

京东方 A (000725.SZ)

收入保持高增长，底部继续提升市占率

收入端持续增长，行业地位持续增强。环比看，19Q3 主流尺寸仍在下降，9 月份以来价格逐渐筑底，京东方收入端同比、环比均继续上行，说明出货量仍在增长。主要放量的是合肥 B9 的大尺寸 LCD，以及成都 B7 开始出货 OLED，OLED 今年预期出货量 2000 万片，明年则起量。此外，2020 年，京东方绵阳 B11 的 OLED 以及武汉 B17 大尺寸 LCD 有望投产，收入端仍将持续增长。

单季度扣非净利润为负，行业已经处于底部。2019Q3 单季度实现归母净利润 1.84 亿，扣非归母净利润-8.40 亿元。公司单季度营业利润为-5.88 亿元。影响主要是毛利率下滑和资产减值。资产减值损失为 5.85 亿元，资产减值损失来自于 B9 为主，主要是因为 TV 面板价格跌幅较深，库存计提减值。

成本管控表现出色，进一步加大研发投入。公司 19Q3 单季度毛利率 11.81%，同比下降 6.44 个百分点，环比下降 4.12 个百分点。公司 19Q3 单季度期间费用率 12.47%，同比下降 3.90 个百分点，环比下降 0.95 个百分点。毛利率承压反映行业压力。公司在降低材料成本的同时，更积极实施成本管控，表现出色，销售、管理费用率均有下降，报告期内发行债券优化财务结构，主要增长来自于研发费用率。

长期看好京东方面板龙头地位，柔性 AMOLED 量产增厚利润。京东方在面板行业的地位长期崛起趋势不变，AMOLED 量产及新产线投放增厚公司业绩。面板行业的投资价值会逐渐显现。面板投资热潮已过，国内面板龙头京东方在全球的话语权逐渐提升，规模与日俱增，具备长期投资价值。我们预计公司 2019~2021 年分别实现归母净利润 26.74、42.28、76.74 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、全球贸易环境不确定性、可穿戴项目进展不及预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	93,800	97,109	114,313	133,594	165,173
增长率 yoy (%)	36.1	3.5	17.7	16.9	23.6
归母净利润(百万元)	7,568	3,435	2,674	4,228	7,674
增长率 yoy (%)	302.0	-54.6	-22.2	58.1	81.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.22	0.10	0.08	0.12	0.22
净资产收益率 (%)	7.5	2.4	1.0	3.5	6.0
P/E(倍)	18.0	39.6	50.9	32.2	17.7
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	光学光电子
前次评级	买入
最新收盘价	3.59
总市值(百万元)	124,926.25
总股本(百万股)	34,798.40
其中自由流通股(%)	97.30
30 日日均成交量(百万股)	179.66

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

研究助理 陈永亮

邮箱: chen Yongliang@gszq.com

相关研究

1、《京东方 A (000725.SZ): 供需回暖, 面板龙头投资价值渐显》2019-09-09



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	99,780	99,692	113,449	77,287	87,438
现金	57,129	51,482	59,632	17,571	16,417
应收账款	15,514	19,881	21,784	26,908	33,294
其他应收款	728	0	857	145	1,094
预付账款	587	771	828	1,040	1,269
存货	8,958	11,985	14,334	15,754	18,864
其他流动资产	16,865	15,574	16,014	15,870	16,499
非流动资产	156,328	204,336	217,416	229,057	255,919
长期投资	6,929	2,389	-2,153	-6,694	-11,235
固定投资	88,625	128,158	147,217	164,256	191,166
无形资产	2,983	5,938	6,139	6,391	6,636
其他非流动资产	57,792	67,852	66,213	65,104	69,353
资产总计	256,109	304,028	330,865	306,344	343,357
流动负债	49,736	62,228	102,794	91,344	132,806
短期借款	3,250	5,450	5,450	5,450	18,097
应付账款	16,206	22,214	26,068	29,127	34,378
其他流动负债	30,281	34,564	71,275	56,768	80,331
非流动负债	102,088	121,443	107,596	91,530	80,605
长期借款	88,940	105,069	91,221	75,155	64,230
其他非流动负债	13,148	16,374	16,374	16,374	16,374
负债合计	151,824	183,671	210,389	182,874	213,411
少数股东权益	19,474	34,501	32,989	33,032	33,109
股本	34,798	34,798	34,798	34,798	34,798
资本公积	38,586	38,213	38,213	38,213	38,213
留存收益	11,275	12,971	13,759	16,746	22,108
归属母公司股东收益	84,810	85,857	87,487	90,439	96,837
负债和股东权益	256,109	304,028	330,865	306,344	343,357

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	26,267	25,684	36,283	6,175	49,702
净利润	7,860	2,880	1,163	4,270	7,752
折旧摊销	11,945	13,917	15,696	19,395	23,924
财务费用	1,948	3,197	1,902	1,784	4,155
投资损失	-116	-307	-217	-230	-239
营运资金变动	3,130	4,535	17,751	-19,033	14,119
其他经营现金流	1,500	1,462	-12	-12	-10
投资活动净现金流	-59,062	-47,064	-28,547	-30,794	-50,538
资本支出	47,742	54,521	17,622	16,182	31,403
长期投资	-15,357	-1,608	4,542	4,541	4,541
其他投资现金流	-26,677	5,849	-6,383	-10,071	-14,593
筹资活动净现金流	32,925	15,567	414	-17,441	-12,965
短期借款	-1,667	2,200	0	0	0
长期借款	29,098	16,129	-13,847	-16,066	-10,925
普通股增加	-355	0	0	0	0
资本公积增加	-446	-372	0	0	0
其他筹资现金流	6,295	-2,390	14,261	-1,375	-2,040
现金净增加额	-1,442	-4,563	8,150	-42,061	-13,801

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	93,800	97,109	114,313	133,594	165,173
营业成本	70,282	77,306	97,151	111,061	127,781
营业税金及附加	708	779	873	1,035	1,281
营业费用	2,592	2,891	2,858	2,805	4,955
管理费用	7,247	4,959	9,945	11,088	14,866
财务费用	1,948	3,197	1,902	1,784	4,155
资产减值损失	2,230	1,240	1,372	1,603	2,478
公允价值变动收益	32	2	12	12	10
投资净收益	116	307	217	230	239
营业利润	9,674	4,008	440	4,459	9,906
营业外收入	180	169	1,180	1,200	500
营业外支出	113	55	78	77	74
利润总额	9,741	4,122	1,542	5,582	10,332
所得税	1,881	1,242	379	1,312	2,580
净利润	7,860	2,880	1,163	4,270	7,752
少数股东收益	293	-555	-1,511	43	78
归属母公司净利润	7,568	3,435	2,674	4,228	7,674
EBITDA	26,039	23,760	19,141	26,895	36,760
EPS (元/股)	0.22	0.10	0.08	0.12	0.22

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	36.1	3.5	17.7	16.9	23.6
营业利润 (%)	1814.5	-58.6	-89.0	912.4	122.2
归属母公司净利润 (%)	302.0	-54.6	-22.2	58.1	81.5
盈利能力					
毛利率 (%)	25.1	20.4	15.0	16.9	22.6
净利率 (%)	8.1	3.5	2.3	3.2	4.6
ROE (%)	7.5	2.4	1.0	3.5	6.0
ROIC (%)	5.7	3.2	1.2	2.7	4.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.3	60.4	63.6	59.7	62.2
净负债比率 (%)	42.4	53.7	49.7	70.9	72.2
流动比率	2.0	1.6	1.1	0.8	0.7
速动比率	1.8	1.4	1.0	0.7	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.35	0.36	0.42	0.51
应收账款周转率	5.9	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款周转率	4.7	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.10	0.08	0.12	0.22
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.48	0.82	1.04	0.18	1.43
每股净资产 (最新摊薄)	2.44	2.47	2.51	2.60	2.78
估值指标 (倍)					
P/E	18.0	39.6	50.9	32.2	17.7
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.2	10.5	12.7	10.1	7.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

收入保持高增长，底部继续提升市占率.....	4
风险提示.....	5

图表目录

图表 1: 公司季度营业收入.....	4
图表 2: 公司季度归母净利润.....	4
图表 3: 公司季度利润率.....	5
图表 4: 公司存货周转天数.....	5

收入保持高增长，底部继续提升市占率

京东方 2019 年三季度报正式发布，我们详细解读公司三季度报，提炼财报核心亮点如下：

2019 年 1~9 月公司实现营业收入 857.22 亿元，同比上升 23.40%；实现归母净利润 18.52 亿元，同比下降 45.18%；实现扣非归母净利润-1.89 亿元，同比下滑 110.13%。

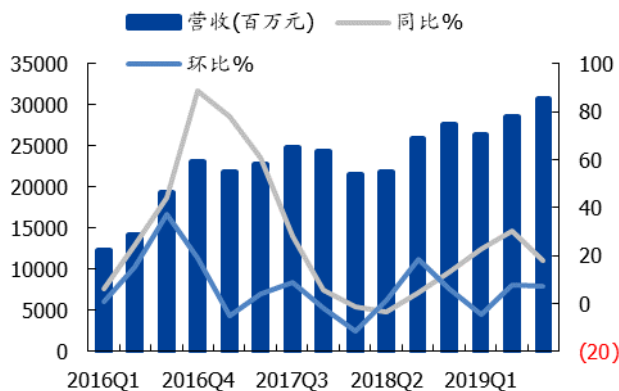
2019Q3 单季度公司实现营业收入 306.82 亿元，同比上升 18.05%；实现归母净利润 1.84 亿元，同比下降 54.49%；实现扣非归母净利润-8.40 亿元，同比下滑 332.16%。

收入端持续增长，行业地位持续增强。环比看，19Q3 主流尺寸仍在下降，9 月份以来价格逐渐筑底，京东方收入端同比、环比均继续上行，说明出货量仍在增长。主要放量的是合肥 B9 的大尺寸 LCD，以及成都 B7 开始出货 OLED，OLED 今年预期出货量 2000 万片，明年则起量。此外，2020 年，京东方绵阳 B11 的 OLED 以及武汉 B17 大尺寸 LCD 有望投产，收入端仍将继续增长。

单季度扣非净利润为负，行业已经处于底部。2019Q3 单季度实现归母净利润 1.84 亿，扣非归母净利润-8.40 亿元。公司单季度营业利润为-5.88 亿元。影响主要是毛利率下滑和资产减值。资产减值损失为 5.85 亿元，资产减值损失来自于 B9 为主，主要是因为 TV 面板价格跌幅较深，库存计提减值。

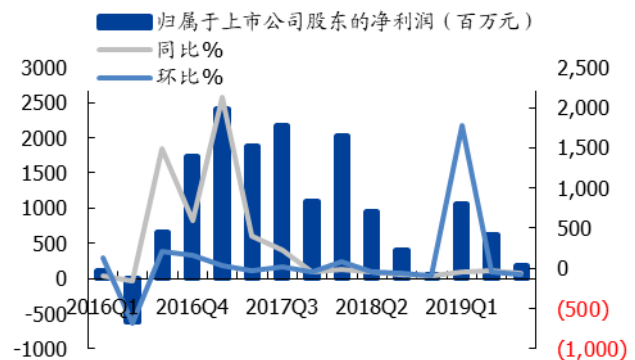
2019Q3 单季度，少数股东损益为-9.81 亿元，主要应该反映了公司持股 8.33%的合肥京东方显示（合肥 10.5 代线）。根据公司债券说明书，合肥京东方显示 2019H1 亏损 5.25 亿元。此外该少数股东损益还部分反映绵阳 6 代线和武汉 10.5 代线的贡献情况，这两条产线目前仍处于建设期，公司在建工程从去年年底的 564 亿增长至 19Q3 的 761 亿，主要是新项目建设进度增加，尤其是绵阳 6 代线柔性 OLED 以及武汉 10.5 代线 LCD 投入增加。此外，报告期内，公司受让合肥鑫晟（合肥 8.5 代线运营主体）15.38%的股权，受让完成后合肥鑫晟成为公司全资子公司。

图表 1: 公司季度营业收入



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

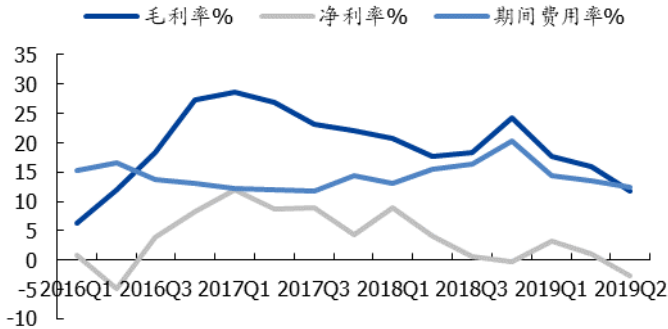
图表 2: 公司季度归母净利润



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

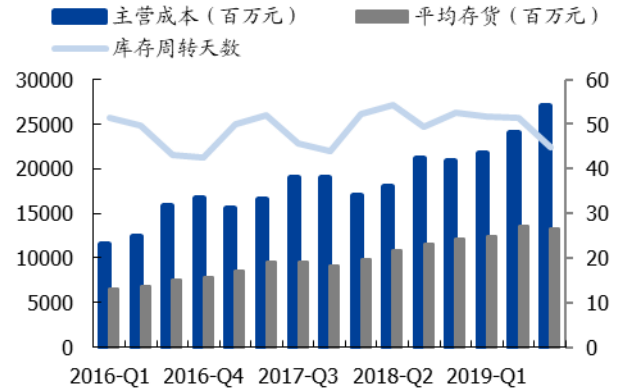
成本管控表现出色，进一步加大研发投入。公司 19Q3 单季度毛利率 11.81%，同比下降 6.44 个百分点，环比下降 4.12 个百分点。公司 19Q3 单季度期间费用率 12.47%，同比下降 3.90 个百分点，环比下降 0.95 个百分点。毛利率承压反映行业压力。公司在降低材料成本的同时，更积极实施成本管控，表现出色，销售、管理费用率均有下降，报告期内发行债券优化财务结构，主要增长来自于研发费用率。

图表 3: 公司季度利润率



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 4: 公司存货周转天数



资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

长期看好京东方面板龙头地位，柔性 **AMOLED** 量产增厚利润。京东方在面板行业的地位长期崛起趋势不变，AMOLED 量产及新产线投放增厚公司业绩。面板行业的投资价值会逐渐显现。面板投资热潮已过，国内面板龙头京东方在全球的话语权逐渐提升，规模与日俱增，具备长期投资价值。我们预计公司 2019~2021 年分别实现归母净利润 26.74、42.28、76.74 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧: 下游终端市场增速放缓，触显模组行业竞争有可能加剧，导致行业利润率下滑。

全球贸易环境不确定性: 受全球贸易环境不确定性影响，下游需求可能较为疲弱，影响行业景气度。

可穿戴项目进展不及预期: 可穿戴市场逐步兴起，可能存在市场成长速度不及预期，也可能存在项目建设和新品量产进度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com