

电子

2017年09月20日

# 京东方 A (000725)

——全球中小尺寸面板龙头，受益于 ASP 回升盈利大增——  
——A 股电子的公司模型和产业假设剖析系列三

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

市场数据：2017年09月19日

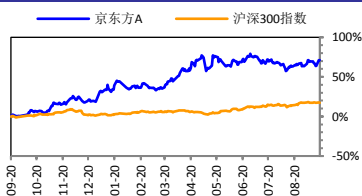
收盘价(元)	4.01
一年内最高/最低(元)	4.26/2.35
市净率	1.7
息率(分红/股价)	0.75
流通 A 股市值(百万元)	135781
上证指数/深证成指	3356.85/11083.90

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	2.33
资产负债率%	56.77
总股本/流通 A 股(百万)	34798/33860
流通 B 股/H 股(百万)	936/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐 170113》 2017/01/13  
《晨会推荐 161209》 2016/12/09

证券分析师

王谋 A0230517080003  
wangmou@swsresearch.com

联系人

王谋  
(8621)23297818×7321  
wangmou@swsresearch.com

投资要点：

- 在结束了 29 家海外电子公司营运和供应链剖析系列后，截止目前，我们已自上而下搭建起全球电子/半导体景气周期分析框架、全球海内外电子营运和估值的比较体系，自下而上搭建了基于财务的公司营运和治理分析框架，以及规范可跟踪的标的季度盈利预测体系。我们剩下的工作之一，便是将以上交叉的研究体系泛化至 A 股标的研究和覆盖，以建立下游的关键假设表。在接下来这个新的系列中，我们将向各位投资者分享 A 股各电子细分领域代表公司的业绩拆分和产业核心假设。和市场同行相比，我们的工作有 3 点特色值得投资者关注。见正文)
- 公司 1Q17~2Q17 净利润增长 2500% 以上，原因一是 2016 年为景气低点，二是 1H17 公司环比大幅改善。同样的，公司稼动率受益于产业景气好转上升，公司人均收入自 3Q16 以来改善明显，期间费用率随收入上升而下降。2Q17 公司毛利率小幅下滑，原因为 2Q17 下游智能手机、TV 库存较高以及出货延迟，供应链拉货动力短时间不足，稼动率环比下降。
- 我们对京东方 A 盈利的建模假设包括：假设 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口，供需环境健康(虽不如 4Q16~1Q17)；另外，我们亦基于 IDC 数据对 2017~2019 年 TFT-LCD 面板 ASP 进行预测等等。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。预计京东方 A 2017-2019 年收入为 970.7、1350.7 和 1479.3 亿元，归母净利润为 94.3、119.8 和 138.8 亿元，每股收益为 0.27、0.34 和 0.40 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 15x、12x 和 10x。参考 A 股可比的上市公司深天马 A、华映科技和华东科技，其 2018 年 PE 均值为 35.2x，PB 均值为 1.56x，从可比三家公司 2017~2018 年 PB 均值来看，京东方当前相对低估。考虑到京东方面板业务从全球供需角度来看，偏向于商品化市场，周期性较强，因此我们亦从产业和公司历史回溯角度来判断当前和未来估值。结合当前全球面板供需环境来看，2017 年为本轮面板景气起点，参考京东方历史 PB 估值区间(图 8)均值约为 1.4x，当前值为 1.8x 左右，已达 2010 年以来仅次于 2015 年牛市的高点，公司当前估值部分反映了当前产业供需景气。我们预计本轮景气将温和持续至 2018 年，面板价格降幅不大，供应链投产和备货情绪仍然较高，公司 PB 估值有望进一步提高至 1.8x~2.1x 之间，因此我们给予公司“增持”评级。
- 风险提示：全球 Capex 过度支出，ASP 下降过快；

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	68,896	44,605	97,072	135,072	147,925
同比增长率(%)	41.69	68.65	40.90	39.10	9.50
净利润(百万元)	1,883	4,303	9,428	11,979	13,878
同比增长率(%)	15.05	-	400.80	27.10	15.80
每股收益(元/股)	0.05	0.12	0.27	0.34	0.40
毛利率(%)	17.9	27.7	27.9	25.1	25.6
ROE(%)	2.4	5.3	10.7	12.0	12.2
市盈率	75		15	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

预计京东方 A 2017-2019 年收入为 970.7、1350.7 和 1479.3 亿元，归母净利润为 94.3、119.8 和 138.8 亿元，每股收益为 0.27、0.34 和 0.40 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 15x、12x 和 10x。

参考 A 股可比的上市公司深天马 A、华映科技和华东科技，其 2018 年 PE 均值为 35.2x，PB 均值为 1.56x。考虑到深天马 A 营收规模远小于京东方 A（2016 年深天马 A 营收 107 亿元，京东方 A 营收 689 亿元），受益于成长空间尚大，市场给予较高深天马 A 较高 PE 估值和 PB 估值，京东方作为全球中小尺寸面板龙头，其业绩受到全球面板供需环境影响较大，与成长性的深天马 A 可比性不强。从可比三家公司 2017~2018 年 PB 均值来看，京东方当前相对低估。

考虑到京东方面板业务从全球供需角度来看，偏向于商品化市场，周期性较强，因此我们亦从产业和公司历史回溯角度来判断当前和未来估值。结合当前全球面板供需环境来看，2017 年为本轮面板景气起点，参考京东方历史 PB 估值区间（图 8）均值约为 1.4x，当前值为 1.8x 左右，已达 2010 年以来仅次于 2015 年牛市的高点，公司当前估值部分反映了当前产业供需景气。我们预计本轮景气将温和持续至 2018 年，面板价格降幅不大，供应链投产和备货情绪仍然较高，公司 PB 估值有望进一步提高至 1.8x~2.1x 之间，因此我们给予公司“增持”评级。

### 关键假设点

我们假设 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口，供需环境健康（虽不如 4Q16~1Q17）；

我们假设 2017~2019 年 TFT-LCD 面板 ASP 为：见图 6、图 7；

我们假设 2017~2019 年公司 TFT-LCD 面板出货量（平方米）增速分别为 23%、38%和 5%，稼动率分别为 91.9%、89.8%和 88%，毛利率分别为 27.93%、20.75 和 18%。AMOLED 面板出货量（平方米）增速分别为 140%、1056%和 134%，稼动率（亦考虑到良率）分别为 23.2%、37.2%和 42%，毛利率为 42.06%、44.18%和 40%。

我们假设公司智慧系统业务和其他业务收入增速与 TFT-LCD 出货量增速同步，智慧健康业务收入增速为 6%、4%和 5%（在可预见的未来公司智慧健康业务动力匮乏），并假设 2017~2019 年智慧系统业务毛利率分别为 8.62%、8.61%和 8.58%，智慧健康业务毛利率分别为 55.46%、55.46%和 55.46%。

### 有别于大众的认识

我们对京东方 A 盈利的预测判断与市场大众相比，有以下区别：

1、基于丰富的海内外各领域的研究经验，以及对全球供应链景气的长期跟踪，我们对产业核心需求和趋势的假设和逻辑更值得参考。例如，我们充分参考和审慎考虑

了海外供应链友达、LGD 和群创光电的预计。

2、 产业和公司盈利预测基于详尽的全球数据，包括 IDC、Dramexchange、ihs 等，方便投资者进一步分析和判断。我们对京东方 A 面板收入的模型假设基于 IDC 中大尺寸面板价格预计，并参考了友达的内部核算模型，我们对面板类公司的有效建模是全市场唯一的。

3、 提供标的公司的季度盈利跟踪，便于投资者判断预期差。截止目前，我们能够提供京东方 A 市场唯一的季度盈利预测。

### 股价表现的催化剂

面板 ASP 价格维持，全球 Capex 理性；

### 核心假设风险

全球 Capex 过度支出，ASP 下降过快；

## 目录

---

<b>1. 京东方 A: 全球中小尺寸面板龙头, 受益于 ASP 回升盈利大增</b>	<b>6</b>
.....	
1.1 受益于下游景气复苏和新线投产, 公司盈利大幅改善.....	6
<b>2. 京东方 A 模型拆分和产业假设.....</b>	<b>8</b>
2.1 面板业务拆分和核心假设.....	8
2.2 其他业务拆分和核心假设.....	11
<b>3. 首次覆盖, 给予“增持”评级 .....</b>	<b>12</b>

## 图表目录

图 1: 京东方 A 自上市以来实际控制人为北京国有资本经营管理中心, 即北京国资委 .....	6
图 2: 1H17 京东方 A 收入结构, 百万元 .....	8
图 3: 1H17 京东方各事业部毛利率结构, % .....	8
图 4: 2Q16 为京东方业绩拐点 .....	8
图 5: 京东方 1H17 业绩受益于供需紧张大幅改善 .....	8
图 6: 2017~2018 年面板 ASP 预测, 美元/千平方米 .....	11
图 7: 2017~2018 年面板 ASP 环比预测 .....	11
图 8: 京东方 A PB Band .....	13
表 1: 京东方面板亮点产品规格明细 .....	7
表 2: 京东方 A 主要子公司业务、营收和利润规模 (2016 年) .....	7
表 3: 京东方 2017~2019 年产能 (千片) 整理和预测 .....	9
表 4: 京东方 2017~2019 年产能 (千平方米) 整理和预测 .....	10
表 5: 模型 ASP 预测计算过程所包含的面板产品 .....	10
表 6: 京东方 A 可比公司估值表 .....	12
表 7: 京东方 A 利润表 .....	13

# 1. 京东方 A: 全球中小尺寸面板龙头，受益于 ASP 回升盈利大增

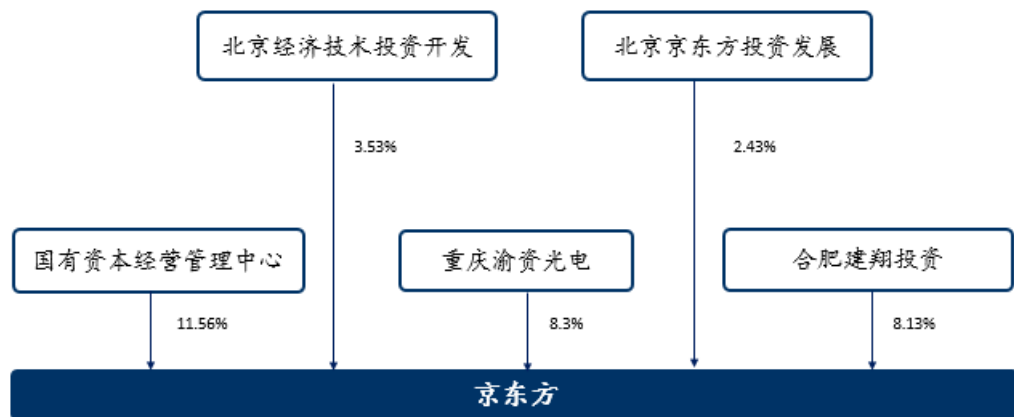
京东方科技集团股份有限公司（BOE）创立于 1993 年 4 月，主营业务为 TFT-LCD 液晶面板制造，截止 4Q16 公司智能手机、平板电脑、笔记本电脑面板市占率全球第一，显示器面板提升至全球第二，TV 面板保持全球第三。截止 2Q17，公司拥有 11 条半导体显示生产线（4 条在建），包括全球最高世代线（合肥 10.5 代线）以及第 6 代柔性 AMOLED 产线。

除 TFT-LCD 面板业务外，公司其他核心业务亦包括智慧系统和健康服务。其中智慧系统业务主要提供 TV 整机代工、新零售方案设计施工、车载显示方案设计和能源智能检测方案等产品和服务；健康服务则主要包括公司运营的 2 家综合医院即明德医院和合肥京东方数字医院（在建），以及提供健康园区的整体解决方案。

## 1.1 受益于下游景气复苏和新线投产，公司盈利大幅改善

自上市以来北方华创控股股东和实际控制人为北京国资委。1993 年 4 月在北京电子管厂的基础上，公司创始人和董事长王东升带领员工自筹资金进行股份制改造，创立北京东方电子集团股份有限公司，1994 年明确“进军液晶显示领域”的战略抉择，2003 年 1 月京东方收购韩国现代电子 TFT-LCD 资产，进入 TFT-LCD 领域，标志着京东方的 TFT-LCD 事业的战略布局正式全面启动。

图 1：京东方 A 自上市以来实际控制人为北京国有资本经营管理中心，即北京国资委



资料来源：招股说明书、2017 年中报、申万宏源研究

京东方主营业务和产品为 TFT-LCD 面板。截止 2Q17 公司核心业务事业群包括显示器件、智慧系统和健康服务。其中智慧系统业务主要提供 TV 整机代工、新零售方案设计施工、车载显示方案设计和能源智能检测方案等产品和服务；健康服务则主要包括公司运营的 2 家综合医院即明德医院和合肥京东方数字医院（在建），以及提供健康园区的整体解决方案。

公司 TFT-LCD 业务面对下游智能手机、平板电脑、IT 和 Monitor 等中小尺寸面板应用领域，亦提供 TV 所需大尺寸面板产品。一般而言，8.5 代线以下制程多对应中小尺寸面板生产，8.5 代线主要生产 32'至 55' TV 面板，10.5 代线主要面向 60'以上 TV 面板。截止 4Q16

公司在中小尺寸领域的面板出货量已为全球第一，大尺寸面板出货量亦有望在 2H18 超过群创光电居全球第二。

表 1: 京东方面板亮点产品规格明细

产品类别	产品细分	技术细节	分辨率	显示/触控技术
智能手机	5.5"FHD	403PPI、对比度 20000:1、色域 101%	1920x1080	AMOLED
	5.5"FHD	403PPI、0.7mm 超窄边框、色域 85%	1920x1080	LTPS TDDI
	6.0"QHD	491PPI、0.7mm 超窄边框、色域 94%	2560x1440	LTPS TDDI
	5.0"HD	294PPI、对比度 17000:1、色域 101%	1280x720	AMOLED
	5.2"FHD	423PPI、1.0mm 超窄边框、色域 85%	1920x1080	a-Si
平板电脑	6.95" SLOC	全球首发尺寸	-	Oncell Touch Sensor
	10.1" WUXGA TDDI	全球首款 10.1" WUXGA 内置 Touch	1920x1200	a-Si
	12.3" WUXGA (3:2)	色域 100% sRGB	1920x1280	a-Si
	12.6" WUXGA+ (3:2)	低功耗 (<1.03W)	2160x1440	a-Si
	10.1" UHD	PPI 436、全球首款 a-Si 工艺 10.1" 4K 产品	3840x2160	a-Si
笔记本	15.6" UHD	对比度 1500:1、色域 72% NTSC、Narrow border	3840x2160	a-Si
	12.5" UHD	对比度 1500:1、色域 100% Adobe、Narrow border	3840x2160	a-Si
	13.3" FHD	对比度 800:1、色域 72% NTSC	1920x1080	a-Si
显示器	21.5" FHD	色域 72% NTSC、3-Side Borderless	1920x1080	a-Si
	23.8" FHD Borderless	色域 72% NTSC、3-Side Borderless	1920x1080	a-Si
	23.8" QHD	色域 99% sRGB、3-Side Borderless	2560x1440	a-Si
	27" UHD	色域 72% NTSC	3840x2160	a-Si
	31.5" QHD	BM 5.5mm、高色域 99% sRGB	2560x1440	a-Si
电视	32"FHD	色域 98% sRGB、5mm 窄边设计	1920x1080	a-Si
	32"QHD	透过率 5%、极速曲面	2560x1440	a-Si
	40"WQHD	21:9 曲面	3440x1440	a-Si
	55"UHD	色域 99% sRGB、5mm 窄边设计	3840x2160	a-Si
	65" 8K	色域 99% NTSC	7680x4320	a-Si

资料来源：申万宏源研究

京东方 A 各地世代线一般设立子公司负责营运，结构较为清晰。目前，公司拥有 11 条半导体显示生产线（其中 4 条在建），包括北京第 5 代和第 8.5 代 TFT-LCD 生产线、成都第 4.5 代 TFT-LCD 生产线、合肥第 6 代 TFT-LCD 生产线和第 8.5 代 TFT-LCD 生产线、鄂尔多斯第 5.5 代 LTPS/AMOLED 生产线，以及重庆第 8.5 代 TFT-LCD 生产线等 7 条运营生产线，还有在建中的全球最高世代线——合肥第 10.5 代 TFT-LCD 生产线、成都第 6 代柔性 AMOLED 生产线、福州第 8.5 代 TFT-LCD 生产线以及绵阳第 6 代柔性 AMOLED 生产线。

表 2: 京东方 A 主要子公司业务、营收和利润规模 (2016 年)

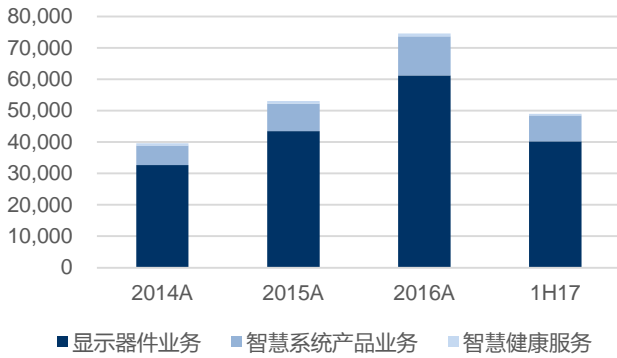
业务类型	子公司	所在地	持股比例	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)
8.5 代线	重庆京东方光电科技有限公司	重庆	81.8%	11880	786
6~10.5 代线	合肥鑫盛光电科技有限公司等	合肥	84.59%	11686	452
5、8.5 代线	北京京东方显示技术有限公司	北京	97.17%	15875	421
6 代线 OLED	成都京东方光电科技有限公司	成都	100%	2645	70

资料来源：申万宏源研究

注：其中成都子公司收入和净利润为 2014 年数据；

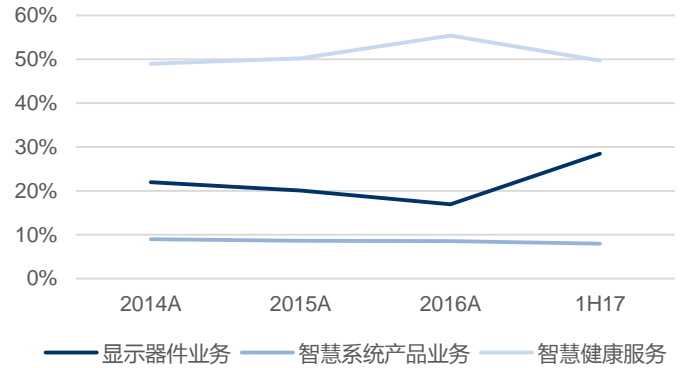
受益于 4Q16 电子下游景气复苏，公司面板毛利率大幅改善，公司陆续投产新线，营收成长迅速。1H17 公司面板业务收入约占比 82%，2015~2016 年面板收入增速分别为 33%、41%，受益于 4Q16 下游智能手机、PC 和 TV 整机需求回暖，公司面板业务毛利率大幅改善至 1H17 约 27.73%，公司盈利能力相较于 2015~2016 年大幅好转。

图 2：1H17 京东方 A 收入结构，百万元



资料来源：Wind，申万宏源研究

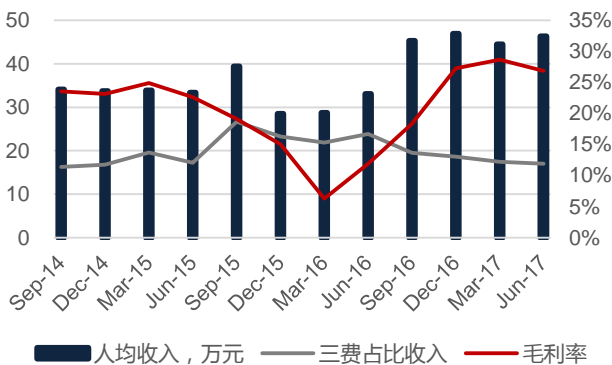
图 3：1H17 京东方各事业部毛利率结构，%



资料来源：Wind，申万宏源研究

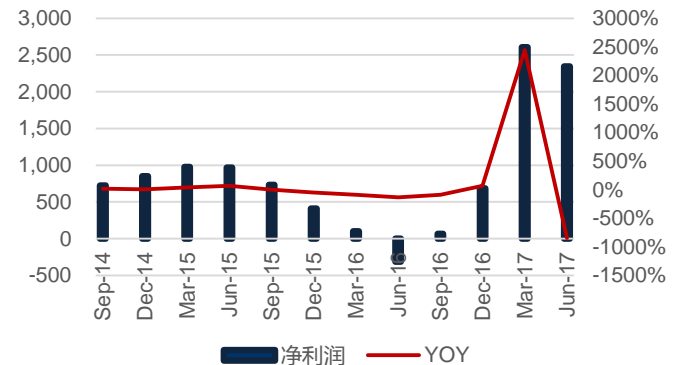
公司 1Q17~2Q17 净利润增长 2500% 以上，原因一是 2016 年为景气低点，二是 1H17 公司环比大幅改善。同样的，公司稼动率受益于产业景气好转上升，公司人均收入自 3Q16 以来改善明显，期间费用率随收入上升而下降。2Q17 公司毛利率小幅下滑，原因为 2Q17 下游智能手机、TV 库存较高以及出货延迟，供应链拉货动力短时间不足，稼动率环比下降。

图 4：2Q16 为京东方业绩拐点



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：京东方 1H17 业绩受益于供需紧张大幅改善



资料来源：Wind，申万宏源研究

## 2. 京东方 A 模型拆分和产业假设

### 2.1 面板业务拆分和核心假设

我们假设 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口，供需环境健康（虽不如 4Q16~1Q17），佐证包括：

1、2Q17 台湾友达业绩说明会认为：3Q17 在传统上是高产季度，公司预计厂商的价格调整将进入尾声，同时将会展开积极营销，出货将趋稳。公司预计 3Q17 大尺寸面板出货量



及 ASP 环比持平或略微上涨，中小尺寸面板出货量预计亦环比持平。公司认为虽然 2H17 电视面板虽有变数但是整体并不悲观，公司认为 2H17 产能增长在 3%左右，需求增长预计在 4~5%，包括智能手机在内的整体库存水平健康。公司认为目前为止看不到 2018 年产能有激进的增长，当前预计 2018 年供需健康。

2、2Q17 台湾群创光电业绩说明会认为：预计 3Q17 大尺寸面板出货量将环比增 2~5%，价格环比下滑 2~5%，中小尺寸面板出货量环比增 5~8%，价格环比上升 2~5%。公司认为，2017 年笔记本电脑出货需求强劲，1H17 与 2H17 需求较为平衡。公司认为 Q3~Q4 中小尺寸面板需求恢复，公司将小幅提升 Q3 均价。

3、2Q17 韩国大厂 LGD 业绩说明会认为：大 TV 面板总体需求供给格局未发生大的改变，TV 面板未来降价空间有限，即使 TV 市场仍旧低迷，价格回调也将相对温和。

在此假设下，我们主要通过预测 2017~2019 年京东方产能和价格趋势建立公司盈利预测模型。

通过公开信息和公司调研，我们将京东方现有产能以及未来产能爬升预计整理如下：

表 3：京东方 2017~2019 年产能（千片）整理和预测

地址	工厂代号	基板类型	世代	16A	17E				18E				17E	18E	19E
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
北京	B1	a-Si LCD	5	1080	180	180	180	180	180	180	180	180	720	720	720
成都	B2	a-Si LCD	4.5	540	135	135	135	135	135	135	135	135	540	540	540
合肥	B3	a-Si LCD	6	1080	270	270	270	270	270	270	270	270	1080	1080	1080
北京	B4	a-Si LCD	8.5	1479	420	420	420	420	420	420	420	420	1680	1680	1680
合肥	B5	a-Si LCD IGZO LCD	8.5	1044	360	360	360	360	360	360	360	360	1440	1440	1440
重庆	B8	a-Si LCD	8.5	1290	360	360	360	360	360	360	360	360	1440	1440	1440
福州	B10	a-Si LCD	8.5	1800	0	90	180	300	375	375	375	375	570	1500	1500
合肥	B9	a-Si LCD	10.5	0	0	0	0	60	150	240	330	360	60	1080	1440
鄂尔多斯	B6	LTPS LCD	5.5	0	180	180	180	180	180	180	180	180	720	720	720
鄂尔多斯	B6	rigid OLED	5.5	0	12	12	12	12	12	12	12	12	48	48	48
成都	B7	flexible OLED	6	576	0	0	0	36	72	108	144	144	36	468	576
绵阳	B11	flexible OLED	6	576	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	360

资料来源：申万宏源研究

由于不同尺寸、不同下游领域的面板价格变化较快，另外公司亦可灵活调整产品的尺寸、下游领域结构，因此以片为单位的供给 ASP 很难预测和跟踪。因此我们将以千片为单位的产能转换为以千平方米为单位的产能，以此建立京东方的盈利预测模型。合理性可参照台湾友达的披露方法，友达公布每季度公司出货面积数据（平方米）以及每平方米单价。经过转换的京东方产能整理如下：

表 4: 京东方 2017~2019 年产能 (千平方米) 整理和预测

地址	工厂代 号	基板类型	16A	17E				18E				17E	18E	19E	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
北京	B1	a-Si LCD	1544	257	257	257	257	257	257	257	257	257	1030	1030	1030
成都	B2	a-Si LCD	362	90	90	90	90	90	90	90	90	90	362	362	362
合肥	B3	a-Si LCD	2997	749	749	749	749	749	749	749	749	749	2997	2997	2997
北京	B4	a-Si LCD	8135	2310	2310	2310	2310	2310	2310	2310	2310	2310	9240	9240	9240
合肥	B5	a-Si LCD IGZO LCD	5742	1980	1980	1980	1980	1980	1980	1980	1980	1980	7920	7920	7920
重庆	B8	a-Si LCD	7095	1980	1980	1980	1980	1980	1980	1980	1980	1980	7920	7920	7920
福州	B10	a-Si LCD	0	0	495	990	1650	2063	2063	2063	2063	3135	8250	8250	
合肥	B9	a-Si LCD	0	0	0	0	545	1364	2182	3000	3273	545	9818	13091	
鄂尔多斯	B6	LTPS LCD	1404	351	351	351	351	351	351	351	351	1404	1404	1404	
鄂尔多斯	B6	rigid OLED	94	23	23	23	23	23	23	23	23	94	94	94	
成都	B7	flexible OLED	0	0	0	0	100	200	300	400	400	100	1299	1598	
绵阳	B11	flexible OLED	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	999	

资料来源: 申万宏源研究

我们以 IDC 中大尺寸面板 ASP 预测数据为基础计算每季度以千平方米为单位的 ASP 趋势。我们将所选面板的尺寸转换为平方米后加总与总价计算得出 ASP, 所选面板产品包括:

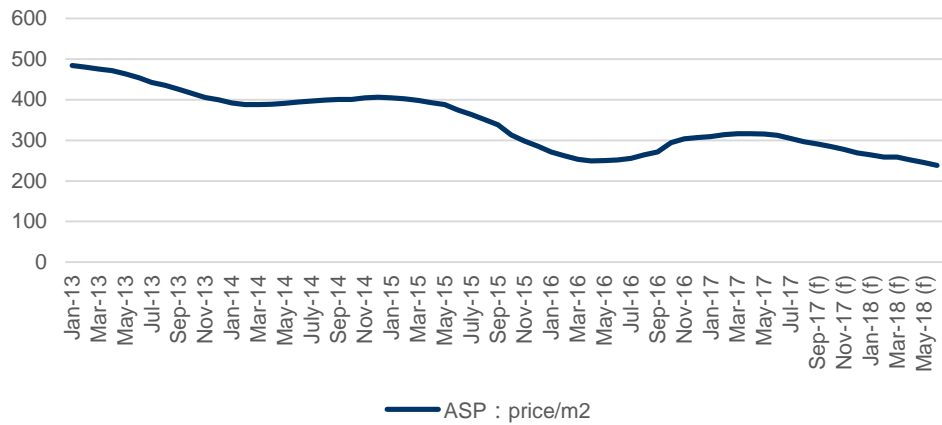
表 5: 模型 ASP 预测计算过程所包含的面板产品

Application	Size	Size m2	BackLight	Resolution	Frame Rate	Aspect
Notebook Panel	13.3"	0.0488	LED	1366x768	60Hz	16:9
Notebook Panel	15.6"	0.0671	LED	1366x768	60Hz	16:9
Notebook Panel	15.6"	0.0671	LED	1366x768	60Hz	16:9
Monitor Panel	21.5"	0.1274	LED	1920x1080	60Hz	16:9
Monitor Panel	23.8"	0.1562	LED	1920x1080	60Hz	16:9
LCD TV Panel	32"	0.2823	Open Cell	1366x768	60Hz	16:9
LCD TV Panel	40"	0.4411	Open Cell	1920x1080	60Hz	16:9
LCD TV Panel	43"	0.5097	Open Cell	3480x2160	60Hz	16:9
LCD TV Panel	49"	0.6619	Open Cell	3480x2160	60Hz	16:9
LCD TV Panel	55"	0.8339	Open Cell	3480x2160	60Hz	16:9
LCD TV Panel	65"	1.1647	Open Cell	3480x2160	60Hz	16:9

资料来源: IDC, 申万宏源研究

按照以上方法计算出未来 2017~2018 年 TFT-LCD 面板 ASP:

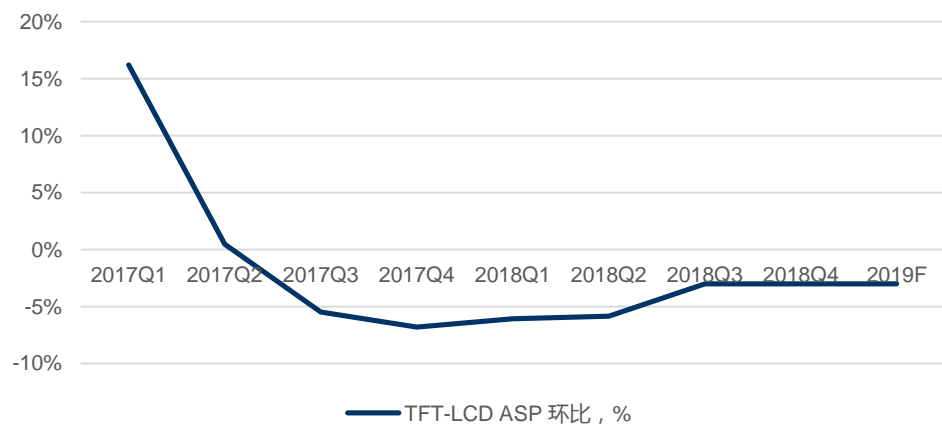
图 6: 2017~2018 年面板 ASP 预测, 美元/千平方米



资料来源: IDC, 申万宏源研究

考虑到 2019 年供大于需的概率较大, 因此我们假设 2019 年 TFT-LCD 面板 ASP 再降约 3%, 2017~2019 年 TFT-LCD 均价环比趋势预计为:

图 7: 2017~2018 年面板 ASP 环比预测



资料来源: IDC, 申万宏源研究

结合 ASP 变化趋势和季节性规律, 我们亦对公司 TFT-LCD 产线稼动率及毛利率进行估计。根据同样的逻辑和方法, 我们对 AMOLED 面板产线进行以上计算和预测, 在以上基础上, 我们认为 2017~2019 年公司 TFT-LCD 面板出货量(平方米)增速分别为 23%、38%和 5%, 稼动率分别为 91.9%、89.8%和 88%, 毛利率分别为 27.93%、20.75 和 18%。AMOLED 面板出货量(平方米)增速分别为 140%、1056%和 134%, 稼动率(亦考虑到良率)分别为 23.2%、37.2%和 42%, 毛利率为 42.06%、44.18%和 40%。

## 2.2 其他业务拆分和核心假设

我们假设公司智慧系统业务和其他业务收入增速与 TFT-LCD 出货量增速同步, 智慧健康业务收入增速为 6%、4%和 5% (在可预见的未来公司智慧健康业务动力匮乏), 并假设 2017~2019 年智慧系统业务毛利率分别为 8.62%、8.61%和 8.58%, 智慧健康业务毛利率分别为 55.46%、55.46%和 55.46%。

### 3. 首次覆盖，给予“增持”评级

预计京东方 A 2017-2019 年收入为 970.7、1350.7 和 1479.3 亿元，归母净利润为 94.3、119.8 和 138.8 亿元，每股收益为 0.27、0.34 和 0.40 元，当前股价对应 2017-2019 年 PE 为 15x、12x 和 10x。

参考 A 股可比的上市公司深天马 A、华映科技和华东科技，其 2018 年 PE 均值为 35.2x，PB 均值为 1.56x。考虑到深天马 A 营收规模远小于京东方 A（2016 年深天马 A 营收 107 亿元，京东方 A 营收 689 亿元），受益于成长空间尚大，市场给予较高深天马 A 较高 PE 估值和 PB 估值，京东方作为全球中小尺寸面板龙头，其业绩受到全球面板供需环境影响较大，与成长性的深天马 A 可比性不强。从可比三家公司 2017~2018 年 PB 均值来看，京东方当前估值相对低估。

考虑到京东方面板业务从全球供需角度来看，偏向于商品化市场，周期性较强，因此我们亦从产业和公司历史回溯角度来判断当前和未来估值。结合当前全球面板供需环境来看，2017 年为本轮面板景气起点，参考京东方历史 PB 估值区间（图 8）均值约为 1.4x，当前值为 1.8x 左右，已达 2010 年以来仅次于 2015 年牛市的高点，公司当前估值部分反映了当前产业供需景气。我们预计本轮景气将温和持续至 2018 年，面板价格降幅不大，供应链投产和备货情绪仍然较高，公司 PB 估值有望进一步提高至 1.8x~2.1x 之间，因此我们给予公司“增持”评级。

表 6：京东方 A 可比公司估值表

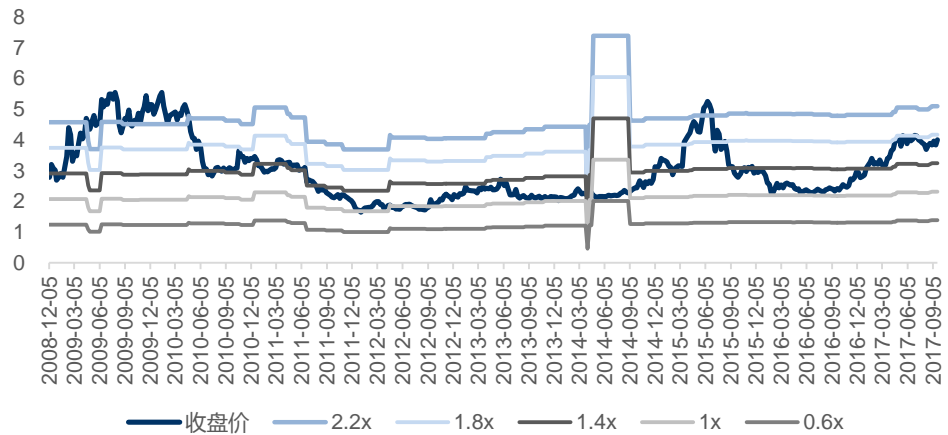
代码	简称	股价	市值 (亿元)	EPS LTM	EPS			PE			EPS Growth			PB		
					17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
000050	深天马 A	23.2	325	0.41	0.67	0.96	1.18	34.7	24.1	19.6	65%	44%	23%	2.6	2.4	2.1
000727	华东科技	2.84	129	0.01	0.03	0.08	0.09	85.3	34.8	30.3	540%	145%	15%	1.2	1.1	1.1
000536	华映科技	5.77	160	0.39	0.09	0.12	0.19	65.1	46.7	31.1	-77%	40%	50%	1.2	1.2	1.1
	均值			0.27	0.26	0.39	0.49	61.69	35.21	27.00	-1%	48%	25%	1.66	1.56	1.45
000725	京东方 A	3.97	1,381	0.05	0.33	0.42	0.62	12.0	9.5	6.4	511%	27%	48%	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：京东方 A 盈利预测来源于申万宏源，其他公司来源于 Wind；

注：基准日期为 2017 年 9 月 19 日；

图 8: 京东方 A PB Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 7: 京东方 A 利润表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	36816	48624	68896	97072	135072	147925
营业总成本	34509	47670	68390	85744	120019	130048
营业成本	28505	38755	56586	69959	101134	110092
营业税金及附加	118	276	459	765	1216	1331
销售费用	998	1290	1984	2668	3712	4065
管理费用	3877	4676	5618	6480	7666	7655
财务费用	(187)	1496	2299	3113	4332	4744
资产减值损失	1212	1365	1594	2800	2000	2200
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
投资收益	13	187	151	40	40	40
其他收益				500	500	500
三、营业利润	2308	954	505	11828	15553	18377
营业外收入	904	1083	2086	200	200	200
营业外支出	36	23	79	50	50	50
四、利润总额	3176	2013	2512	11978	15703	18527
所得税	460	375	467	2230	2923	3449
五、净利润	2716	1638	2045	9748	12780	15078
少数股东损益	154	2	163	320	800	1200
归属于母公司所有者的净利润	2562	1636	1883	9428	11979	13878

资料来源: 申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	63,757	91,042	117,963	158,518	196,110
现金及等价物	38,867	58,153	79,137	107,832	143,186
应收款项	9,569	19,298	24,920	33,351	35,672
存货净额	6,609	7,833	8,148	11,577	11,494
其他流动资产	8,712	5,758	5,758	5,758	5,758
长期投资	1,714	1,979	1,979	1,979	1,979
固定资产	82,211	102,956	99,793	95,129	88,966
无形资产及其他资产	4,911	9,159	9,079	9,000	8,920
资产总计	152,593	205,135	228,813	264,626	295,975
流动负债	28,871	41,440	41,826	51,316	54,042
短期借款	7,376	8,601	4,917	4,917	4,917
应付款项	11,906	17,234	21,304	30,794	33,520
其它流动负债	377	533	533	533	533
非流动负债	45,371	71,679	85,223	98,767	112,311
负债合计	74,242	113,119	127,049	150,083	166,353
股本	35,153	35,153	35,153	35,153	35,153
资本公积	39,019	38,717	38,717	38,717	38,717
盈余公积	592	743	1,499	2,459	3,571
未分配利润	2,631	4,011	12,683	23,703	36,468
少数股东权益	866	13,316	13,636	14,436	15,636
股东权益	78,351	92,016	101,764	114,543	129,621
负债和股东权益合计	152,593	205,135	228,813	264,626	295,975

资料来源：申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,638	2,045	9,748	12,779	15,078
加：折旧摊销减值	9,460	11,968	8,543	9,243	10,943
财务费用	980	3,055	3,113	4,332	4,744
非经营损失	-133	-176	-540	-540	-540
营运资本变动	-1,027	-5,709	-4,666	-4,371	-1,710
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	10,493	10,073	16,198	21,444	28,514
资本开支	18,581	30,488	2,500	2,500	2,500
其它投资现金流	-1,640	2,839	540	540	540
投资活动现金流	-19,594	-24,495	-1,960	-1,960	-1,960
吸收投资	0	4,500	0	0	0
负债净变化	6,876	22,818	9,860	13,544	13,544
支付股利、利息	1,575	2,274	3,113	4,332	4,744
其它融资现金流	2,511	1,115	0	0	0
融资活动现金流	8,129	26,141	6,747	9,212	8,800
净现金流	-322	13,172	20,984	28,695	35,354

资料来源：申万宏源研究

### 重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.05	0.27	0.34	0.40
每股经营现金流	0.30	0.29	0.47	0.62	0.82

每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	2.23	2.26	2.53	2.88	3.28
关键运营指标(%)					
ROIC	2.0	1.9	10.9	14.9	18.3
ROE	2.1	2.4	10.7	12.0	12.2
毛利率	20.3	17.9	27.9	25.1	25.6
EBITDA Margin	21.3	18.9	20.8	19.7	21.2
EBIT Margin	4.7	3.9	14.8	14.3	15.3
收入同比增长	32.1	41.7	40.9	39.1	9.5
净利润同比增长	-36.1	15.1	400.8	27.1	15.8
资产负债率	48.7	55.1	55.5	56.7	56.2
净资产周转率	0.63	0.88	1.10	1.35	1.30
总资产周转率	0.32	0.34	0.42	0.51	0.50
有效税率	20.5	19.8	19.5	19.3	19.2
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	85.3	74.1	14.8	11.6	10.1
P/B	1.8	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/Sale	3.2	2.5	1.7	1.1	0.9
EV/EBITDA	14.8	13.3	8.1	5.6	4.1

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。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。