

公司研究/深度研究

2017年10月17日

电子元器件/光学光电子 II

投资评级: 买入 (维持评级)

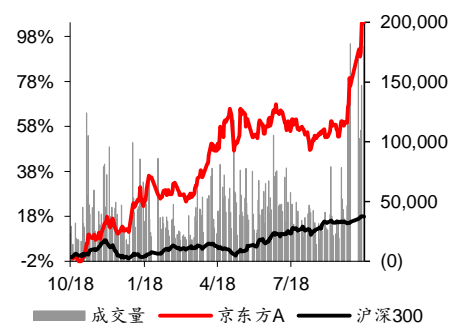
当前价格(元): 5.11  
合理价格区间(元): 5.6-6.2

张驩 执业证书编号: S0570515060001  
研究员 Q21-28972073  
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1《京东方 A(000725,买入): Q3 业绩超预期, OLED 进度超预期》2017.09
- 2《京东方 A(000725,买入): 以 LCD 王者之名践物联网领军之志》2017.08
- 3《京东方 A(000725,买入): 大鹏一日同风起, 扶摇直上九万里》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

# 在 8.5G 红利释放期迎戴维斯双击

## 京东方 A(000725)

### 周期属性减弱, 成长属性增强, 有望迎来戴维斯双击

近期京东方股价走强引起市场对于 LCD 行业的关注, 但是 15 年面板价格的大幅下滑的行情仍然历历在目, 也成为市场对于京东方长期盈利能力的最大担忧。基于对 LCD 行业数据的梳理, 我们认为, LCD 行业仍处于 8.5 代线的红利释放阶段, 在更高世代线大规模投入进而降低 55 寸、65 寸及以上大尺寸面板的成本之前, 当前产能格局对应的经济切割尺寸的产品价格的稳定性强。因此, 京东方盈利能力的周期属性减弱, OLED、物联网等新兴业务所赋予的成长属性增强, 有望迎来戴维斯双击。

### LCD 产能存量, 8.5 代、10 代线投入的边际影响在下降

15Q1-16Q1 期间 LCD 价格大跌主要是由于国内 3 条 8.5 代线集中投产, 相比之下, 当前 LCD 存量产能已有大幅提高, 少量高世代线的投入对供给的边际冲击在削弱。根据我们计算, 17Q4、18Q4 全球 LCD 单季产出将分别同比增长 5.69%, 12.24%, 在 16Q4-18Q4 期间, 全球产出的季度复合增长率为 2.16%, 8.5 代线及以上的季度复合增长率为 3.66%。不论是从单季环比还是季度复合增长率而言, 相比于 07Q3 至 17Q2 期间全球产出单季平均增长 4.29% 而言, 产能增速并没有出现明显拐点。

### 电视销售周期对价格的影响有限, 但尺寸上涨仍将长期推动需求增长

从长时间来看, 电视销售在一年的周期内呈现出明显的淡旺季变化, 而 LCD 价格的季节性并不明显。因此我们在对于 8.5 代线红利阶段判断的基础上, 认为面板价格的稳定性在增强。LCD 在电视应用中的发展历程是通过更高世代线的投入降低更大尺寸产品的价格, 推动消费需求增长, 消化 LCD 产能增长。根据我们测算, 电视尺寸在 13Q1 至 17Q3 呈现较为稳定的上涨趋势, 季度涨幅的回归结果约为 0.29 寸, 所造成的季度产能收缩超过 1.5%。

### 公司毛利率水平与公开价格数据相关性强, 受益 8.5 代线红利释放

由 14Q1 至 17Q2 公司毛利率水平与 WitsView 所公布的季度 32 寸面板价格数据的相关性可见, 公司的产品价格与公开价格数据的一致性, 价格走势对公司盈利能力的影响具有时效性。基于此前对于 LCD 供需情况的分析以及 8.5 代线红利期的判断, LCD 在更高世代线大规模投入前, 难现 15 年价格快速下跌态势, 稳定性增强, 公司业绩的周期性减弱。公司预告 Q3 单季实现归母净利润 18.97 亿-21.2 亿元, 同比增长 188.8%-222.6%, 在 Q3 面板价格仍有小幅下滑的背景下, 仍环比增长 0.39%-12.16%。

### OLED、物联网等新兴业务所赋予的成长属性增强, 重申买入评级

基于 OLED 进度超预期及长期的物联网投入, 我们看好公司在 8.5 代线红利期迎来戴维斯双击行情, 在此前报告基础上对于面板价格和汇率数据进行更新, 预计 17-19 年利润为 86.1 亿、109.4 亿、155.4 亿元, 参考行业 500 亿元以上市值公司 18 年平均 24 倍 PE, 结合公司约 1700 亿市值体量, 给予 18 年 18-20 倍 PE, 上调目标价至 5.6-6.2 元, 维持买入评级。

风险提示: 公司新产能投产日期慢于预期, 新兴显示技术的替代性冲击。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	48,624	68,896	82,775	114,759	149,235
+/-%	32.07	41.69	20.14	38.64	30.04
归属母公司净利润 (百万元)	1,636	1,883	8,607	10,941	15,537
+/-%	(36.14)	15.05	357.19	27.12	42.00
EPS (元, 最新摊薄)	0.05	0.05	0.24	0.31	0.44
PE (倍)	84.22	73.20	16.01	12.59	8.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	34,798
流通 A 股 (百万股)	33,860
52 周内股价区间 (元)	2.47-5.11
总市值 (百万元)	177,820
总资产 (百万元)	225,472
每股净资产 (元)	2.35

资料来源: 公司公告

## 正文目录

LCD 面板仍处于 8.5 代线红利释放阶段，盈利能力趋于稳定 .....	4
07Q3 至 17Q2 全球 LCD 产出单季平均增长 4.29%.....	4
经济切割尺寸的 LCD 面板难现 15 年大规模跌价行情 .....	5
15 年全球 8.5 代线产能增长近 20%，高世代线的经济切割红利也是 32 寸跌价重要原因 .....	5
LCD 面板的成本长期处于下降通道，高世代线的投入是重要推动力 .....	5
LCD 产能存量较大，8.5 代、10 代线投入的边际影响在下降 .....	7
扩产集中在大陆大厂，本土厂商的议价能力和产能调配自由度提升 .....	7
电视销售周期对价格的影响有限，但尺寸上涨仍将长期推动需求增长 .....	8
电视销售周期波动明显，LCD 价格呈现趋势性变化.....	8
电视尺寸上涨仍将长期推动需求增长 .....	9
京东方盈利能力趋稳，正迎来戴维斯双击，重申推荐.....	11
LCD 业务周期属性减弱 .....	11
公司毛利率水平与公开价格数据相关性强，受益 8.5 代线红利释放.....	11
十月上旬 LCD 价格数据企稳 .....	11
OLED、物联网等新战略方向增强公司成长属性 .....	12
成都柔性 OLED 将于 10 月起量产，进度超市场预期，恰逢全面屏浪潮.....	12
践行 DSH 战略，志在全球物联网领军企业 .....	13
盈利预测与投资建议 .....	14
风险提示.....	15
PE/PB - Bands .....	15

## 图表目录

图表 1: 各世代线的玻璃基板尺寸数据 .....	4
图表 2: 截至 2017Q2 全球 LCD 总产出面积为 5324.3 万平米 .....	4
图表 3: 8.5 代线占总产能的比例超过一半, 达到 58.08% .....	4
图表 4: 15 年全球新增 8.5 代线产能 .....	5
图表 5: 15Q1 至 16Q1 期间 32 寸 LCD 面板价格一度由 94 美金跌至 54 美金 .....	5
图表 6: 17Q2 42 寸 LCD 成本构成 .....	6
图表 7: 17Q2 42 寸 LCD 物料成本的构成 .....	6
图表 8: 14Q1 至 17Q3 期间 42 寸、55 寸 LCD 平均成本降幅达到 34.58%、40.26% .....	6
图表 9: 10.5 代线切割 65、75 寸面板对玻璃基板的利用率有所提升 .....	6
图表 10: 17 年全球新增规划产能 .....	7
图表 11: 18 年全球新增规划产能 .....	7
图表 12: 17Q4、18Q4 全球 LCD 单季产出将分别同比增长 5.69%、12.24% .....	7
图表 13: 12Q1-17Q2 中国大陆的 LCD 产出面积增长 508.6% .....	8
图表 14: 12Q1-17Q2 大陆 LCD 产出占全球份额由 6.23% 提升至 26.8% .....	8
图表 15: 电视目前仍是 LCD 产业最大的下游应用市场 .....	8
图表 16: 电视销售周期对价格的影响有限 .....	8
图表 17: 2013Q1 至 2017Q3 期间, 55 寸以上电视出货占比快速提升 .....	9
图表 18: 13Q1 至 17Q3 全球电视尺寸季度涨幅的回归结果为 0.29 寸 .....	9
图表 19: 面板尺寸增长造成的产能相对收缩 .....	10
图表 20: 京东方的毛利率水平与 32 寸价格波动同步 .....	11
图表 21: 10 月上旬 32 寸价格企稳的态势下, 43 寸、55 寸的下跌空间有限 .....	11
图表 22: 京东方 16 年发布了厚度仅 0.23mm 的 AMOLED 显示屏 .....	12
图表 23: 京东方 0.23mm AMOLED 显示屏示意图 .....	12
图表 24: 京东方 19 年将拥有仅次于三星显示器的中小尺寸 OLED 产能 .....	12
图表 25: X 射线医学检查的原理示意图 .....	13
图表 26: 平板探测器有效减少曝光时间、加快图像读取 .....	13
图表 27: 主营 LCD 业务 17 年营收预测变更情况 (单片 32 寸价格按照平均 69 美金, 汇率按 6.5 计算) ...	14
图表 28: 公司主营业务收入预测情况 (单位: 百万元) .....	14
图表 29: 可比公司盈利预测与估值 .....	15
图表 30: 京东方 A 历史 PE-Bands .....	15
图表 31: 京东方 A 历史 PB-Bands .....	15

## LCD 面板仍处于 8.5 代线红利释放阶段，盈利能力趋于稳定

近期京东方股价走强引起市场对于 LCD 行业的关注，但是 15 年面板价格的大幅下滑的行情仍然历历在目，也成为市场对于京东方长期盈利能力的最大担忧。基于以下对 LCD 行业数据的梳理，我们认为，LCD 面板行业仍处于 8.5 代线的红利释放阶段，在更高世代线大规模投入进而降低 55 寸、65 寸及以上大尺寸面板的成本之前，当前产能格局对应的经济切割尺寸的产品价格的稳定性强。因此，京东方盈利能力的周期属性减弱，OLED、物联网等新兴业务所赋予的成长属性增强，有望在新产能、新产品逐步投入的过程中迎来戴维斯双击。

### 07Q3 至 17Q2 全球 LCD 产出单季平均增长 4.29%

LCD 产线按照玻璃基板的尺寸大小可以划分为不同世代的产线，通常将 6 代及以上适宜切割大尺寸电视面板的产线称为高世代线。回顾 LCD 产业的发展历程可见，在日本率先将 LCD 应用于手表、计算器、笔记本电脑等从而打开 LCD 商业化空间之后，LCD 工业的技术进步和产品创新一直都离不开对更高、更先进产线的投资，进而通过 LCD 产品性价比的提升创造需求，使得其应用范围包括电脑、电视、手机、平板电脑、公共显示屏等。

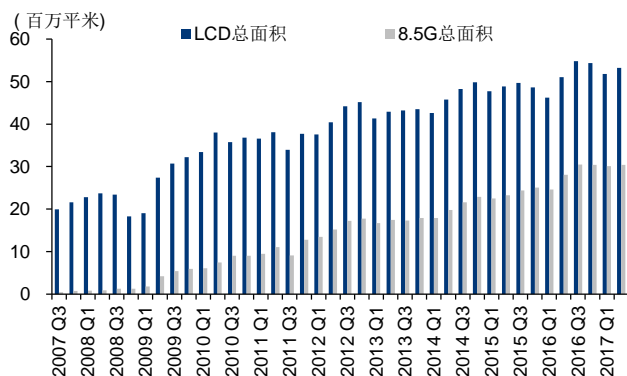
图表1：各世代线的玻璃基板尺寸数据

世代数	长/mm	宽/mm	长/英寸	宽/英寸	对角线/英寸
1	400	320	15.7	12.6	20.2
2	470	370	18.5	14.6	23.5
3	650	550	25.6	21.7	33.5
4	880	680	34.6	26.8	43.8
4.5	920	730	36.2	28.7	46.2
5	1300	1100	51.2	43.3	67.0
5.5	1300	1500	51.2	59.1	78.1
6	1850	1500	72.8	59.1	93.8
7	2200	1870	86.6	73.6	113.7
8	2460	2160	96.9	85.0	128.9
8.5	2500	2200	98.4	86.6	131.1
10	3130	2880	123.2	113.4	167.5
10.5	3370	2940	132.7	115.7	176.1

资料来源：中华液晶网，华泰证券研究所

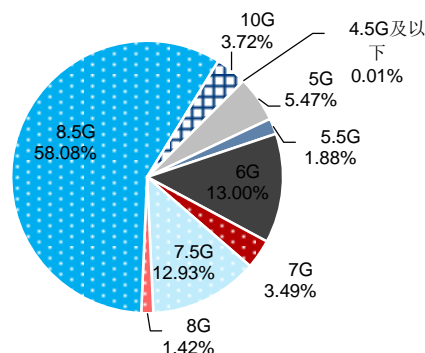
根据 WitsView 数据，17Q2 全球 LCD 产出为 5324.3 万平米，较 07Q3 增长 3331.3 万平米，季度复合增长率为 2.55%，平均单季增长率为 4.29%。其中，8.5 代线的单季总产出已经达到 3036.82 万平米，占总产能的比例超过一半，达到 58.08%。此外，6G、7G、7.5G、8G、10G 的面积占比分别为 13%、3.49%、12.93%、1.42%、3.72%，故全球高世代线产出的合计占比为 90.98%。

图表2：截至 2017Q2 全球 LCD 总产出面积为 5324.3 万平米



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表3：8.5 代线占总产能的比例超过一半，达到 58.08%



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

## 经济切割尺寸的 LCD 面板难现 15 年大规模跌价行情

### 15 年全球 8.5 代线产能增长近 20%，高世代线的经济切割红利也是 32 寸跌价重要原因

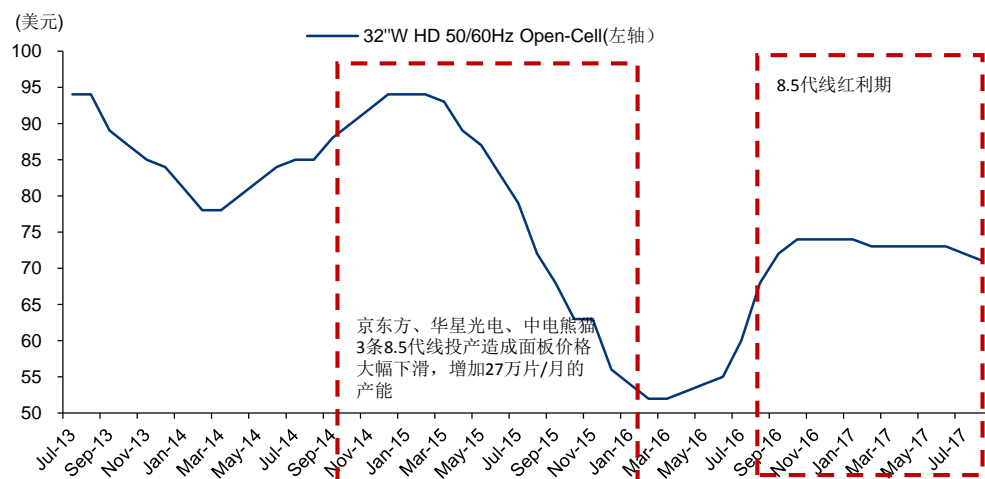
15Q1 至 16Q1 期间 LCD 面板价格的大幅下滑仍让市场心有余悸，32 寸面板价格一度由 94 美金跌至 54 美金，跌幅 42.5%。当时主要是由于京东方、华星光电、中电熊猫 3 条 8.5 代线在 15Q1 集中投产所致，造成单月新增约 27 万片 8.5 代玻璃基板的产能，满产对应新增产能 148.5 万平米/月，相当于 14Q4 全球 LCD 总产出的 8.9%，8.5 代线总产出的 19.45%。

图表4：15 年全球新增 8.5 代线产能

新增产线	计划产能	投产时间
京东方重庆 8.5 代线	9 万片/月	15Q1
华星光电 8.5 代线	12 万片/月	15Q1
中电熊猫 8.5 代线	6 万片/月	15Q1

资料来源：ZOL，华泰证券研究所

图表5：15Q1 至 16Q1 期间 32 寸 LCD 面板价格一度由 94 美金跌至 54 美金



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

我们认为，尽管新增产能的集中释放是造成面板价格大幅下跌、面板企业大面积亏损的重要原因，但是 8.5 代线作为最适宜切割 32、43、55 寸面板的高世代线，产能大幅提升近 20% 自然会大幅降低相应尺寸面板的成本，改善电视面板行业的产能配置格局，如前所述 17Q2 8.5 代线占总产能的比例已经超过 58%，行业目前仍处于 8.5 代线红利期。因此高世代线的经济切割红利同样是造成 LCD 面板价格下滑的重要原因，也是促使诸多不能实现中、大尺寸经济切割的低世代产线退出的主要动力。

### LCD 面板的成本长期出于下降通道，高世代线的投入是重要推动力

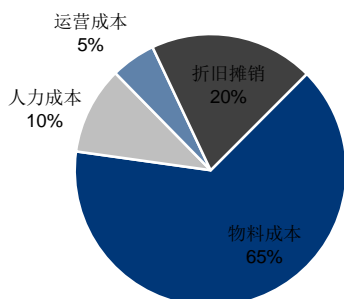
物料成本、人力成本、运营成本、折旧摊销是 LCD 成本的主要构成，根据 WitsView17 年二季度数据，对于 42 寸 LCD 而言，物料成本占 65%，折旧摊销占 20%，而在物料成本中彩膜、偏光片、玻璃基板分别占到 30%、22%、16%。

由 LCD 产业在日本、韩国、台湾、大陆兴起的先后历程可见，LCD 同样是一个规模效应显著、具有后发优势的产业，更高世代线、跟先进设备的投入驱动 LCD 成本长期下降，进而不断创造新的应用市场。



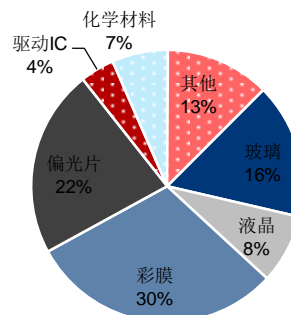
根据 WitsView 数据，14Q1 至 17Q3 期间 42 寸、55 寸 LCD 平均成本由 122.9、253.3 美金分别降至 80.4 美金、151.3 美金，降幅达到 34.58%、40.26%，平均单季降幅分别为 2.98%、3.6%，在 15Q4 至 16Q1 大陆三条 8.5 代线产能集中释放的阶段，42 寸、55 寸价格出现明显下降，单季降幅分别为 5.06%、9.09%，印证如前所说的 8.5 代线红利。

图表6： 17Q2 42 寸 LCD 成本构成



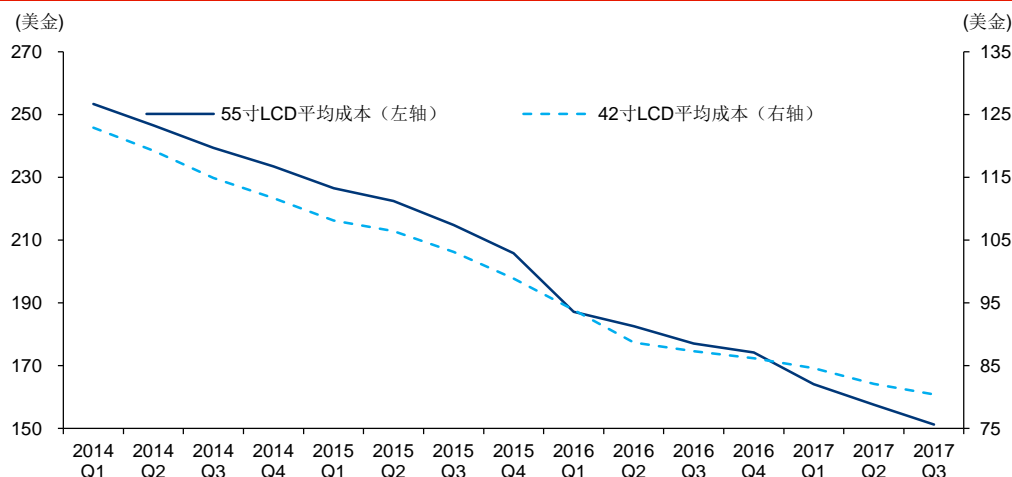
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表7： 17Q2 42 寸 LCD 物料成本的构成



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表8： 14Q1 至 17Q3 期间 42 寸、55 寸 LCD 平均成本降幅达到 34.58%、40.26%



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

根据我们计算，对于 8.5 代线而言，32 寸、43 寸、55 寸均是可实现经济切割的主流尺寸，对于单块玻璃基板的利用率分别为 92.39%、92.68%、90.97%，而对于更大的 65 寸、75 寸面板，10.5 代线的经济性凸显，单块 10.5 代线玻璃基板可切割 8 片 65 寸、6 片 75 寸，玻璃基板的利用率进一步提升，均接近 94%。由此可见，未来 10.5 代线的投入有望进一步降低 65、75 寸等 LCD 产品的成本及价格。

图表9： 10.5 代线切割 65、75 寸面板对玻璃基板的利用率有所提升

面板尺寸	长/英寸	宽/英寸	切割方式	玻璃基板利用率
32	27.9	15.7	8.5 代线 3x6	92.39%
43	37.5	21.1	8.5 代线 2x5	92.68%
55	47.9	27.0	8.5 代线 2x3	90.97%
65	56.7	31.9	10.5 代线 2x4	94.05%
75	65.4	36.8	10.5 代线 2x3	93.91%

资料来源：华泰证券研究所

**LCD 产能存量，8.5代、10代线投入的边际影响在下降**

由17-18年有明确建设期规划、产能规划的LCD产线项目可见，17年全球确定新增群创、惠科、京东方3条8.5代线，18年全球确定新增京东方10.5代线、CEC咸阳8.6代线及中电熊猫成都8.6代线。

**图表10：17年全球新增规划产能**

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：中华液晶网，华泰证券研究所

**图表11：18年全球新增规划产能**

新增产线	计划产能	预计投产时间
京东方合肥10.5代线	12万片/月	18Q1
CEC咸阳8.6代线	12万片/月	18Q1
中电熊猫成都8.6代线	12万片/月	18Q3

资料来源：中华液晶网，华泰证券研究所

如果考虑规划产线均在一年内完成线性的产能爬坡，则17Q4、18Q4全球LCD单季产出将分别达到5745、6449万平方米，同比增长5.69%、12.24%，在16Q4至18Q4期间，全球产出的季度复合增长率为2.16%，高世代线产出的季度复合增长率为2.33%，8.5代线及以上的季度复合增长率为3.66%。不论是从单季环比还是季度复合增长率而言，相比于07Q3至17Q2期间全球产出单季平均增长4.29%而言，产能增速并没有出现明显拐点。

**图表12：17Q4、18Q4全球LCD单季产出将分别同比增长5.69%，12.24%**

	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	.....
京东方福州8.5代线新增			49.50	49.50	49.50	49.50				
惠科8.6代线新增		24.75	24.75	24.75	24.75					
群创新竹8.6代线新增	20.63	20.63	20.63	20.63						
京东方合肥10.5代线新增						89.17	89.17	89.17	89.17	
CEC咸阳8.6代线新增						49.50	49.50	49.50	49.50	
中电熊猫成都8.6代线新增								49.50	49.50	49.50
全球LCD单季产出	5436.07	5481.45	5576.32	5671.20	5745.45	<b>5933.62</b>	6072.29	6260.46	6448.63	.....
环比增长		0.83%	1.73%	1.70%	1.31%	<b>3.28%</b>	2.34%	3.10%	3.01%	.....
全球高世代线单季产出	5009.66	5055.04	5149.91	5244.79	5319.04	<b>5507.21</b>	5645.88	5834.05	6022.22	.....
环比增长		0.91%	1.88%	1.84%	1.42%	<b>3.54%</b>	2.52%	3.33%	3.23%	.....
全球8.5代线及以上单季产出	3041.06	3086.43	3181.31	3276.18	3350.43	<b>3538.60</b>	3677.27	3865.44	4053.61	.....
环比增长		1.49%	3.07%	2.98%	2.27%	<b>5.62%</b>	3.92%	5.12%	4.87%	.....

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由以上数据可见，尽管在18Q1京东方福州8.5代线爬坡逐步到位，合肥10.5代线投产以及CEC咸阳8.6代线投产会对供给端造成相对较大的影响，全球产出单季环比增长约3.3%，高世代线单季环比增长约3.5%，但由于LCD当前存量产能较15年已经有了明显提高，少量高世代线的投入对供给的边际冲击在削弱。

我们认为，高世代线对产能配置的优化仍将持续，低世代线的退出趋势短期不会终止，而基于经济切割红利的价格下滑对于面板厂商的盈利能力并不会造成大的冲击。

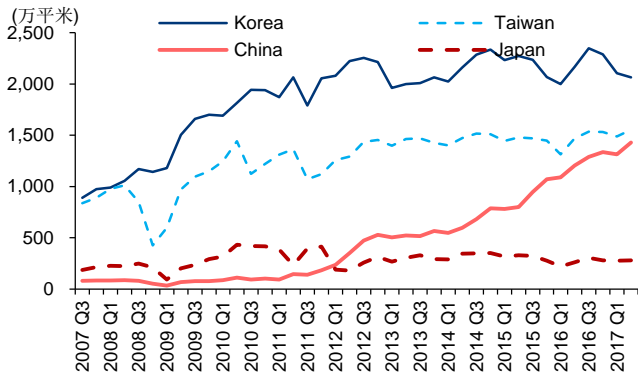
**扩产集中在大陆大厂，本土厂商的议价能力和产能调配自由度提升**

从产能分布来看，根据WitsView数据，中国大陆的LCD产出面积由2012Q1的234.48万平方米增至2017Q2的1427.14万平方米，增长508.6%，全球份额由6.23%提升至26.8%，较韩国低11.9pct、较台湾低2.4pct，为全球第三大LCD产业中心。

如果考虑 2017 年京东方福州 8.5 代线、惠科 8.5 代线满产，则大陆 LCD 单季产出可达到 1724 万平米，超过台湾的 1554 万平米，成为全球第二。在此基础上如果考虑 2018 年京东方合肥 10.5 代线、CEC 咸阳 8.6 代线、中电熊猫 8.6 代线满产，大陆 LCD 单季产出可达 2318 万平米，超过韩国成为全球第一。而京东方自身的 LCD 产出有望在合肥 10.5 代线满产后达到 1290 万平米，超越 LG 成为全球第一。

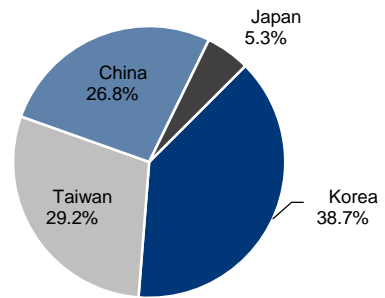
由此可见，在未来两三年内，大陆将成为全球 LCD 产能扩张的集中地，全球份额的提升将伴随议价能力和产能调配自由度的提升，京东方届时作为全球第一的 LCD 企业也有望显著受益。

图表13: 12Q1-17Q2 中国大陆的 LCD 产出面积增长 508.6%



资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

图表14: 12Q1-17Q2 大陆 LCD 产出占全球份额由 6.23% 提升至 26.8%



资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

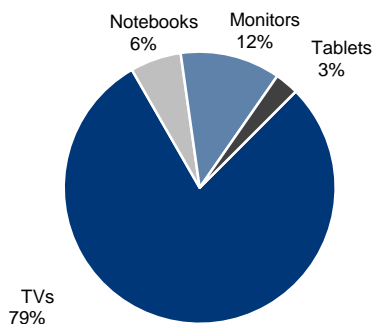
### 电视销售周期对价格的影响有限，但尺寸上涨仍将长期推动需求增长

#### 电视销售周期波动明显，LCD 价格呈现趋势性变化

电视目前仍是 LCD 产业最大的下游应用市场，根据 WitsView 数据，如果不考虑手机应用，截至 17Q2 电视机、NB、Monitors、Tablets 对于 LCD 的消耗面积占比分别为 79%、6%、12%、3%。因此电视的销售周期直接影响面板的需求，今年前三季度由于电视销量均呈现同比下滑态势，引发市场对于面板价格稳定性的担忧，32 寸面板价格也由 Q1 约 76 美金单价跌至 68 美金。

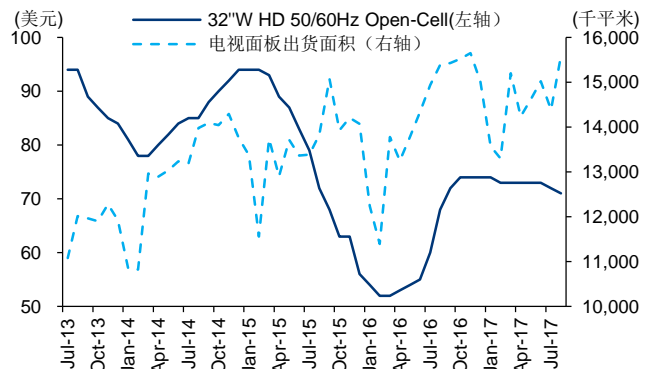
但是从长时间来看，电视销售在一年的周期内呈现出明显的淡旺季变化，而 LCD 价格的季节性并不明显。根据 WitsView 数据，在 2013 年 1 月至 2017 年 7 月之间，32 寸面板价格尽管也存在季节性波动，但大的走势仍然是基于行业竞争格局的趋势性变化。因此在我们对于 8.5 代线红利阶段判断的基础上，面板价格的稳定性在增强。

图表15: 电视目前仍是 LCD 产业最大的下游应用市场



资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

图表16: 电视销售周期对价格的影响有限



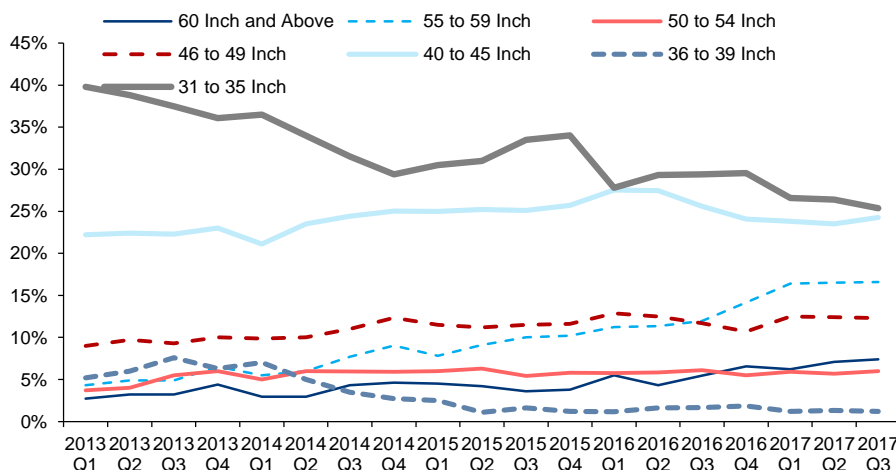
资料来源: WitsView, 华泰证券研究所



### 电视尺寸上涨仍将长期推动需求增长

LCD 产业的在电视应用中的发展历程是通过更高世代线的投入不断降低更大尺寸产品的价格，进而通过性价比打动消费者，推动大尺寸的消费需求增长，消化 LCD 产能增长。在消费升级以及消费者对于显示性能诉求的棘轮效应下，更大尺寸、更高清电视市场增长迅速，根据 Bloomberg 数据统计，2013Q1 至 2017Q3 期间，55-59 寸电视的出货占比由 4.3%增长 16.6%，60 寸以上电视的出货占比由 2.7%增至 7.39%。而传统主流产品 31 至 35 寸产品的占比则由 39.8%降至 25.37%。

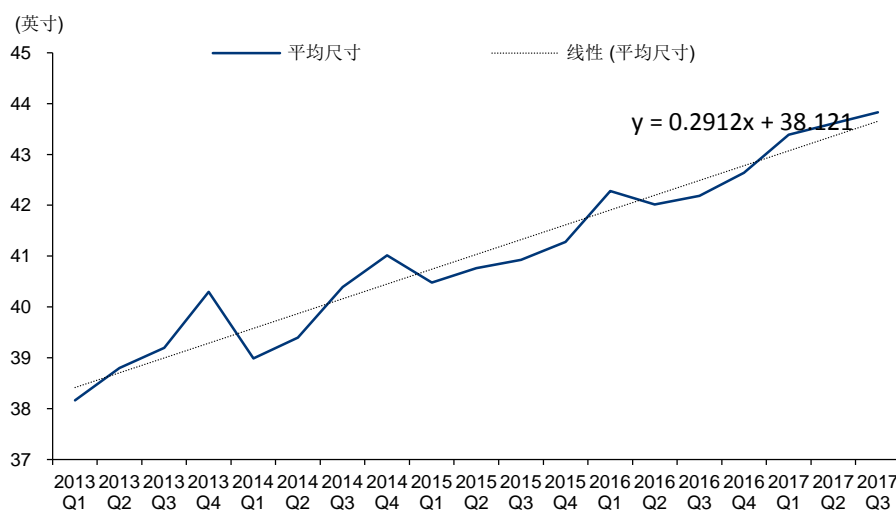
图表17： 2013Q1 至 2017Q3 期间，55 寸以上电视出货占比快速提升



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

根据不同尺寸产品的占比情况，我们对电视尺寸上涨的速度进行估算得到，电视尺寸在 13Q1 至 17Q3 呈现较为稳定的上涨趋势，季度涨幅的回归结果约为 0.29 寸，截至 2017Q3 全球电视的平均尺寸约为 43.8 寸。考虑到未来尺寸规格之间的跨度增大，55 寸以上消费需求的快速增长有望使得电视尺寸加速上涨。

图表18： 13Q1 至 17Q3 全球电视尺寸季度涨幅的回归结果为 0.29 寸



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

由于 LCD 产线的玻璃基板面积一定，下游需求尺寸的增长，就意味着同一块玻璃基板能够切割的产品数量下降，同样产能的产线的出货量因此也会有所下降。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 5.3% 左右，即 8.5 代线产能相对收缩超过 5.3%，结合之前所计算的单季度电视尺寸上涨数据可知，单季度电视尺寸上涨所造成的产能收缩超过 1.5%。

**图表19： 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

## 京东方盈利能力趋稳，正迎来戴维斯双击，重申推荐

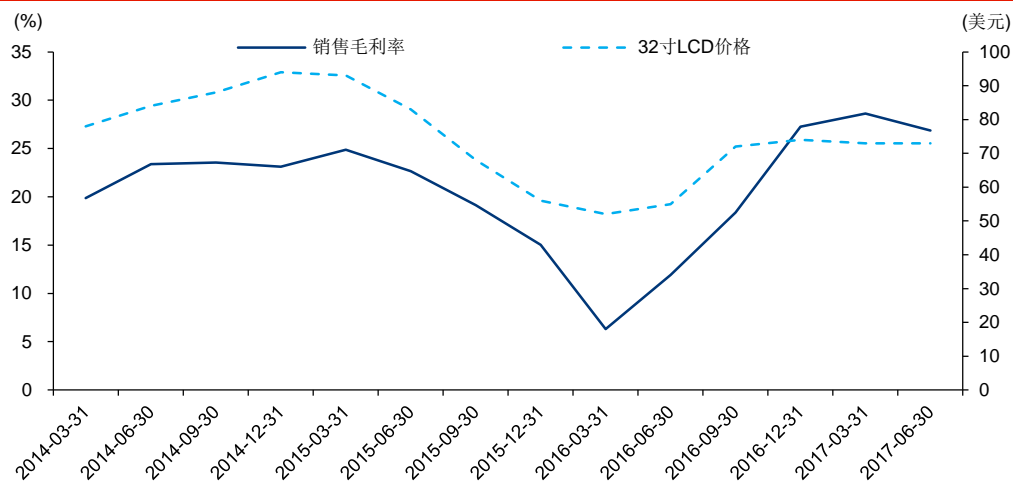
### LCD 业务周期属性减弱

#### 公司毛利率水平与公开价格数据相关性强，受益 8.5 代线红利释放

上半年京东方显示器件业务营收 402 亿元，占总营收比重仍超过 90%，由 14Q1 至 17Q2 公司毛利率水平与 WitsView 所公布的季度 32 寸面板价格数据的相关性可见，公司的产品价格与公开价格数据的一致性较强，价格走势对公司盈利能力的影响具有时效性。

基于此前对于 LCD 供需情况的分析以及 8.5 代线红利期的判断，LCD 在更高世代线大规模投入前，难现 15 年价格快速下跌态势，稳定性增强，公司业绩的周期性减弱。根据公司业绩预告，Q3 单季实现归母净利润 18.97 亿-21.2 亿元，同比增长 188.8%-222.6%，在 Q3 面板价格仍有小幅下滑的背景下，仍环比增长 0.39%-12.16%。

图表20： 京东方的毛利率水平与 32 寸价格波动同步



资料来源：Bloomberg, WitsView, 华泰证券研究所

### 十月上旬 LCD 价格数据企稳

根据 WitsView 数据，8 月全球 TV 面板出货 2302 万片，月增 8.2%，创下今年单月高点，友达、群创 8 月大尺寸出货量分别环比增长 13.5%、16.6%，行业已进入旺季。10 月上旬 32 寸 LCD 面板价格止跌，均价维持 69 美金，43 寸、55 寸均下降 3 美金，环比降幅仅为 1.6%、2.3%，电视面板价格呈现明显企稳态势。

考虑到面板厂在切割玻璃基板时会尽量保证单位面积价值量的最大化，因此对于不同的量产尺寸而言，单位面积的价值量不会出现太大差异，否则面板厂会通过产品结构调整来缩小价差。由 10 月上旬面板价格数据计算可得，32、43、55 寸面板每平方英寸的价格分别为 0.16、0.16、0.14 美金，由于 32 寸是当前最主流的电视面板尺寸，占到京东方大尺寸营收比重超过 6 成以上，因此具有较充分的供应能力，而 10 月上旬 32 寸价格企稳的态势下 43 寸、55 寸的下跌空间有限。

图表21： 10 月上旬 32 寸价格企稳的态势下，43 寸、55 寸的下跌空间有限

尺寸 (英寸)	平均价格 (美元)	面积 (平方英寸)	单位面积价格 (美元/平方英寸)
32	69	437.55	0.16
43	127	790.08	0.16
55	187	1292.58	0.14

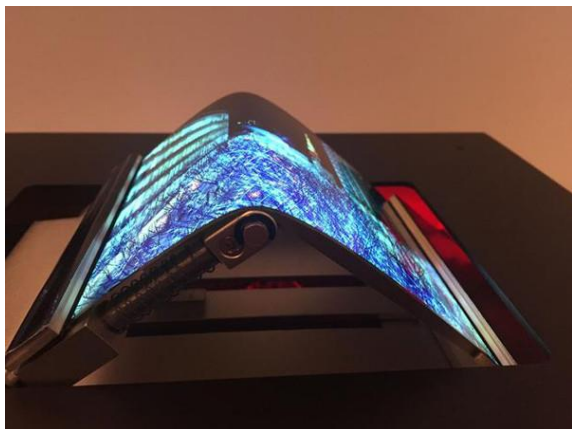
资料来源：WitsView, 华泰证券研究所

## OLED、物联网等新战略方向增强公司成长属性

### 成都柔性 OLED 将于 10 月起量产，进度超市场预期，恰逢全面屏浪潮

公司掌握发展 OLED 面板的两条主要技术路径：LTPS TFT 和 Oxide TFT。在 13 年年底，京东方在鄂尔多斯的 5.5 代刚性 AMOLED 产线便已投产，该产线总投资 220 亿元，设计产能为 60K/月的 LTPS 面板和 4K/月的 AMOLED 面板，是国内首条自主创新、自主技术的先进产线。

图表22：京东方 16 年发布了厚度仅 0.23mm 的 AMOLED 显示屏



资料来源：OFweek，华泰证券研究所

图表23：京东方 0.23mm AMOLED 显示屏示意图



资料来源：OFweek，华泰证券研究所

基于技术自信和趋势把握，公司持续大手笔加码 AMOLED 产能建设。16 年 3 月，公司追加投资 245 亿元于成都第 6 代 LTPS/AMOLED 生产线，该产线是国内首条高世代全柔性 AMOLED 生产线，在国际上属于技术先进的柔性 AMOLED 生产线。16 年 11 月，公司决定再次投资 465 亿元于四川绵阳兴建柔性 OLED 面板厂，月产能规划为 4.8 万片，预定 2019 年投产，届时公司将拥有仅次于三星显示器的中小尺寸 OLED 面板产能。持续的大规模投资一方面表明公司柔性 OLED 技术已经成熟，一方面显示出公司抢占未来 OLED 市场空间的决心。

图表24：京东方 19 年将拥有仅次于三星显示器的中小尺寸 OLED 产能

厂商	产线	总产能
三星显示	A3: 12 万片/月 (6 代柔性)	柔性: 18 万片/月
	A4: (L7-1 转换), 44 万片/月 (6 代柔性)	刚性: 19 万片/月
京东方	B6: 4000 片/月 (5.5 代刚性 4 分割)	柔性: 9.6 万片/月
	B7: 4.8 万片/月 (6 代柔性)	刚性: 4000 片/月
	B11: 4.8 万片/月 (6 代柔性)	

资料来源：ET News，华泰证券研究所

今年 9 月公司在中国（西部）国际平板显示高峰论坛上表示，其成都 6 代柔性 AMOLED 线将于 10 月量产，进度超市场预期。苹果今年推出的 iPhone X 将成功搭载 SDI 的柔性 OLED 全面屏，显示了柔性 OLED 与全面屏趋势的契合度以及作为中小尺寸面板行业发展方向的确定性，根据 CINNO 数据，16 年柔性产品在 OLED 产量中占比仅 14%，预计 17 年柔性 OLED 渗透率将达到 30%。

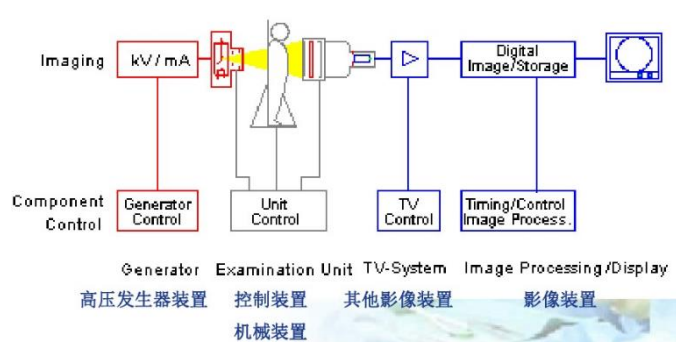
由于产能一直是限制 OLED 快速渗透的主要原因，京东方产能释放的需求确定性强。考虑到柔性 OLED 模组当前超过 70 美金的市价，我们测算成都线满产后有望带来超过 63 亿美元的营收贡献，公司建设中的绵阳柔性 OLED 线拥有同样的产能水平，未来 OLED 业务增量可观。

**践行 DSH 战略，志在全球物联网领军企业**

此外，值得重视的是公司在半年报中强调进一步定位为“为信息交互和人类健康提供智能端口产品和服务的物联网公司”。在传感器事业上公司加快创新，光电传感器已开发完成，理化检测、分子天线、安防等项目稳步推进，玻璃基指纹识别传感实现样品出货，基因测序与国内外一线客户达成合作意向。在健康服务事业上已形成移动健康、数字医院、再生医学、生命保险、健康园区协同发展的架构。

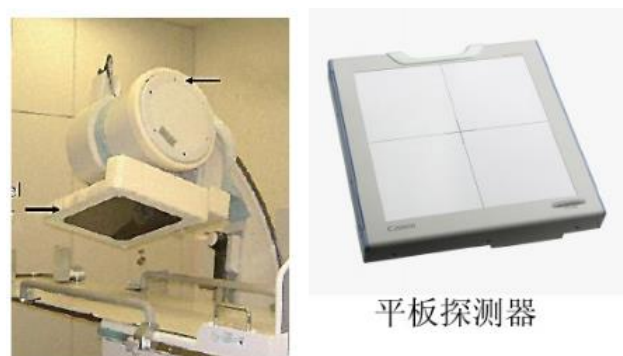
公司现已经成立传感器事业部门，拟先通过结合 X 光和平面显示器的传感器技术切入薄膜传感器市场，基于对现有部分低世代 TFT 产线的升级改造，有望快速实现产品出货。

**图表25： X 射线医学检查的原理示意图**



资料来源：ORICH，华泰证券研究所

**图表26： 平板探测器有效减少曝光时间、加快图像读取**



资料来源：ORICH，华泰证券研究所



## 盈利预测与投资建议

在之前深度报告的基础上我们对于面板价格进行更新，32寸由70美金调至69美金，美元兑人民币汇率由6.9调至6.5，故17年LCD营收拆分更新如下。

图表27：主营LCD业务17年营收预测变更情况（单片32寸价格按照平均69美金，汇率按6.5计算）

项目	年产能/万片	切割32寸/万片	年营收/亿元
重庆京东方	168.00	3024.00	137.71
合肥京东方	125.00	2250.00	102.47
北京京东方	168.00	3024.00	137.71
不考虑福州8.5代线，LCD可实现营收（按上述3条8.5代线贡献65%左右营收计算）			596.04
17年新增福州京东方8.5代线（17年兑现50%）	180.00	3240.00	73.77
17年LCD合计	641.00	11538.00	669.82

资料来源：IHS，华泰证券研究所

基于17年营收数据，我们预计17-19年公司营收为827.7亿、1147.6亿、1492.3亿元，对应归母净利润为86.1亿元、109.4亿元、155.4亿元，具体营收拆分如下：

图表28：公司主营业务收入预测情况（单位：百万元）

		2016	2017E	2018E	2019E
LCD	营收	61,207.03	66981.73	79228.34	98704.89
	YOY	40.70%	9.43%	18.28%	24.58%
	毛利率	16.96%	31.00%	30%	28%
OLED	营收		2109.25	16874.00	25311.00
	YOY			700%	50%
	毛利率			20%	30%
智慧系统产品业务	营收	12,503.06	17,504.28	24,506.00	31,857.80
	YOY	42.39%	40%	40%	30%
	毛利率	8.53%	9%	10%	10%
智慧健康服务	营收	907.23	997.95	1,496.93	2,993.86
	YOY	9.79%	10%	50%	100%
	毛利率	55.44%	55%	55%	55%
其他	营收	1,835.27	1,961.45	2,882.05	3,732.72
	占营收比重	2.66%	2.37%	2.51%	2.50%
	毛利率	98.94%	99.19%	99.19%	99.19%
内部抵销	营收	-7,556.93	-6,780.08	-10,228.30	-13,365.56
	占营收比重	-10.97%	-9.81%	-10.64%	-10.78%
	毛利率		20%	20%	20%
营收合计			82774.58	114759.03	149234.71
综合毛利率			28.49%	27.21%	27.54%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们看好公司在8.5代线红利期迎来戴维斯双击行情，维持17-19年90亿、127亿、165亿元的净利润预测，参考电子行业500亿元以上市值公司18年平均24.46倍的PE水平，结合公司当前约1700亿市值体量，给予18年18-20倍PE，上调目标价至6.5-7.2元，维持买入评级。

图表29: 可比公司盈利预测与估值

可比公司	股价 (元)	EPS (元)		PE	
		2017E	2018E	2017E	2018E
海康威视	35.00	1.02	1.29	34.31	27.07
三安光电	22.81	0.78	1.02	29.35	22.34
蓝思科技	29.62	0.88	1.27	33.82	23.26
大华股份	25.58	0.85	1.14	29.98	22.50
立讯精密	21.31	0.60	0.81	35.77	26.34
歌尔股份	20.82	0.69	0.92	30.01	22.55
欧菲光	22.30	0.55	0.82	40.72	27.13
东旭光电	11.16	0.31	0.46	35.50	24.47
平均值				33.68	24.46

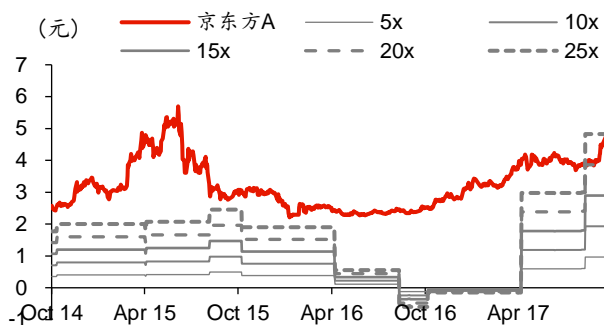
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 价格为 2017-10-13 日收盘价

### 风险提示

公司新产能投产日期慢于预期, 新兴显示技术的替代性冲击。

### PE/PB - Bands

图表30: 京东方 A 历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 京东方 A 历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	63,757	91,042	80,679	94,363	126,668
现金	38,867	58,153	45,731	47,583	67,278
应收账款	8,193	16,192	16,104	22,857	31,227
其他应收账款	593.33	903.07	1,239	1,541	2,065
预付账款	226.45	708.51	466.66	730.82	1,051
存货	6,609	7,833	8,981	12,833	16,001
其他流动资产	9,269	7,253	8,158	8,818	9,046
非流动资产	88,836	114,093	129,523	143,775	140,461
长期投资	1,260	1,356	1,085	1,234	1,225
固定投资	63,565	69,948	101,545	121,854	123,665
无形资产	2,679	3,137	3,137	3,137	3,137
其他非流动资产	21,331	39,653	23,756	17,550	12,435
资产总计	152,593	205,135	210,202	238,138	267,129
流动负债	28,871	41,440	41,700	48,705	50,633
短期借款	5,092	4,917	11,573	10,546	4,554
应付账款	9,850	13,836	14,125	19,922	26,182
其他流动负债	13,930	22,687	16,002	18,237	19,897
非流动负债	45,371	71,679	68,274	77,598	88,340
长期借款	36,341	49,885	59,515	68,143	78,744
其他非流动负债	9,029	21,794	8,759	9,455	9,597
负债合计	74,242	113,119	109,974	126,303	138,973
少数股东权益	865.55	13,316	13,662	14,328	15,111
股本	35,153	35,153	35,153	35,153	35,153
资本公积	39,019	39,031	39,031	39,031	39,031
留存公积	3,223	4,754	12,382	23,324	38,861
归属母公司股	77,485	78,700	86,567	97,508	113,045
负债和股东权益	152,593	205,135	210,202	238,138	267,129

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	10,493	10,073	16,136	27,478	35,018
净利润	1,638	2,045	8,952	11,607	16,320
折旧摊销	8,095	10,374	11,153	15,943	19,429
财务费用	1,496	2,299	3,037	4,181	4,225
投资损失	(187.19)	(151.01)	(117.22)	(151.80)	(140.01)
营运资金变动	(1,027)	(5,709)	(8,087)	(5,137)	(5,369)
其他经营现金	478.27	1,216	1,198	1,036	552.50
投资活动现金	(19,594)	(24,495)	(29,158)	(29,771)	(15,873)
资本支出	18,607	30,703	29,750	29,750	16,000
长期投资	1,825	(2,690)	(395.81)	187.19	7.14
其他投资现金	837.47	3,518	196.27	166.41	133.85
筹资活动现金	8,129	26,141	599.47	4,146	549.99
短期借款	2,933	(175.01)	6,656	(1,027)	(5,992)
长期借款	2,710	13,544	9,630	8,628	10,601
普通股增加	(136.57)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(65.49)	12.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	2,688	12,760	(15,686)	(3,456)	(4,058)
现金净增加额	(321.97)	13,172	(12,422)	1,853	19,694

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	48,624	68,896	82,775	114,759	149,235
营业成本	38,755	56,586	59,191	83,529	108,142
营业税金及附加	275.80	459.26	407.55	594.50	765.56
营业费用	1,290	1,984	2,275	3,168	4,173
管理费用	4,676	5,618	7,355	9,778	12,988
财务费用	1,496	2,299	3,037	4,181	4,225
资产减值损失	1,365	1,594	1,390	1,450	1,478
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	187.19	151.01	117.22	151.80	140.01
营业利润	953.70	505.29	9,236	12,211	17,602
营业外收入	1,083	2,086	1,358	1,509	1,651
营业外支出	23.18	78.86	61.55	64.37	52.78
利润总额	2,013	2,512	10,532	13,656	19,200
所得税	375.13	467.23	1,580	2,048	2,880
净利润	1,638	2,045	8,952	11,607	16,320
少数股东损益	1.84	162.60	345.63	665.95	783.22
归属母公司净利润	1,636	1,883	8,607	10,941	15,537
EBITDA	10,545	13,178	23,426	32,335	41,256
EPS (元)	0.05	0.05	0.24	0.31	0.44

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	32.07	41.69	20.14	38.64	30.04
营业利润	(58.67)	(47.02)	1,728	32.21	44.15
归属母公司净利润	(36.14)	15.05	357.19	27.12	42.00
获利能力 (%)					
毛利率	20.30	17.87	28.49	27.21	27.54
净利率	3.37	2.73	10.40	9.53	10.41
ROE	2.11	2.39	9.94	11.22	13.74
ROIC	2.25	2.16	7.91	9.28	12.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.65	55.14	52.32	53.04	52.02
净负债比率 (%)	58.88	51.70	66.45	64.40	61.94
流动比率	2.21	2.20	1.93	1.94	2.50
速动比率	1.94	1.98	1.69	1.63	2.14
营运能力					
总资产周转率	0.34	0.39	0.40	0.51	0.59
应收账款周转率	6.52	5.63	5.11	5.86	5.49
应付账款周转率	4.69	4.78	4.23	4.91	4.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.05	0.05	0.24	0.31	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.29	0.46	0.78	1.00
每股净资产(最新摊薄)	2.20	2.24	2.46	2.77	3.22
估值比率					
PE (倍)	84.22	73.20	16.01	12.59	8.87
PB (倍)	1.78	1.75	1.59	1.41	1.22
EV_EBITDA (倍)	14.61	11.69	6.58	4.77	3.74

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