

深纺织 A (000045)

“偏光片+”和差异化策略，助推公司业绩增长

投资要点

- ◆ **国产偏光片领军企业，经营业绩显著改善。**公司是从纺织服装向偏光片转型的国企改革示范企业，深耕偏光片领域二十余年。2021年前三季度，公司实现营业收入16.72亿元，同比增长13.53%；扣非后归母净利润0.63亿元，同比增长358.40%。公司业绩改善主要受益于2020年二季度以来偏光片市场形势持续向好和子公司盛波光电能提升。
- ◆ **面板大尺寸化趋势和 OLED、车载屏的渗透有望打开偏光片市场空间。**首先，面板大尺寸化推动偏光片需求面积增加。偏光片市场需求的增长主要由 TFT-LCD 的需求主导，尤其大尺寸 TFT-LCD 贡献 80% 以上的需求，2021 年全球 LCD TV 面板出货面积达 1.7 亿平方米，同比增长 3.7%，有望持续带动偏光片需求面积的提升。其次，OLED 和车载显示渗透推动偏光片市场结构改善。目前电视、手机、平板、电脑等需求逐步进入存量时代，但 OLED、车载显示细分赛道均有不错的增长潜能，并将持续优化偏光片产品结构，提升利润水平。
- ◆ **面板产能转移，亟待偏光片国产化配套。**面板产业向大陆转移成为大势所趋，“本土配套”+“产能提升”驱动大陆偏光片厂商迎来了国产化替代的良好机遇。Omdia 预计，2021 年国内偏光片需求将达到 3.8 亿 m²，而国内偏光片产能不到 2.5 亿 m²，尚有 30% 以上的供应缺口，本地化替代空间巨大。同时由于物流运输成本低，国内偏光片厂商对面板厂商的响应更加及时，能够更好的配合面板厂商进行研发生产，因此偏光片国产化配套需求强烈。
- ◆ **“偏光片+”和“差异化”策略，助推公司业绩提升。**公司正大力实施“偏光片+”发展战略和产品差异化竞争策略，通过优化提升现有产能、新产线建设方式稳步扩大偏光片业务规模，并聚焦大屏、OLED、车载市场，配套本土面板厂商国产化替代需求。2021 年 7 月，公司 7 号线正式投产，达产后将助力公司产能提升 1.5 倍以上，有望推动公司业绩快速增长。
- ◆ **投资建议：维持“买入”评级。**我们预计公司 2021、2022、2023 年 EPS 分别是 0.18 元、0.32 元、0.41 元，对应 PE 分别为 54 倍、30 倍、23 倍。面板大尺寸化趋势和 OLED、车载屏的渗透有望打开偏光片市场空间，尽管面板价格面临下修压力，但偏光片市场价格前期涨幅不大下降空间有限，考虑到 2022 年公司 7 号线产能释放带来的收入增长效应，我们看好公司业绩增长潜力。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**面板价格下行、新增产线进度不及预期、国产化替代不及预期，市场供需过剩。

投资评级

买入

维持评级

基础数据(2022-01-10)

所属行业	显示器件
股价(元)	9.26
总市值(百万元)	4,690.39
流通市值(百万元)	4,232.02
总股本(百万股)	506.52
流通股本(百万股)	457.02

股价表现



	1M	3M	12M
相对收益	-2.1%	-7.0%	34.2%
绝对收益	2.1%	-5.3%	46.1%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

朱琳 分析师
 资格证书：S0380521120001
 联系邮箱：zhulin@wanhesec.com
 联系电话：82830333-121

相关报告

财务数据与估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,158	2,109	2,470	4,508	5,369
增长率(%)	69.6	-2.3	17.1	82.5	19.1
归母净利润(百万元)	20	37	89	160	210
增长率(%)	185.6	89.4	139.4	79.8	30.8
EPS(元/股)	0.04	0.07	0.18	0.32	0.41
市盈率(P/E)	186.3	102.4	53.9	30.0	22.9
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.7	1.6	1.5

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

正文目录

一、 国产偏光片领军企业，经营业绩显著改善.....	3
(一) 根深偏光片领域的本土领军企业.....	3
(二) 偏光片景气向好，带动公司业绩迎来拐点.....	4
二、 偏光片市场需求增长，国产化替代逐步实现.....	6
(一) 偏光片是光控显示的关键原材料.....	6
(二) 面板需求带动偏光片市场空间打开.....	8
(三) 面板产能转移，亟待偏光片国产化配套.....	10
三、 “偏光片+”和“差异化”策略，助推公司业绩提升.....	12
(一) “偏光片+”生态布局，扩大偏光片业务规模.....	12
(二) 产品差异化竞争，聚焦大屏、OLED、车载市场.....	12
四、 盈利预测和投资建议.....	13
(一) 收入预测及假设.....	13
(二) 投资建议：维持“买入”评级.....	14
五、 风险提示.....	15

图表目录

图 1 公司发展历程.....	3
图 2 公司股权架构图.....	4
图 3 2016-2021Q3 公司营业收入及变化.....	4
图 4 2016-2021Q3 公司扣非后归母净利润及变化.....	4
图 5 2016-2020 年公司各产品收入情况.....	5
图 6 2018-2020 年公司各产品毛利率情况.....	5
图 7 公司毛利率与液晶面板价格的关系.....	6
图 8 偏光片供需情况预测.....	6
图 9 液晶显示中偏光片的功能及结构.....	6
图 10 偏光片在 TFT-LCD 和 OLED 面板中用途各不相同.....	8
图 11 全面屏手机屏幕面积提升情况.....	9
图 12 2018-2021 全球 LCD TV 面板出货平均尺寸走势.....	9
图 13 2018-2022 年全球 LCD TV 面板出货面积预测.....	9
图 14 偏光片市场结构情况（百万 m ² ）.....	9
图 15 2019-2022 年全球 OLED TV 出货面积和渗透率预测.....	10
图 16 2021Q3 全球车载显示出货量及增速（百万片，%）.....	10
图 17 1990-2020 年全球 LCD 产能区域结构变化（%）.....	11
图 18 2020 年中国偏光片产能占比（%）.....	11
图 19 不同幅宽产线裁切利用率对比.....	13
表 1 本土偏光片厂商产能情况及扩产计划.....	11
表 2 公司各偏光片产线的主要产品类型及其应用情况.....	12
表 3 公司主营业务收入假设表.....	14

一、国产偏光片领军企业，经营业绩显著改善

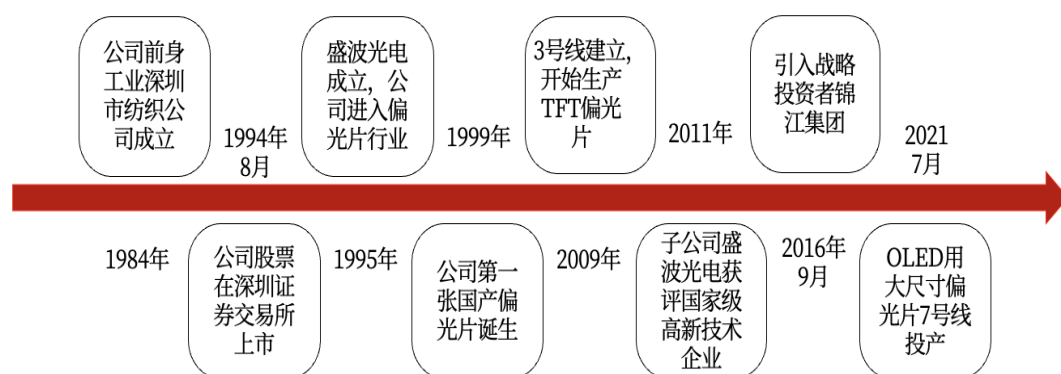
（一）根深偏光片领域的本土领军企业

从纺织服装向偏光片转型的国企改革示范企业。深纺织成立于 1984 年，以传统的纺织服装加工业务起家，1994 年在深交所上市，1995 年公司与美国公司合资成立盛波光电子公司，战略转型进入以液晶显示用偏光片为代表的高新技术产业。公司目前业务以偏光片为主，兼顾少量纺织服装产业和物业租赁业，产品主要涵盖 TN/STN 偏光片、TFT-LCD 偏光片及 OLED 偏光片等，位居本土偏光片厂商前列。

公司发展历程以偏光片产业的转型和聚焦为节点，兼具国企改革特征，主要可分为三个发展阶段：

- ◆ **发展初期 1984-1994：以纺织服装加工业起家。**公司成立于 1984 年，1994 年股票“深纺织 A”、“深纺织 B”在深圳证券交易所上市。
- ◆ **业务转型阶段 1995-2008：进入偏光片领域。**1995 年公司与美国企业合作成立盛波光电进入偏光片领域，引进 LCD 偏光片生产设备建设 1 号线，并于 1999 年研制出第一张国产偏光片，打破国外技术垄断，其后 2 号线于 2006 年投产。期间业务主要涉及纺织服装、偏光片和物业租赁。
- ◆ **业务聚焦阶段 2009 至今：以偏光片为重心。**2009 年公司调整产业布局，集中资源加快偏光片项目建设。2009 至 2012 年，公司 3、4、5 号线相继投产，到 2013 年偏光片业务占比突破 50%；2016 年，为提高经营效率，子公司盛波光电引入战略投资者；2018 年，公司 6 号线投产，7 号线项目获批，布局宽幅 TFT/OLED 用偏光片，到 2020 年，偏光片业务占比突破 90%，成为公司发展的绝对主线。

图 1 公司发展历程

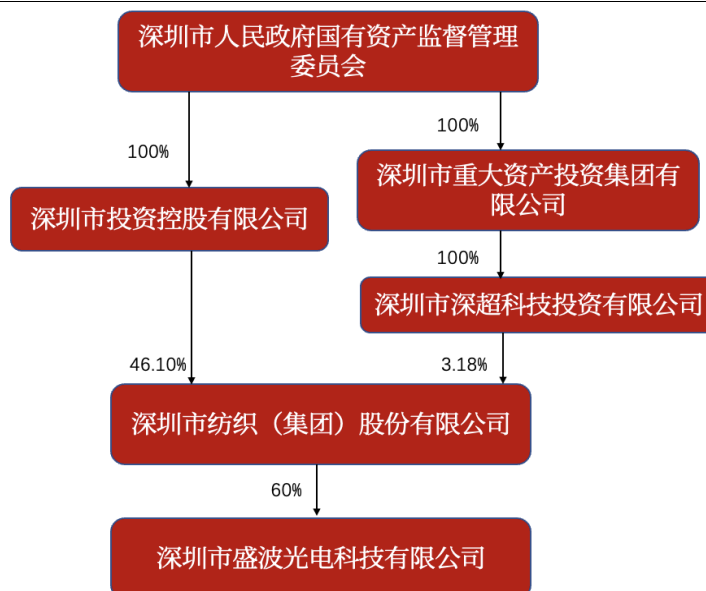


资料来源：公司公告整理，万和证券研究所

深圳国资委实际控制的国有上市公司。公司控股股东为深圳市投资控股有限公司，持股比例为 46.10%，实际控制人为深圳市国资委，间接持股比例为 49.28%，国资背景经营稳健有保障。旗下重要的控股子公司为盛波光电，直接持股比例为 60%。2021 年 5 月，为配合

公司中长期发展战略规划，激发国企活力，公司发布第一期员工持股计划，参与对象 129 人，其中董监高 8 人。截至 2021 年 9 月 1 日，公司第一期员工持股计划已完成公司股票购买，累计买入公司 A 股股票 140.36 万股，占公司总股本的 0.28%，成交均价人民币 8.69 元/股，成交总金额人民币 1,219.10 万元，此次员工持股计划彰显了公司对未来发展的信心。

图 2 公司股权架构图

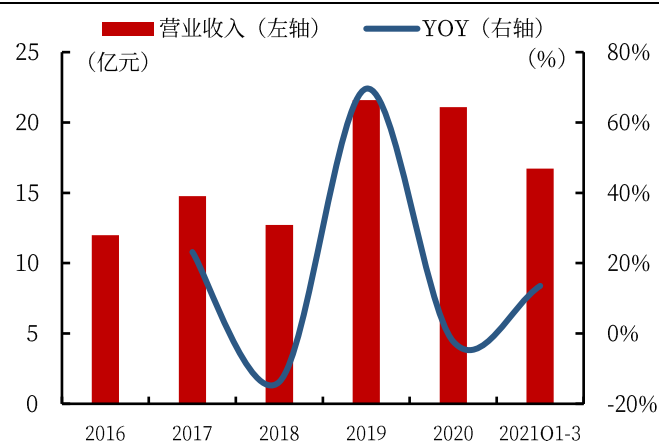


资料来源：公司年报，万和证券研究所

（二）偏光片景气向好，带动公司业绩迎来拐点

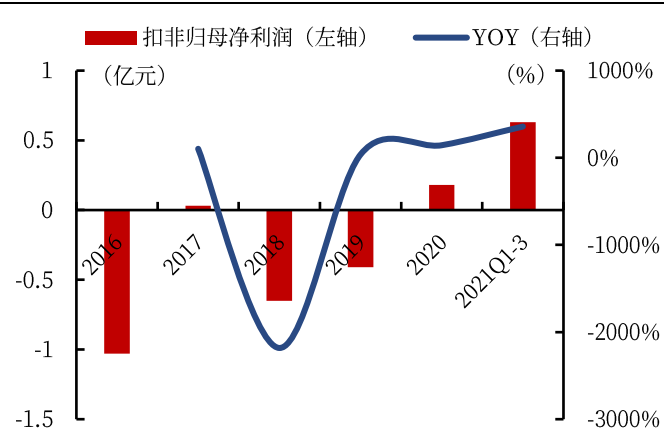
2020 年，公司实现营业收入 21.09 亿元，同比减少 2.28%；扣费后归母净利润 0.18 亿元，同比增长 143.92%，实现扭亏。2021 年前三季度，公司实现营业收入 16.72 亿元，同比增长 13.53%；扣非后归母净利润 0.63 亿元，同比增长 358.40%。公司营业收入的变化主要受疫情期间资金减免和贸易业务减少的影响，归母净利润增速明显是受益于 2020 年二季度以来偏光片市场形势持续向好，子公司盛波光电对产品订单结构调整效果显著、产能提升，带动毛利水平显著提高。

图 3 2016-2021Q3 公司营业收入及变化



资料来源：Wind，万和证券研究所

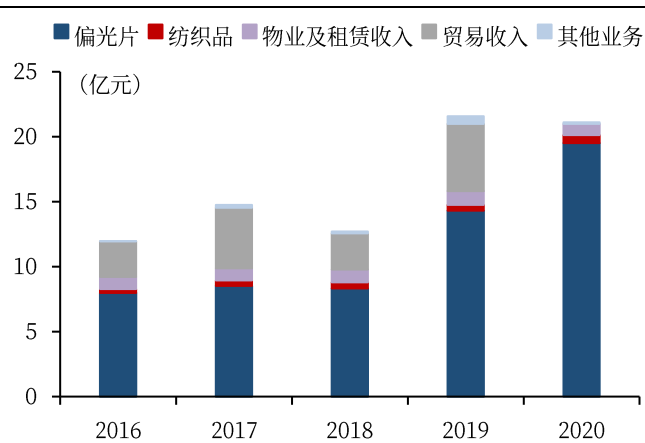
图 4 2016-2021Q3 公司扣非后归母净利润及变化



资料来源：Wind，万和证券研究所

业务结构改善，偏光片占比提高。从产品结构来看，公司收入主要来自偏光片，兼顾少部分物业租赁、纺织品和贸易收入，利润主要来自偏光片和物业租赁。2020年，公司偏光片、纺织品、物业租赁收入分别为19.52亿元、0.61亿元、0.85亿元，营收占比为92.55%、2.87%、4.04%，由于在疫情影响下子公司盛波光电未开展贸易业务，6号线产能的释放又带动偏光片收入大幅增加，偏光片业务比重显著提高，公司业务结构改善明显。

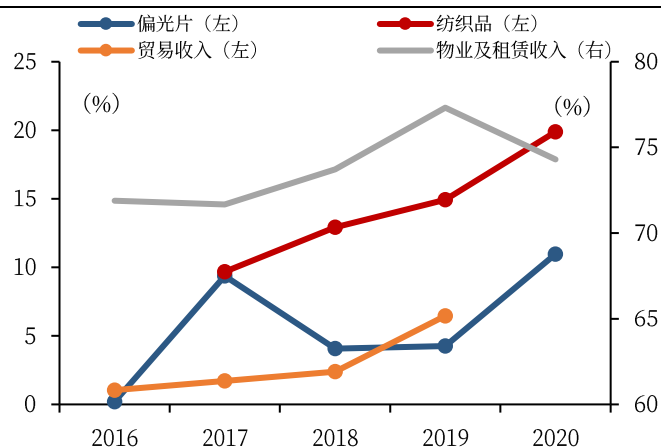
图5 2016-2020年公司各产品收入情况



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：2017年其他业务囊括乙二醇大宗贸易收入0.17亿元

图6 2018-2020年公司各产品毛利率情况



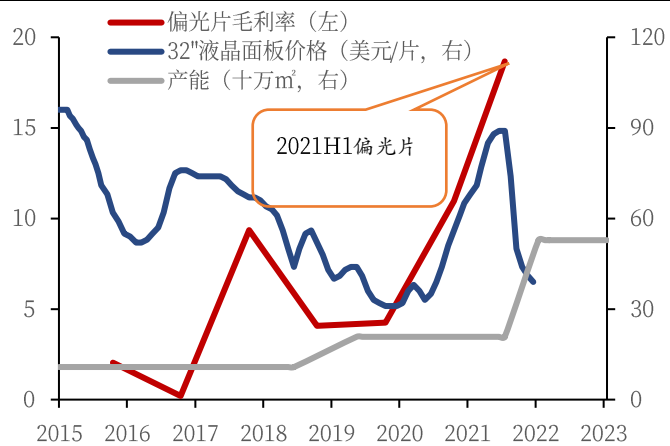
资料来源：Wind，万和证券研究所

偏光片业绩改善，有望驱动公司增收增利。公司偏光片的毛利率与面板价格、产线转固息息相关，一方面偏光片市场价格与面板价格关联度较高，并随着面板价格的涨跌而波动，但波动的幅度较小；另一方面，新建产线投产后，在建工程会转入固定资产，导致公司阶段性成本迅速提高，继而带动毛利率下滑。

我们以32寸液晶面板的价格代表面板行业的景气周期，发现公司偏光片的毛利率变化趋势与面板价格正相关，2016年面板价格下降阶段，公司偏光片毛利率仅0.20%，2017年面板价格上升，公司偏光片毛利率增长到9.36%，2018-2020H1，面板行业的长低谷期，加上6号线18年投产后进入转固阶段，公司偏光片毛利率维持在4%左右，2020H2-2021H1面板行业强景气周期，直接驱动公司2021H1年偏光片毛利率达到18.67%的高位。

2021H2面板价格显著回落，考虑到前后期面板价格的涨幅远超偏光片价格的涨幅，面对近期面板价格的下修压力，偏光片市场价格下降的空间不大，目前价格基本保持稳定，加上7号线在21年7月份投产后逐步进入转固阶段，预计2021年公司偏光片毛利率会在上年基础上呈现稳中略有下降的形势，但考虑到2022年7号线产能释放带来的偏光片收入增长效应，预计公司偏光片营收、净利润有望继续保持增长态势，并带动公司整体业务的稳步提升。

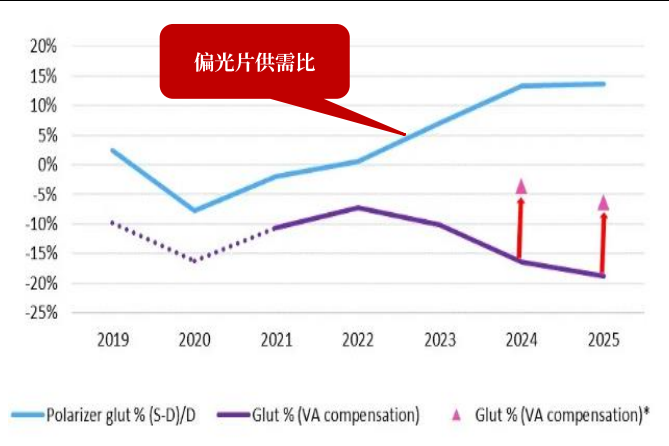
图 7 公司毛利率与液晶面板价格的关系



资料来源：公司年报、Wind，万和证券研究所

备注：公司产能根据各产线满产情况测算

图 8 偏光片供需情况预测



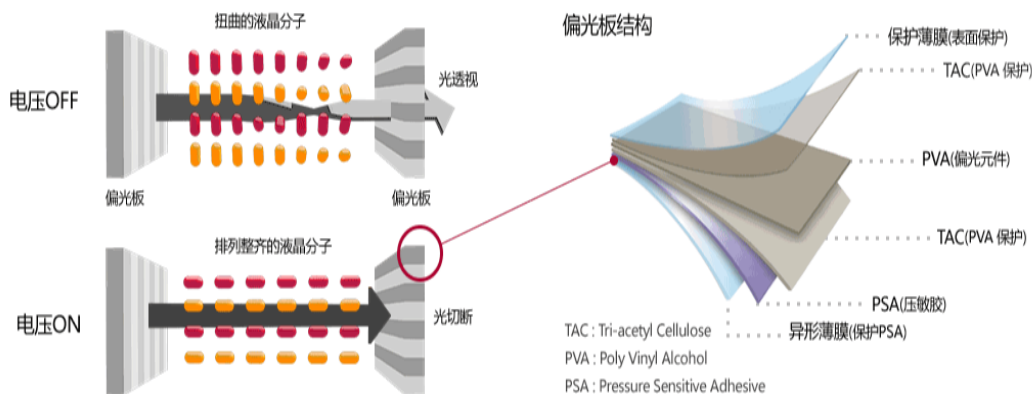
资料来源：Omdia，万和证券研究所

二、偏光片市场需求增长，国产化替代逐步实现

(一) 偏光片是光控显示的关键原材料

偏光片全称偏振光片，是将一般不具有偏极性的自然光变成偏振光的光学元件，其作用是控制光束偏振方向。在液晶显示中，偏光片主要起到光开关的作用，负责将光源发出的散射的光线转变为偏振光，加上液晶分子的扭转特性，达到控制光线通过与否的作用，从而控制透光率和视角范围，形成明暗产生显示画面，是面板上游的重要原材料之一。

图 9 液晶显示中偏光片的功能及结构



资料来源：东莞市朋格实业有限公司官网，万和证券研究所

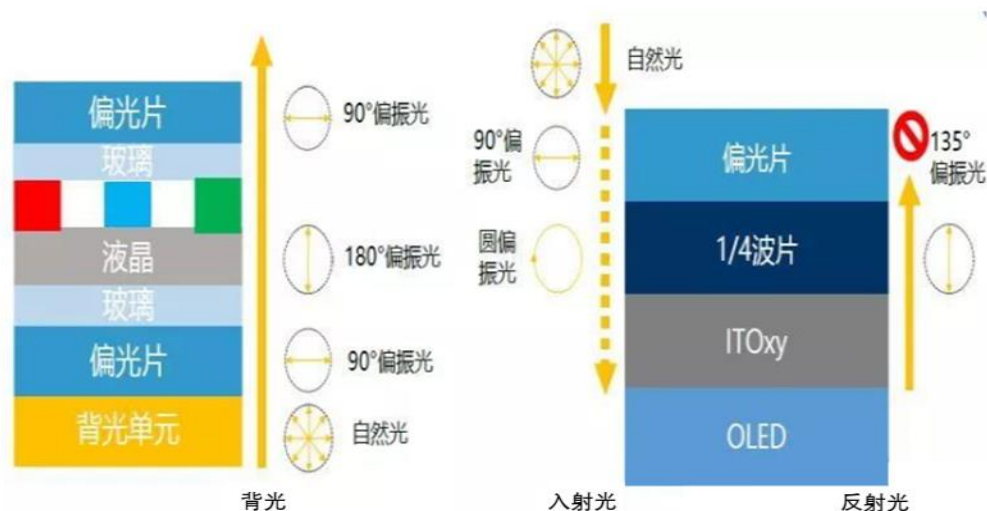
偏光片的本质是一种复合膜，工艺难度决定了其较高的技术门槛。偏光片由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜和压敏胶组成，液晶偏光片中起偏振作用的核心膜材是 PVA 膜，PVA 分子具有高透光和高延展性的特点，在一定温度和湿度条件下，受力拉伸后就逐渐偏转于作用力方向，趋向于成直线状分布，拉伸后的 PVA 分子沿拉伸方向直线排列，吸附具有二向吸收功能的碘分子，形成具有均匀二向吸收性能的偏光膜，可以吸收平行于其排列方向的偏振光，只让垂直方向的偏振光通过，利用这样的原理就可制造偏光膜。由于需要通过

调整不同的膜材料构成高耐性、厚度、透光等不同的功能要求，这种多层膜材料复合的特点导致偏光片生产的工艺环节长、原材料多，生产过程中在原材料、胶水、贴合工艺等众多方面存在难点，很难提升良率，因此具有较高的技术门槛。偏光片主要以下几种分类：

- ◆ **根据功能划分，偏光片包括半透过半反射式偏光片、透射式偏光片、反射式偏光片、补偿型偏光片。**现阶段，随着液晶显示的发展，除了常规的大型化之外，液晶显示在车载、中小尺寸等各个方面的应用都要求更加个性化的显示效果，通过对特种材料、工艺进行选择，可以给偏光片附加很多新功能。碘系偏光片是光电显示应用主流产品，特点是透过率和偏振度性能高，最基础的普通全投射型偏光片是“三明治结构”，一层 PVA 两边各附一层 TAC，为了方便使用和达到不同的光学效果，会在基本结构的贴附面涂布一层 PSA，最后在两个外侧面贴上保护膜和离异膜来保护偏光片。在偏光片结构中分别放置发射片、半透片或相位膜还可制成反射式、半反射式、补偿型偏光片以满足液晶显示各方面应用需求。
- ◆ **根据液晶应用类型，偏光片主要分为 TN\STN 系列、TFT-LCD 系列和 OLED 系列。**一般而言，液晶面板显示技术越高，对偏光片的性能要求也随之提高。TFT 偏光片较 TN 偏光片，在对比度、视角、动画显示等领域要求更高，生产难度更大；AMOLED 偏光片为配合屏折叠，一般要求常温下可折叠次数大于 20w 次，厚度在 60-70 微米，而 TFT-LCD/TN 偏光片厚度一般为 0.135mm，此外，AMOLED 偏光片应用领域延伸至工控车载类产品，较 TFT-LCD/TN 偏光片耐高温、耐潮湿要求更高，因此生产难度更高，良率更低。

从制作原理上看，TFT-LCD 液晶显示模组中需要两张偏光片分别贴在玻璃基板两侧，下偏光片用于将背光源产生的光束转换为偏振光，上偏光片用于解析经液晶电调制后的偏振光，产生明暗对比，从而产生显示画面；TN、STN 显示模组也需两块偏光片，但缺少彩色滤光片，仅能呈现黑白两种状态；OLED 面板由于本身自发光的显示模式，不需要偏光片调析背光源，但常见的 AMOLED 屏幕架构，OLED 材料两端由阳极以及阴极控制，目前常用的阴极材料是 Mg-Ag 镁银合金，因为是金属材料，容易反射外界的环境光，故常规结构在 AMOLED 外部需贴附偏光片，而且是带有位相差膜（一般为 $1/4\lambda$ 位相差膜）的圆偏光片，将外界射入的环境光转变为圆偏振光并阻隔在圆偏光片内部，以提升 AMOLED 本身的对比度。

图 10 偏光片在 TFT-LCD 和 OLED 面板中用途各不相同



▲ 偏光片在液晶和OLED 面板中用途各不相同

资料来源: ittbank, 电子制造工艺技术, 万和证券研究所

(二) 面板需求带动偏光片市场空间打开

偏光片是下游液晶面板行业生产所需关键原材料，其供求与液晶面板产业的发展紧密相关，而液晶面板主要应用于液晶电视、手机、电脑等消费类电子产品。随着消费类电子产品行业的发展，下游终端产品的强劲需求带动面板的需求持续上涨，继而有望不断打开偏光片行业的市场空间。

面板大尺寸化推动偏光片需求面积增加。全球显示面板行业不断发展，带动 TFT-LCD 需求面积持续增长，各类电子终端产品的一个主要趋势就是大屏化：

- ◆ 2017 年起，全球智能手机厂商纷纷推出全面屏，手机屏幕逐步由 5.46” 发展到 6.39”，面积提升约 10%-20%；
- ◆ 随着面板产能的提升和消费结构的升级，全球 LCD TV 面板尺寸持续扩大。根据群智咨询 (Sigmaintell) 预测数据，从 18 年到 20 年全球 LCD TV 面板出货平均尺寸已经从 43.9 英寸增长到 47.1 英寸，平均年增长 1.6 英寸，21 年在疫情影响下，面板尺寸的结构分化显现，32”和 43”出货占比明显收窄，65”及 75”出货占比分别增加 2.8% 及 1.2%，带动 2021 年平均尺寸增加 2.0 英寸。2021 年全球 LCD TV 面板出货面积达 1.7 亿平方米，同比增长 3.7%，预计 22 年出货面积接近 1.8 亿平方米，同比增长 4.4%。

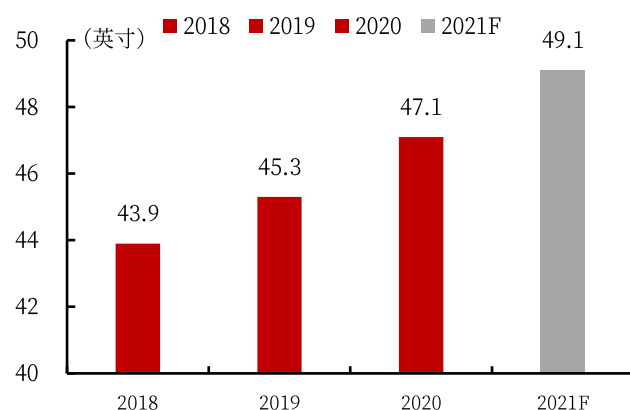
TFT-LCD 带动偏光片需求增长，大尺寸 TFT-LCD 用偏光片仍是主流。偏光片是 TFT-LCD 成像不可或缺的组件，其市场需求的增长主要由 TFT-LCD 的需求主导，尤其大尺寸 TFT-LCD 仍是偏光片需求主要来源，贡献 80% 以上的需求。预计随着 TV 尺寸的增长，全球 TV 面板的出货面积仍将保持增长态势，继而持续带动偏光片需求面积的提升。

图 11 全面屏手机屏幕面积提升情况



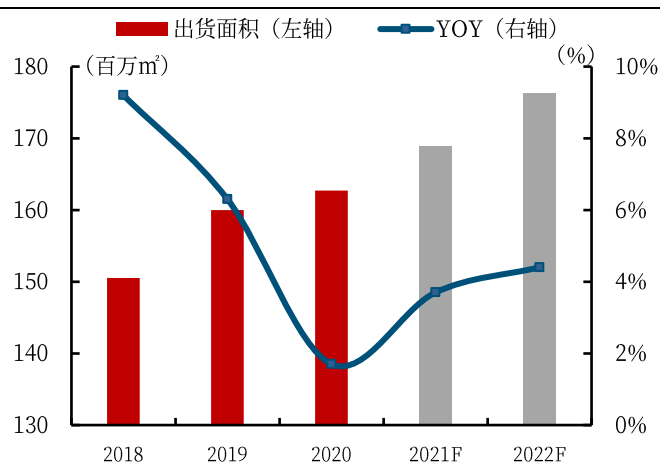
资料来源：显示世界，万和证券研究所

图 12 2018-2021 全球 LCD TV 面板出货平均尺寸走势



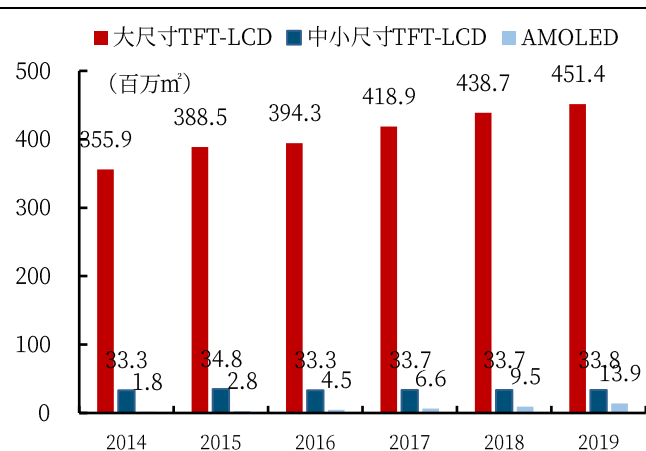
资料来源：Sigmaintell，万和证券研究所

图 13 2018-2022 年全球 LCD TV 面板出货面积预测



资料来源：Sigmaintell，万和证券研究所

图 14 偏光片市场结构情况 (百万 m²)



资料来源：三利谱招股说明书，HIS，万和证券研究所

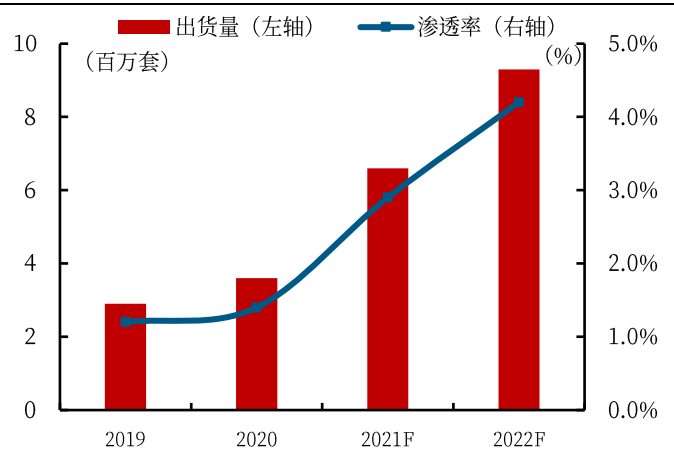
OLED 和车载显示渗透推动偏光片市场结构改善。从液晶显示领域来看，目前电视、手机、平板、电脑等需求逐步进入存量时代，并带动面板出货量的持续回落，但部分细分赛道基于场景需求的技术提升，满足消费者需求偏好的转变，突破增长瓶颈依然值得期待，尤其是 OLED、车载显示均有不错的增长潜能，这些新兴应用不仅推动了偏光片市场结构的改善，更对其性能提出更高的要求。

OLED 显示屏渗透率不断提高。根据群智咨询 (Sigmaintell) 统计数据，2021 年第三季度全球智能手机 OLED 面板出货约为 1.7 亿片，同比增长约为 39.2%，出货渗透率约为 35.1%，同比上升约 11.5 个百分点。凭借窄边框、可折叠、低功耗等多项技术优势，OLED 在智能手机领域的市场渗透率将呈现持续增长趋势。同时，2021 年预计 OLED 电视全球出货量将达到 660 万台，同比增长 85%，市场占有率将接近 3%，预计 2022 年全球 OLED 电视出货规模将达到 935 万台，同比增长 41%，市场占有率超过 4%，全球 OLED 电视赛道有望迎加速增长。

车载显示大屏多屏加速推进。根据群智咨询 (Sigmaintell) 调查数据显示，2021 年第三季度全球车载显示面板出货量约为 4185 万片 (仅前装)，同比增长约 25.6%，前三季度车载显示已累计出货量约为 1.2 亿片 (仅前装)，同比增长约 30.4%。主要原因受到汽车智能化加

速渗透，特别是新能源汽车作为汽车智能化最好的载体，在 2021 年销量爆发。车载显示作为人机交互的重要硬件设施，其大屏化、多屏化的趋势加速推进，其单车平均搭载数量也跟着快速增加。

图 15 2019-2022 年全球 OLED TV 出货面积和渗透率预测



资料来源：Sigmaintell, 万和证券研究所

图 16 2021Q3 全球车载显示出货量及增速（百万片，%）

Supplier	21Q3		
	Shipment(Mil.)	YoY(%)	Market Share%
Tianma	6.6	9.3%	15.8%
JDI	5.7	0.9%	13.5%
AUO	5.6	19.8%	13.4%
BOE	4.7	78.8%	11.1%
LGD	4.6	9.5%	11.0%
Others	14.7	16.5%	35.2%
Total	41.8	25.6%	100.0%

资料来源：Sigmaintell, 万和证券研究所

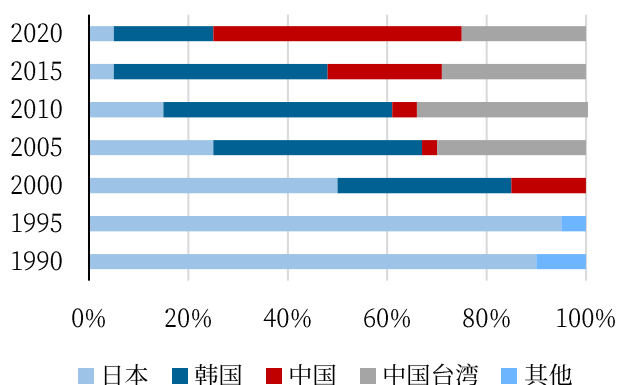
（三）面板产能转移，亟待偏光片国产化配套

偏光片作为面板上游的关键原材料，其产业格局的变动与面板行业息息相关。目前，面板产业向大陆转移成为大势所趋，“本土配套”+“产能提升”驱动大陆偏光片厂商迎来了国产化替代的良好机遇，国产偏光片企业有望紧随面板产业转移步伐，逐步承接日、韩、台湾的偏光片产业。

面板产业转移带来“本土配套”需求。目前偏光片行业的整体发展趋势是产业向中国大陆转移，行业处于国产化替代进程中。从下游面板产业发展历史来看，其产业国际转移路径经历了日本-韩国-中国台湾-中国大陆的历程。近年来随着中国大陆显示面板和终端产品的快速发展和扩张，偏光片需求正逐步转移至中国大陆，根据赛迪顾问数据，2020 年中国大陆 LCD 产能已经占全球产能的 50%，而且未来的 LCD 产能也将继续集聚中国。下游面板行业发展迅速，对偏光片提出更多的本土配套需求，然而国内的偏光片供应远远不能满足国内的液晶面板生产需求，自给率仍然很低，根据智研咨询数据显示，2020 年中国偏光片产能占全球份额仅 35%左右，由此可见中国大陆偏光片的供应存在较大缺口，国产替代空间较大。

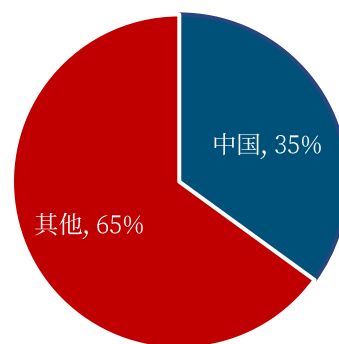
Omdia 预计，2021 年国内偏光片需求将达到 3.8 亿平方米，而国内偏光片产能不到 2.5 亿平方米，尚有 30%以上的供应缺口，本地化替代空间巨大。同时由于物流运输成本低，国内偏光片厂商对面板厂商的响应更加及时，能够更好的配合面板厂商进行研发生产，因此偏光片国产化配套需求强烈。

图 17 1990-2020 年全球 LCD 产能区域结构变化 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，万和证券研究所

图 18 2020 年中国偏光片产能占比 (%)



资料来源：智研咨询，万和证券研究所

本地偏光片企业产能爆发，有望承接日、韩产能转移。在下游面板行业的带动下，本土偏光片厂商也纷纷扩充产能，提高市场占有率。目前国内偏光片产能主要分布在深纺织、三利谱、杉杉股份有限公司等企业，深纺织共有 7 条偏光片生产线，其中 7 号线已于 2021 年 7 月投产；三利谱也有 7 条偏光片生产线，其中龙岗工厂 6 号生产线正处于调试阶段，合肥超宽幅项目尚未开展建设；杉杉股份于 2020 年以 11 亿美元的价格购 LG 化学的 LCD 偏光片业务，正式进军偏光片领域，拥有 10 条偏光片生产线，其中张家港 2 条 LCD 偏光片产线、绵阳 2 条偏光片生产线预计 2021 年下半年已开工。截止到 2021 年底，这三家厂商计划扩产产能达 16200 万 m^2 /年，达产后预计将新增 1 倍以上的产能。随着本土偏光片企业产能的提升，其有望紧跟面板厂商的步伐，逐步承接日、韩偏光片的产能转移，市场空间巨大。

表 1 本土偏光片厂商产能情况及扩产计划

公司	产线低点	宽幅	产能 (万 m^2)	投产时间	产品类别
三利谱	莆田	650	120	已投产	TN/STN
	深圳	1490	450	已投产	TFT
		1490	600	已投产	TFT
	合肥一期	1490	1000	已投产	TFT
		1330	600	已投产	TFT
	深圳	1490	1000	已投产	TFT
	莆田	1490	1000	2022 (规划)	TFT
合肥二期	1720	3000	2023 (规划)	TFT	
盛波光电	深圳	1490	1000	已投产	TFT
		1490	600	已投产	TFT
		500	60	已投产	TN/STN
		500	120	已投产	TN/STN
		650	200	已投产	TFT
		2560	3200	预计 2021 年底	TFT
杉杉股份	南京	2300	1440	已投产	TFT
		1490	1440	已投产	TFT
		2300	1440	已投产	TFT
		1490	1320	已投产	TFT
	广州	1490	1200	已投产	TFT
		2600	1440	已投产	TFT
	张家港	2300	2000	2024 (规划)	TFT

		2300	2000	2024（规划）	TFT
	绵阳	1490	2500	2023Q3（规划）	TFT
		2250	2500	2023Q3（规划）	TFT

资料来源：公司公告，万和证券研究所

三、“偏光片+”和“差异化”策略，助推公司业绩提升

（一）“偏光片+”生态布局，扩大偏光片业务规模

公司正大力实施“偏光片+”发展战略，通过优化提升现有产能、择机启动新产线建设、积极开展行业内并购重组等方式稳步扩大偏光片业务规模。

7号线正式投产，达产后助力产能提升1.5倍以上。公司现有7条量产的偏光片生产线，产品涵盖TN、STN、TFT、OLED、3D、染料片、触摸屏用光学膜等领域，其中1、2号线主要涵盖TN/STN偏光片产品，3、4、5号线主要生产TFT-LCD偏光片产品，6、7号线涵盖TFT-LCD/OLED偏光片产品。7号线于2021年3月份开始试生产，于7月份正式投产，规划产能3200万平方米，预计于2021年年底完成爬坡，良率达到行业平均水平，量产后产能将增加1.5倍以上，有效提升公司偏光片产品的总体供货能力。

表2 公司各偏光片产线的主要产品类型及其应用情况

生产线	所在地	产品幅宽	规划产能	投产/量产时间	主要产品类型
1号线	坪山	500mm	60万平方米	1998-1999	TN/STN/染料片
2号线	坪山	500mm	120万平方米	2006年投产	TN/STN/CSTN
3号线	坪山	650mm	100万平方米	2009年投产	TFT
4号线	坪山	1490mm	600万平方米	2012年投产	TFT
5号线	坪山	650mm	200万平方米	2012年投产	TFT
6号线	坪山	1490mm	1000万平方米	2018.6量产	TFT/OLED
7号线	坪山	2500mm	3200万平方米	2021.7投产	TFT/OLED

资料来源：公司年报，万和证券研究所

降本提质，推进高质量发展。在产能提升的同时，公司还积极推进降本提质工作，提升产品质量。一是对现有设备进行改造优化，提升机速；二是，通过新建RTP、RTS等设备的方式，提高产品良率，减少损耗，公司已在建RTP产线2条，RTP设备制作等工作有序进行中，预计2021年底前实现量产；已建成RTS产线2条，在建RTS产线1条，预计2022年一季度前实现量产；三是持续推进原材料国产替代工作，拓宽采购渠道，降低采购成本。

（二）产品差异化竞争，聚焦大屏、OLED、车载市场

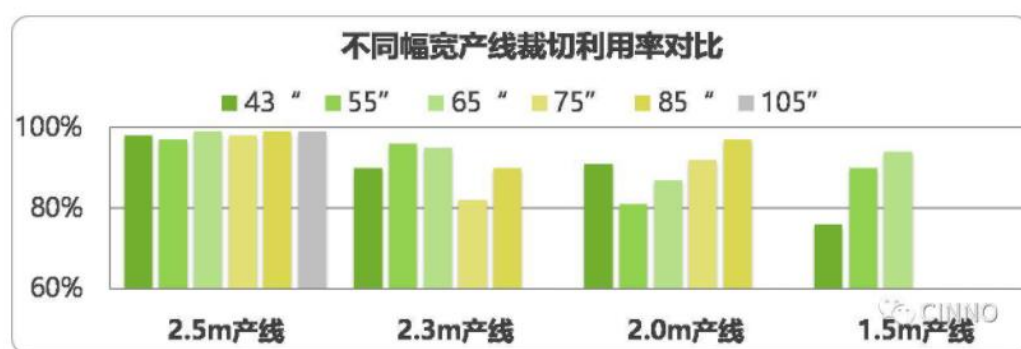
公司实施产品差异化竞争策略，有针对性地做好产品拓展规划，聚焦超大尺寸、AMOLED、车载显示等未来需求高速增长的市场领域，持续优化产品结构，提升利润水平。

投产宽幅、超宽幅产线匹配面板大屏化需求。偏光片的幅宽是指偏光片产线的横向宽度，一般可分为窄幅（500 mm-1330 mm），宽幅（1330 mm-2500mm）和超宽幅（2500

mm)。偏光片生产线的宽度对生产能力有较大影响，一方面，更宽的生产线往往意味着更高的裁切利用率和更低的单位材料成本，是竞争力的关键因素；另一方面，更宽的生产线可以匹配国内 8.5、10.5/11 代液晶面板线需要，目前 65 英寸、75 英寸等超大尺寸显示产品将是未来市场增长的主流产品，需求还有较大的提升潜力，对于 2500mm 超宽幅生产线而言，这些主流尺寸的裁切利用率都可高达 99%。同时，对 10.5 代线象征性最大的 105 英寸，也只有 2500mm 幅宽方可对应。

公司新投产的 7 号线的幅宽为 2.5 米，是全球为数不多的三条超宽幅偏光片生产线之一，能够满足全球 8.5/8.6 代、10.5/11 代等高世代面板产线的需求，特别是匹配 10.5/11 代线具有最佳的经济生产效率，7 号线量产后将有效提升公司超大尺寸偏光片产品的供货能力。

图 19 不同幅宽产线裁切利用率对比



资料来源：CINNO Research, 万和证券研究所

OLED TV 用偏光片有望将成为“拳头产品”。公司 6、7 号线均满足 OLED 用偏光片生产，公司紧跟行业龙头，及时捕捉终端趋势，已实现 48 吋 OLED TV 用偏光片产品量产，填补了国内 OLED TV 用偏光片产品技术的空白。随着供货量的不断提升，OLED TV 用偏光片产品将成为公司具有竞争力的“拳头产品”，有利于进一步提高公司的盈利能力和竞争实力。

积极布局车载偏光片市场。目前公司正积极与车载显示面板厂商合作产品开发，争取获得终端车载配套厂商的认证，打入车载偏光片市场。

四、盈利预测和投资建议

(一) 收入预测及假设

我们对公司 2021-2023 年的主营业务收入假设如下：

1. 偏光片：2021 年上半年偏光片市场行情持续向好，产品销量及单价齐升，公司持续优化订单结构，平均毛利率提高，主营偏光片业务上半年实现持续盈利，下半年面板价格显著回落，考虑到前后期面板价格的涨幅远超偏光片价格的涨幅，我们认为偏光片市场价格下降的空间不大，目前价格有望保持稳定，加上 7 号线在 21 年 7 月份投产后逐

步进入转固阶段，对公司阶段性成本影响较大，预计 2021 年公司偏光片毛利率将呈现稳中略有下降的形势，2022-2023 年偏光片毛利率会稍有恢复。此外考虑到 2022 年 7 号线产能释放带来的偏光片收入增长效应，预计公司偏光片营收、净利润有望继续保持增长态势，并带动公司整体业务的稳步提升。

2. 纺织品、物业及租赁：这两块业务占比较小，且业务基本稳定，2020 年受疫情影响，公司物业及租赁收入大幅减少，预计 2021 年起此块业务将恢复正常。
3. 贸易收入：2020 年受疫情影响，公司未开展贸易业务，考虑到公司贸易业务毛利较低，我们在预测时不考虑贸易业务。

表 3 公司主营业务收入假设表

分类		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
偏光片	营业收入 (亿元)	8.32	14.30	19.52	22.64	43.02	51.63
	同比增长	-2%	72%	37%	16%	90%	20%
	毛利率	4.07%	5.24%	10.97%	10.80%	12.00%	13.00%
	毛利 (亿元)	0.34	0.61	2.14	2.45	5.16	6.71
纺织品	营业收入 (亿元)	0.47	0.46	0.61	0.75	0.75	0.75
	同比增长	14%	-2%	31%	23%	0%	0%
	毛利率	12.92%	14.94%	19.89%	19.89%	19.89%	19.89%
	毛利 (亿元)	0.06	0.07	0.12	0.15	0.15	0.15
物业及租赁收入	营业收入 (亿元)	0.98	1.06	0.85	1.19	1.19	1.19
	同比增长	5%	8%	-20%	40%	0%	0%
	毛利率	73.72%	77.32%	74.30%	74.30%	74.30%	74.30%
	毛利 (亿元)	0.72	0.82	0.63	0.88	0.88	0.88
贸易收入	营业收入 (亿元)	2.78	5.17	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增长	70%	-40%	86%	0%	0%	0%
	毛利率	2.38%	6.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利 (亿元)	0.07	0.33	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务	营业收入 (亿元)	0.06	0.59	0.12	0.12	0.12	0.12
	同比增长	-74%	904%	-80%	0%	0%	0%
	毛利率	6.69%	2.33%	46.19%	46.19%	46.19%	46.19%
	毛利 (亿元)	0.00	0.01	0.05	0.06	0.06	0.06
合计	营业收入 (亿元)	12.72	21.58	21.09	24.70	45.08	53.69
	同比增长		70%	-2%	17%	82%	19%
	毛利率	10.23%	8.56%	13.97%	14.31%	13.87%	14.53%
	毛利 (亿元)	1.30	1.85	2.95	3.53	6.25	7.80

资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 投资建议：维持“买入”评级

我们预计公司 2021、2022、2023 年 EPS 分别是 0.18 元、0.32 元、0.41 元，对应 PE 分别为 54 倍、30 倍、23 倍。面板大尺寸化趋势和 OLED、车载屏的渗透有望打开偏光片市场空间，尽管面板价格面临下修压力，但偏光片市场价格前期涨幅不大下降空间有限，考虑到 2022 年公司 7 号线产能释放带来的收入增长效应，我们看好公司业绩增长潜力。维持“买入”评级。

五、风险提示

面板价格下行、新增产线进度不及预期、国产化替代不及预期，市场供需过剩。

财务报表与财务指标

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2109	2470	4508	5369	货币资金	279	724	414	539
%同比增速	-2%	17%	82%	19%	交易性金融资产	685	685	685	685
营业成本	1814	2117	3883	4589	应收账款及应收票据	564	658	1206	1436
毛利	295	353	625	780	存货	481	531	1029	1216
%营业收入	14%	14%	14%	15%	预付账款	17	20	36	43
税金及附加	7	10	18	21	其他流动资产	185	203	307	351
%营业收入	0%	0%	0%	0%	流动资产合计	2210	2821	3677	4269
销售费用	29	37	77	91	长期股权投资	148	132	232	332
%营业收入	1%	2%	2%	2%	投资性房地产	111	-43	-196	-349
管理费用	105	128	234	285	固定资产合计	790	836	763	686
%营业收入	5%	5%	5%	5%	无形资产	36	36	36	36
研发费用	67	82	158	188	商誉	0	0	0	0
%营业收入	3%	3%	4%	4%	递延所得税资产	5	5	5	5
财务费用	8	1	6	8	其他非流动资产	1669	1695	1695	1695
%营业收入	0%	0%	0%	0%	资产总计	4970	5483	6212	6674
资产减值损失	-72	-30	0	0	短期借款	0	0	0	0
信用减值损失	-10	-3	0	0	应付票据及应付账款	329	384	705	833
其他收益	30	25	45	54	预收账款	4	4	8	9
投资收益	23	16	29	35	应付职工薪酬	56	65	119	141
净敞口套期收益	0	0	0	0	应交税费	12	14	26	31
公允价值变动收益	3	0	0	0	其他流动负债	156	182	335	396
资产处置收益	0	0	0	0	流动负债合计	557	650	1193	1410
营业利润	50	104	208	276	长期借款	343	660	660	660
%营业收入	2%	4%	5%	5%	应付债券	0	0	0	0
营业外收支	1	20	15	15	递延所得税负债	59	59	59	59
利润总额	52	124	223	291	其他非流动负债	111	111	111	111
%营业收入	2%	5%	5%	5%	负债合计	1070	1480	2023	2240
所得税费用	8	20	35	46	归属于母公司的所有者权益	2766	2854	3015	3224
净利润	43	104	187	245	少数股东权益	1133	1148	1175	1210
%营业收入	2%	4%	4%	5%	股东权益	3899	4002	4189	4434
归属于母公司的净利润	37	89	160	210	负债及股东权益	4970	5483	6212	6674
%同比增速	89%	139%	80%	31%					
少数股东损益	6	15	27	35					
EPS (元/股)	0.07	0.18	0.32	0.41					
					现金流量表(百万元)				
						2020A	2021E	2022E	2023E
					经营活动现金流净额	2	286	-187	243
					投资	6	18	-98	-98
					资本性支出	-561	-176	-35	-35
					其他	—	—	—	—
					投资活动现金流净额	-319	-142	-104	-98
					债权融资	0	0	0	0
					股权融资	0	0	0	0
					银行贷款增加(减少)	343	317	0	0
					筹资成本	-4	-15	-20	-20
					其他	—	—	—	—
					筹资活动现金流净额	330	301	-20	-20
					现金净流量	10	445	-310	125

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，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。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。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。

本研究所将随时补充、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。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>