

公司研究/公告点评

2017年04月11日

电子元器件/光学光电子 II

投资评级: 买入 (调高评级)

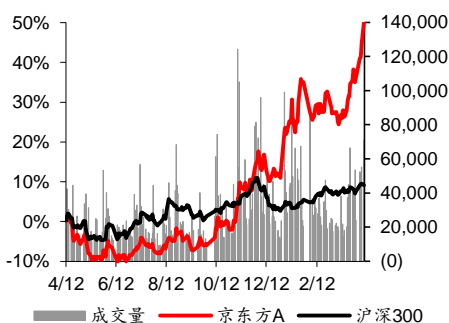
当前价格(元): 3.79
合理价格区间(元): 4.63-5.14

张驩 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1 《京东方 A(000725):LCD 苦尽甘来, 布局未来多点开花》 2016.12
- 2 《京东方 A(000725):业绩拐点如期而至, 智能制造大步向前》 2016.10
- 3 《京东方 A(000725):量已放, 价在升, 业绩拐点将至》 2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

大鹏一日同风起, 扶摇直上九万里

京东方 A(000725)

16 年业绩超预期, 17Q1 业绩预告大幅超预期, 行业变革已显

公司今日发布业绩快报, 16 年营收 68.80 亿元, 同比增长 41.51%, 归母净利润 18.02 亿元, 同比增长 10.85%, 对应 16Q4 归母净利润 16.61 亿元, 超出市场预期。同时公司预告 17Q1 归母净利润约为 23-25 亿元, 同比上升 2023%-2208%, 在没有大额补贴的条件下, 大幅超出市场预期。主要原因仍是 LCD 面板行业供需格局变化造成的产品价格强势上涨, 公司 16Q4 的净利润率已经大概率超过历史高点, 17Q1 有增无减。在经历了多年惨烈的价格竞争与卧薪尝胆的技术深耕之后, 本土面板产业迎来收获期。

17 年全球新增产能有限, 尺寸上涨使得产能捉襟见肘

根据我们测算, 17 年全球新增的 8 代线有 3 条, 剔除三星 L7-1, 全球 7-8.6 代线总产出面积仅净增长 4.1% (不考虑产能爬坡)。而在 32 寸基础上面板尺寸增加 1 英寸, 8.5 代线玻璃基板可切割的面板数减少 5.5% 左右 (不考虑非经济切割)。群智咨询预计 16 年 TV 平均尺寸上涨 1.6 英寸 (三星关闭 L7-1 压制了尺寸上涨, 但仍是近 4 年最快增速), WitsView 预计 17 年 TV 平均尺寸将提升 2 寸 (55、65 寸出货占比仍在持续提升)。我们测算, 仅仅是在 3 月初本土面板厂下调 700 万片 32 寸出货就对 TV 平均尺寸上涨造成 0.3 英寸的边际贡献, 故尺寸上涨有望造成 17 年供给持续紧张。

公司产品结构调整节奏领先市场变化, OLED 替代冲击有限

公司根据市场供需情况反馈及时调整产能, 应变能力突出。2016 年 TV 面板出货量首次挤下群创夺下第三名位置。在 32 寸供需紧张缓解之际, 公司发力 NB 市场, 16 年出货首次挤下 LGD 登上龙头。在 OLED 替代冲击显现之际, 公司一方面改造低世代生产薄膜传感器, 布局物联网入口; 另一方面利用 8.5 代线部分产能切割中小尺寸, 利用规模效应降低成本, 增强 LCD 相对 OLED 的竞争力。根据我们测算, 手机 LCD 面板的出货面积仅占到非手机面板的 5.8% 左右, OLED 的替代冲击本就有限, 此外公司自身在 OLED 技术的布局领先, 预计成都柔性 OLED 产能 17Q2 末便有望点亮。

坚定执行 DSH 战略, 志做物联网、智慧医疗入口

公司 3 月 23 日公告签订京东方 (成都) 数字医学中心及健康产业园项目投资合作协议。3 月初公司认购拥有无创多体征检测领域领先企业 Cnoga 的 23.81% 股权, 此前公司曾收购北京明德医院, 与美国第五位的医疗服务集团 Dignity Health 签订合作备忘录。由此可见, 公司正在不断强化实体医院和科技资源两大核心能力, 坚定执行 DSH 战略方针。

看好 LCD 产业格局变迁, 上调业绩预测, 上调至买入评级

根据 17Q1 预告, 上调公司 17、18 年归母净利润为 90.38 亿元、126.72 亿元。考虑竞争格局改善, 17Q1 呈现的高盈利能力可持续, 参考电子行业 400 亿以上市值的细分行业龙头公司 2017 年 21.7X 的平均估值水平, 给予公司 17 年 18-20 倍 PE, 上调目标价至 4.63-5.14 元, 给予买入评级。

风险提示: 公司新产能投产日期慢于预期, 新兴显示技术对的替代性冲击。

公司基本资料

总股本 (百万股)	35,153
流通 A 股 (百万股)	33,949
52 周内股价区间 (元)	2.28-3.79
总市值 (百万元)	133,230
总资产 (百万元)	175,175
每股净资产 (元)	2.19

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	36,816	48,624	68,808	84,145	112,180
+/-%	9.01	32.07	41.51	22.29	33.32
净利润 (百万元)	2,562	1,636	1,818	9,038	12,672
+/-%	8.87	(36.14)	11.12	397.07	40.21
EPS (元)	0.07	0.05	0.05	0.26	0.36
PE (倍)	52.00	81.42	73.27	14.74	10.51

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

17 年全球新增产能有限，尺寸上涨使得产能捉襟见肘

17 年预期全球新增的 8 代线（包含 8.5、8.6 代线）主要有 3 条，分别是友达新竹 8.6 代、惠科 8.5 代、京东方福州 8.5 代，预计月产能分别为 5 万片玻璃基板、6 万片玻璃基板、12 万片玻璃基板。

如果以计划产能的增量面积来计算，三条 8 代线增加的总面积约 126.5 万平方米，如果剔除三星 L7-1 造成的 66 万平方米面积减少，明年全球 7-8.6 代线总产出面积净增加 60.5 万平方米，相当于增长当前总面积的 4.1%。

图表1：17 年全球仅新增 3 条 8 代线

新增产线	计划产能	投产时间
群创新竹 8.6 代线	5 万片/月	16Q4
惠科 8.5 代线	6 万片/月	17Q1
京东方福州 8.5 代线	12 万片/月	17Q2

资料来源：OFweek，华泰证券研究所

如果不考虑切割损耗，单纯从面板和玻璃基板面积考虑，在 16:9 标准下面板面积每增加 1 寸，则面板横向宽度增长 0.87 寸，纵向高度增长 0.49 寸。以 32 寸为基础进行测算可得，面板尺寸每增加 1 寸，则一块 8.5 代线玻璃基板可切割的面板数量减少 5.5% 左右，即 8.5 代线产能相对收缩 5.5%。相对于 17 年全球 7、8 代线总产出面积净增长 4.1% 而言，面板尺寸需求的增长带来的产能相对收缩甚至可以完全抵消 17 年新增产线带来的产能增长。

图表2：面板尺寸增长造成的产能相对收缩

尺寸增长/寸（在 32 寸基础上）	0	1	2	3	4	5
面板对应宽度/寸（以 16:9 为基础）	27.89	28.76	29.63	30.51	31.38	32.25
面板对应高度/寸（以 16:9 为基础）	15.69	16.18	16.67	17.16	17.65	18.14
面板面积/平方寸	438	465	494	523	554	585
8.5 代线玻璃基板面积/平方寸（2.2mx2.5m）	8525	8525	8525	8525	8525	8525
可切割的面板数量/片	19.48	18.32	17.26	16.29	15.39	14.57
相比 32 寸的产能收缩程度		-5.97%	-5.80%	-5.63%	-5.48%	-5.33%

资料来源：华泰证券研究所

2018 年全球新增的产线主要有中电熊猫的 8.6 代线和京东方的合肥 10.5 代线，其中京东方合肥 10.5 代线在最初计划的 9 万片/月的玻璃基板基础上又增加了 3 万片/月，共达到 12 万片/月，而中电熊猫 8.6 代线的计划产能为 12 万片/月，两条线满产带来的面积增量约 190 万平米，比 2017 年增长超过 12%，有望有效缓解供需紧张格局。

图表3：18 年全球新增规划产能

新增产线	计划产能	投产时间
京东方合肥 10.5 代线	12 万片/月	18Q2
中电熊猫	12 万片/月	18Q1

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

行业的边际变化仍在持续发生，大尺寸涨价有望使得缺货形式蔓延

本土 LCD 面板大厂降低 32 寸占比，平均尺寸上涨将加剧面板供需紧张

根据 IHS 数据，大陆面板厂 2017 年将 32 寸面板出货目标降至 4400 万片，较 2016 年的 5100 万片下降 14%。根据 CINNO 统计，京东方 16 年 TV 面板市占比约 17%，出货量共计约 4390 万片，则全球 TV 面板出货量总计约 2.58 亿片。

我们简单假设此次调整所减少的700万片32寸全部转变为43寸,则对于TV面板平均尺寸上涨造成的边际贡献约0.3寸,此次32寸占比调整带来的8.5代线产能收缩约1.64%,在TV面板淡季不淡的背景下,此次结构调整有望进一步加剧2017年TV面板供需紧张格局。

65寸需求旺盛将加剧产能收缩,大尺寸电视重归荣光

根据WitsView数据,今年2月TV面板出货总量为1871万片,月减5.8%,年增4.6%,65寸出货环比逆势增长4%。考虑到4月在线促销及五一备货,TV品牌厂商对获利空间较好的55寸、65寸需求旺盛,3月下旬价格涨势依然。

在智能手机推升面板消费能力,对显示效果追求的棘轮效应下,LCD大屏的性价比正在得到更广泛认可,习惯了“屏前生活”的消费者正使得大尺寸智能电视回归客厅、卧室,16年华为终端官微甚至表示:未来华为也可能参与到智能TV市场。

WitsView 预计 2017 年 TV 面板平均尺寸将提升 2 寸, 加剧产能收缩

根据WitsView统计,2017年电视面板出货量约为2.556亿片,年减1.8%,2月份群创TV面板出货313万片,小幅衰退1.9%,为6大面板厂中月出货衰退最少的厂家。但是我们认为考虑到电视面板尺寸的上涨会带来产线出货水平的收缩,面板厂出货量的下降并不能完全反映需求转淡。

根据WitsView预计,今年第一季65寸面板出货约220万片,较去年同期110万片提升104%,今年60寸以上的TV面板出货比重可望由去年的3.6%提升至5.2%,同时带动TV面板平均尺寸跃升2寸达到45.5寸,未来大尺寸面板需求的增长,将加速TV平均尺寸上扬,加剧面板供需紧张格局。

盈利预测

根据公司17Q1业绩预告,考虑17年全年供需紧张预期,上调公司17至19年营收规模为841.45亿元、1121.8亿元,归母净利润为90.38亿元、126.72亿元,考虑行业竞争格局改善,17Q1呈现的高盈利能力可持续,参考电子行业400亿以上市值的细分行业龙头公司2017年21.7X的平均估值水平,给予公司17年18-20倍PE,上调目标价至4.63-5.14元,给予买入评级。

图表4: 电子行业400亿以上市值(剔除次新股)估值

可比公司	股价(元)	EPS(元)		PE	
		2017E	2018E	2017E	2018E
海康威视	32.41	1.54	1.91	21.01	17.01
大华股份	16.20	0.86	1.09	18.79	14.80
三安光电	16.39	0.69	0.83	23.91	19.75
歌尔股份	32.70	1.42	1.71	23.09	19.16
平均值				21.70	17.68

资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 价格为2016-4-10收盘价

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	58,686	63,757	65,888	70,530	77,993
现金	40,172	38,867	38,596	37,402	36,479
应收账款	6,616	8,193	11,293	14,393	18,832
其他应收账款	720.72	593.33	1,149	1,360	1,686
预付账款	150.73	226.45	303.82	328.87	439.70
存货	4,163	6,609	7,928	9,095	12,167
其他流动资产	6,863	9,269	6,617	7,950	8,390
非流动资产	77,555	88,836	95,336	123,620	147,670
长期投资	638.82	1,260	956.82	951.98	1,056
固定投资	49,398	63,565	76,877	104,042	127,341
无形资产	2,159	2,679	2,679	2,679	2,679
其他非流动资产	25,359	21,331	14,823	15,947	16,593
资产总计	136,240	152,593	161,224	194,150	225,663
流动负债	18,977	28,871	31,055	47,437	60,206
短期借款	2,159	5,092	6,458	21,127	28,604
应付账款	6,691	9,850	13,357	14,110	18,552
其他流动负债	10,127	13,930	11,239	12,201	13,050
非流动负债	40,304	45,371	50,297	57,665	63,452
长期借款	33,631	36,341	42,664	49,887	55,305
其他非流动负债	6,673	9,029	7,633	7,778	8,147
负债合计	59,281	74,242	81,352	105,103	123,658
少数股东权益	804.33	865.55	919.90	1,058	1,343
股本	35,290	35,153	35,153	35,153	35,153
资本公积	39,084	39,019	39,019	39,019	39,019
留存公积	1,938	3,223	4,780	13,818	26,490
归属母公司股	76,155	77,485	78,952	87,990	100,662
负债和股东权益	136,240	152,593	161,224	194,150	225,663

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	8,096	10,493	11,247	19,914	30,434
净利润	2,716	1,638	1,873	9,176	12,957
折旧摊销	5,756	8,095	8,414	11,814	16,211
财务费用	(187.35)	1,496	2,900	3,259	4,625
投资损失	(13.45)	(187.19)	(69.41)	(90.02)	(115.54)
营运资金变动	(1,122)	(1,027)	(372.49)	(4,485)	(3,992)
其他经营现金	947.33	478.27	(1,497)	239.45	747.29
投资活动现金	(23,754)	(19,594)	(14,485)	(39,921)	(39,998)
资本支出	21,290	18,607	15,000	40,000	40,000
长期投资	2,946	1,825	(329.93)	(22.49)	124.97
其他投资现金	481.48	837.47	185.30	56.48	127.17
筹资活动现金	35,641	8,129	2,967	18,813	8,640
短期借款	(9,964)	2,933	1,366	14,669	7,477
长期借款	12,635	2,710	6,323	7,223	5,419
普通股增加	21,768	(136.57)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	23,736	(65.49)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,535)	2,688	(4,721)	(3,079)	(4,255)
现金净增加额	20,030	(321.97)	(270.49)	(1,194)	(923.33)

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	36,816	48,624	68,808	84,145	112,180
营业成本	28,505	38,755	54,801	59,166	77,844
营业税金及附加	118.09	275.80	278.98	370.35	510.82
营业费用	998.11	1,290	1,826	2,232	2,976
管理费用	3,877	4,676	6,617	8,092	10,787
财务费用	(187.35)	1,496	2,900	3,259	4,625
资产减值损失	1,212	1,365	1,163	1,247	1,258
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.45	187.19	69.41	90.02	115.54
营业利润	2,308	953.70	1,293	9,869	14,293
营业外收入	904.24	1,083	957.94	981.63	1,007
营业外支出	35.96	23.18	47.58	55.29	56.86
利润总额	3,176	2,013	2,203	10,795	15,244
所得税	459.99	375.13	330.46	1,619	2,287
净利润	2,716	1,638	1,873	9,176	12,957
少数股东损益	153.79	1.84	54.34	138.08	285.51
归属母公司净利润	2,562	1,636	1,818	9,038	12,672
EBITDA (倍)	7,876	10,545	12,606	24,942	35,130
EPS (元)	0.07	0.05	0.05	0.26	0.36

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	9.01	32.07	41.51	22.29	33.32
营业利润	2.20	(58.67)	35.54	663.45	44.83
归属母公司净利润	8.87	(36.14)	11.12	397.07	40.21
获利能力 (%)					
毛利率	22.58	20.30	20.36	29.69	30.61
净利率	6.96	3.37	2.64	10.74	11.30
ROE	3.36	2.11	2.30	10.27	12.59
ROIC	2.42	2.25	3.74	8.73	10.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.51	48.65	50.46	54.13	54.80
净负债比率 (%)	60.40	58.88	61.45	68.57	68.99
流动比率	3.09	2.21	2.12	1.49	1.30
速动比率	2.84	1.94	1.83	1.26	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.44	0.47	0.53
应收账款周转率	6.38	6.52	7.02	6.52	6.72
应付账款周转率	4.61	4.69	4.72	4.31	4.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.05	0.05	0.26	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.30	0.32	0.57	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.17	2.20	2.25	2.50	2.86
估值比率					
PE (倍)	52.00	81.42	73.27	14.74	10.51
PB (倍)	1.75	1.72	1.69	1.51	1.32
EV_EBITDA (倍)	17.22	12.86	10.76	5.44	3.86

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com