

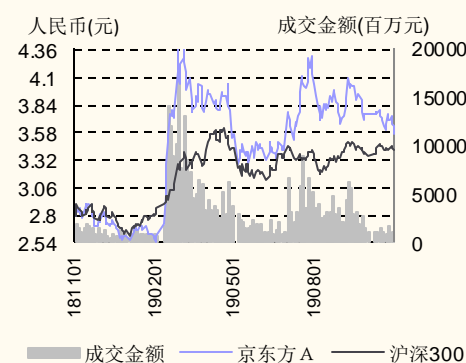
京东方A (000725.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 3.57 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	347.98
已上市流通A股(亿股)	338.60
总市值(亿元)	1,242.30
年内股价最高最低(元)	3.80/3.57
沪深300指数	3887
深证成指	9635



面板价格下跌拖累获利下滑，静待行业拐点出现

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.217	0.099	0.098	0.177	0.324
每股净资产(元)	2.44	2.47	2.54	2.68	2.96
每股经营性现金流(元)	0.77	0.74	0.75	0.98	1.24
市盈率(倍)	26.62	26.64	37.09	20.56	11.25
净利润增长率(%)	301.99%	-54.61%	-0.58%	80.38%	82.80%
净资产收益率(%)	8.92%	4.00%	3.56%	5.77%	9.11%
总股本(百万股)	34,798.40	34,798.40	34,798.40	34,798.40	34,798.40

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 京东方2019年三季度营收约307亿，同比增长18%，归母净利润仅为1.84亿，同比下滑约为54%。前三季度营收到857亿，增长23.4%，但是利润端受到面板价格下跌的影响，获利约为19亿，同比减少45%。

经营分析

- 电视面板价格三季度下跌拖累公司毛利率下滑：2019年3Q公司毛利率下滑了约4%，主要原因在于占比公司营收超过40%以上的电视面板价格下跌幅度近5%。毛利率的下滑进一步拖累公司营业利润率在近三年首次转负，降至-1.9%。对于以大尺寸电视面板为主的显示面板厂商都经历了艰难的一个季度，行业龙头LGD今年Q3毛利率降至5.2%，营业利润率降至-7.5%，台湾面板龙头友达光电获利更加严峻，毛利率和营业利润率分别下滑至-0.4%和-7.8%。
- 公司柔性OLED产能持续开出，助力华为折叠手机Mate X顺利上市：作为国内首家具备柔性OLED屏幕量产能力的厂商，京东方成为10月底已经上市的华为折叠手机的独家供应商。公司成都柔性OLED产线已经顺利量产，绵阳产线仍在产能爬坡，还有2条在规划中，2018-2025年公司柔性OLED产能增速(CAGR)高达50%，预计到2025年公司在全球手机OLED面板市场份额有望达到22%，仅次于三星的38%。
- 韩厂8.5/7.5代LCD产线退出决心已定，明年2Q的东京奥运会备货期有望拉动行业逐渐复苏：“韩厂退大陆进”成为显示面板行业发展的确定性趋势，今年韩厂龙头LGD已经连续三个季度亏损，预计P7和P8产线将于明年初转换为OLED产线，经过这一轮行业产能洗牌，京东方在今年将超过LGD成为全球出货面积最大的显示面板厂商。除了供给收缩，电视机厂在今年4季度完成库存清理后将进入2020年1Q和2Q连续两个备货旺季，面板价格拐点有望出现在明年Q1或者Q2。

盈利调整及投资建议

- 我们下调2019-2021年营收幅度分别为10%，11%和9%，归母净利润下调幅度较大，分别下调至34亿，62亿和113亿，调整幅度分别为29%，39%和28%。我们认为随着这一轮行业产能洗牌结束，京东方作为全球面板龙头将受益行业集中度的进一步提升，维持公司“买入”评级。

风险提示

- 韩厂LGD和三星关厂进度延后；明年Q1和Q2需求不及预期。

相关报告

- 1.《上半年“增收不增利”，下半年行业“关厂减产”成主旋律-京东方...》，2019.8.27
- 2.《向全球“领导者”进发的中国面板之王-京东方深度研究报告》，2019.5.21

范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	68,896	93,800	97,109	116,848	172,732	217,322	货币资金	58,153	57,129	51,482	56,728	54,700	68,431
增长率		36.1%	3.5%	20.3%	47.8%	25.8%	应收款项	18,465	17,075	22,992	20,911	31,257	39,326
主营业务成本	-56,586	-70,282	-77,306	-98,588	-142,427	-175,060	存货	7,833	8,958	11,985	13,370	17,384	21,367
%销售收入	82.1%	74.9%	79.6%	84.4%	82.5%	80.6%	其他流动资产	6,591	16,618	13,234	11,887	13,282	14,576
毛利	12,310	23,518	19,803	18,259	30,305	42,263	流动资产	91,042	99,780	99,692	102,897	116,623	143,700
%销售收入	17.9%	25.1%	20.4%	15.6%	17.5%	19.4%	%总资产	44.4%	39.0%	32.8%	29.3%	31.0%	34.9%
营业税金及附加	-459	-708	-779	-993	-1,555	-2,065	长期投资	3,172	9,085	4,407	4,457	4,457	4,457
%销售收入	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	固定资产	102,956	139,387	184,581	228,321	238,847	246,873
营业费用	-1,984	-2,592	-2,891	-2,687	-4,318	-4,998	%总资产	50.2%	54.4%	60.7%	65.0%	63.5%	59.9%
%销售收入	2.9%	2.8%	3.0%	2.3%	2.5%	2.3%	无形资产	3,680	3,560	7,203	7,139	7,075	7,206
管理费用	-5,618	-7,247	-9,999	-10,867	-13,819	-16,299	非流动资产	114,093	156,328	204,336	248,177	259,679	268,356
%销售收入	8.2%	7.7%	10.3%	9.3%	8.0%	7.5%	%总资产	55.6%	61.0%	67.2%	70.7%	69.0%	65.1%
息税前利润 (EBIT)	4,248	12,971	6,134	3,712	10,614	18,900	资产总计	205,135	256,109	304,029	351,074	376,302	412,056
%销售收入	6.2%	13.8%	6.3%	3.2%	6.1%	8.7%	短期借款	8,601	12,359	11,048	57,202	49,055	45,647
财务费用	-2,299	-1,948	-3,197	-2,037	-2,355	-2,231	应付款项	29,420	32,796	46,981	47,345	62,843	77,112
%销售收入	3.3%	2.1%	3.3%	1.7%	1.4%	1.0%	其他流动负债	3,418	4,581	4,200	4,605	5,971	8,515
资产减值损失	-1,594	-2,230	-1,240	-327	-132	-114	流动负债	41,440	49,736	62,228	109,152	117,868	131,274
公允价值变动收益	0	32	2	0	0	0	长期贷款	49,885	78,974	94,780	97,780	102,780	106,780
投资收益	151	116	307	100	100	100	其他长期负债	21,794	23,115	26,663	14,800	15,806	16,821
%税前利润	6.0%	1.2%	7.4%	2.9%	1.2%	0.6%	负债	113,119	151,824	183,671	221,732	236,454	254,876
营业利润	505	9,674	4,008	3,447	8,226	16,656	普通股股东权益	78,700	84,810	85,857	95,841	106,747	123,680
营业利润率	0.7%	10.3%	4.1%	3.0%	4.8%	7.7%	少数股东权益	13,316	19,474	34,501	33,501	33,101	33,501
营业外收支	2,007	67	114	3	3	3	负债股东权益合计	205,135	256,109	304,029	351,074	376,302	412,056
税前利润	2,512	9,741	4,122	3,450	8,229	16,659	比率分析						
利润率	3.6%	10.4%	4.2%	3.0%	4.8%	7.7%							
所得税	-467	-1,881	-1,242	-1,035	-2,469	-4,998	每股指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	18.6%	19.3%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%	每股收益	0.054	0.217	0.099	0.098	0.177	0.324
净利润	2,045	7,860	2,880	2,415	5,760	11,661	每股净资产	2.239	2.437	2.467	2.536	2.682	2.959
少数股东损益	163	293	-555	-1,000	-400	400	每股经营现金净流	0.320	0.767	0.736	0.752	0.982	1.241
归属于母公司的净利润	1,883	7,568	3,435	3,415	6,160	11,261	每股股利	0.030	0.050	0.030	0.030	0.030	0.030
净利率	2.7%	8.1%	3.5%	2.9%	3.6%	5.2%	回报率						
							净资产收益率	2.39%	8.92%	4.00%	3.56%	5.77%	9.11%
							总资产收益率	0.92%	2.95%	1.13%	0.97%	1.64%	2.73%
							投入资本收益率	2.15%	5.08%	1.80%	0.90%	2.52%	4.24%
							增长率						
							主营业务收入增长率	41.69%	36.15%	3.53%	20.33%	47.83%	25.81%
							EBIT 增长率	17.12%	205.35%	-52.71%	-39.49%	185.94%	78.08%
							净利润增长率	15.05%	301.99%	-54.61%	-0.58%	80.38%	82.80%
							总资产增长率	34.43%	24.85%	18.71%	15.47%	7.19%	9.50%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	64.6	61.7	66.5	60.0	60.0	60.0
							存货周转天数	46.6	43.6	49.4	50.0	45.0	45.0
							应付账款周转天数	76.4	78.0	90.7	85.0	80.0	80.0
							固定资产周转天数	370.6	344.9	481.7	465.1	320.0	251.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	11.18%	42.36%	53.70%	76.96%	70.38%	54.26%
							EBIT 利息保障倍数	1.8	6.7	1.9	1.8	4.5	8.5
							资产负债率	55.14%	59.28%	60.41%	63.16%	62.84%	61.85%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,045	7,860	2,880	2,415	5,760	11,661
少数股东损益	163	293	-555	-1,000	-400	400
非现金支出	11,968	14,174	15,157	19,951	27,970	32,456
非经营收益	2,932	1,521	3,024	3,127	3,365	3,382
营运资金变动	-5,709	3,130	4,535	2,946	1,982	4,370
经营活动现金净流	11,236	26,685	25,596	28,439	39,078	51,870
资本开支	-30,488	-47,735	-54,422	-63,404	-39,297	-40,997
投资	2,690	-15,357	-1,608	-466	-1,000	-1,000
其他	864	3,570	2,165	100	100	100
投资活动现金净流	-26,935	-59,522	-53,865	-63,770	-40,197	-41,897
股权募资	4,500	9,851	4,294	7,433	5,940	6,925
债权募资	22,818	34,769	17,094	37,216	-2,147	1,592
其他	293	-9,831	-4,748	-4,071	-4,702	-4,759
筹资活动现金净流	27,612	34,789	16,640	40,577	-909	3,758
现金净流量	11,912	1,952	-11,628	5,247	-2,028	13,731

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	12	24
增持	0	1	2	3	4
中性	0	1	1	2	3
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.75	1.57	1.41	1.41

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-21	买入	3.39	5.78~5.78
2	2019-08-27	买入	3.88	5.78~5.78

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH