

京东方 A (000725) /

行业景气向上，面板龙头王者归来

评级：买入(上调)

市场价格：

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

分析师：傅盛盛

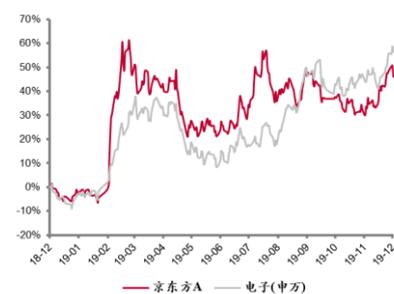
执业证书编号：S0740519090002

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)	4.11
市值(百万元)	1416
流通市值(百万元)	1392

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 LCD 价格企稳，OELD 蓄势待发
- 2 京东方 A-OLED 新引擎动力强劲，LCD 利基市场稳定增长

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	114786	157015	188134
yoy	36.1%	3.5%	18.2%	36.8%	19.8%
净利润	7568	3435	2424	6361	11127
yoy	302.0%	-54.6%	-29.4%	162.4%	74.9%
每股收益(元)	0.22	0.10	0.07	0.18	0.32
净资产收益率	8.9%	4.0%	2.8%	7.7%	13.8%
P/E	18.39	40.52	57.42	21.88	12.51
PEG	0.06	-0.74	-1.95	0.13	0.17
P/B	1.64	1.62	1.63	1.68	1.73

备注：股价采用 2019 年 12 月 11 日收盘价

投资要点

- **周期性行业，产业波动与供需增速缺口显著正相关。**过去十年，主要面板企业盈利波动剧烈，LCD 面板产业经历了三轮大的周期变动。产业波动与供需增速缺口显著正相关。液晶周期源于面板产能和需求边际变化，过去 10 年液晶电视面板销量增速和面板产能增速差值与 LGD、群创、友达三家的 EBITDA 平均利润率正相关，且基本保持同步。
- **供需边际向好，2020 年面板行业望拐头向上。**供给方面，即使有国内新产线开出，三星和 LGD 产能调整计划将改善明年 LCD 行业整体供给。需求方面，TV 面板需求占比最大，欧洲杯和奥运会赛事的举办以及智慧屏的推出有望加快 TV 换机周期的启动。通过对全球 LCD 面板行业的供需的测算，我们判断 2020 年面板行业有望迎来新一轮景气周期。
- **行业景气向上叠加产能扩张，LCD 业绩弹性大。**京东方是全球 LCD 面板龙头企业，2019 年其 TFT-LCD 产能占全球比重达到 18.4%，位列全球第一。行业景气向上将显著改善公司 LCD 毛利率水平。以 2019 年前三季度财务数据为基数，在 LCD ASP 分别上升 5%、10%、15%、20% 情况下，公司 LCD 业务毛利率预计将上升至 17.9%、21.6%、25.0% 和 28.2%。1Q20 武汉 10.5 代线的量产有望进一步增加公司 LCD 业务的业绩弹性。
- **产能良率爬升顺利，AMOLED 业务开始贡献业绩。**目前公司成都、绵阳 AMOLED 量产顺利，并成功进入华为 Mate Pro 系列屏幕供应商名单，今年 AMOLED 出货量已经超千万片。我们认为，明年随着产能良率持续爬升，5G 换机潮的开启，公司 AMOLED 出货量预计将实现翻倍增长。参考 Techinsights 估算的 iPhone 11 Pro Max 66.5 美金左右的屏幕单价，我们预计明年公司 AMOLED 整体收入将超过 300 亿元，利润贡献有望超预期。
- **上调京东方 A 至“买入”评级。**通过对全球 LCD 面板行业的供需分析，我们判断 2020 年面板行业有望迎来新一轮景气向上周期。作为全球 LCD 面板龙头企业，行业景气向上使公司业绩向上弹性大。此外，公司 AMOLED 产能良率爬坡和客户开拓顺利，明年出货量有望大增并开始贡献利润。我们预计公司 2019-2021 年的利润为 24.2、63.6 和 111.3 亿元，上调京东方 A 至“买入”评级。
- **风险提示：**LGD 产能调整低于预期；明年 TV 销量低于预期；明年 AMOLED 智能手机需求疲软；京东方 AMOLED 产能良率爬坡低于预期风险。

目录

1 2020 年面板产业望迎拐点	- 4 -
1.1 周期性行业，产业波动与供需增速缺口显著正相关	- 4 -
1.2 供给改善：行业持续低迷，韩厂转型收缩产能	- 5 -
1.3 需求增长：体育赛事大年叠加智慧屏刺激 TV 换机潮	- 7 -
1.4 供需边际向好，2020 年面板行业望景气向上	- 8 -
2 京东方：全球面板龙头受益行业反转	- 9 -
2.1 全球显示面板龙头厂商	- 9 -
2.2 持续十六年投资，规模优势明显	- 10 -
2.3 LCD：产能扩张叠加行业景气向上，业绩弹性大	- 11 -
2.4 AMOLED：产能良率顺利爬升，明年开始贡献业绩	- 11 -
2.5 智慧物联+智慧医工：布局未来	- 12 -
3 投资建议与风险提示	- 13 -
3.1 投资建议	- 13 -
3.2 风险提示	- 14 -
附录 1：公司业务拆分预测	- 15 -
附录 2：公司财务报表预测	- 16 -

图表目录

图 1: 面板产业呈现明显的周期性波动特征	- 4 -
图 2: 液晶周期背后的产业逻辑	- 5 -
图 3: 产业波动与供需缺口显著正相关	- 5 -
图 4: 国内面板企业盈利能力高于海外企业	- 6 -
图 5: 3Q19 LGD 营业亏损创十年新高, 十亿 KRW.....	- 6 -
图 6: 不同应用对 LCD 面板需求占比	- 7 -
图 7: 全球 TV 出货量预计, 百万台	- 8 -
图 8: 全球 LCD 电视面板季度同比增速预测	- 8 -
图 9: 需求中性假设前提下, LGD 三种产能调整情景模式下的供需缺口预测	- 8 -
图 10: 京东方历史收入情况, 百万元	- 9 -
图 11: 2018 年, 京东方分业务收入占比.....	- 9 -
图 12: 京东方股权结构	- 9 -
图 13: 五大主流应用领域 LCD 出货量均保持全球第一	- 10 -
图 14: 2012-2018, 京东方毛利率均处于行业领先地位.....	- 10 -
图 15: 京东方 LCD 产能和销量预计, 千平方米.....	- 11 -
图 16: 2019 年开始京东方 LCD 产能占比已经居全球第一	- 11 -
图 17: 采用 AMOLED 屏的苹果、华为、OPPO 和 VIVO 旗舰机	- 12 -
图 18: 不同屏幕在手机中的占比	- 12 -
图 19: 京东方柔性 AMOLED 产能预测, 百万片 6.5 寸屏.....	- 12 -
图 20: APPLE iPhone 11 Pro Max 物料成本, 美元	- 12 -
图 21: 京东方智慧物联布局.....	- 13 -
图 22: 智慧医工的移动健康业务	- 13 -
图 23: 智慧医工的健康服务业务	- 13 -
图 24: 京东方股价和扣非净利润对比图.....	- 14 -
表 1: 韩厂产能调整影响测算, 千平方米.....	- 6 -
表 2: 京东方产线整理.....	- 10 -
表 3: 京东方 LCD 毛利率弹性测算.....	- 11 -
表 4: 可比公司估值	- 14 -

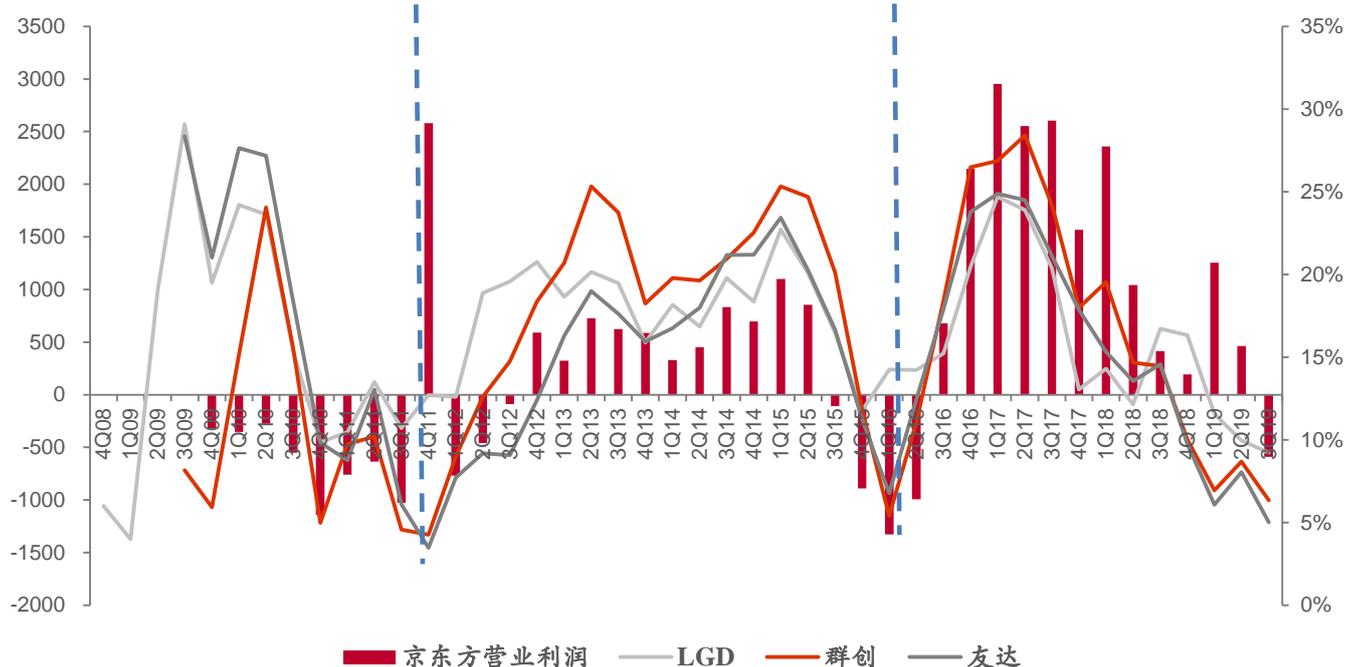
1 2020 年面板产业望迎拐点

面板行业是典型的周期行业，其产业波动与供需增速缺口显著正相关。在 LCD TV 面板需求增速中性假设及 LGD 三种产能调整情景模式下，我们均得出 2020 年需求供给增速缺口将向上的观点。参考历史上该数据和面板行业 EBITDA 利润率的同步波动性，我们判断 2020 年面板行业有望迎来新一轮景气向上周期。

1.1 周期性行业，产业波动与供需增速缺口显著正相关

液晶面板行业是典型的周期性行业。过去十年，主要面板企业盈利波动剧烈，LCD 面板产业经历了三轮大的周期变动。液晶周期背后的产业逻辑在于，先驱企业开拓了液晶显示产品的应用，创造出对液晶显示的市场需求；当产品被市场接受后，一时的供不应求带来价格上涨，企业盈利大增，现有企业加大资本开支扩大投资，并吸引一批新进入者；新投资带来的产能迅速扩大导致生产过剩、价格下降，造成产业衰退；价格下降一方面使企业亏损，老旧产能退出，另一方面带来需求扩大，供需状况开始好转，并引发新一轮的产业投资。

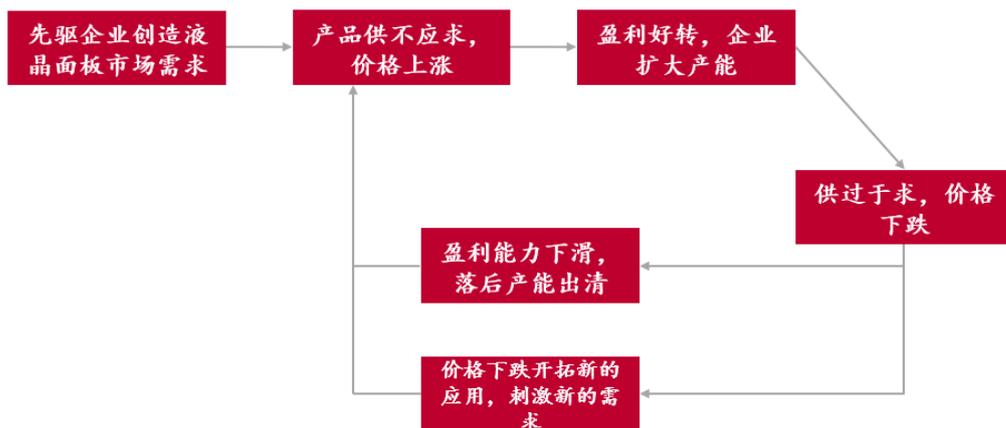
图 1：面板产业呈现明显的周期性波动特征



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

注：左轴为京东方营业利润（百万元），右轴为 LGD、群创、友达的 EBITDA 利润率

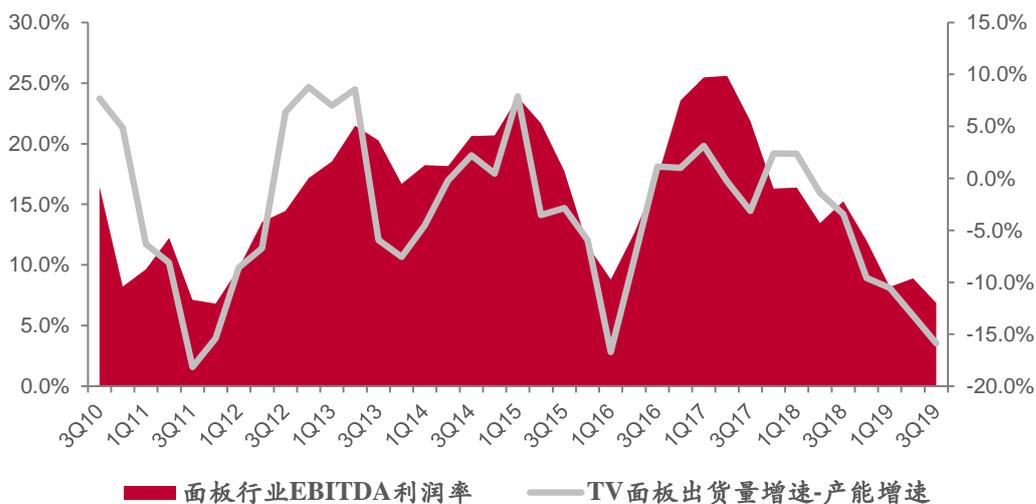
图 2：液晶周期背后的产业逻辑



资料来源：《光变》，中泰证券研究所

产业波动与供需增速缺口显著正相关。液晶周期源于面板产能和需求边际变化，过去 10 年液晶电视面板销量增速和面板产能增速差值与 LGD、群创、友达三家的 EBITDA 平均利润率正相关，且基本保持同步。因此，我们可以通过预测未来面板产能和 TV 面板需求增速变化来把握面板周期。

图 3：产业波动与供需缺口显著正相关



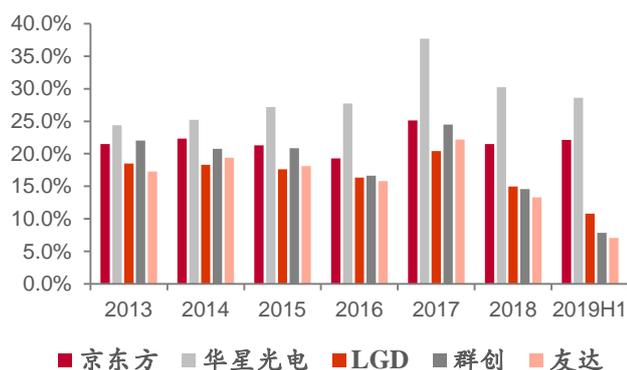
资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

注：面板行业 EBITDA 利润率采用 LGD、友达、群创三家企业的历史平均数

1.2 供给改善：行业持续低迷，韩厂转型收缩产能

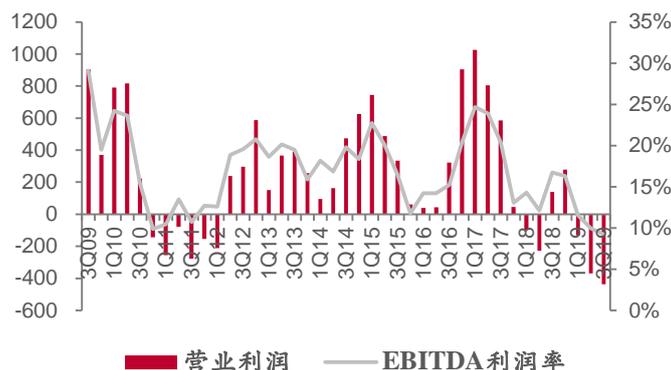
行业持续低迷，韩国面板厂商积极谋求转型。随着国内高世代产线的持续开出，2018、2019 年行业整体产能过剩，面板价格持续下跌。全球面板企业盈利下滑严重，LGD、友达、群创 EBITDA 利润率已经接近甚至低于 2011 和 2016 年周期底部。盈利压力以及国内面板厂商的激进投资，迫使三星和 LG Display 积极向 OLED 转型。三星已于 3Q19 对 L8-1 产线部分停产调整，3Q19 开始 LGD 也加快了产能调整进度。

图 4：国内面板企业盈利能力高于海外企业



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

图 5：3Q19 LGD 营业亏损创十年新高，十亿 KRW



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

韩厂调整改善 2020 年 LCD 面板供给状况。根据 IHS 数据，Samsung Display 在 3Q19 关停了 8.5 代厂的 125K 的每月产能，并将其翻新为尖端的量子点(QD)面板生产线。LG Display 也从四季度开始加快了产能调整进度，预计三条 TFT-LCD Gen 8.5 生产线其中之一将于 4Q19 停产，明年年初有望完全停止 P8-2 产线的生产。供给增量方面主要包括 2019 年新开产线的爬坡和 2020 年新开产线。我们按照 LGD 不同关厂情景测算 2020 年产能如下：

表 1：韩厂产能调整影响测算，千平方米

类别	产线	量产/关闭时间	设计产能	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
新增产能	华东科技成都 G8.6	2018Q2	120	5753	6282	6282	6282	6282	6282	6282	6282
	华星光电 T6 深圳 G11	2019Q1	90	297	892	1783	2675	2675	2675	2675	2675
	惠科滁州 G8.6	2019Q2	120	0	529	1057	1586	2114	2114	2114	2114
	信利国际 G5	2019Q3	140	0	0	129	257	386	515	601	601
	鸿海广州 G10.5	2020Q2	90	0	0	0	0	0	892	1783	2675
	惠科绵阳 G8.6	2020Q1	120	0	0	0	0	0	529	1057	1586
	京东方 B12 武汉 G10.5	2020Q1	120	0	0	0	0	892	1783	2675	3567
情景一产能调整乐观	三星 L8-1	2019Q3 关 125K	195	3218	3218	1073	1073	1073	1073	1073	1073
	LGD P8	2020Q1 关 267K	315	4401	4401	4401	4401	0	0	0	0
	产能同比新增			9910	9837	6607	5875	-247	542	3536	4299
	全球 LCD 产能 yoy			15.3%	14.8%	9.6%	8.2%	-0.3%	0.7%	4.7%	5.6%
情景二产能调整中性	三星 L8-1	2019Q3 关 125K	195	3218	3218	1073	1073	1073	1073	1073	1073
	LGD P8	2020Q1 关 137K	315	4401	4401	4401	4401	2140	2140	2140	2140
	产能同比新增			9910	9837	6607	5875	1881	2670	5664	6427
	全球 LCD 产能 yoy			15.3%	14.8%	9.6%	8.2%	2.5%	3.5%	7.5%	8.3%
情景三产能调整悲观	三星 L8-1	2019Q3 关 125K	195	3218	3218	1073	1073	1073	1073	1073	1073
	LGD P8	2020 年不关厂	315	4401	4401	4401	4401	4401	4401	4401	4401
	产能同比新增			9910	9837	6607	5875	4153	4942	7936	8699
	全球 LCD 产能 yoy			15.3%	14.8%	9.6%	8.2%	5.6%	6.5%	10.5%	11.3%

资料来源：Bloomberg、各公司公告，中泰证券研究所测算

乐观情况下，假设三星关停 L8-1 125K，LGD 1Q20 关闭 P8 产线，我们测算 2020 年单季度全球 LCD 产能增速分别为-0.3%、0.7%、4.7%和 5.6%。

中性情景下，假设三星关停 L8-1 125K，LGD 于 1Q20 关停 1/2 P8 产线，我们测算 2020 年单季度产能增速分别为 2.5%、3.5%、7.5%和 8.3%。

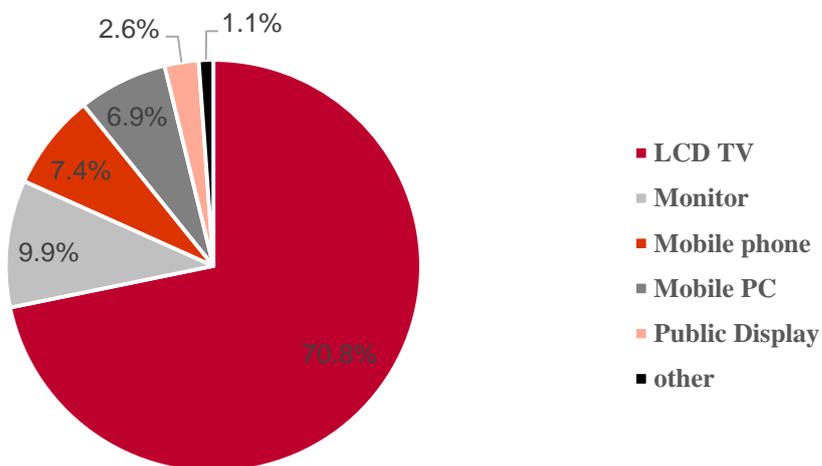
悲观情景下，假设三星只关停 L8-1 125K，LGD 不调整产线，我们测算 2020 年单季度产能增速分别为 5.6%、6.5%、10.5%和 11.3%。

综上，我们认为在供给最悲观情况假设下（LGD 不调整产能），2020 年全球 LCD 行业面板供给情况也好于今年。此外，基于国内新产能的集中投放、本土厂商的成本效率优势、LGD 当前的亏损情况及其在 3Q19 电话会议上的表述，LG Display 调整产能的概率显著高于不关厂情景，因此，我们判断即使有国内新产线开出，明年 LCD 行业整体供给情况仍偏乐观。

1.3 需求增长：体育赛事大年叠加智慧屏刺激 TV 换机潮

TV 面板需求占比最大。从面板下游需求来看，当前 LCD TV 仍是显示面板的最大。按面积算，2018 年 LCD TV 面板需求为 1.48 亿平方米，占显示面板需求的 70.8%。其次是显示器、智能手机、笔记本电脑、公共显示，占比分别为 9.9%、7.4%、6.9%和 2.6%。

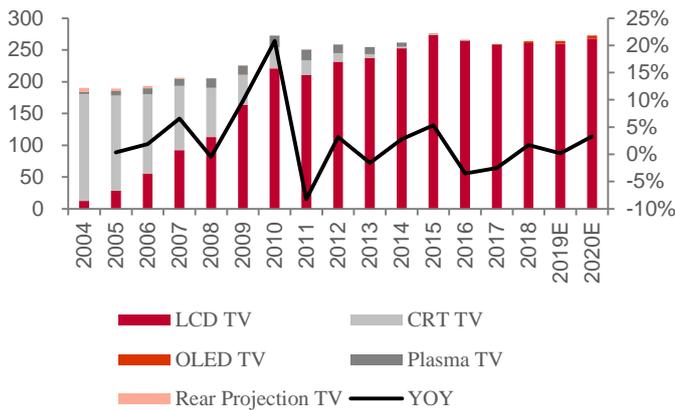
图 6：不同应用对 LCD 面板需求占比



资料来源：IHS，中泰证券研究所

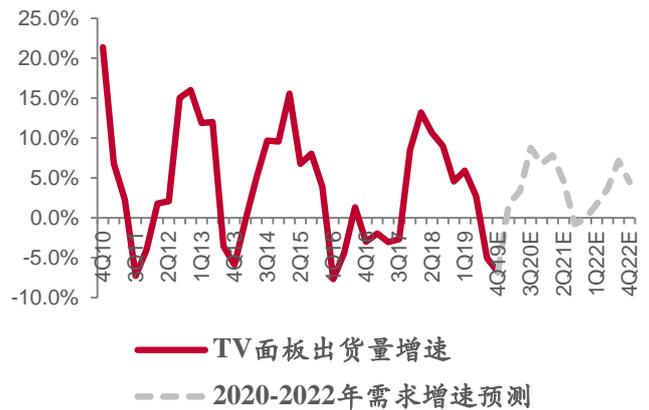
体育赛事大年叠加智慧屏激发 TV 换机潮。2009 和 2010 年是上一次电视销量高峰，2009 年电视出货量增长 10%，2010 年增长 21%，而电视机市场的更替周期在 7 到 10 年不等，预计未来两三年电视将进入一个新的换机周期。2020 年欧洲杯和奥运会赛事的举办以及智慧屏的推出有望加快 TV 换机周期的启动。考虑到历史奇偶数年份的周期波动性，我们中性假设 2020-2022 年单季度 LCD 电视面板出货量增速分别为其前四个奇偶数年份单季度增速的平均数，1Q20-4Q20 单季度 TV 面板增速分别为 1.7%、3.3%、8.7%和 6.8%。

图 7：全球 TV 出货量预计，百万台



资料来源：IHS，中泰证券研究所

图 8：全球 LCD 电视面板季度同比增速预测

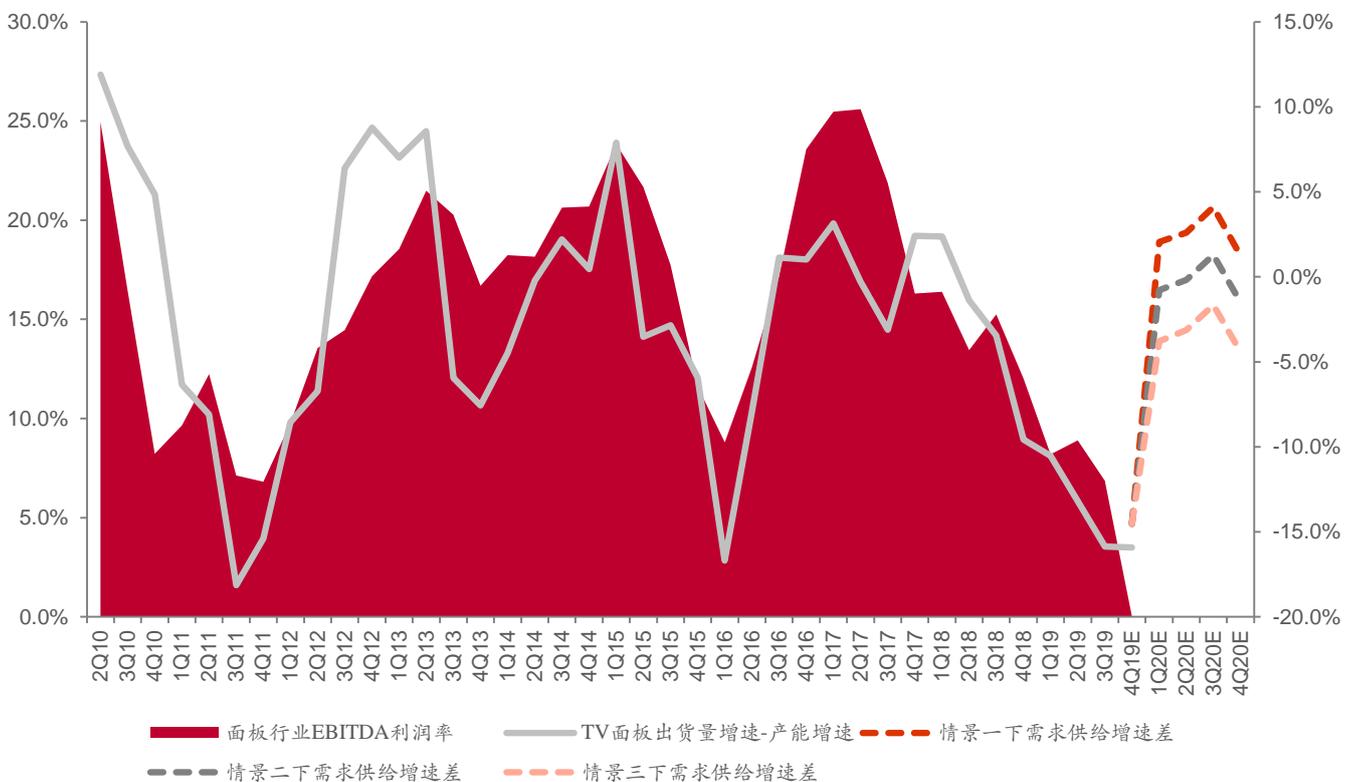


资料来源：Wind，中泰证券研究所预测

1.4 供需边际向好，2020 年面板行业景气向上

通过对全球 LCD 面板行业的供需分析，我们判断 2020 年面板行业有望拐头向上。在 LGD 三种产能调整情景模式和 LCD TV 面板需求增速中性假设情况下，我们均得出 2020 年需求供给增速缺口将向上的观点。参考历史上该数据和面板行业 EBITDA 利润率的同步波动性，我们判断 2020 年面板行业有望迎来新一轮景气向上周期。

图 9：需求中性假设前提下，LGD 三种产能调整情景模式下的供需缺口预测



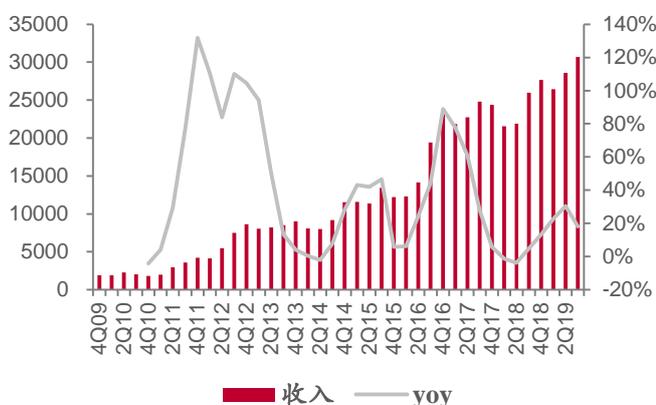
资料来源：Bloomberg、Wind、中泰证券研究所测算

2 京东方：全球面板龙头受益行业反转

2.1 全球显示面板龙头厂商

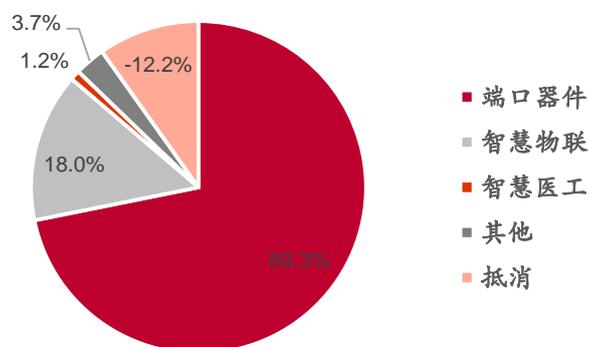
京东方科技集团股份有限公司（BOE）创立于 1993 年，主营业务生产、销售 TFT-LCD、AMOLED 显示面板及模组（LCM），同时也积极发展移动健康、数字医院、再生医学，整合健康园区资源等业务。目前公司已经成长成为全球 LCD 面板龙头企业，2018 年京东方显示面板总体出货量保持全球第一，出货面积全球第二。

图 10：京东方历史收入情况，百万元



资料来源：Wind，中泰证券研究所

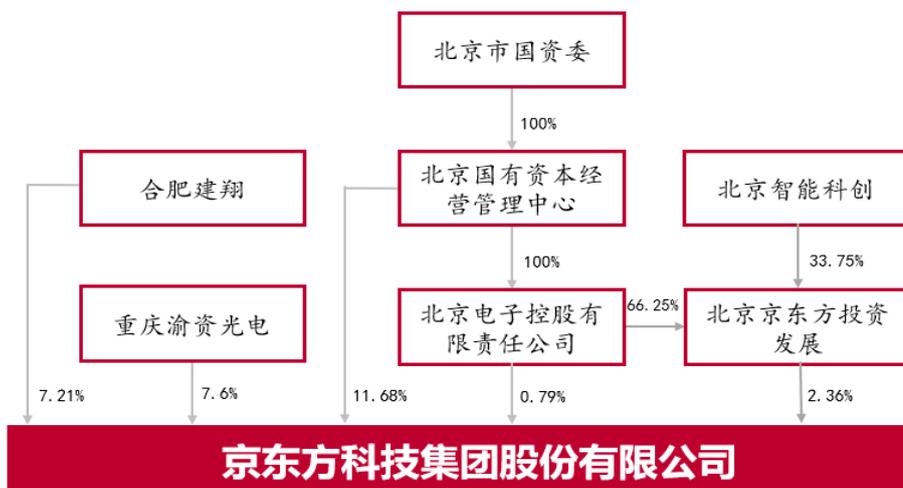
图 11：2018 年，京东方分业务收入占比



资料来源：Wind，中泰证券研究所

股权结构：公司控股股东和实际控制人均为北京电子控股有限责任公司，最终控制人为北京市国资委。

图 12：京东方股权结构



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 持续十六年投资，规模优势明显

持续十六年投资，成就全球半导体显示龙头。公司目前共有 11 条量产产线，1 条即将量产线，2 条在建产线，其中 LCD 产线 10 条，4 条 AMOLED 产线。按产能算，我们预计 2019 年京东方 TFT-LCD 产能占全球比重达到 18.4%，已经超过 LGD 的 16.3%，位列全球第一。AMOLED 产能也仅次于三星位居全球第二。

表 2：京东方产线整理

工厂	所在地区	代线	产品	投资金额 (亿元)	设计产能/K	现在状态
B1	北京	5	a-Si LCD	110	60	满产
B2	成都	4.5	a-Si LCD+LTPS LCD	34	45	满产
B3	合肥	6	a-Si LCD	175	90	满产
B4	北京	8.5	a-Si LCD	280	90	满产
B5	合肥	8.5	Oxide LCD	285	90+30	满产
B6	鄂尔多斯	5.5	LTPS LCD	220	60	满产
B8	重庆	8.5	a-Si LCD+IGZO LCD	328	90	满产
B9	合肥	10.5	a-Si LCD	400	120	满产
B10	福州	8.5	a-Si LCD	300	150	满产
B12	武汉	10.5	a-Si LCD	460	120	1Q21 量产
B7	成都	6	AMOLED 柔	465	48	量产
B11	绵阳	6	AMOLED 柔	465	48	量产
B13	重庆	6	AMOLED 柔	465	48	在建
B14	福州	6	AMOLED 柔	465	48	在建

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

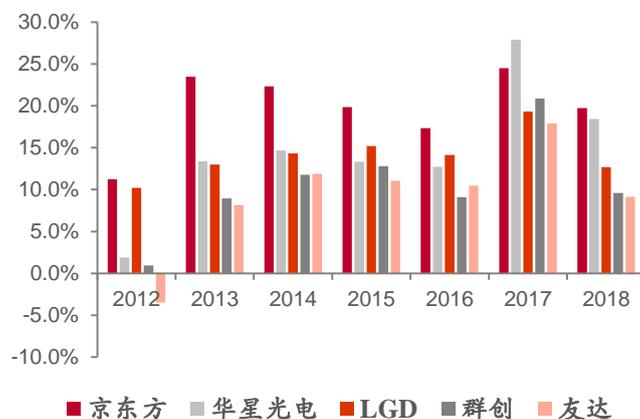
规模效应带来成本优势。面板行业是高投资、技术密集型的重资产行业，具有明显的规模效应。规模效应下，规模采购带来的议价能力可以有效降低原材料成本。根据 IHS 数据，2019 年上半年，公司在智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏、电视显示屏等五大主流应用领域出货量均保持全球第一。规模效应带来的成本优势使得公司在 2012 年至 2018 年的毛利率均保持行业领先地位。

图 13：五大主流应用领域 LCD 出货量均保持全球第一



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

图 14：2012-2018，京东方毛利率均处于行业领先地位



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所

2.3 LCD：产能扩张叠加行业景气向上，业绩弹性大

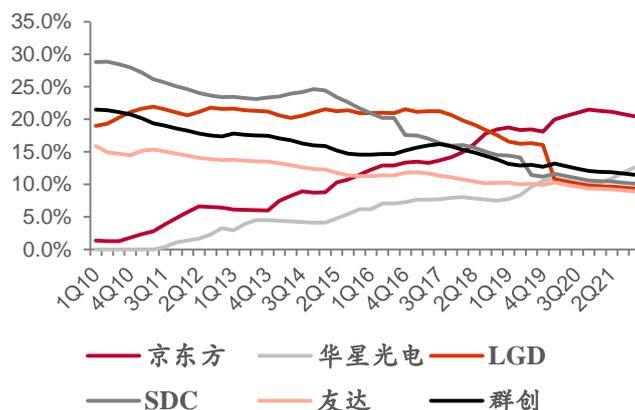
武汉 10.5 代线量产，LCD 规模进一步扩大。武汉 10.5 代线是京东方第二条 10.5 代线，总投资为 460 亿元，设计产能 120K/月，主要生产 65 和 75 寸、分辨率 8K 和 4K 液晶显示面板，预计将于明年一季度量产。根据我们测算，武汉 10.5 代线的量产，将使公司 2020 年的 LCD 产能较 2019 年同比增长 15.4%，全球占比有望在 4Q20 继续提升到 21.5%。

图 15：京东方 LCD 产能和销量预计，千平方米



资料来源：公司公告，中泰证券研究所测算

图 16：2019 年开始京东方 LCD 产能占比已经居全球第一



资料来源：Bloomberg，中泰证券研究所测算

行业景气向上，LCD 业绩弹性大。根据上章行业分析，我们判断 2020 年行业景气度有望向上，面板价格有望小幅上升。面板价格上涨预计将显著改善 LCD 毛利率水平。以 2019 年前三季度财务数据为基数，假设公司 LCD ASP 分别上升 5%、10%、15%、20%，再假设成本维持不变。我们测算公司 LCD 业务毛利率将上升至 17.9%、21.6%、25.0%和 28.2%。

表 3：京东方 LCD 毛利率弹性测算，元

项目	2019Q3	5.0%	10%	15%	20%
单位价格	100.00	105	110	115	120
单位成本	86.21	86.21	86.21	86.21	86.21
LCD 毛利率	13.8%	17.9%	21.6%	25.0%	28.2%

资料来源：公司公告，中泰证券研究所测算

2.4 AMOLED：产能良率顺利爬升，明年开始贡献业绩

苹果推动 AMOLED 普及。相比 LCD 屏幕，AMOLED 具有画质好、对比度高、响应速度快、轻薄、柔性可折叠等一系列优点，是较为理想的下一代显示技术。2017 年，苹果在 iPhone X 屏幕上的应用迅速推动了 AMOLED 在智能手机上的普及。此后，各品牌厂商旗舰机均采用 AMOLED 屏幕，如华为 Mate Pro 和 P Plus 系列，Oppo 的 IFIND 和 R 系列、VIVO 的 NEX

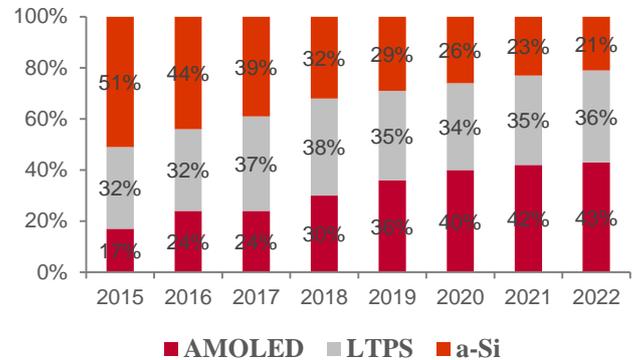
系列和 X 系列等。IHS 数据显示，2020-2022 年 AMOLED 手机占比预计将从 2019 年的 36% 进一步上升为 40%、42%、和 43%。

图 17: 采用 AMOLED 屏的苹果、华为、OPPO 和 VIVO 旗舰机



资料来源: 各公司官网, 中泰证券研究所

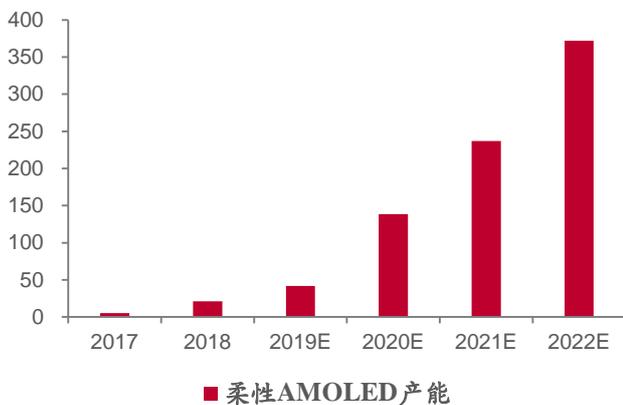
图 18: 不同屏幕在手机中的占比



资料来源: IHS, 中泰证券研究所

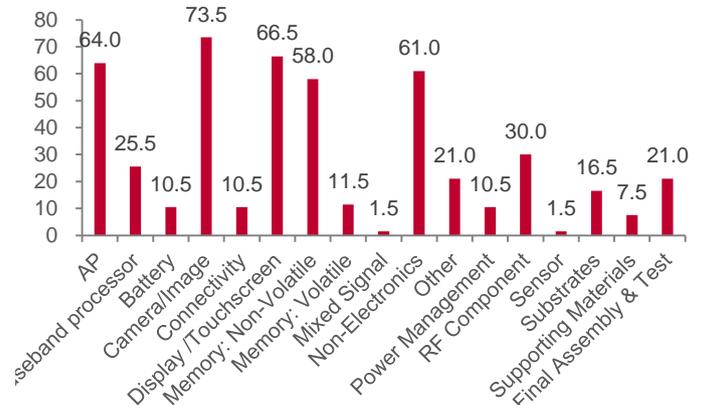
产能良率顺利爬升, 明年开始贡献业绩。公司目前规划有四条 6 代柔性 AMOLED 产线, 设计产能均为 48K/月。其中, 成都、绵阳 AMOLED 量产顺利, 并成功进入华为 Mate Pro 系列屏幕供应商名单, 今年 AMOLED 出货量已经超千万片。我们预计, 明年随着产能良率持续爬升, 5G 换机潮的开启, 公司 AMOLED 出货量将实现翻倍增长。参考 Techinsights 估算的 iPhone 11 Pro Max 66.5 美金左右的屏幕单价, 我们预计明年公司 AMOLED 整体收入将超过 300 亿元, 利润贡献有望超预期。

图 19: 京东方柔性 AMOLED 产能预测, 百万片 6.5 寸屏



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所测算

图 20: APPLE iPhone 11 Pro Max 物料成本, 美元



资料来源: Techinsights, 中泰证券研究所

2.5 智慧物联+智慧医工: 布局未来

智慧物联, 打造全球领先的智慧产品和服务提供商。公司重点拓展数字艺术展示、商超零售服务、金融零售服务、智能设备设计与制造服务、光伏设施建设与运维、车用显示及车联网等业务方向, 在智慧零售、智造服务、智慧能源、智慧车联四大领域提供智慧解

上调京东方 A 为“买入”评级。通过对全球 LCD 面板行业的供需分析，我们判断 2020 年面板行业有望迎来新一轮景气向上周期。作为全球 LCD 面板龙头企业，行业景气向上使公司业绩向上弹性大。此外，公司 AMOLED 产能良率爬坡和客户开拓顺利，明年出货量有望大增并开始贡献利润。我们预计公司 2019-2021 年的利润为 24.2、63.6 和 111.3 亿元，上调京东方 A 至“买入”评级。

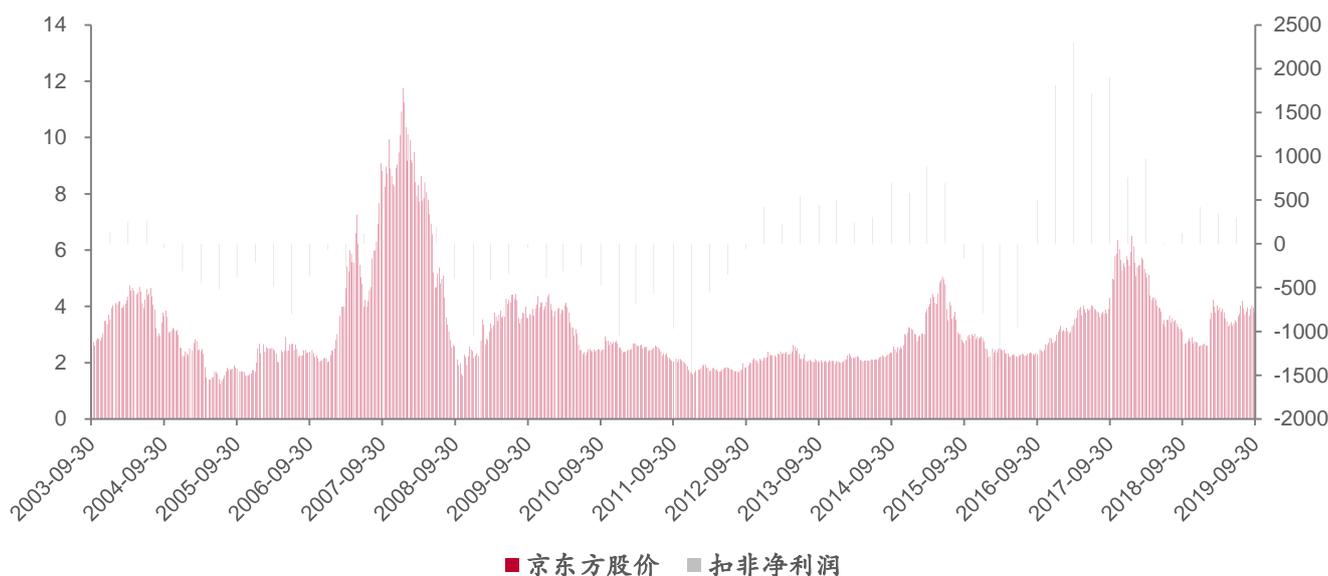
表 4：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价		EPS (元)				PE(倍)		
		2019/12/11	18A	19E	20E	21E	19E	20E	21E	
000100.SZ	TCL 集团	3.90	0.26	0.28	0.31	0.36	13.93	12.58	10.83	
000050.SZ	深天马 A	15.67	0.45	0.6	0.76	0.83	26.12	20.62	18.88	
	平均						20.02	16.60	14.86	

资料来源：Wind，中泰证券研究所

注：TCL 集团和深天马 A 数据来源于 wind 一致预期

图 24：京东方股价和扣非净利润对比图，股价（元，左轴），扣非净利润（百万元，右轴）



资料来源：Wind，中泰证券研究所

3.2 风险提示

LGD 产能调整低于预期；明年 TV 销量低于预期；明年 AMOLED 智能手机需求疲软；京东方 AMOLED 产能良率爬坡低于预期风险。

附录 1：公司业务拆分预测

分类	项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	93800	97109	114786	157015	188134
	YOY	0.0%	3.5%	18.2%	36.8%	19.8%
	营业成本	70282	77306	95453	124945	147838
	毛利	23518	19803	19333	32070	40297
	毛利率	25.1%	20.4%	16.8%	20.4%	21.4%
LCD	收入	81721	82643	96930	118977	127492
	yoy		1.1%	17.3%	22.7%	7.2%
	毛利	20451	15816	13917	21305	21779
	毛利率	25.0%	19.1%	14.4%	17.9%	17.1%
AMOLED	收入	915	4021	10852	33737	56509
	yoy		339.4%	169.9%	210.9%	67.5%
	毛利	211	511	1334	5421	11302
	毛利率	23.1%	12.7%	12.3%	16.1%	20.0%
智慧物联	收入	18135	16012	16813	17653	18536
	yoy		-11.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利	1536	1614	1681	1765	1854
	毛利率	8.5%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
智慧医工	收入	1024	1152	1382	1797	2336
	yoy		12.5%	20.0%	30.0%	30.0%
	毛利	608	681	691	898	1168
	毛利率	59.4%	59.1%	50.0%	50.0%	50.0%
其他	收入	2226	3569	4997	6995	9793
	yoy		60.4%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利	2192	3537	4947	6925	9695
	毛利率	98.5%	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%
抵消	收入	-10220	-11809	-16188	-22143	-26532
	毛利	-1481	-2719	-3238	-4245	-5501

资料来源：中泰证券研究所预测

附录 2：公司财务报表预测

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	110271	107621	118705	营业收入	97109	114785	157015	188134
货币资金	51482	54476	53920	53699	营业成本	77306	95453	124945	147837
应收款项	22847	25596	34584	42080	营业税金及附加	779	851	1203	1448
存货	11985	13709	18175	21797	销售费用	2891	2870	4710	4703
其他流动资产	13378	16490	942	1129	管理费用	4959	4829	7303	8139
非流动资产	204336	236959	267785	295378	研发费用	5040	6084	9421	10630
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	347229	375405	414083	投资收益	307	211	259	235
流动负债	62228	103069	131926	171965	营业利润	4008	2818	7531	13257
短期借款及交易性金融负债	11048	46268	56059	81720	营业外净收支	114	91	102	97
应付款项	22805	25830	33938	40316	利润总额	4122	2909	7634	13353
其他流动负债	28376	30971	41928	49929	所得税	1242	877	2301	4025
非流动负债	121443	123961	126514	129167	净利润	2880	2032	5333	9329
长期借款	94780	94780	94780	94780	归属于母公司净利润	3435	2424	6361	11127
应付债券	10289	10289	10289	10289	少数股东损益	-555	-392	-1028	-1799
其他非流动负债	16374	18892	21445	24099	每股收益	0.10	0.07	0.18	0.32
负债合计	183671	227030	258440	301133					
股本	34798	34798	34798	34798	现金流量表 (百万元)				
归属于母公司所有者权益合计	85857	85614	83100	80343	净利润	3435	2424	6361	11127
少数股东权益	34501	34585	33866	32607	资产减值准备	(990)	725	284	268
所有者权益合计	120357	120199	116965	112950	折旧摊销	13775	16177	20795	24090
负债和股东权益总计	304028	347229	375405	414083	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	1279	23997	5995
					其它	1373	(640)	(1004)	(1527)
					经营活动现金流	22420	18336	48805	38324
					资本开支	(58780)	(48291)	(50276)	(50322)
					其它投资现金流	17	0	0	0
					投资活动现金流	(54223)	(47895)	(50277)	(50322)
					权益性融资	4294	0	0	0
					负债净变化	15806	0	0	0
					支付股利、利息	(5806)	(2667)	(8875)	(13884)
					其它融资现金流	1862	35221	9791	25661
					融资活动现金流	26156	32554	916	11777
					现金净变动	(5647)	2994	(556)	(221)
					货币资金的期初余额	57129	51482	54476	53920
					货币资金的期末余额	51482	54476	53920	53699
					企业自由现金流	(34654)	(27553)	1106	(9495)
					权益自由现金流	(16986)	3931	6474	11179

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
收入增长	4%	18%	37%	20%
净利润增长率	-55%	-29%	162%	75%
毛利率	20%	17%	20%	21%
EBIT Margin	6%	4%	6%	8%
EBITDA Margin	21%	18%	19%	21%
ROIC	4%	3%	5%	6%
ROE	4%	3%	8%	14%
ROS	3%	2%	4%	6%
AT	32%	33%	42%	45%
EM	253%	289%	321%	367%
每股红利	0.17	0.08	0.26	0.40
EPS	0.10	0.07	0.18	0.32
P/E	40.52	57.42	21.88	12.51
P/B	1.62	1.63	1.68	1.73
EV/EBITDA	16.22	17.54	13.15	11.16

资料来源: Wind, 中泰证券研究所预测

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。