 元。

黑色家电

首次评级

增持

刘珂昕

liukexin@csc.com.cn

010-85130590

执业证书编号：S1440209080388

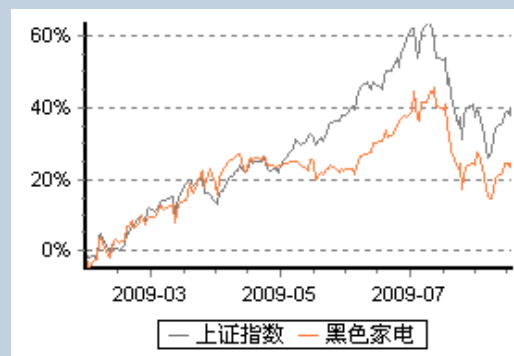
刘义

liuyi@csc.com.cn

010-85130305

日期：2010 年 02 月 28 日

股价表现





目录

2009 年——中国液晶电视产业元年	1
2010 年是否依然精彩	2
彩电更新高峰期到来	2
价格收入比持续下降	3
政策因素是催化剂	5
液晶电视出口一枝独秀	7
城市化是液晶电视需求的长期及重要支撑	9
上游是产业链核心	10
原材料处于寡头垄断状态	10
液晶面板业竞争日趋激烈	11
大陆迎来高世代 TFT-LCD 面板生产线建设高潮	12
面板价格长期趋势向下	13
国内彩电企业进军液晶模组环节	14
LED、互联网电视是未来发展趋势	15
市场格局发生巨变	15
投资建议	17
海信电器（600060）：增持	17
TCL 集团（000100）：增持	19

表目录

表 1：家电相关政策	6
表 2：家电下乡限价调整	6
表 3：中国日本家庭彩电拥有量比较	9
表 4：TFT-LCD 面板经济切割尺寸	12
表 5：中国液晶面板生产线投资情况	13
表 6：国内主要彩电厂商液晶模组投资建设情况	14
表 7：海信电器业绩预测和比率	18
表 8：TCL 集团 2010 年 1 月份销量数据	19



图目录

图 1: 2008-2009 年中国液晶电视产量	1
图 2: 2008-2009 年中国液晶电视内销量	1
图 3: 2008-2009 年中国液晶电视出口量	1
图 4: 2009 年中国 LCD 电视、CRT 电视内销量对比	1
图 5: 中国城镇家庭平均每百户彩电拥有量	2
图 6: 中国农村家庭平均每百户彩电拥有量	2
图 7: 国内彩电市场销量结构	3
图 8: 2006-2011 年国内液晶电视市场出货量	3
图 9: 2008 年下半年液晶面板价格走势	4
图 10: 2008 年下半年液晶电视价格走势	4
图 11: 居民人均收入	5
图 12: 2009 年家电产品出口增长率对比	7
图 13: 2009 年 1-11 月液晶电视出口量地区结构	8
图 14: 发达国家四年左右将普及平板电视	8
图 15: 液晶电视产业链	10
图 16: 2008 年全球玻璃基板市场占有率	11
图 17: 2009 年全球大尺寸液晶面板出货量市场份额	12
图 18: 液晶面板价格走势	14
图 19: 2009 年 1-11 月中国液晶电视城市市场零售量市场份额	16
图 20: 2009 年前三季度家电下乡彩电零售量市场份额	16
图 21: A 股主要彩电厂商应收账款周转率对比	17
图 22: A 股主要彩电厂商存货周转率对比	17
图 23: A 股主要彩电厂商净资产收益率对比	18
图 24: A 股主要彩电厂商毛利率对比	18
图 25: A 股主要彩电厂商每股经营活动现金流量净额对比	18

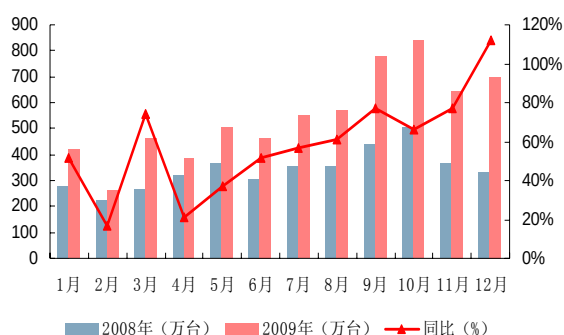


2009 年——中国液晶电视产业元年

2009 年，在宏观经济复苏、彩电更新高峰到来、价格下跌及政策补贴刺激等多重因素影响下，中国液晶电视产业呈现爆发性增长的态势，产销量相比往年均出现大幅增长。据产业在线统计，2009 年中国液晶电视产量 6,594.7 万台，同比增长 60%；内销量 2,430.8 万台，同比增长 87%；出口量 3,965.6 万台，同比增长 45%。另据 DisplaySearch 报告显示，2009 年中国市场液晶电视销量将超过 2,700 万台，远超同期 CRT 电视的销量，成为全球最大的单一国家市场。

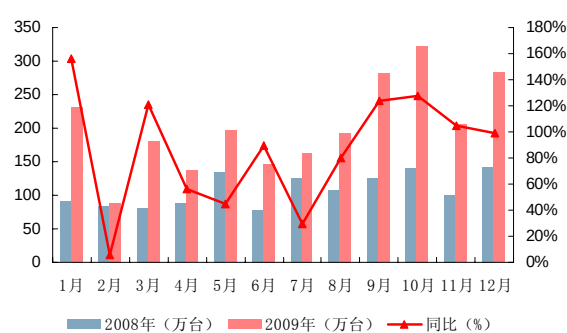
液晶电视相比传统 CRT 电视具有图像清晰、节能环保、机身轻薄、时尚美观等优点，液晶电视对传统 CRT 电视的替代是电视行业的一次革命，是一种长期、必然的趋势。我们认为 2009 年中国液晶电视的爆发仅仅是这一趋势在中国的开始，其标志着中国彩电行业进入新一轮景气扩张阶段，而绝不仅仅是中国彩电行业的一次复苏。未来数年，这种替代趋势都将向更深、更广的领域延续，2009 年可谓中国液晶电视产业元年。

图 1：2008-2009 年中国液晶电视产量



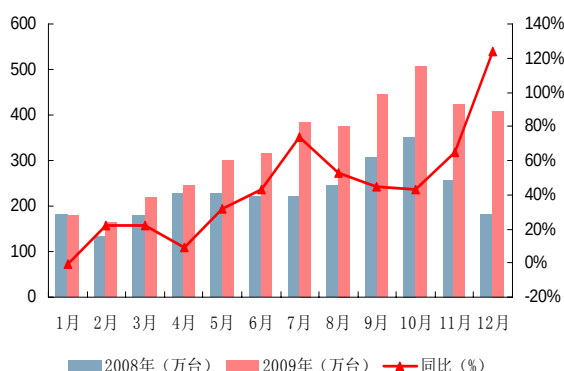
资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

图 2：2008-2009 年中国液晶电视内销量



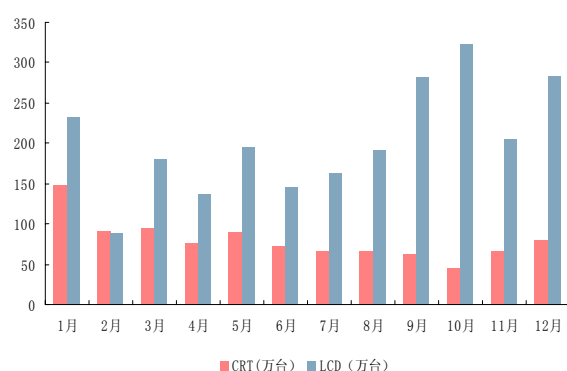
资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

图 3：2008-2009 年中国液晶电视出口量



资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

图 4：2009 年中国 LCD 电视、CRT 电视内销量对比



资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部



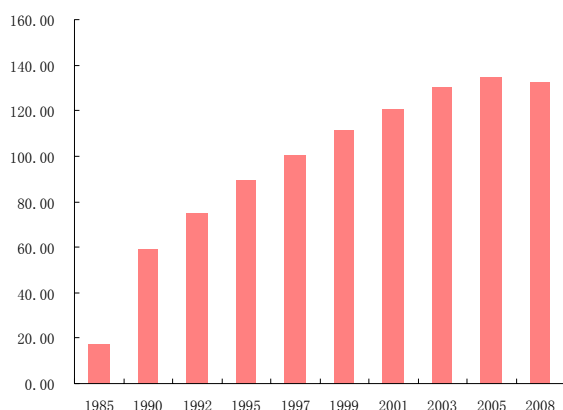
2010 年是否依然精彩

液晶电视相比于 CRT 电视具有诸多优势，在此我们就不再一一赘述。液晶电视作为电视行业，甚至家电行业的一次革命，其技术创新、革命性变化及影响远远不是滚筒洗衣机、变频空调、多门冰箱所能比拟的，液晶电视的大规模普及可以说是一种必然的结果。2009 年中国液晶电视产业的爆发除此原因外，也源于其他因素影响。既有彩电更新高峰期的到来、液晶电视价格下降等内在因素驱动，又有国家补贴政策——“家电下乡”、“以旧换新”等外力推动，多种因素合力最终促成了 2009 年中国液晶电视产业的爆发。2010 年，这些因素是否依旧会发挥作用？让我们来逐一进行分析。

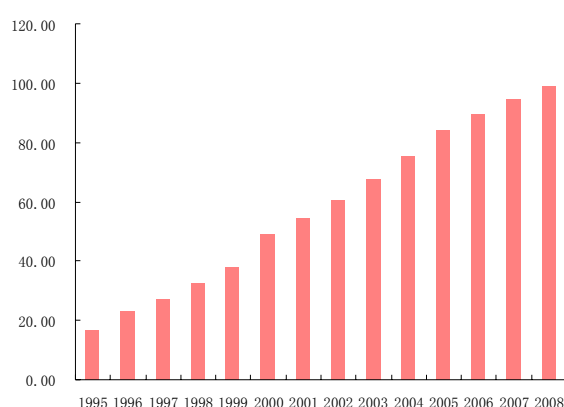
彩电更新高峰期到来

中国经济独特的城乡二元结构特征体现在社会的方方面面，在家庭彩电拥有量上也有所表现。城市与农村在彩电普及上并不同步，农村远远慢于城市。中国城镇家庭平均每百户彩电拥有量从 1985 年 17.21 台增加到 2008 年 132.89 台，其间至 1997 年 100.48 台用了 12 年，农村平均每百户彩电拥有量从 1995 年 16.92 台增加到 2008 年 99.22 台用了 13 年。上一轮彩电普及、更新高峰期为 1995-2000 年，距今已超过 10 年，而 CRT 电视平均使用寿命为 10-12 年，可见新一轮彩电更新高峰已经到来。

图 5：中国城镇家庭平均每百户彩电拥有量 单位：台 图 6：中国农村家庭平均每百户彩电拥有量 单位：台



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部



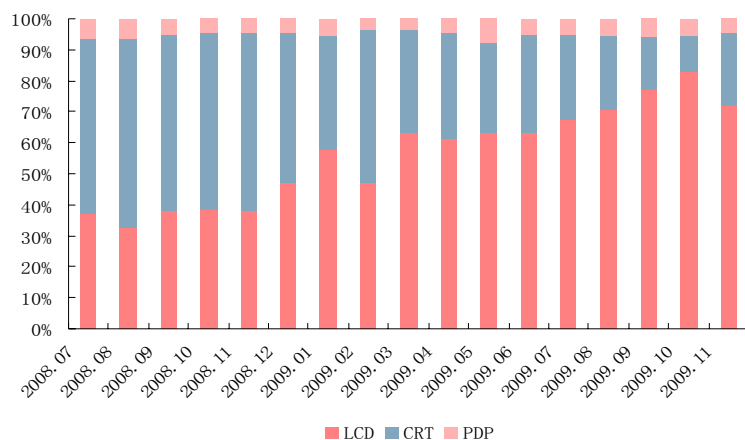
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

据测算，目前中国彩电保有量已超过 4.5 亿台，而历年中国市场平板电视销量合计约 5,000 万台，也就是说至少有 4 亿台 CRT 电视需要在未来更新。假设未来 8 年更新其中的 80%，那么平均每年需要更新 4,000 万台，市场空间十分广阔。并且，我们认为液晶电视将占据此次更新高峰的绝大部分市场，这由近期国内彩电市场销量结构即可看出。

目前，国内厂商普遍认为 2010 年液晶电视国内市场出货量为 3500-4000 万台，我们预测可以达到 3,700 万台，如果“以旧换新”能在全中国顺利推广，那么可能会有超预期表现。



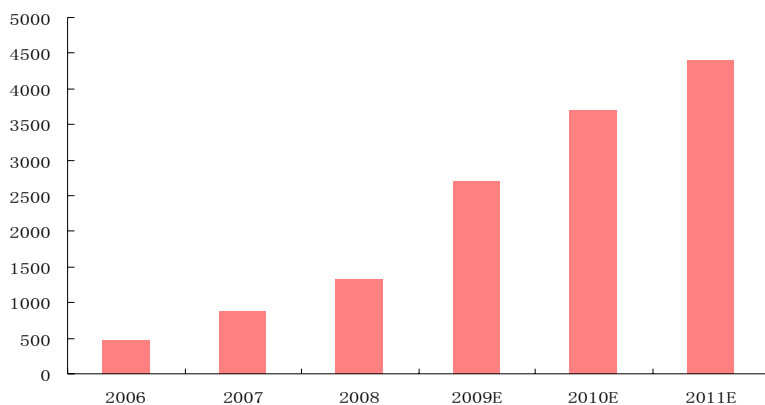
图 7：国内彩电市场销量结构



资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

图 8：2006-2011 年国内液晶电视市场出货量

单位：万台



资料来源：DisplaySearch，中信建投证券研究发展部

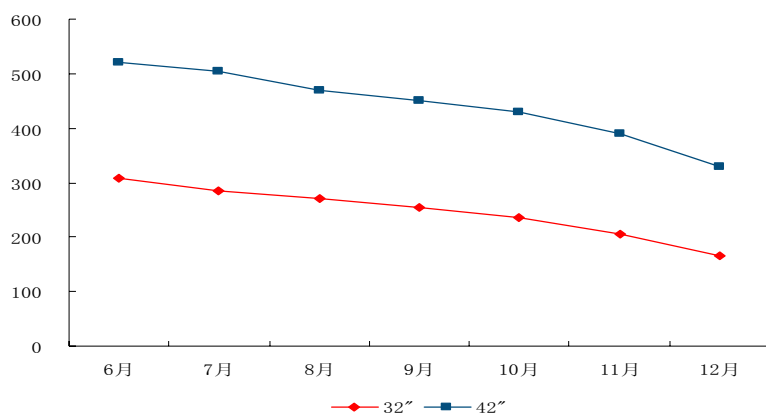
价格收入比持续下降

价格的大幅下跌直接引发了液晶电视需求的大幅增长。2008 年四季度，液晶面板价格大幅下滑，32 英寸液晶面板价格从 255 美元跌至 165 美元，42 英寸液晶面板价格从 450 美元跌至 330 美元。液晶面板占液晶电视整机成本比重 40% 左右，面板价格的下跌直接带动了液晶电视价格的下跌，32 英寸国产品牌液晶电视从 4,300 元跌至 3,300 元，42 英寸国产品牌液晶电视从 6,950 元跌至 5,800 元。在几年前，可能很多的消费者对 CRT 电视还是情有独钟，毕竟 CRT 的价格相比液晶电视的价格要便宜好几倍。而现在，一款 32 英寸液晶电视的价格比 29 英寸 CRT 电视的价格还便宜，作为消费者，自然愿意选择样式好看、价格更容易接收的产品。



图 9：2008 年下半年液晶面板价格走势

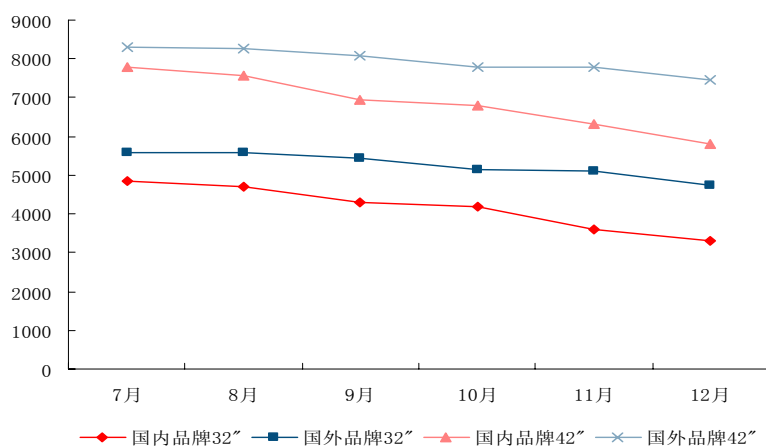
单位：美元



资料来源：DisplaySearch，中信建投证券研究发展部

图 10：2008 年下半年液晶电视价格走势

单位：元

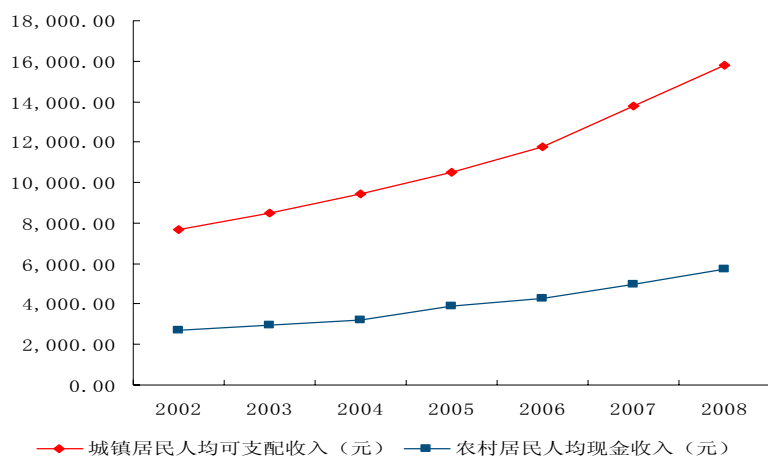


资料来源：中怡康，中信建投证券研究发展部

另一方面，伴随着近些年我国城镇和农村居民收入持续快速增长，2008 年末以国内品牌 32 英寸液晶电视为参考，液晶电视价格收入比（液晶电视价格比居民人均收入）已经降至城镇 0.21，农村 0.58，普通家庭购买力足以承受目前液晶电视的价格。而液晶电视作为消费类电子产品，价格具有长期持续下降的特点。一方面是收入不断增长，一方面是价格不断下降，液晶电视必将飞入寻常百姓家。



图 11：居民人均收入



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

政策因素是催化剂

我国是全球重要的家电制造基地，也是家电出口大国。2008 年下半年以来，由于受到经济危机的影响，我国国家电行业出口大幅萎缩，行业形势严峻。为扶持家电产业的发展，国家着力扩大内需，及时出台了“家电下乡”、家电“以旧换新”、节能产品惠民工程等政策措施。从 2009 年的实施情况看，相关政策的积极效应十分明显。

经家电下乡信息系统统计显示，截止到 2009 年 12 月 31 日，通过信息系统登记生产企业累计发货 9,245.05 万台，发货金额 1,627.53 亿元。销售企业通过信息系统登记销售家电下乡产品 3,767.98 万台，金额共计 692.57 亿元，其中彩电 880.44 万台，金额 148.34 亿元。据测算，彩电全年下乡销量相当于提升农村居民每百户家庭保有量 7.73 台，农村地区 2009 年平板电视的销量比重也已经达到了 49%。“以旧换新”政策同样取得了不俗的成绩。据商务部统计数据显示，截至 12 月 30 日，9 个试点省市以旧换新共销售五大类新家电 360.2 万台，销售额 140.9 亿元，占五类家电品种销售额的近 1/3，占全部家电总销售额的 1/5 左右。家电以旧换新政策，增强了居民即期消费信心，给消费者带来实实在在的优惠，同时刺激了家电更新换代的积极性，加快了家电更新换代的

速度。

2009 年 12 月 9 日，国务院召开常务会议，通过了八项措施进一步促进消费。其中包括决定继续实施家电下乡政策，大幅提高下乡家电产品最高限价，进一步完善下乡家电产品补贴标准和办法；各省（区、市）可根据本地实际增选一个品种纳入补贴范围；另外家电以旧换新 2010 年 5 月底试点结束后，继续实施这项政策，并在具有拆解能力等条件的地区推广实施。



表 1：家电相关政策

	家电下乡	以旧换新
补贴产品	彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑、电磁炉、微波炉、热水器	彩电、冰箱、洗衣机、空调、电脑
实施范围	全国	北京、天津、上海、江苏、浙江、山东、广东、福州、长沙 9 省市
终止时间	2013 年 1 月底	2010 年 5 月底
补贴标准	售价的 13%	不超过售价的 10%，并分品种确定补贴最高上限；回收运输实行定额补贴
政策变化	提高产品最高限价	试点结束后，在具有拆解能力等条件的地区推广实施

资料来源：中信建投证券研究发展部

表 2：家电下乡限价调整

单位：元

	调整前		调整后	
	最高限价	最高补贴额	最高限价	最高补贴额
彩电	3,500	455	7,000	455
冰箱	2,500	325	4,000	325
手机	1,000	130	2,000	130
洗衣机	2,000	260	3,500	260
壁挂式空调	2,500	325	3,500	325
落地式空调	4,000	520	6,000	520
电脑	3,500	455	5,000	455
电磁炉	600	78	1,000	78
微波炉	1,000	130	1,500	130
太阳能热水器	4,000	520	5,000	520
储水式电热水器	1,500	195	2,500	195
燃气热水器	2,500	325	3,500	325

资料来源：家电下乡信息管理系统，中信建投证券研究发展部

由表 2 可知，本次家电下乡限价调整中，各产品限价均有所上调，幅度从 25%至 100%不等。彩电上调幅度 100%，为上调幅度最高产品之一。限价的提高意味着有更多型号的产品可以纳入家电下乡的补贴范围，彩电 7,000 元的限价标准涵盖了当前市场上绝大部分 42 英寸液晶电视及部分 42 英寸以上液晶电视，拓宽了农民购买彩电的可选范围，必将进一步刺激农村消费潜能的释放。同时，中高端高附加值产品的纳入及销售比重的增加，也可进一步提高企业的收入水平和盈利水平。

据商务部统计数据显示，在 2009 年家电下乡中，除夏普、LG 个别品牌外，三星、东芝、松下、飞利浦等外资品牌集体失语。本次家电下乡限价提高对于外资品牌而言同样是一次机会，可以进一步扩充其产品的品类以及型号。但对于外资企业而言，制约其参与家电下乡投标的主要因素还在于农村渠道建设空缺，包括索尼、夏普、东芝、三星、LG 在内的外资彩电品牌，它们的分公司以及售后维修网点大多都集中在二、三线城市，在三、四级市场几乎处于空白状态。而根据家电下乡招标文件的要求，家电下乡的彩电售后服务维修网点必须达到 90%以上县市级覆盖率，投标的彩电还必须根据我国农村市场电网不稳定、信号弱等进行设计，而外资企业

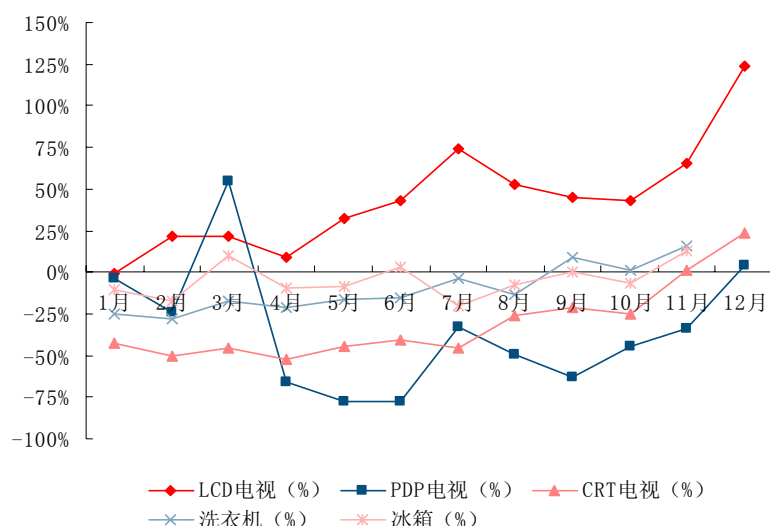


大多不具备这些条件。目前外资品牌已开始在三、四级市场渠道建设上采取行动，但国产家电厂商在农村市场已经具备了一定的基础，而开拓农村市场也不是一朝一夕的事情，短时间铺开的可能性并不大。除了渠道建设层面的短板外，产品价格也是束缚外资品牌走向农村市场的原因之一，同样尺寸的平板电视，外资品牌大多要比国产品牌高出 20%—30% 的价格。而我国农村市场由于居民收入水平限制，对于价格更为敏感，国产品在农村市场也相应占据更大的优势。基于以上原因，我们认为一定时期内国产品牌仍将是家电下乡政策的最大受益者。

液晶电视出口一枝独秀

受全球经济危机影响，2009 年上半年我国家电出口大幅萎缩，平均月出口下降幅度在 20% 至 30% 之间。但是进一步细分，我们可以发现不论是在彩电行业内部比，还是跟其他家电类产品比，比如冰箱、洗衣机，液晶电视在出口方面的表现都远远优于其他商品。

图 12：2009 年家电产品出口增长率对比

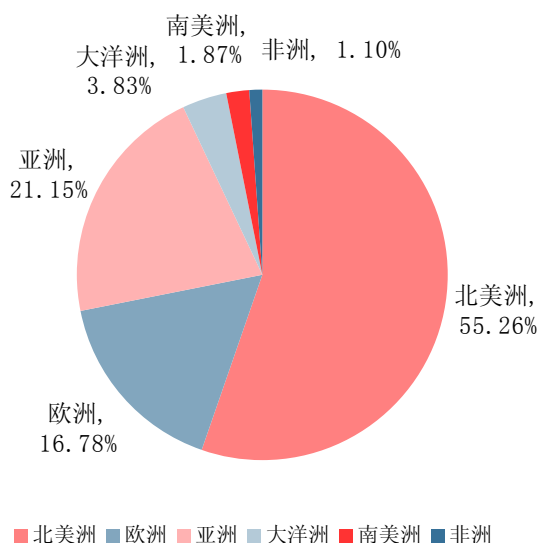


资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

我们认为液晶电视出口的一枝独秀与欧美发达国家彩电的快速更新、升级有关，而我国液晶电视的主要出口市场正是这些国家。根据美国消费电器协会（CEA）的调查，美国平板电视（主要为液晶电视）的普及率从 2006 年一季度的 16%，狂飙至 2009 年一季度末的 53%，年均增长 12.3%。彩电消费升级的另一个典型是日本。日本内阁府数据显示，截至 2009 年 3 月底，平板电视在日本家庭的普及率首次超过五成达 54.9%，而 2005 年这一数据仅为 11.5%，相当于年均增长 10.9%；日本每户家庭平均电视拥有量为 2.4 台，平板电视为 0.78 台，占比略高于 30%。由于 2011 年 7 月日本将实现电视播放数字化，平板电视（主要是液晶电视）更新换代速度将加快，其普及率将爆发式增长。如果以美国年均 12.3%、日本年均 10.9% 的水平进行升级换代，那未来 4 年左右美国和日本的平板电视普及率就可能达到 100%，彩电升级将基本完成。

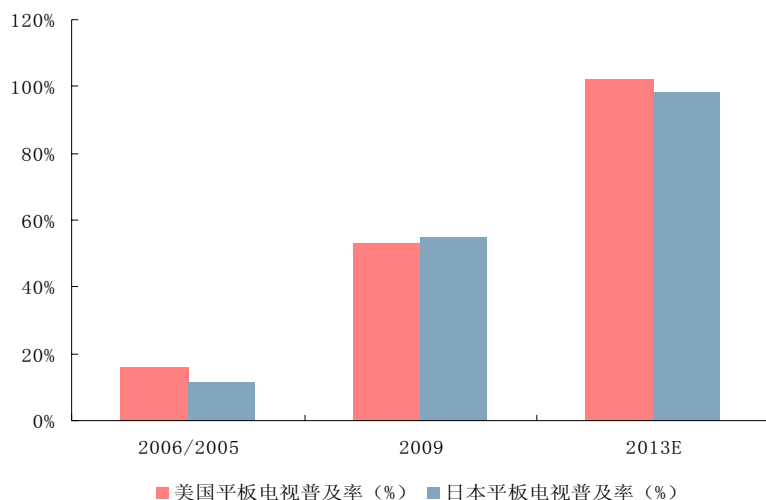


图 13：2009 年 1-11 月液晶电视出口量地区结构



资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

图 14：发达国家四年左右将普及平板电视



资料来源：美国消费电器协会，日本内阁府，中信建投证券研究发展部

另外，我们注意到发展中国家尤其是新兴经济体的升级换代可能同步进行。2008 年，美国市场研究公司 iSuppli 在一份报告中指出，拉丁美洲的电视市场将在未来几年中经历急速的技术性转换，液晶电视市场份额将由 2007 年的 16.5% 攀升至 2012 年的 83% 以上，年均增长约 13.3%。而印度升级步伐相对较慢，预计在 2012 年，其平板电视出货量才能超过 CRT 电视。截至 2009 年 3 季度末，液晶电视在全球新增彩电销售占比已达 68.4%，发达国家液晶电视新增销售占比超过 85%。



城市化是液晶电视需求的长期及重要支撑

根据国际经验，城市化一般要经历三个阶段，第一阶段是城市遍地开花，中国已经基本过了这个阶段；第二阶段是集约化，人口不断向大中型城市涌入，快速扩大城市的规模；如果城市本身的资源禀赋承受不了如此规模的人口，那就出现城市化的第三阶段，即向中心城市外围发展，形成卫星城-中心城格局。目前，北京、上海等一线城市基本达到了第二阶段的尾声，并开始了第三阶段的发展。二线、三线城市和广大县域地区等仍然处在第二阶段的深化阶段，大量农村人口不断涌入。后两个阶段都会提高对家电的需求。

城市消费仍是家电消费的最大市场。据统计，中国城市部门消费的家电占国内总消费量约三分之二，消费额占比约 80%，城市消费能力远远大于农村。中国城市化空间很大，家电市场前景广阔。根据国家统计局的数据，2009 年城市化率为 46%左右，如果以发达国家 75%左右的城市化率作为中国的目标（估计中国达不到 75%，我们以 70%为准），那么还有约 25%的差距，涉及人口接近 3.5 亿。如果按过去 20 年城市化水平的平均速度（每年 1%），每年“进城”人口大概有 1400 万，如果按最近几年的城市化速度（每年 1.5%），每年“进城”人口大概有 2100 万。如此庞大的人口向城市涌入，将直接提高对包括液晶电视在内的家用电器的需求。如果中国城市部门的家电消费普及能够与日本在本世纪初的水平相当，那潜在的增长空间是巨大的。

表 3：中国日本家庭彩电拥有量比较

时间	日本家庭每百户彩电拥有量（台）	时间	中国城镇家庭每百户彩电拥有量（台）
1969	23.1	1999	111.6
1974	106.6	2000	116.6
1979	142.2	2001	120.5
1984	168.5	2002	126.4
1989	192.7	2003	130.5
1994	221.5	2004	133.4
1999	231.8	2005	134.8
2004	214.0	2006	137.4
		2007	137.8

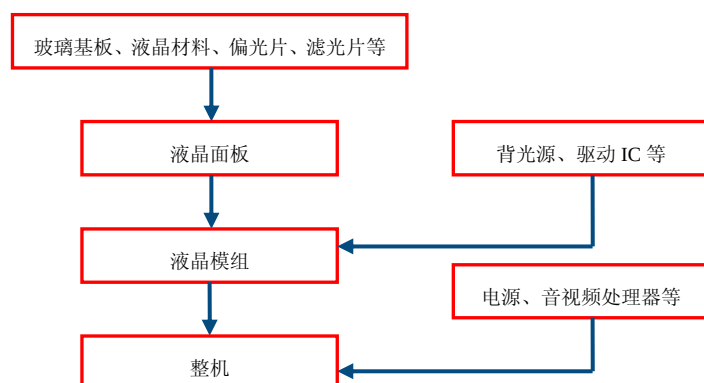
资料来源：日本统计局，CEIC，中信建投证券研究发展部



上游是产业链核心

液晶电视产业链分为三个层次：玻璃基板、液晶材料、偏光片及彩色滤光片等原材料处于产业链上游；液晶面板行业处于中游；整机制造则处于产业链下游。产业链分布呈由集中到分散特征，上游技术门槛高，行业集中度最高，中游次之，下游则最低。

图 15：液晶电视产业链



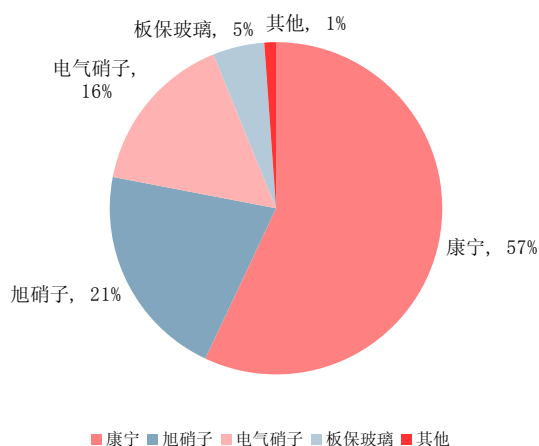
资料来源：中信建投证券研究发展部

原材料处于寡头垄断状态

上游原材料约占 TFT-LCD 面板和模组成本的 70%，其中玻璃基板、液晶材料、偏光片等垄断程度都较高。以玻璃基板为例，LCD 玻璃基板主要依照所含的碱含量可分为三种：钠石灰玻璃、低碱玻璃、无碱玻璃。TFT-LCD 用的玻璃基板为避免玻璃中的离子释出影响液晶材料，故必须采用无碱玻璃，而无碱玻璃因其断面为白色，故统称为白板。TFT-LCD 用玻璃基板制程条件十分严格，除不含钾、钠等碱金属外，还必须具备高精度的表面平整度与起伏度。由于其技术门槛高，拥有此技术的厂商也屈指可数，目前全球 TFT-LCD 用玻璃基板供应厂商仅有美商康宁（Corning）、日商旭硝子（AGC）、电气硝子（NEG）以及板保玻璃（NHT）四家。玻璃基板行业是一个典型的资本和技术双密集的行业，具有明显的规模效应，进入和退出壁垒都较高。美国康宁公司为全球第一大玻璃基板供应商，占据全球 60% 的市场份额，剩余市场份额被三家日本厂商瓜分。由于行业技术含量高，并且处于寡头垄断状态，因而在液晶产业链中话语权最强，利润率最高。液晶材料情况也类似，甚至垄断程度更高，德国 Merck 公司占据着全球 TFT-LCD 液晶材料 80% 的市场。



图 16：2008 年全球玻璃基板市场占有率



资料来源：DisplaySearch，中信建投证券研究发展部

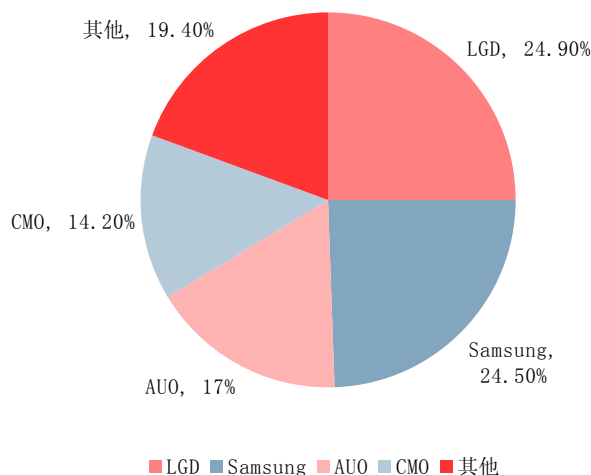
液晶面板业竞争日趋激烈

液晶面板行业处于产业链中游，与玻璃基板行业一样，液晶面板行业也是一个资本与技术双密集的行业。其产品设计及生产工艺复杂度高，技术门槛较高，而且涉及大量的知识产权。根据 DisplaySearch 数据，通常一条第 5 代 TFT-LCD 生产线设备投资金额约为 14 亿美元，第 6 代线设备投资金额约为 20 亿美元，第 8 代线设备投资金额则进一步增至 33 亿美元。

目前全球 TFT-LCD 产业集中在东亚地区，重点分布在日本、韩国以及我国台湾地区。日本厂商作为 TFT-LCD 产业的最早进入者，掌握 TFT-LCD 的核心技术，在很长一段时间内扮演着领导者的角色。但自亚洲金融风暴重创日本经济后，部分日本企业先后退出大尺寸液晶显示面板生产，这使得目前日本厂商市场占有率不高，2008 年日本大尺寸 TFT-LCD 面板出货量仅占全球的 9.6%。但是，日本在 TFT-LCD 核心技术、原辅材料供应以及生产设备供应等方面均处于全球领先地位，是产业链构筑最完整的国家。韩国在上世纪九十年代初进入 TFT-LCD 产业，基本上是依靠自身的力量发展起来的，在生产工艺和生产设备的二次开发上进行了大量投入，在核心技术方面已具有相当优势，产业链上下游配套也有较为完整的体系。我国台湾地区在上世纪九十年代后期进入 TFT-LCD 产业，其发展以高密度资金投入为特点，虽然在技术上仍落后于日本和韩国，但技术实力也在逐步提升；同时在产业上注重上下游整合与成本控制。据 DisplaySearch 统计，2009 年液晶电视用面板全球出货量达 1 亿 6 千 300 万片，增长 45%。但竞争也日趋激烈，目前韩国三星、LGD 处于全球领先地位，台湾奇美（CMO）、友达（AUO）紧随其后，日本夏普（Sharp）等也占据相当市场份额。



图 17：2009 年全球大尺寸液晶面板出货量市场份额



资料来源: DisplaySearch, 中信建投证券研究发展部

大陆迎来高世代 TFT-LCD 面板生产线建设高潮

不同世代 TFT-LCD 生产线的主要区别是加工的玻璃基板尺寸不同，技术世代越高，玻璃基板尺寸越大。每个世代都有较优的切割尺寸，各世代之间经济切割范围也可能会重叠。例如，7.5 代线适合切割 40、42、46 和 47 英寸面板，8 代线适合切割 32、47、52 和 55 英寸面板。切割同样尺寸的面板，只要在经济切割的范围之内，高世代线单块面板分摊的折旧费用更低，规模经济效应明显。伴随着技术世代升级，面板厂商投资新的世代线不仅可以开拓更大尺寸市场，而且在其经济切割范围内，向下与次世代线竞争还可望获得规模优势，获得明显的“后发优势”。但是，世代生产线升级并不会无极限地延伸下去。从液晶电视市场来看，由于空间限制，普遍认为 60-70 英寸是未来可能最大的主流尺寸，10 代线经济切割范围已经包括了该领域。预计到 2011 年，液晶电视主流尺寸将在 30-34 英寸（发展中国家）和 40-44 英寸（发达国家）范围内。此外，高世代线切割过小尺寸时会影响到良品率的提高，因此也不可能用高世代线替代所有的低世代线。

表 4：TFT-LCD 面板经济切割尺寸

世代线	基板尺寸 (mm×mm)	经济切割尺寸 (英寸)
5 代线	1,100×1,300	17、19、21、26
6 代线	1,500×1,850	22、26、32、37
7.5 代线	1,950×2,250	40、42、46、47
8 代线	2,200×2,500	32、47、52、55
10 代线	2,880×3,080	42、46、57、65

资料来源: DisplaySearch, 中信建投证券研究发展部

中国大陆是世界最大的液晶电视生产基地，然而中国大陆电视用液晶面板几乎全部依赖外购。但这一状况即将发生改变，在地方政府推动下，各地高世代线纷纷上马，京东方 8 代线、TCL8.5 代线、龙飞光电 7.5 代线或已开建，或已得到政府审批，这些项目都将在 2011 年底前投产，而三星、LGD 在中国大陆的高世代线项目



也在规划中。随着国产液晶面板的陆续投产，中国大陆电视用液晶面板完全依赖进口的局面将彻底改变，大陆彩电生产商无法获得稳定面板供应的局面也不会再出现。

表 5：中国液晶面板生产线投资情况

企业	技术	投资时间	量产时间	产能（万片/月）	应用领域
京东方	5 代	2003 年	2005 年	8.5	液晶显示器、笔记本
	4.5 代	2008 年	2010 年	3	10 寸以下的产品
	6 代	2009 年	2010 年	9	液晶电视
	8 代	2009 年	2011 年	9	液晶电视
上广电 NEC	5 代	2002 年	2004 年	8	液晶显示器、笔记本
龙腾光电	5 代	2004 年	2006 年	3	液晶显示器、笔记本
	7.5 代	2009 年	2011 年	9	液晶电视
深超光电	5 代	2006 年	2008 年	6	液晶显示器、笔记本
上海天马	4.5 代	2006 年	2008 年	3	10 寸以下的产品
成都天马	4.5 代	2008 年	2010 年	3	10 寸以下的产品
熊猫（南京）	6 代	2009 年	2011 年	8	液晶电视
TCL	8.5 代	2009 年	2011 年	8	液晶电视

资料来源：产业在线，中信建投证券研究发展部

面板价格长期趋势向下

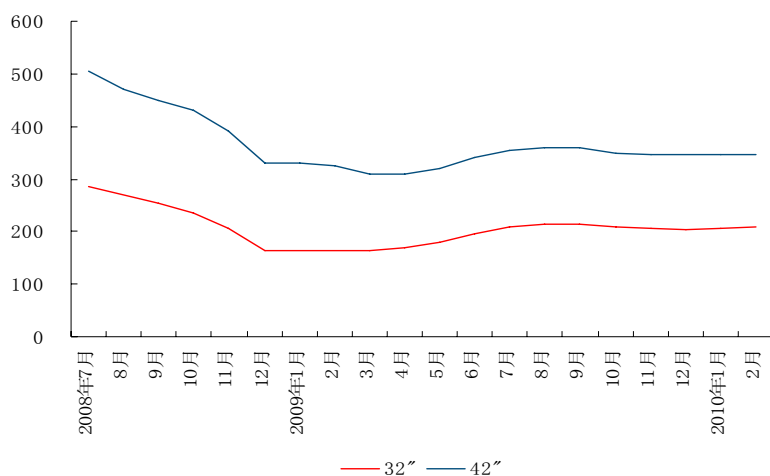
液晶电视产业链中，由于上游及中游技术门槛更高，行业集中度更高，因而议价能力更高。下游彩电厂商则较为分散，议价能力也相对较低，尤其是对国产彩电厂商来说，由于上游缺失，一旦 LCD 面板供应紧张，价格上涨，其产量及市场份额都会受到影响。

今年年初，液晶面板价格出现小幅上涨，32 英寸液晶面板价格上涨 5 美元。但我们认为由于经济复苏，价格回升，面板厂商开工率较高，今年液晶面板供应会较为充足，价格不会大幅上涨。而作为电子类产品，液晶面板价格从长期看将趋于下降，并且随着中国液晶面板产能的释放，可能这一进程还会加快。



图 18: 液晶面板价格走势

单位: 美元



资料来源: DisplaySearch, 中信建投证券研究发展部

国内彩电企业进军液晶模组环节

彩电整机厂商在液晶电视上的盈利能力主要取决于两点: 一是面板的价格是否稳定; 二是彩电价值链能否有效延伸。虽然目前液晶面板价格已经走稳, 但众多整机厂商仍处在同一起跑线上, 要想在未来的竞争中脱颖而出, 企业必须寻找新出路扩大其盈利空间。而介入液晶电视模组业务不但能有效延伸液晶电视价值链, 还可获取更大增值空间和更高的盈利水平。因为在外购模组的情况下, 整机厂商只对 25%-35% 的成本具有控制力, 而模组环节约占整机成本的 30% 左右, 也就是说在自行投资模组的情况下, 整机厂商可增加 30% 的成本控制力, 对总成本的控制力可达到 55%-65%, 这将超过 CRT 时代 50%-60% 的价值链。因此, 以海信为首的国产彩电厂商先后大规模介入模组生产领域, 以便能够更有效地实现利润的最大化。据海信电器测算, 其自制模组成本比外购模组价格至少降低了 3%。

表 6: 国内主要彩电厂商液晶模组投资建设情况

	生产线	完全达产后产能
海信	8 条液晶模组、5 条 LED 背光模组	650 万片
TCL	8 条液晶模组	800 万片
康佳	4 条液晶模组, 4 条模组与电视一体	720 万片
四川长虹	4 条玻璃基板与背光模组	300 万片
创维	参股 LGD 广州液晶模组厂	

资料来源: 公司公告, 公司网站, 中信建投证券研究发展部



LED、互联网电视是未来发展趋势

与传统 CCFL 背光液晶电视相比, LED 背光源液晶电视具有画面效果更好、解决运动画面拖尾等优势, 还可使彩电更轻薄、省电。此外, LED 背光源已实现无铅化生产, 其环保性能强于传统 CCFL 液晶电视。从这个角度看, LED 是普通液晶电视的“终结者”。价格是 LED 电视难以快速普及的最大短板, 不过, 随着厂家加大对 LED 的推广, 规模生产已成为现实, 过去一年中 LED 背光模组价格迅速下降, 并且下降幅度大于 CCFL 下降幅度, 目前 40 英寸 LED 背光模组与同尺寸 CCFL 的价差已经下降到 100 美元, 预计到 2010 年底双方的价差将下降到 20 美元以内。由于成本下降, 国产主流品牌 LED 电视售价已经接近同尺寸高端 CCFL 液晶电视, LED 液晶电视销售快速升温。目前, 三星、索尼、海信、创维等十余家厂商都已推出 LED 产品, 市场上的 LED 产品型号已超过 50 种, 产品尺寸范围覆盖 26 英寸至 70 英寸。

同时, 我们认为未来互联网将成为电视的基本功能和标准配置。目前, 我国网民人数已达 3.6 亿, 互联网普及率超过世界平均水平。互联网电视的出现, 不但迎合了彩电作为客厅娱乐中心的切实需求, 也符合国家“三网融合”的产业政策方向, 互联网将成为未来电视的必备功能。

目前, 3D 电视是市场关注的另外一个热点, 但我们不认为 3D 电视能在短期内迅速普及。首先, 制作标准尚未最终敲定是一大难题。目前各电视生产商只是在显示技术方面实现了 3D 效果, 而电视内容的 3D 标准尚未最终确定。只有从制作到显示各个环节的 3D 标准都最终确认后, 3D 电视才可能进入飞速发展阶段; 其次是片商的支持力度问题, 目前还没有可观看的 3D 电视节目; 再次, 技术问题也影响到 3D 电视的推广, 3D 电视需要佩戴眼镜才能观看, 而很多消费者佩戴这些眼镜会产生眩晕的感觉; 最后, 3D 电视造价高昂, 即使是眼镜也价格不菲。

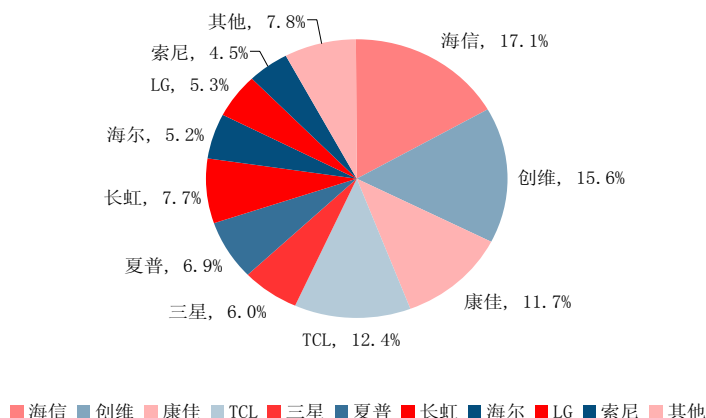
市场格局发生巨变

2009 年的中国液晶电视市场成为全球金融危机中为数不多的亮点, 中国液晶电视市场格局也悄然发生变化。中国彩电龙头企业抓住了这一难得的历史机遇, 分享了这场液晶盛宴中最大的一块蛋糕。在快速增长的中国市场, 外资品牌的市场份额日渐萎缩, 除三星、夏普、LG 外, 其余外资品牌尽数跌出行业前八名, 外资品牌在中国市场的占有率从 2008 年上半年的 60% 下降到如今的不足 30%; 国产品牌则占据行业前三名, 市场占有率超过 70%。

另外, 根据市场调查机构 DisplaySearch 提供的最新统计数据, 2009 年前 11 个月三星、LG 两大平板巨头的全球市场占有率已经超过 37%, 而索尼、松下、夏普三大日资巨头的全球市场占有率则下降到 26.8%, 颓势已经非常明显, 而中国彩电巨头占有率已经超过 25%, 其中 TCL、创维分别以 5.4% 和 4.3% 的市场占有率位居全球第 6 位和第 10 位。

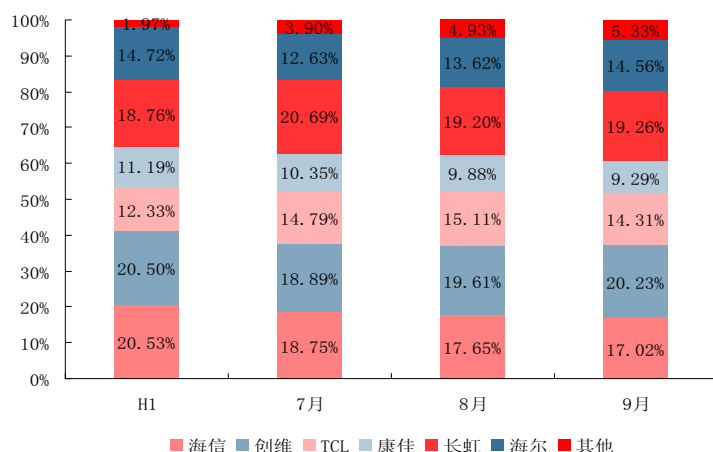


图 19：2009 年 1-11 月中国液晶电视城市市场零售量市场份额



资料来源：中怡康，中信建投证券研究发展部

图 20：2009 年前三季度家电下乡彩电零售量市场份额



资料来源：家电下乡信息管理系统，中信建投证券研究发展部

我们认为未来一段时期内，这种内强外弱的竞争格局将得以保持，主要基于以下三个原因：

第一、随着国内高世代液晶面板生产线的陆续投产，国内彩电供应商将获得稳定的液晶面板供应，进而其产量和市场份额都将得到一定的保证。

第二、发生恶价格战的可能性很小。外资品牌由于其发展战略、品牌形象及成本因素等原因，不太可能挑起大规模价格战。

第三、渠道建设非一朝一夕之功。国产品牌相比于外资品牌最大的一个优势就是渠道建设，随着消费和市场的下沉，国产品牌的这一优势也愈发明显。外资品牌想在渠道建设上有所建树，尚需时日。



投资建议

海信电器（600060）：增持

近年来，随着平板显示技术的快速发展，平板电视对 CRT 电视的替代在全球范围内如火如荼地进行，且呈加速的趋势。公司及时抓住行业发展契机，调整产品结构，大力发展符合市场需求且毛利率较高的平板电视业务，平板电视占公司电视业务的比重不断上升。自 2004 年，连续六年公司平板电视销量位居国内市场第一名。

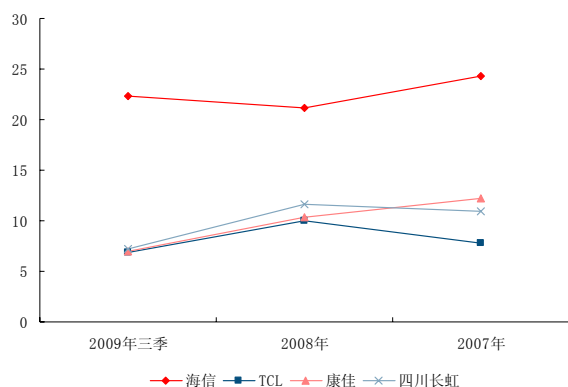
公司注重技术创新和新产品开发，陆续在平板电视的核心技术：芯片、模组、LED 背光源的开发和量产方面取得突破性进展，对 LCD 电视的成本掌控能力已提高到 50% 左右，成功实现向上游产业链的延伸。持续的技术创新能力为公司进一步提高毛利率提供了可能。2009 年底公司通过增发募集资金新建五条大尺寸液晶模组生产线，五条 LED 背光模组生产线。目前公司液晶模组产能 350 万片，2010 年底募投项目完成后，公司将形成 650 万片的液晶模组产能，自供率超过 50%。

公司的研发能力相对于国内同行居于领先地位。针对未来液晶电视的发展趋势，2005 年公司就开始研发 LED 背光源技术，公司 LED 背光源项目也被列为国家 863 计划重点项目。2009 年海信 LED 电视在国内市场份额超过 30%，位居第一位，可以说海信又一次走在国内彩电行业的前列。近年来，公司陆续推出了蓝媒系列 LCD 电视、蓝光系列 LCD 电视、天翼系列 LCD 电视、V68 系列 LCD 电视等产品，受到市场的广泛关注和消费者的高度认可。

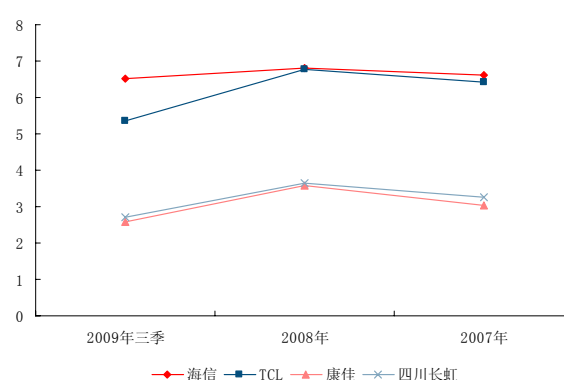
海信近些年在一、二级市场一直保持优势地位，其终端销售在业内获得一致的赞誉。同时，公司在三、四级及农村市场的渠道建设上也取得了长足的进步，家电下乡销量份额一直位于行业前三。未来公司在国内市场的渠道数量和质量上都将继续有一定的提升。

公司营运能力突出，应手账款周转率、存货周转率指标一直保持在较高水平，具有稳定的经营活动现金流获取能力；同时，近些年公司盈利能力不断增强，毛利率和净资产收益率不断提高，诸多指标都位居行业前列。

图 21：A 股主要彩电厂商应收账款周转率对比 单位：次 图 22：A 股主要彩电厂商存货周转率对比 单位：次



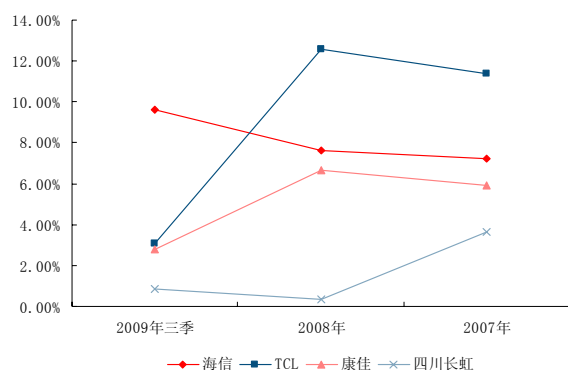
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

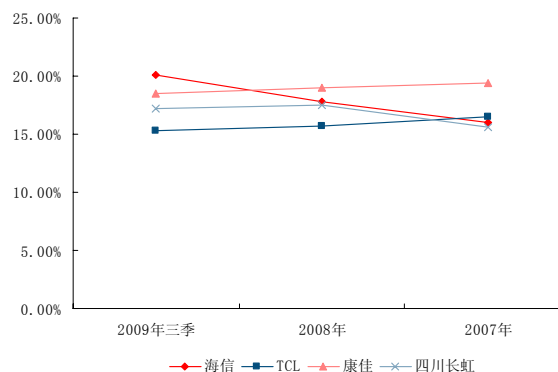


图 23: A 股主要彩电厂商净资产收益率对比



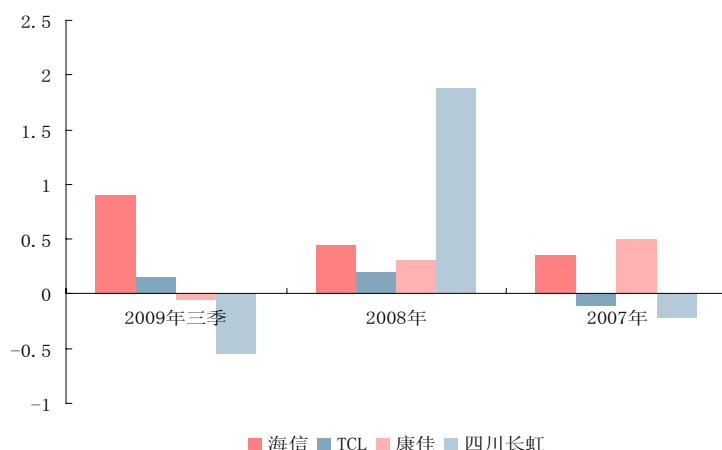
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 24: A 股主要彩电厂商毛利率对比



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 25: A 股主要彩电厂商每股经营活动现金流量净额对比 单位: 元



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

我们预计 2009-2011 年公司营业收入将分别达到 185.33 亿、228.38 亿、275.01 亿, 实现净利润 4.68 亿、6.16 亿和 7.65 亿, 对应摊薄后每股收益 0.81 元、1.07 元和 1.32 元。目前股价对应 2010 市盈率为 25 倍, 处于合理水平, 但考虑到未来彩电市场可能会有超预期表现, 及公司在 LED 领域的提前布局, 我们给予公司增持评级, 回调时可积极介入。主要风险因素是上游液晶面板供应出现波动, 价格大幅反弹。

表 7: 海信电器业绩预测和比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万)	13,407.10	18,533.45	22,837.62	27,500.78
营业收入增长率	-9.65%	38.24%	23.22%	20.42%
净利润 (百万)	224.97	468.10	616.43	765.28
净利润增长率	10.37%	108.07%	31.69%	24.15%
EPS (元)	0.39	0.81	1.07	1.32

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部



TCL 集团 (000100): 增持

2009 年, TCL 国内 LCD 电视销量紧随海信、创维之后, 位居第三位, 属于第一集团, 而全国电视总销量则连续五年位居全国第一位。近期, 公司因为定向增发募集资金投资 8.5 代液晶面板生产线及 2010 年 1 月份销售数据全面增长而受到广泛关注。

对于 8.5 代线液晶面板项目, 市场存在一定质疑, 主要在于: 第一, 项目总投资金额达到 245 亿元, 规模巨大, 固定资产折旧费用偏高; 第二, 项目建设周期长, 建成后可能会出现技术落后和产能过剩的问题; 第三, TCL 缺乏相关技术专利, 可能需要支付一定的专利技术使用费, 而经验的欠缺, 也可能造成良品率较低, 从而进一步导致成本上升。对于该项目, 我们的态度是谨慎乐观。首先, 国家发改委已上收液晶面板投资项目的审批权, 而工信部也明确表示要严格控制面板产业的规模, 未来出现面板供应严重过剩局面的可能性很小; 其次, 8.5 代线最大切割尺寸达到 55 英寸, 而 30 至 34 英寸及 40 至 47 英寸将是未来全球电视市场最大份额的尺寸段, 就中国市场而言, 电视产品的主流尺寸为 23 至 47 英寸; 再次, 项目达产后, 产能将达到 1,400 万片, 基本用于自身需要, 公司对成本的控制力将大幅提高; 最后, 深圳市政府可能会对项目给予较大力度的支持。

日前, 公司发布了 2010 年 1 月份销量数据, 各类产品销量都出现大幅增长, 其中 LCD 电视增长 92.37%, CRT 电视增长 31.55%, 移动电话增长 179.73%, 空调增长 332.37%, 冰箱增长 57.04%, 洗衣机增长 140.16%。公司海外业务占比超过 30%, 过去几年海外业务的亏损拖累了公司业绩的增长。但是分析子公司 TCL 多媒体 (1070.HK) 2009 年的报表, 我们可以发现, 2009 年下半年开始海外电视机业务已出现盈利, 全年有望扭亏为盈。而电视机业务占到 TCL 集团收入的约 60%, 起到决定性作用。因此, 今年 1 月份销售数据的全面增长可以说已有先兆。

我们预计公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.12 元和 0.19 元, 由于公司海外业务占比较高, 我们认为随着全球经济的复苏, 公司的业绩也具备更高的弹性, 给予公司增持评级, 建议积极关注。

表 8: TCL 集团 2010 年 1 月份销量数据

单位: 台

产业	产品	2010 年 1 月份	2009 年 1 月份	增减 (%)
多媒体电子	LCD 电视	1,073,393	557,984	92.37%
	CRT 电视	733,176	557,343	31.55%
	AV 产品	1,155,100	929,500	24.27%
移动通讯	移动电话	2,076,407	742,289	179.73%
	空调	187,004	43,251	332.37%
家电	冰箱	40,352	25,695	57.04%
	洗衣机	75,306	31,356	140.16%

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

刘珂昕：国防科大信息与通信工程硕士，清华 MBA，电子元器件行业分析师。对国内外电子行业发展状况有深入研究，与公司分析相结合判断投资机会。

刘义：中央财经大学金融学硕士，家电行业分析师。精于财务分析，致力于趋势分析把握投资机会。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。