

2018年01月09日

证券研究报告·公司研究报告

京东方A (000725) 电子

买入 (维持)

当前价: 5.58元

目标价: 8.50元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

携 10.5 代线先发优势，开创 8K 新时代

投资要点

- **京东方 10.5 代线投产，重塑全球大尺寸面板格局。**京东方合肥 10.5 代液晶面板产线已于 2017 年 12 月 20 日投产，2018 年随着京东方 10.5 代线进入量产，将取代夏普堺市 10 代线全球最高世代线地位，重塑全球大尺寸面板产能格局。京东方合肥 10.5 代线总投资 400 亿元，计划产能 120K/月，以生产 65 英寸/75 英寸超高分辨率显示屏为主，将加快推进京东方朝大尺寸液晶面板出货冠军迈进。
- **10.5 代线优势明显，京东方领衔 10.5 代产能竞赛。**液晶面板的大尺寸化发展趋势下，现有高世代线（8.5 代线以下）及夏普 10 代线受限于产能影响和切割效率，不能很好地满足日益增长的市场需求，而 10.5 代线切割 65 英寸和 75 英寸面板效率可达到 95%。未来五年，京东方、华星、LG 显示和富士康预计将在中国、韩国和美国等地兴建 7 个新的 10.5 代工厂，新建厂商在 2017 至 2022 年之间将推动 10 代及更高产线产能的复合年增长率达到 59%。
- **提出“8425”战略迎接 8K 时代，大尺寸 LCD 仍是主流。**显示行业经历了 2K/4K 的成长和发展，目前 8K 进入市场的进程已明显加快。对此，京东方提出了“8425”行动计划，即：推广 8K，普及 4K，替代 2K，用好 5G。并在各个细分领域全面推进“8425”行动计划，推动信息交互端口的用户体验和全面升级。目前由于大屏 OLED 的高生产成本以及大屏 LCD 在分辨率上的强大技术防线造成大屏 OLED 分辨率在 4K 停滞不前，大屏 LCD 仍是 8K 时代的首要选择。
- **大屏化时代来临，65 英寸或成新爆发点。**大屏化和更高分辨率的要求将进一步带动 65 英寸乃至更大尺寸液晶面板的需求提升。预计未来 5 年市场上 60+英寸市场份额有望提升 10 个百分点到 15%。目前 65 英寸及以上超大尺寸电视屏市场几乎为夏普、三星和 LG 所垄断，国内面板厂商的供应份额不足 1%。而京东方 10.5 代线正式量产后，国内面板企业将在超大尺寸电视屏领域实现全球市场份额 1% 的突破。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.23 元、0.30 元、0.42 元，给予公司 2018 年 28 倍估值，对应目标价 8.5 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**LCD 和 OLED 产量或不及预期；汇率波动的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	68895.66	97064.06	123884.94	158465.90
增长率	41.69%	40.89%	27.63%	27.91%
归属母公司净利润(百万元)	1882.57	8046.55	10566.99	14447.23
增长率	15.05%	327.42%	31.32%	36.72%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.23	0.30	0.42
净资产收益率 ROE	2.22%	8.44%	10.16%	12.36%
PE	103	24	18	13
PB	2.11	1.94	1.77	1.57

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王国勋

执业证号: S1250517060002

电话: 021-68415296

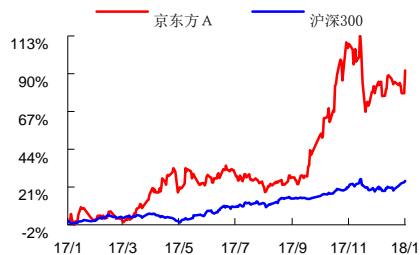
邮箱: wxg@swsc.com.cn

联系人: 陈杭

电话: 021-68415296

邮箱: chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	347.98
流通 A 股(亿股)	338.60
52 周内股价区间(元)	3.09-6.67
总市值(亿元)	2,091.38
总资产(亿元)	2,389.56
每股净资产(元)	2.41

相关研究

1. 京东方 A (000725): 大国崛起的现代工业缩影 (2017-11-28)
2. 京东方 A (000725): 物联网时代新龙头 (2017-11-16)

目 录

1 京东方 10.5 代线将量产，重塑全球大尺寸面板格局.....	1
1.1 京东方的技术升级史.....	1
1.2 聚焦 65 英寸，实现全球市场份额 1%的突破.....	2
1.3 10.5 代线优势明显，各厂商竞相布局.....	4
2 尺寸迭代带动大尺寸化加速，供需逐渐趋于平稳.....	8
2.1 大屏化时代来临，65 英寸或成新爆发点.....	8
2.2 大尺寸液晶面板产能提升，中国 2017 年登顶世界第一.....	11
3 8K 时代来临，大屏 LCD 仍是主流.....	12
3.1 京东方 10.5 代线提前投产 8K 面板.....	12
3.2 MMG 帮助公司提升基板利用率.....	15
3.3 大屏 OLED 任重道远，大尺寸 LCD 仍是主流.....	15
4 盈利预测与估值.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 相对估值.....	18

图 目 录

图 1: 京东方技术升级史	1
图 2: 2016 年全球液晶面板各尺寸出货份额	4
图 3: 近三年 55 英寸及以上液晶面板出货份额变动	4
图 4: 夏普 10 代线切 65 英寸面板	5
图 5: 京东方 10.5 代线切 65 英寸面板	5
图 6: 大尺寸液晶面板产能 (面积) 构成 (单位: 百万平方米)	6
图 7: 康宁合肥 10.5LCD 玻璃基板厂	7
图 8: 京东方合肥 10.5 代线	7
图 9: 2017 年液晶电视面板月度出货面积 (单位: 万平方米)	8
图 10: 2017 年液晶电视面板月度出货量 (单位: 百万片)	8
图 11: 平均尺寸增长情况 (单位: 英寸)	8
图 12: 各尺寸面板对比	9
图 13: 2017 年全渠道彩电主要尺寸零售份额预测	9
图 14: 60+英寸销量预测及占比	9
图 15: 不同尺寸液晶电视面板单价 (单位: 美元/片)	10
图 16: 2017 年液晶电视面板月度出货面积 (单位: 万平方米)	10
图 17: 2017 年液晶电视面板月度出货量 (单位: 百万片)	10
图 18: 液晶电视面板季度出货量	11
图 19: 全球大尺寸液晶产能 (面积) 变化	11
图 20: 各地区大尺寸液晶面板产能 (面积) 份额	12
图 21: 不同分辨率对比	12
图 22: 4k 与 1080p 画质对比	12
图 23: 不同分辨率画质对比	13
图 24: 主要供应商不同尺寸 8K 电视推出时间表	14
图 25: 8.5 代切 6 片 55 英寸面板	15
图 26: 8.5 代 MMG 套切	15
图 27: 55 英寸 UHD 电视面板生产成本对比	16
图 28: 底发光结构	17
图 29: 顶发光结构	17

表 目 录

表 1: 公司所有产线.....	2
表 2: 2014~2017 大尺寸 LCD 面板出货数量份额.....	3
表 3: 2014~2017 大尺寸 LCD 面板出货面积份额.....	3
表 4: LCD 基板切割利用率比较.....	5
表 5: 全球 10.5 代线投资进度表.....	6
表 6: 分业务收入及毛利率.....	18
表 7: 可比公司估值情况.....	18

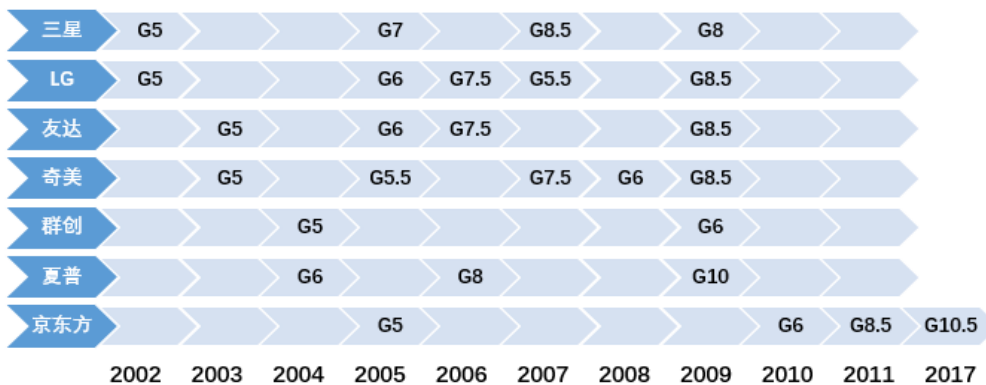
1 京东方 10.5 代线将量产，重塑全球大尺寸面板格局

2017 年 12 月 20 日，京东方合肥第 10.5 代 TFT-LCD（薄膜晶体管液晶显示器件）项目正式实现产品下线与客户交付，这是全球首条 10.5 代线也是目前世界上最高世代液晶面板线。京东方合肥 10.5 代线总投资 458 亿元，主要生产 65 英寸及以上超大尺寸 8K 超高清液晶显示屏，设计产能为每月 12 万片玻璃基板。该条产线的投产标志着大尺寸、超高清 8K 新时代的开启，是全球显示领域新的里程碑。

1.1 京东方的技术升级史

2008 年秋天，京东方与合肥市签订建设 6 代线的资金框架协议，是国内当时最高世代液晶面板生产线；**2017 年 12 月，京东方合肥 10.5 代线正式投产，是世界上投产的最高世代液晶面板线。**在此之前，京东方一直面临着韩国和台湾竞争者利用技术优势和成本优势进行的“降代打击”。2002 年，三星和乐金各自旗下的第一条第五代 LCD 面板产线投产，这两条产线也是世界上最早的第五代液晶面板产线。彼时京东方则刚刚收购了韩国现代集团的液晶面板业务，开始从 CRT 向 LCD 转型，而当时韩国现代旗下最先进的 LCD 产线也不过是 3.5 代产线。随后，台湾面板厂商友达、奇美、群创也在 2003、2004 年开始建设各自的第五代 LCD 面板产线。直到 2005 年，京东方的第一条位于北京的第五代 LCD 面板产线才开始投产。而韩国、台湾厂商所拥有的第五代产线已经完成良率爬坡阶段，不管是成本方面还是终端客户关系方面都对京东方有压倒性优势。

图 1：京东方技术升级史



注：表中为各厂商当年投产产线世代数

数据来源：西南证券

除此之外，韩台厂商在 LCD 面板产业上的技术升级一刻也没有停止。2005 年，乐金显示的第一条第六代液晶面板产线投产，三星显示的第一条第七代液晶面板产线投产，友达的第一条和第二条第六代液晶面板产线投产，奇美的第一条 5.5 代液晶面板产线投产。这些基板面积更大、生产效率更高的面板产线都严重挤压了京东方的利润空间。从 2005 年到 2009 年的五年内，大陆虽然有多条面板产线陆续投产，但是没有一条是五代以上的面板产线。在这五年里，韩台面板厂商的技术升级十分迅速。乐金显示、友达、奇美旗下最先进的面板产线均为 8.5 代，并且都在 2009 年投产；三星旗下最先进的面板产线也是 8.5 代，于 2007 年投产；夏普旗下的世界第一代第十代面板产线也在 2009 年于日本大阪投产。

技术上的差距并没有阻止京东方前进的脚步。2008 年的金融危机导致液晶面板产业需求骤减，海外面板厂商纷纷放缓了投资建设更新、更高世代面板产线的速度。但中国却屹立不倒成为唯一在增长的液晶面板市场。在国家的扶持下，京东方利用这个机会开始加速追赶韩日台同行的脚步。2010 年，京东方旗下第一条 6 代面板产线投产；2011 年，京东方旗下第一条 8.5 代面板产线投产。至此，京东方终于在 LCD 面板生产的技术层面上追上了三星和乐金显示。

截至目前，公司已投产或正在建设产线共有 12 条，其中已投产 9 条，今年和明后两年投产产线 3 条。公司旗下已经投产的 LCD 产线共有八条，包括 8.5 代产线四条和 6 代、5.5 代、5 代、4.5 代产线各一条。公司正在建设的两条液晶面板产线都是 10.5 代产线，第一条产线位于合肥，将于今年 12 月投产；第二条 10.5 代产线位于武汉，将于 2019 年年底投产。

表 1：公司所有产线

序号	地点	世代	产品技术	产能 (K/月)	产能 (万片/年)	开工时间	投产时间	京东方 所持份额	总投资 (亿元)
B1	北京	Gen 5	a-Si TFT-LCD	60	72	2003.9	2005.5	100%	110
B2	成都	Gen 4.5	a-Si TFT-LCD	45	54	2008.3	2009.10	100%	34
B3	合肥	Gen 6	a-Si TFT-LCD	90	108	2009.4	2010.10	100%	175
B4	北京	Gen 8.5	a-Si TFT-LCD	140	168	2009.8	2011.9	100%	280
B5	合肥	Gen 8.5	a-Si TFT-LCD 以及 Oxide TFT	100	132	2012.5	2014.2	84.59%	285
B6	鄂尔多斯	Gen5.5	LTPS/AMOLED	60(LTPS)+2(AMOLED)	72+24	2011.8	2014.7	100%	220
B7	成都	Gen 6	柔性 AMOLED	48	57.6	2015.5	2017.5	100%	465
B8	重庆	Gen 8.5	a-Si TFT-LCD Oxide TFT	140	168	2013.7	2015.4	100%	328
B9	合肥	Gen 10.5	a-Si TFT-LCD	120	144	2015.12	2017.12	7.27%→8.33%	458
B10	福州	Gen 8.5	a-Si TFT-LCD	150	180	2015.10	2017.2	68.52%→81.67%	300
B11	绵阳	Gen 6	柔性 AMOLED	48	57.6	2016.12	2019 年	62.5%→23.08%	465
B12	武汉	Gen 10.5	a-Si TFT LCD	120	144	2017Q4	2019Q4	13%	460

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 聚焦 65 英寸，实现全球市场份额 1%的突破

京东方大尺寸面板份额不断提升

随着京东方持续扩张产能，并在各个尺寸的面板产品和外国厂商竞争，京东方已经进入了世界第一梯队，稳步向大尺寸液晶面板出货冠军迈进。根据 IHS 数据，2017 年京东方在大尺寸液晶面板产品上的市场占比将达到 20.8%，而乐金则是 21.0%。自从乐金自 2009 年成为全球大尺寸液晶面板的最大供应商之后，这是第一次有其他国家的厂商取得接近的市场份额，未来京东方有望超过乐金显示成为全球大尺寸液晶面板冠军。按液晶出货面积计算，韩国厂商为第一梯队，乐金显示占据 24.4%，三星占比 16.6%；京东方和台湾厂商为第二梯队，群创占比为 14.0%，京东方占据 13.7%市场份额，排行第四，友达为 13.2%。

表 2: 2014~2017 大尺寸 LCD 面板出货数量份额

厂商	2014	2015	2016	2017
乐金显示	23.8%	23.4%	22.6%	21.0%
京东方	8.5%	12.1%	18.7%	20.8%
群创	19.4%	17.8%	16.3%	16.1%
友达	16.3%	15.3%	16.3%	15.5%
三星	19.5%	17.5%	13.0%	9.1%
华星光电	3.4%	3.7%	4.9%	5.4%
夏普	2.9%	2.9%	2.2%	5.3%
中电熊猫	1.7%	1.7%	1.5%	2.4%
龙腾光电	1.8%	1.9%	1.1%	1.2%
华映	0.8%	1.2%	1.1%	1.1%
其他	2.0%	2.6%	2.4%	2.0%

数据来源: IHS, 西南证券整理

从 2014 年起,京东方在大尺寸液晶面板市场的份额一直在飞速增长,从 2014 年的 8.5% 增长到今年的 20.8%,市场份额四年增长了 144%。京东方的出货面积份额同样在快速上升,从 2014 年 5.6% 增长到 2017 年的 13.7%,四年同样增长了 144%。但由于京东方的产品平均尺寸小于韩台厂商,所以京东方整体出货面积的排名低于出货量的排名。

表 3: 2014~2017 大尺寸 LCD 面板出货面积份额

厂商	2014	2015	2016	2017
乐金显示	24.4%	24.9%	24.4%	24.4%
三星	22.4%	21.4%	18.7%	16.6%
群创	18.6%	16.7%	14.8%	14.0%
京东方	5.6%	9.3%	13.0%	13.7%
友达	14.7%	13.5%	13.8%	13.2%
华星光电	5.4%	5.9%	8.2%	9.0%
夏普	5.8%	4.7%	3.6%	4.7%
中电熊猫	1.3%	1.5%	1.9%	2.8%
惠科	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
其他	1.8%	2.1%	1.6%	0.8%

数据来源: IHS, 西南证券整理

但是目前这个情况正在随着京东方逐渐量产的 8.5 代线和 10.5 代线,以及公司在大尺寸液晶电视面板上更多的投入而改变。随着京东方福州 B10 8.5 代线和合肥 B9 10.5 代线度过良率爬升阶段,京东方产能有望每年成长 1000 万平米,从 2013 年的 950 万平方米增长到 2019 年的 5480 万平方米。目前在大尺寸面板的六个主要应用分类中,京东方在四个分类中都进入了出货量前三名。尤其是笔记本电脑,这个细分市场曾经被台湾厂商统治,但是现在京东方已经是出货量第一名。在液晶电视分类中,京东方也排在第二名,位于乐金之后、群创之前。

表 4: 大尺寸 LCD 面板各应用分类出货数量排名

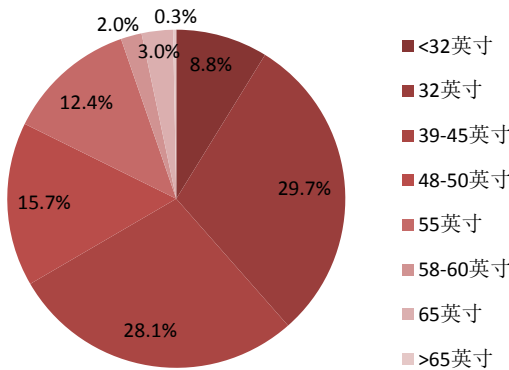
排名	台式电脑	笔记本电脑	液晶电视	平板电脑	商用显示器	工控、车载显示器
第一	乐金	京东方	乐金	夏普	乐金	友达
第二	京东方	友达	京东方	乐金	友达	乐金
第三	友达	群创	群创	京东方	三星	三菱

数据来源: IHS, 西南证券整理

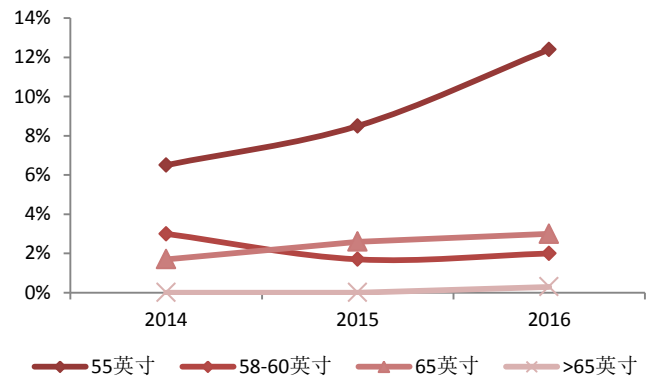
聚焦 65 英寸及以上, 实现全球市场份额 1% 的突破

目前, 京东方的液晶电视面板产品主要是 32 英寸、43 英寸和 55 英寸, 特别是在 32 英寸和 43 英寸, 京东方在国内市场的龙头地位十分稳固。京东方的 10.5 代线主要生产 65 英寸及以上的面板, 合肥 10.5 代线开始量产之后, 京东方将会在 55 英寸以及 65 英寸、75 英寸等超大尺寸面板市场上取得优势, 从而快速提升公司出货面积份额。未来京东方有望从乐金显示手中同时夺走全球出货量最多面板厂和出货面积最大面板厂的两个称号。

根据 CINNO Research 季度全球液晶面板出货量统计分析报告显示, 55 英寸及以上产品的市场销量不断快速增长, 2017 年第一季度, 全球液晶电视面板 55 英寸及以上销量同比增幅 58%, 65 英寸及以上则更为显著, 出货成长幅度高达 93%。但目前 65 英寸及以上超大尺寸电视屏市场几乎为夏普、三星和 LG 垄断, 国内面板厂商的供应份额不足 1%。而京东方 10.5 代线正式量产, 国内面板企业将在超大尺寸电视屏领域实现全球市场份额 1% 的突破。

图 2: 2016 年全球液晶面板各尺寸出货份额


数据来源: IHS, 西南证券整理

图 3: 近三年 55 英寸及以上液晶面板出货份额变动


数据来源: IHS, 西南证券整理

1.3 10.5 代线优势明显, 各厂商竞相布局

夏普 10 代线的败退与 10.5 代线的崛起

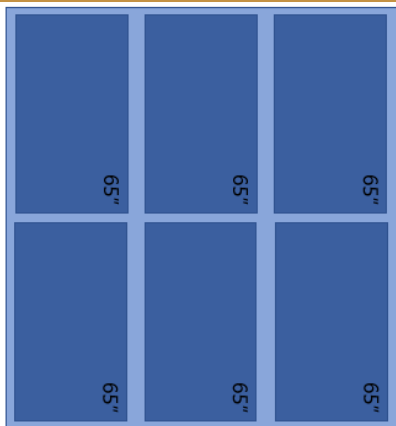
夏普在 2008 年建造的 10 代液晶面板产线是目前世界上最高世代产线, 夏普的 10 代线在 2009 年投产的时候, 业界都惊叹于夏普先进的技术水平, 但是很快夏普就发现 10 代线无法盈利。这条 10 代线无法盈利主要是有两个问题。第一个问题, 夏普对于电视大屏化的发展速度过于乐观。夏普的 10 代线和韩台厂商的 8.5 代线相比, 优势主要在切割 57 英寸到

65 英寸之间的面板；在 57 英寸以下，除了 43 英寸面板外，10 代线切割其他尺寸的面板并没有什么优势。而在 2009 年，液晶电视的主流尺寸还在 40 英寸以下，但夏普 10 代线对于 40 英寸以下产品的生产效率还不如 8.5 代线，而 57 英寸以上的电视销售增长较为缓慢，销售额更是远远低于 40~50 英寸的产品。第二个问题，日本电视厂商在三星、LG 的竞争下节节败退，丧失了电视尺寸的决定权，让夏普失去了产能出海口。三星、LG 销售的大尺寸电视入门尺寸为 55 英寸而不是 57 英寸，这让夏普 10 代线在 57 英寸面板上的切割效率优势无从发挥，部分导致了 10 代线的失败。由于这两个问题，夏普的 10 代线自量产开始就无法给公司带来利润，随后由于日本地震，开工率更是一路下降，最后将夏普带进了濒临破产的境地。

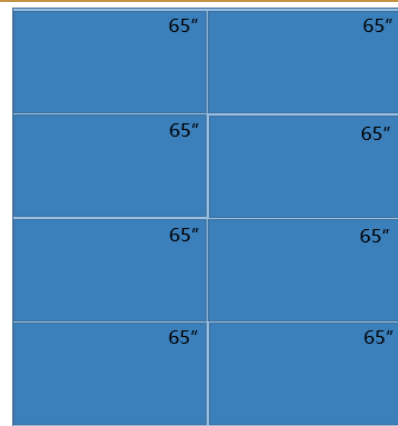
表 4: LCD 基板切割利用率比较

尺寸	8.5 代线 (2200*2500mm)		夏普 10 代线 (2850*3050mm)		10.5 代线 (2940mm*3370mm)	
	切割片数	切割效率	切割片数	切割效率	切割片数	切割效率
32 英寸	18 片	92%	24 片	78%	32	91%
43 英寸	8 片	74%	15 片	88%	18	93%
49 英寸	6 片	72%	8 片	61%	12	80%
55 英寸	6 片	91%	8 片	77%	8	67%
57 英寸	3 片	49%	8 片	82%	8	72%
60 英寸	3 片	54%	6 片	68%	8	80%
65 英寸	3 片	63%	6 片	80%	8	95%
70 英寸	2 片	49%	3 片	47%	6	82%
75 英寸	2 片	56%	3 片	54%	6	95%
80 英寸	2 片	64%	3 片	61%	3	53%

数据来源：西南证券

图 4: 夏普 10 代线切 65 英寸面板


数据来源：西南证券

图 5: 京东方 10.5 代线切 65 英寸面板


数据来源：西南证券

切割效率优势明显，各厂商竞相布局 10.5 代线

目前专用供应批量生产大尺寸的 8(8.5)代和 8.6 代工厂，其设计目标是分别生产 55 英寸、50 英寸和 58 英寸的面板，对于生产更大尺寸则比较低效。目前缓解这种效率浪费的方法之一是通过在单个基板上生产多种尺寸的面板，也就是采用单片玻璃但多尺寸等复合式生产

(MMG)。然而，这同样也是一种低效率的方法，因为产能和产量都会降低，同时也给面板销售策略带来了挑战。10.5 代线则可以提升大尺寸面板切割效率，8 代线切割 60 英寸和 65 英寸面板的片数只有 3 片，切割效率只能达到 54% 和 64%；而 10.5 代线可以将切割片数提升至 8 片，60 英寸和 65 英寸的切割效率分别达到 81% 和 95%。因而目前平板显示 (FPD) 制造商正在竞相建造 10.5 代工厂，这些工厂面向 65 英寸和 75 英寸面板进行了高度优化，也是最有效率的。

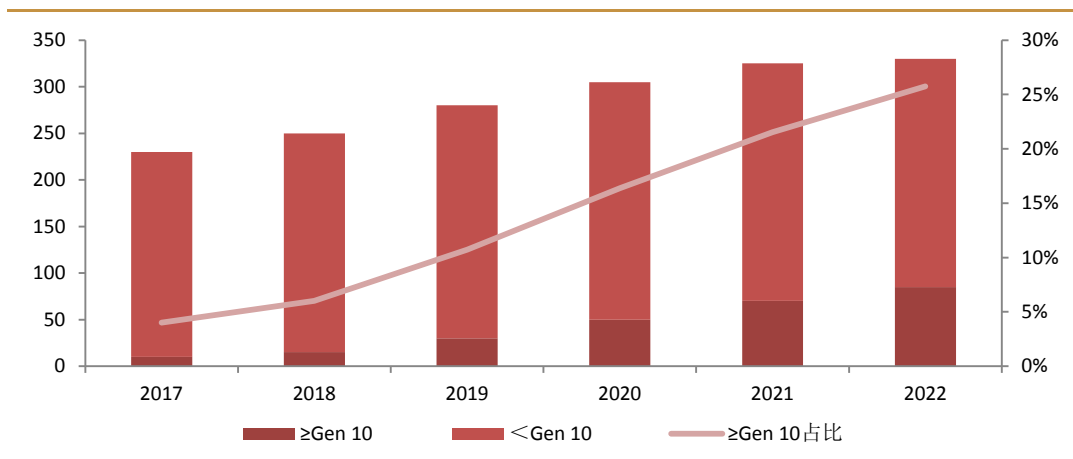
到 2022 年，京东方、华星、LG 显示和富士康预计将在中国、韩国和美国等地兴建 7 个新的 10.5 代工厂，新建厂商在 2017 和 2022 年之间将推动 10 代及更高产线产能的复合年增长率达到 59%。这七个工厂全部将于 2022 年底安装设备完成，10.5 代产能每月总共新增 73.5 万片基板，足够每年生产超过 6000 万台 65 英寸电视。这些工厂将构成 FPD 电视新增产能的主力军，其他大尺寸应用也将会陆续由 10.5 代予以补充。

表 5：全球 10.5 代线投资进度表

国家	厂商	产线	类型	技术	产能	设备进场时间	2017	2018	2019	2020	2021
中国	京东方	合肥 B9	LCD	a-Si	120	17 年 6 月	■	■	■	■	■
中国	华星光电	深圳 T6	LCD	a-Si	90	18 年 5 月	■	■	■	■	■
韩国	乐金	坡州 P10	LCD+A MOLED	a-Si/Oxide	135	18 年 10 月	■	■	■	■	■
中国	夏普	广州	LCD	a-Si/Oxide	90	18 年 12 月	■	■	■	■	■
中国	京东方	武汉 B12	LCD	a-Si	120	19 年 9 月	■	■	■	■	■
中国	华星光电	深圳 T7	LCD	a-Si	90	20 年 3 月	■	■	■	■	■
美国	夏普	威斯康星	LCD	a-Si/Oxide	90	20 年 10 月	■	■	■	■	■
备注：						■	■	■	■	■	■
						设备订单时间	设备进场时间	量产时间			

数据来源：IHS，西南证券整理

到 2020 年底，对更小世代甚至包括 8(8.5)代和 8.6 代，都不会有新的大规模投资。这将导致第 10 代及更高产线在大尺寸总产能中的份额从 2017 年的 4% 增长到 2022 年的 26%。

图 6：大尺寸液晶面板产能（面积）构成（单位：百万平方米）


数据来源：IHS，西南证券整理

康宁 10.5 代 LCD 玻璃基板厂落户合肥，吸引产业链集群化高端布局

京东方作为继夏普之后全球第二个致力于超大尺寸基板生产的面板制造商，其合肥 10.5 代线的量产将取代夏普 10 代线全球最高世代线的地位。未来几年华夏光电深圳、LGD 韩国坡州、京东方武汉、堺显示产品公司广州以及富士康威斯康辛等 10.5 代线都将进入量产阶段。虽然 10.5 代线面板厂商在大世代面板去产能化的压力下面临产能过剩以及削价竞争的风险，但京东方作为最早实现 10.5 代线量产的企业，将掌握一定的先发优势和行业主控权，保守估计未来 1-2 年内不会受到利润压缩的影响。

10.5 代线采用的玻璃基板尺寸为 2940×3370mm，面积为 8.5 代线玻璃基板的 1.8 倍。这么大的玻璃基板对于生产和运输而言都是难题。目前全世界只有美国康宁公司能生产 10.5 代产线所用的玻璃。为了解决京东方 10.5 代线基板玻璃供应的问题，康宁公司已经在合肥新站区投资了 15 亿美元用于建设康宁 10.5 代液晶玻璃基板项目。这个项目将为京东方生产尺寸为 2940mm×3370mm、厚度仅为 0.5mm 的 10.5 代 Corning®EAGLE XG® Slim 玻璃基板。目前这个项目已成功点火，预计将于 2018 年第一季度前开始量产。

图 7：康宁合肥 10.5LCD 玻璃基板厂



数据来源：新材料在线，西南证券整理

图 8：京东方合肥 10.5 代线



数据来源：新材料在线，西南证券整理

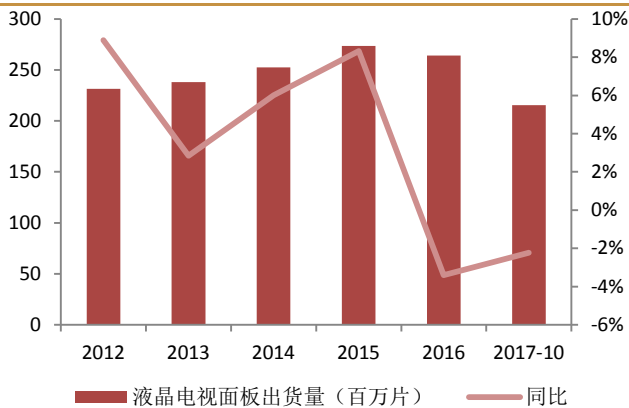
2 尺寸迭代带动大尺寸化加速，供需逐渐趋于平稳

2.1 大屏化时代来临，65 英寸或成新爆发点

尺寸迭代效应带动大尺寸化加速，65 英寸或成新爆发点

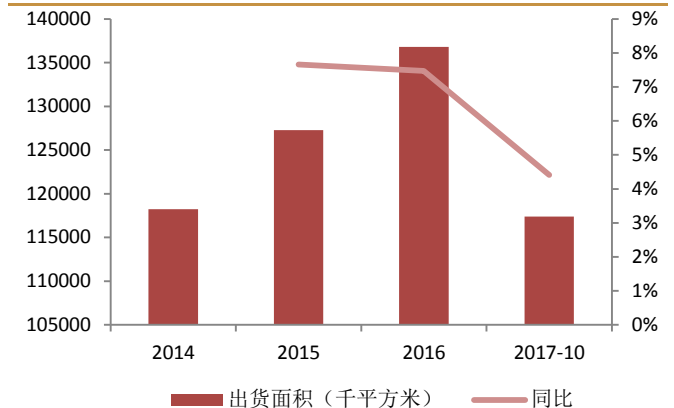
2016 年全球电视面板出货总量为 2.64 亿片，数量同比减少 3.4%，不过出货面积同比增长 7.5%，由此说明全球电视面板尺寸迭代效应带动的大尺寸化趋势继续。

图 9：2017 年液晶电视面板月度出货面积（单位：万平方米）



数据来源：Wind，西南证券整理

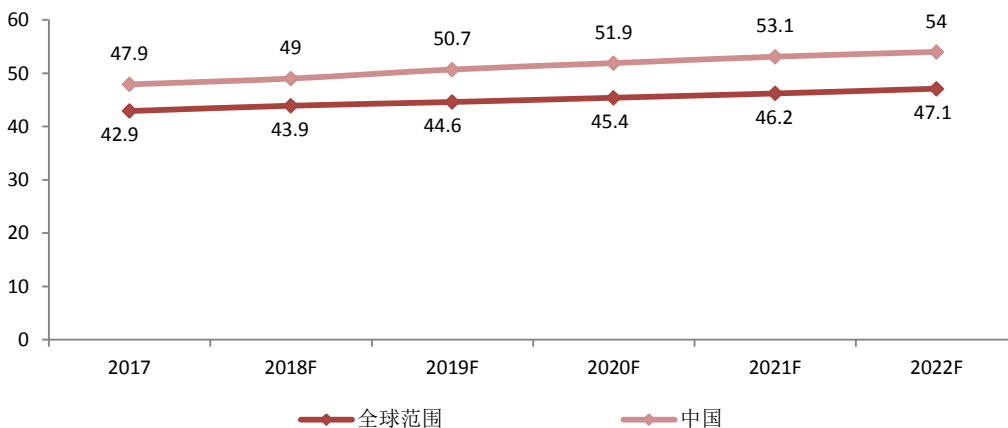
图 10：2017 年液晶电视面板月度出货量（单位：百万片）



数据来源：Wind，西南证券整理

据统计，2017 年中国液晶电视面板的平均预计可达到 47.9 英寸，高于全球平均尺寸 42.9 英寸，预计这一大尺寸化趋势仍将保持每年 1-1.5 英寸的增长，2022 年中国的平均尺寸预计将达到 54 英寸。

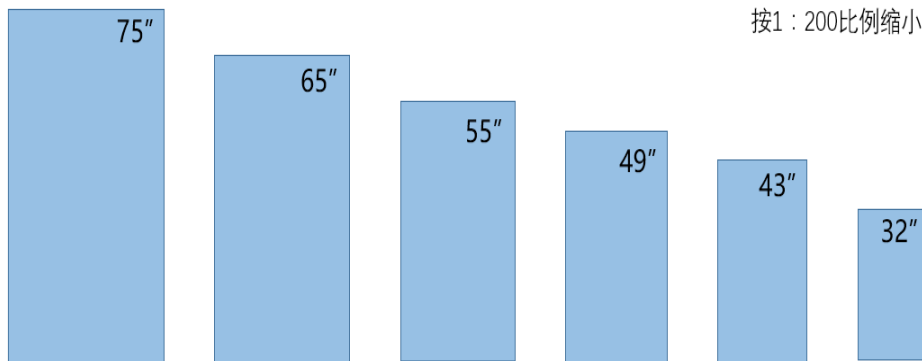
图 11：平均尺寸增长情况（单位：英寸）



数据来源：Witsview，西南证券整理

大屏化不仅是全球液晶电视市场，更是中国液晶电视市场的最显著的趋势。根据中怡康数据显示，2015 年中国液晶电视市场的主流尺寸还是 32 英寸，市场占比为 30% 左右，而 55 英寸及以上产品的市场占比不足 18%。在 2017 年上半年，32 英寸液晶电视机的市场份额只剩下 17%，而 55 英寸及以上产品占比则超过 30%。

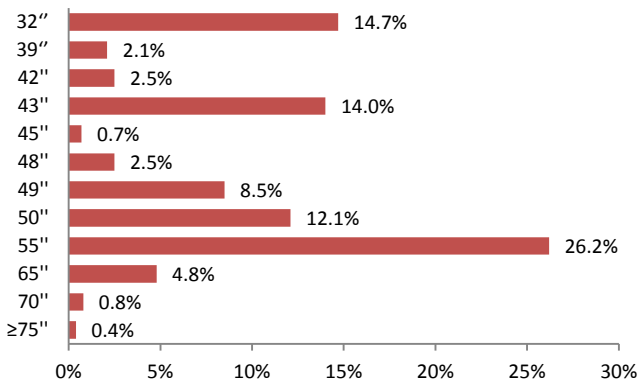
图 12: 各尺寸面板对比



数据来源: 西南证券

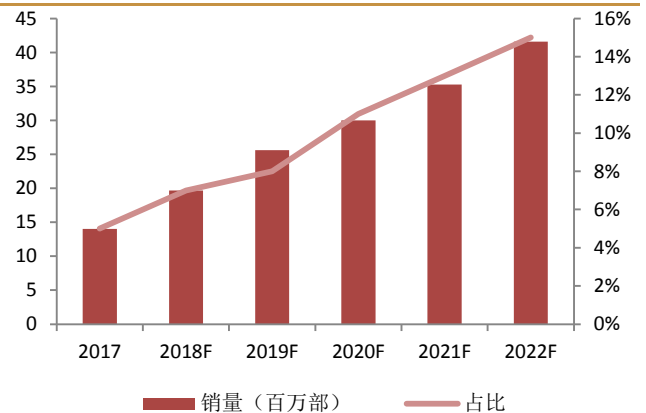
55 英寸继 2016 年成为市场销售冠军尺寸之后, 2017 年将继续领跑主流尺寸市场份额。但目前 55 英寸市场竞争激烈, 所有品牌均参与到 55 英寸竞争中, 行业均价不足 5000 元, 利润空间狭小。在 55 英寸成为常规尺寸之后, 市场需求将转向比 55 英寸更大且价格适中的尺寸, 目前 65 英寸是 55 英寸以上市场份额第一的尺寸, 大屏化和更高分辨率的要求将进一步带动 65 英寸乃至更大尺寸液晶面板的需求提升。预计未来 5 年市场上 60+英寸市场份额有望提升 10 个百分点到 15%。

图 13: 2017 年全渠道彩电主要尺寸零售份额预测



数据来源: 中怡康, 西南证券整理

图 14: 60+英寸销量预测及占比



数据来源: BOE, 西南证券整理

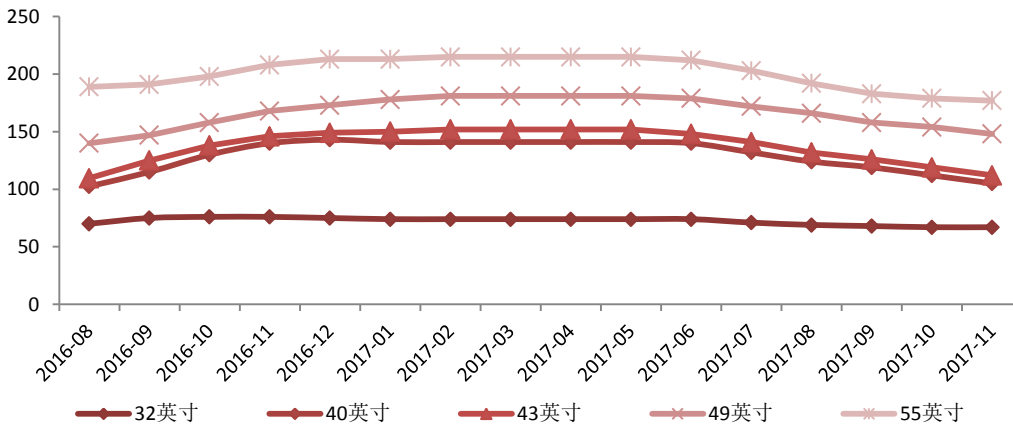
观察过去几年大世代面板产能去化的轨迹, 多依赖刺激更多大尺寸电视需求。因此, 未来随着更多 10.5 代线产能大量开出, 面板厂将更多以 65 英寸以上超大尺寸面板作为主力产品销售, 不断引导 65 英寸以上面板成为电视市场的主流产品。京东方 10.5 代厂已锁定在 65 英寸和 75 英寸超大尺寸电视面板, 台韩面板厂今年也已提早布局, 提升今年 65 英寸出货量至 1100 万片, 75 英寸出货量则达 160 万片, 年增长高达 123.6%。

成本压力带动需求转移至更大尺寸

2016 年 4 月至 2017 年 5 月, 面板经历了历时 14 个月的涨价周期。2017 年上半年, 40-43 英寸产品较去年同期的谷底攀升近 7 成, 超过品牌获利的临界点, 因此需求开始转往利润空间更大的更大尺寸, 2017 年上半年整体出货平均尺寸较 2016 年同期成长 1.7 寸, 达到 44.7 寸。进入下半年以来, 液晶电视面板价格连续 6 个月下跌, 加上开始进入欧美及中

国一系列节假日促销的备货高峰期，拉抬 2017 年 9 月液晶电视面板出货量创下今年单月出货量新纪录，达 2440 万片、1300 万平方米。

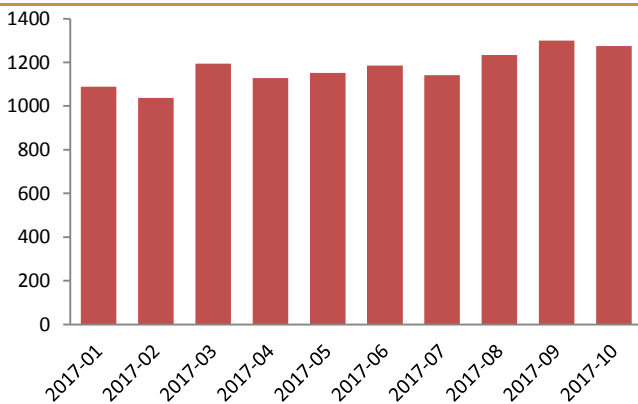
图 15: 不同尺寸液晶电视面板单价 (单位: 美元/片)



数据来源: Wind, 西南证券整理

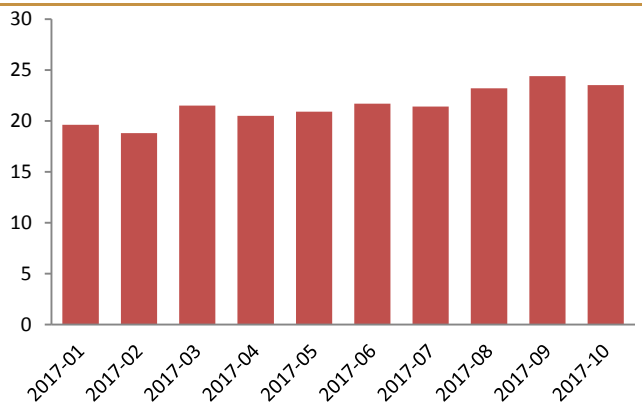
面板价格的下降速度快于预期，尤其是超大尺寸电视面板，预计超大尺寸面板，如 65 英寸和 75 英寸，需求将会更高。京东方 2018 年 10.5 代线的量产也将进一步刺激大尺寸电视需求。

图 16: 2017 年液晶电视面板月度出货面积 (单位: 万平方米)



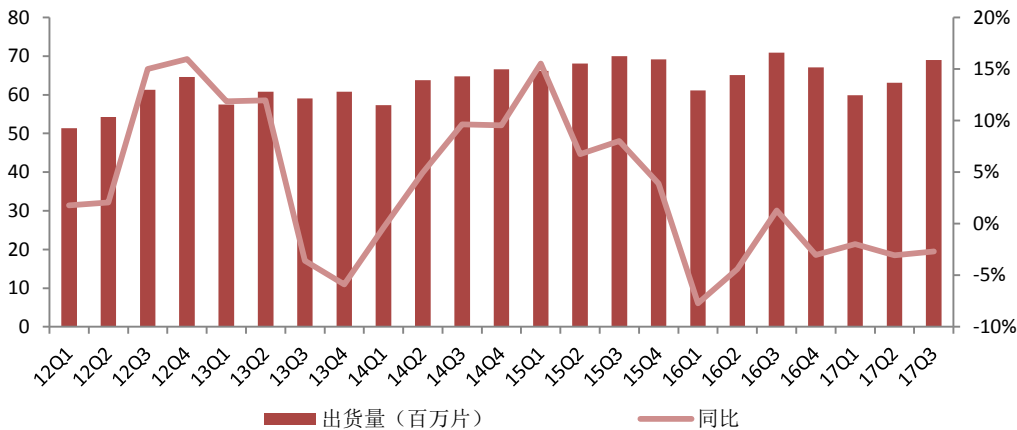
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17: 2017 年液晶电视面板月度出货量 (单位: 百万片)



数据来源: Wind, 西南证券整理

受价格下跌及旺季需求拉动，2017 年三季度液晶面板季度出货量 6900 万片，基本回到 2015 年三四季度峰值水平。2018 年面板供需将继续增加，IHS Markit 预计 2018 年面板需求将会因冬季奥运会和 FIFA 世界杯而增长，而旧面板厂的持续转型与重整动作以及新厂爬坡是否顺利将是影响供需平衡的关键。

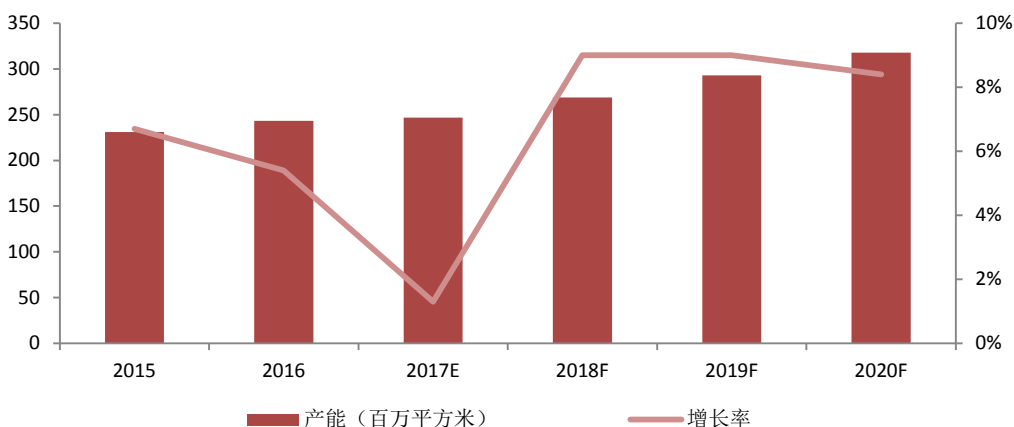
图 18: 液晶电视面板季度出货量


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.2 大尺寸液晶面板产能提升, 中国 2017 年登顶世界第一

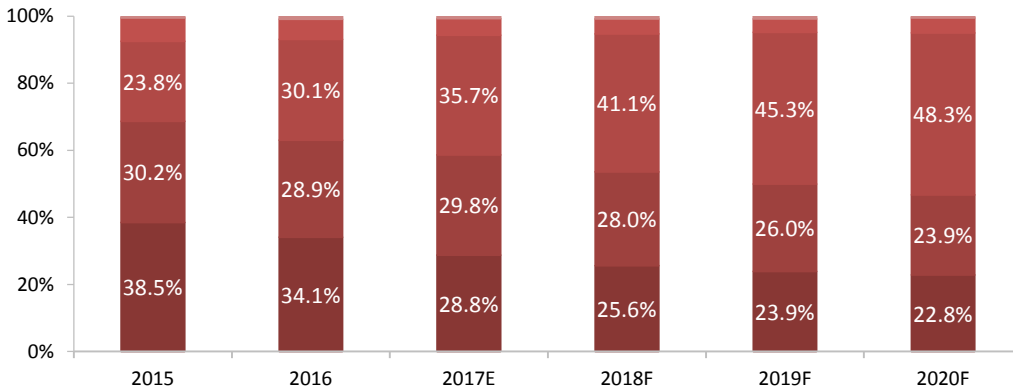
随着显示技术的不断升级和发展, 液晶面板的大尺寸化和超高清化已经成为行业显而易见的发展趋势。过去几年, 面板行业一直在培育大尺寸电视机的需求, 随着越来越多的 10.5 代设备投入大规模生产, 行业将会推动 65 英寸以上面板成为电视市场的主流产品, IHS Markit 预计 FPD 市场的这个高端区段市场需求量将扩大 2.5 倍, 在 2022 年达到约 4000 万台。

据 WitsView 预计, 受韩厂收敛产能影响, 2017 年全球大尺寸面板产能增速有所放缓, 预计仅为 1.3% 左右, 为近两年增幅最低。但随着 2018 年京东方 10.5 代线量产, 以及后续多条 10.5 代线产能陆续开出, 大尺寸液晶面板产能面积将快速增长, 预期 2018-2020 年大尺寸面板产能面积增长率将达到每年 8%-9% 的速度, 至 2020 年大尺寸液晶面板总面积将达 3.18 亿平方米。

图 19: 全球大尺寸液晶产能 (面积) 变化


数据来源: WitsView, 西南证券整理

从大尺寸液晶面板产能的地区分布来看，中国正在逐渐成为全球第一大尺寸液晶面板制造国。据 WitsView 数据显示，到 2017 年底，中国大尺寸液晶面板产能将占据全球 35.7% 的份额，超越传统大尺寸液晶面板制造大国韩国。到 2020 年，中国在全球产能中所占的份额将从 2016 年的 30.1% 增至近一半。相较之下，韩国的份额则会从 2016 年全球领先的 34.1% 降至 2017 年的 28.8%。

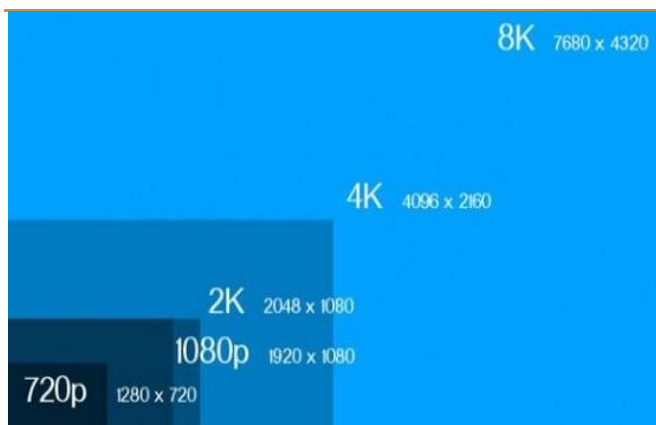
图 20: 各地区大尺寸液晶面板产能（面积）份额


数据来源: WitsView, 西南证券整理

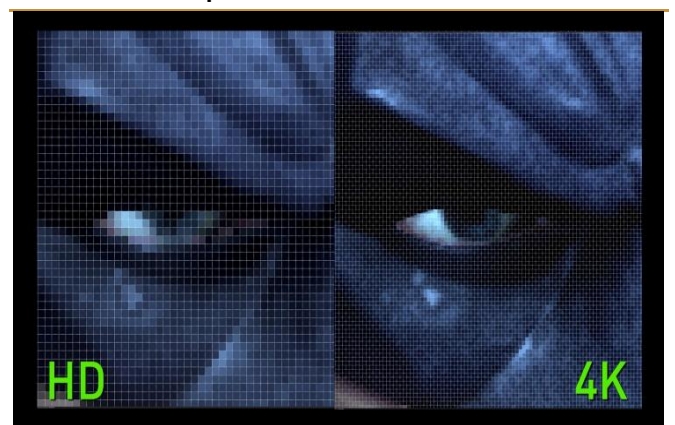
3 8K 时代来临，大屏 LCD 仍是主流

3.1 京东方 10.5 代线提前投产 8K 面板

和大尺寸面板同时崛起的还有 4K、8K 这两种超高分辨率技术。4K 分辨率曾经是高端产品和小众产品的代名词，但是随着显示技术的发展，4K 电视在中国市场的渗透率快速提高。2013 年中国液晶电视市场上开始出现 4K 电视，根据中怡康数据，当年零售量为 107 万台，渗透率为 2.1%。到 2016 年，4K 电视零售量已经快速增加到 2334 万台，渗透率达到了 44.9%。2017 年前三季度，4K 电视的渗透率已经增长到 57.2%，全年渗透率有望达到六成。

图 21: 不同分辨率对比


数据来源: Digiarty, 西南证券整理

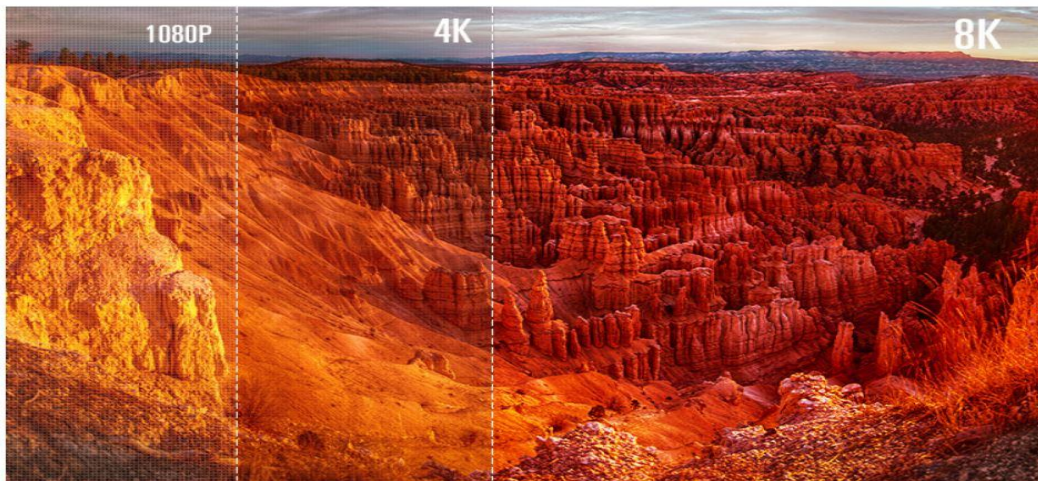
图 22: 4k 与 1080p 画质对比


数据来源: 4K 网, 西南证券整理

助推 4K 电视在国内快速流行的首要因素是消费者对更高画质的需求。因为人眼对于识别像素密度的阈值有限，4K 分辨率在中小尺寸屏幕的画质表现和较低分辨率的画质并没有明显区别。因此目前中小尺寸电视仍然以 1080p 和 2K 为主。但在 49 英寸及以上的大尺寸液晶电视中，应用了 4K 技术的电视占据了市场地位上的绝对优势。根据中怡康的数据，2016 年 49 英寸及以上尺寸段 4K 零售量渗透率达 76.9%，2017 年 1-8 月 4K 零售量渗透率达至 90.1%。尤其是在中国市场，消费者倾向于在确定电视尺寸后，购买预算内拥有最高分辨率的电视。这一消费习惯进一步助推了 4K 分辨率在中国市场的快速渗透。

在 4K 分辨率从怀疑中走向成功之后，面板厂商又将目光投向了 8K 分辨率。对于画质而言，如果同样面积的屏幕上承载的像素点越多，那么显示出来的图像的细腻度与精度也就越高。同样，如果电视尺寸变大，为了保持和原尺寸同样的画质，那么更大的电视的分辨率也必须更高。这就是电视从 720p 到 1080p，从 1080p 到 4K 的升级源动力。随着 100 英寸以上超大电视的出现和技术的进步，8K 分辨率也变得更加有必要性和可行性。从 2016 年开始，8K 电视开始出现在市场上。

图 23：不同分辨率画质对比



数据来源：夏普，西南证券整理

2017 年 8 月 31 日，夏普发布了全球首款消费级 8K 电视夏普旷视 AQUOS，售价 68888 元。2017 年 9 月 7 日，京东方也展示了全系列的 8K 面板产品，包括 27 英寸、65 英寸、75 英寸、98 英寸以及 110 英寸的 8K 电视面板产品。LG 也在三季度的电话会议中表达了对 8K 技术的兴趣。这都说明了电视制造商和面板厂商对 8K 的信心。

虽然 8K 前景看好，而且日本奥运会预计将使用 8K 分辨率转播，但是目前超大尺寸 8K 电视的市场规模非常小，还处在市场拓展阶段。除了京东方今年投产的全球第一条 10.5 代产线之外，到 2021 年国内还有另外 3 条超高世代面板产线将进入良率爬坡或满产状态。这些超高世代产线的经济切割尺寸集中在 55 寸以上。根据设计产能测算，年度新增大尺寸面板供应量将达到 3000 万片，接近 2016 年的 3.5 倍。这些新增的大尺寸面板产能将进一步降低大尺寸电视的价格，帮助 4K 和 8K 电视的渗透率提升和市场拓展。

更高分辨率的需求增长同时伴随着更大尺寸的协同需求增长。以电视为例，假定观看距离为 2.5 米，2K 分辨率的适宜尺寸是小于 40 寸，4K 分辨率的适宜尺寸是小于 60 寸，而 8K 分辨率的适宜尺寸是 65 寸及以上。更大尺寸更高分辨率会带来更强的临场体验感以及更好的用户体验，也就更受消费者欢迎。

图 24：主要供应商不同尺寸 8K 电视推出时间表

尺寸	西南电子	三星	LG	京东方	华星光电	中电熊猫	友达	夏普	群创
31.5"			2017 上市						
55"				2017 上市					
65"		2017 上市	2017 上市	2016 上市	2016 上市	2017 上市	2017 上市	2018 上市	2016 上市
70"								2017 上市	
75"					2017 上市				2017 上市
85"					2017 上市		2017 上市	2016 上市	2017 上市
98"		2017 上市	2016 上市			2017 上市			
100"									2017 上市

数据来源：IHS，西南证券整理

另外 8K 在实际使用中也遇到了一些问题。主要的问题是目目前 8K 的节目内容非常少。但是日本 NHK 电视台在 2016 年已经正式开始试播 8K 分辨率的节目，并且计划在 2020 年东京奥运会采用 8K 转播。另外郭台铭也计划投资制造 8K 节目摄制所使用的相关器材，希望能帮助增加采用 8K 分辨率的节目数量。鸿海精密旗下的子公司也已经完成专门针对 8K 高画质影像处理所使用的系统单芯片（SoC），未来可能会被应用在夏普的 8K 电视上。未来随着多条 10.5 代产线投产，65 英寸及以上面板价格将下降，65 英寸电视有望加速渗透，重复当前 40~50 英寸电视产品的成功路径。8k 技术有望和 65 寸以上大尺寸电视一起成为高端电视产品的标配。

“8425”行动计划迎接 8K 时代，独有 ADSDS 超硬屏技术保驾护航

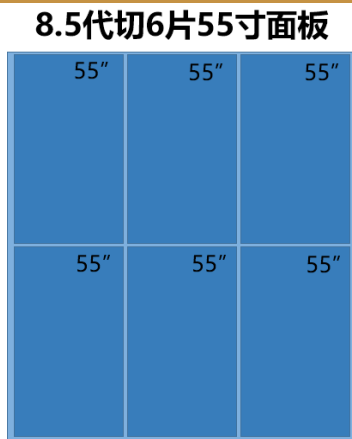
显示行业经历了 2K/4K 的成长和发展，目前 8K 进入市场的进程已明显加快。对此，京东方提出了“8425”行动计划，即：推广 8K，普及 4K，替代 2K，用好 5G。并在各个细分领域全面推进“8425”行动计划，推动信息交互端口的用户体验和全面升级。截至目前，京东方在 TV 领域已经从 HD/FHD 的 2K 时代一路升级，现在已逐渐实现 4K 显示的普及，接下来将重点推广 8K 产品。公司合肥 10.5 代线生产线主要生产 65 英寸以上 8K 超高分辨率液晶显示屏，设计产能为每月 12 万片玻璃基板。随着公司在合肥的全球首条 10.5 代线投产，再加上北京、合肥、重庆、福清 4 条 8.5 代线，公司将形成全球最大规模的 4K/8K 面板产线集群。

ADSDS 技术（Advanced Super Dimension Switch）即高级超维场转换技术，是京东方所特有的液晶面板技术，其主要特性为“超宽视角”、“硬屏”、“超强色彩表现力”、“超高速运动画面处理”等，广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、数字信息显示灯多个领域。

3.2 MMG 帮助公司提升基板利用率

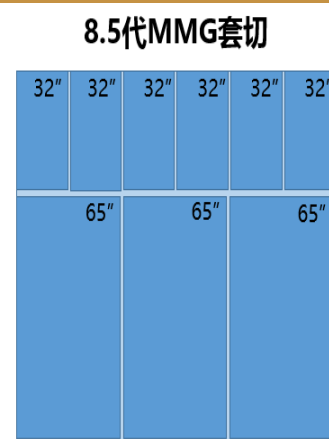
MMG 是 Multiple Model Glass 的缩写，意思是一块基板上有多种产品尺寸，也就是套切技术。套切技术是由三星在 2011 年发明的。当时三星希望能开发出一种尺寸在 40 英寸和 46 英寸之间的新面板，于是在其 8 代线工厂中开发出了一块基板同时切割出 43 英寸和 23 英寸两种面板的套切技术。然而，套切技术会增加每一片基板的处理时间，也就降低了产线的产能使用率，而且当时 MMG 技术并不成熟，生产良率不能令人满意，加上 43 英寸并不是当时的主流产品，这些因素都导致了三星的 43 英寸面板销售不力，MMG 技术也就没有得到广泛应用。

图 25: 8.5 代切 6 片 55 英寸面板



数据来源：西南证券

图 26: 8.5 代 MMG 套切



数据来源：西南证券

随着电视平均尺寸的增长，65 英寸电视成为了目前市场上炙手可热的高端产品。但是高涨的需求带来了产能不足的问题。目前各大面板厂商的最新产线大多是 8.5 代线，而 8.5 代线基板如果使用传统工艺只能生产 3 片 65 英寸面板，利用率严重不足。因此，各大厂商纷纷开始尝试套切技术，希望能在生产 65 英寸面板的同时提高基板利用率。目前的技术方案是使用 8.5 带线同时切割 65 英寸面板和 32 英寸面板。

另外国内的面板厂商也发展出了另外两种 MMG 切法。第一种是京东方的方案，同时生产 43 英寸的产品和 18.5 英寸的产品；第二种是华星光电的方案，同时生产 43 英寸和 23.6 英寸的产品。MMG 技术虽然可以提供生产特定尺寸面板时的切割效率，但整个生产过程会因为需要生产两种面板而拉长，单位时间的产线产量会下降。同时，采用 MMG 工艺后良率会下降，一般至少会下降 5%~6%，根据技术实力不同，最多的可能会下降 20%。在京东方的 10.5 代线投产后，MMG 技术同样可以被应用到 10.5 代线上，给京东方带来更多多样化的产品。

3.3 大屏 OLED 任重道远，大尺寸 LCD 仍是主流

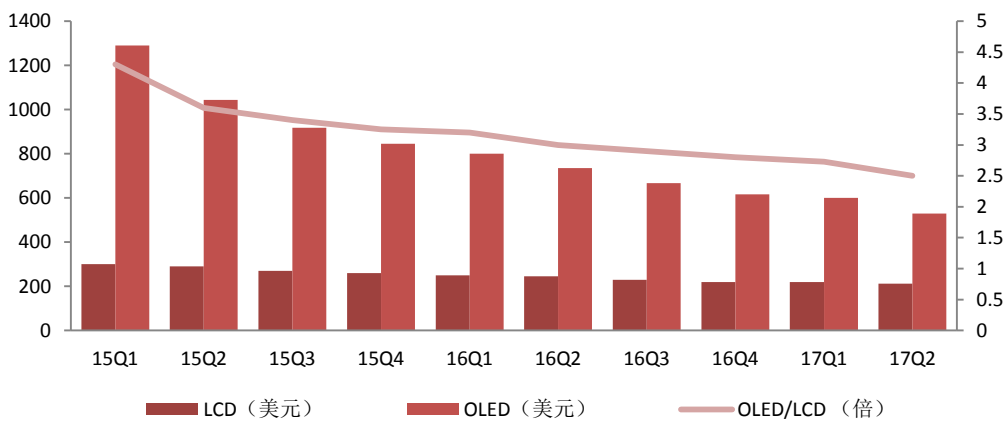
近年来，OLED 以其自身所具备的自发光、高对比、广色域、大视角、响应速度快、可实现柔性显示等一系列突出优点，而被认为是最具潜力的下一代新型平板显示技术。从市场表现来看，中小尺寸的 OLED 成长强劲，但大尺寸 OLED 目前仍处于市场导入期，大尺寸 LCD 生产线仍然是面板厂商和下游显示器件企业的主要选择。目前大尺寸 OLED 相较 LCD

优势并不明显，同时 OLED 的高生产成本以及大屏 LCD 在分辨率上的强大技术防线都构成了大屏 OLED 目前无法突破的障碍。

大尺寸 OLED 高成本高价格，仍处于市场导入期

以 IHS Markit 提供的 55 英寸 UHD 面板单位成本为例，2017 年二季度 55 英寸 OLED 电视面板的单位成本降到 582 美元的历史地位，预计到 2021 年一季度其成本可以进一步降到 242 美元。值得注意的是，虽然大尺寸 OLED 面板的成本呈下降趋势，但与同尺寸的 LCD 相比，仍有两倍以上成本价差，叠加主要用于电视生产的大尺寸 OLED 在功耗、厚度、柔性等方面优势并不突出，大屏 OLED 的成本劣势会被进一步放大。

图 27：55 英寸 UHD 电视面板生产成本对比



数据来源：IHS，西南证券整理

大尺寸 OLED 面板的高成本最终也反映在电视市价上，目前大尺寸 OLED 面板市场主要被 LGD 垄断，我们对比了市场上 LG 生产的同尺寸 OLED 电视和液晶电视的市场价格，发现 OLED 电视的市场价格仍然保持在同尺寸液晶电视单价的 2-3 倍以上。根据彩电行业规律，3 倍以上价差处于形象期；2-3 倍价差进入导入期，会有 10% 的消费者选择这个新产品；1.5 倍价差是发展期；1.2 倍价差则是替代期。目前来看，LCD 仍是大尺寸显示面板的主流选择。

OLED 难以突破的分辨率技术障碍

作为大尺寸 OLED 面板的唯一供应商，LGD 早在 2013 年就成功量产大屏 OLED 供货电视面板，并在 2015 年量产了分辨率 UHD 等级（超高清，通称 4K）的大屏 OLED，但 2017 年以来，LGD 大屏 OLED 的分辨率一直停留在 4K，LGD 的研发方向主要转向追求更高的透明度。这主要是由于 LGD 原本采用的技术工艺已达极限，要想进一步突破 OLED 分辨率等级，LGD 必须革新生产工艺。

图 28: 底发光结构


数据来源: 西南证券

图 29: 顶发光结构


数据来源: 西南证券

目前 OLED 主流采取底发光结构的技术工艺, 由于底发光结构的光线朝薄膜晶体管(TFT)方向发散, 而通过 TFT 时亮度会降低且造成较多的电力损耗, 因而底发光结构具有发光效率低、亮度低等缺陷。底发光结构中 TFT 所在位置的画素排列易受到影响, 分辨率有一定的限制, 因而目前大屏 OLED 分辨率仍停留在 UHD (4K) 阶段。突破 OLED 分辨率限制的方法之一是采用发光效率比底部发光的光效利用率高 30% 以上的顶部发光技术。顶发光结构目前的技术难点主要在于如何平衡电阻增加、电流流动与阴极厚度之间的关系。

在大尺寸液晶电视 4K 渗透率逐年提升之后, 8K 已经成为更多液晶面板厂商的主要着力点。随着夏普、京东方先后推出消费级 8K 面板产品, 8K 分辨率已经成为大屏 OLED 的一个重要关卡。目前 LGD 的产线中只有坡州 P10 厂第三阶段大屏 OLED 才会导入顶发光技术, 目前 P10 厂这一阶段的规划投产时间定于 2019 年, 因而短期来看, 若 OLED 无法突破 8K 分辨率的技术关卡, 大屏 OLED 仍将被大屏 LCD 阵营压制。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 随着 LCD 面板价格的趋稳以及公司 AMOLED 产线的陆续投产, 公司显示器件业务产能未来两年保持 25% 左右增长。下游液晶电视需求的大尺寸化趋势以及智能手机 OLED 替代趋势确定, 公司 10.5 代 LCD 产线和成都 AMOLED 产线作为国内率先投产产线, 2018 年产能消化有保证。公司毛利率从 2016 年四季度开始提升, 2017-2019 年毛利率维持在 24%、25%、26%;

假设 2: 公司目前智能制造产线 2018 年全部投产, 智慧零售业务持续增长, 智慧系统业务毛利率未来三年保持在 9% 的水平;

假设 3: 公司目前投建的数字综合医院与健康产业园区基本在 2018 年之后投入运营, 公司的智慧健康业务近三年维持 50% 左右的毛利率。

未来三年, 显示器件业务仍然贡献公司 70% 以上的营业收入, 公司智慧系统和智慧健康业务将在未来 5-10 年进入快速放量期, 基于此, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 6: 分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位: 百万元)		2016A	2017E	2018E	2019E
显示器件业务	收入	61207.03	86301.91	107877.39	134846.74
	增速	40.17%	41.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	16.96%	24.00%	25.00%	26.00%
智慧系统业务	收入	12503.06	18129.44	25381.21	35533.70
	增速	42.39%	45.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	8.53%	9.00%	9.00%	9.00%
智慧健康业务	收入	907.23	1088.68	1306.41	1567.69
	增速	9.79%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	55.44%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	收入	1835.27	2202.32	2642.79	3171.35
	增速	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	98.94%	99.00%	99.00%	99.00%
抵消	收入	-7556.93	-10658.29	-13322.86	-16653.58
	收入比率	-12.35%	-12.35%	-12.35%	-12.35%
	成本比率	-12.01%	-12.01%	-12.01%	-12.01%
合计	收入	68895.66	97064.06	123884.94	158465.90
	增速	41.69%	40.89%	27.63%	27.91%
	毛利率	17.87%	22.96%	23.34%	23.67%

数据来源: 公司公告, 西南证券

4.2 相对估值

随着公司合肥 10.5 代线于 2017 年 12 月底投产以及成都第 6 代柔性 AMOLED 生产线在 10 月底提前量产, 公司显示器件业务将在未来两年保持 25% 左右的高速增长, 此外, 公司 DSH 战略布局也有望在未来几年逐步放量, 我们预计公司 2018 年 EPS 为 0.30 元。我们选取了公司所在显示行业主要竞争对手作为估值参考, 分别为深天马 A、华东科技、视源股份, 参考同行业公司的估值和公司近三年的增长预期, 公司作为国内面板行业绝对龙头, 给予一定估值溢价, 我们给予公司 2018 年 28 倍估值, 对应目标价 $0.30 \times 28 = 8.5$ 元, 维持“买入”评级。

表 7: 可比公司估值情况

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
深天马 A	20.41	0.81	1.17	1.44	25.25	17.49	14.18
华东科技	2.52	0.03	0.08	0.09	75.68	30.92	26.92
视源股份	71.05	2.08	2.78	3.52	34.13	25.57	20.21
平均值		0.97	1.34	1.68	45.02	24.66	20.43
中位数		0.81	1.17	1.44	34.13	25.57	20.21

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	68895.66	97064.06	123884.94	158465.90	净利润	2045.17	8446.55	11166.99	15247.23
营业成本	56585.70	74778.70	94970.47	120957.08	折旧与摊销	10373.52	11804.21	14043.29	16062.83
营业税金及附加	459.26	558.93	749.07	959.31	财务费用	2299.12	2045.79	2582.64	3200.73
销售费用	1984.36	2620.73	3344.89	3961.65	资产减值损失	1594.49	1345.00	1345.00	1345.00
管理费用	5618.44	6988.61	8919.72	11092.61	经营营运资本变动	3296.81	-3697.60	-389.04	-2767.25
财务费用	2299.12	2045.79	2582.64	3200.73	其他	-9535.82	-1596.87	-1446.77	-1487.30
资产减值损失	1594.49	1345.00	1345.00	1345.00	经营活动现金流净额	10073.29	18347.09	27302.11	31601.24
投资收益	151.01	150.00	150.00	150.00	资本支出	-21505.35	-20000.00	-20000.00	-20000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2989.58	-661.62	-815.17	-793.51
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-24494.93	-20661.62	-20815.17	-20793.51
营业利润	505.29	8876.31	12123.15	17099.53	短期借款	-175.01	-4916.97	0.00	0.00
其他非经营损益	2007.10	1501.45	1596.35	1633.17	长期借款	13543.97	25000.00	20000.00	20000.00
利润总额	2512.40	10377.75	13719.50	18732.70	股权融资	12.46	0.00	0.00	0.00
所得税	467.23	1931.20	2552.51	3485.47	支付股利	-351.53	-288.32	-1376.41	-1821.59
净利润	2045.17	8446.55	11166.99	15247.23	其他	13111.21	-2284.76	-230.33	-1159.70
少数股东损益	162.60	400.00	600.00	800.00	筹资活动现金流净额	26141.09	17509.95	18393.26	17018.72
归属母公司股东净利润	1882.57	8046.55	10566.99	14447.23	现金流量净额	13172.07	15195.43	24880.20	27826.44
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	58152.82	64585.95	84878.25	136993.99	成长能力				
应收和预付款项	19173.21	23214.36	30249.44	39307.41	销售收入增长率	41.69%	40.89%	27.63%	27.91%
存货	7833.14	11781.50	14789.74	19301.58	营业利润增长率	-47.02%	1656.66%	36.58%	41.05%
其他流动资产	5882.66	11402.68	13193.18	17454.21	净利润增长率	24.85%	313.00%	32.21%	36.54%
长期股权投资	1356.11	1356.11	1356.11	1356.11	EBITDA 增长率	24.97%	72.46%	26.50%	26.48%
投资性房地产	1192.93	1224.11	1218.13	1215.78	获利能力				
固定资产和在建工程	102955.84	95599.45	86829.59	77163.00	毛利率	17.87%	22.96%	23.34%	23.67%
无形资产和开发支出	3334.84	2683.79	2032.75	1381.71	三费率	14.37%	12.01%	11.98%	11.52%
其他非流动资产	5253.47	6052.48	6986.48	7894.67	净利率	2.97%	8.70%	9.01%	9.62%
资产总计	205135.01	217900.43	241533.68	302068.46	ROE	2.22%	8.44%	10.16%	12.36%
短期借款	4916.97	0.00	0.00	0.00	ROA	1.00%	3.48%	3.90%	4.52%
应付和预收款项	17224.03	22582.29	28723.28	36648.04	ROIC	2.53%	8.55%	10.65%	13.96%
长期借款	49885.17	49885.17	49885.17	79885.17	EBITDA/销售收入	19.13%	23.41%	23.21%	22.95%
其他负债	41092.80	45334.40	53036.08	62220.45	营运能力				
负债合计	113118.96	117801.86	131644.53	178753.66	总资产周转率	0.39	0.43	0.47	0.51
股本	35153.07	34798.40	34798.40	34798.40	固定资产周转率	1.03	1.25	1.37	1.61
资本公积	39031.36	39386.03	39386.03	39386.03	应收账款周转率	5.64	5.39	5.43	5.34
留存收益	4754.20	12512.43	21703.01	34328.65	存货周转率	6.82	6.88	6.63	6.68
归属母公司股东权益	78699.99	86382.50	95573.08	108198.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.94%	—	—	—
少数股东权益	13316.07	13716.07	14316.07	15116.07	资本结构				
股东权益合计	92016.06	100098.57	109889.15	123314.79	资产负债率	55.14%	58.79%	61.65%	63.42%
负债和股东权益合计	205135.01	217900.43	241533.68	302068.46	带息债务/总负债	57.25%	59.41%	59.35%	58.40%
					流动比率	2.20	2.71	2.81	2.85
					速动比率	2.01	2.44	2.55	2.58
					股利支付率	18.67%	3.58%	13.03%	12.61%
					每股指标				
					每股收益	0.05	0.23	0.30	0.42
					每股净资产	2.64	2.88	3.16	3.54
					每股经营现金	0.29	0.53	0.78	0.91
					每股股利	0.01	0.01	0.04	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	13177.93	22726.31	28749.08	36363.08					
PE	103.14	24.13	18.38	13.44					
PB	2.11	1.94	1.77	1.57					
PS	2.82	2.00	1.57	1.23					
EV/EBITDA	15.02	8.70	6.68	5.05					
股息率	0.18%	0.15%	0.71%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn