



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

京东方 A (000725.SZ):

LCD 寡头优势渐显 柔性 OLED 将成新引擎 ——调研简报

2018 年 2 月 9 日

分析师:

崔国涛

执业证书编号: S1380513070003

联系电话: 010-88300848

邮箱: cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理:

邓焱

执业证书编号: S1380116110007

联系电话: 010-88300849

邮箱: dengyao@gkzq.com.cn

公司评级

当前价格 (2018.2.9): 5.19

本次评级: 未评级

公司基本数据

总股本 (百万股): 34798.4

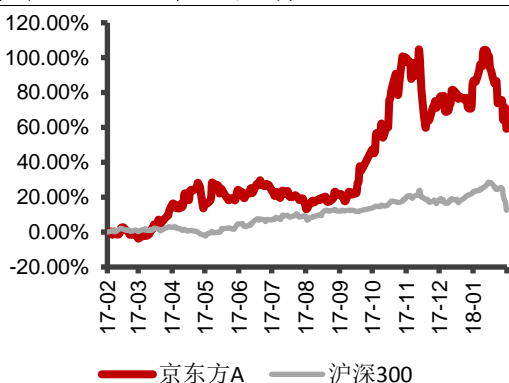
流通股本 (百万股): 33860.5

流通 A 股市值 (亿元): 1757

每股净资产 (元): 2.41

资产负债率 (%): 56.15%

京东方 A 近一年股价走势



内容提要:

- **业绩大幅提升, 盈利能力明显改善。**据公司公告, 预计 2017 年实现归母净利润 75-78 亿元, 同比增长 298-314%, 基本每股收益约 0.215-0.224 元/股。对应第四季度业绩, 预计实现归母净利润 10.2-13.2 亿元, 环比减少 53-39%, 同比下滑 41-24%, 主要由于 LCD 面板价格下降和年底有费用产生所致。盈利能力方面, 公司通过持续强化精益管理, 提升高附加值产品导入速度和出货比重等, 使得整体盈利能力稳定在较高水平, 2017 年前三季度毛利率为 26.13%, 同比提升 12.99 个百分点。综上, 加之 2017 年半导体显示行业景气度较好, 公司业绩同比显著提升。

- **LCD 寡头优势渐显, 2018 年业绩增量清晰。**公司 2017 年 12 月实现全球首条 10.5 代线投产, 这也是当前全球最高世代线。环顾全球, 近年来日、韩、台厂的 LCD 面板产能逐渐退出, 而公司通过多年深耕积累, 量产能力和良率等方面均已跻身行业前列, 因此充分受益于此轮产能转移, 逐渐形成 LCD 行业寡头优势。

展望 2018 年, 公司 LCD 领域业绩增量较为清晰, 一是福州 8.5 代线满产, 将带来较为可观的业绩贡献; 二是合肥 6 代线等低世代线折旧结束将释放一定利润; 三是 63 亿元债务豁免将贡献 9 亿元营业外收入。此外两条 10.5 代线将于 2019 年开始贡献利润。行业格局方面, 一季度仍是面板需求传统淡季, 但在夏季世界杯等大型体育赛事刺激下, 预计大尺寸 TV 需求将逐渐转暖, 上游 LCD 面板也将随之进入拉货旺季, 价格也将触底反弹, 行业供需格局将迎来改善。基于此, 我们认为 2018 年公司 LCD 领域业绩有望实现 30% 左右的稳步增长。

- **柔性 OLED 卡位优势明显, 受益于行业高成长。**公司 2017 年 10 月实现全球第二条柔性 AMOLED 产线量产, 打破三星垄断。目前, 公司在核心设备方面已获得该领域顶级设备厂商 TOKKI、大日本印刷的稳定供应, 良率和产能亦稳步爬升。预计 2019 年公司绵阳柔性 AMOLED 产线投产之后, 有望超越 LGD, 成为全球仅次于三星显示的第二大 OLED 面板生产企业。从市场空间来看, iPhone X 推动了智能手机向 OLED 屏的升级趋势, 未来有望迎来爆发式增长。同时我国作为全球最大消费电子市场, 将给公司带来更为广阔的市场需求空间。从供应端来看, 当前具备 OLED 量产能力的厂商主要集中于三星、LG 和京东方, 加之该领域较高的行业壁垒, 尽管多家厂商已在积极布局, 但短期产能释放有限, 因此未来 2-3 年仍将处于供不应求的局面。我们认为, 公司 OLED 业务拥有卡位优势, 同时受益于行业高成长, 将成为公司业绩增长的新引擎。

- **风险提示:** LCD 面板价格大幅波动, OLED 量产不及预期, 市场供需不及预期, 公司业绩低于预期, 国内外二级市场系统性风险。

京东方A（以下简称公司）是国内面板龙头，近期我们对公司进行了调研，整理纪要如下供投资者参考。

1、投资观点

1.1 业绩大幅提升 盈利能力明显改善

根据公司公告，预计2017年实现归属上市公司股东净利润75-78亿元，同比增长298-314%，基本每股收益约0.215-0.224元/股。

对应第四季度业绩，预计实现归属上市公司股东净利润10.2-13.2亿元，环比减少53-39%，同比下滑41-24%，主要是由于LCD面板价格下降和年底有费用产生所致。

整体来看，2017年公司以显示器件业务为重心，不断优化产品结构，随着核心技术创新能力的提升，传统产品市场份额继续维持在较高水平；同时推动战略转型升级，执行DSH事业战略（即显示和传感器件、智慧系统和健康服务三大战略方向），目前智慧系统与健康服务已实现快速布局，市场拓展亦初见成效。

盈利能力方面，公司通过持续强化精益管理，提升高附加值产品导入速度和出货比重等，使得整体盈利能力稳定在较高水平，2017年前三季度毛利率为26.13%，同比提升12.99个百分点。

综上，加之2017年半导体显示行业景气度较好，公司经营业绩较去年同期显著提升。

1.2 LCD寡头优势渐显 2018年业绩增量清晰

公司多年来通过“反周期投资”等战略，紧抓行业发展契机，不断加大产能投入，2017年电视面板出货量居全球第二，并于2017年12月实现全球首条10.5代线投产，这也是当前全球最高世代线，设计产能为每月12万片玻璃基板。目前共拥有4条大尺寸8.5代线，1条10.5代线，并拟于武汉再建1条10.5代线，进一步巩固行业领先地位。

环顾全球，近年来日、韩、台厂的LCD面板产能逐渐退出，而公司通过多年深耕积累，量产能力和良率等方面均已跻身行业前列，因此充分受益于此轮产能转移，逐渐形成LCD行业寡头优势。

从公司自身层面来看，2018年LCD领域业绩增量较为清晰，一是福州8.5代线满产，将带来较为可观的业绩贡献；二是合肥6代线等低世代线折旧结束将释放一定利润；三是获得63亿元债务豁免，将贡献9亿元营业外收入¹。此外两条10.5代线将于2019年开始贡献利润。

¹ 详见2018年1月17日公司《关于获得债务豁免的公告》。

从 LCD 面板行业格局来看，回顾 2017 年，需求端方面，由于四季度是行业传统淡季，加之上半年面板价格高企，导致 TV 整机厂商库存上升，从而需求减少；供给端方面，2017 年面板新增产能下半年逐步放量，供给有所增长。这种供需格局导致了 LCD 价格持续走弱。

展望 2018 年，一季度仍是面板需求传统淡季，但在夏季世界杯等大型体育赛事刺激下，预计大尺寸 TV 需求将逐渐转暖，上游 LCD 面板也将随之进入拉货旺季，价格也将触底反弹，行业供需格局将迎来改善。据 IHS Markit 预计，2018 年全球面板需求增长将超 7%。

基于此，我们认为，2018 年公司 LCD 领域业绩有望实现 30% 左右的稳步增长。

1.3 柔性 OLED 卡位优势明显 受益于行业高成长

公司 2017 年 10 月实现全球第二条柔性 AMOLED 产线量产，打破三星在该领域的垄断，并向华为、OPPO、vivo、小米、中兴、努比亚等十余家客户进行了首批产品交付。

目前，公司在柔性 OLED 领域已建立起技术、资金、人才等方面的深厚壁垒，核心设备蒸镀机、金属掩膜版等，亦已获得该领域顶级设备厂商 TOKKI、大日本印刷的稳定供应，良率和产能亦稳步爬升。除成都 AMOLED 产线之外，公司绵阳第 6 代柔性 AMOLED 生产线也正在建设中，预计 2019 年投产，届时有望超越 LGD，成为全球仅次于三星显示的第二大 OLED 面板生产企业。

从市场空间来看，OLED 作为新型显示发展方向之一，在高端智能手机及可穿戴设备等智能终端市场的应用前景广阔。尤其是在应用占比最高的智能手机端，2017 年苹果发布的 iPhone X 首次搭载 OLED 屏幕，推动了屏幕向 OLED 的升级趋势，预计在其引领下，未来 OLED 在智能手机端的应用有望实现爆发式增长。据 IHS 统计，2017 年智能手机端柔性 OLED 在智能手机端渗透率约 36%，预计 2020 年将上升至 53%。与此同时，我国作为全球最大的消费电子市场，将给公司 OLED 产品带来更为广阔的市场需求空间。

从全球行业供应端来看，当前具备 OLED 量产能力的厂商主要集中于三星、LG 和京东方，加之该领域较高的行业壁垒，尽管多家厂商已在积极布局，但短期产能释放有限，因此未来 2-3 年仍将处于供不应求的局面。

我们认为，公司 OLED 业务拥有卡位优势，同时受益于行业高成长，将成为公司业绩增长的新引擎。

2、风险提示

LCD 面板价格大幅波动，OLED 量产不及预期，市场供需不及预期，公司业绩低于预期，国内外二级市场系统性风险。

资产负债表(万元)				利润表(万元)			
	2017Q3	2016A	2015A		2017Q3	2016A	2015A
流动资产	9,601,318.29	91,041,83	63,757,15	营业收入	6,940,835.61	68,895,66	48,623,73
固定资产	8,058,986.98	69,947,59	63,565,10	同比(%)	51.41	41.69	32.07
长期股权投资	235,320.42	1,356,11	1,260,30	营业成本	5,127,539.68	56,585,70	38,755,09
资产总计	23,895,563.23	205,135,01	152,592,89	营业利润	810,780.42	505,30	953,71
同比(%)	36.41	34.43	12.00	同比(%)	594.17	-47.02	-58.67
流动负债	4,738,550.02	41,439,75	28,871,44	利润总额	814,705.55	2,512,40	2,013,24
非流动负债	8,678,637.70	71,679,21	45,370,62	同比(%)	2,828.00	24.79	36.61
负债合计	13,417,187.72	113,118,96	74,242,07	所得税	135,302.71	46,722.83	37,513.32
同比(%)	44.01	52.37	25.24	净利润	679,402.84	2,045,17	1,638,11
股东权益	10,478,375.51	92,016,06	78,350,83	少数股东损益	31,836.12	16,259.91	183.94
归属母公司股东的权益	8,372,470.20	78,699,99	77,485,28	归属母公司股东的净利润	647,566.72	1,882,57	1,636,27
同比(%)	8.53	1.57	1.75	同比(%)	4,503.51	15.05	-36.14
资本公积金	3,866,193.30	39,031,36	39,018,90	基本每股收益(元)	0.18	0.05	0.05
盈余公积金	74,313.99	743,14	592,24	稀释每股收益(元)	0.18	0.05	0.05
未分配利润	944,014.44	4,011,06	2,630,91				
现金流量表(万元)				其他指标			
	2017Q3	2016A	2015A		2017Q3	2016A	2015A
销售商品提供劳务收到的现金	2,499,538.64	6,885,301.80	5,057,727.07	ROE(摊薄)(%)	7.73	2.39	2.11
经营活动现金净流量	785,241.60	1,007,328.71	1,049,338.54	销售毛利率(%)	26.13	17.87	20.30
购建固定无形长期资产支付的现金	1,079,108.64	3,070,261.47	1,860,714.64	资产负债率(%)	56.15	55.14	48.65
投资支付的现金	1,355,487.04	2,846,826.65	1,433,972.77	每股净资产(%)	2.41	2.24	2.20
投资活动现金净流量	-1,572,234.99	-2,449,493.12	-1,959,440.39	P/E(TTM)	22.85	-466.64	38.67
吸收投资收到的现金	540,000.00	450,000.00	0.00	P/E(LYR)	81.33	61.44	40.75
取得借款收到的现金	1,455,536.24	3,812,419.91	1,838,325.92	P/B(MRQ)	1.83	1.28	1.35
筹资活动现金净流量	1,180,852.85	2,614,109.28	812,892.74	P/S(TTM)	1.77	1.74	2.19
现金净增加额	346,656.33	1,317,207.22	-32,196.89				
期末现金余额	4,626,488.04	4,935,481.04	3,618,273.82				

资料来源: Wind,国开证券研究部

分析师简介承诺

崔国涛，北京理工大学工学学士、对外经济贸易大学经济学硕士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011年至今于公司研究部担任行业研究员，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师。

邓焱，2012年毕业于吉林大学，经济学博士，曾就职于国家开发银行湖南分行、工信部华信研究院，2016年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层