

京东方 A (000725)

证券研究报告

2021 年 01 月 18 日

定增 200 亿元投资收购武汉 G10.5、柔性 OLED，20Q4 利润拐点可期

事件：1 月 16 日，京东方 A 公告，拟向包括京国瑞基金在内不超过 35 名特定投资者定增募资不超 200 亿元。此次募资 200 亿元将分别用于收购武汉京东方光电部分股权(6.5 亿元)，增资并建设重庆京东方第 6 代 AMOLED (柔性) 生产线项目(6 亿元)，投资 12 英寸硅基 OLED 项目(10 亿元)等项目。京国瑞基金拟计划认购 40 亿元

点评：我们持续推荐显示面板龙头京东方，看好公司未来业绩表现。此次定增募投资金用于投资收购武汉 G10.5、投资柔性 OLED 等；已锁定的特定投资者京国瑞基金系北京国资委控制的主体，其投资彰显对公司业务前景信心。项目顺利实施后，将巩固京东方在大尺寸 LCD 行业的优势，并加码 OLED，业务规模将进一步扩大，有利于公司营收及利润水平不断增长。随 LCD 面板价格自 20Q3 以来底部持续上涨，LCD 行业加速回暖，20Q4 预计提前确认盈利拐点。21H1 面板价格有望保持上涨，22 年后双寡头终局奠定行业未来超额利润。

募投资金用于收购武汉京东方股权，把握 LCD 核心优势；投资 OLED 新产线，拓宽公司创新盈利渠道。京东方武汉 10.5 代 TFT-LCD 生产线已于 2019 年 12 月底实现量产，随着 LCD 产业回暖并步入快速发展通道，京东方武汉 10.5 代线未来盈利可期，此次收购将增厚公司利润，巩固大尺寸 LCD 优势地位。此外，本次募投资金将部分用于 AMOLED 及硅基 OLED 产线投资，在深化 OLED 领域技术储备的同时，将助力京东方快速提升柔性 OLED 产能，并加快布局 12 英寸硅基 OLED 产线，确保竞争力领先，业务布局更加完善。

LCD 行业利润拐点提前到来，20Q4 盈利拐点类比上一轮 17Q1。20 年 TV 面板价格从 6 月底持续上涨，涨价幅度和速度远超过 16-17 年周期：(1) 以 32 寸为例，截止到 20.12 价格涨幅为 96.9%，上一轮涨幅约为 18.8%；(2) 本轮快速上涨周期为 20.07-20.12 两个季度，上一轮主要涨价周期是 16.05-17.03 三个季度。我们判断本轮面板行业涨价的业绩拐点：(1) 更早能体现；(2) 盈利能力高；(3) 20Q4 盈利拐点可类比 17Q1，可比数据为代表性公司京东方 17Q1 单季度归母净利润为 24 亿，单季净利率为 12%。

21H1LCD 面板价格有望保持上涨，22 年后双寡头终局奠定行业未来超额利润。我们判断 21H1 价格有望保持上涨趋势：(1) 需求端受益于全年疫情后周期经济复苏以及东京奥运会和欧洲杯赛事换机需求；(2) 8 寸晶圆产能限制导致显示驱动芯片缺货，玻璃基板缺货加速产能紧张；(3) 行业需求旺盛、上下游库存健康，短期价格压力小。展望 22 年后行业格局，我们认为全球 TV 大尺寸面板京东方+TCL 华星双寡头格局形成，行业有望持续保持超额利润：(1) 韩国三星和 LGD 韩外产能持续退出，海外份额大幅降低；(2) TCL 华星并购三星苏州工厂，京东方并购中电熊猫，企业数量减少、龙头公司份额持续提升；(3) 21 年行业最后的产能释放，京东方和 TCL 华星的产能份额进一步提升。

投资建议：我们看好公司在面板显示领域中长期成长性，考虑价格波动因素，我们调整公司 20-22 年净利润为 54.9/154.0/172.8 亿元(原值 61.9/154.9/174.5 亿元)；调整 20-22 年 EPS 为 0.16/0.44/0.50(原值 0.18/0.45/0.50)。综合考虑消费电子行业及重资产制造业可比公司 PE/PB 估值(21 年平均 PE 为 27.2 倍、平均 PB 为 5.4 倍)，谨慎原则，我们给予公司目标价为 9.5 元(对应 21 年 PEx21.5 倍，PBx3.3 倍)，维持“买入”评级。

风险提示：募投项目不达预期；LCD 面板价格波动；OLED 发展不及预期。

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	6.8 元
目标价格	9.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	33,862.29
流通 A 股股本(百万股)	33,536.94
A 股总市值(百万元)	230,263.54
流通 A 股市值(百万元)	228,051.19
每股净资产(元)	2.49
资产负债率(%)	57.72
一年内最高/最低(元)	7.49/3.35

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

张健 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010002
zjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《京东方 A-公司点评:产能整合&涨价周期业绩拐点，iPhone 新机 OLED 需求大增、国产化加速》2020-10-20
- 2 《京东方 A-半年报点评:利润拐点已现，业绩估值步入上升通道》2020-09-01
- 3 《京东方 A-公司点评:面板涨价有望超预期，业绩估值双升》2020-01-09

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,108.86	116,059.59	127,983.11	195,341.70	218,140.00
增长率(%)	3.53	19.51	10.27	52.63	11.67
EBITDA(百万元)	24,018.57	30,546.77	19,211.29	29,560.01	31,095.67
净利润(百万元)	3,435.13	1,918.64	5,487.52	15,397.14	17,276.22
增长率(%)	(54.61)	(44.15)	186.01	180.58	12.20
EPS(元/股)	0.10	0.06	0.16	0.44	0.50
市盈率(P/E)	68.89	123.33	43.12	15.37	13.70
市净率(P/B)	2.76	2.49	2.60	2.34	2.09
市销率(P/S)	2.44	2.04	1.85	1.21	1.08
EV/EBITDA	7.50	8.60	18.24	10.19	9.74

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	51,481.54	56,972.72	51,193.24	78,136.68	87,256.00
应收票据及应收账款	20,537.46	18,466.83	27,495.96	38,162.46	35,158.95
预付账款	770.63	626.99	1,064.69	1,366.57	1,304.33
存货	11,985.40	12,396.19	13,132.58	25,527.03	17,588.67
其他	14,917.25	15,985.90	20,964.24	20,512.40	20,449.68
流动资产合计	99,692.28	104,448.64	113,850.71	163,705.15	161,757.63
长期股权投资	2,389.17	2,718.04	3,918.04	5,518.04	6,618.04
固定资产	128,157.73	125,786.24	152,604.33	164,413.70	167,204.83
在建工程	56,423.35	87,376.78	52,462.07	31,525.24	18,945.15
无形资产	5,937.68	7,416.42	6,854.52	6,292.62	5,730.72
其他	11,428.28	12,666.08	8,577.46	7,959.04	6,943.32
非流动资产合计	204,336.21	235,963.56	224,416.42	215,708.64	205,442.05
资产总计	304,028.49	340,412.20	338,272.90	379,415.71	367,202.24
短期借款	5,449.95	6,366.72	20,244.91	28,082.81	37,735.50
应付票据及应付账款	22,805.07	23,212.49	24,758.76	48,119.50	32,781.95
其他	33,973.07	48,799.08	40,033.92	68,592.09	51,765.29
流动负债合计	62,228.10	78,378.29	85,037.59	144,794.40	122,282.73
长期借款	94,780.08	107,730.60	94,362.48	65,532.75	66,162.69
应付债券	10,288.67	387.88	6,881.00	5,852.52	4,373.80
其他	16,374.35	12,857.75	14,126.77	14,452.96	13,812.49
非流动负债合计	121,443.10	120,976.22	115,370.26	85,838.22	84,348.98
负债合计	183,671.19	199,354.51	200,407.85	230,632.62	206,631.71
少数股东权益	34,500.55	45,999.57	46,967.95	47,444.15	47,618.66
股本	34,798.40	34,798.40	34,798.40	34,798.40	34,798.40
资本公积	38,213.10	38,353.24	38,353.24	38,353.24	38,353.24
留存收益	51,183.61	52,251.14	56,098.70	66,540.54	78,153.47
其他	(38,338.36)	(30,344.65)	(38,353.24)	(38,353.24)	(38,353.24)
股东权益合计	120,357.30	141,057.70	137,865.05	148,783.09	160,570.53
负债和股东权益总计	304,028.49	340,412.20	338,272.90	379,415.71	367,202.24

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,879.87	(476.24)	5,487.52	15,397.14	17,276.22
折旧摊销	13,917.32	18,986.97	8,718.52	9,769.36	10,400.87
财务费用	2,568.05	2,849.18	3,059.00	2,546.05	2,084.20
投资损失	(306.89)	(342.62)	(255.04)	(301.52)	(299.72)
营运资金变动	7,849.76	(569.99)	(10,776.03)	28,059.08	(23,756.80)
其它	(1,224.07)	5,635.78	771.39	874.70	333.26
经营活动现金流	25,684.05	26,083.08	7,005.36	56,344.82	6,038.01
资本支出	54,865.54	52,572.48	(1,209.02)	(246.19)	690.47
长期投资	(4,539.69)	328.87	1,200.00	1,600.00	1,100.00
其他	(97,389.39)	(100,317.48)	592.29	(1,925.45)	(1,858.88)
投资活动现金流	(47,063.54)	(47,416.13)	583.27	(571.64)	(68.42)
债权融资	116,116.26	133,334.47	132,673.91	111,345.53	122,242.74
股权融资	(3,835.32)	6,289.49	(11,057.94)	(2,536.40)	(2,074.55)
其他	(96,714.37)	(111,845.32)	(134,984.08)	(137,638.86)	(117,018.46)
筹资活动现金流	15,566.57	27,778.65	(13,368.11)	(28,829.74)	3,149.72
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,812.92)	6,445.60	(5,779.48)	26,943.44	9,119.32

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	97,108.86	116,059.59	127,983.11	195,341.70	218,140.00
营业成本	77,306.22	98,446.27	101,106.65	150,413.11	170,149.20
营业税金及附加	778.61	861.10	980.75	1,504.16	1,656.61
营业费用	2,891.06	2,917.87	3,519.54	5,352.36	5,933.41
管理费用	4,959.18	5,214.95	5,887.22	9,571.74	10,470.72
研发费用	5,039.93	6,699.97	5,759.24	8,399.69	8,943.74
财务费用	3,196.70	1,994.15	3,059.00	2,546.05	2,084.20
资产减值损失	1,239.59	(2,584.18)	294.98	1,010.00	750.00
公允价值变动收益	2.06	137.47	(197.00)	398.50	158.75
投资净收益	306.89	342.62	255.04	301.52	299.72
其他	(2,619.54)	1,630.70	(116.07)	(1,400.03)	(916.95)
营业利润	4,008.17	398.67	7,433.76	17,244.59	18,610.60
营业外收入	169.43	208.43	252.00	1,513.00	2,012.00
营业外支出	55.31	103.35	90.58	83.08	92.34
利润总额	4,122.29	503.75	7,595.18	18,674.51	20,530.26
所得税	1,242.42	979.99	1,139.28	2,801.18	3,079.54
净利润	2,879.87	(476.24)	6,455.91	15,873.34	17,450.72
少数股东损益	(555.25)	(2,394.89)	968.39	476.20	174.51
归属于母公司净利润	3,435.13	1,918.64	5,487.52	15,397.14	17,276.22
每股收益(元)	0.10	0.06	0.16	0.44	0.50

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	3.53%	19.51%	10.27%	52.63%	11.67%
营业利润	-58.57%	-90.05%	1764.65%	131.98%	7.92%
归属于母公司净利润	-54.61%	-44.15%	186.01%	180.58%	12.20%
获利能力					
毛利率	20.39%	15.18%	21.00%	23.00%	22.00%
净利率	3.54%	1.65%	4.29%	7.88%	7.92%
ROE	4.00%	2.02%	6.04%	15.19%	15.30%
ROIC	3.55%	-1.30%	4.47%	8.22%	10.60%
偿债能力					
资产负债率	60.41%	58.56%	59.24%	60.79%	56.27%
净负债率	53.70%	54.14%	59.10%	22.32%	21.79%
流动比率	1.60	1.33	1.34	1.13	1.32
速动比率	1.41	1.17	1.18	0.95	1.18
营运能力					
应收账款周转率	5.27	5.95	5.57	5.95	5.95
存货周转率	9.27	9.52	10.03	10.11	10.12
总资产周转率	0.35	0.36	0.38	0.54	0.58
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.06	0.16	0.44	0.50
每股经营现金流	0.74	0.75	0.20	1.62	0.17
每股净资产	2.47	2.73	2.61	2.91	3.25
估值比率					
市盈率	68.89	123.33	43.12	15.37	13.70
市净率	2.76	2.49	2.60	2.34	2.09
EV/EBITDA	7.50	8.60	18.24	10.19	9.74
EV/EBIT	17.59	22.47	33.39	15.22	14.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com