

公司研究/深度研究

2019年12月24日

电子元器件/光学光电子II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.56
合理价格区间(元): 5.62~6.02

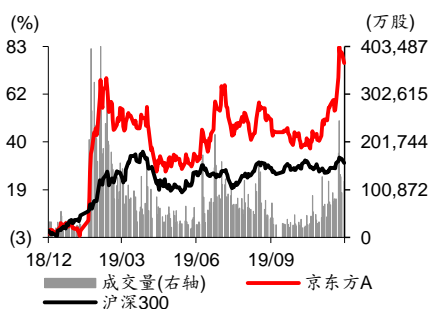
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

刘叶 执业证书编号: S0570519060003
研究员 021-38476703
liuye@htsc.com

相关研究

- 1《京东方 A(000725,买入): LCD 价格反弹, Q3 业绩将迎拐点》2018.08
- 2《京东方 A(000725,买入): 毛利率稳定性增强, 看好技术外溢》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

春江水暖, 全球 LCD 龙头再起风云

京东方 A(000725)

十年磨一剑, 全球 LCD 龙头再起风云, 维持买入评级

我们认为, 当前时点 LCD 价格已逼近行业平均现金成本水平, 32、43 寸等主流尺寸几无进一步跌价空间; 而供给端由于折旧成本优势的弱化, 以及国内 10.5、11 代线规模效应的释放, 韩系大厂三星、LG 陆续退出 LCD 竞争已成大势所趋, 全球 LCD 有望迎来周期反转, 以京东方为代表的龙头有望受益需求大尺寸化及 DOT 时代所带来的成长红利期。预计公司 19-21 年 EPS 为 0.08/0.20/0.30 元, 上调目标价至 5.62-6.02 元, 维持买入评级。

LCD 面板价格已经逼近行业现金成本, 反弹在即

我们根据 WitsView 数据测算, 当前面板价格已逼近企业的现金盈利红线, 进一步下跌将会导致存量产能停产, 从而收缩供给、调节供需, 形成新的供需均衡点, 因此我们认为, 面板有望在当前价格附近企稳反弹。此外, 由于折旧占 LCD 平均成本的比例在快速下降, 而且陆资龙头加大 10.5 代、11 代线产能投入, 通过高世代线的后发优势强化其在大尺寸市场的竞争力, 这两方面因素将持续强化三星、LGD 产能退出的动力, 优化行业竞争格局。

三星、LG 产能退出影响大, 2020 年全球 LCD 行业迎景气上行

我们根据 IHS 数据测算, 供给层面因三星、LG 合计 3 条高世代线逐步退出, 明年全球拟退出的 LCD 产能面积是 2015 年来最高点。自 1Q20 全球 LCD 产能环比增速有望出现显著下降, 截至 20 年底全球 LCD 产能面积仅同比增长 4.05%, 相当于 17 年的水平。需求层面, 我们保守预计 2020 年全球 LCD 需求面积在电视和手机带动下有望同比增长 4.25% (若考虑非经济切割及良率, 实际情况可能更乐观)。因此, 若三星、LG 关线如期进行, 2020 年 LCD 行业有望迎来周期反转, 再现 2017 年价格快速上行的局面。

显示面板进入 DOT 时代, 柔性 OLED 开启折叠显示新纪元

面对“电子+”趋势下的 DOT 时代, 公司明确“开放两端、芯屏气/器和”的物联网发展战略, 聚焦细分市场, 为客户提供智慧零售、智慧金融、数字医院、商务办公、智慧家居、智慧交通、智慧政教、智慧能源等物联网细分领域整体解决方案。与此同时, 公司一马当先领跑国内柔性 OLED 产业, 根据公司中报, 其成都 6 代线良品率达到业内较高水平, 上半年出货量超千万片; 绵阳 6 代线也已实现量产出货, 公司可有效响应高端智能手机、智能可穿戴、折叠屏等创新需求, 在 2020 年迎来 OLED 收获期。

上调目标价, 维持“买入”评级

我们预计公司 19-21 年营收为 1233.33 亿、1715.78 亿、1950.21 亿元, 对应归母净利润 26.61 亿元、69.83 亿元、104.69 亿元。参考电子行业部分 400 亿元以上大市值、偏重资产投入的可比公司 2020 年平均 24.69 倍 PE, 考虑 2020 年之后 LCD 行业竞争格局改善、周期波动弱化以及京东方自身 OLED 产品量产所带来的稳定业绩增量, 给与公司 20 年 28-30 倍 PE, 将目标价由 4.35-4.59 元上调至 5.62-6.02 元, 维持买入评级。

风险提示: 韩系厂商产能退出慢于预期; 公司新产能量产进程慢于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	34,798
流通 A 股 (百万股)	33,860
52 周内股价区间 (元)	2.56-4.75
总市值 (百万元)	158,681
总资产 (百万元)	324,401
每股净资产 (元)	2.49

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	93,800	97,109	123,333	171,578	195,032
+/-%	36.15	3.53	27.00	39.12	13.67
归属母公司净利润 (百万元)	7,568	3,435	2,661	6,983	10,469
+/-%	301.99	(54.61)	(22.52)	162.38	49.92
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.10	0.08	0.20	0.30
PE (倍)	21.01	45.60	59.62	22.72	15.16

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点及报告亮点	4
LCD 面板价格已经逼近行业现金成本，反弹在即	5
自 4Q18 至 2Q19 面板价格日益趋近现金成本，底部已现	5
折旧成本的影响弱化，后进入者优势显现，加速韩系厂商产能退出	5
寡头垄断竞争格局中，陆资厂商的信号显示作用显著	7
供给格局面临洗牌，2020 年全球 LCD 行业迎景气上行	9
4Q18 中国大陆 LCD 产能已经超越韩国成为全球第一	9
两大韩系厂商逐步退出 LCD 竞争，2020 年全球 LCD 供给增速显著放缓	9
尺寸上涨促使行业需求稳定增长，有效消化全球 LCD 产能	11
14Q1 至 19Q1 全球电视平均尺寸逐季上涨约 0.25 寸	12
2020 年全球 LCD 面板总需求保守预计将增长 4.25%	13
十年磨一剑，京东方作为全球半导体显示龙头傲立东方	14
2019 年受 LCD 价格下行压力，但公司盈利能力仍显著优于同行	14
公司 LCD 面板在多个细分市场均衡发展，龙头地位稳固	14
面板正成为万物互联的入口，公司践行“开放两端、芯屏气/器和”	16
以柔性 OLED 为基，3C 显示进入可折叠时代	17
柔性 OLED 正成为高端 3C 显示主流方案，国内厂商加速崛起	17
折叠屏有望接力全面屏成为扩大手机显示尺寸的创新方案	18
公司一马当先领跑国内 OLED 产业，2020 年迎来收获期	18
盈利预测与投资建议	19
盈利预测	19
投资建议	21
风险提示	21
PE/PB - Bands	21

图表目录

图表 1: 4Q18 至 2Q19, 32 寸 LCD 面板价格长期接近现金成本	5
图表 2: 65 寸 LCD 面板价格同样逼近行业平均现金成本	5
图表 3: 55 寸 LCD 面板价格同样逼近行业平均现金成本	5
图表 4: 2Q19 32 寸面板平均折旧成本 0.86 美金	6
图表 5: 2Q19 55 寸面板平均折旧成本 3.09 美金	6
图表 6: 各世代线的玻璃基板尺寸数据	6
图表 7: 10.5 代线在 43、49、60、65、70、75 寸的切割效率显著优于 8.5 代线和 10 代线	6
图表 8: 2009 年以来国家对于显示面板行业的重要支持政策	7
图表 9: 京东方武汉 10.5 代线的出资结构	8

图表 10: 截至 2Q19, 全球 8.5 代线占到总产能 52.6%.....	9
图表 11: 4Q18 中国大陆 LCD 产能超过韩国成为全球第一.....	9
图表 12: 4Q18 京东方产能达到 1209 万平米, 超过 LG 成为全球第一.....	9
图表 13: 2016 年起全球 6 代以上高世代 LCD 线的产能退出加快.....	10
图表 14: 2008 年来全球 LCD 产线退出情况.....	10
图表 15: 2020 年全球拟退出的季均 LCD 产能面积是 2015 年来最高点.....	10
图表 16: 2020 年全球 LCD 减少的重要产能.....	10
图表 17: 两大韩系厂商逐步退出 LCD 竞争, 2020 年全球 LCD 供给增速显著放缓 (单位: 万平米).....	11
图表 18: 面板尺寸增长造成的产能相对收缩.....	11
图表 19: 2014Q1 至 2019Q1 期间, 50 寸以上电视出货占比快速提升.....	12
图表 20: 14Q1 至 19Q1 全球电视尺寸季度涨幅的回归结果为 0.25 寸.....	12
图表 21: 2018 年全球 LCD 面板出货量下游应用占比情况.....	13
图表 22: 2018 年全球 LCD 面板出货面积下游应用占比情况.....	13
图表 23: 2018 年公司实现营收 971.09 亿元, 同比增长 3.53%.....	14
图表 24: 2018 年京东方实现归母净利润 34.35 亿元, 同比下滑 54.61%.....	14
图表 25: 京东方的季度毛利率显著优于诸多 LCD 全球大厂.....	14
图表 26: 2018 年京东方 LCD 电视面板市占率达到 15% (按面积).....	15
图表 27: 2018 年京东方 LCD 电视面板市占率位居全球第三 (按面积).....	15
图表 28: 2018 年京东方 LCD 平板面板市占率达到 35% (按面积).....	15
图表 29: 2018 年京东方 LCD 平板面板市占率位居全球第一 (按面积).....	15
图表 30: 2018 年京东方 LCD 笔记本面板市占率位达到 30% (按面积).....	15
图表 31: 2018 年京东方 LCD 笔记本面板市占率位居全球第一 (按面积).....	15
图表 32: 2018 年京东方 LCD 监视器面板市占率达到 24% (按面积).....	16
图表 33: 2018 年京东方 LCD 监视器面板市占率位居全球第二 (按面积).....	16
图表 34: 京东方 Funbook 儿童智能阅读器.....	16
图表 35: 京东方画屏.....	16
图表 36: OLED 与 LCD 显示屏的结构对比.....	17
图表 37: 图 21: OLED 显示的优势.....	17
图表 38: 全球柔性 AMOLED 出货量及渗透率.....	17
图表 39: 华为在 2019 年 WMC 大会发布了其折叠屏手机 mate X.....	18
图表 40: 联想折叠屏笔记本 ThinkPad X1 示意图.....	18
图表 41: 中国 OLED 产能占全球比例不断提升.....	18
图表 42: 2020 年中国 OLED 产能将占全球 OLED 总产能的 28%.....	18
图表 43: 京东方 A 核心显示面板业务盈收预测/亿元.....	19
图表 44: 京东方 A 盈利预测/亿元.....	20
图表 45: 京东方 A 费用率预测/百万元 (表格中的费用率用负数表示).....	20
图表 46: 可比公司盈利预测与估值 (EPS 为 wind 一致预期中值).....	21
图表 47: 京东方 A 历史 PE-Bands.....	21
图表 48: 京东方 A 历史 PB-Bands.....	21

核心观点及报告亮点

近期京东方股价走强引起市场对于 LCD 行业的关注，但是 15 年、17 年面板价格大幅下滑的行情仍然历历在目，也成为投资者对于京东方长期盈利能力的最大担忧。我们认为，在当前时点，LCD 价格已逼近行业平均现金成本水平，32、43 寸等主流尺寸几无进一步跌价空间；而供给端由于折旧成本优势的弱化，以及国内 10.5、11 代线规模效应的释放，韩系面板大厂三星、LG 陆续退出 LCD 市场竞争已成大势所趋，行业竞争格局有望在 2020 年重新改写，全球 LCD 有望迎来周期反转，以京东方为代表的龙头企业有望受益于需求大尺寸化以及 DOT（万物皆显示）时代所带来的成长红利期。

LCD 价格企稳反弹的进度有望提前。在 3Q17 以来面板行业景气度下行的背景下，由于京东方、华星光电等新增产能的投入，市场对于 LCD 面板价格的走势展望较为悲观，对拐点的判断集中在明年一季度末，部分悲观的投资者甚至认为面板价格仍有进一步下跌风险。但是我们根据 WitsView 数据测算，当前的面板价格已经逼近企业的现金盈利红线，进一步下跌将会导致存量产能停产，从而收缩供给、调节供需，形成新的供需均衡点，因此我们认为，面板价格有望在当前价格附近企稳反弹。

2020 年 LCD 面板行业的供需紧张程度有望超预期。尽管市场对于明年 LCD 价格普遍持乐观态度，但是我们认为市场仍然低估了明年三星、LG 产能退出的影响，以及由此而造成的供需紧张程度。一方面，我们认为“边打边撤”是韩系面板厂最优的战略思路，即在陆资厂商产能投放进度略有放缓的时间窗口关闭部分产线、改善行业供需，为自身剩余的产线创造盈利机遇期，因此我们认为，平均盈利能力落后于陆资厂商的韩系面板厂持续进行产能退出的可预见性较强。

另一方面，我们根据 IHS 数据测算，2020 年全球拟退出的季均 LCD 产能面积是 2015 年以来的最高点。自 1Q20 起，全球 LCD 产能环比增速有望出现显著下降，季度环比增速水平较 2019 年明显放缓，截至 2020 年底全球 LCD 产能总面积仅同比增长 4.05%，因此我们对明年 LCD 价格的反弹幅度和持续性展望更加乐观。

折叠屏终端的市场接受度和推广速度有望超预期，京东方柔性 OLED 产能有效响应市场需求。尽管从今年年初三星、华为陆续推出折叠屏手机以来，市场对于折叠屏手机已经有了较广泛的了解，但是对于其是否构成产业趋势仍然存在较大的质疑。我们认为，折叠屏有望接力全面屏成为扩大手机显示尺寸的创新方案。2019 年 11 月联想在其创新科技大会上所发布的折叠屏手机摩托罗拉 RAZR 2019 以及全球首款折叠屏笔记本电脑 ThinkPad X1 系列，进一步丰富了折叠显示的应用场景。

根据公司中报，京东方 OLED 产线良率进展顺利，产能仍在持续扩张中。截至 19 年 8 月，中国大陆首条柔性 AMOLED 产线——京东方成都第 6 代线良品率达到业内较高水平，上半年出货量超千万片；绵阳第 6 代柔性 AMOLED 线也已实现量产出货，柔性 OLED 智能手机市占率有较大提升。

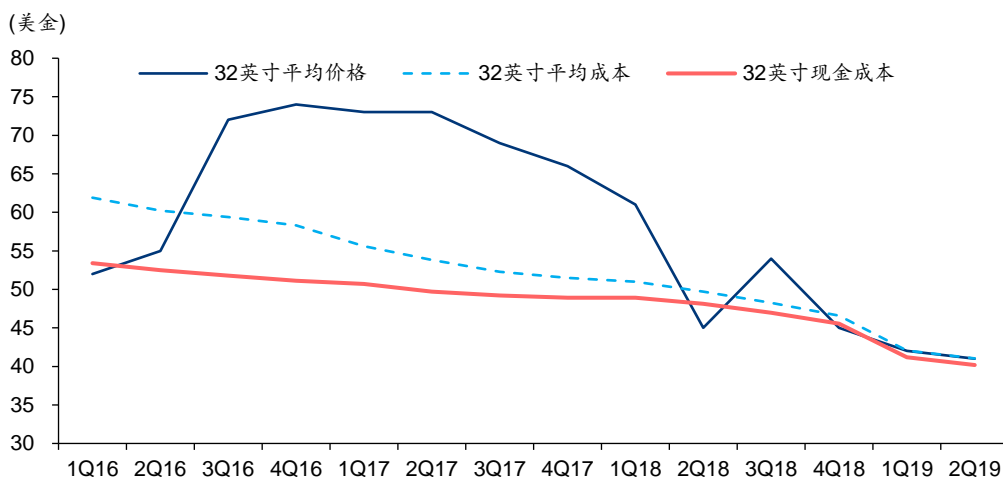
LCD 面板在 DOT 时代应用场景的丰富性有望超预期。与 IOT 追求万物互联一样，DOT 追求在任何物体上都可以实现显示功能，显示无处不在、没有边界，完全融合在人类的日常生活中。DOT 时代显示产业发生了深刻变化，从被动接受外部世界信息的单向通道，发展成即时了解美好世界、了解彼此生活、了解自身变化的智慧交互窗口，发展成万物互联的入口，我们认为这也正是华为开拓智慧屏产品线的主要原因。

面对“电子+”趋势下的 DOT 时代，公司明确“开放两端、芯屏气/器和”的物联网发展战略，聚焦细分市场，为客户提供智慧零售、智慧金融、数字医院、商务办公、智慧家居、智慧交通、智慧政教、智慧能源等物联网细分领域整体解决方案。

LCD 面板价格已经逼近行业现金成本，反弹在即 自 4Q18 至 2Q19 面板价格日益趋近现金成本，底部已现

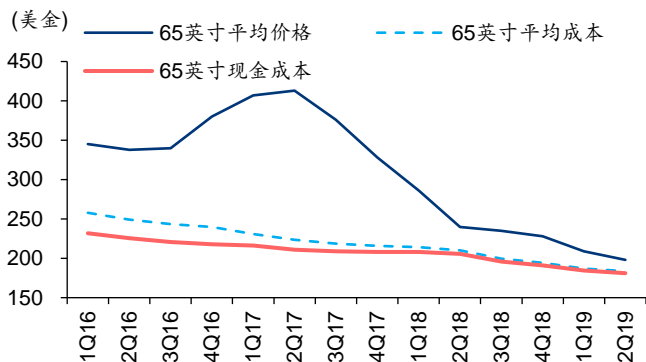
我们根据 WitsView 数据测算，2Q19 年 32 寸 LCD 面板价格为 41 美金，平均成本 41.01 美金，现金成本 40.18 美金，价格已趋近现金成本水平，与此同时，55 寸、65 寸 LCD 面板价格与现金成本的差距也在不断缩小。由此可见，当前的面板价格已经逼近企业的现金盈利红线，进一步下跌将会导致存量产能停产，从而收缩供给、调节供需，形成新的供需均衡点，因此我们认为，面板价格有望在当前价格附近企稳反弹。

图表1：4Q18 至 2Q19，32 寸 LCD 面板价格长期接近现金成本



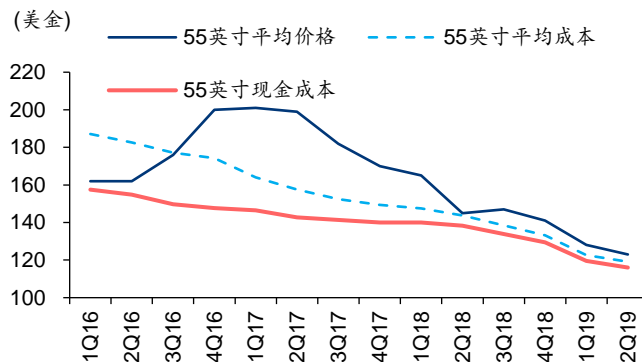
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表2：65 寸 LCD 面板价格同样逼近行业平均现金成本



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表3：55 寸 LCD 面板价格同样逼近行业平均现金成本

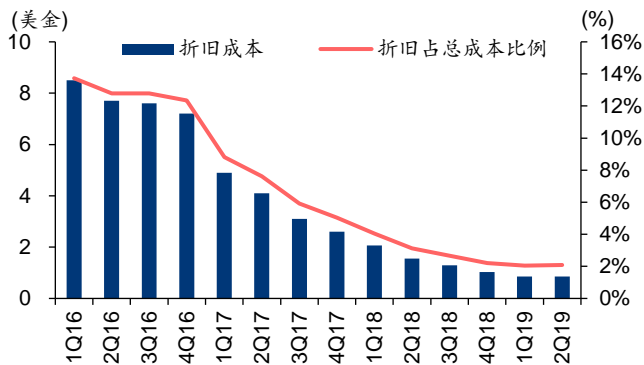


资料来源：WitsView，华泰证券研究所

折旧成本的影响弱化，后进入者优势显现，加速韩系厂商产能退出

我们认为，一方面随着全球面板大厂部分高世代产线的折旧计提结束，折旧占 LCD 面板平均成本的比例在快速下降，从而削弱了韩系、台系老牌面板巨头的成本竞争力、降低了其关闭产线的阻力；另一方面，由于以京东方、华星光电为代表的陆资龙头加大 10.5 代线、11 代线产能投入，通过高世代线的后发优势强化其在大尺寸面板市场的竞争力，这两方面因素使得三星 SDI、LGD 在近 4 年来陆续关闭部分 LCD 产线转向 OLED、QLED。根据 WitsView 数据，截至 2019 年二季度末，32 寸面板的平均折旧成本已经降至 0.86 美金，55 寸面板的平均折旧成本已降至 3.09 美金，在总成本中的占比分别为 2.10%、2.59%。

图表4: 2Q19 32寸面板平均折旧成本 0.86 美金



资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

图表5: 2Q19 55寸面板平均折旧成本 3.09 美金



资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

LCD 面板产业具备后发优势，陆资厂商高世代线的规模效应显著。 LCD 产线按照玻璃基板的尺寸大小可以划分为不同世代的产线，通常将 6 代及以上适宜切割大尺寸电视面板的产线称为高世代线。回顾 LCD 产业的发展历程可见，在日本率先将 LCD 应用于手表、计算器、笔记本电脑等从而打开 LCD 商业化空间之后，LCD 工业的技术进步和产品创新一直都离不开对更高、更先进产线的投资，进而通过 LCD 产品性价比的提升创造需求，使得其应用范围包括电脑、电视、手机、平板电脑、公共显示屏等。

图表6: 各世代线的玻璃基板尺寸数据

世代数	长/mm	宽/mm	长/英寸	宽/英寸	对角线/英寸
1	400	320	15.7	12.6	20.2
2	470	370	18.5	14.6	23.5
3	650	550	25.6	21.7	33.5
4	880	680	34.6	26.8	43.8
5	1300	1100	51.2	43.3	67.0
5.5	1300	1500	51.2	59.1	78.1
6	1850	1500	72.8	59.1	93.8
7	2200	1870	86.6	73.6	113.7
8	2460	2160	96.9	85.0	128.9
8.5	2500	2200	98.4	86.6	131.1
10	3130	2880	123.2	113.4	167.5
10.5	3370	2940	132.7	115.7	176.1

资料来源: 中华液晶网, 华泰证券研究所

以陆资面板大厂近两年重点投入的 10.5 代线为例，根据中华液晶网数据，10.5 代线在 43、49、60、65、70、75 寸等大大尺寸 LCD 面板生产过程中的切割效率显著优于 8.5 代线，这就意味着 10.5 代线在对应尺寸的生产成本更为经济，具有显著的高世代线规模效应。

图表7: 10.5 代线在 43、49、60、65、70、75 寸的切割效率显著优于 8.5 代线和 10 代线

尺寸	8.5 代线		10 代线		10.5 代线	
	切割片数	切割效率	切割片数	切割效率	切割片数	切割效率
43 英寸	8 片	74%	15 片	88%	18	93%
49 英寸	6 片	72%	8 片	61%	12	80%
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%

资料来源: 中华液晶网, 华泰证券研究所

寡头垄断竞争格局中，陆资厂商的信号显示作用显著

政策、资金支持以及企业的扩产决心起到了博弈过程中的信号显示作用。根据博弈论中的寡头竞争模型，为保证自身利益的最大化，厂商会根据对手所选择的生产策略而决定自身的生产策略，对方所显示策略信号的可信性也是进行策略选择的重要决定因素。由于“缺芯少屏”长期是我国电子产业发展难以跨越的瓶颈，因此国家和地方政府基于“国产替代”目标进行长期的政策和资金方面的支持，我们认为这也是本土企业能够强势扩张产能的强力后盾，增强了本土厂商进行产量博弈的筹码，一定程度上削弱了国际厂商在现有产能折旧完成后继续坚持竞争的积极性。

图表8： 2009 年以来国家对于显示面板行业的重要支持政策

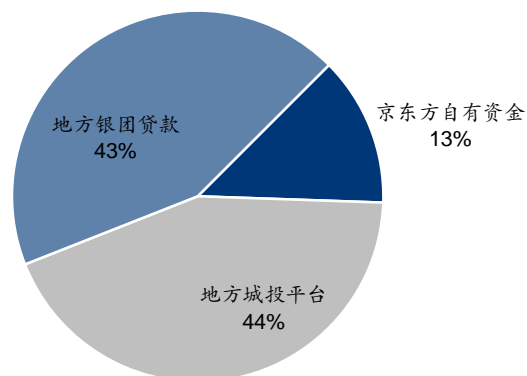
时间	法规	出台部门	摘要
2009 年 4 月	《电子信息产业调整和振兴规划》	国务院	重点加强海峡两岸产业合作，努力在新型显示面板生产、整机模组一体化设计、玻璃基板制造等领域实现关键技术突破。
2010 年 1 月	《2010-2012 年平板产业发展规划》	发改委、工信部	提出要逐步完善 LCD 产业链，在高世代面板及模组生产技术上取得重大进展，高世代液晶面板生产需要工信部和发改委审批
2011 年 7 月	《国家“十二五”科学技术发展规划》	科技部	支持关键原材料和显示屏的国产化，形成产业集群，
2011 年 12 月	《工业转型升级规划（2011-2015 年）》	工信部	提出“重点支持高世代 LCD 面板发展，发展配套产业，平板显示产业规模占全球比重提高到 20% 以上。”
2012 年 2 月	《电子信息制造业“十二五”国务院发展规划》	国务院	提出“板电视面板自给率 80% 以上，平板显示器件产业年均增长超过 30%，销售收入达到 1500 亿元，规模占全球比重由当前 5% 提升到 20% 以上。
2012 年 4 月	《关于调整部分商品进口关税的通知》	财政部	对 32 英寸及以上不含背光模组的进口液晶面板关税从 3% 恢复到最惠国进口关税 5%
2012 年 5 月	《节能产品惠民工程高效节能环保平板电视推广实施细则》	发改委、工信部	32 英寸及以上电视补贴 250-300 元，32 英寸电视补贴比例最大
2012 年 9 月	《新型显示科技发展“十二五”专项规划》	科技部	到 2015 年实现显示产业链新增产值超过 5000 亿元。
2014 年 10 月	《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》	发改委、工信部	发展目标：到 2016 年，按面积计算出出货量达到世界第二，全球市场占有率超过 20%，产业总体规模超过 3000 亿元。
2015 年 12 月	《中华人民共和国与大韩民国政府自由贸易协定》	商务部	韩国进口面板 8 年内关税保持 5%，第 9 年降至 2.5%，第 10 年降为 0
2018 年 10 月	《扩大和升级信息消费三年行动计划（2018-2020 年）》	发改委、工信部	支持企业突破新型背板、超高清、柔性面板等量产技术，在中高端消费领域培育新增长点，扩大医疗、安防、智能家居等领域的应用范围。
2019 年 3 月	《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》	工信部、国家广电总局、中央广播电视总台	4K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 40%；建立较为完善的超高清视频产业标准体系；中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年；

资料来源：国务院、发改委、财政部、工信部、科技部、国家广电总局、中央广播电视总台、华泰证券研究所

2010 年以前，我国面板行业的产业政策以支持彩电企业转型和促进外商投资为主，2010 年以后政策逐渐转向支持面板国产化。2012 年 4 月，财政部将 32 英寸及以上的面板的进口关税从 3% 上调到 5%。2012 年 5 月，发改委和工信部宣布对液晶电视和等离子电视提供节能补贴，其中对 32 英寸液晶电视的补贴力度最大。这两条政策造成了当年 32 英寸液晶电视销量大增，同时促使国内的电视生产商开始更多地采购国产面板。2015 年中央人民政府与韩国政府签署的中韩自由贸易协定中，同样也给进口面板提供了“8+2”的保护期，即进口面板关税将会保持在 5% 到 2023 年，然后在 2024 年下降为 2.5%，2025 年下降至 0。这样的政策给国产厂商在大尺寸面板产线折旧提供了充足的时间。

在融资扩产方面，以京东方为代表的陆资大厂具备地方政府、银团上的资金支持。京东方开创的公司-地方政府-银团三方注资模式，能够用十亿级的自有资金撬动上百亿的地方投资平台注资和银团贷款，在资金壁垒高企的面板行业具有显著的优势。以京东方武汉 10.5 代线的出资结构为例，整条产线的投入规模为 460 亿元，其中京东方自有资金投入占 13%，地方城投平台投入占 44%，地方银团贷款投入 43%。

图表9：京东方武汉 10.5 代线的出资结构

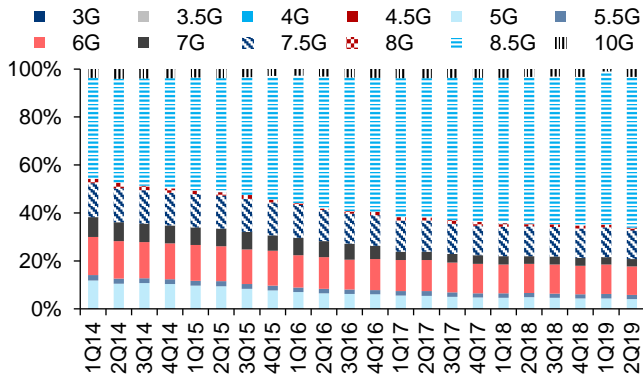


资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

供给格局面临洗牌，2020年全球LCD行业迎景气上行 4Q18中国大陆LCD产能已经超越韩国成为全球第一

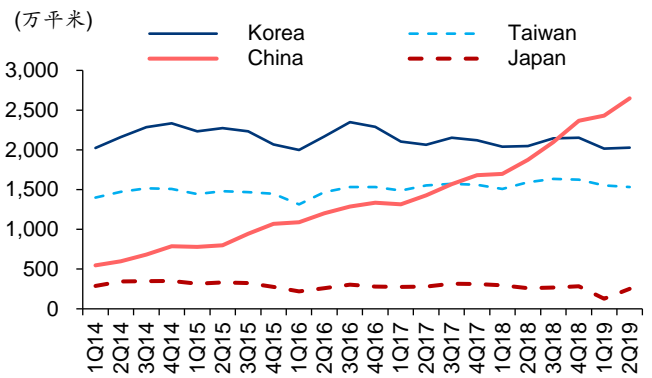
LCD产业曾经兴于美国、盛于日本、胜于韩国，后又陆续在台湾、大陆开花结果，作为一个规模效应显著、资金壁垒高企、战略地位突出的行业，逆产业周期扩张更高世代线的产线是驱动LCD成本长期下降、进而不断创造新的应用市场的核心动力。根据WitsView数据，截至2Q19全球面板产能面积中8.5代线已经占到52.6%，10代线及以上占到2.75%。

图表10：截至2Q19，全球8.5代线占到总产能52.6%



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

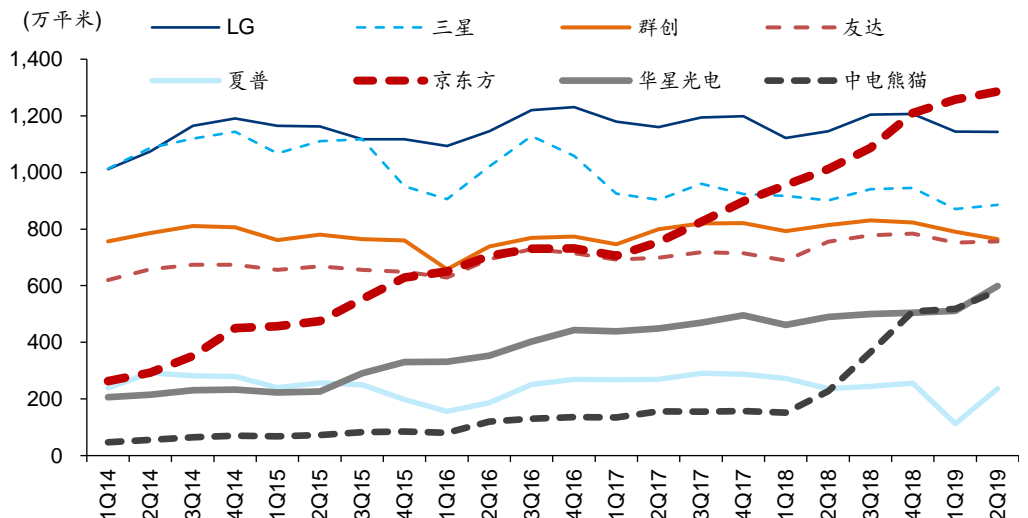
图表11：4Q18中国大陆LCD产能超过韩国成为全球第一



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

在京东方、华星光电、中电熊猫等陆资面板大厂持续的产能投入过程中，中国大陆LCD产能面积已经在4Q18超越韩国成为全球第一。根据WitsView数据，3Q17中国大陆LCD产能面积达到1699万平方米，超越中国台湾成为全球第二，4Q18中国大陆LCD产能面积达到2365万平方米，超过韩国成为全球第一。其中仅京东方一家的LCD产能在2Q19已经达到1286万平方米，占中国大陆总产能的48.6%。

图表12：4Q18京东方产能达到1209万平方米，超过LG成为全球第一



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

两大韩系厂商逐步退出LCD竞争，2020年全球LCD供给增速显著放缓

面对3Q17年开启的LCD降价周期以及陆资厂商更高世代线的投产，韩系面板大厂陆续开启了新一轮产线关停计划。根据IHS数据，2016-2019年间全球LCD产线累计退出共计25条，其中2016年退出11条，这也成为16年LCD供需失衡、面板价格快速上涨的主要动因。之后在2017-2019年间全球LCD产线依然保持着每年4-5条的产线退出节奏。2016年起全球6代以上高世代LCD产线的退出加快。基于如前所述的更高世代LCD产线在更大尺寸面板生产过程中的规模优势，京东方、华星光电等厂商的10代及以上更高

世代线的投入削弱了原先7代线、8代线的竞争力，加快了其退出进度。根据IHS数据，在2010-2015年间全球累计退出1条6代LCD线，而在2016-2019年间全球累计退出7条6代及以上高世代，其中包括3条6代线、1条7代线、3条8代线。

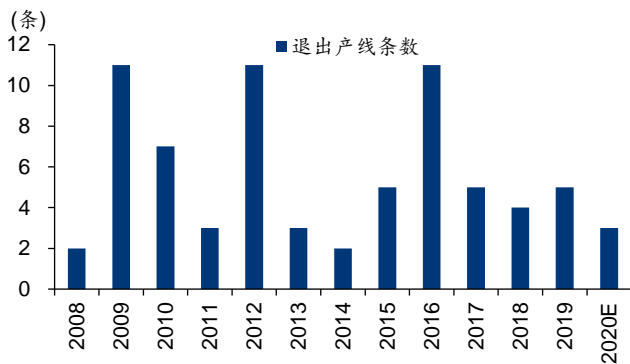
图表13： 2016年起全球6代以上高世代LCD线的产能退出加快

	1G	2G	2.5G	3G	3.25G	3.5G	4G	5G	5.5G	6G	7G	8G	总计
2010年		3		2	1		1						7
2011年		1		1				1					3
2012年		2			5	2		1		1			11
2013年	1						2						3
2014年	1			1									2
2015年				2	1		1	1					5
2016年		1			5		1			1	1	2	11
2017年			1				1	3					5
2018年			1			1	1		1				4
2019年							2			2		1	5
总计	2	7	2	6	12	3	9	6	1	4	1	3	

资料来源：IHS，华泰证券研究所

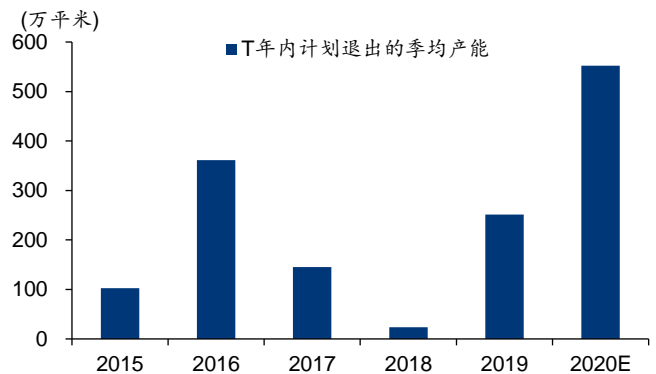
2020年全球拟退出的季均LCD产能面积是2015年以来的最高点。从关停的产能面积数据来看，2016年全球退出的季均LCD产能面积为361.5万平方米，引发了2Q16至4Q16面板价格的快速上涨。尽管2019年关闭的产线数仅有5条，但是其对应的季度产能总面积则高达251.3万平方米，2020年拟关闭的产线数仅有3条，但是其对应的季度产能总面积则高达551.9万平方米，成为2015年以来最高点。我们根据IHS数据测算得到，2020年拟退出的产能面积合计相当于2020年底全球总产能的6.47%，较2016年同期退出的产能水平还高出1.07pct。

图表14： 2008年来全球LCD产线退出情况



资料来源：IHS，华泰证券研究所

图表15： 2020年全球拟退出的季均LCD产能面积是2015年来最高点



资料来源：IHS，华泰证券研究所

三星、LG 关线将造成2020年全球LCD供给增速显著放缓。从计划退出的具体产线信息来看，2020年全球拟退出的3条线主要是三星的8代线Tangjong L8-1（部分）、LG的7代线Paju P7、LG的8代线Paju P8，根据IHS数据，三条产线开始退出的时间分别是3Q19（已开始减产）、1Q20、1Q20，季度产能面积分别为132万平方米、273.24万平方米、165万平方米。

图表16： 2020年全球LCD减少的重要产能

厂商	产线名称	世代	启动关停时间	关闭产能 (K片/季)	关闭产能面积(万平方米/季)
三星	SEC Tangjong L8-1	8代线	3Q19	240	132
LG	LGP Paju P7	7代线	1Q20	690	273
LG	LGD Paju P8	8代线	1Q20	300	165

资料来源：IHS，华泰证券研究所

从计划新增的具体产线信息来看,根据 IHS 数据,2020 年主要包括京东方武汉 10.5 代线的爬坡、惠科绵阳 8.6 代线(预计 2Q20 量产)、富士康广州 10.5 代线(预计 2Q20 量产),我们假设产能的新增和减少进度都按照线性完成,则全球 LCD 产能总面积情况测算如下表,可见自 1Q20 起,全球 LCD 产能环比增速出现显著下降,季度环比增速水平较 2019 年明显放缓,截至 2020 年底全球 LCD 产能总面积仅同比增长 4.05%,相对于我们在 2017 年 10 月 17 日发布的《在 8.5G 红利释放期迎戴维斯双击》中测算的 17 年全球 7、8 代线总产出面积净增长 4.1%而言,2020 年全球 LCD 供给的增长规模同样较小。

图表17: 两大韩系厂商逐步退出 LCD 竞争, 2020 年全球 LCD 供给增速显著放缓(单位: 万平米)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
京东方福州8.5代线新增	49.50												
京东方合肥10.5代线新增		89.17	89.17	89.17	89.17								
CEC咸阳8.6代线新增	49.50	49.50	49.50	49.50									
中电熊猫成都8.6代线新增			49.50	49.50	49.50	49.50							
华星光电11代线						66.88	66.88	66.88	66.88				
惠科滁州8.6代线							49.50	49.50	49.50	49.50			
京东方武汉10.5代线								89.17	89.17	89.17	89.17	89.17	
惠科绵阳8.6代线										49.50	49.50	49.50	
富士康广州10.5代线										66.88	66.88	66.88	
三星拟关闭的L8-1							-33.00	-33.00	-33.00	-33.00			
LG拟关闭的P7									-68.31	-68.31	-68.31	-68.31	
LG拟关闭的P8									-41.25	-41.25	-41.25	-41.25	
全球LCD单季产出	5721	5859	5998	6186	6325	6441	6698	6870	6933	7046	7142	7149
环比增长	0.87%	2.42%	2.37%	3.14%	2.24%	1.84%	3.98%	2.58%	0.92%	1.62%	1.36%	0.10%
全球高世代线单季产出	285	423	562	750	889	938	1022	1194	1257	1370	1466	1473
环比增长	21.05%	48.72%	32.76%	33.48%	18.49%	5.57%	8.89%	16.89%	5.27%	8.95%	7.01%	0.47%

资料来源: IHS, WitsView, 华泰证券研究所

尺寸上涨促使行业需求稳定增长, 有效消化全球 LCD 产能

由于 LCD 产线的玻璃基板面积一定, 下游需求尺寸的增长, 就意味着同一块玻璃基板能够切割的产品数量下降, 同样产能的产线的出货量因此也会有所下降。当前一条 8.5 代线的玻璃基板能够切割 18 片 32 寸, 但仅能切割 10 块 43 寸, 因此如果假设产品尺寸 32 寸转为 43 寸, 则当前 8.5 代线产能对应的 LCD 面板出货量下降近一半。

如果不考虑切割损耗, 单纯从面板和玻璃基板面积考虑, 在 16:9 标准下面板面积每增加 1 寸, 则面板横向宽度增长 0.87 寸, 纵向高度增长 0.49 寸。基于 WitsView 数据, 以当下全球电视平均尺寸 46 寸为基础进行测算可得, 面板尺寸每增加 1 寸, 则一块 8.5 代线玻璃基板可切割的面板数量减少 4% 左右, 即 8.5 代线产能相对收缩 4%。相较于 2020 年 LCD 产能仅 4.05% 的增长幅度而言, 面板尺寸平均需求增长 1 寸带来的产能相对收缩甚至可以完全抵消明年新增产线带来的产能增长。

图表18: 面板尺寸增长造成的产能相对收缩

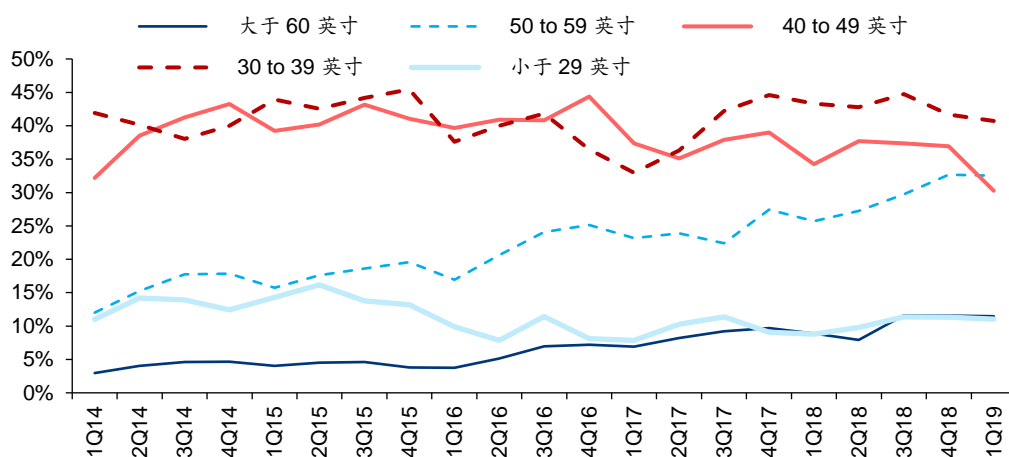
尺寸增长/寸 (在 46 寸基础上)	0	1	2	3	4	5
面板对应宽度/寸 (以 16:9 为基础)	40.1	41	41.8	42.7	43.6	44.5
面板对应高度/寸 (以 16:9 为基础)	22.6	23	23.5	24	24.5	25
面板面积/平方寸	906.26	943	982.3	1024.8	1068.2	1112.5
8.5 代线玻璃基板面积/平方寸 (2.2mx2.5m)	8525	8525	8525	8525	8525	8525
可切割的面板数量/片	9.41	9.04	8.68	8.32	7.98	7.66
相比 46 寸的产能收缩程度		-3.90%	-4.00%	-4.15%	-4.06%	-3.98%

资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

14Q1至19Q1全球电视平均尺寸逐季上涨约0.25寸

50寸以上电视在全球出货结构中的占比持续提升，大尺寸化是大势所趋。以今年新进入电视市场的华为的产品定位为例，其目前推出的智慧屏只有65和75英寸两种。根据WitsView数据统计，2014Q1至2019Q1期间，全球50-59英寸电视的出货占比由12%增长至32.5%，已经超过了40-49英寸电视的出货占比。60英寸以上电视的出货占比由3%增至11.5%。而传统主流产品40-49英寸电视的占比则由14Q2的38.5%降至19Q1的30.3%。

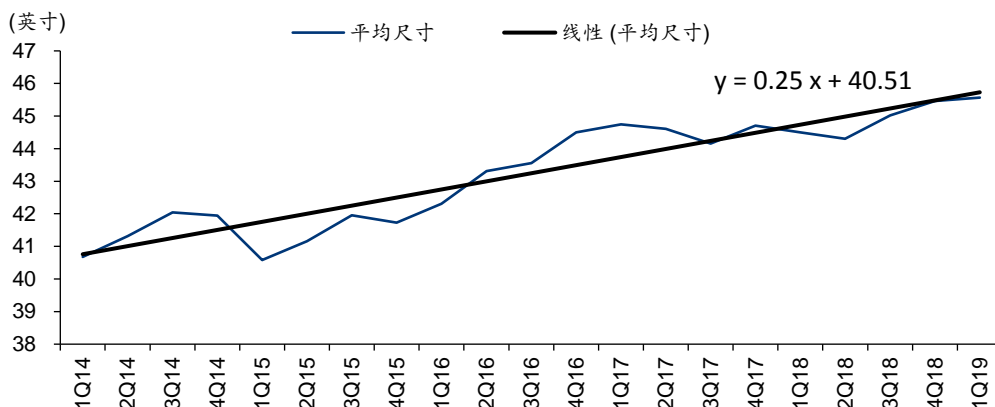
图表19：2014Q1至2019Q1期间，50寸以上电视出货占比快速提升



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

基于如上不同尺寸产品的占比情况，我们对电视尺寸上涨的速度进行测算得到，电视尺寸在14Q1至19Q1呈现较为稳定的上涨趋势，季度涨幅的拟合结果约为0.25寸，截至1Q19全球电视的平均尺寸约为45.6寸。考虑到未来尺寸规格之间的跨度增大，55寸以上消费需求的快速增长有望使得电视尺寸加速上涨。

图表20：14Q1至19Q1全球电视尺寸季度涨幅的回归结果为0.25寸



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

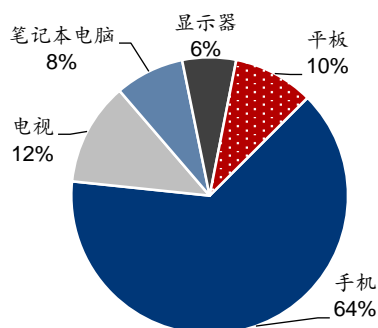
2020 年全球 LCD 面板总需求保守预计将增长 4.25%

基于 IHS 及 IDC 数据，2018 年全球 LCD 面板出货量各下游占比分别为手机 64%、电视 12%、笔记本电脑 8%、显示器 6%、平板 9%，面板出货面积各下游占比分别为电视 76%、笔记本 6%、显示器 11%、平板 2%、手机 4%。基于出货面积的占比数据我们对 2020 年全球 LCD 需求面积的增长情况测算如下：

电视面板市场：据 DIGITIMES Research 数据，未来五年电视需求将保持缓慢增长，预计未来 5 年液晶电视销量的复合成长率为 1.1%。基于每个季度电视屏幕尺寸增长 0.25 英寸计算，我们预计 2020 年电视面板需求将增长 5.3%。

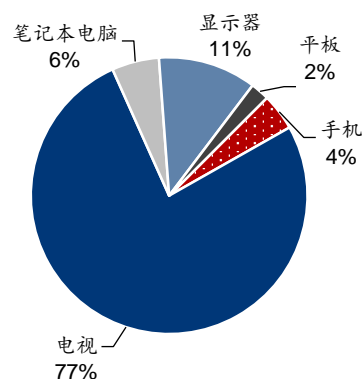
手机面板市场：根据 IDC 数据，2020 年全球智能手机出货量有望超过 14 亿台，较 19 年增长 1.5%，手机屏幕平均面积将在 2020 年增长 1.6%。考虑到 OLED 屏幕在手机中渗透率（DDSC 数据）在 18 年为 28.3%，到 2022 年有望达到 51.9%，我们预计 2020 年 LCD 屏幕手机占比为 65%。由此可得，2020 年手机面板需求将下降 4.2%。

图表21： 2018 年全球 LCD 面板出货量下游应用占比情况



资料来源：WitsView, IDC, 华泰证券研究所

图表22： 2018 年全球 LCD 面板出货面积下游应用占比情况



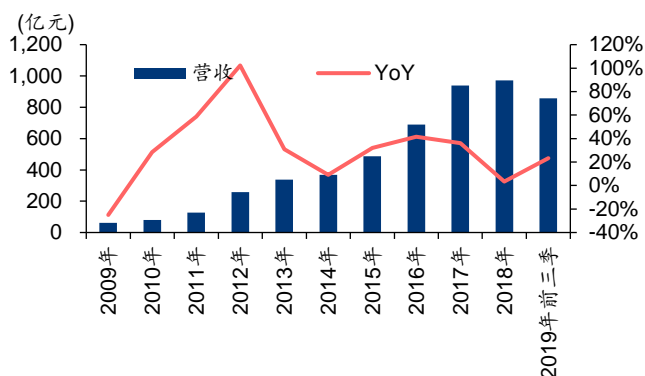
资料来源：WitsView, IDC, 华泰证券研究所

我们保守假定同样受益大尺寸化趋势的笔记本、显示器、平板市场对于 LCD 面板的需求维持稳定，则由以上计算可得 2020 年全球 LCD 需求面积有望同比增长约 4.25%（其中电视贡献 4.06%，手机贡献-0.17%，若考虑非经济切割及良率因素，实际增速情况可能更为乐观）。因此，只要三星、LG 关线如期进行，相较于此前计算的 2020 年全球仅 4.05% 的产能增长幅度而言，明年全球 LCD 面板行业有望迎来周期反转，再现 2017 年价格快速上行的局面。

十年磨一剑，京东方作为全球半导体显示龙头傲立东方 2019年受LCD价格下行压力，但公司盈利能力仍显著优于同行

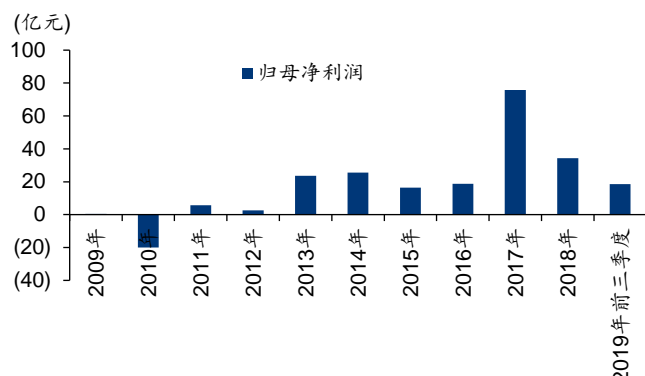
在LCD价格下行压力之下，公司2018年实现营收971.09亿元，同比增长3.53%，归母净利润34.35亿元，同比下滑54.61%，扣非归母净利润15.18亿元，同比下滑77.28%。2019年前三季度公司实现营收857.22亿元，同比增长23.4%，扣非归母净利润-1.89亿元，同比下滑110.1%，3Q19单季公司实现营收306.83亿元，同比增长18.05%，扣非归母净利润-8.40亿元，为17年以来首次单季度扣非亏损。

图表23：2018年公司实现营收971.09亿元，同比增长3.53%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

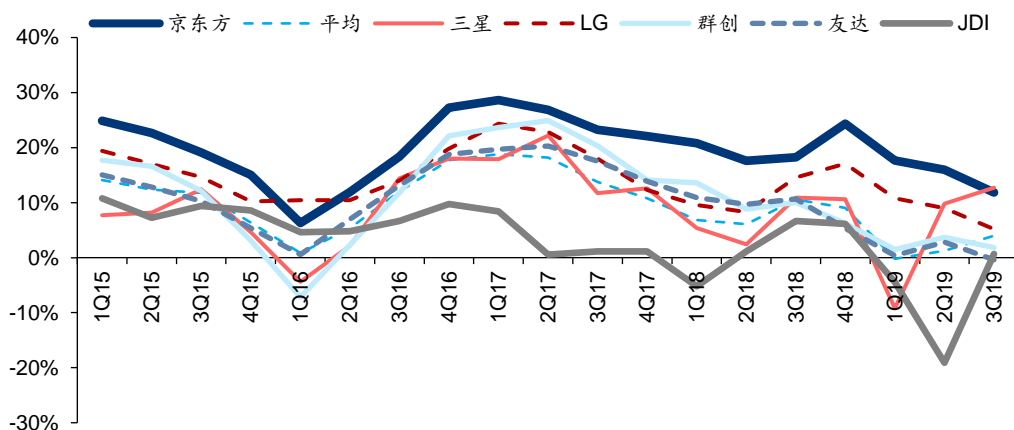
图表24：2018年京东方实现归母净利润34.35亿元，同比下滑54.61%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

尽管如此，相比于韩系、台系面板厂商而言，公司凭借更高世代线、更多元化的产品结构和下游应用市场，在盈利能上依然领先同行。根据Bloomberg数据，在2015-2019年间，京东方单季毛利率水平长期高于三星、LG、群创、友达、JDI等行业龙头大厂的平均水平，2Q19、3Q19如上几家大厂的平均毛利率为1.25%、4.01%，而京东方对应的单季毛利率为15.94%、11.81%。

图表25：京东方的季度毛利率显著优于诸多LCD全球大厂



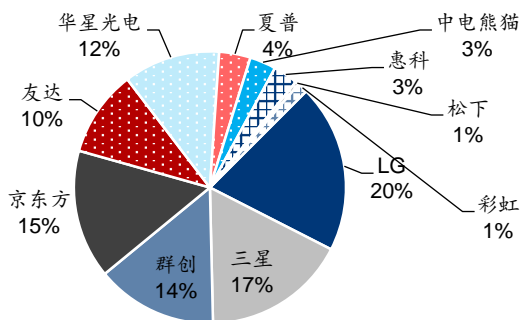
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

公司LCD面板在多个细分市场均衡发展，龙头地位稳固

相较于更倚重电视面板市场的三星、LG等韩系厂商，京东方在手机、电视、平板、NB、监视器等各细分市场的发展更为均衡，且在2007年至今均实现了市占率的快速提升。根据京东方中报，截至19年8月公司显示器件整体出货量继续保持全球第一，出货面积同比保持增长；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仍保持全球第一。

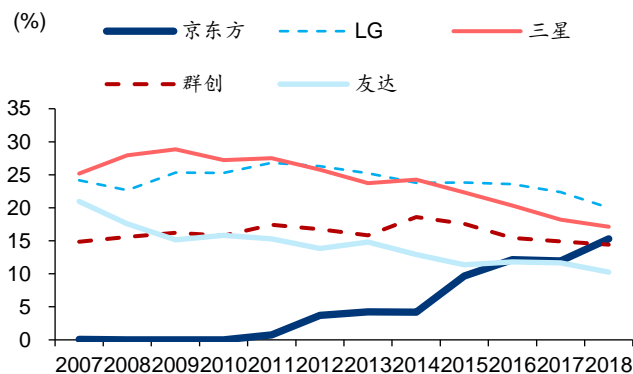
从出货面积的角度而言，根据 WitsView 数据，2018 年京东方在全球电视面板市场的市占率达到 15%，仅次于大尺寸出货占比更高的 LG、三星，位列第三。2018 年京东方在全球平板面板市场市占率达到 35%，位列第一，遥遥领先第二名 LG 近 17pct。2018 年京东方在 NB 面板市场市占率达到 30%，领先台湾大厂友达、群创，位列第一。2018 年京东方在监视器面板市场市占率达到 24%，与 LG 接近，位列第二。

图表26： 2018 年京东方 LCD 电视面板市占率达到 15% (按面积)



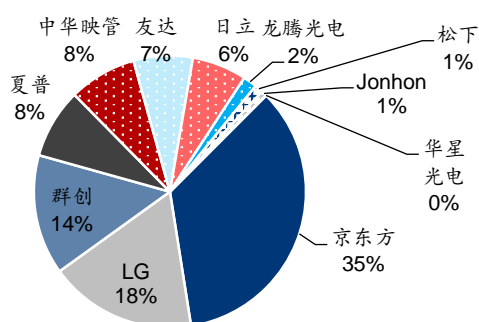
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表27： 2018 年京东方 LCD 电视面板市占率位居全球第三 (按面积)



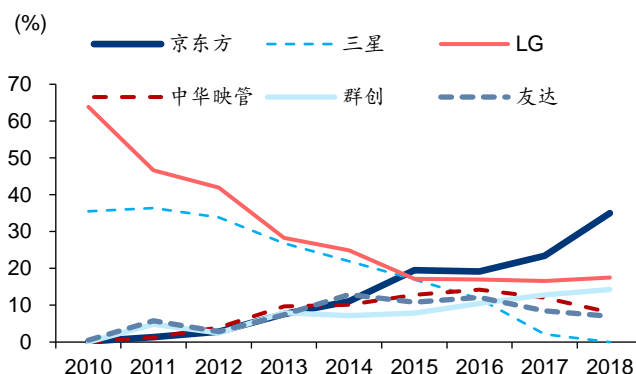
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表28： 2018 年京东方 LCD 平板面板市占率达到 35% (按面积)



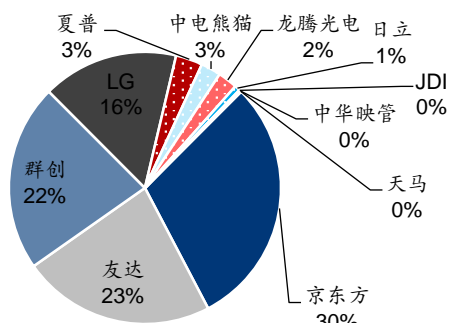
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表29： 2018 年京东方 LCD 平板面板市占率位居全球第一 (按面积)



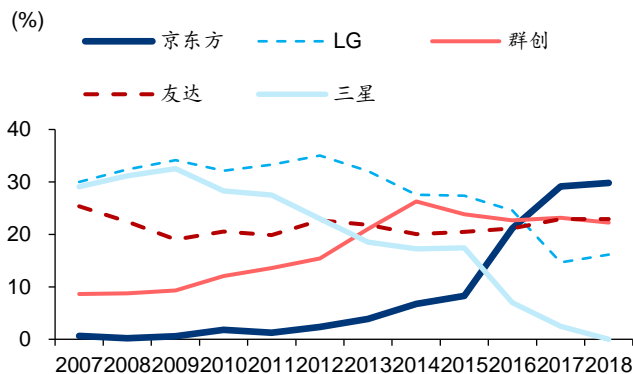
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表30： 2018 年京东方 LCD 笔记本面板市占率位达到 30% (按面积)



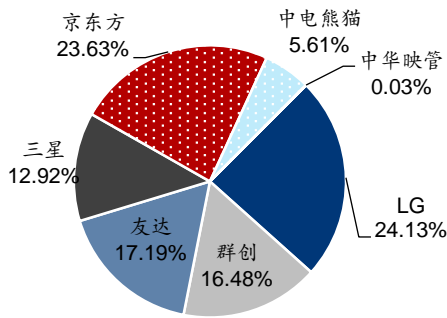
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表31： 2018 年京东方 LCD 笔记本面板市占率位居全球第一 (按面积)



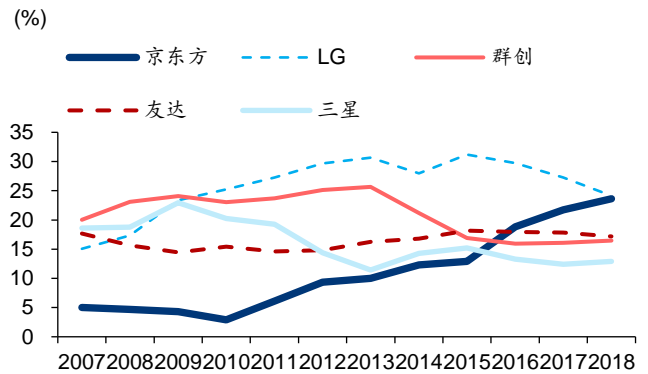
资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表32： 2018 年京东方 LCD 监视器面板市占率达到 24%（按面积）



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

图表33： 2018 年京东方 LCD 监视器面板市占率位居全球第二（按面积）



资料来源：WitsView，华泰证券研究所

面板正成为万物互联的入口，公司践行“开放两端、芯屏气/器和”

在 DOT 时代 (Display of Things)，显示面板正成为物联网入口。与 IOT 追求万物互联一样，DOT 追求在任何物体上都可以实现显示功能，显示无处不在、没有边界，完全融合在人类的日常生活中。DOT 时代显示产业发生了深刻变化，从被动接受外部世界信息的单向通道，发展成即时了解美好世界、了解彼此生活、了解自身变化的智慧交互窗口，发展成万物互联的入口，我们认为这也正是华为开拓智慧屏产品线的主要原因。

2016 年京东方明确“开放两端、芯屏气/器和”的物联网发展战略。在“芯屏气/器和”战略中，芯片是计算、通信、传感等单元的核心部件；显示屏是人机交互单元的核心部件，也是未来物联网最重要的信息出入口；软件和内容是无形的，如同空气一样存在或被传送，因此称之为“气”；各类功能硬件是有形的，因此称之为“器”。物联网就是将相关的芯片、显示器件、软件和内容、功能硬件和谐地组合起来，形成一个人与人、人与物、物与物相连的价值创造系统。公司的目标是有机融合物联网软硬各要素，与全球生态伙伴共生发展、协同创新，形成物联网生态系统，赋能场景，创造价值。

图表34： 京东方 Funbook 儿童智能阅读器



资料来源：京东方官网、华泰证券研究所

图表35： 京东方画屏



资料来源：京东方官网、华泰证券研究所

京东方聚焦细分市场，为客户提供智慧零售、智慧金融、数字医院、商务办公、智慧家居、智慧交通、智慧政教、智慧能源等物联网细分领域整体解决方案。2019 年 11 月公司推出 Funbook 儿童智能阅读器，通过动画、游戏、配音、交互、AI 老师、智能阅读报告、智能评测等，为儿童打造身临其境的阅读体验。此外，根据公司中报，1H19 京东方数字艺术事业群推出新款画屏 M2，新款画屏 S3 与 R1 研发按计划推进，作品交易量同比增长超 100%；IOT 解决方案事业群智慧金融取得网点改造订单超 1000 家，上半年累计改造网点数超 330 家，自主开发完成银行客户行为轨迹分析系统；智慧政教自主开发完成 75 英寸 8K 演播系统；数字展陈成功打造“故宫养心殿数字化巡展”标杆项目。

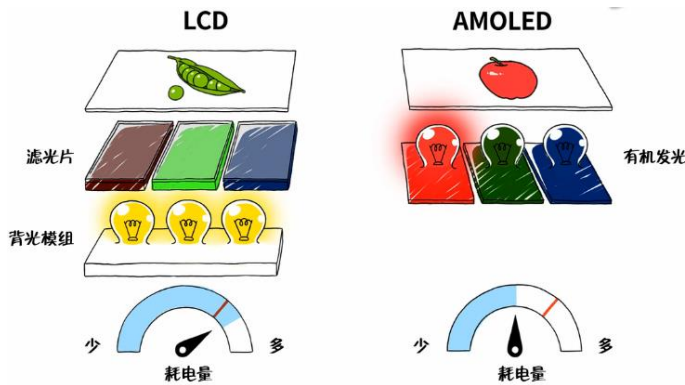
以柔性 OLED 为基，3C 显示进入可折叠时代

柔性 OLED 正成为高端 3C 显示主流方案，国内厂商加速崛起

OLED 是 Organic Light-Emitting Diode 的缩写，即有机电激发光显示，根据 LCD 和 AMOLED 的结构可见，LCD 是靠背光源显示，需要照亮全部显示屏，而 AMOLED 是自发光，只在需要的部分发光。

AMOLED 作为移动终端的显示方案主要具有四个方面的优势：即优秀的图像显示效果、丰富的色彩表现、较低的能耗和超薄设计。此外，由于其可以在不同的基板材料上实现有机材料的涂敷因而具有可弯曲的特性，这一点也给 OLED 技术赋予了更多的应用场景、更强的想象空间。

图表36： OLED 与 LCD 显示屏的结构对比



资料来源：三星官网，华泰证券研究所

图表37：图 21： OLED 显示的优势

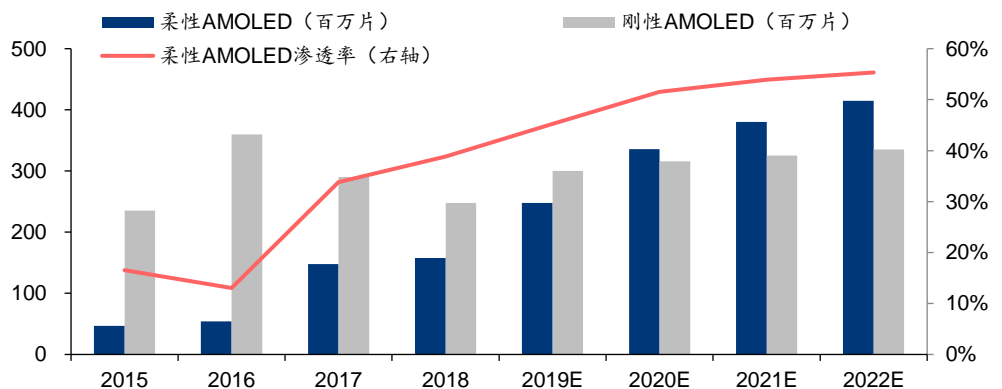


资料来源：三星官网，华泰证券研究所

柔性显示可以分为固定曲率和可折叠两种，由于 LCD 的结构中需要 LED 提供背光，尽管也可以实现弯曲，但是两层玻璃基板的间距必须始终保持一致，实现难度更大，会在显示效果上有所牺牲。相比之下，OLED 不需要 LED 背光，同时可以在不同基板材料上实现沉积，从而在柔性显示上具有更大的优势。

根据 IHS Markit 数据，2018 年全球柔性 AMOLED 出货量约为 1.58 亿片，2016-2018 年复合增速超过 50%；随着曲面屏手机、可折叠手机、可穿戴设备等搭载柔性 AMOLED 设备出货量不断增长，柔性 OLED 渗透率有望不断提升，2020 年全球柔性 AMOLED 出货量将首次超过刚性 AMOLED 出货量达到 3.36 亿片，占 AMOLED 面板出货总量的 51.5%，高于 2018 年的 38.9%。

图表38：全球柔性 AMOLED 出货量及渗透率



资料来源：IHS，华泰证券研究所

折叠屏有望接力全面屏成为扩大手机显示尺寸的创新方案

为了进一步突破智能手机的物理空间限制，实现更大尺寸的显示效果，进而丰富智能手机的办公、娱乐应用场景，折叠屏成为了继全面屏之后智能手机显示端的主要创新方向。目前折叠屏的主要实现方式包括内折、外折、双向内折、对折等方式。

国内手机品牌华为、联想、小米、oppo 等快速跟进折叠屏创新方向。2019年2月华为在其全球开发者大会上首次推出了折叠屏手机 Mate X，采用 8GB+512GB 的存储组合，搭载华为麒麟 980 处理器，而且支持 5G 通信。2019年11月联想在其创新科技大会发布了折叠屏手机摩托罗拉 RAZR 2019 以及全球首款折叠屏笔记本电脑 ThinkPad X1 系列，进一步丰富了折叠显示的应用场景。

图表39： 华为在 2019 年 WMC 大会发布了其折叠屏手机 mate X



资料来源：华为官网，华泰证券研究所

图表40： 联想折叠屏笔记本 ThinkPad X1 示意图

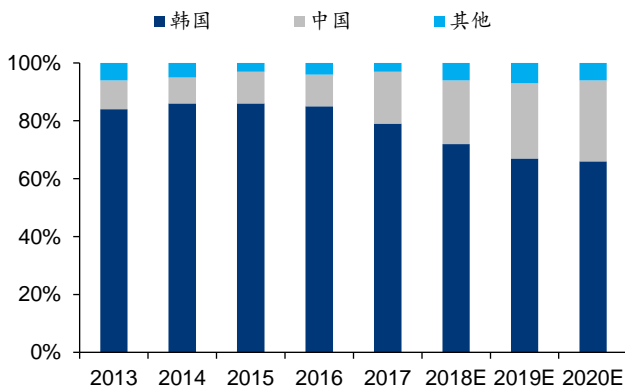


资料来源：联想官网，华泰证券研究所

公司一马当先领跑国内 OLED 产业，2020 年迎来收获期

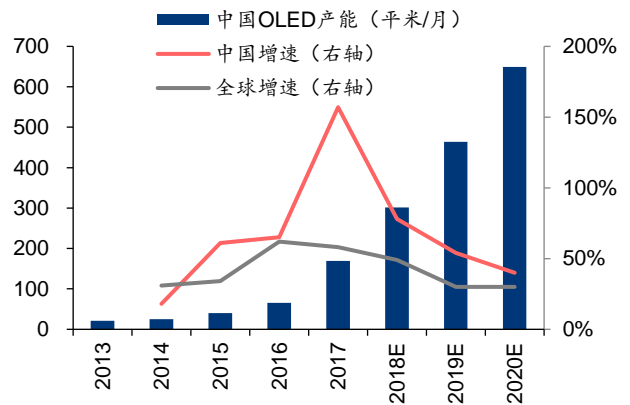
继韩国三星开启 OLED 面板大规模商用之后，中国 OLED 产业正在加速崛起。根据中商情报网数据，2013 年全球 OLED 市场仍由韩国企业主导，中国 OLED 产能仅占全球产能的 10%，但 2017 年起以京东方、维信诺为代表的国内企业在 OLED 领域的扩产速度显著加快，预计至 2020 年中国 OLED 产能将占全球 OLED 总产能的 28%，成为仅次于韩国的全球第二大 OLED 供应国。

图表41： 中国 OLED 产能占全球比例不断提升



资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

图表42： 2020 年中国 OLED 产能将占全球 OLED 总产能的 28%



资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

京东方 OLED 产线良率进展顺利，产能仍在持续扩张中。根据京东方中报，截至 19 年 8 月，中国大陆首条柔性 AMOLED 产线——京东方成都第 6 代线良率达到业内较高水平，上半年出货量超千万片；绵阳第 6 代柔性 AMOLED 线也已实现量产出货，柔性 OLED 智能手机市占率有较大提升。

盈利预测与投资建议

盈利预测

LCD 及 OLED 显示面板业务：尽管京东方在发展传统主业的同时，也在积极开拓智慧系统、智慧健康等其他业务线，但是我们认为，在未来 3 年内显示面板依然是其主要收入、利润贡献点，结合前文对于面板行业 2020 年供给格局趋紧、陆资厂商议价权强化、行业周期属性弱化的判断，我们预计 LCD 面板价格有望在 1Q20 企稳回升，预计 19-21 年平均价格分别为 1.86、1.90、1.92 千元每㎡，考虑到公司新增 LCD 产能分四期逐季线性爬坡预期，基于 1H19 公司 LCD 面板 508 亿营收（YoY 29.94%）以及 3Q19 面板价格大幅下行的行业数据，我们预计公司 LCD 业务 19-21 年营收分别为 955 亿元、1181 亿元、1246 亿元。在 19 年 LCD 面板价格大幅下滑，1Q20 LCD 面板价格企稳回升的带动下，结合 1H19 显示业务 15.56% 的毛利率水平，我们预计公司 19-21 年 LCD 业务毛利率有望稳步回升，分别达到 13.3%、16.4%、17.0%。

公司 OLED 自 18 年成都线投产以来开始贡献营收，伴随绵阳线、重庆线、福州线的线性爬坡进程，我们预计公司 OLED 产能 19-21 年将达到 999、2531、4063 K m²，由于 OLED 面板市场的下游需求日益多元化，行业依然是三星、京东方等大厂所主导的卖方市场，需求情况乐观，考虑技术进步所带来的 OLED 面板产品逐季 3-5% 的价格下降，我们预计公司 19-21 年 OLED 营收将达到 165、410、536 亿元。参考以 OLED 面板为核心主业的维信诺 3Q19 单季 23.2% 的毛利率水平，在公司成都线、绵阳线规模效应释放、良率提升的带动下，我们预计公司 19-21 年公司 OLED 业务毛利率有望达到 25% 左右。

图表43：京东方 A 核心显示面板业务盈利预测/亿元

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
LCD 年产量/K m ²		28,242	31,921	42,548	51,401	62,158	64,847
ASP/千元每㎡		2.17	2.59	2.04	1.86	1.90	1.92
LCD 营收	435	612	826	867	955	1,181	1,246
OLED 年产量/K m ²				67	999	2531	4063
OLED 面板单价/美金				60	50	41	60
OLED 营收				9	165	410	536

资料来源：Wind，华泰证券研究所

智慧系统：公司的智慧系统业务包括制造服务、IoT 解决方案和数字艺术等，今年上半年实现营收 75.22 亿元，同比增长 2.38%，我们认为，在画屏、电子标牌以及多场景 IoT 解决方案成功推出的基础上，公司智慧系统业务增速有望在 5G 时代受益物联网的兴起而稳步回升，我们预计该业务 19-21 年营收增速分别为 5.7%、8.49%、11.74%，由于公司智慧系统的新品多处于推广初期，行业竞争激烈程度较弱，但是由于原材料中的显示面板涨价预期，我们预计 19-21 年智慧系统毛利率分别为 8.75%、8.69%、8.65%。

智慧健康：公司的智慧健康业务包括移动健康和健康服务两大事业群，根据公司中报，移动健康事业群实现智能手表、体脂秤、血压计等 15 款周边产品上市销售，其中 Flow Cell 基因检测产品已实现品牌客户量产出货。健康服务事业群以数字医疗服务为核心，其中公司旗下的明德医院门诊量同比增长 33%。公司智慧健康业务今年上半年实现营收 6.63 亿元，同比增长 26.09%。在公司新产品成功开拓，合肥医院等新院区开诊的带动下，考虑 18 年的业绩低基数，我们预计公司 19-21 年营收增速有望达到 27.5%、25.8%、23.5%，毛利率水平参照过去 2 年的历史数据有望稳定在 59% 附近。

其他主营：公司的其他业务主要指母公司的专利授权费等，根据半年报数据，上半年新增专利申请 4872 件，其中海外专利超 35%，其他主营收入 35.67 亿元，同比增长 40.63%，毛利率达到 99.88%，我们预计在持续的研发投入、OLED 专利开发过程中，公司其他主营业务 19-21 年收入增速预计为 45.02%、42.22%、35.6%，毛利率稳定在 99% 附近。

内部抵消：公司的内部抵消项上半年收入-76.10亿元，同比增长24.65%，回顾历史数据可见，该业务与LCD面板主业的比例关系稳定在12-14%附近，我们保守假设19-21年该业务依然维持较为稳定的比例关系，对应19-21年收入规模为-122.74、-151.4、-160.14亿元。

图表44：京东方A盈利预测/亿元

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
LCD 营收	435	612	826	867	955	1,181	1,246
YoY		40.7%	35.0%	4.9%	10.2%	23.7%	5.5%
毛利率	20.1%	17.0%	25.0%	18.8%	13.3%	16.4%	17.0%
OLED 营收				9	165	410	536
YoY					1826.81%	148.41%	30.70%
毛利率					20.0%	25.0%	25.0%
智慧系统	88	125	181	160	169	184	205
YoY		42.39%	45.05%	-11.71%	5.70%	8.49%	11.74%
毛利率	8.67%	8.53%	8.47%	10.08%	8.75%	8.69%	8.65%
智慧健康	8	9	10	12	15	18	23
YoY		9.81%	12.90%	12.50%	27.50%	25.80%	23.50%
毛利率	50.24%	55.44%	59.37%	59.14%	59.26%	59.20%	59.23%
其他主营	12	18	22	36	52	74	100
YoY		53.43%	21.31%	60.33%	45.02%	42.22%	35.60%
毛利率	99.38%	98.94%	98.49%	99.11%	99.00%	99.00%	99.00%
其他业务				15.21			
YoY							
毛利率				23.82%			
内部抵消	-56.81	-75.57	-102.2	-118.09	-122.74	-151.40	-160.14
成本	(45)	(61)	(87)	(91)	(99)	(123)	(130)
占LCD收入比例	13.06%	12.35%	12.37%	13.63%	12.85%	12.85%	12.85%
合计收入	486.23	688.95	938.01	971.09	1233.33	1715.78	1950.32
综合毛利率	20.30%	17.87%	25.07%	20.39%	16.78%	21.39%	22.84%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合三季报数据，基于公司的产线扩张与规模持续增长预期，我们预计管理费用率有望稳定在4.3%；销售费用率伴随智慧系统、智慧健康等增量市场的开拓而略有增长，预计19-21年分别为2.5%、2.9%、3.0%；研发费用率伴随OLED技术的成熟以及核心客户新产品的稳步落地而有所下降，预计19-21年分别为5.2%、5.1%、5.1%；财务费用率则伴随此前举债兴建的新增产能的陆续投产、营收规模快速增长而下降，预计19-21年分别为2.1%、2.0%、1.8%。

图表45：京东方A费用率预测/百万元（表格中的费用率用负数表示）

	2015	2016	2017	2018	1-9M19	2019E	2020E	2021E
销售费用	-1,290	-1,984	-2,592	-2,891	-1,997	-3,083	-5,044	-5,812
As % of rev	-2.7%	-2.9%	-2.8%	-3.0%	-2.33%	-2.5%	-2.9%	-3.0%
管理费用	-3,905	-4,595	-6,014	-4,959	-3,569	-5,306	-7,381	-8,390
As % of rev	-8.0%	-6.7%	-6.4%	-5.1%	-4.16%	-4.3%	-4.3%	-4.3%
研发费用	-771	-1,024	-1,233	-5,040	-4,532	-6,401	-8,750	-9,908
As % of rev	-1.6%	-1.5%	-1.3%	-5.2%	-5.29%	-5.2%	-5.1%	-5.1%
财务费用	-1,496	-2,299	-1,948	-3,197	-1,381	-2,642	-3,510	-3,580
As % of rev	-3.1%	-3.3%	-2.1%	-3.3%	-1.61%	-2.1%	-2.0%	-1.8%
归母净利润	1,636	1,883	7,568	3,435	1,852	2,661	6,983	10,469
YoY	-36.1%	15.1%	302.0%	-54.6%	-45.2%	-22.5%	162.4%	49.9%
归母净利润率	3.4%	2.7%	8.1%	3.5%	2.16%	2.2%	4.1%	5.4%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

综上，我们预计公司19-21年营收为1233.33亿、1715.78亿、1950.21亿元，对应归母净利润26.61亿元、69.83亿元、104.69亿元，对应EPS分别为0.08、0.20、0.30元。

投资建议

参考电子行业部分 400 亿元以上大市值、偏重资产投入的公司 2020 年平均 24.69 倍 PE，考虑 2020 年之后 LCD 行业竞争格局改善、周期波动弱化以及京东方自身 OLED 产品量产所带来的稳定业绩增量，给与公司 20 年 28-30 倍 PE，将目标价由 4.35-4.59 元上调至 5.62-6.02 元，维持买入评级。

图表46：可比公司盈利预测与估值（EPS 为 wind 一致预期中值）

可比公司	股价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）		PE（倍）	
			2019E	2020E	2019E	2020E
三安光电	18.53	755.73	0.38	0.55	49.11	33.73
蓝思科技	13.92	578.34	0.42	0.59	32.92	23.61
大华股份	18.79	565.20	1.04	1.27	18.14	14.81
欧菲光	16.10	436.77	0.19	0.62	84.96	26.12
大族激光	38.32	408.90	0.81	1.52	47.38	25.18
平均值					46.50	24.69

资料来源：Wind，华泰证券研究所，价格为 2019-12-23 日收盘价

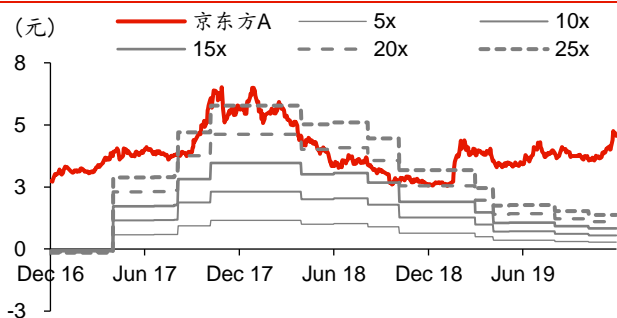
风险提示

韩系面板厂产能退出进度慢于预期。由于 2020 年全球 LCD 面板产业竞争格局改善的前提建立在三星、LG 等韩系面板厂产能退出的基础上，但是在产线停产计划的具体执行过程中仍存在速度与计划不一致的风险。

公司新产能量产进程慢于预期。公司业绩的增长一方面来自行业景气度的复苏，另一方面来自公司自身新增产能的投放，但是在点亮、爬坡过程中仍存在进程不及预期、拖累公司业绩的风险。

PE/PB - Bands

图表47：京东方 A 历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表48：京东方 A 历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	99,780	99,692	94,286	113,975	140,547
现金	57,129	51,482	36,371	33,586	51,678
应收账款	16,347	20,537	26,315	43,789	49,849
其他应收账款	818.02	2,454	2,454	2,454	2,454
预付账款	587.13	770.63	770.63	770.63	770.63
存货	8,958	11,985	15,912	20,912	23,332
其他流动资产	15,942	12,463	12,463	12,463	12,463
非流动资产	156,328	204,336	216,616	214,315	204,225
长期投资	6,929	2,389	2,389	2,389	2,389
固定投资	88,625	128,158	144,216	151,953	148,918
无形资产	2,983	5,938	6,335	6,735	7,104
其他非流动资产	57,792	67,852	63,676	53,238	45,814
资产总计	256,109	304,028	310,902	328,289	344,772
流动负债	49,736	62,228	67,722	79,007	86,341
短期借款	3,250	5,450	6,267	7,208	8,289
应付账款	16,750	22,805	26,997	35,805	41,310
其他流动负债	29,737	33,973	34,458	35,995	36,742
非流动负债	102,088	121,443	121,443	121,443	121,443
长期借款	78,974	94,780	94,780	94,780	94,780
其他非流动负债	23,115	26,663	26,663	26,663	26,663
负债合计	151,824	183,671	189,166	200,450	207,784
少数股东权益	19,474	34,501	34,259	34,866	35,776
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
留存公积	11,426	12,845	14,466	19,962	28,200
归属母公司股东权益	84,810	85,857	87,478	92,973	101,212
负债和股东权益	256,109	304,029	310,902	328,289	344,772

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	26,267	25,684	19,613	23,206	44,777
净利润	7,860	2,880	2,419	7,590	11,380
折旧摊销	11,945	13,917	19,580	24,235	32,046
财务费用	1,447	2,568	2,642	3,510	3,580
投资损失	115.60	306.89	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	3,130	4,535	(6,058)	(14,739)	(3,353)
其他经营现金	2,001	2,090	1,030	2,610	1,125
投资活动现金	(59,062)	(47,064)	(34,501)	(25,443)	(25,536)
资本支出	47,735	54,422	32,041	22,078	22,072
长期投资	(44,553)	(60,464)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	33,226	67,822	(2,461)	(3,365)	(3,464)
筹资活动现金	32,925	15,567	(222.88)	(547.58)	(1,149)
短期借款	(1,667)	2,200	817.49	940.12	1,081
长期借款	29,088	15,806	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(354.67)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(445.84)	(372.42)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	6,305	(2,068)	(1,040)	(1,488)	(2,230)
现金净增加额	(1,442)	(4,563)	(15,111)	(2,785)	18,092

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	93,800	97,109	123,333	171,578	195,032
营业成本	70,282	77,306	102,633	134,882	150,494
营业税金及附加	708.38	778.61	988.87	1,376	1,564
营业费用	2,592	2,891	3,083	5,044	5,812
管理费用	7,247	9,999	11,707	16,132	18,298
财务费用	1,948	3,197	2,642	3,510	3,580
资产减值损失	2,230	1,240	545.29	1,073	378.03
公允价值变动收益	32.05	2.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	848.08	2,309	1,000	1,000	1,000
营业利润	9,674	4,008	2,734	10,561	15,906
营业外收入	180.42	169.43	811.94	387.26	456.21
营业外支出	113.08	55.31	82.42	83.60	73.78
利润总额	9,741	4,122	3,463	10,865	16,289
所得税	1,881	1,242	1,044	3,275	4,909
净利润	7,860	2,880	2,419	7,590	11,380
少数股东损益	292.73	(555.25)	(241.95)	607.22	910.36
归属母公司净利润	7,568	3,435	2,661	6,983	10,469
EBITDA	23,634	21,236	25,685	38,610	51,915
EPS (亿元, 基本)	0.22	0.10	0.08	0.20	0.30

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	36.15	3.53	27.00	39.12	13.67
营业利润	1,814	(58.57)	(31.80)	286.33	50.61
归属母公司净利润	301.99	(54.61)	(22.52)	162.38	49.92
获利能力 (%)					
毛利率	25.07	20.39	16.78	21.39	22.84
净利率	8.07	3.54	2.16	4.07	5.37
ROE	7.26	2.85	2.19	5.46	7.64
ROIC	4.06	1.56	1.19	3.04	4.36
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.28	60.41	60.84	61.06	60.27
净负债比率 (%)	33.62	49.05	61.58	61.55	45.03
流动比率	2.01	1.60	1.39	1.44	1.63
速动比率	1.83	1.41	1.16	1.18	1.36
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.32	0.40	0.52	0.57
应收账款周转率	5.74	4.73	4.69	3.92	3.91
应付账款周转率	4.20	3.39	3.80	3.77	3.64
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.10	0.08	0.20	0.30
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.75	0.75	0.56	0.67	1.29
每股净资产 (最新摊薄)	2.99	3.50	3.50	3.67	3.94
估值比率					
PE (倍)	21.01	45.60	59.62	22.72	15.16
PB (倍)	1.52	1.30	1.30	1.24	1.16
EV_EBITDA (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com