

电视制造及面板零件产业链快报

电视面板供应链电话会议纪要

电子元器件

领先大市-B

上次评级

领先大市-B

报告日期

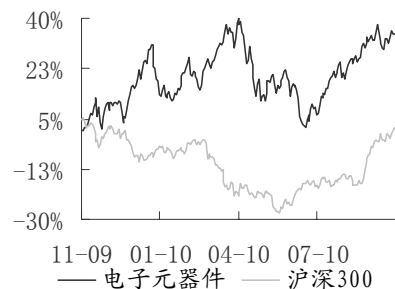
2010-11-08

首选股票

目标价

评级

12个月行业表现



研究员

侯利

行业分析师

021-68763972
证书编号

houli@essence.com.cn
S1450209070220

前期研究成果

电子行业：基本面不悲观

2010-09-14

电子：有关银行 IC 卡迁移的几个关键问题

2010-06-25

电子：LED 照明推动 LED 成长

2010-06-08

报告关键点：

- 面板Open Cell模式给大陆背光源行业带来机会
- 一条龙模式压力下，独立BLU厂生存空间受挤压
- 日系TV厂产能放出为大陆企业提供成长动能
- 锦富新材：光学膜切割近年有机会大幅成长
- 歌尔声学：供货三星BLU业务需努力贡献高盈利
- 兆驰股份：价格具有优势，静待客户反应

报告摘要：

- **面板Open Cell模式给大陆背光源行业带来机会：**从去年面板产业出现Open Cell（外资/台资厂本土制作面板制程，运往大陆与背光模组组装成面板）模式开始，大陆涌现出对BLU的需求。目前，全球四大TV面板供货商（友达、奇美、LG、三星）中的三家（除三星外）均与大陆TV厂合作，自产BLU与电视组装成一条龙垂直整合生产。三星目前尚未与国内电视厂垂直整合，未来很可能会有动力将其供货方式转变成与其它三家面板厂相同的OPEN-CELL模式。此OPEN-CELL模式，将为国内背光源厂带来极大的市场机会。
- **一条龙模式压力下，独立BLU厂生存空间受挤压：**国内电视厂如 TCL、长虹、海信等与其面板供货商合资成立背光模块厂，并且大多将背光模块厂设于自身的电视组装厂内。面板供货商做出OPEN-CELL后交给自身电视厂，采用一条龙模式生产：将背光模块及后段电视一起组装（OPEN-CELL面板加上背光模块组成面板模组后，再与主板、电源板、结构件等组合），以达到降低成本的目的。由于国内电视厂与其面板供货商合资制作背光模块，技术掌握及成本控制度较高，将压缩独立BLU厂生存空间。
- **LED BLU技术进步快，降价幅度大，国内BLU出货仍以CCFL为主：**LED背光一般每季都有新设计，发光效率每提高5%/季；由于LED芯片本身降价和设计更新，其成本下降7%/季。CCFL BLU在大面板仍有一定优势，国内明年放量，但LED BLU方面，由于导光板技术被台、日厂掌握，原料获取不易，再加上工艺难度问题，预计国内在1至2年后可以供货。
- **日系TV厂产能放出为代工企业提供成长动能：**日元持续升值，日厂委外代工的动力逐渐增强，但韩系TV厂外包动力较弱。仅日厂转移产能就将为大陆厂提供成长的动力，关键要看大陆厂产品的品质。
- **锦富新材：光学膜切割有望大幅增长：**受益于未来2-3年大陆背光产业的发展，其上游光学材料厂拥有非常不错的机遇。公司目前取得小尺寸光学膜的成熟工艺，若凭借成本、质量能迅速扩大产能，形成规模优势，则能保持相对高的毛利率一段时间。
- **歌尔声学：供货三星BLU业务需努力贡献高盈利：**三星大尺寸BLU来源为台厂和有裙带关系的韩厂，台厂产能已经转移大陆，人力成本劣势不明显，毛利率依旧较低。公司作为新进入者，短期内想获得高毛利率并不容易。
- **兆驰股份：价格具有优势，静待客户反应：**公司优势在于研发、独立模具供应商、现金提货，能获得不错的毛利率。目前公司与部分客户之间开始少量合作，目前客户出于品质和市场的担忧并不能大量、有规律拿货。一旦下游客户对公司产品反响良好，公司今后成长则充满想象。

我们上周邀请美国电视品牌商供应链管理经理，过去为奇美工程师专家来探讨电视产业及面板零组件产业、以及对 A 股公司的投资启示。我们相对看好兆驰股份及锦富新材的长线发展，以下为电话会议的纪要。

表 1 报告涉及公司财务和估值汇总表

代码	名称	EPS			PE			ROE			收盘价 11.9
		2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	
300128.SZ	锦富新材	0.76	1.07	1.48	70.07	49.32	35.83	10.37	12.18	13.59	53.00
002429.SZ	兆驰股份	0.93	1.32	1.74	29.48	20.66	15.75	29.00	29.73	28.69	27.36
002241.SZ	歌尔声学	0.71	1.15	1.53	67.92	41.98	31.58	21.37	26.13	27.41	48.40

数据来源：WIND 安信证券研究中心

1. 大陆 TV 产业链各段发展各有千秋

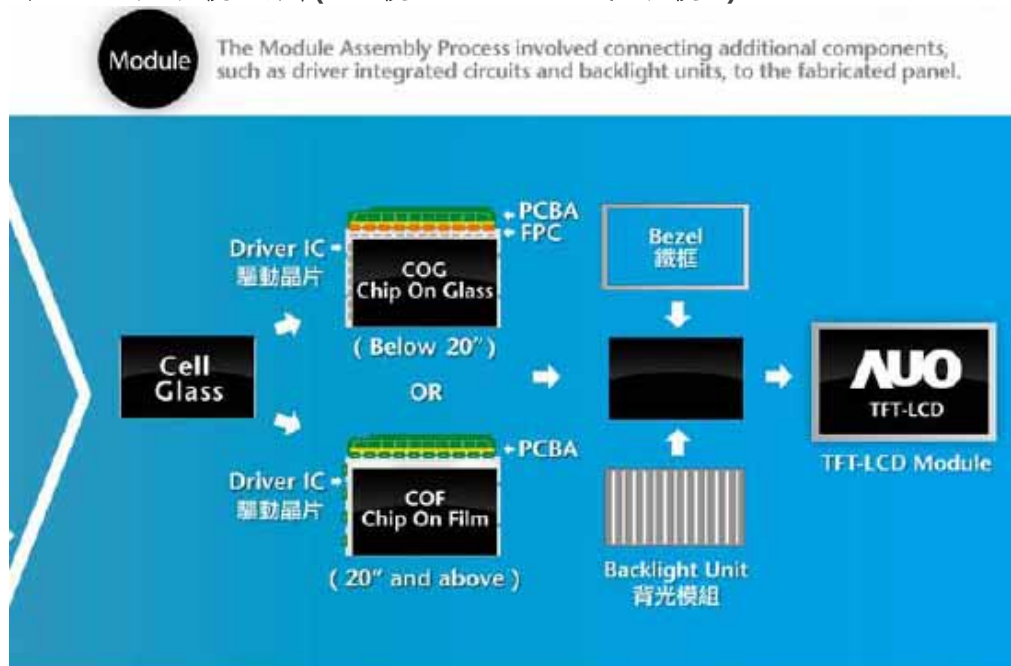
TCL、长虹、海信、海尔、创维等国内电视厂得益于本土市场的巨大需求，经过过去数十年的发展，通过与外商合作的方式，在大型塑胶射出成型方面发展已经相当完备；另外在 PCB 方面也比较成熟。不过电视 IC 市场主要玩家是台商，外资在市场上已经失去了举足轻重的地位。综合来看，经过这一波发展，TV 零件产业已经成熟；但 PANEL 产业占主导地位的仍然是 LG、三星、奇美、友达，国内虽然有企业少量出货，但影响力较低。

2. 面板 Open Cell 模式给大陆背光源行业带来机会

从去年面板产业出现 Open Cell（外资/台资厂本土制作面板制程，运往大陆与背光模组组装成面板）模式开始，大陆涌现出对 BLU 的需求，使得大陆厂家本来缺乏机会的背光源产业出现了机遇。日厂的竞争优势集中于上游原材料，而台厂、韩厂相对集中在中游导光板、扩散片、增亮膜的制作；随着 Open Cell 进程加快以及大陆本土面板厂明年开始出货，大陆 BLU 厂逐渐成为二线厂的主力供应商。

虽然背光源出现行业性机会，但关键零件——导光板的设计制作能力强弱决定 BLU 厂的竞争力

图 1 液晶面板模组制作(Cell 模块加上 BLU 组成面板模组)



数据来源：AUO 网站 安信证券研究中心

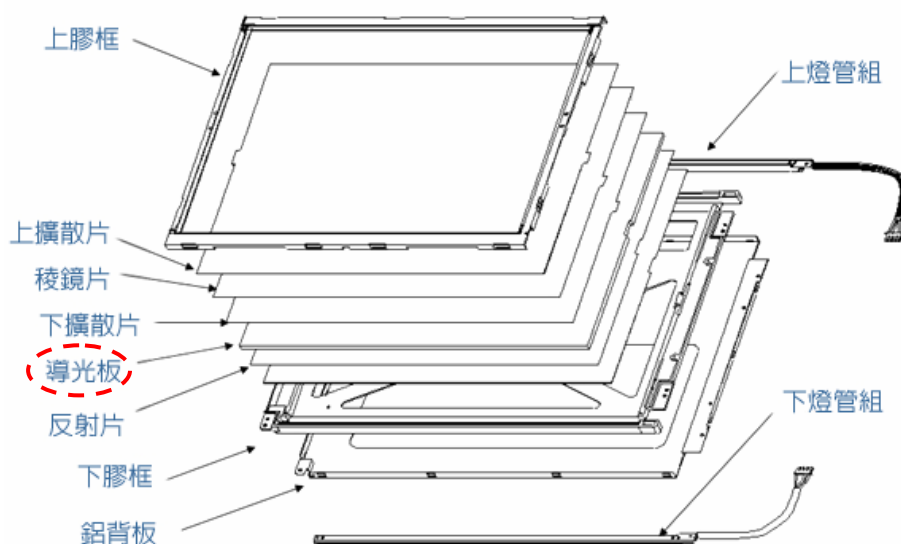
3. 一条龙模式压力下，独立 BLU 厂生存空间受挤压

国内电视厂如 TCL、长虹、海信等与其面板供货商合资成立背光模块厂，并且大多将背光模块厂设于自身的电视组装厂内。面板供货商做出 OPEN-CELL 后交给自身电视厂，采用一条龙模式生产：将背光模块及后段电视一起组装（OPEN-CELL 面板加上背光模块组成面板模组后，再与主板、电源板、结构件等组合），以达到降低成本的目的。由于国内电视厂与其面板供货商合资制作背光模块，技术掌握及成本控制度较高，将压缩独立 BLU 厂生存空间。

目前，全球四大 TV 面板供货商（友达、奇美、LG、三星）中的三家（除三星外）与大陆 TV 厂合作，自产 BLU 完成一条龙垂直整合生产。三星目前没有与国内电视厂垂直整合，究其原因，是三星的 7.5 代线已经折旧完毕，使得成本较低，目前仍具竞争力；但未来其它厂高世代线陆续折旧结束，三星很可能会有动力将其供货方式转变成与其它三家面板厂相同的 OPEN-CELL 模式。

就 BLU 内部构造来看，导光板是最为关键的材料之一。台厂中光电、瑞仪、大亿科等正在向导光板设计、射出方向转型。由于一线面板厂对 BLU 中 LED 灯管等部件都有规格、价格的明确要求，另外面板厂未来也逐渐会掌握 BLU 的技术，这两点使得 BLU 厂的议价能力相对较弱。长期来看，BLU 厂的利润将主要来自于导光板的设计和制作，而目前大尺寸导光板的市場几乎被台厂、日厂所控制。

图 2 背光模组结构



数据来源：中光电 安信证券研究中心

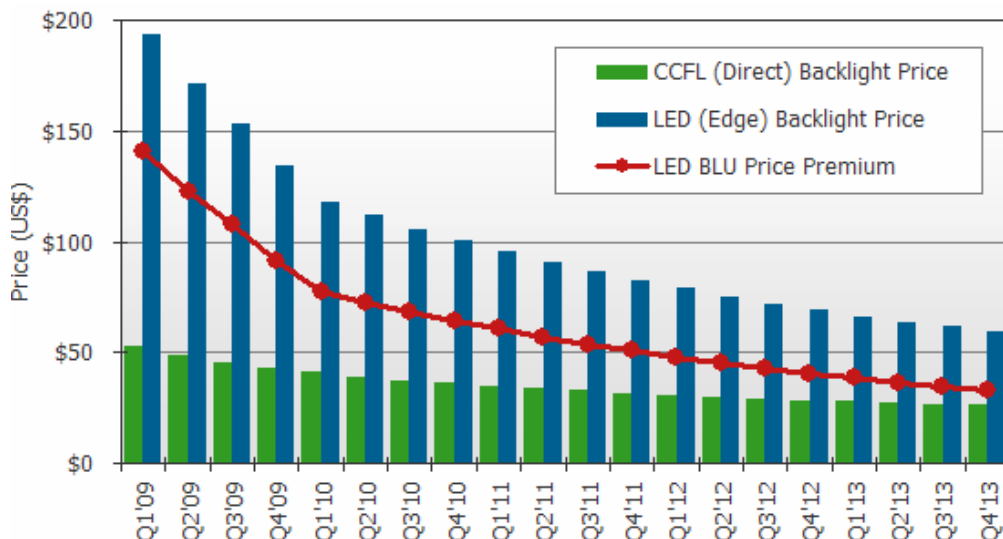
4. LED BLU 技术进步快，降价幅度大，但国内 BLU 出货仍以 CCFL 为主

LED 背光一般每季都会出现新设计，并且发光效率每季会提高 5%，同时成本每季下降 7%。32 吋 LED BLU 现在价格为 60 多块美金，到 11Q1 将是 50+USD；42 吋 LED BLU 现在 140USD，11Q1 可能只要 100USD。降价原因一是 LED 芯片本身降价，二是由于设计更新带来的成本下降。另外 CCFL BLU 明年在 40 吋以上面板还有价格优势，小尺寸上没有任何机会，所以现在厂家几乎亏本出货。另外桌面显示器、笔记本电脑明年也都会转成 LED 背光。

由于 CCFL BLU 本身厚度较厚（45-50mm），因此增厚 5mm 可能差异不大；但 LED BLU 仅有 10-15mm，厚度就非常重要，影响非常大。不过只要时间足够，国内厂商还可做出厚度合意的 LED BLU。预计国内 CCFL BLU 明年放量，而 LED BLU 方面，由于导光板技术被台厂、日厂掌握，原料获取不易，再加上 LED BLU 厚度薄、光学膜如何叠才不会色度飘移、散热如何解决才不会跳讯这些难题的解决需要时间，预计国内要到 1~2

年后可以供货。

图 3 CCFL 背光和 LED 背光价格走势



数据来源：DisplaySearch 安信证券研究中心

日系电视厂产能转移动力强，韩系较弱，大陆厂若能保证质量则可承接产能

5. 日系 TV 厂产能放出为大陆企业提供成长

在日元升值愈演愈烈的大背景下，日厂委外代工的动作一定会持续。目前 Toshiba 已经完全外包，Sony 顺应趋势，将工厂卖给鸿海，Panasonic 等必然也会开始实施外包。不过韩系 TV 厂的外包动力相比就不是很强，原因是韩系厂本来就从日系厂抢市场，其成本相较台厂相差无几，目前只有测试性外包或本身亏本生产的业务才会选择外包。

6. 锦富新材：光学膜切割近年有机会大幅成长

受益于未来 2-3 年大陆背光产业的发展，其上游光学材料厂拥有非常不错的机遇。公司目前在小尺寸光学膜上的工艺已经成熟，大尺寸还需改进。先前原料代理权、下游通路至关重要，但目前大陆产业发展迅速，即使这两者优势不大，但若凭借成本、质量能迅速扩大产能，形成规模优势，产生进入壁垒，就能保持相对高的毛利率一段时间。

7. 歌尔声学：供货三星 BLU 业务需努力贡献高盈利

三星目前大尺寸 BLU 的来源有两处：台厂和韩厂，而韩厂与三星面板厂存在裙带关系，能掌握部分高毛利项目。而中光电、瑞仪光电等台厂，其全球 BLU 市占达 10-15% 的规模，且近年产能逐渐向大陆转移，与歌尔相比人力成本相差不大，也仅能获得 5% 左右毛利率。再加上大陆厂获取导光板较难、LED BLU 本身技术难度较高（厚度非常薄，散热如何解决，才不会跳讯），那么歌尔想作为新进入三星面板 BLU 供应链者，取得较大的份额，获得 10% 以上的毛利率相对不易。

8. 兆驰股份：价格具有优势，静待客户反映

公司做代工有三大明显优势：1、公司本身研发团队实力不错；2、有自己独立的模具供应商，而非与其它厂家共享模具，这对品质能提供高一点的保障；3、用现金从供应商处拿货，供应商愿意降价 3-5%。此外借助大陆低劳动力成本，公司即使报价让客户非常满意，也能获得不错的毛利率。目前公司与部分客户之间开始少量合作，但如上所述，客户出于品质和市场的担忧并不能大量、有规律拿货。如果下游客户对公司产品反响良好，那么今后的成长将很有想象空间。

行业重点公司财务和估值汇总表

日期: 2010-11-08

证券 代码	公司 名称	上次 评级	最新 评级	每股收益(元)			市盈率(X)			ROE(%)			现价	目标价	首次推 荐日期	自推荐 来涨幅
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E				
000823	超声电子	增持-A	买入-B	0.25	0.54	0.73	66	30	22	7.0%	0.0%	0.0%	16.41	13.10	2009-04-16	129%
000829	天音控股	买入-A	买入-A	-0.01	0.97	1.21	-1600	16	13	11.0%	28.0%	26.0%	16.00	22.80	2007-08-28	-17%
002008	大族激光	买入-B	买入-B	0.46	0.78	1.09	37	22	16	14.0%	19.0%	21.0%	16.90	20.00	2010-04-29	43%
002138	顺络电子	买入-A	买入-A	0.13	0.84	1.13	180	28	21	13.0%	23.0%	26.0%	23.41	33.00	2008-03-14	71%
002139	拓邦股份	买入-B	买入-B	0.10	0.67	0.95	240	36	25	14.0%	22.0%	24.0%	24.02	32.00	2008-08-02	220%

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层

邮编：100034