

京东方 A(000725) /

逆周期扩张提升收入，面板价格探底拖累利润

评级：增持(维持)

市场价格：3.59

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

分析师：傅盛盛

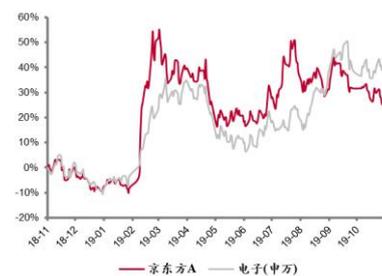
执业证书编号：S0740519090002

Email: fuss@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	348
流通股本(亿股)	339
市价(元)	3.59
市值(亿元)	1249
流通市值(亿元)	1216

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 中泰证券-电子行业-京东方 A 2Q19 点评：中报业绩符合预期，下半年建议关注海外产线调整-20190922
- 2 面板价格稳步反弹，Q3 经营业绩有望好转
- 3 下行周期盈利较好，OLED 进展顺利拓未来

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	93800	97109	110085	137896	168758
yoy	36.1%	3.5%	13.4%	25.3%	22.4%
净利润	7568	3435	2357	4172	9287
yoy	302.0%	-54.6%	-31.4%	77.0%	122.6%
每股收益(元)	0.22	0.10	0.07	0.12	0.27
净资产收益率	8.9%	4.0%	2.8%	5.0%	11.4%
P/E	16.51	36.37	53.00	29.94	13.45
PEG	0.05	-0.67	-1.69	0.39	0.11
P/B	1.47	1.46	1.46	1.49	1.53

备注：

投资要点

- 事件：近日公司发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 857.22 亿元，同比增长 23.4%，营业利润 11.29 亿元，同比下滑 70.4%，实现归母净利润 1 8.52 亿元，同比-45.18%，扣非净利润-1.89 亿元，同比-110.13%，符合预期。
- **3Q19 单季度收入 306.83 亿元，同比增速 18.1%，主要来源于合肥 10.5 代产线贡献。**合肥 10.5 代线在 2018 年初投产，设计产能 120K/月，主要生产 65 寸、75 寸以上面板。今年上半年该产线已经实现满产，因此三季度产能相较去年同期有较大增长，带动了公司收入增长。
 - **面板价格继续探底，拖累公司利润率。**三季度，面板价格继续探底，其中，32 寸面板价格从 6 月份的 41 美元下滑到了 9 月份的 32 美元。受此影响，3Q19 公司毛利率环比下滑 4.1 个百分点至 11.8%，同比下行 6.5pcts，创 2Q16 以来新低。3Q19 单季度营业利润自 2Q16 以来出现首次亏损 5.88 亿元。
 - **在建工程处于高位、存货周转率有所改善。**3Q19 在建工程 760.99 亿元，创历史新高，主要是武汉 G10.5、成都 G6、绵阳 G6 等产线。面板行业属于投资驱动型行业，公司逆周期扩张是建立竞争优势的关键。三季度存货周转率 249.9%，较二季度的 199.2%和 3Q18 的 213.4%均有所改善。
 - **维持“增持”评级。**面板价格持续下跌，主要面板厂商均出现了不同程度亏损，迫于竞争和盈利压力，海外企业纷纷谋求转型。三星 SDC 和 LGD 均表示打算陆续将 LCD 产线向 OLED 转型。作为全球面板大厂，三星和 LGD 的转型预计将对行业供给带来较大改善。不过考虑到海外产线调整进度低于此前预期，我们将公司 2019-2021 年的利润预测由之前的 27.10、56.70 和 99.79 亿元下调为 23.57、41.72 和 92.87 亿元，对应 PE 为 53.0x、29.9x 和 13.4x，维持“增持”评级。
 - **风险提示事件：**国内厂商新产能释放低于预期；海外产线调整延期；面板下游需求低于预期。

表 1: 财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	99692	107652	101037	111526	营业收入	97109	110085	137896	168758
货币资金	51482	54476	53920	53699	营业成本	77306	90240	111972	132284
应收款项	22847	24547	30373	37746	营业税金及附加	779	816	1056	1299
存货	11985	12814	15917	19069	销售费用	2891	3163	4034	4893
其他流动资产	13378	15815	827	1013	管理费用	4959	4641	5753	6988
非流动资产	204336	236959	267785	295378	研发费用	5040	6605	8274	10125
长期股权投资	2389	1993	1993	1994	财务费用	3197	2481	2542	2740
固定资产	184581	217837	248900	276730	资产减值损失	1240	1629	1629	1629
无形资产及其他	5938	5700	5463	5225	其他收益	2001	2001	2001	2001
资产总计	304028	344611	368821	406904	投资收益	307	211	259	235
流动负债	62228	100446	124225	163005	营业利润	4008	2738	4904	11049
短期借款及交易性金融负债	11048	47145	58057	83834	营业外净收支	114	91	102	97
应付款项	22805	24144	29722	35269	利润总额	4122	2828	5007	11145
其他流动负债	28376	29157	36446	43902	所得税	1242	852	1509	3359
非流动负债	121443	123961	126514	129167	净利润	2880	1976	3498	7786
长期借款	94780	94780	94780	94780	归属于母公司净利润	3435	2357	4172	9287
应付债券	10289	10289	10289	10289	少数股东损益	-555	-381	-674	-1501
其他非流动负债	16374	18892	21445	24099	每股收益	0.10	0.07	0.12	0.27
负债合计	183671	224407	250739	292173					
股本	34798	34798	34798	34798	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
归属于母公司所有者权益合计	85857	85621	83972	81671	净利润	3435	2357	4172	9287
少数股东权益	34501	34583	34111	33060	资产减值准备	(990)	725	284	268
所有者权益合计	120357	120204	118083	114731	折旧摊销	13775	16177	20795	24090
负债和股东权益总计	304028	344611	368821	406904	公允价值变动损失	(1240)	(1629)	(1629)	(1629)
					财务费用	3197	2481	2542	2740
					营运资本变动	6066	398	21763	5214
					其它	1373	(642)	(756)	(1319)
关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E	经营活动现金流	22420	17385	44630	35912
收入增长	4%	13%	25%	22%	资本开支	(58780)	(48291)	(50276)	(50322)
净利润增长率	-55%	-31%	77%	123%	其它投资现金流	17	0	0	0
毛利率	20%	18%	19%	22%	投资活动现金流	(54223)	(47895)	(50277)	(50322)
EBIT Margin	6%	4%	5%	8%	权益性融资	4294	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	20%	22%	负债净变化	15806	0	0	0
ROIC	4%	3%	4%	6%	支付股利、利息	(5806)	(2593)	(5821)	(11588)
ROE	4%	3%	5%	11%	其它融资现金流	1862	36097	10912	25777
ROS	3%	2%	3%	6%	融资活动现金流	26156	33504	5091	14190
AT	32%	32%	37%	41%	现金净变动	(5647)	2994	(556)	(221)
EM	253%	287%	312%	355%	货币资金的期初余额	57129	51482	54476	53920
每股红利	0.17	0.07	0.17	0.33	货币资金的期末余额	51482	54476	53920	53699
EPS	0.10	0.07	0.12	0.27	企业自由现金流	(34654)	(28490)	(2963)	(11818)
P/E	36.37	53.00	29.94	13.45	权益自由现金流	(16986)	3857	3481	8908
P/B	1.46	1.46	1.49	1.53					
EV/EBITDA	15.50	16.80	13.61	11.19					

资料来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。