

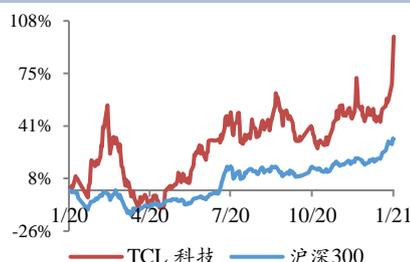
Q4 业绩超预期，2021 更可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-01-13

收盘价(元)	9.24
近12个月最高/最低(元)	9.24/4.05
总股本(百万股)	14,031
流通股本(百万股)	12,656
流通股比例(%)	90.20
总市值(亿元)	1,296
流通市值(亿元)	1,169

公司价格与沪深300走势比较


分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

联系人：丛培超

执业证书号：S0010120070056

邮箱：congpc@hazq.com

相关报告

1. 季报点评：面板量价齐升，业绩改善明显 2020-10-29

2. 聚焦面板市场，布局硅片赛道大国雄芯。半导体深度报告(十一) 2020-09-25

主要观点：

● 事件：

2021年1月11日晚，公司发布2020年业绩预告，**业绩表现远超预期**。公司预计2020年实现归母净利润42.0-44.6亿元，同比增长60%-70%；单四季度归母净利润21.75-24.35亿元，环比增长13.58-16.18亿元。

● 面板均价提升助力 Q4 净利润超预期

根据 WitsView 数据测算，32 寸面板均价由 Q2 34 美金涨至 Q4 58 美金，**涨幅超过 70%**；55 寸面板均价由 Q2 106 美金涨至 Q4 161 美金，**涨幅超过 50%**。2021 年 1 月上旬，32 寸面板调涨 2 美元，均价站上 65 美元大关；55 寸面板调涨 4 美元，均价约 176 美元；**面板价格连涨六个月，涨幅高达 50~100%，写下历史新高纪录，为公司带来巨大业绩弹性。**

● 2021 面板价格高位，公司产能大增

需求端：各大 TV 厂商库存低于安全库存，需要补库存，将拉动 TV 面板出货。东京奥运会有望按时举办，届时观影需求旺盛，亦将拉动 TV 面板出货。欧美疫情防控形势严峻，居家办公、在线教育需求仍旺盛，将拉动 IT 面板出货。**供给端：**面板厂商库存极低，叠加驱动 IC 缺货（8 寸晶圆产能短缺）和玻璃基板紧张（NEG 工厂停电），面板供货紧张将持续较长时间。**产能端：**T7 线 2021 年底有望满产，产能增量约 300 万平米；三星苏州线产能增量超过 700 万平方米。随着三星苏州产线并表，T7 产能开出，公司产能将有超过 50% 的增长。**2021 全年面板价格有望维持高位，公司产能大幅增加，将持续受益。**

● 长期看供给结构改善，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。**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且为短期冲击，长期看日韩面板厂商在 LCD 领域已经不具备成本优势，退出是必然趋势。**公司产能多为高世代产能，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 700.78 / 1052.56 / 1174.90 亿元，归母净利润分别为 42.87 / 107.33 / 115.34 亿元，EPS 分别为 0.32 / 0.79 / 0.85 元，**PE 分别为 20.12 / 8.04 / 7.48 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	70078	105256	117490
收入同比 (%)	-33.8%	-6.7%	50.2%	11.6%
归属母公司净利润	2618	4287	10733	11534
净利润同比 (%)	-24.5%	63.8%	150.4%	7.5%
毛利率 (%)	11.6%	11.4%	22.9%	21.2%
ROE (%)	8.7%	13.1%	25.8%	22.1%
每股收益 (元)	0.19	0.32	0.79	0.85
P/E	23.09	20.12	8.04	7.48
P/B	2.01	2.63	2.07	1.66
EV/EBITDA	12.96	11.65	5.74	5.11

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)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
单基板切割数	按32寸计	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)	34.83	34	42.33	58.33	63	63	58	58	58	58	58	58
季度总营收 (百万元)	1681.002	1953.504	2432.112	3351.408	3619.728	3619.728	3332.448	3332.448	3332.448	3332.448	3332.448	3332.45
深圳T2-G8.5(a-Si)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
单基板切割数	按55寸计	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
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)	1149.12	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368	1368
面板单价 (美元)	106.33	106.33	127.83	161.5	170	165	160	158	158	158	158	158
季度总营收 (百万元)	855.3015	1018.216	1224.1	1546.524	1627.92	1580.04	1532.16	1513.008	1513.008	1513.008	1513.008	1513.01
深圳T2-G8.5(a-Si/Oxide)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
单基板切割数	按32寸计	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)	3016.44	3591	3591	3591	3591	3591	3591	3591	3591	3591	3591	3591
面板单价 (美元)	34.83	34	42.33	58.33	63	63	58	58	58	58	58	58
季度总营收 (百万元)	735.4382	854.658	1064.049	1466.241	1583.631	1583.631	1457.946	1457.946	1457.946	1457.946	1457.946	1457.95
武汉T3-G6(LTPS)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
单基板切割数	按6.5寸计	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200
产能稼动率	50%	70%	80%	80%	85%	88%	93%	93%	93%	93%	93%	93%
良率	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
季度总产量 (K)	13200	18480	21120	21120	22440	23232	24552	24552	24552	24552	24552	24552
面板单价 (美元)	23.4	23.4	23.4	23.5	23.5	23.4	22	22	22	22	22	22
季度总营收 (百万元)	2162.16	3027.024	3459.456	3474.24	3691.38	3805.402	3781.008	3781.008	3781.008	3781.008	3781.008	3781.01
深圳T6-G11(a-Si)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
单基板切割数	按65寸计	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
产能稼动率	88%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
良率	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)	171.67	167	181.83	212.5	221	210	198	197	196	195	195	195
季度总营收 (百万元)	2124.28	2348.287	2556.821	2988.09	3107.614	2952.936	2784.1968	2770.135	2756.074	2742.012	2742.012	2742.01
深圳T7-G11(a-Si)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	0	0	0	30	30	40	50	60	60	60	60	60
单基板切割数	按65寸计			8	8	8	8	8	8	8	8	8
产能稼动率				100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
良率				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)				213	221	210	198	197	196	195	195	195
季度总营收 (百万元)				665.5824	1035.871	1312.416	1546.776	1846.757	1837.382	1828.008	1828.008	1828.01
深圳T7-G11(Oxide)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	0	0	0	0	0	0	15	15	30	30	30	30
单基板切割数	按65寸计						8	8	8	8	8	8
产能稼动率							100%	100%	100%	100%	100%	100%
良率							90%	90%	90%	90%	90%	90%
季度总产量 (K)							324	324	648	648	648	648
面板单价 (美元)							200	199	198	197	197	197
季度总营收 (百万元)							453.6	451.332	898.128	893.592	893.592	893.592
OLED 显示面板												
武汉T4-G6 (柔性OLED)	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	15	15	15	15	20	25	25	25	30	35	45	45
单基板切割数	按6.4寸计	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
产能稼动率	40%	70%	80%	80%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
良率	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)	45	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
季度总营收 (百万元)	700.245	1170.965	1338.246	1338.246	1338.246	2161.782	2702.228	2702.228	3474.293	4053.341	5211.4388	5211.44
面板生产线总营收												
季度总营收 (百万元)	8258.427	10372.65	12074.78	14830.33	16827.93	17556.38	17590.362	17854.86	19050.29	19601.36	20759.461	20759.5
年度总营收 (百万元)		45536.19783				69829.5297					80170.57125	
三星苏州业务												
三星苏州G8.5	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
季度月产能 (玻璃基板数K)	125	125	100	100	125	125	125	125	125	125	125	125
单基板切割数	按55寸计	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
产能稼动率	85%	90%	90%	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)	1816.875	1923.75	1539	1710	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5	2137.5
面板单价 (美元)	106	106	128	161	170	165	160	158	158	158	158	158
季度总营收 (百万元)	1348.121	1427.423	1378.944	1927.17	2543.625	2468.813	2394	2364.075	2364.075	2364.075	2364.075	2364.08
其他业务												
其他业务营收		1405				1506			1605			
华星年度总营收 (百万)		46941.19783				81106.0422			91231.87125			

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	33993.2	46941.2	81106.0	91231.9
收入增速	23.40%	38.09%	72.78%	12.48%
收入占比	45.40%	66.98%	77.06%	77.65%
预测成本	30458.2	41100.3	59491.2	69812.3
成本增速	34.90%	34.94%	44.75%	17.35%
成本占比	46.00%	53.48%	61.83%	64.44%
毛利率	10.40%	12.44%	26.65%	23.48%
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%	31.44%	21.99%	21.32%
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%	27.67%	23.21%	22.31%
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%	1.58%	0.96%	1.03%
预测成本	15718.9	892.2	803.0	758.4
成本增速	-286.40%	-94.32%	-10.00%	-5.56%
成本占比	23.70%	1.16%	0.83%	0.70%
毛利率	21.80%	19.18%	20.18%	37.06%
汇总项				
总收入	74933.1	70077.8	105255.7	117489.5
收入增速	-33.26%	-6.48%	50.20%	11.62%
总成本	66262.6	76850.0	96223.8	108342.5
综合毛利率	11.57%	-9.66%	8.58%	7.79%

资料来源：华安证券研究所整理，未考虑中环并表

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020	2021	2022	
流动资产	48156	64329	87846	83512	
现金	18648	28817	42709	32824	
应收账款	8340	9216	13842	15451	
其他应收款	2750	2880	4037	4313	
预付账款	364	372	446	463	
存货	5678	5102	6666	7865	
其他流动资产	12375	17942	20145	22597	
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	193651	230015	237572	
流动负债	43058	51962	61242	60664	
短期借款	12070	19384	18763	11021	
应付账款	11549	13264	17332	19789	
其他流动负债	19439	19313	25148	29854	
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	125231	148858	142544	
少数股东权益	33771	34528	38397	41843	
股本	13528	13519	13519	13519	
资本公积	5717	5709	5709	5709	
留存收益	10867	13583	22450	32875	
归属母公司股东权益	30112	32811	41678	52104	
负债和股东权益	164845	193651	230015	237572	

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	12048	28003	31260	
净利润	2618	4287	10733	11534	
折旧摊销	8272	10812	11965	13997	
财务费用	1633	2312	2851	2863	
投资损失	-3443	-3154	-2737	-2467	
营运资金变动	551	-2445	1381	1972	
其他经营现金流	3927	6968	13162	12924	
投资活动现金流	-31732	-20793	-23235	-25160	
资本支出	-20023	-18160	-21110	-21039	
长期投资	-2557	-5664	-4519	-6331	
其他投资现金流	-9151	3031	2394	2210	
筹资活动现金流	11951	18914	9124	-15986	
短期借款	-1171	7315	-622	-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	-259	-1255	2389	
现金净增加额	-8065	10169	13892	-9886	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020	2021	2022	
营业收入	75078	70078	105256	117490	
营业成本	66337	62070	81103	92601	
营业税金及附加	331	210	316	352	
销售费用	2857	771	1368	1292	
管理费用	1895	1682	2737	2820	
财务费用	1249	1842	2383	2194	
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	3154	2737	2467	
营业利润	3977	5255	16619	17136	
营业外收入	129	516	413	345	
营业外支出	50	40	51	63	
利润总额	4056	5731	16980	17417	
所得税	398	688	2377	2438	
净利润	3658	5043	14603	14979	
少数股东损益	1040	757	3870	3445	
归属母公司净利润	2618	4287	10733	11534	
EBITDA	8533	12793	25908	28546	
EPS (元)	0.19	0.32	0.79	0.85	

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%	-6.7%	50.2%	11.6%	
营业利润	-2.8%	32.2%	216.2%	3.1%	
归属于母公司净利	-24.5%	63.8%	150.4%	7.5%	
获利能力					
毛利率 (%)	11.6%	11.4%	22.9%	21.2%	
净利率 (%)	3.5%	6.1%	10.2%	9.8%	
ROE (%)	8.7%	13.1%	25.8%	22.1%	
ROIC (%)	0.2%	1.1%	6.5%	6.7%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.2%	64.7%	64.7%	60.0%	
净负债比率 (%)	158.0%	186.0%	185.9%	151.7%	
流动比率	1.12	1.24	1.43	1.38	
速动比率	0.98	1.13	1.32	1.24	
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.36	0.46	0.49	
应收账款周转率	9.00	7.60	7.60	7.60	
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	0.32	0.79	0.85	
每股经营现金流(薄)	0.85	0.89	2.07	2.31	
每股净资产	2.23	2.43	3.08	3.85	
估值比率					
P/E	23.09	20.12	8.04	7.48	
P/B	2.01	2.63	2.07	1.66	
EV/EBITDA	12.96	11.65	5.74	5.11	

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, 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责任何责任。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。