

京东方 A (000725.SZ)

LCD 业务步入稳定盈利期，有望领跑 OLED “新赛道”

核心观点:

● 京东方：规模优势逐步凸显，迈向全球面板龙头

公司已经成为全球面板行业的领军企业。2016 年全年，公司智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏市场占有率蝉联全球第一，显示器产品市占率跃升全球第二，电视产品市占率居于全球第三。2016 年 Q4，凭借进入苹果笔记本产业链，公司笔记本电脑显示屏市占率跃居全球第一。同期，公司大尺寸面板出货量超过 LG，跃居全球第一。我们认为凭借全球最大的内需市场，面板产业转移大陆之势不可逆转。公司未来仍将凭借规模以及技术优势，引领国内显示面板产业的成长。

● LCD 面板行业供需关系改善，公司进入稳定盈利期

由于行业供过于求，液晶面板价格在 2015 年至 2016Q1 期间持续下滑，行业加速洗牌。2016 年下半年开始，伴随着国际大厂的产能退出，以及终端产品大尺寸化带来的下游需求的持续增长，面板行业供需关系显著改善，大尺寸面板价格持续回升，小尺寸产品价格止跌企稳，2016Q3 公司业绩迎来拐点。站在目前时点上，考虑到未来行业产能增量有限，我们认为液晶面板供需在 2017 年将有望维持平衡，公司作为龙头将持续受益，步入稳定盈利期，强者更强态势明显。

● 大力布局 OLED，有望实现弯道赶超

OLED 面板是接力 LCD 的新型面板技术，目前已开始在部分大品牌终端旗舰机中使用，凭借优异性能成为高端机的首选。公司凭借自身技术和资金实力，大力布局 OLED。公司的成都第六代柔性 AMOLED 产线将于今年投产，而绵阳第六代柔性 AMOLED 产线也将于 2019 年投产。公司在 OLED 领域量产进度仅次于韩厂，未来有望率先受益于行业快速成长的红利，实现二次成长。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.05/0.27/0.35 元/股。我们看好面板行业稳定盈利周期下面板龙头的表现，以及京东方在 OLED 领域的加速布局，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

原材料价格大幅上涨的风险；产品价格下滑的风险；行业景气度下滑的风险；行业竞争加剧的风险；OLED 业务拓展不及预期的风险；重大行业政策变化的风险。

公司评级	买入
当前价格	3.72 元
前次评级	持有
报告日期	2017-04-12

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	35,153/33,949
流通 A 股市值 (百万元)	133,230
每股净资产 (元)	2.20
资产负债率 (%)	48.65
一年内最高/最低 (元)	3.79/2.28

相对市场表现



分析师: 许兴军 S0260514050002

021-60750532

xxj3@gf.com.cn

分析师: 王亮 S0260516070003

021-60750632

gzwangliang@gf.com.cn

相关研究:

*ST 东方 A(000725.sz): 行业 2007-08-31
 复苏, 中报扭亏, 前景未明
 京东方 A(000725.sz): 业绩拐 2005-09-06
 点有望在 2005 年 4Q 出现

联系人: 余高 021-60750632

yugao@gf.com.cn

目录索引

专注显示领域 20 年，公司终成全球面板领军企业	5
显示面板制造行业：智能互联时代的基石	5
京东方：全球面板龙头之势形成	6
面板产能转移趋势明显，公司作为国内龙头充分受益	10
平板显示产业产能持续向大陆转移	10
公司充分享受产能转移红利，业绩持续高速增长	10
行业景气度提升，公司进入稳定盈利周期	12
面板行业进入洗牌后期，行业集中度提升	12
伴随行业供需关系改善，面板价格走高推动公司业绩放量	16
OLED 加速渗透，公司积极布局可期二次成长	17
苹果助推下，OLED 新型显示加速替代	17
公司积极布局柔性 OLED 产能，未来有望受益于行业快速发展	20
盈利预测与估值	23
风险提示	23

图表索引

图 1: 显示面板的下游应用十分广泛	5
图 2: 显示面板的技术分类 (LCD 是目前主流)	5
图 3: 全球 LCD 面板需求面积持续增长	6
图 4: 全球 LCD 面板出货面积持续增长 (不含手机)	6
图 5: 京东方目前的业务布局	6
图 6: 京东方发展历史	7
图 7: 2016 年 1-10 月全球智能手机 LCD 出货量份额	7
图 8: 2015、16 年全球平板电脑 LCD 出货量份额	7
图 9: 2015、16 年全球显示器 LCD 出货量份额	8
图 10: 2015、16 年全球电视 LCD 出货量份额	8
图 11: 2015、16 年全球 NB 液晶面板出货量份额	8
图 12: 2016 年 Q4 全球大尺寸液晶面板出货量份额	8
图 13: 京东方目前的生产线情况	9
图 14: 京东方研发费用持续高增长	9
图 15: 京东方在前沿领域的创新成果	9
图 16: 电视液晶面板出货量份额 (按地区划分)	10
图 17: 显示器液晶面板出货量份额 (按地区划分)	10
图 18: NB 液晶面板出货量份额 (按地区划分)	10
图 19: 平板电脑 LCD 出货量份额 (按地区划分)	10
图 20: 京东方营业收入	11
图 21: 京东方净利润	11
图 22: 2015 年、2016 年全球智能手机出货量变动情况	11
图 23: 全球智能手机出货量	12
图 24: FHD 电视液晶面板价格变动	12
图 25: UHD 电视液晶面板价格变动	13
图 26: 显示器液晶面板价格变动	13
图 27: 笔记本电脑液晶面板价格变动	13
图 28: 三星继续关闭部分 LCD 生产线 (单位: 千片/月)	14
图 29: LCD 面板产能与需求增速	15
图 30: 不同尺寸显示面板产能增速	15
图 31: 大尺寸 LCD 显示面板应用市场增长迅速	15
图 32: 大尺寸智能手机出货量占比持续上升	15
图 33: 车载显示屏将成为新的重要市场	15
图 34: TV 显示面板平均尺寸不断扩大	15
图 35: 2016 年下半年大尺寸面板价格快速反弹	16
图 36: 小尺寸面板价格逐步企稳	16
图 37: 京东方 2016Q3 营收大幅增长	16
图 38: 京东方 2016Q3 扭亏为盈	16
图 39: OLED 与 LCD 面板结构对比	17

图 40: 旗舰手机厚度降低的趋势逐步变缓.....	17
图 41: AMOLED 与 LCD 主要参数对比.....	17
图 42: 5 寸全高清 AMOLED 与 LTPS LCD 成本对比.....	18
图 43: 苹果引领科技风潮.....	19
图 44: 主要的智能手表机型多采用 OLED 屏幕.....	19
图 45: 三星 S6 edge 采用 AMOLED 曲面屏.....	19
图 46: 可折叠 (Foldable) 手机概念图.....	20
图 47: 鸿海收购夏普 66% 股权.....	20
图 48: 国内采用 AMOLED 的手机型号数量不断增加.....	20
图 49: 全球面板市场份额.....	21
图 50: 全球 OLED 面板市场份额.....	21
图 51: 日韩主要面板企业 OLED 产线建设以及规划情况.....	21
图 52: 全球 OLED 市场规模及预测.....	22
图 53: 2019 年全球主要面板厂中小尺寸 OLED 产能预估.....	22

专注显示领域 20 年，公司终成全球面板领军企业

显示面板制造行业：智能互联时代的基石

平板显示面板的应用十分广泛，目前主要的下游领域包括智能手机、平板电脑、笔记本电脑、电视、显示器等，并且未来有可能在汽车电子、工业控制、电子标签、智慧医疗等新兴领域扮演重要角色。随着互联网的普及以及智能化趋势的不断推进，显示屏作为人机交互的界面，其市场规模正在随着智能手机等终端设备数量的增加而不断扩大，面板需求量和出货面积逐年攀升。

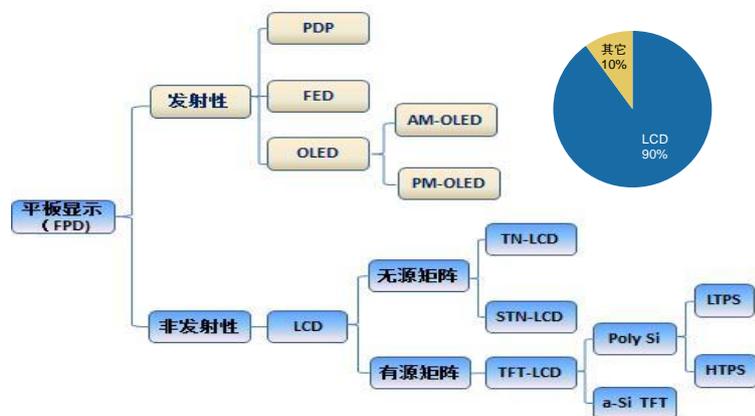
图1：显示面板的下游应用十分广泛



数据来源：集微网，广发证券发展研究中心

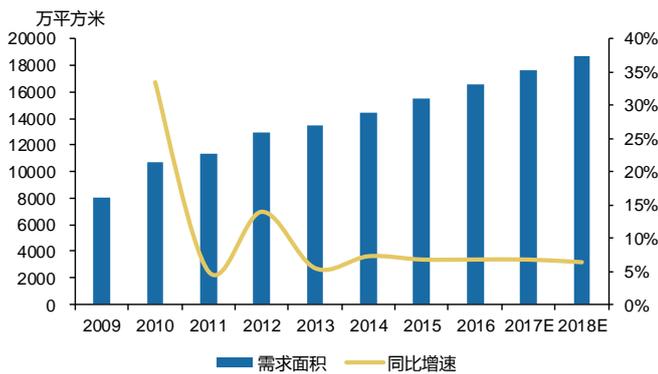
平板显示可以按照技术特点划分为液晶显示（LCD）、有机发光二极管显示（OLED）、等离子显示（PDP）、场发射显示（FED）等。其中，OLED由于生产技术尚未成熟，良率还有很大的提升空间，因此价格较高，目前主要应用在小尺寸显示领域。而LCD依靠其在性价比、分辨率、耗电量以及参数多样化上的显著优势，是目前平板显示领域的主流技术，占据了90%以上的市场份额。

图2：显示面板的技术分类（LCD是目前主流）



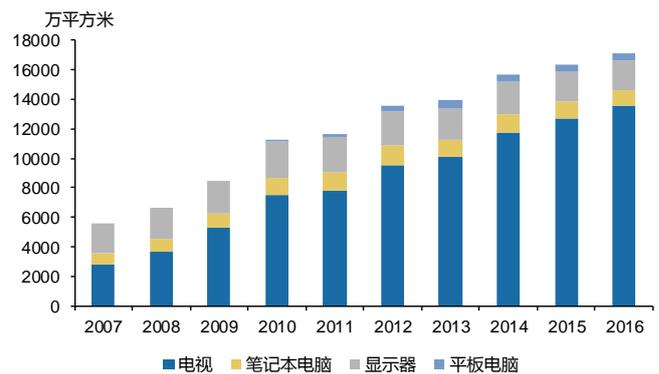
数据来源：激智科技招股书，广发证券发展研究中心

图3: 全球LCD面板需求面积持续增长



数据来源: 中国产业发展研究网, 广发证券发展研究中心

图4: 全球LCD面板出货面积持续增长 (不含手机)

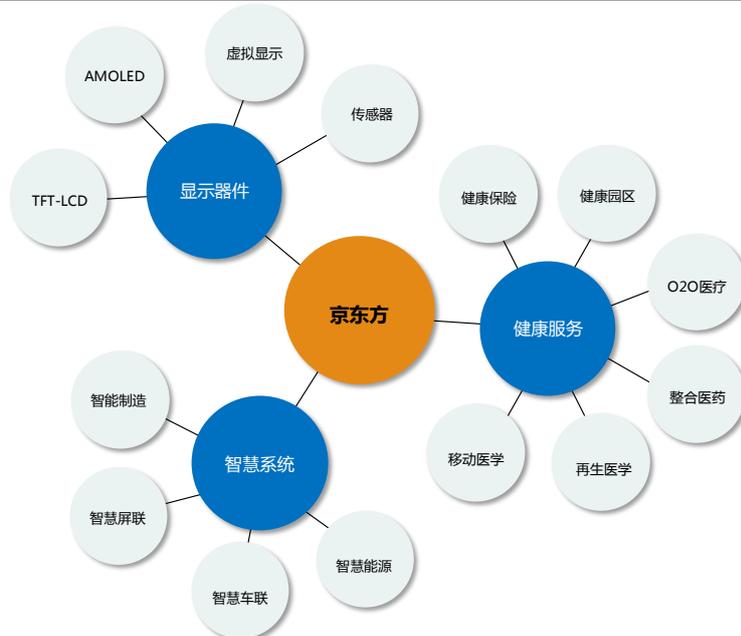


数据来源: WitsView, 广发证券发展研究中心

京东方: 全球面板龙头之势形成

京东方科技集团股份有限公司 (BOE) 成立于1993年4月, 公司目前定位是物联网技术、产品和服务的提供商。从成立至今20多年来, 公司始终专注于平板显示面板制造领域。近年来公司在原有显示业务基础上, 成功切入智慧系统和健康服务领域, 围绕“显示、传感、人工智能、大数据”四大核心技术, 实施“+互联网战略”, 目前已经构建形成: 显示器件、智慧系统和健康服务三大事业群。其中, 显示器件事业包括TFT-LCD、AMOLED、虚拟显示和传感器等业务。智慧系统事业是以“物联网和人工智能”为主要方向, 包括智能制造、智慧屏联、智慧车联、智慧能源等业务。健康服务事业是以“信息医学和大数据”为基本特点, 业务包括健康保险、健康园区、O2O医疗、整合医药、再生医学、移动医学等业务。

图5: 京东方目前的业务布局



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

京东方自成立以来专注于平板显示面板制造领域，产品广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、数字信息显示、健康医疗、金融应用、可穿戴设备等领域。显示器件业务在公司2015年营业收入中的比例接近90%，是公司目前的主要业绩来源。

图6: 京东方发展历史

时间	事件
1993年4月	在北京电子管厂的基础上进行股份制改造，公司成立
1997年5月	与台湾冠捷科技合资成立北京东方冠捷电子有限公司，持股52%，进入显示器领域
1997年6月	在深交所成功发行境内上市外资股（B股），成为北京市第一家B股上市公司
1998年12月	组建浙江京东方，生产真空荧光显示屏（VFD），进入小尺寸平板显示领域。
1999年5月	京东方与冠捷合作的显示器生产线项目投产，建立起中国北方第一个显示器生产基地，
2001年1月	在深圳证券交易所增发A股，股票名称与交易代码为京东方A
2001年12月	收购韩国现代的STN-LCD和有机发光显示（OLED）业务，生产移动产品用液晶屏（STN-LCD），开始研发有机电致发光显示器件（OLED）
2003年1月	收购韩国现代电子TFT-LCD业务、相关专利及团队，进入薄膜晶体管液晶显示器件（TFT-LCD）领域
2003年8月	收购冠捷科技26.36%的股份，由此，京东方成为冠捷科技第一大股东而进入了国际资本市场平台。
2005年5月	京东方北京第5代TFT-LCD生产线正式量产，填补了国内TFT-LCD显示产业的空白。
2009年4月	中国唯一一个TFT-LCD工艺技术国家工程实验室在北京经济技术开发区开工建设
2009年10月	京东方成都第4.5代TFT-LCD生产线量产。
2010年8月	并购美齐科技电脑显示器及电视机业务以及相关资产，公司开始向整机代工业务延伸。
2010年10月	京东方合肥第6代TFT-LCD生产线量产，是中国大陆首条高世代线，打破了中国液晶电视屏全部依赖进口的局面。
2011年9月	京东方北京第8.5代TFT-LCD生产线量产。这是中国大陆首条8.5代线，彻底结束了我国大尺寸液晶屏完全依赖进口的历史。
2014年2月	京东方合肥第8.5代TFT-LCD生产线量产。
2014年7月	京东方鄂尔多斯第5.5代AMOLED生产线量产，这是中国首条、全球第二条5.5代AMOLED生产线，填补了我国AMOLED产业空白。
2015年4月	京东方重庆第8.5代TFT-LCD生产线量产。
2015年5月	京东方成都第6代AMOLED生产线在成都高新西区开工建设。
2015年10月	京东方福州第8.5代TFT-LCD生产线在福建省福清市融侨经济技术开发区开工建设。
2015年12月	全球最高世代线——京东方合肥第10.5代TFT-LCD生产线在安徽省合肥市新站综合开发试验区开工建设。
2016年10月	京东方重庆智能制造工厂开工建设。
2016年12月	京东方绵阳第6代柔性AMOLED生产线开工建设。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司核心团队战略眼光精准，在本世纪初成功把握住了TFT-LCD技术的普及趋势，内生外延并举不断成长，奠定了国内面板龙头地位。在2010年到2015年之间，受益于智能终端下游市场爆发式增长，以及面板制造产能不断向中国大陆转移，公司不断增加新生产线，产能规模加速扩张，技术实力不断增强，全球市场占有率持续提升，目前已经成为全球面板制造领军企业，龙头之势明显。

图7: 2016年1-10月全球智能手机LCD出货量份额

供应商	出货量份额
BOE	21.9%
Japan Display	12.2%
Tianma	10.4%
InfoVision	10.4%
LG Display	10.0%
HannStar	9.5%
Innolux	7.2%
CPT	6.5%
AUO	6.4%
Sharp	5.5%

数据来源：IHS Markit，广发证券发展研究中心

图8: 2015、16年全球平板电脑LCD出货量份额

供应商	2015年份额	2016年份额
BOE	21.0%	21.7%
CPT	17.6%	19.7%
LG Display	15.4%	14.2%
AUO	10.1%	12.5%
Innolux	9.2%	10.6%
Samsung	13.3%	8.4%
Hitachi	5.9%	5.5%
IVO	2.3%	3.2%
Sharp	3.0%	2.2%
Panasonic	1.2%	0.9%
Jonhon	0.9%	0.4%
Japan Display	0.2%	0.0%

数据来源：WitsView，广发证券发展研究中心

图9：2015、16年全球显示器LCD出货量份额

供应商	2015年份额	2016年份额
LG Display	29.2%	28.0%
BOE	14.2%	20.4%
AUO	18.3%	18.3%
Innolux	17.9%	16.9%
Samsung	13.9%	11.8%
CEC- Panda	4.5%	3.7%
IVO	1.1%	0.5%
CPT	0.5%	0.2%
Hitachi	0.1%	0.1%
Jonhon	0.4%	0.0%

数据来源：WitsView，广发证券发展研究中心

图10：2015、16年全球电视LCD出货量份额

供应商	2015年份额	2016年份额
LG Display	20.5%	20.3%
Samsung	18.9%	18.0%
BOE	13.2%	16.8%
Innolux	19.2%	16.0%
CSOT	9.5%	12.7%
AUO	10.1%	10.5%
Sharp	4.5%	2.7%
CEC- Panda	1.9%	1.8%
Panasonic	2.4%	1.3%

数据来源：WitsView，广发证券发展研究中心

图11：2015、16年全球NB液晶面板出货量份额

供应商	2015年份额	2016年份额	2016Q4份额
BOE	8.6%	20.7%	26.7%
Innolux	23.4%	22.4%	21.9%
LG Display	26.5%	24.2%	21.2%
AUO	20.8%	21.6%	19.7%
Samsung	17.2%	7.0%	4.8%
CEC- Panda	0.0%	1.6%	3.2%
IVO	2.8%	1.5%	1.3%
Sharp	0.7%	0.5%	0.6%
Panasonic	0.0%	0.3%	0.6%
Hitachi	0.1%	0.2%	0.0%
CPT	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：WitsView，广发证券发展研究中心

图12：2016年Q4全球大尺寸液晶面板出货量份额

供应商	2016Q4出货量份额	2015Q4出货量份额
BOE	22.0%	16.4%
LG	19.1%	21.3%
Innolux	16.2%	15.7%
AUO	13.6%	13.1%
Samsung	10.4%	13.8%
其他	18.7%	19.8%

数据来源：IDC，广发证券发展研究中心

2016年全年，公司智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏市场占有率蝉联全球第一，显示器产品市占率跃升全球第二，电视产品市占率居于全球第三。2016年Q4，凭借进入苹果Notebook产业链，公司笔记本电脑显示屏市占率跃居全球第一。同期，公司大尺寸面板出货量超过LG，跃居全球第一。

截止目前，公司拥有11条半导体显示生产线。其中3条6代及以下TFT-LCD产线将逐步转向车载、工控、电子标签、医疗等显示细分市场和传感器等应用性产品。重庆、合肥和北京三条8.5代线将根据市场需求，灵活调整产品结构，对应液晶手机显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器类显示屏和32-65寸电视显示屏。福州8.5代线应用套切技术，将重点布局43寸电视显示屏和部分曲面产品。

LCD新产线方面，福州8.5代线已于2017年2月7日点亮投产并于2月24日实现客户交付，将应用MMG10切技术，主要对应43寸产品，正在量产爬坡中。全球最高世代线——合肥10.5代线扩产30K至120K/月，以进一步弥补65英寸及以上大尺寸产品的供给不足，18年投产后将提高公司在液晶面板行业的市场占有率和综合竞争力。

柔性AMOLED方面，成都第6代柔性AMOLED生产线已封顶，预计今年年中左右投产；绵阳第6代柔性AMOLED生产线已开工建设，未来这两条柔性OLED的陆续

投产将奠定公司在该领域的领先地位。

总的来看，公司的生产线品类丰富，协同效应明显，因此公司能够针对下游市场的变动灵活调整产品出货结构，业绩弹性高，相比其他厂商更具优势。

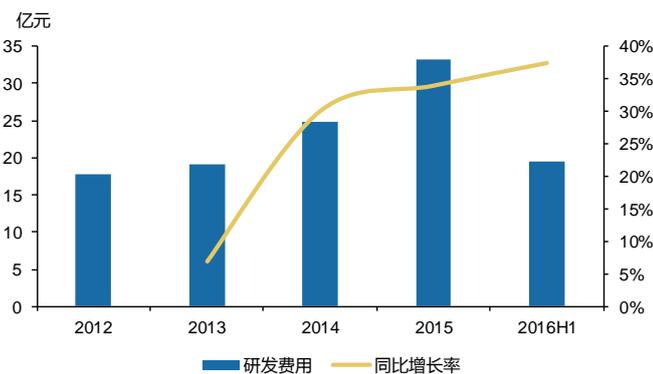
图13: 京东方目前的生产线情况

地点	技术	世代	产能	量产时间	现状	面向
北京	TFT-LCD a-Si	5	60K/月	2005Q2	运营中	车载、工控、电子标签、医疗等
成都	TFT-LCD a-Si	4.5	45K/月	2009Q4	运营中	车载、工控、电子标签、医疗等
合肥	TFT-LCD a-Si	6	90K/月	2010Q4	运营中	车载、工控、电子标签、医疗等
北京	TFT-LCD a-Si	8.5	140K/月	2011Q3	运营中	手机、笔记本电脑、显示器和32-65寸电视
合肥	TFT-LCD a-Si/oxide	8.5	110K/月	2014Q1	运营中	手机、笔记本电脑、显示器和32-65寸电视
鄂尔多斯	LTPS/AMOLED	5.5	60K/月 LTPS 4K/月 AMOLED	2014Q3	运营中	手机等小尺寸产品
重庆	TFT-LCD a-Si/oxide	8.5	140K/月	2015Q2	运营中	手机、笔记本电脑、显示器和32-65寸电视
福州	TFT-LCD a-Si/oxide	8.5	150K/月	2017Q2	爬坡中	43寸电视显示屏和部分曲面产品
成都	柔性AMOLED	6	48K/月	2017Q4	已封顶	手机等小尺寸产品
合肥	TFT-LCD a-Si/oxide	10.5	120K/月	2018Q2	建设中	65英寸及以上大尺寸产品
绵阳	柔性AMOLED	6	48K/月	2019Q4	建设中	手机等小尺寸产品

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司研发实力雄厚，研发支出多年来保持高速增长。2016年新增专利申请达7570件，其中发明专利超80%，海外专利超过三分之一，累计可使用专利数量超过5万件，位居全球业内前列。美国商业专利数据显示，公司进入2016年度美国专利授权量TOP40，年增长率超200%。根据汤森路透发布的《2016全球创新报告》，公司2015年已经跻身全球半导体领域第二大创新公司。公司在超高清LCD、AMOLED、传感器、透明显示、物联网、健康服务、量子点等多个前沿领域已经取得了丰硕成果，未来有望结合自身规模和客户优势充分享受显示行业技术变革红利，横向切入新兴高弹性市场，迎接新一轮成长。

图14: 京东方研发费用持续高增长



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图15: 京东方在前沿领域的创新成果

前沿领域	创新成果
超高清LCD	推出了65寸8K全球最薄的超高清显示屏，最薄模组厚度仅为3.8毫米
柔性AMOLED	已推出柔性臂环和折叠显示屏
透明显示	年初，公司在日本发布了物联网透明显示系统，目前已在奢侈品牌店橱窗陈列、日本知名大学、银座高档料理店、水族馆、金融行业、医疗场所等多场景多领域应用。
智慧系统	以智慧画廊为例，公司正在推广全球领先的iGallery产品，公司的目标是建立一个开放、高效的平面艺术分享和交易平台
先进医疗	在基于a-Si工艺的光电传感器领域，研发出间接式X射线医用探测器
量子点	研制出5英寸主动式电致量子点发光显示产品（AMQLED），直接采用喷墨打印工艺制备电致量子点发光器件（QLED）实现全彩显示，色域超过100%。

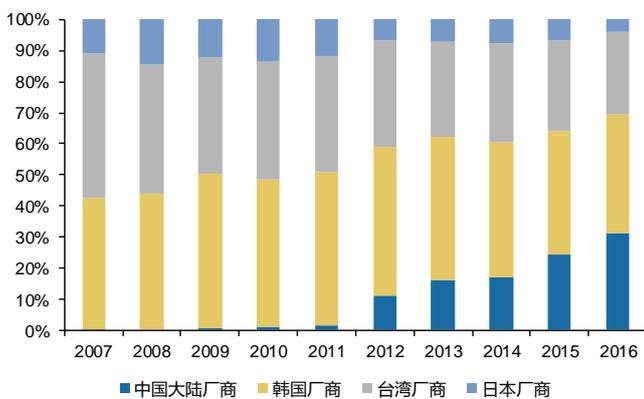
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

面板产能转移趋势明显，公司作为国内龙头充分受益

平板显示产业产能持续向大陆转移

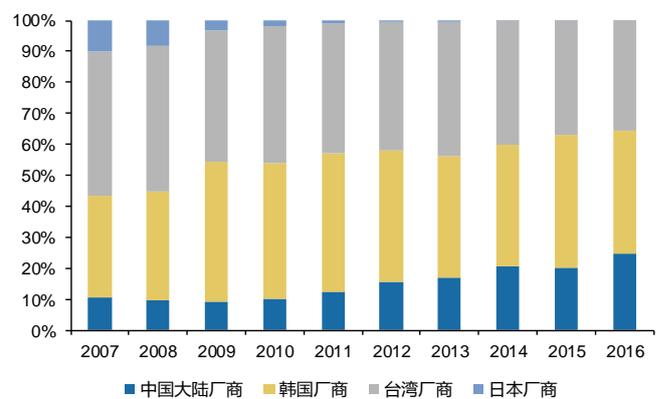
2010年起，在国家意志助推下，伴随着国产终端品牌的逐渐崛起，全球液晶面板产能持续从日本、韩国和台湾向大陆转移，国内厂商出货量份额不断攀升。WitView 数据显示，2010年，国内厂商在电视、显示器、笔记本电脑和平板电脑LCD面板的出货量份额分别仅为1%、10%、2.9%和0.4%，而到2016年则分别增长至31.3%、24.5%、23.8%和25.3%。

图16: 电视液晶面板出货量份额（按地区划分）



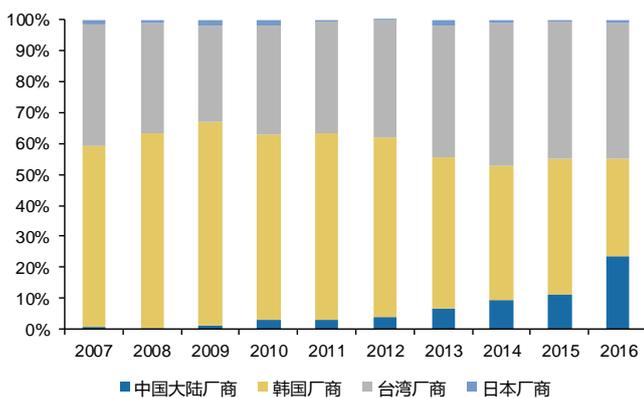
数据来源: Witsview, 广发证券发展研究中心

图17: 显示器液晶面板出货量份额（按地区划分）



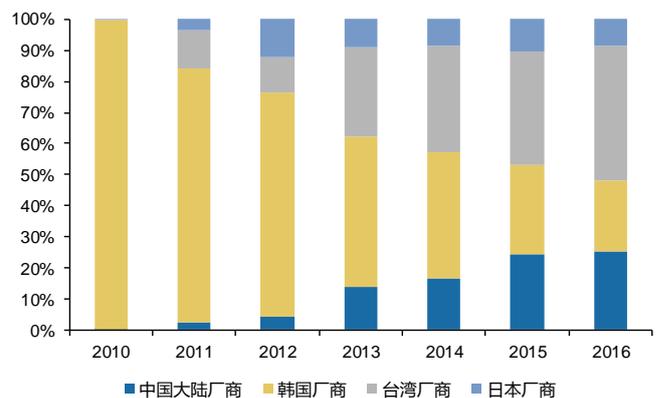
数据来源: Witsview, 广发证券发展研究中心

图18: NB液晶面板出货量份额（按地区划分）



数据来源: Witsview, 广发证券发展研究中心

图19: 平板电脑LCD出货量份额（按地区划分）



数据来源: Witsview, 广发证券发展研究中心

公司充分享受产能转移红利，业绩持续高速增长

公司作为国内面板龙头，在2010年至今的产能转移大趋势下充分受益，不断新增高世代生产线，北京、合肥、重庆的8.5代线（TFT-LCD）陆续量产，产能规模持续扩大。相对应地，公司营业收入从2010年的80亿元爆发式增长至2015年的486亿

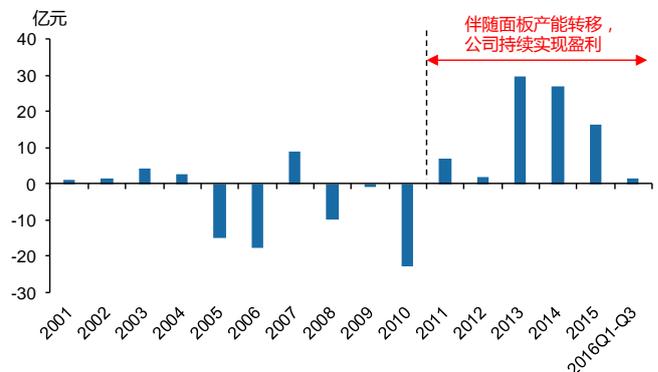
元, 扩大6倍以上, 年平均复合增长率达到43%, 并实现了持续性盈利。2016Q1-Q3, 公司实现营业收入458.42亿元, 同比增长25.87%, 继续保持高增速。

图20: 京东方营业收入



数据来源: Witsview, 广发证券发展研究中心

图21: 京东方净利润



数据来源: Witsview, 广发证券发展研究中心

如今, 中国大陆已经成为了显示面板产业最大的下游市场。全球电视、PC、移动终端等下游电子制造业产能, 包括模组生产和产品组装部分, 大部分已经迁移到中国大陆, 致使中国大陆目前成为了全球最大的显示面板需求市场。具体来看, 国产智能手机市场份额正在不断攀升。2016年全球智能手机出货量前五大品牌中, 其中三个都是国产品牌, 华为、oppo、vivo三大品牌出货量合计占到全球份额20%以上。在苹果、三星市场份额缩减同时, 国产智能手机市场份额不断攀升。2016年, 华为出货量同比增长30.2%, oppo出货量增长132.9%, vivo出货量增长103.2%。

图22: 2015年、2016年全球智能手机出货量变动情况

(百万部)	2016出货量	2016市场份额	2015出货量	2015市场份额	同比增速
三星	311.4	21.2%	320.9	22.3%	-3.0%
苹果	215.4	14.6%	231.5	16.1%	-7.0%
华为	139.3	9.5%	107.0	7.4%	30.2%
OPPO	99.4	6.8%	42.7	3.0%	132.9%
VIVO	77.3	5.3%	38.0	2.6%	103.2%
其他	627.8	42.7%	697.1	48.5%	-9.9%
共计	1470.6	100.0%	1437.2	100.0%	2.3%

数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

我们认为, 随着国家意志的持续推动, 以及大陆成为最大的下游市场, 显示面板行业的产能仍将持续向中国大陆转移, 并且大陆的面板显示产业链将逐渐向上游的核心设备和原材料拓展, 实现进口替代。

公司作为国内面板行业龙头, 拥有政策、资金、本土客户、产业链协同等多重优势, 有望在与韩国和台湾的厂商的激烈竞争中脱颖而出, 稳固全球面板龙头地位, 继续引领国内显示面板产业链的快速发展。

行业景气度提升，公司进入稳定盈利周期

面板行业进入洗牌后期，行业集中度提升

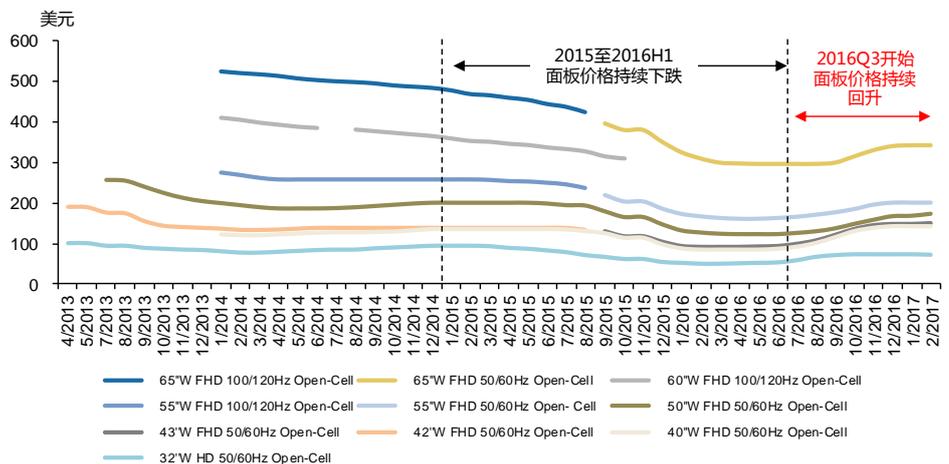
2014到2015年间，国内新增高世代TFT-LCD生产线陆续实现量产，如京东方合肥和重庆的两条8.5代线（TFT-LCD），华星光电t2 8.5代线（TFT-LCD）等。与此相反，下游需求增幅明显回落，具体来看，智能手机市场在2015年告别高增长，出货量增速回落至20%以内，进入存量时代。产能过剩导致2015年至2016年上半年期间，LCD面板价格持续下跌，行业进入洗牌期。

图23: 全球智能手机出货量



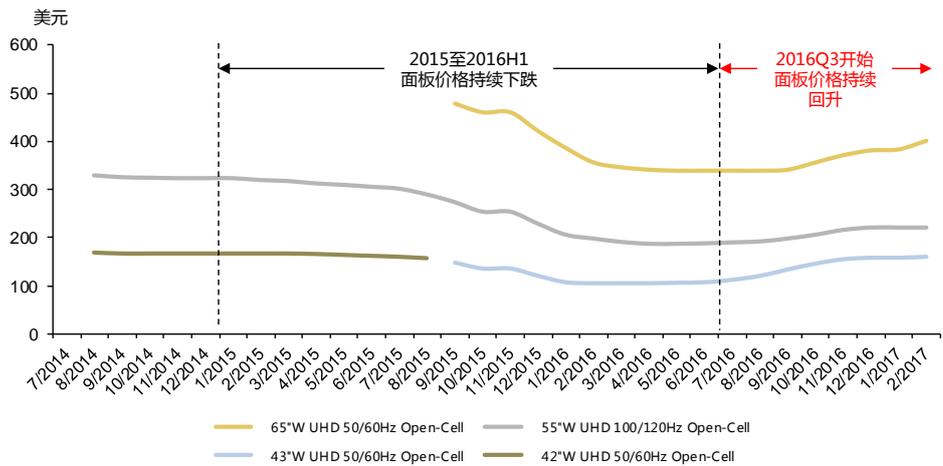
数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图24: FHD电视液晶面板价格变动



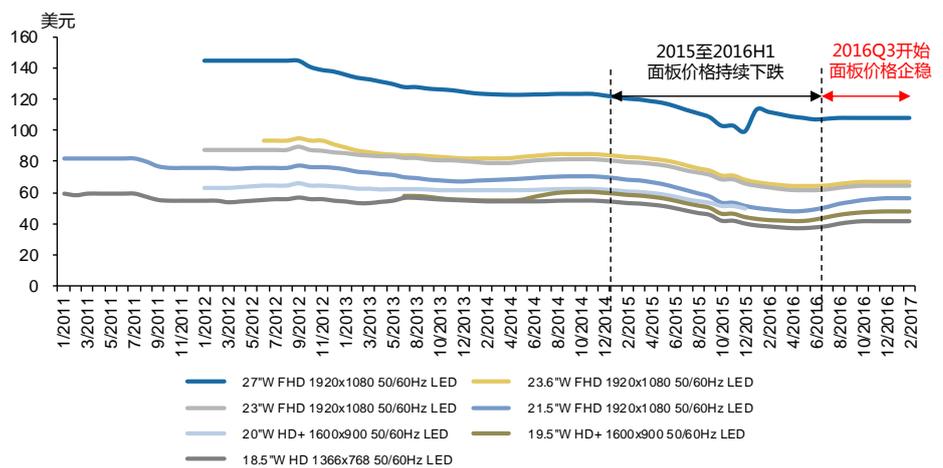
数据来源: WitsView, 广发证券发展研究中心

图25: UHD电视液晶面板价格变动



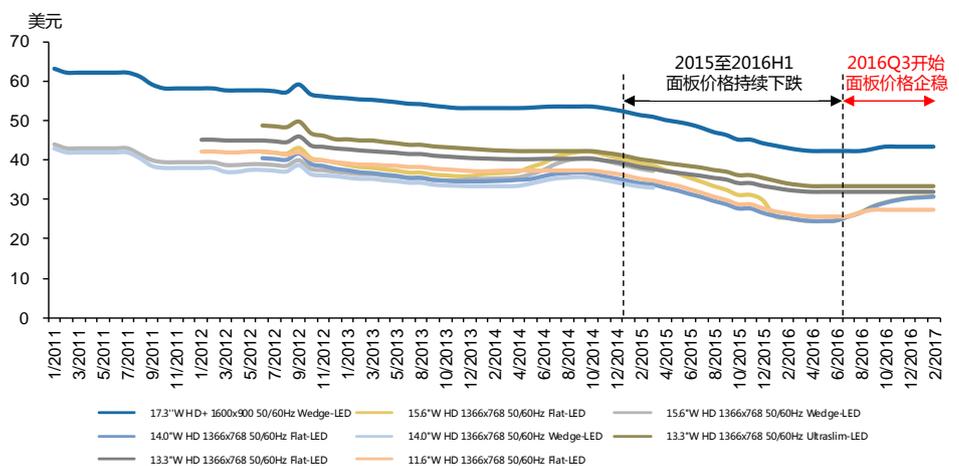
数据来源: WitsView, 广发证券发展研究中心

图26: 显示器液晶面板价格变动



数据来源: WitsView, 广发证券发展研究中心

图27: 笔记本电脑液晶面板价格变动



数据来源: WitsView, 广发证券发展研究中心

从供给端来看，由于洗牌期面板价格持续下跌，显示面板的总体产能扩张步伐自2015年开始放缓。国际大厂在低端a-Si LCD上的产能逐步退出，三星在15年关闭了5条生产线之后，16年又停产了1条5代线和1条7代线产能。LG在17年也将有两条小尺寸a-Si产线停产，且已经有两条该类产线转为其他用途。总体来看，中小尺寸面板产能在16年甚至出现了负增长，大尺寸面板产能扩张在17年以后才有望触底。

目前，面板行业新的产能扩张主要集中于AMOLED等新一代显示产品，而LCD新增产能十分有限，17年预计新增的8代线仅有3条，分别是京东方福州8.5代，友达新竹8.6代以及惠科8.5代产线。

图28：三星继续关闭部分LCD生产线（单位：千片/月）

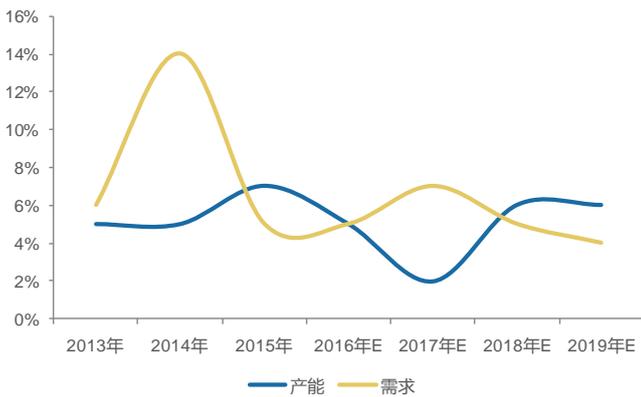
工厂	技术	世代线	备注	2016	2017	2018	2019
L6	aSi LCD	5	停产	95			
L7-1	aSi LCD	7	停产	110			
L7-2	aSi LCD	7		170	170	170	
L8-1	aSi LCD	8		195	195	195	195
L8-2	aSi LCD	8		165	165	190	220
Suzhou	aSi LCD	8		125	125	125	125
A1	AMOLED	4.5		55	55	55	55
A2	AMOLED	4.5		180	195	210	210
A3	AMOLED	6		30	112	120	120
A4	AMOLED	6			5	70	75

数据来源：IHS，广发证券发展研究中心

另一方面，从需求端来看，尽管由于显示面板下游各应用市场增速的放缓，面板需求的增长也变得平缓。但各类电子产品显示屏“大屏化”趋势持续，三星、苹果等智能手机顶级品牌对大显示屏的应用，使得4~6英寸显示屏日渐成为智能手机的标配，大尺寸显示屏智能手机出货量占比保持平稳上升；而作为大尺寸显示面板的主要应用市场，TV显示面板“大屏化”也是愈演愈烈，没有大屏手机操作灵活性的限制，TV的“大屏化”对消费者体验的提升更为显著，“大屏化”趋势更加凸显。

另外，车载显示屏及物联网的发展将扩大显示面板的应用领域，有望引领显示面板行业的新一轮增长。汽车智能化、电子化趋势势必会带来对车载显示屏的广泛应用，除了“大屏化”趋势外，“多屏化”也逐步普及，且车载显示屏对显示面板的寿命和稳定性有更高的要求，认证周期长，供应链及客户关系稳定等特点，也将使得车载显示屏的利润空间更加客观。

图29: LCD面板产能与需求增速



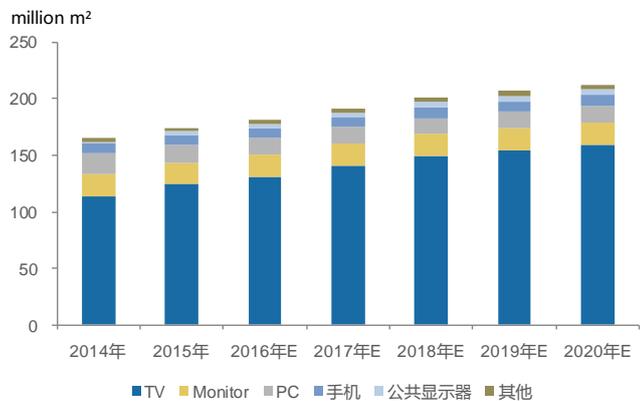
数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图30: 不同尺寸显示面板产能增速



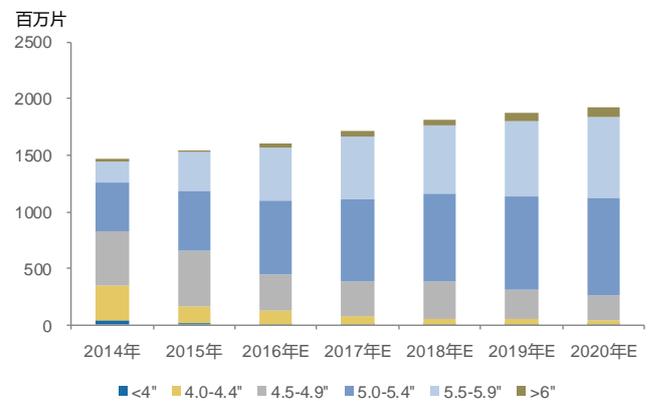
数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图31: 大尺寸LCD显示面板应用市场增长迅速



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图32: 大尺寸智能手机出货量占比持续上升



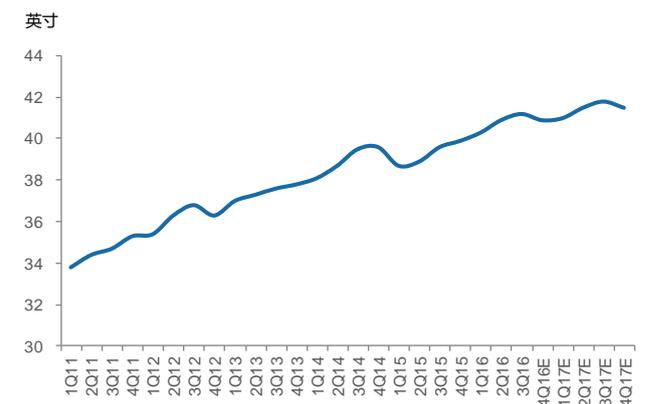
数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图33: 车载显示屏将成为新的重要市场



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图34: TV显示面板平均尺寸不断扩大



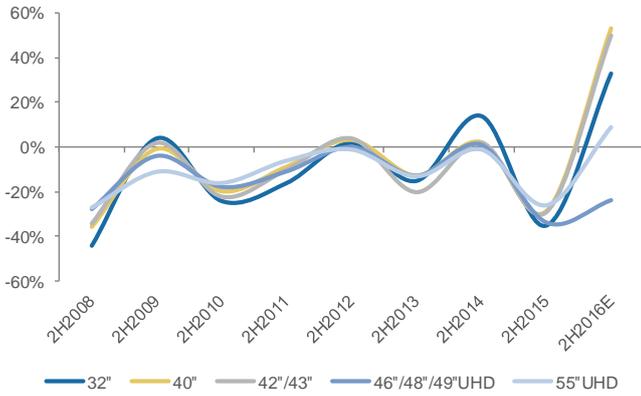
数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

总结起来, 站在目前时点上, 考虑到国际大厂的产能退出, 行业集中度提升, LCD产能净增量十分有限, 而面板的总体需求则有所回暖, 因此我们认为面板行业供需关系已经逐步改善, 进入洗牌后期。

伴随行业供需关系改善，面板价格走高推动公司业绩放量

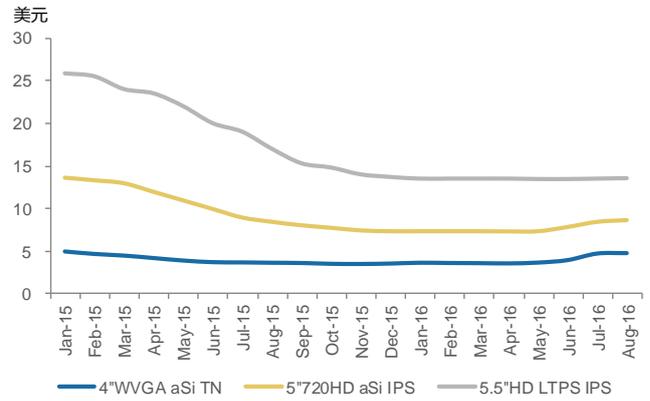
随着供需格局的改善，显示面板价格也开始回升，大尺寸显示面板价格从2016年Q3开始快速反弹，较高的利润率也吸引部分产能向大尺寸面板倾斜，小尺寸面板价格在2015年底以后也开始止跌，并于16年年中开始回升。

图35: 2016年下半年大尺寸面板价格快速反弹



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图36: 小尺寸面板价格逐步企稳



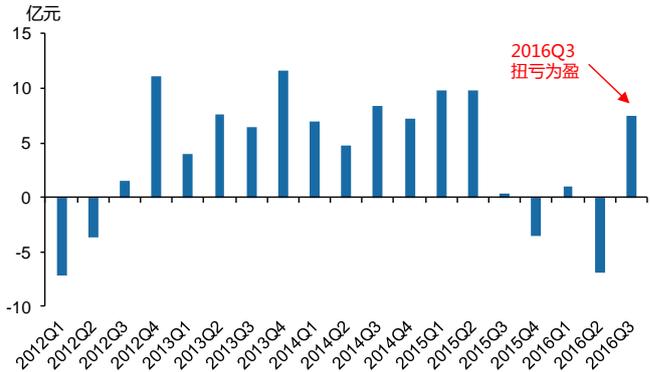
数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图37: 京东方2016Q3营收大幅增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图38: 京东方2016Q3扭亏为盈



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

在这种情况下，公司作为在高世代线、大尺寸面板产能持续投入的面板龙头，2016年Q3业绩明显回升，实现营业收入194亿元，同比增长44.2%，实现净利润7.5亿元。

我们认为全球面板行业已经逐步从原来多地区、多厂商之间频繁的价格竞争和剧烈波动的盈利周期中走出，未来随着行业竞争格局的向好，行业有望步入相对长一段时期的稳定盈利期。

我们认为未来面板行业将呈现强者更强的趋势，随着行业景气度提升公司将迎来业绩稳定放量，充分享受龙头红利。而在具备现金流和资金优势后，公司对于未来面板产能的投资也会更加积极，有望占据更高的市场份额。

OLED 加速渗透，公司积极布局可期二次成长

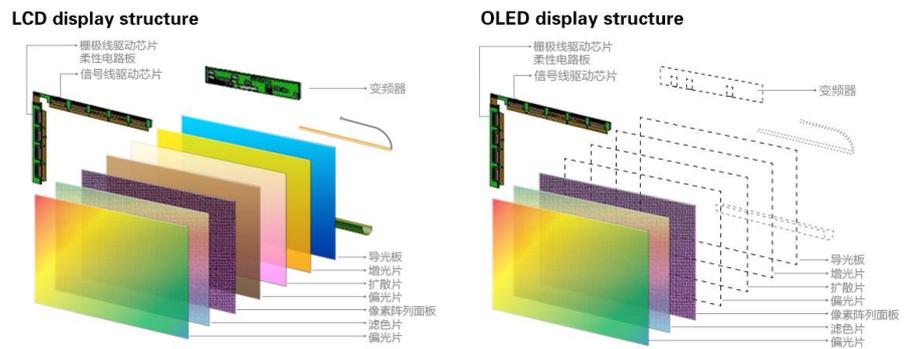
苹果助推下，OLED 新型显示加速替代

OLED性能卓越，成本降低

目前，LCD技术是终端显示屏幕的主流选择，但是下一代OLED显示技术优势凸显，成本降低，正在加速普及。

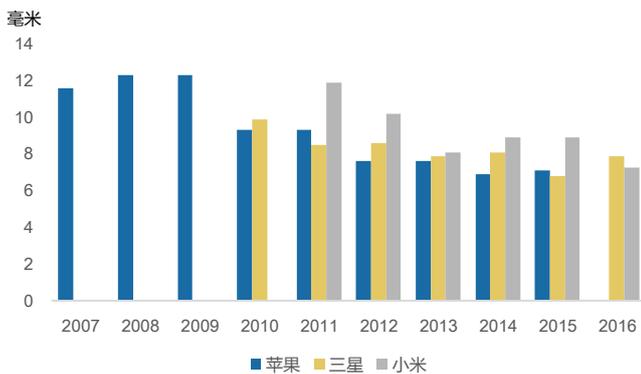
- OLED (Organic Light Emitting Diode) 即有机发光二极管，与LCD原理不同，最大的区别是OLED在显示过程中由各像素点自发光，而LCD则是依赖背光板发光。

图39: OLED与LCD面板结构对比



数据来源：和辉光电，广发证券发展研究中心

图40: 旗舰手机厚度降低的趋势逐步变缓



数据来源：ZOL，广发证券发展研究中心

图41: AMOLED与LCD主要参数对比

项目	AMOLED	LCD	
显示	对比度	~100000:1	~150:1
	NTSC色域	可达110%以上	70%~90%
	视角	2000:1	10:1
	温比	-50°C~90°C	-10°C~70°C
功耗	0.3	1	
厚度	0.4	1	
柔性	可绕折	无柔性	
相应速度	us	10ms	

数据来源：OLED网，广发证券发展研究中心

- **OLED在各方面优势明显。**(1) **显示效果好。**OLED屏幕的显示对比度高，显示黑色时可以完全无光，达到纯黑；色域广，NTSC标准色域可以达到110%，而LCD一般只有70%~90%；视角广，自发光使得可视角度可以达到170度。(2) **更轻薄。**OLED面板层数更少，去掉了背光板、增光片、部分偏光片等，材质也不同，所以相比于LCD重量更轻、厚度更小，平均可以减少约0.5mm的厚度，达到轻薄化的效果，这对目前在厚度下降上面临

瓶颈的手机来说尤为重要。(3) **能耗低**。OLED屏幕可以只在需要发光的部位发光，其余部分不工作，从而降低功耗。在显示黑色时完全不发光，因此不耗电，省电效果明显。(4) **可实现柔性效果**。受背光板和液晶性质的限制，LCD屏幕难以实现柔性特点，而OLED具有柔性、可弯折的特点，可以使用在可穿戴设备、智能手机等多种应用场景中。

图42: 5寸全高清AMOLED与LTPS LCD成本对比

项目	AMOLED成本 (\$)	LCD成本 (\$)	比值
材料与组件获取成本	7.39	8.47	
间接指出	0.74	0.85	
人力成本	2.41	1.24	
折旧成本	3.79	2.43	
制造总成本	14.32	12.99	1.10
销售及行政开支	1.71	0.83	
销售总成本	16.03	13.82	1.16

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

- OLED的技术逐渐成熟，成本下降，大规模应用预期强烈。**成本是此前限制OLED普及的首要因素。然而伴随技术成熟，OLED成本不断下降，性价比渐超LCD。根据IHS的数据，AMOLED与LCD的成本已经十分接近，OLED的曾经的成本劣势正在转变为成本优势。

手机存量时代亮点难寻，OLED或成重要卖点

自2008年开始，随着苹果引领的智能手机浪潮兴起，全球消费电子零部件企业快速发展。而从2015年开始，智能手机逐步进入换机期，增速下台阶趋势已经确立。2015年国内手机市场销量4.38亿部左右，同比增长仅3%，智能手机市场宣告进入存量时代。在存量时代下，当消费者的基本使用需求已被满足，性能、审美和差异化三个维度成为手机厂商的角力场。尽管趋势已立，然而智能手机硬件仍然不可避免落入同质化陷阱。

OLED屏幕的优异性能表现正好满足了消费者对性能、审美和差异化的需求，将成为手机厂商实现差异化的利器，手机厂商势必不会放弃这一新战场，未来OLED面板将有望在手机厂商的中高端机型中获得更加广泛的应用。

苹果公司引领，引爆OLED需求

苹果公司引领下，OLED屏幕在智能终端上的渗透率将迎来爆发式增长。截至目前，三星无论是在应用还是生产方面，都在OLED厂商中占主导地位。但仅仅依靠三星一家厂商的生产与使用，较难推动整个产业链的成长，所以过去整个产业链发展相对缓慢。如今，以上局面随着苹果公司的介入发生了根本性的改变。

- 苹果公司目前已经在其Apple Watch上使用OLED屏幕。另外，据各大媒体

报道，苹果公司已经向三星订购OLED面板1.6亿块，并将在其2017年新款iPhone上使用，达到轻薄、省电、显示效果优化、甚至曲面屏等效果。这将成为苹果手机的新亮点，为其他品牌中高端机型树立新的风向标。

- 虽然之前OLED已经在三星产品中广泛使用，并做出了曲面屏，但苹果的应用才是OLED爆发的真正推动力。苹果对产业链的影响力和推动作用无可比拟，许多新技术在其他品牌的产品上应用可能不会产生太大影响，但经苹果公司加强并推广后，形势就会大不一样，金属机身、指纹识别等就是这种情况。

图43: 苹果引领科技风潮



数据来源：集微网，广发证券发展研究中心

图44: 主要的智能手表机型多采用OLED屏幕



数据来源：集微网，广发证券发展研究中心

图45: 三星S6 edge采用AMOLED曲面屏



数据来源：集微网，广发证券发展研究中心

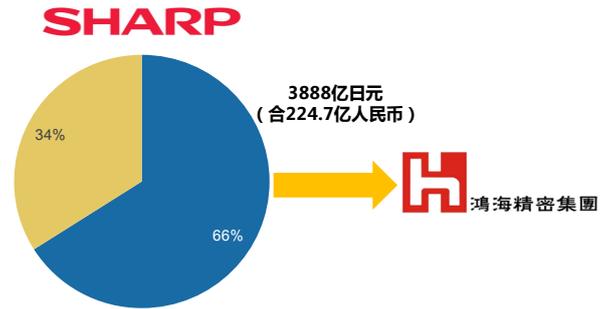
- 苹果也在积极引导和促进OLED产业链的成长和发展，如三星、LGD新建的部分生产线就是为了满足苹果的需求，鸿海收购夏普，加速推进OLED项目，其中一个很关键的因素也是为了努力争取苹果OLED订单。下游生产商需求的旺盛也推动了上游材料、设备公司的发展。苹果公司的应用带动了OLED产业链的发展。

图46: 可折叠 (Foldable) 手机概念图



数据来源: Phone Arena, 广发证券发展研究中心

图47: 鸿海收购夏普66%股权



数据来源: 集微网, 广发证券发展研究中心

国内厂商跟进, 导入OLED效果良好

国内厂商以前不用AMOLED很大一个原因是担心供应链安全, 毕竟三星的话语权太大, 而三星终端又是国内手机厂商的竞品。但是去年下半年开始, OPPO、Vivo 大力导入AMOLED获得良好效果, 所以在今年Q1新品中其他厂商都纷纷跟进。国内手机厂商如华为、OPPO、Vivo等在全球手机市场中出货量名列前茅, 这些厂商应用也是OLED增长的重要推动力。

图48: 国内采用AMOLED的手机型号数量不断增加

品牌	产品型号	尺寸	分辨率	发布日期
OpPO	R7S	5.5	1080*1920	2015年10月
Vivo	X6	5.2	1080*1920	2015年11月
Vivo	X6 plus	5.7	1080*1920	2015年11月
魅族	PRO5	5.7	1080*1920	2015年9月
金立	S6	5.5	720*1280	2015年11月
金立	M5 plus	6	1080*1920	2015年12月
华为	Mate S	5.5	1080*1920	2015年9月
联想	Moto X极	5.4	1440*2460	2015年11月
中兴	Axon天机 max	6	1080*1920	2015年11月
中兴	Nubia 布拉格 S	5.2	1080*1920	2016年1月

数据来源: 群智咨询, 广发证券发展研究中心

公司积极布局柔性 OLED 产能, 未来有望受益于行业快速发展

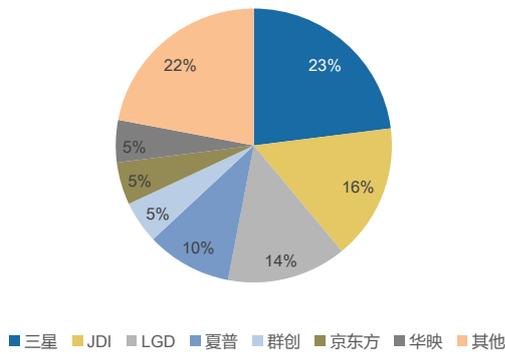
供需共振, 面板厂商积极布局OLED

OLED市场规模的提升, 一方面来源于智能手表、VR等新产品类型的诞生与应用, 另一方面则来源于在智能手机、TV等原有的产品类型中替代LCD屏幕, 而后者是主要的需求和推动力。具有OLED屏幕研发与生产能力的厂商目前大多仍然以制造LCD屏幕为主, 缺乏更大的投资与研发动力。而随着需求拐点的出现以及苹果的介入, OLED开始加速发展。

- 技术成熟使得OLED屏幕进一步完善, 优势更为明显, 潜在需求上升, 存

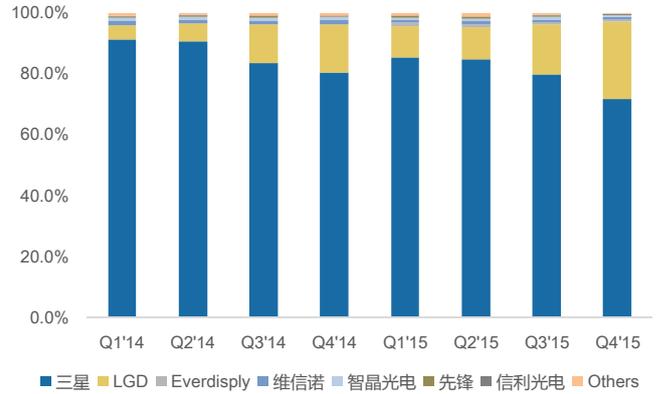
在很大的发展机遇。

图49: 全球面板市场份额



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图50: 全球OLED面板市场份额



数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

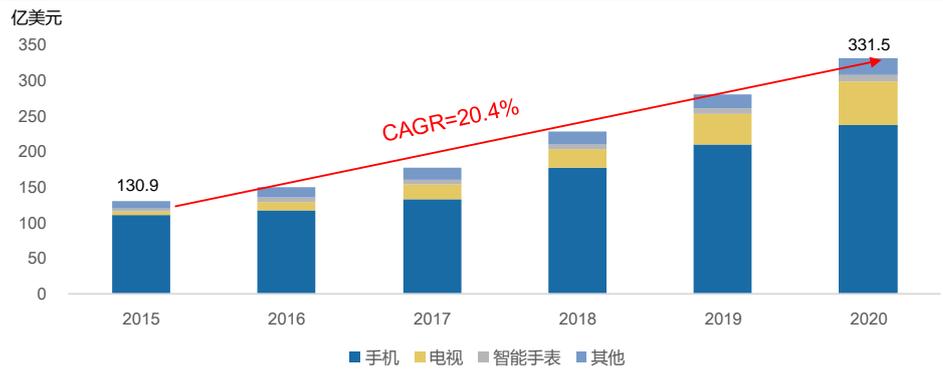
- 苹果的加入激发了整个OLED产业的热情。苹果的大量需求以及科技影响力使得众多厂商开始发力,原本处于落后地位的厂商也希望借此机会实现弯道超车,而处于领先地位的厂商则希望保持优势也积极储备,所以整个OLED行业将加速前进。目前各面板厂商纷纷布局,建设自己的OLED生产线。
- 除了日韩厂商加大AMOLED投资外,中国台湾地区的友达、群创和大陆地区的维信诺、京东方、和辉光电、华星光电、信利以及天马微电子等都在积极布局。

图51: 日韩主要面板企业OLED产线建设以及规划情况

地区	厂商	晶圆厂	基底类别	LTPS世代线	蒸镀世代线	最大	月蒸镀产能			
							Q4'15	Q4'16	Q4'17	Q4'18
韩国	LGD	AP2-E2	软屏	4代	半4代	42	28	44	44	44
		AP3-E5	软屏	6代	半6代	15	0	0	15	15
		P9 G6 OLED	软屏	6代	半6代	40	0	0	40	40
		P10 G6 OLED	软屏	6代	半6代	50	0	0	0	50
韩国	三星	A1	硬屏	4代	半4代	84	84	84	84	84
			硬屏/软屏	4代	半4代	18	18	18	18	18
		A2	硬屏	5.5代	1/4 5.5代	560	488	538	560	560
			硬屏/软屏	5.5代	1/4 5.5代	120	90	114	120	120
		A3	软屏	6代	半6代	270	30	70	190	270
日本	JDI	Hakusan D3	硬屏/软屏	6代	半6代	30	0	0	0	30

数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

图52: 全球OLED市场规模及预测



数据来源: Display Research, 广发证券发展研究中心

公司大力布局柔性OLED, 二次成长可期

京东方在OLED新型显示方面拥有长期的研发积累, 目前共有三条生产线。未来, 公司投资的重点将集中于AMOLED等新一代显示技术, 大力布局新世代技术。

- 公司鄂尔多斯第5.5代LTPS/AMOLED生产线项目, 是中国首条、全球第二条5.5代AMOLED生产线。该项目于2011年8月开工建设, 并于2013年11月21日在内蒙古鄂尔多斯点亮投产。
- 公司在成都投建的第6代柔性AMOLED生产线项目, 目前已经封顶, 预计今年投产, 这是中国首条、全球第二条柔性AMOLED生产线。该项目投建完成后, 京东方在中小尺寸高端显示技术的竞争力将得到进一步提升, 能够使公司具备为全球品牌厂商提供高品质柔性AMOLED屏幕的能力。
- 公司在绵阳投建的第6代柔性AMOLED生产线目前已开工建设, 和成都6代线总投资相同, 均为465亿元, 设计产能相同均为48K/月, 预计将于2019年实现量产。该产线投产后将奠定公司在柔性AMOLED领域的领先地位。

我们认为, 凭借公司在OLED方面的长期研发积累, 并且随着今明两年公司两条柔性AMOLED6代生产线的相继投产, 公司有望携弯道竞速之势一举超越台日竞争对手, 实现二次成长, 完成行业洗牌, 从而与韩企形成稳定的鼎立寡头格局, 进入盈利长周期。

图53: 2019年全球主要面板厂中小尺寸OLED产能预估

企业	产线	总产能
三星	A3: 12万片/月 (6代可挠式)	可挠式: 18万片/月 硬式: 19万片/月 (4代A1、5.5代A2)
	A4 (L7-1转换): 4.4万片/月 (6代可挠式)	
京东方	B6: 4000片/月 (5.5代硬式4分割)	可挠式: 9.6万片/月 硬式: 4000片/月
	B7: 4.8万片/月 (6代可挠式)	
	B11: 4.8万片/月 (6代可挠式)	
	E2: 2.2万片/月 (4代可挠式2分割)	
LG Display	E5: 2.4万片/月 (6代可挠式)	可挠式: 7.4万片/月 (6代)、2.2万片/月 (4代)
	E6: 4.5万片/月 (6代可挠式)	
	P10: 5000片/月 (6代可挠式)	

数据来源: ET News, 广发证券发展研究中心

盈利预测与估值

我们预计公司2016~2018年EPS分别为0.05/0.27/0.35元/股。我们看好面板行业稳定盈利周期下面板龙头的表现，以及京东方在OLED领域的加速布局，给予公司“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨的风险；产品价格下滑的风险；行业景气度下滑的风险；行业竞争加剧的风险；OLED业务拓展不及预期的风险；重大行业政策变化的风险

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	58686	63757	72418	100165	137842
货币资金	40172	38867	51606	71862	98613
应收及预付	7988	9374	13134	18261	25075
存货	4163	6609	7678	10043	14154
其他流动资产	6362	8907	0	0	0
非流动资产	77555	88836	98839	99047	95835
长期股权投资	639	1260	1260	1260	1260
固定资产	49398	63565	68900	76855	80227
在建工程	21869	18645	23645	15645	8645
无形资产	2514	3219	3352	3605	4021
其他长期资产	3135	2146	1681	1681	1681
资产总计	136240	152593	171257	199213	233677
流动负债	18977	28871	54507	72594	94079
短期借款	2159	5092	27448	37041	44132
应付及预收	16293	20771	27059	35553	49947
其他流动负债	525	3009	0	0	0
非流动负债	40304	45371	36341	36341	36341
长期借款	33631	36341	36341	36341	36341
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6673	9029	0	0	0
负债合计	59281	74242	90848	108935	130421
股本	35290	35153	35153	35153	35153
资本公积	39084	39019	39019	39019	39019
留存收益	1938	3223	5024	14399	26729
归属母公司股东权	76312	77395	79196	88571	100901
少数股东权益	804	866	1123	1616	2265
资产总计	136240	152593	171257	199213	233677

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	8096	10493	22404	23460	29666
净利润	2716	1638	2058	9868	12979
折旧摊销	5756	8095	9942	12342	14962
营运资金变动	-1511	-1460	8067	696	2765
其它	1135	2220	2336	553	-1041
投资活动现金流	-23754	-19594	-17888	-8991	-5908
资本支出	-21261	-18581	-18055	-9271	-6278
投资变动	-3740	-2045	167	280	370
其他	1247	1032	0	0	0
筹资活动现金流	35688	8779	8223	5787	2993
银行借款	23952	18383	22356	9593	7091
债券融资	-16602	-11507	-10877	0	0
股权融资	30753	0	0	0	0
其他	-2414	1903	-3256	-3806	-4098
现金净增加额	20030	-322	12739	20256	26751
期初现金余额	20465	40172	38867	51606	71862
期末现金余额	40494	39850	51606	71862	98613

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	9.0	32.1	41.5	39.3	37.2
营业利润增长	2.2	-58.7	-53.6	1,768.2	17.5
归属母公司净利润增长	8.9	-36.1	10.1	420.5	31.5
获利能力(%)					
毛利率	22.6	20.3	20.1	25.0	23.0
净利率	7.4	3.4	3.0	10.3	9.9
ROE	3.4	2.1	2.3	10.6	12.2
ROIC	4.0	3.7	4.6	11.4	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	43.5	48.7	53.1	54.7	55.8
净负债比率	-0.1	0.1	0.2	-	-0.2
流动比率	3.09	2.21	1.33	1.38	1.47
速动比率	2.87	1.97	1.18	1.24	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.42	0.52	0.61
应收账款周转率	6.42	6.57	6.08	6.08	6.08
存货周转率	7.94	7.20	7.16	7.16	7.16
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.05	0.05	0.27	0.35
每股经营现金流	0.23	0.30	0.64	0.67	0.84
每股净资产	2.16	2.20	2.25	2.52	2.87
估值比率					
P/E	46.3	63.8	72.6	13.9	10.6
P/B	1.6	1.3	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.6	9.3	9.6	5.5	3.9

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	36816	48624	68808	95816	131484
营业成本	28505	38755	54950	71874	101299
营业税金及附加	118	276	344	431	526
销售费用	998	1290	1823	2530	3458
管理费用	3877	4676	6743	9103	12359
财务费用	-187	1496	3088	3590	3799
资产减值损失	1212	1365	1584	307	704
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	187	167	280	370
营业利润	2308	954	442	8263	9708
营业外收入	904	1083	2050	3300	5500
营业外支出	36	23	42	21	28
利润总额	3176	2013	2450	11542	15180
所得税	460	375	392	1674	2201
净利润	2716	1638	2058	9868	12979
少数股东损益	154	2	257	493	649
归属母公司净利润	2562	1636	1801	9375	12330
EBITDA	9074	11722	14889	24221	28803
EPS(元)	0.07	0.05	0.05	0.27	0.35

广发证券电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：分析师，复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 王璐：研究助理，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：研究助理，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。
- 叶浩：研究助理，清华大学应用经济学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。
- 王帅：研究助理，上海交通大学机械与动力工程学院学士、安泰经济与管理学院硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。