

LCD 出货稳步增长，柔性 AMOLED 蓄势待发

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2018 年前三季度实现营业收入 694.6 亿元 (+0.1%)，实现归母净利润 33.8 亿元 (-47.8%)，实现扣非后归母净利润 11 亿元 (-81.4%)。其中三季度单季实现营业收入 259.9 亿元 (+4.8%)，实现归母净利润 4 亿元 (-81.42%)，实现扣非后归母净利润 1.2 亿元 (-93.68%)。
- **宏观环境叠加 LCD 景气周期影响，业绩持续下降低于预期。**受宏观经济和 LCD 行业持续低景气影响，2018 年前三季度，公司实现销售毛利率 18.8%，同比下降 7.1pp；销售净利率 4.3%，同比下降 4.5pp。其中三季度单季毛利率 18.3%，同比下降 5pp；报告期内美元兑人民币汇率波动带来较大数额的汇兑损失，公司 2018 年前三季度财务费用达到 22.4 亿元，同比增长 59%。
- **液晶面板出货逆势增长，大尺寸 TFT-LCD 出货量稳居全球第一。**根据 IHS 最新数据，全球大尺寸 TFT-LCD 出货量在 2018 年第三季度达到历史新高水平，出货量 1 亿 9700 万片，同比增长 7%；出货面积 5200 万平方米，同比增长 14%。其中京东方在第三季度以 23% 的大尺寸面板出货量市场份额稳居全球第一。目前市场对大尺寸液晶面板需求仍在，公司合肥 10.5 代线已实现 1 期 2 期满产，第 3 期有望年底满产，其中 65" 和 75" 超大尺寸面板出货量有望在年底冲击全球第一。
- **关注柔性 OLED 供货华为旗舰机，明年出货量有望爆发式增长。**京东方柔性 OLED 成功打入国内主流手机厂商，成为华为 Mate 20 Pro 旗舰机柔性 OLED 显示屏第一供应商，为后续出货更多智能手机品牌奠定良好基础。智能手机柔性 AMOLED 渗透率提升趋势确定，京东方作为国内首家实现柔性 AMOLED 量产出货厂商先发优势明显。目前公司 B7 线主要产品良率超过 70%，年底综合良率有望达到 80%，预计全年出货量 300 万片，2019 年有望实现盈利。B11 线预计 2019 年 3 月投产，B12 线正处于建设和工艺设计准备期。此外，公司正在与客户合作研发柔性 AMOLED 折叠产品，预计 2019 年有机会实现上市。
- **盈利预测与评级。**根据前三季度情况下调公司盈利预测，预计 18/19/20 年 EPS 分别为 0.13/0.21/0.30 元，维持“买入”评级。
- **风险提示:** LCD 和 OLED 产量或不及预期；显示器件市场价格持续下跌的风险；汇率波动的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	93800.48	94850.64	126275.01	158790.20
增长率	36.15%	1.12%	33.13%	25.75%
归属母公司净利润(百万元)	7567.68	4648.72	7198.33	10588.08
增长率	301.99%	-38.57%	54.85%	47.09%
每股收益 EPS(元)	0.22	0.13	0.21	0.30
净资产收益率 ROE	7.54%	4.75%	6.95%	9.44%
PE	13	21	13	9
PB	0.92	0.91	0.86	0.80

数据来源: Wind, 西南证券

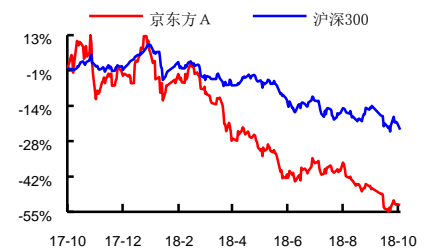
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 陈杭
电话: 021-68415309
邮箱: chenhang@swsc.com.cn

联系人: 李少青
电话: 021-68415309
邮箱: lishq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	347.98
流通 A 股(亿股)	338.60
52 周内股价区间(元)	2.62-6.67
总市值(亿元)	963.92
总资产(亿元)	2,896.80
每股净资产(元)	2.47

相关研究

1. 京东方 A (000725): 盈利能力仍在, 逆势持续扩张, 物联网有望接力 (2018-08-28)
2. 京东方 A (000725): 千亿项目投资助力, OLED 稳居全球第二, LCD 锁定全球第一 (2018-03-11)
3. 京东方 A (000725): 再获研发补助, 增厚公司业绩 (2018-03-02)
4. 京东方 A (000725): 业绩预告符合预期, 拐点已至光变继续 (2018-01-30)
5. 京东方 (000725): 开展职业经理人试点, 深化激励机制创新 (2018-01-15)

关键假设：

假设 1：公司显示屏业务出货量未来三年保持 35%左右增速；随着三季度显示面板价格逐渐触底回暖以及未来两年 OLED 有望贡献盈利，公司显示器件业务毛利率 2018-2020 年保持小幅改善趋势，分别为 21%、21.5%和 22%；

假设 2：公司智造服务和智慧零售业务持续增长，智慧系统业务毛利率未来三年保持在 9%的水平；

假设 3：公司目前投建的数字综合医院与健康产业园区基本在 2018 年之后投入运营，公司的智慧健康业务近三年维持 60%左右的毛利率。

基于此，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

业务分拆 (单位：百万元)		2017A	2018E	2019E	2020E
显示器件业务	收入	82636.09	76851.56	99907.03	119888.44
	增速	35.01%	-7.00%	30.00%	20.00%
	毛利率	25.00%	21.00%	21.50%	22.00%
智慧系统业务	收入	18134.72	25388.61	33005.19	42906.75
	增速	45.04%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	8.47%	9.00%	9.00%	9.00%
智慧健康业务	收入	1023.91	1535.87	3071.73	6143.46
	增速	12.86%	50.00%	100.00%	100.00%
	毛利率	59.37%	60.00%	60.00%	60.00%
其他	收入	2225.61	3338.42	5007.62	7511.43
	增速	21.27%	50.00%	50.00%	50.00%
	毛利率	98.49%	99.00%	99.00%	99.00%
抵消	收入	-10219.84	-12263.81	-14716.57	-17659.88
	增速	-10.90%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	-14.10%	35.00%	35.00%	35.00%
合计	收入	93800.48	94850.64	126275.01	158790.20
	增速	36.15%	1.12%	33.13%	25.75%
	毛利率	25.07%	19.35%	20.67%	22.15%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	93800.48	94850.64	126275.01	158790.20	净利润	7860.41	5048.72	7798.33	11388.08
营业成本	70282.48	76492.62	100174.74	123611.70	折旧与摊销	11944.51	15330.47	17376.39	18589.35
营业税金及附加	708.38	688.30	928.77	1162.71	财务费用	1948.02	2371.27	3156.88	3969.75
销售费用	2591.93	2657.94	3522.11	4435.91	资产减值损失	2229.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	7246.54	7463.47	9875.89	12444.14	经营营运资本变动	-6215.50	2581.78	-3272.10	-1903.32
财务费用	1948.02	2371.27	3156.88	3969.75	其他	8500.01	-640.24	-139.20	-170.15
资产减值损失	2229.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	26266.99	24692.00	24920.29	31873.71
投资收益	115.60	150.00	200.00	180.00	资本支出	-37147.82	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	32.05	32.05	32.05	32.05	其他	-21914.21	-571.64	-518.33	-652.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-59062.03	-4571.64	-4518.33	-4652.34
营业利润	9673.73	5359.09	8848.68	13378.03	短期借款	-1667.23	-3249.74	0.00	0.00
其他非经营损益	67.34	879.29	796.61	702.63	长期借款	29088.47	10000.00	10000.00	10000.00
利润总额	9741.07	6238.38	9645.29	14080.66	股权融资	-800.51	5.45	0.00	0.00
所得税	1880.66	1189.66	1846.96	2692.58	支付股利	-1046.58	-2818.54	-1893.60	-3026.70
净利润	7860.41	5048.72	7798.33	11388.08	其他	7351.22	-6332.27	-968.46	-1180.13
少数股东损益	292.73	400.00	600.00	800.00	筹资活动现金流净额	32925.37	-2395.09	7137.93	5793.17
归属母公司股东净利润	7567.68	4648.72	7198.33	10588.08	现金流量净额	-1441.52	17725.26	27539.90	33014.54
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	57128.66	74853.92	102393.83	135408.37	成长能力				
应收和预付款项	17662.55	20786.03	27612.05	33927.02	销售收入增长率	36.15%	1.12%	33.13%	25.75%
存货	8957.72	10436.04	14037.76	17676.09	营业利润增长率	1814.47%	-44.60%	65.12%	51.19%
其他流动资产	16031.37	13481.47	19156.60	23580.62	净利润增长率	284.34%	-35.77%	54.46%	46.03%
长期股权投资	6928.85	6928.85	6928.85	6928.85	EBITDA 增长率	78.83%	-2.14%	27.41%	22.31%
投资性房地产	1296.66	1247.15	1249.15	1252.43	获利能力				
固定资产和在建工程	139386.55	128763.70	116094.93	102213.20	毛利率	25.07%	19.35%	20.67%	22.15%
无形资产和开发支出	3180.63	2510.99	1841.34	1171.70	三费率	12.57%	13.17%	13.11%	13.13%
其他非流动资产	5535.75	6301.56	7008.59	7827.71	净利率	8.38%	5.32%	6.18%	7.17%
资产总计	256108.74	265309.70	296323.11	329985.99	ROE	7.54%	4.75%	6.95%	9.44%
短期借款	3249.74	0.00	0.00	0.00	ROA	3.07%	1.90%	2.63%	3.45%
应付和预收款项	20523.60	22187.86	29178.79	36007.49	ROIC	7.88%	4.74%	8.15%	13.07%
长期借款	78973.63	88973.63	98973.63	108973.63	EBITDA/销售收入	25.12%	24.31%	23.27%	22.63%
其他负债	49077.51	47778.91	55896.67	64369.46	营运能力				
负债合计	151824.48	158940.41	184049.09	209350.59	总资产周转率	0.41	0.36	0.45	0.51
股本	34798.40	34798.40	34798.40	34798.40	固定资产周转率	1.18	1.00	1.25	1.65
资本公积	38585.52	38590.97	38590.97	38590.97	应收账款周转率	5.91	5.66	6.04	5.96
留存收益	11275.30	13105.48	18410.21	25971.59	存货周转率	7.07	6.67	7.25	7.07
归属母公司股东权益	84809.82	86494.85	91799.57	99360.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.76%	—	—	—
少数股东权益	19474.45	19874.45	20474.45	21274.45	资本结构				
股东权益合计	104284.26	106369.29	112274.02	120635.40	资产负债率	59.28%	59.91%	62.11%	63.44%
负债和股东权益合计	256108.74	265309.70	296323.11	329985.99	带息债务/总负债	60.72%	62.25%	59.19%	56.81%
					流动比率	2.01	2.68	2.81	2.95
					速动比率	1.83	2.44	2.57	2.70
					股利支付率	13.83%	60.63%	26.31%	28.59%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	23566.27	23060.83	29381.94	35937.14	每股收益	0.22	0.13	0.21	0.30
PE	12.74	20.74	13.39	9.10	每股净资产	3.00	3.06	3.23	3.47
PB	0.92	0.91	0.86	0.80	每股经营现金	0.75	0.71	0.72	0.92
PS	1.03	1.02	0.76	0.61	每股股利	0.03	0.08	0.05	0.09
EV/EBITDA	5.58	4.94	3.27	2.03					
股息率	1.09%	2.92%	1.96%	3.14%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn