

# 京东方 A (000725)

公司研究/动态报告

## 三大因素共振，重塑面板龙头估值体系

动态研究报告/电子

2021年04月28日

### 报告摘要:

#### ● 三大因素将驱动公司价值重估

1) LCD 行业走向成长，公司将摘掉周期行业标签。LCD 的高盈利将为公司回购少数股权提供足够现金，进一步增厚每股盈利。预计未来随着公司业绩的持续亮眼表现，市场将重新认识 LCD 面板行业的特点，打破周期行业估值思维。2) OLED 面板产量释放迅速，未来将凭借产品差异化和创新水平持续贡献盈利，改变市场对面板产业依靠价格竞争的固有印象。3) 公司的业务结构由过去单一、高不确定性的 LCD 业务转变为各生命阶段业务兼具的业务结构，同时物联网、Mini-LED、智慧医疗等导入阶段业务具有高成长空间、资本投入小、进入壁垒高的特点，使公司在具备稳定盈利能力的同时兼具成长性。显示行业的周期成长转变和公司价值链的横向延伸使京东方具备双重成长动力，三大因素驱动估值体系重估，京东方戴维斯双击时机来临。

#### ● LCD行业扩产高峰已过，双寡头形成，周期弱化，稳定成长

随着面板产能大规模投放进入尾声，LCD 面板行业双寡头格局已定。大陆 LCD 产能已能满足大陆电子产业需求，叠加建设新的具有竞争力的产线资金需求更大，出现新参与者概率极低。此外现有厂商扩产的动力由过去国家战略支持下的抢占别国产能，转向盈利为主的商业化竞争，LCD 行业有序扩产有望摆脱价格大幅波动周期。未来由于 TV 大尺寸化、中尺寸出货量提升、性能提升对产能的推动，LCD 行业将走向成长。京东方在五大主流应用领域出货量和出货面积均为全球龙头，尤其是在成长性最大的中尺寸面板，LCD 面板将为公司业绩提供成长动力。预计 2025 年公司产能接近 8000 万平，为 2020 年生产量的 142%。

#### ● OLED份额快速提升，五年后贡献千亿级别营收，将再造一个京东方

2020 年智能手机 OLED 面板出货量为 4.9 亿片，渗透率为 26%。DSCC 预测，2026 年全球 OLED 市场规模将从 2019 年的 304 亿美元增长至 600 亿美元左右，CAGR 为 12%，假设京东方届时市占率 22%，将贡献千亿级别人民币营收。京东方 OLED 产线布局顺利，产能释放带来 OLED 手机面板出货量的快速攀升，2020 年出货量为 3600 万片，同比增长约 120%，市场份额提升 3.7pct 至 7.3%。公司 2021 年的 OLED 目标出货量为 8000 万片，预计同比增长 122%。根据现有产线规划，公司已布局 OLED 产线年产能 640 万平方米，全部满产约能满足 2.4~2.8 亿台手机的面板需求，预计 2025 年公司在全球 OLED 的市占率约为 22%。此外考虑 OLED 技术扩散慢、资金壁垒高、高端设备产量有限的供给端特点，以及 OLED 面板定制化需求远高于 LCD 的需求端特点，我们判断 OLED 面板将不会重复先前 LCD 价格竞争的模式，OLED 将为公司贡献稳定利润。

#### ● 投资建议:

预计 2021-23 年公司营业收入为 2000/2200/2400 亿元，归母净利润为 240/290/320 亿元，对应估值 11/9/8 倍，参考 SW 电子 2021/4/27 最新 TTM 估值 44 倍，考虑到公司龙头地位，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

#### 风险提示:

中大尺寸终端设备出货不及预期、海外 LCD 产线退出缓慢、产能爬坡不及预期

**推荐**

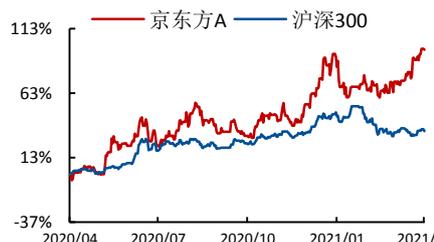
维持评级

当前价格: 7.37 元

#### 交易数据 2021-4-27

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 7.37/3.54 |
| 总股本(百万股)        | 34,798    |
| 流通股本(百万股)       | 33,537    |
| 流通股比例(%)        | 96.37     |
| 总市值(亿元)         | 2,565     |
| 流通市值(亿元)        | 2,472     |

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

#### 分析师: 王芳

执业证号: S0100519090004  
电话: 021-60876730  
邮箱: wangfang@mszq.com

#### 分析师: 陈海进

执业证号: S0100521030001  
电话: 021-60876730  
邮箱: chenhaijin@mszq.com

#### 相关研究

- 1.【民生电子】京东方 A (000725) 20 年报及 21Q1 预告点评: Q1 业绩大幅增长，面板龙头全年高增长定调
- 2.【民生电子】京东方 A (000725): 业绩符合预期，面板景气持续高涨

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度            | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 135,553 | 200,021 | 220,024 | 240,024 |
| 增长率 (%)          | 16.8    | 47.6    | 10.0    | 9.1     |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 5,036   | 24,018  | 29,008  | 32,022  |
| 增长率 (%)          | 162.5   | 377.0   | 20.8    | 10.4    |
| 每股收益 (元)         | 0.13    | 0.69    | 0.83    | 0.92    |
| PE (现价)          | 56.7    | 10.7    | 8.8     | 8.0     |
| PB               | 2.5     | 2.0     | 1.6     | 1.4     |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 目录

|          |                                |           |
|----------|--------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>三大因素将驱动公司价值重估</b>           | <b>4</b>  |
| <b>2</b> | <b>LCD: 扩产高峰已过, 周期弱化, 稳定成长</b> | <b>5</b>  |
| 2.1      | 大陆 LCD 产能占比提升, 双寡头格局已定         | 5         |
| 2.2      | 产能扩张平缓有序, LCD 行业周期弱化           | 6         |
| 2.3      | 需求增长, LCD 行业走向稳定成长             | 7         |
| 2.4      | 龙头地位不断巩固, 中尺寸优势驱动成长            | 8         |
| <b>3</b> | <b>OLED: 市场需求扩大, 份额快速提升</b>    | <b>11</b> |
| 3.1      | 市场规模扩大, 京东方份额快速提升              | 11        |
| 3.2      | OLED 面板不会重复 LCD 的竞争模式          | 13        |
| <b>4</b> | <b>导入阶段业务打开想象空间</b>            | <b>15</b> |
| <b>5</b> | <b>投资建议</b>                    | <b>16</b> |
| <b>6</b> | <b>风险提示</b>                    | <b>16</b> |
|          | 插图目录                           | 18        |
|          | 表格目录                           | 18        |

## 1 三大因素将驱动公司价值重估

**LCD 行业摆脱周期走向稳定成长。**过去 LCD 面板行业竞争结局不确定，京东方能否在激烈的价格战中胜出尚未可知。一轮轮的周期使京东方的业绩相对不稳定，不可避免被打上周期性行业的标签。我们认为之前的周期性来自于 LCD 行业特点所导致的行业出清需要，而非 LCD 行业的固有特点。现在大陆双寡头格局已定，LCD 行业周期弱化，将走向持续的成长。公司作为全球 LCD 面板龙头，定价权与盈利能力持续提升。LCD 的高盈利将为公司回购少数股权提供足够现金，进一步增厚每股盈利。预计未来随着公司业绩的持续亮眼表现，市场将重新认识面板行业的特点，打破固有的周期估值体系。

**OLED 面板产量提升，未来持续贡献盈利，有望再造一个京东方。**京东方 OLED 产线扩产顺利，未来手机面板出货量将快速上升。目前良率已超过 80%，公司 OLED 业务已经具备获取正经营性现金流的能力。基于 OLED 技术扩散慢、资金壁垒高、高端设备产量有限的供给端特点，以及 OLED 面板定制化需求远高于 LCD 的产业特点，我们判断 OLED 面板将不会重复早期 LCD 价格竞争的模式。2020 年智能手机 OLED 面板出货量为 4.9 亿片，渗透率为 26%。DSCC 预测，2026 年全球 OLED 市场规模将从 2019 年的 304 亿美元增长至 600 亿美元左右，CAGR 为 12%，假设京东方届时市占率 30%，将贡献千亿级别人民币营收。

**物联网等新业务想象空间大、资本投入小、进入壁垒高。**物联网等新业务均基于公司的显示技术，无须进一步的大规模资本投入。同时公司发力的各细分市场应用多数需要对信息输出载体一面板进行特殊定制，这使该业务领域的进入壁垒实际来自于公司的半导体显示核心能力。公司立足半导体显示的优势，通过技术外溢取得其他行业的先发优势和竞争优势，并且目前已经取得初步成效。各个细分场景的物联网具备万亿计的市场空间，打开公司的规模天花板。

**公司业务结构转变，成长加速，风险降低。**京东方的业务结构发生根本转变：从过去单一、高不确定性、周期性强的 LCD 业务变为成熟成长兼具的 LCD 业务、成长中的 OLED 业务、有巨大发展潜力的新兴业务兼具的业务结构。这种良好的业务结构使公司在具有稳定盈利能力的同时拥有成长性，降低了公司整体经营风险，获得行业、公司层面的双重成长驱动力。

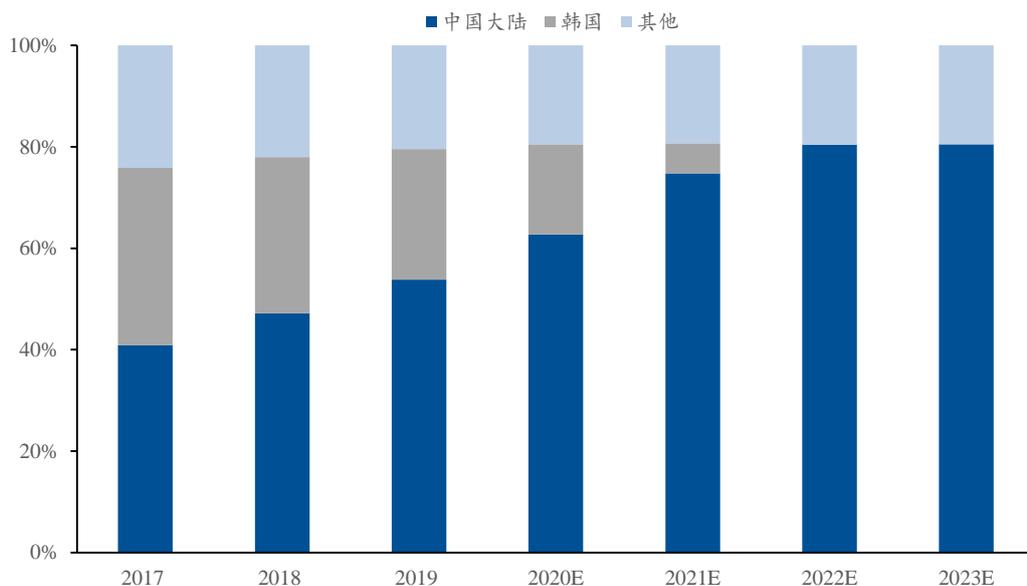
显示行业的周期成长转变和公司价值链的横向延伸使京东方业绩面改善。LCD 行业走出周期走向成长、OLED 面板的持续高毛利表现、公司业务结构转变三大因素则驱动估值面发生变化，京东方戴维斯双击时机来临。

## 2 LCD: 扩产高峰已过, 周期弱化, 稳定成长

### 2.1 大陆 LCD 产能占比提升, 双寡头格局已定

依托下游产业配套和逆周期投资能力, 大陆 LCD 产能占比不断扩大。电子产业作为 LCD 面板的直接下游, 随着大陆电子产业规模不断扩大, 对 LCD 面板的需求也与日俱增, 2019 年中国手机、计算机和电视产量占到全球总产量的 90%、90% 和 70% 以上。在京东方等国内厂商技术不成熟及产能不足时, 大陆电子产业经历了“缺芯少屏”的阶段, 高昂的面板成本削弱了大陆电子产品的竞争力。为提升国内电子产业整体竞争力, 当国内厂商技术层面能力提升后, 政府从资金和政策层面大力支持厂商的产能扩大。国家对面板厂商通过税收、直接补贴等形式进行支持, 地方政府则通过入股形式对产线建设提供资金、土地等支持。在政策的支持下, 面板厂商具备了大规模逆周期投资的能力。在规模优势以及市场优势加持下, 大陆 LCD 面板竞争力不断提升, 加速了其他国家和地区产能出清, 全球产能占比快速增加。根 IHS 预测, 中国大陆 LCD 产能占比将从 2019 年的 54% 提升至 2020 年的 63% 左右, 2021 年继续提升至约 75%, 2022 年以后有望提升至约 80%。

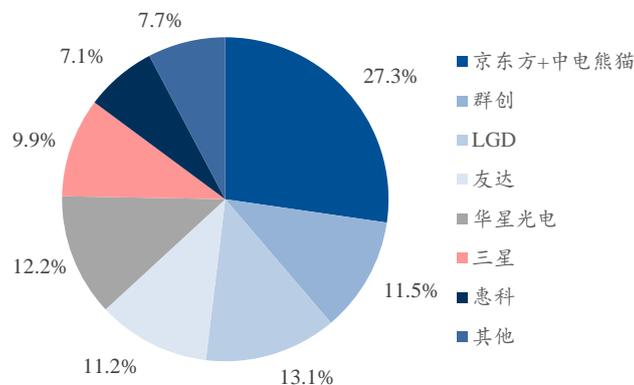
图1: 中韩 LCD 面板产量占比情况



资料来源: IHS, 民生证券研究院

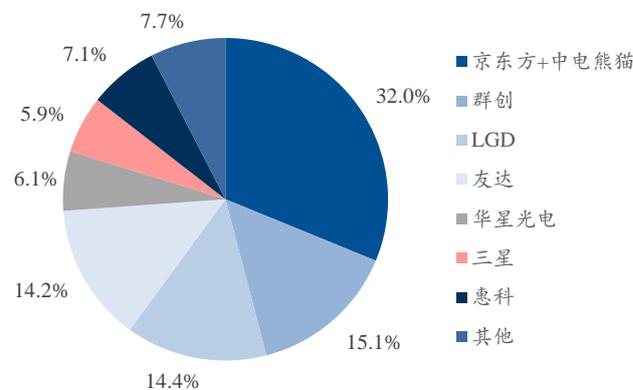
**产能扩张与外延并购并举, 行业双寡头格局已定。**2017~2018 年 10.5 代线释放进入高峰, 龙头产能不断增加, 此轮产线扩张在 2021 年进入尾声。考虑现有产线的投产爬坡和内部扩产, 新增产能约为 0.85 亿平方米, 约占 2020 年总产能的 34.5%。其中, TCL 华星 t9 项目规划 180K/月产能, 主要用于生产中尺寸高附加值 IT 显示屏, 预计 23Q1 量产, 以 2020 年全球中大尺寸面板理论年产能面积 2.47 亿平方米为计算依据, t9 项目满产后约增加全球 5% 的产能。同时面板行业进入产能出清、并购整合阶段, 包括京东方收购中电熊猫 8.5 代线、8.6 代线, 华星光电收购三星苏州线等。未来 LCD 产能将向大陆两大厂商集中, 2020 年京东方+华星光电产能占比达 40%, 考虑自身产能爬坡、行业出清及潜在外延并购机会, 双寡头有望迈向 50%+ 市占率。

图2: 各厂商 2020 年全球大尺寸 LCD 面板出货面积占比



资料来源: Omdia, 民生证券研究院

图3: 各厂商 2020 年全球大尺寸 LCD 面板出货数量占比



资料来源: Omdia, 民生证券研究院

表1:2021-2023 年 LCD 产能增加 22.3% (产能爬坡及新建产线部分)

| 厂商   | 产线名称 | 世代    | 量产时间 | 原产能规划(片/月) | 当前产能(片/月) | 新增产能占比 | 爬坡计划      |
|------|------|-------|------|------------|-----------|--------|-----------|
| 京东方  | B17  | G10.5 | 19Q4 | 120K       | 80K       | 1.9%   | 23 年满产    |
| 华星光电 | T7   | G11   | 21Q1 | 90K        | 0         | 4.4%   | 21 年底满产   |
| 华星光电 | T9   | G8.5  | 23Q1 | 180K       | 0         | 4.8%   | ——        |
| 夏普   | 广州   | G10.5 | 20Q1 | 90K        | 35K       | 2.6%   | 21 年底满产   |
| 惠科   | H2   | G8.6  | 19Q2 | 155K       | 125K      | 0.9%   | 21 年底满产   |
| 惠科   | H4   | G8.6  | 20Q2 | 150K       | 28K       | 3.5%   | 21 年底满产   |
| 惠科   | H5   | G8.6  | 21Q2 | 150K       | 0         | 4.3%   | 22 年下半年满产 |

资料来源: 各公司官网, 民生证券研究院

表2:2021-2022 年 LCD 产能增加 12.2% (现有产线内扩产部分)

| 厂商    | 产线名称 | 世代    | 原产能规划(片/月) | 最新产能规划(片/月) | 新增产能占比 | 设计产能增加原因                                   |
|-------|------|-------|------------|-------------|--------|--|
| 京东方   | B9   | G10.5 | 120K       | 155K        | 1.7%   | 技术改进                                       |
|       | B17  | G10.5 | 120K       | 180K        | 2.9%   | 技术改进&设备增加                                  |
| 华星光电  | T6   | G10.5 | 90K        | 105K        | 0.7%   | 技术改进; 长期可扩产至 120K                          |
|       | T7   | G10.5 | 90K        | 105K        | 0.7%   | 技术改进                                       |
| 夏普/鸿海 | 广州   | G10.5 | 90K        | 120K        | 1.4%   | 技术改进, 长期可扩产至 150K                          |
| 彩虹广电  | 咸阳   | G8.5  | 140K       | 175K        | 0.9%   | 技术改进&设备增加                                  |
|       | H1   | G8.6  | 82K        | 105K        | 0.7%   | 技术改进                                       |
| 惠科    | H2   | G8.6  | 150K       | 180K        | 0.9%   | 技术改进                                       |
|       | H4   | G8.6  | 150K       | 200K        | 1.4%   | 技术改进&设备增加                                  |
|       | H5   | G8.6  | 138K       | 168K        | 0.9%   | 技术改进; 包括 18K/M 的 WOLED 产能扩张; 长期可扩产至 200K/M |

资料来源: Omdia, 民生证券研究院

备注: 新增产能占比指产线满产后产能占 2020 年全球中大尺寸面板理论年产能面积 (2.47 亿平方米) 的比例

## 2.2 产能扩张平缓有序, LCD 行业周期弱化

高世代线投资壁垒指数级增长, 未来新增厂商可能性极低。为了获得更高的切割效率, LCD 行业的产线世代不断提高, 相应的资金投入需求快速攀升, 对新进入者形成了巨大的资金壁垒。以主要切割 IT 产品的 8.5 代 LCD 产线为例, 华星光电 180K 月产能的 T9 产线拟投资金额为 350 亿, 京东方切割 TV120K 月产能的合肥 G10.5 产线投资额也达到了 400 亿元, 新增建设产线的投

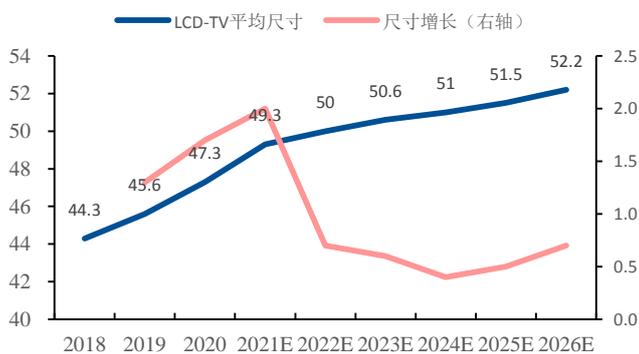
资成本极高。

大陆 LCD 产能已占据绝对领先地位，市场双寡头竞争格局清晰，行业领导者在掌握边际定价权的情况下，将从原有的激进扩产转向随需求变化而有序扩产，从抢占产能为目标转向盈利与成长。LCD 行业正由投资驱动的产能快速扩张转向稳定竞争格局下的盈利收获，产线新增建设或扩产动力也将发生转变。过去行业竞争格局不清晰，加上高世代线体具备高切割效率，带来规模效应和成本优势，大陆厂商为了在激烈的竞争中取得优势纷纷大规模扩产，投资产线更多出于抢占产能需求而非盈利需求，导致短期扩充产能集中释放引起供大于求，行业随面板价格变化而周期性波动。随着行业竞争格局日益清晰，加上 LCD 产线的资本密集和技术密集特征构筑了高进入壁垒，终端产品持续的技术升级亦提供了内生增长动力，未来各厂商扩产将更多基于盈利考量，综合市场需求、产线投资成本等因素进行有序扩产，行业步入盈利与成长。

## 2.3 需求增长，LCD 行业走向稳定成长

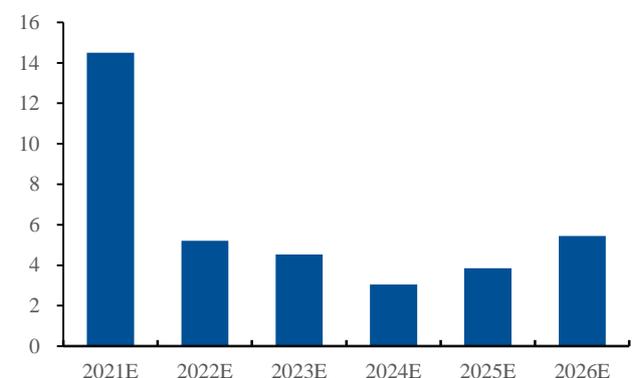
产品创新助力电视面板尺寸增大，带来出货面积的持续增长。目前，电视的产品创新和画质规格提升都集中在大尺寸和超大尺寸上，尤其是 55 英寸及以上的产品。这些提升包括 8K 分辨率、mini LED 背光、量子点背光(QLED)、高色域、高动态范围(HDR)对比度、超窄边框等。以分辨率为例，4K 电视一般为 55~65 寸，8K 电视一般为 70~75 寸。Omdia 预测，在 2021 年，平板电视平均尺寸将从 2020 年的 47.3 英寸增长到 2021 年的 49.3 英寸，一年约有两英寸的大幅增长；电视面板平均尺寸有望在 2026 年达到 52.2 英寸。未来技术的进步将持续增加大尺寸电视的需求，2020 年 TV 平均尺寸为 47.3 寸，未来 5-10 年内不会触及平均尺寸上限。以 2020 年全球电视市场出货量 2.72 亿台测算，2021 年由于尺寸增大带来的新增需求就达到了约 1450 万平方米/年，约为 1 条 120K 月产能的 10.5 代线理论产量。

图4: 电视面板平均尺寸及变化(英寸)



资料来源: Omdia, 民生证券研究院

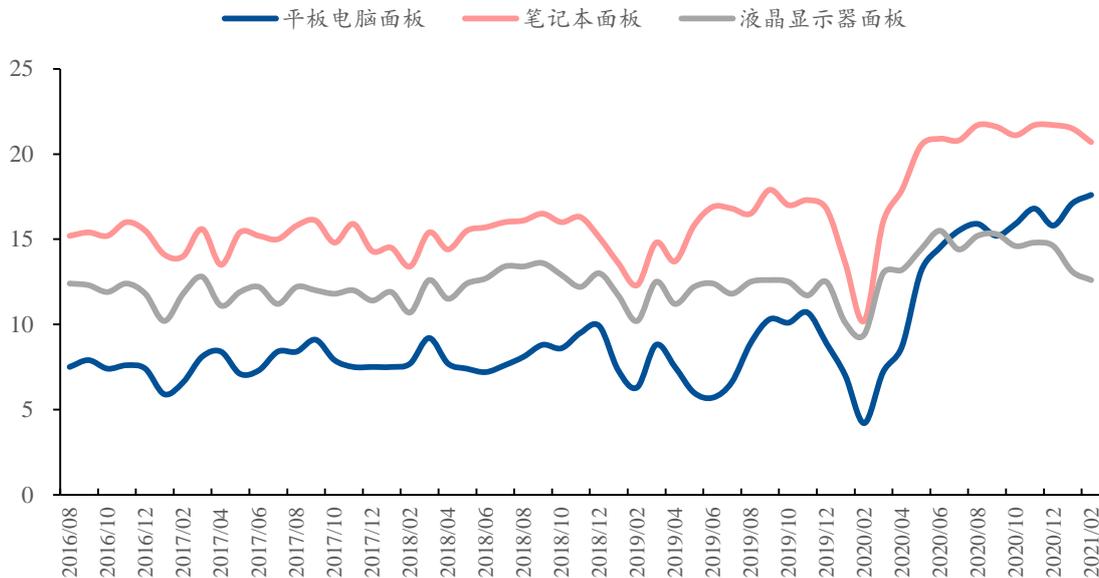
图5: 尺寸增大带来的全球面板出货面积增量(百万平方米)



资料来源: 民生证券研究院

疫情带动宅经济发展，刺激中尺寸面板需求大增。新冠疫情催生的居家办公和网课需求使中尺寸出货量大增。此外，未来 IT 消费属性增强，产品结构的变化也将持续带动需求的增长。根据 Wind 数据，2020 年 5 月—2021 年 2 月期间，平板电脑/笔记本电脑/显示器面板平均月出货量分别为 1574/2122/1445 万片，同比增加 101%/34%/23%。

图6: 全球中尺寸面板出货量(百万片)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

**高附加值产品的技术、性能提升, 带动产能需求。**高分辨率、高刷新率等屏幕性能的提升也将压缩产能。以高分辨率为例, 分辨率提升之后光照、刻蚀包括后续的模组加工时间拉长, 造成单位时间生产片数降低。以 55 寸 TV 面板为例, 从普通产品切换成 4K 面板, 单位时间生产片数下降为原来的 70~80%。120K 的 8.5 代线年产能可为 650 万台 55 寸 TV 面板, 但是换成 4K 产品, 年产能将下降到 400 多万台。随着消费者对中尺寸产品的需求增加, 对电视高分辨率的需求提升, 面板产品结构的变化将降低当前面板产线的实际出货面积。

结合以上讨论, 未来扩产方式变化使 LCD 行业走出周期, 而需求的持续增长将使 LCD 行业具备持续的成长性。

## 2.4 龙头地位不断巩固, 中尺寸优势驱动成长

**扩产收购并举, 京东方 LCD 全球龙头地位不断巩固。**15 年以来京东方大举投资 LCD, 近五年投产的 LCD 产线投资接近 1500 亿且均为高世代产线, 产能迅速攀升。据公司公告, 公司拟出价 121 亿元收购南京中电熊猫显示科技有限公司 (下称“南京 8.5 代线”) 80.831% 股权、成都中电熊猫显示科技有限公司 (下称“成都 8.6 代线”) 51% 股权。收购完成后, 京东方将有 5 条 8.5 代线、1 条 8.6 代线、2 条 10.5 代线。从出货量看, 京东方实现了手机/平板/笔记本/显示器/TV 五大主流领域的全球 LCD 面板出货量第一, 已是名副其实的全球 LCD 面板龙头。此外, 公司通过后续收回少数股东股权可进一步增厚每股盈利。

表3:京东方自建 LCD 产线情况

| 产线 | 地点 | 世代   | 产品  | 总投资额(亿元) | 投产时间   | 设计产能 | 产能情况 |
|----|----|------|-----|----------|--------|------|------|
| B3 | 合肥 | G6   | LCD | 175      | 2010Q4 | 90K  | 满产   |
| B4 | 北京 | G8.5 | LCD | 280      | 2011Q3 | 90K  | 满产   |
| B5 | 合肥 | G8.5 | TFT | 285      | 2014Q1 | 90K  | 满产   |

|     |      |       |          |     |        |      |     |
|-----|------|-------|----------|-----|--------|------|-----|
| B6  | 鄂尔多斯 | G5.5  | LCD/OLED | 220 | 2013Q4 | 60K  | 满产  |
| B8  | 重庆   | G8.5  | LCD      | 328 | 2015Q1 | 120K | 满产  |
| B9  | 合肥   | G10.5 | LCD      | 400 | 2018Q1 | 120K | 满产  |
| B10 | 福州   | G8.5  | LCD      | 300 | 2017Q1 | 120K | 满产  |
| B17 | 武汉   | G10.5 | LCD      | 498 | 2020Q1 | 180K | 80K |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4:拟收购电熊猫产线情况

| 产线        | 产品        | 投产时间       | 设计产能   | 收购价      | 公司持股比例 | 主要产品               |
|-----------|-----------|------------|--------|----------|--------|--------------------|
| 南京 8.5 代线 | Oxide-TFT | 2015 年 8 月 | 60K/月  | 55.91 亿元 | 80.8%  | 手机、笔记本电脑、显示器、电视显示屏 |
| 成都 8.6 代线 | Oxide-TFT | 2018 年 5 月 | 120K/月 | 65.25 亿元 | 51.0%  | 23.8-70 寸 TV 显示屏   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

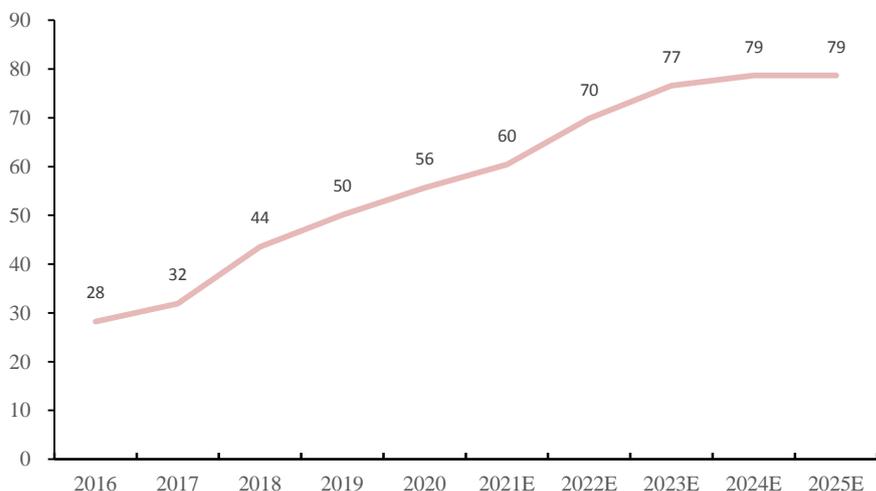
表5:京东方主要子公司（非全资子公司）

| 序号 | 被参控公司            | 直接持股比例 | 投资额（万元）      |
|----|------------------|--------|--------------|
| 1  | 武汉京东方光电科技有限公司    | 23.1%  | 599,888.29   |
| 2  | 合肥京东方显示技术有限公司    | 8.3%   | 199,933.89   |
| 3  | 绵阳京东方光电科技有限公司    | 66.7%  | 1,597,736.09 |
| 4  | 成都中电熊猫显示科技有限公司   | 35.0%  | —            |
| 5  | 北京京东方显示技术有限公司    | 97.2%  | 1,742,134.20 |
| 6  | 福州京东方光电科技有限公司    | 81.3%  | 1,430,060.29 |
| 7  | 南京中电熊猫平板显示科技有限公司 | 80.8%  | —            |
| 8  | 重庆京东方显示技术有限公司    | 38.5%  | 395,898.20   |
| 9  | 北京京东方光电科技有限公司    | 82.5%  | 417,297.34   |
| 10 | 云南创视界光电科技有限公司    | 80.0%  | —            |
| 11 | 京东方光科技有限公司       | 95.2%  | 65,904.27    |
| 12 | 合肥京东方卓印科技有限公司    | 75.0%  | 60,006.68    |

资料来源：Wind，民生证券研究院

按照目前扩产计划，2025 年京东方 LCD 产能将接近 8000 万平。京东方已明确表示不会再新建 LCD 产线，根据现有的产能扩产计划、产线内产能扩张计划以及产线情况，我们预测 21/22 年京东方产能为 6000/7000 万平方米，2025 年提升至约 7900 万平方米，为 2020 年产量的 142%。

图7:京东方 TFT-LCD 产能（百万平方米）

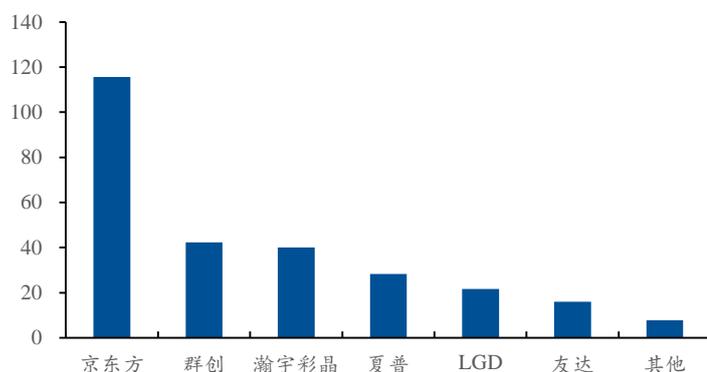


资料来源：公司公告，民生证券研究院

备注：假设爬坡期为 1 年，直线爬坡，2020 年以前数据为生产量。

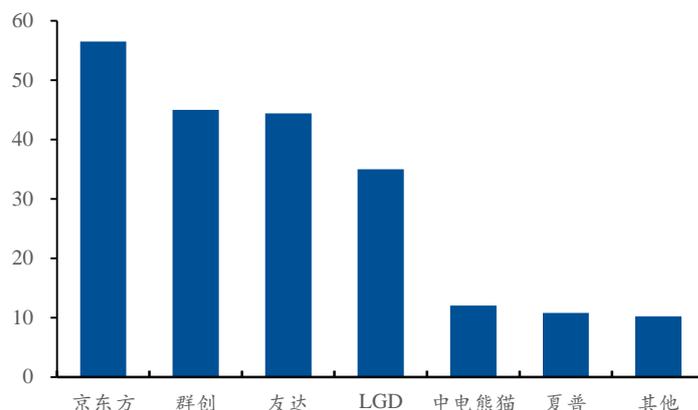
**京东方在中尺寸优势明显，契合未来需求增长点。**中尺寸 LCD 面板相对于大尺寸，具有定制化需求较强、性能要求较高的特点。目前全部中尺寸线体中有 40% 投产超过 15 年，京东方 8 代线多为 2010~2015 年投产，未来随着高分辨率、高刷新率、窄边框等需求侧变化带来的产能需求变化，京东方较新的产线优势将更加凸显。目前京东方平板电脑面板出货占全行业的 43%，优势尤其明显。2021~2023 年公司 IT 面板市占率有望继续提升，叠加全行业中尺寸面板数量需求提升，公司中尺寸面板出货量有望再上台阶。

图8：2020 年各厂商平板电脑面板出货量（百万片）



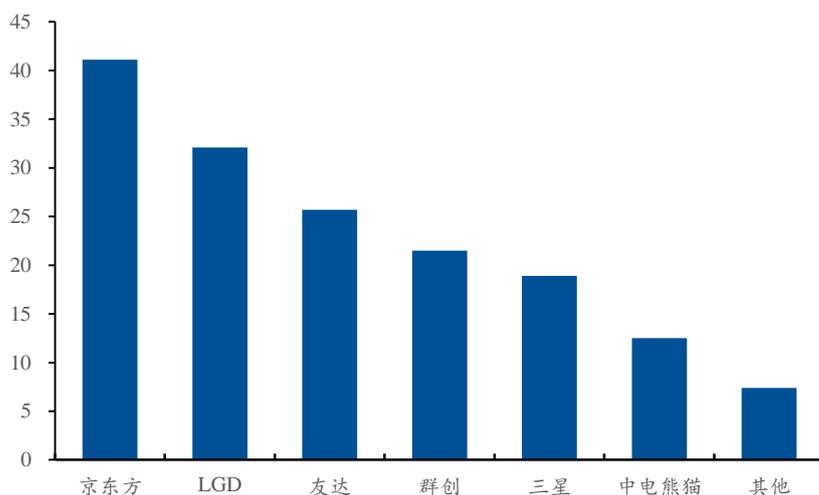
资料来源：Omdia，民生证券研究院

图9：2020 年各厂商笔记本电脑面板出货量（百万片）



资料来源：Omdia，民生证券研究院

图10：2020 年各厂商液晶显示器面板出货量（百万片）



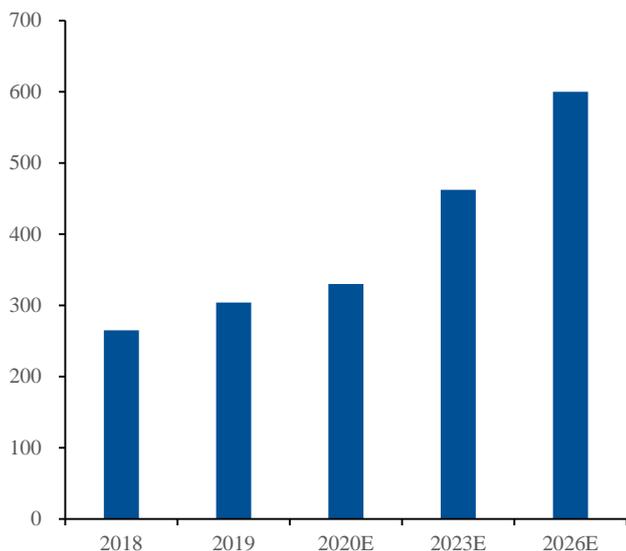
资料来源：Omdia，民生证券研究院

### 3 OLED:市场需求扩大, 份额快速提升

#### 3.1 市场规模扩大, 京东方份额快速提升

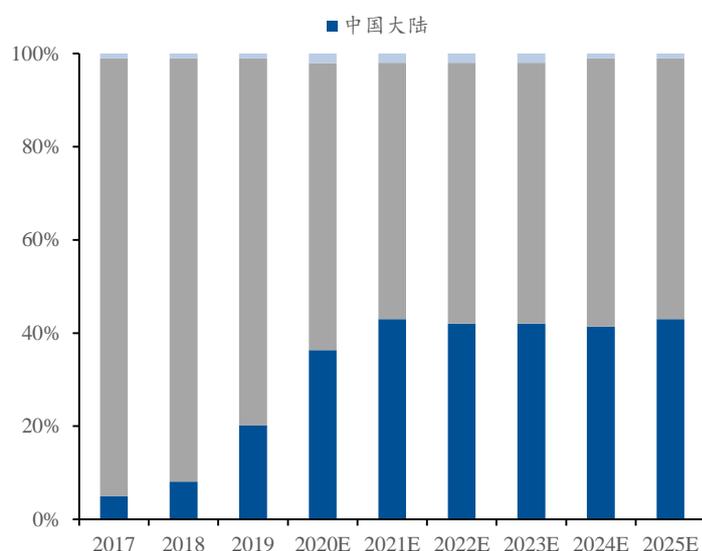
**OLED 市场规模将实现快速扩张, 中国产能占比将迎来快速提升。**OLED 屏具有轻薄、可绕可卷、可视角度大、对比度高、可响应时间短、抗震性能好等优点, 广泛运用于智能手机、可穿戴设备等终端产品。2020 年智能手机 OLED 面板出货量为 4.9 亿片, 渗透率为 26%, 未来提升空间仍非常巨大。未来随着 OLED 技术成熟和产能释放, 渗透率和市场规模将会快速扩张。2018 年全球 OLED 市场规模为 265 亿美元, 2019 年增长 19% 至 304 亿美元。DSCC 预测 2023 年全球 OLED 面板收入能增长至 462 亿美元, 2026 年市场规模将达到 600 亿美元左右, 2018-2026 年 GAGR 为 10.7%。在 OLED 市场规模扩大的同时, 中国 OLED 产能占比从 2017 年的 5% 提升至 2019 年的 20%, DSCC 预测 2025 年中国 OLED 产能将达到 43%。

图11: 全球 OLED 市场规模(亿美元)



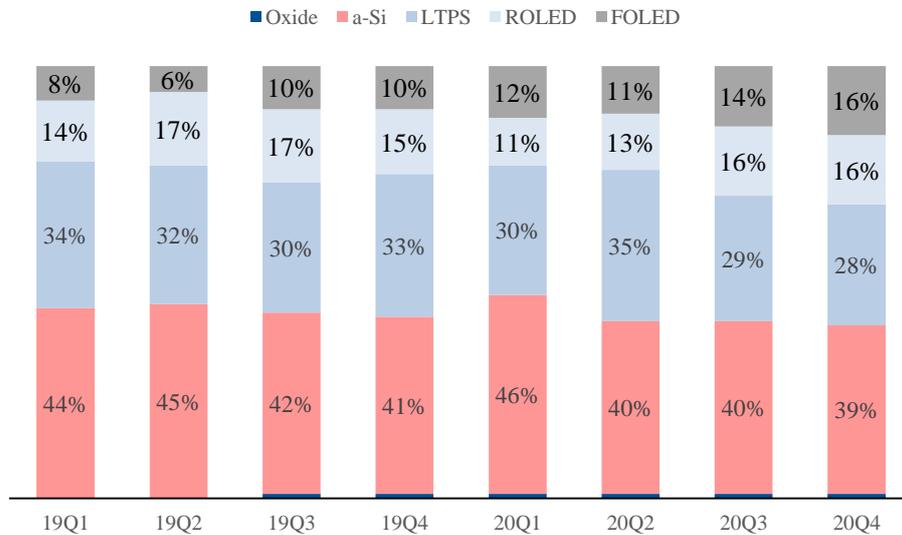
资料来源: DSCC, 民生证券研究院

图12: 各国 OLED 产能份额



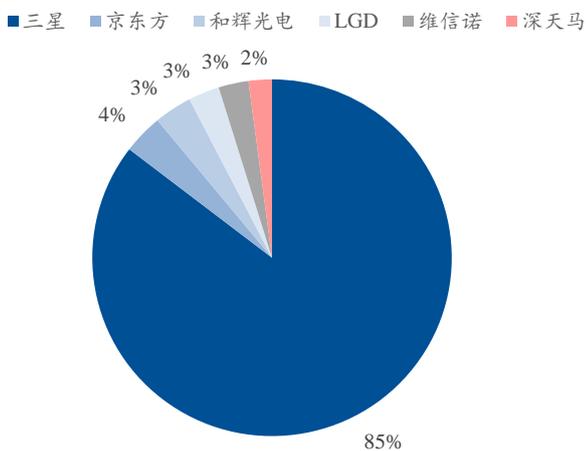
资料来源: DSCC, 民生证券研究院

**柔性面板更能发挥 OLED 优势, 京东方产线更加契合市场需求。**在手机上柔性 OLED 屏幕的应用可以创造多种屏幕形态, 打破屏幕固有技术, 具有可弯曲折叠; 柔性轻薄、不发热等优点, 符合手机发展需求。采用特殊工艺制造的柔性 OLED 屏幕, 与普通 OLED 屏幕相比更轻薄、耐用, 在重量上只有普通 OLED 屏幕的十分之一, 大大减轻了手机厚度, 因此 iPhone 等高端旗舰即使不做成曲面屏的形态, 也使用柔性 OLED 面板。从 OLED 手机面板的结构看, 2020 年硬屏 OLED 出货 2.45 亿, 同比-15.8%, 柔性 OLED 出货 2.46 亿台, 同比+41.6%, 在 OLED 面板中柔性 OLED 占比快速提升, 相对于整体 OLED 增速更快。京东方 OLED 面板产能基本为柔性 OLED, 更加符合市场的需求。

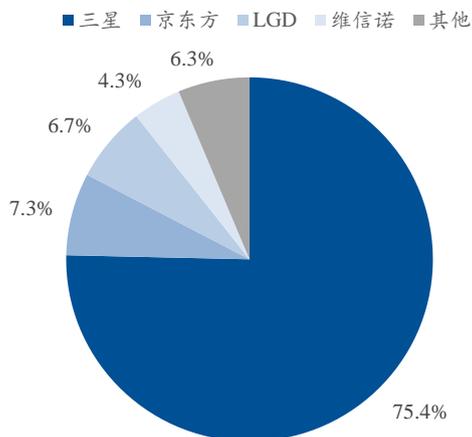
**图13: 2019~2020 全球智能手机市场技术结构**


资料来源: Wind, 民生证券研究院

京东方手机 OLED 面板出货量快速提升, 市场份额不断提高。根据群智咨询数据, 2020 年智能手机 OLED 面板出货量为 4.9 亿片, 同比增长 5.6%。其中三星出货 3.7 亿片, 同比减少 7%, 占全球 75.4%。京东方 2020 年 OLED 手机面板出货量约为 3600 万片, 较 2019 年大增 120%, 全球占比 7.3%, 仅次于三星。从高端柔性 OLED 市场看, 京东方市场占有率接近 15%。京东方 2021 年 OLED 目标出货量为 8000 万片, 预计同比增长 122%。

**图14: 2019 年全球 OLED 手机面板出货份额**


资料来源: DSCC, 民生证券研究院

**图15: 2020 年全球 OLED 手机面板出货份额**


资料来源: 群智咨询, 民生证券研究院

布局的 OLED 产线全部满产后可满足 2.4~2.8 亿部手机面板需求。京东方成都第 6 代柔性 OLED 生产线、绵阳 6 代柔性 OLED 生产线正处于量产爬坡中; 重庆第 6 代柔性 OLED 生产线项目已完成桩基, 预计 2021 年投产; 福州项目在规划中。四条产线都是第 6 代产线, 计划月产能均为 4.8 万片。以 2 条产线 2021 年达到设计产能计算, 京东方 2021 年 OLED 年产能将达到 320 万平方米, 约为 2020 年全球面积产能的 16%。根据 UBI Research 预计, 京东方中小尺寸 OLED 出货面积将在 2024 年达到 627 万平方米并继续维持, 全球市占率将达到 22% 左右, 若全部产能折算成目前手机主流尺寸面板, 可满足 2.4~2.8 亿部手机需求。

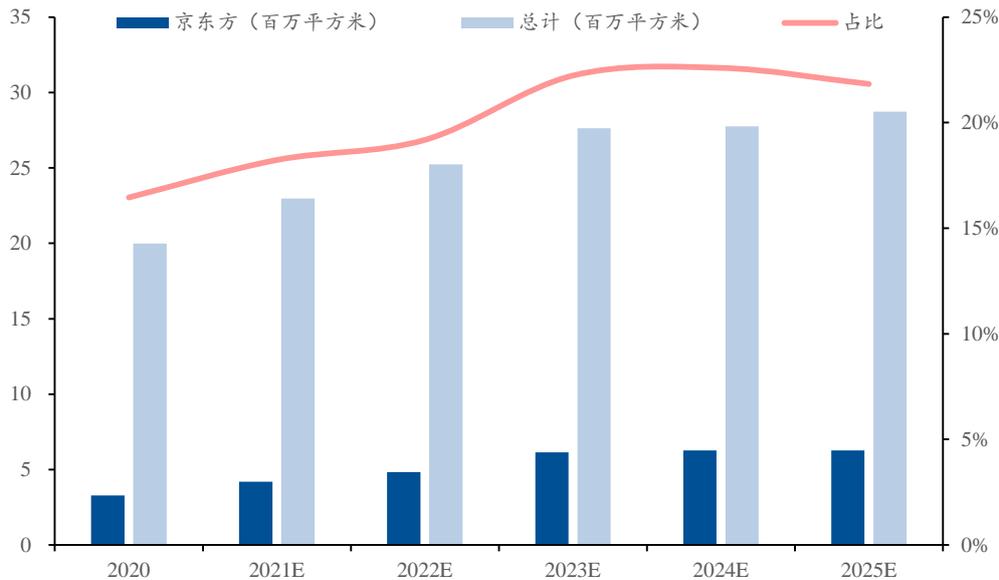
本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

表6:京东方 OLED 产线梳理

| 产线  | 地点 | 世代 | 产能    | 备注                     |
|-----|----|----|-------|------------------------|
| B7  | 成都 | G6 | 48K/月 | 当前二期爬坡中, 预计 21 年三期爬满   |
| B11 | 绵阳 | G6 | 48K/月 | 当前一期爬坡中, 预计 21 年 H2 爬满 |
| B12 | 重庆 | G6 | 48K/月 | 21 年投产, 22 年爬坡         |
| B15 | 福州 | G6 | 48K/月 | 规划中                    |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 京东方 OLED 面积产能及全球占比



资料来源: UBI, 民生证券研究院

备注: 该产能面积测算为年末产能

京东方苹果供应 OLED 面板, 手机厂商 OLED 供应商多元化需求强烈。2020Q4 京东方已经正式通过苹果 iPhone 面板的规格认证。苹果 2021 年推出的 iPhone 13 系列预计将保持 4 款机型策略并且都将采用 OLED 屏幕面板, 京东方提供约 900 万片。根据日经新闻援引 Fomalhaut 数据, 每张 iPhone 12 采用的 OLED 屏幕 (含配套驱动芯片) 推算价格为 70 美元。以 900 万片计算, 进入苹果供应链将带来约 6 亿美元的营业收入。此外, 通过苹果严格的质量认证之后, 京东方 OLED 屏幕进入其他手机厂商也将更加顺利。随着京东方 OLED 面板出货数量的提升将满足手机厂商 OLED 面板供应商多元化需求, 降低对三星 OLED 的严重依赖。

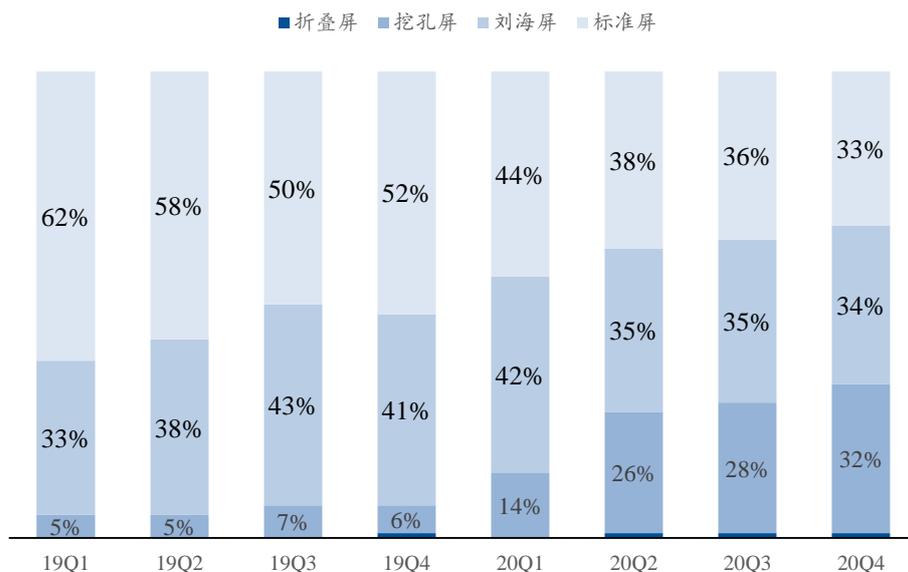
### 3.2 OLED 面板不会重复 LCD 的竞争模式

OLED 定制化程度高, 行业不会走向价格战。LCD 面板同质化程度高, 特别是以半成品 Open-Cell 形式出货后难以针对不同功能的需求来发展产品组合, 容易造成供过于求的局面。OLED 存在多个技术革新方向: 1) COP 封装、Oncell-Metal Mesh、高刷新率、低功耗、长寿命等基础能力优化; 2) 材料革新、3D 贴合、曲面贴合等形态创新; 3) 屏下摄像头、屏幕发声、触控集成、屏下指纹等技术集成。以形态创新为例, 手机厂商希望实现手机屏幕形态的差异化。近两年出货手机已有三种主要屏幕形态, 而且挖孔/刘海的位置、大小方式等也十分多样。而柔性 OLED 轻薄可折叠的特点使其天生具有形态创新的潜力, 未来品牌厂商对其需求将持续扩大。由

本公司具备证券投资咨询业务资格, 请务必阅读最后一页免责声明

于 OLED 的创新方向如此之多，可以预见未来手机厂商将与面板厂商深度合作，定制符合手机定位的相应面板。以折叠屏为例，手机厂商需要综合面板折叠曲率半径等参数进行系统设计、壁纸优化、铰链选择等深度定制。最终手机厂商的选择将会从多个维度综合考虑出发，而非单纯成本、分辨率等少数几个维度。因此，OLED 行业竞争将更多体现在技术比拼、工艺比拼，不会走 LCD 单纯价格竞争的老路。

图17: 2019~2020 全球智能手机屏幕形态结构



资料来源: RUNTO, 民生证券研究院

**OLED 设备产能受限、技术扩散慢、资金壁垒高，集中度将高于 LCD。**蒸镀工艺决定了 OLED 面板像素点分辨率和良率，一条 6 代线需要 3~4 台蒸镀设备。目前全球中高档蒸镀机被日本 Canon Tokki、韩国 Sunic System、YAS、SFA 等企业垄断，产能严重受限。如同 ASML 在半导体光刻机的市场地位，日本的 Cannon Tokki 在 OLED 高端设备市场遥遥领先。Canon Tokki 能把有机发光材料蒸镀到基板上的误差控制在 5 微米内，这是其他公司的蒸镀机远不能达到的精度。2017 年以前，三星独家买下 Tokki 全部年产能 (3~4 台)。直到 2017 年 Tokki 扩产至 7 台，LGD 和京东方才能分别拿下一台。目前 Tokki 的真空蒸机仍属于一机难求的状态，且都被大厂商预定，设备产能的受限使其他厂商很难进入高端 OLED 领域。OLED 对技术要求相比 LCD 更高，后进厂商需要在像素排列方式等各环节上突破原有厂商的专利壁垒，这延缓了 OLED 的技术扩散。此外，OLED 产业资金壁垒高，京东方月产 4.8 万片的 6 代柔性 OLED 产线计划投资额为 465 亿，几乎相当于月 12 万片的 10.5 代 LCD 产线投资额，巨大的投资也使 OLED 面板将会是少数厂商的舞台。

综上，OLED 行业未来将会是少数厂商的舞台，并且厂商彼此之间更多凭借自身产品的技术和工艺水平为下游厂商进行定制化生产，价格因素并非第一竞争力。

## 4 导入阶段业务打开想象空间

**扩展客户群体，拓宽面板应用场景。**京东方积极与交通、建筑、医疗等领域的企业合作，推进显示屏在这些领域的应用，已经完成京雄观光区、京张观光区、磁悬浮等项目交付。以广告面板为例，当前线上流量红利消退，各大品牌厂商纷纷发力线下进行品牌建设。我们认为注意力即流量，因此线下的品牌推广将会积极投放广告在交通工具、公共场所墙面等场景中。这些领域的公司将积极采购面板，提高自己的可用屏幕面积以提高利润，面板具有广阔的市场应用空间。

**产品创新创造市场需求，发力消费端业务。**基于显示技术积累和强大的研发能力，京东方能够根据不同细分场景需求来进行相应的产品创新。这种创新并非对现有产品的替代，而是创造出市场全新的需求。比如京东方 2020 年在类纸护眼显示技术领域创新研制出 BOE 画屏，满足疫情环境下网课学习需求，受到广大家长用户的认可与追捧。

**终端大厂加速 Mini-LED 产业崛起，公司已提前布局。**随着 Mini-LED 全产业链生产技术的成熟，各大终端厂发布搭载 Mini-LED 产品脚步加快。2021 年 4 月，苹果发布搭载 Mini-LED 背光的 12.9 英寸 iPad Pro。10000 颗 Mini-LED 光源组成 2500 余个局部调光区，加之极薄光学膜和柔光镜，可实现 1600nit 峰值亮度，以及 100 万：1 的对比度。京东方已提前布局 Mini-LED，将其作为公司五大事业之一，产品、技术、市场多领域已取得突破，如实现 75 英寸玻璃基双拼背光产品点亮并向客户推广；玻璃基直显侧面线路、固晶和组装等瓶颈技术开发完成等。

**以传感和显示技术为核心，向物联网延伸。**基于显示和传感核心能力，京东方搭建创新平台，整合内部和外部资源，为客户提供物联网细分领域整体解决方案，向半导体显示产业链和物联网各场景价值链延伸。

## 5 投资建议

LCD 行业由于供给端格局改善周期弱化，未来将由需求拉动进入真正的成长，给公司贡献稳定的盈利。同时公司 OLED 业务快速成长，近期有望贡献盈利，并且前瞻性布局的物联网产业打开了公司的规模天花板。LCD 行业整体成长以及成长型的业务结构使公司具备双重成长驱动力。随着公司业绩持续高景气，市场将摒弃旧有逻辑，以全新视角看待这个千亿巨头，带来公司的价值重估。

预计 2021-23 年公司营业收入为 2000/2200/2400 亿元，归母净利润为 240/290/320 亿元，对应估值 11/9/8 倍，参考 SW 电子 2021/4/27 最新 TTM 估值 44 倍，考虑到公司龙头地位，我们认为公司低估，维持“推荐”评级。

## 6 风险提示

**中大尺寸终端设备出货不及预期：**中大尺寸面板占 LCD 产能的 90% 以上，需求下滑对面板需求有较大影响

**海外厂商液晶产线退出缓慢：**韩国厂商延迟退出时间将增加面板供给，影响面板价格

**产能爬坡不及预期：**OLED 产能爬坡缓慢将减少公司 OLED 出货量

**公司财务报表数据预测汇总**

| 利润表 (百万元)          | 2020           | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业总收入</b>       | <b>135,553</b> | <b>200,021</b> | <b>220,024</b> | <b>240,024</b> |
| 营业成本               | 108,823        | 134,554        | 149,396        | 163,288        |
| 营业税金及附加            | 1,079          | 1,556          | 1,725          | 1,877          |
| 销售费用               | 3,138          | 5,021          | 5,303          | 5,545          |
| 管理费用               | 6,204          | 8,781          | 8,999          | 9,601          |
| 研发费用               | 7,623          | 10,001         | 11,001         | 12,001         |
| EBIT               | 8,687          | 40,108         | 43,600         | 47,712         |
| 财务费用               | 2,650          | 2,894          | 2,494          | 1,923          |
| 资产减值损失             | (3,280)        | 404            | 402            | 509            |
| 投资收益               | 898            | 713            | 774            | 754            |
| <b>营业利润</b>        | <b>6,044</b>   | <b>39,963</b>  | <b>43,890</b>  | <b>48,456</b>  |
| 营业外收支              | 48             | 0              | 0              | 0              |
| <b>利润总额</b>        | <b>6,093</b>   | <b>40,030</b>  | <b>43,951</b>  | <b>48,519</b>  |
| 所得税                | 1,565          | 8,006          | 8,351          | 9,219          |
| 净利润                | 4,528          | 32,024         | 35,601         | 39,300         |
| <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>5,036</b>   | <b>24,018</b>  | <b>29,008</b>  | <b>32,022</b>  |
| <b>EBITDA</b>      | <b>31,249</b>  | <b>74,721</b>  | <b>87,658</b>  | <b>101,213</b> |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2020</b>    | <b>2021E</b>   | <b>2022E</b>   | <b>2023E</b>   |
| 货币资金               | 73694          | 96548          | 129202         | 177203         |
| 应收账款及票据            | 23185          | 30003          | 30803          | 31203          |
| 预付款项               | 1120           | 1209           | 1407           | 1514           |
| 存货                 | 17875          | 14567          | 20509          | 16824          |
| 其他流动资产             | 8036           | 8036           | 8036           | 8036           |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>128985</b>  | <b>159121</b>  | <b>195287</b>  | <b>243750</b>  |
| 长期股权投资             | 3693           | 4406           | 5180           | 5934           |
| 固定资产               | 224867         | 290130         | 366665         | 439443         |
| 无形资产               | 11876          | 14340          | 16960          | 19305          |
| <b>非流动资产合计</b>     | <b>295271</b>  | <b>310869</b>  | <b>320023</b>  | <b>318556</b>  |
| <b>资产合计</b>        | <b>424257</b>  | <b>469990</b>  | <b>515310</b>  | <b>562306</b>  |
| 短期借款               | 8600           | 8600           | 8600           | 8600           |
| 应付账款及票据            | 28396          | 33982          | 38148          | 41543          |
| 其他流动负债             | 2195           | 2195           | 2195           | 2195           |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>104959</b>  | <b>118135</b>  | <b>127854</b>  | <b>135550</b>  |
| 长期借款               | 132453         | 132453         | 132453         | 132453         |
| 其他长期负债             | 11333          | 11333          | 11333          | 11333          |
| <b>非流动负债合计</b>     | <b>145900</b>  | <b>145900</b>  | <b>145900</b>  | <b>145900</b>  |
| <b>负债合计</b>        | <b>250859</b>  | <b>264034</b>  | <b>273754</b>  | <b>281450</b>  |
| 股本                 | 34798          | 34798          | 34798          | 34798          |
| 少数股东权益             | 70121          | 78127          | 84720          | 91998          |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>173398</b>  | <b>206054</b>  | <b>241655</b>  | <b>280955</b>  |
| <b>负债和股东权益合计</b>   | <b>424257</b>  | <b>469990</b>  | <b>515310</b>  | <b>562306</b>  |

| 主要财务指标          | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 16.8  | 47.6  | 10.0  | 9.1   |
| EBIT 增长率        | 352.6 | 361.7 | 8.7   | 9.4   |
| 净利润增长率          | 162.5 | 377.0 | 20.8  | 10.4  |
| <b>盈利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 19.7  | 32.7  | 32.1  | 32.0  |
| 净利润率            | 3.7   | 12.0  | 13.2  | 13.3  |
| 总资产收益率 ROA      | 1.2   | 5.1   | 5.6   | 5.7   |
| 净资产收益率 ROE      | 4.9   | 18.8  | 18.5  | 16.9  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 流动比率            | 1.2   | 1.3   | 1.5   | 1.8   |
| 速动比率            | 1.1   | 1.2   | 1.4   | 1.7   |
| 现金比率            | 0.7   | 0.9   | 1.0   | 1.3   |
| 资产负债率           | 0.6   | 0.6   | 0.5   | 0.5   |
| <b>经营效率</b>     |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数        | 54.6  | 57.0  | 55.0  | 53.0  |
| 存货周转天数          | 50.1  | 42.0  | 41.0  | 40.0  |
| 总资产周转率          | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.1   | 0.7   | 0.8   | 0.9   |
| 每股净资产           | 3.0   | 3.7   | 4.5   | 5.4   |
| 每股经营现金流         | 1.1   | 2.2   | 2.6   | 3.0   |
| 每股股利            | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| <b>估值分析</b>     |       |       |       |       |
| PE              | 56.7  | 10.7  | 8.8   | 8.0   |
| PB              | 2.5   | 2.0   | 1.6   | 1.4   |
| EV/EBITDA       | 9.0   | 3.8   | 3.0   | 2.2   |
| 股息收益率           | 1.4   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

| 现金流量表 (百万元)    | 2020            | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 4,528           | 32,024          | 35,601          | 39,300          |
| 折旧和摊销          | 25,845          | 35,017          | 44,460          | 54,010          |
| 营运资金变动         | 5,957           | 5,489           | 5,806           | 6,725           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>39,255</b>   | <b>75,934</b>   | <b>89,215</b>   | <b>103,402</b>  |
| 资本开支           | 44,037          | 48,897          | 52,377          | 51,217          |
| 投资             | 1,709           | 0               | 0               | 0               |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(43,407)</b> | <b>(48,897)</b> | <b>(52,377)</b> | <b>(51,217)</b> |
| 股权募资           | 10,378          | 0               | 0               | 0               |
| 债务募资           | 18,129          | 0               | 0               | 0               |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>23,818</b>   | <b>(4,184)</b>  | <b>(4,184)</b>  | <b>(4,184)</b>  |
| <b>现金净流量</b>   | <b>19,666</b>   | <b>22,853</b>   | <b>32,654</b>   | <b>48,002</b>   |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 插图目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 中韩 LCD 面板产量占比情况.....              | 5  |
| 图 2: 各厂商 2020 年全球大尺寸 LCD 面板出货面积占比..... | 6  |
| 图 3: 各厂商 2020 年全球大尺寸 LCD 面板出货数量占比..... | 6  |
| 图 4: 电视面板平均尺寸及变化 (英寸) .....            | 7  |
| 图 5: 尺寸增大带来的全球面板出货面积增量(百万平方米).....     | 7  |
| 图 6: 全球中尺寸面板出货量(百万片).....              | 8  |
| 图 7: 京东方 TFT-LCD 产能 (百万平方米) .....      | 9  |
| 图 8: 2020 年各厂商平板电脑面板出货量 (百万片) .....    | 10 |
| 图 9: 2020 年各厂商笔记本电脑面板出货量 (百万片) .....   | 10 |
| 图 10: 2020 年各厂商液晶显示器面板出货量 (百万片) .....  | 10 |
| 图 11: 全球 OLED 市场规模(亿美元).....           | 11 |
| 图 12: 各国 OLED 产能份额.....                | 11 |
| 图 13: 2019~2020 全球智能手机市场技术结构 .....     | 12 |
| 图 14: 2019 年全球 OLED 手机面板出货份额 .....     | 12 |
| 图 15: 2020 年全球 OLED 手机面板出货份额 .....     | 12 |
| 图 16: 京东方 OLED 面积产能及全球占比.....          | 13 |
| 图 17: 2019~2020 全球智能手机屏幕形态结构 .....     | 14 |

## 表格目录

|   |    |
|---|----|
| 表 1: 2021-2023 年 LCD 产能增加 22.3% (产能爬坡及新建产线部分) ..... | 6  |
| 表 2: 2021-2022 年 LCD 产能增加 12.2% (现有产线内扩产部分) .....   | 6  |
| 表 3: 京东方自建 LCD 产线情况 .....                           | 8  |
| 表 4: 拟收购电熊猫产线情况 .....                               | 9  |
| 表 5: 京东方主要子公司 (非全资子公司) .....                        | 9  |
| 表 6: 京东方 OLED 产线梳理.....                             | 13 |
| 公司财务报表数据预测汇总.....                                   | 17 |

## 分析师简介

**王芳**，电子行业首席，曾供职于东方证券股份有限公司、一级市场私募股权投资有限公司，获得中国科学技术大学理学学士，上海交通大学上海高级金融学院硕士。

**陈海进**，电子行业核心分析师，6年从业经验，曾任职于方正证券、中欧基金等，南开大学国际经济研究所硕士

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                      | 投资评级 | 说明                     |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上     |
|                             | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间  |
|                             | 中性   | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间   |
|                             | 回避   | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上      |
| 行业评级标准                      |      |                        |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐   | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上    |
|                             | 中性   | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
|                             | 回避   | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上    |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。