

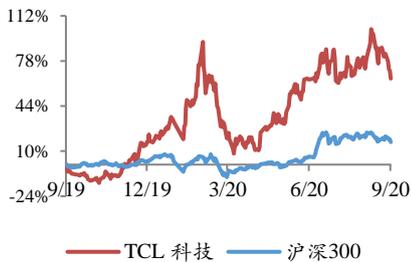
面板量价齐升，三季度业绩改善明显

投资评级：买入

报告日期：2020-10-28

收盘价 (元)	6.13
近 12 个月最高/最低 (元)	7.56/3.29
总股本 (百万股)	13,528
流通股本 (百万股)	13,528
流通股比例 (%)	93.61
总市值 (亿元)	829
流通市值 (亿元)	776

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001
电话：021-60958389
邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：丛培超

执业证书号：S0010120070056
电话：18575565169
邮箱：congpc@hazq.com

相关报告

1. 华安证券-TCL 科技-000100-大国雄芯. 半导体深度报告 (十一): 聚焦面板市场, 布局硅片赛道-200924

主要观点：

● 事件：

2020 年 10 月 28 日晚，公司发布 2020 年三季报，业绩表现远超预期。2020 年前三季度，公司实现净利润 20.25 亿元，同比下降 21.42%。剔除一次性重组收益后，归属上市公司股东净利润同比增长 28.9%。其中三季度净利润 8.17 亿元，同比增长 68.48%，扣非后三季度业绩同比增 168.13%。

● 资产重组效果显著，营业收入增长迅速

三季报显示，公司前三季度实现营收 487.1 亿元，按重组后同口径计算，营收同比增长 18.4%。其中 TCL 华星实现营业收入 323.8 亿元，同比增长 31.9%。公司不断强化主营业务，奠定了行业的龙头地位。随着面板价格的继续上升，公司营业收入有望持续增长。

● 面板量价齐升，归母净利润显著改善

公司前三季度实现归属于上市公司股东净利润 20.3 亿元，剔除一次性重组收益后，归属上市公司股东净利润同比增长 28.9%。其中三季度归属于上市公司股东的净利润 8.17 亿元，同比增长 68.5%。上半年因为疫情的冲击，面板价格和需求同时降低，公司的净利润受到了侵蚀。三季度疫情平稳后，需求逐渐恢复，面板价格进入上升通道。TCL 华星三季度实现净利润 7 亿元，在折旧持续增长的情况下净利润环比二季度增加 6.59 亿元，同比增长 151.6%。大尺寸 LCD 面板价格的平均月涨幅一度超过了 8%，55 寸面板均价达到了 155 美元，公司 55 寸面板全球出货第一。面板行业转亏为盈，价格上升带来的边际效应助力公司利润持续增长。

● 供给结构改善，龙头地位稳固

伴随韩企退出，行业供给结构发生显著改善。韩企退出后，LCD 产业逐渐转向中国大陆主导阶段，形成了 TCL 和京东方“双子星”格局，同时也结束了原本供大于求的局面。虽然韩企发布声明决定延期退出 LCD 面板的生产，但是 SDC 和 LGD 产量不大，且主要供应自家品牌，我们认为对整体的供需冲击有限。今年前三季度，公司先后收购了武汉华星 39.95% 少数股权，三星苏州 T10 生产线，市场份额持续增长。公司龙头地位稳固，业绩持续增长可期。

● 投资建议

我们预计 2020-2022 年，公司营业收入分别为 730.91/933.7/1069.26 亿元，归母净利润分别为 27.9/57.7/71.8 亿元，EPS 分别为 0.21/0.43/0.53 元，PE 分别为 30.92/14.95/12.01 倍，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

疫情影响终端设备销量下滑超出预期；韩企 LCD 产能退出市场不及预期；面板企业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	75078	73091	93370	106926
收入同比 (%)	-33.8%	-2.6%	27.7%	14.5%
归属母公司净利润	2618	2789	5769	7180
净利润同比 (%)	-24.5%	6.6%	106.8%	24.4%
毛利率 (%)	11.6%	10.9%	15.3%	16.3%
ROE (%)	8.7%	8.9%	16.4%	17.4%
每股收益 (元)	0.19	0.21	0.43	0.53
P/E	23.09	30.92	14.95	12.01
P/B	2.01	2.75	2.45	2.09
EV/EBITDA	12.96	12.27	8.57	6.91

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 华星光电各产线营收预测模型

LCD 显示面板												
深圳T1-G8.5(a-Si)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
产能稼动率	84%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
良率	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
季度总产量 (K)	6894.72	8208	8208	8208	8208	8208	8208	8208	8208	8208	8208	8208
面板单价 (美元)	37	34	47	48	47	47	47	46	46	46	46	46
季度总营收 (百万元)	1785.732	1953.504	2700.432	2757.888	2700.432	2700.432	2700.432	2642.976	2642.976	2642.976	2642.976	2642.976
深圳T2-G8.5(a-Si)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
产能稼动率	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
良率	84%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
季度总产量 (K)	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
季度总产量 (K)	1149.12	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368
面板单价 (美元)	112	116	130	140	140	140	140	135	135	130	127	125
季度总营收 (百万元)	900.9101	1110.816	1244.88	1340.64	1340.64	1340.64	1340.64	1292.76	1292.76	1244.88	1216.152	1197
深圳T2-G8.5(a-Si/Oxide)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
产能稼动率	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
良率	84%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
季度总产量 (K)	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
季度总产量 (K)	973.728	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2	1159.2
面板单价 (美元)	114	118	132	142	142	142	142	137	137	132	129	127
季度总营收 (百万元)	777.0349	957.4992	1071.101	1152.245	1152.245	1152.245	1152.245	1111.673	1111.673	1071.101	1046.7576	1030.53
武汉T3-G6(LTPS)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
产能稼动率	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280	280
良率	50%	70%	80%	80%	85%	88%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
季度总产量 (K)	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
季度总产量 (K)	18480	25872	29568	29568	31416	32524.8	34372.8	34372.8	34372.8	34372.8	34372.8	34372.8
面板单价 (美元)	11.5	11.5	11	11	10.5	10.5	10.5	10	10	10	10	10
季度总营收 (百万元)	1487.64	2082.696	2276.736	2276.736	2309.076	2390.573	2526.4008	2526.401	2406.096	2406.096	2406.096	2406.1
深圳T6-G11(a-Si)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
产能稼动率	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
良率	88%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
季度总产量 (K)	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
季度总产量 (K)	1767.744	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8	2008.8
面板单价 (美元)	170	175	195	200	200	199	198	197	196	195	195	195
季度总营收 (百万元)	2103.615	2460.78	2742.012	2812.32	2812.32	2798.258	2784.1968	2770.135	2756.074	2742.012	2742.012	2742.01
深圳T7-G11(a-Si)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	0	0	0	20	30	40	50	60	60	60	60	60
产能稼动率				8	8	8	8	8	8	8	8	8
良率				100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
季度总产量 (K)				93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
季度总产量 (K)				446.4	669.6	892.8	1116	1339.2	1339.2	1339.2	1339.2	1339.2
面板单价 (美元)				200	200	199	198	197	196	195	195	195
季度总营收 (百万元)				624.96	937.44	1243.67	1546.776	1846.757	1837.382	1828.008	1828.008	1828.01
深圳T7-G11(Oxide)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	0	0	0	0	0	0	0	15	30	30	30	30
产能稼动率								8	8	8	8	8
良率								100%	100%	100%	100%	100%
季度总产量 (K)								90%	90%	90%	90%	90%
季度总产量 (K)								324	648	648	648	648
面板单价 (美元)								199	198	197	197	197
季度总营收 (百万元)								451.332	898.128	893.592	893.592	893.592
OLED 显示面板												
武汉T4-G6 (OLED)												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	15	15	15	15	20	25	25	25	30	35	45	45
产能稼动率	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
良率	40%	70%	80%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
季度总产量 (K)	65%	65%	65%	65%	70%	70%	70%	70%	75%	75%	75%	75%
季度总产量 (K)	2223	3890.25	4446	4446	7182	8977.5	8977.5	8977.5	11542.5	13466.25	17313.75	17313.8
面板单价 (美元)	55	53	60	60	53	50	48	48	48	48	48	48
季度总营收 (百万元)	855.855	1443.283	1867.32	1867.32	2664.522	3142.125	3016.44	3016.44	3878.28	4524.66	5817.42	5817.42
面板生产线总营收												
季度总营收 (百万元)	7910.788	10008.58	11902.48	12832.11	13916.67	14767.94	15067.13	15658.47	16823.37	17353.32	18593.014	18557.6
年度总营收 (百万元)		42653.95541				59410.2222				71327.34		
三星苏州业务												
三星苏州G8.5												
季度月产能 (玻璃基板数K)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
单基板切割数	125	125	100	100	125	125	125	125	125	125	125	125
产能稼动率	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
良率	85%	90%	90%	90%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
季度总产量 (K)	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
季度总产量 (K)	1816.875	1923.75	1539	1539	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5
面板单价 (美元)	112	116	130	140	140	140	140	135	135	130	127	125
季度总营收 (百万元)	1424.43	1562.085	1400.49	1508.22	2094.75	2094.75	2094.75	2019.938	2019.938	1945.125	1900.2375	1870.31
其他业务												
其他业务营收		1405				1506				1605		
华星年度总营收 (百万)		49954.18041				69220.4097				80667.9525		

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 2 各业务线收入成本预测

收入成本预测 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
华星光电				
预测收入	33993.5	49954.2	69220.4	80668.0
收入增速	23.40%	46.95%	38.57%	16.54%
收入占比	45.40%	68.35%	74.14%	75.44%
预测成本	30458.2	43338.6	56272.4	65079.5
成本增速	34.90%	42.29%	29.84%	15.65%
成本占比	46.00%	66.57%	71.17%	72.72%
毛利率	10.40%	13.24%	18.71%	19.32%
翰林汇				
预测收入	20835.6	22032.6	23143.6	25052.6
收入增速	26.00%	5.75%	5.04%	8.25%
收入占比	27.80%	30.14%	24.79%	23.43%
预测成本	20085.5	21261.5	22333.6	24175.8
成本增速	26.30%	5.85%	5.04%	8.25%
成本占比	30.30%	32.66%	28.25%	27.01%
毛利率	3.60%	3.50%	3.50%	3.50%
其他及合并抵消				
预测收入	20103.9	1104.0	1006.0	1205.0
收入增速	-406.50%	-94.51%	-8.88%	19.78%
收入占比	26.80%	1.51%	1.08%	1.13%
预测成本	15718.9	626.0	545.0	735.0
成本增速	-286.40%	-96.02%	-12.94%	34.86%
成本占比	23.70%	0.96%	0.69%	0.82%
毛利率	21.80%	43.30%	45.83%	39.01%
汇总项				
总收入	74933.1	73090.8	93370.0	106925.6
收入增速	-33.26%	-2.46%	27.75%	14.52%
总成本	66262.6	65105.7	79070.9	89495.5
综合毛利率	11.57%	10.92%	15.31%	16.30%

资料来源：华安证券研究所整理

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	48156	62556	78858	68839	
现金	18648	28428	38294	22674	
应收账款	8340	7609	9721	11132	
其他应收款	2750	3004	3581	3925	
预付账款	364	391	435	447	
存货	5678	5173	6716	8091	
其他流动资产	12375	17951	20111	22568	
非流动资产	116689	129323	142169	154060	
长期投资	17194	20194	22825	26667	
固定资产	45459	65110	75903	81465	
无形资产	5685	5774	5849	6182	
其他非流动资产	48351	38244	37593	39746	
资产总计	164845	191878	221027	222898	
流动负债	43058	51130	60233	59169	
短期借款	12070	17154	18763	11021	
应付账款	11549	13913	16897	19125	
其他流动负债	19439	20064	24573	29023	
非流动负债	57904	73270	87616	81881	
长期借款	38512	50387	61387	50754	
其他非流动负债	19392	22883	26229	31126	
负债合计	100962	124400	147849	141049	
少数股东权益	33771	35084	36881	39480	
股本	13528	13519	13519	13519	
资本公积	5717	5709	5709	5709	
留存收益	10867	12085	15988	22060	
归属母公司股东权益	30112	31313	35216	41288	
负债和股东权益	164845	191878	221027	222898	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020	2021	2022	
经营活动现金流	11490	14309	22025	25748	
净利润	2618	2789	5769	7180	
折旧摊销	8272	10812	11965	13997	
财务费用	1633	2282	2821	2863	
投资损失	-3443	-2704	-2428	-2245	
营运资金变动	551	338	2161	1438	
其他经营现金流	3927	3243	5346	8258	
投资活动现金流	-31732	-21242	-23544	-25382	
资本支出	-20023	-18160	-21111	-21040	
长期投资	-2557	-5664	-4519	-6331	
其他投资现金流	-9151	2582	2085	1988	
筹资活动现金流	11951	16713	11385	-15986	
短期借款	-1171	5084	1609	-7742	
长期借款	1647	11875	11000	-10633	
普通股增加	-21	-9	0	0	
资本公积增加	-280	-8	0	0	
其他筹资现金流	11776	-229	-1224	2389	
现金净增加额	-8065	9780	9866	-15620	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	75078	73091	93370	106926	
营业成本	66337	65106	79071	89495	
营业税金及附加	331	219	280	321	
销售费用	2857	950	1214	1390	
管理费用	1895	1827	2334	2673	
财务费用	1249	1804	2389	2339	
资产减值损失	791	-604	-627	-658	
公允价值变动收益	-474	531	311	432	
投资净收益	3443	2704	2428	2245	
营业利润	3977	3992	7959	10547	
营业外收入	129	516	413	345	
营业外支出	50	40	51	63	
利润总额	4056	4468	8320	10829	
所得税	398	366	754	1050	
净利润	3658	4102	7566	9779	
少数股东损益	1040	1313	1797	2599	
归属母公司净利润	2618	2789	5769	7180	
EBITDA	8533	12000	17861	22552	
EPS (元)	0.19	0.21	0.43	0.53	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2019	2020	2021	2022	
成长能力					
营业收入	-33.8%	-2.6%	27.7%	14.5%	
营业利润	-2.8%	0.4%	99.3%	32.5%	
归属于母公司净利	-24.5%	6.5%	106.8%	24.4%	
获利能力					
毛利率 (%)	11.6%	10.9%	15.3%	16.3%	
净利率 (%)	3.5%	3.8%	6.2%	6.7%	
ROE (%)	8.7%	8.9%	16.4%	17.4%	
ROIC (%)	0.2%	0.7%	3.0%	4.5%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.2%	64.8%	66.9%	63.3%	
净负债比率 (%)	158.0%	187.4%	205.1%	174.6%	
流动比率	1.12	1.22	1.31	1.16	
速动比率	0.98	1.11	1.19	1.02	
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.38	0.42	0.48	
应收账款周转率	9.00	9.61	9.61	9.61	
应付账款周转率	5.74	4.68	4.68	4.68	
每股指标 (元)					
每股收益	0.19	0.21	0.43	0.53	
每股经营现金流(薄)	0.85	1.06	1.63	1.90	
每股净资产	2.23	2.32	2.60	3.05	
估值比率					
P/E	23.09	30.92	14.95	12.01	
P/B	2.01	2.75	2.45	2.09	
EV/EBITDA	12.96	12.27	8.57	6.91	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 尹沿技, 华安证券研究总监, 研究所所长, TMT 行业首席分析师。

联系人: 丛培超, 985 高校电子专业本硕, 七年手机产业经验, 三年高通通讯工作经验, 主要覆盖消费电子。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。