2020 年 12 月 10 日
公司研究●证券研究报告

京东方 A（000725.SZ）

公司分析

面板供需改善，LCD 龙头受益行业回暖

投资要点

- **深耕 LCD 行业龙头，周期上行迎来业绩修复：**京东方深耕半导体显示行业，目前已发展成为全球 LCD 行业龙头，主营业务包括显示器件、智慧系统和健康服务三大板块。核心业务为显示器件，目前拥有 12 条量产产线和 1 条在建产线，其中 10 条为 LCD 产线，G8.5 及以上高世代线为 6 条。2020 年前三季度公司实现营业收入 1016.9 亿元，同比增加 18.6%，归属上市公司股东净利润为 24.8 亿元，同比增加 33.7%，伴随面板供需改善，进入涨价周期，第三季度业绩明显修复。

- **行业供需结构改善，龙头地位加固：**行业供给方面，韩厂三星、LG Display 宣布逐步退出 LCD 面板行业，国内 LCD 新增产能有限，行业集中度加速提升，出货主要集中于京东方和 TCL 华星，全球 LCD 供给状况大幅改善。需求方面，IT 类面板受益疫情带来的居家办公等需求，体育赛事延期以及终端需求传统旺季到来大尺寸备货情急，面板价格全面进入上行通道，涨价趋势从中大尺寸扩展至小尺寸面板，LCD 面板行业需求复苏。因此，行业整体供需改善明显，大陆龙头逐渐掌握行业话语权，随着新增供给减少行业周期性有望弱化，龙头地位进一步巩固。

- **投资建议：公司作为国内行业龙头，受益行业供需趋向平衡，迎来基本面全面修复，我们看好市场地位带来的增长红利。**预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.11、0.20 和 0.29 元。净资产收益率分别为 2.5%、4.3% 和 6.2%，首次覆盖给予买入-A 建议。

- **风险提示：**终端需求增长不及预期；疫情反复影响出货；新增产能爬坡不及预期；价格竞争影响经营利润水平。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,109	116,060	141,665	169,224	193,518
YoY(%)	3.5	19.5	22.1	19.5	14.4
净利润(百万元)	3,435	1,919	3,795	6,791	10,251
YoY(%)	-54.6	-44.1	97.8	78.9	50.9
毛利率(%)	20.4	15.2	17.2	18.7	19.7
EPS(摊薄/元)	0.10	0.06	0.11	0.20	0.29
ROE(%)	2.4	-0.3	2.5	4.3	6.2
P/E(倍)	52.4	93.8	47.4	26.5	17.6
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
净利率(%)	3.5	1.7	2.7	4.0	5.3

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

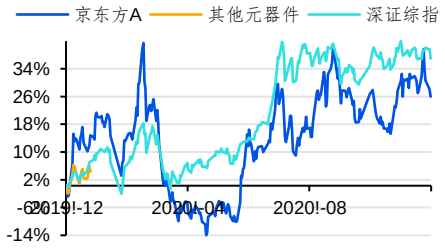
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-A(首次)
股价(2020-12-09)	5.17 元

交易数据

总市值（百万元）	179,907.72
流通市值（百万元）	175,049.76
总股本（百万股）	34,798.40
流通股本（百万股）	33,858.75
12 个月价格区间	3.35/5.85 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.18	-5.9	-9.64
绝对收益	-3.36	-2.45	27.56

分析师 胡慧
SAC 执业证书编号：S0910520110002
huhui@huajinsc.cn
021-20377068

报告联系人 郑超君
zhengchaojun@huajinsc.cn
021-20377169

相关报告

内容目录

一、公司简介及财务分析 4
（一）液晶面板龙头，三大业务布局 4
（二）财务分析 6
1、面板价格开启上涨周期，三季度业绩修复显著 6
2、面板业务贡献主要营收，毛利率有望进一步改善 8
二、行业分析：韩厂退出集中度提升，LCD 龙头获益 9
（一）韩厂退出，国内新增产能有限，供给端改善 9
1、韩厂退出，LCD 产能供给遭削减 9
2、国内新增产能有限 9
（二）需求回暖，面板价格全面回弹 10
1、旺季备货催化 TV 大尺寸面板需求 10
2、疫情拉动中尺寸笔电面板出货量 10
（三）陆厂占据产能重心，龙头话语权增强 11
1、全球 LCD 产能向中国大陆转移 11
2、并购重组起步，龙头地位进一步凸显 12
三、盈利预测及投资建议 13
四、风险提示 14

图表目录

图 1：公司发展历程 4
图 2：公司股权结构及实控人关系 6
图 3：股本结构（截至 2020 年半年报） 6
图 4：过往 3 年营业收入（百万元）及增长率 6
图 5：过往 3 年净利润（百万元）及增长率 6
图 6：过往 3 年主要盈利能力比率 7
图 7：过往 3 年主要费用率变动 7
图 8：过往 3 年主要回报率 7
图 9：过往 3 年负债率 7
图 10：过往 3 年经营活动净现金与净利润（百万元） 8
图 11：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额（百万元） 8
图 12：过往 3 年产品细分收入（百万元） 8
图 13：过往 3 年产品细分毛利率 8
图 14：32 英寸面板价格及环比增速 10
图 15：55 英寸面板价格及环比增速 10
图 16：2020 年上半年笔电面板供应商市占率预估 11
图 17：按国家/地区面板产能份额 11
图 18：按国家/地区 LCD 产能份额 11

表 1：公司主营业务介绍 4
表 2：公司产线情况 5
表 3：三星、LGD 减少的 TFT-LCD 产能 9
表 4：2020 年 TFT-LCD 国内新增产能情况 10

表 5：全球 G5 及以上 TFT-LCD 产线 Top 6 厂商市场份额情况 12
表 6：可比公司估值参考 13

一、公司简介及财务分析

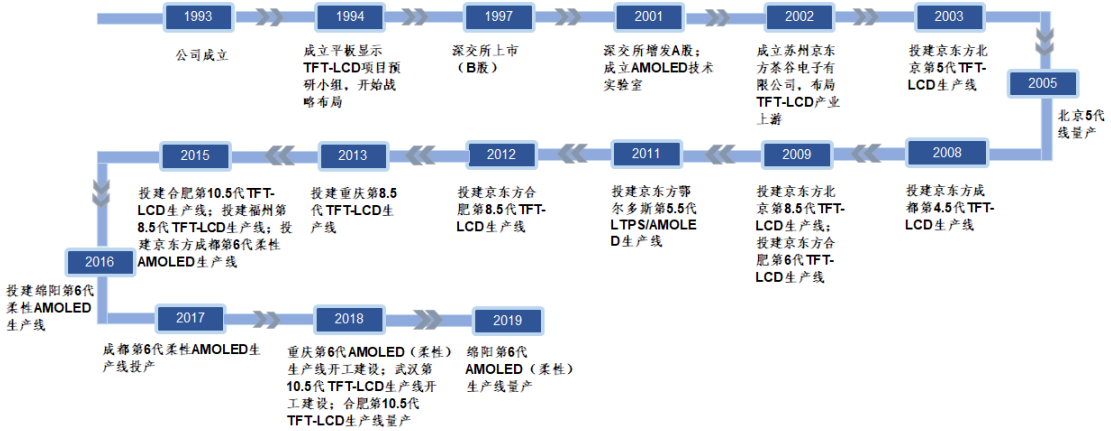
京东方专注于半导体显示行业多年，经过不断发展壮大，目前已发展成为全球 LCD 行业龙头，主营业务包括显示器件、智慧系统和健康服务三大板块，其中核心业务为显示器件。2020 年前三季度实现营业收入 1016.9 亿元，同比增加 18.6%，归属上市公司股东净利润为 24.8 亿元，同比增加 33.7%，伴随面板供需改善，进入涨价周期，第三季度业绩明显修复。

（一）液晶面板龙头，三大业务布局

公司于 1993 年 4 月成立，主要从事半导体显示器件生产和销售业务，经过不断发展壮大，目前主营业务包括显示器件、智慧系统和健康服务三大板块，其中核心业务为半导体显示，根据群智咨询报告，公司 2019 年液晶电视面板出货量及出货面积排名全球第一。

自 2003 年在北京投建首条 G5 TFT-LCD 产线后，公司先后在成都、合肥、鄂尔多斯、重庆、绵阳、福州、武汉等地投资建设包括大尺寸 TFT-LCD 产线以及 AMOLED 产线。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司当前主营业务布局包括三大板块，端口器件、智慧物联和智慧医工。端口器件事业板块包括显示与传感器件、传感器及解决方案两大事业群，核心产品为 TFT-LCD、AMOLED、Microdisplay 等领域智慧端口器件，广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、可穿戴设备等领域。智慧物联事业板块包括智造服务、IoT 解决方案和数字艺术三大事业群，智慧医工则包括移动健康和健康服务。

表 1：公司主营业务介绍

业务板块	产品	应用领域
端口器件	TFT-LCD、AMOLED、微显示、传感器	手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、可穿戴设备
	FPXD、指纹识别、智慧视窗、智慧天线、生物芯片	医疗影像、指纹识别、生物检测、轨道交通、航空、乘用车
智慧物联	IoT 解决方案	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、智慧能源等领域解决方案
	电视、显示器、白板标牌、商用显示、电子标签、通讯终端及新应用、智能工厂	智慧家居、智慧零售、商务办公、智慧政教

业务板块	产品	应用领域
	BOE 画屏 S2、BOE 画屏 S3、BOE 拾光纪、BOE Funbook	文博机构、学校、商场、医院、酒店、企业、社区等公共空间和家庭
智慧医工	数字医院、数字人体、再生医学解决方案	医疗与健康管理

资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司目前共有 12 条量产产线，1 条在建产线，其中 LCD 产线 10 条，其中 8.5 代线及以上的为 6 条，AMOLED 产线共 3 条，均为 6 代线柔性 AMOLED，包括在建的重庆产线。

表 2：公司产线情况

Fab	地点	世代	技术	投资金额（亿元）	产能情况
B1	北京	5	a-Si LCD	110	60K；满产
B2	成都	4.5	a-Si LCD / LTPS LCD	34	45K；满产
B3	合肥	6	a-Si LCD	175	90K；满产
B4	北京	8.5	a-Si LCD	280	90K；满产
B5	合肥	8.5	Oxide LCD	285	90K；满产
B6	鄂尔多斯	5.5	LTPS LCD	220	60K；满产
B7	成都	6	柔性 AMOLED	465	48K；量产
B8	重庆	8.5	a-Si LCD / IGZO LCD	328	90K；满产
B9	合肥	10.5	a-Si LCD	400	120K；满产
B10	福州	8.5	a-Si LCD	300	150K；满产
B11	绵阳	6	柔性 AMOLED	465	48K；量产
B12	重庆	6	柔性 AMOLED	465	48K；在建
B17	武汉	10.5	a-Si LCD	460	120K；量产

资料来源：公司官网，公司公告，华金证券研究所

2020 年 9 月 23 日，公司发布公告拟收购中电熊猫南京 G8.5 公司 80.831%股权和成都 G8.6 公司 51%股权。中电熊猫南京 G8.5 生产线产能 60K/月，显示模式为 IPS 和 VA，主要产品包括手机、笔记本电脑、显示器、电视显示屏等；成都 G8.6 生产线产能 120K/月，主要应用于 23.8~70 寸 TV 显示屏等。截至 11 月 24 日，公司发布关于收购的进展公告，公司已获得南京中电熊猫的最终受让资格。若收购成功后，京东方再在目前基础上再增加 2 条量产的大尺寸产线。

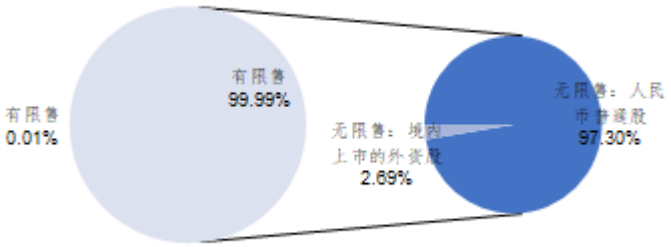
股权方面，公司的第一大股东为北京市国资委独资的北京国有资本经营管理中心，持股比例 11.68%，公司前 10 大股东主要为国有法人，实际控制人为北京电子股份有限责任公司。股本方面，截至 2020 年半年报，公司总股本为 347.98 亿股，其中限售股份为 0.04 亿股，占比 0.01%，均为境内自然人持股；无限售股份为 347.95 亿股，占总股本的 99.99%。

图 2：公司股权结构及实控人关系



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

图 3：股本结构（截至 2020 年半年报）



资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

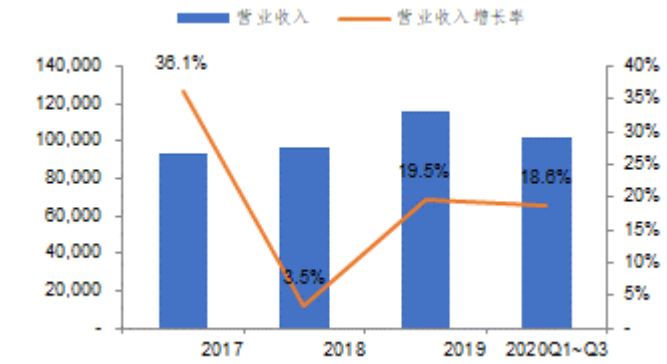
（二）财务分析

公司 2020 年前三季度销售收入 1016.9 亿元，同比增加 18.6%，归属上市公司股东净利润为 24.8 亿元，同比增加 33.7%。2020 年第三季度销售收入为 408.2 亿元，同比增长 33.0%，归属于上市公司股东净利润为 13.4 亿元，同比增长 629.3%。受益于面板行业供需关系改善，大尺寸面板价格自 6 月以来持续上涨，以及笔电等中尺寸需求持续景气，公司业绩大幅改善。

1、面板价格开启上涨周期，三季度业绩修复显著

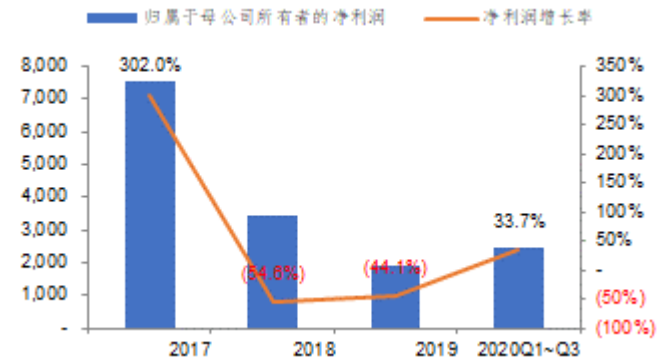
公司 2020 年前三季度销售收入 1016.9 亿元，同比增加 18.6%，第三季度实现收入 408.2 亿元，同比大幅增长 33.0%；前三季度归母净利为 24.8 亿元，同比增长 33.7%，三季度末 13.4 亿元，同比大增 629.3%。由于疫情影响，中尺寸类需求跟随笔电、平板等持续增长，而大尺寸自 6 月开始涨价以来，价格涨幅持续超预期，使得三季度开始业绩增长显著改善，尤其是利润端一改前两年亏损状态。

图 4：过往 3 年营业收入（百万元）及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：过往 3 年净利润（百万元）及增长率

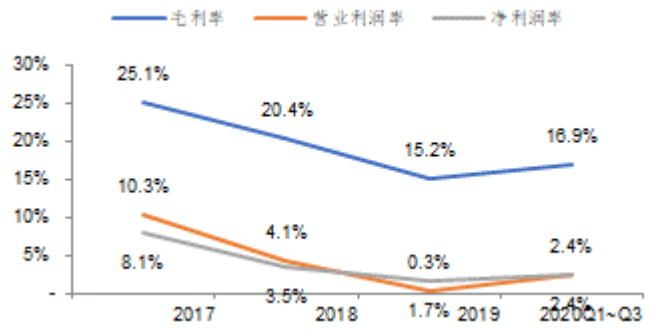


资料来源：Wind，华金证券研究所

2020 年前三季度毛利率为 16.9%，同比提升 1.6 个百分点，其中三季度单季度毛利率为 18.6%，同比提升 6.8 个百分点，大尺寸面板涨价对毛利率提升贡献较大。2020 年前三季度营

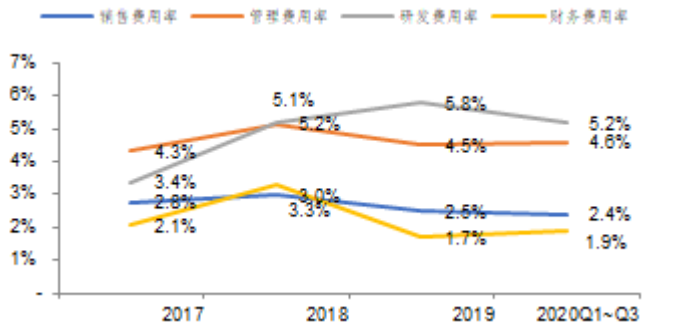
业利润率和净利润率均为 2.4%，同比分别提升 1.1 和 0.2 个百分点，盈利能力方面进入回升通道。前三季度销售费用、管理费用、研发费用和财务费用率分别为 2.4%、4.6%、5.2%和 1.9%，整体费用率保持相对平稳。

图 6：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

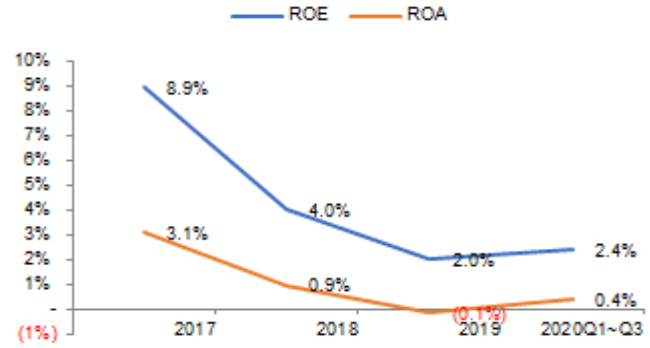
图 7：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

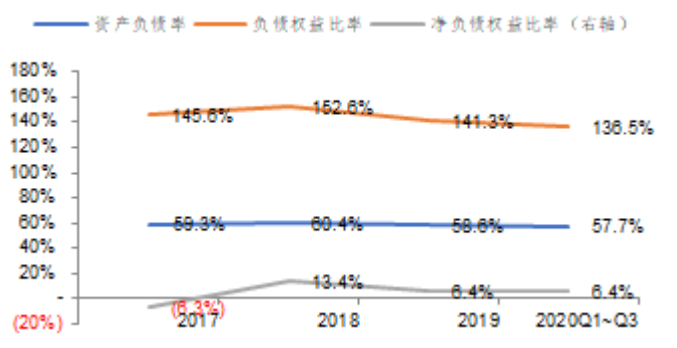
从回报率来看，2020 年前三季度公司的 ROE 为 2.4%，同比提升 0.5 个百分点，ROA 为 0.4%，同比提升 0.3 个百分点，随着收入和利润水平的提升，回报率同步得到改善。

图 8：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

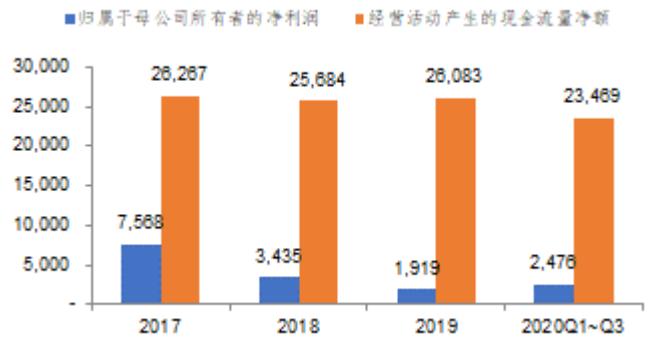
图 9：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

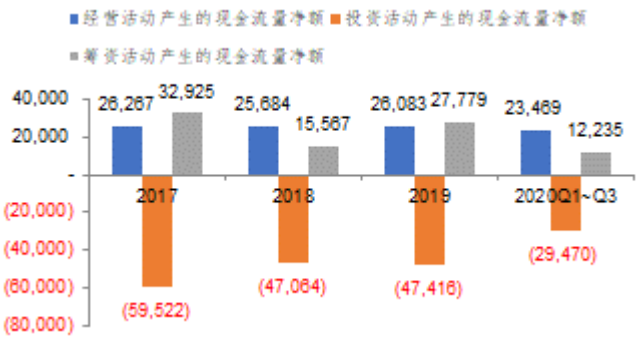
2020 年前三季度公司资产负债率 57.7%，负债权益比为 136.5%，净负债权益比率为 6.4%，整体负债率水平保持相对平稳。从现金流情况看，公司经营活动产生的现金流量净额始终高于净利润水平，保证了现金流水平健康，2020 年前三季度经营活动产生的现金流净额为 234.7 亿元，同比增加 42.0%。

图 10：过往 3 年经营活动净现金与净利润（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额（百万元）



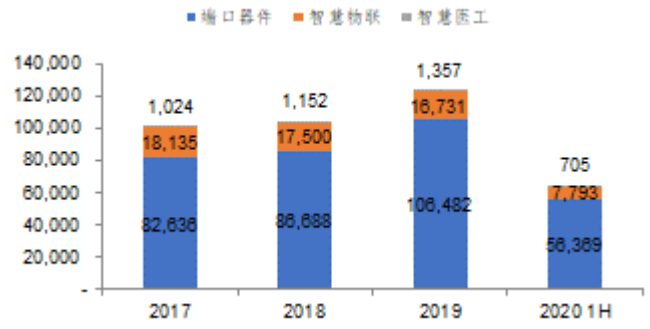
资料来源：Wind，华金证券研究所

2、面板业务贡献主要营收，毛利率有望进一步改善

公司 2020 年上半年端口器件收入占比 92.6%，智慧物联和智慧医工业务占比分别为 12.8%和 1.2%，端口器件主要为面板业务，构成了公司营收的核心来源。

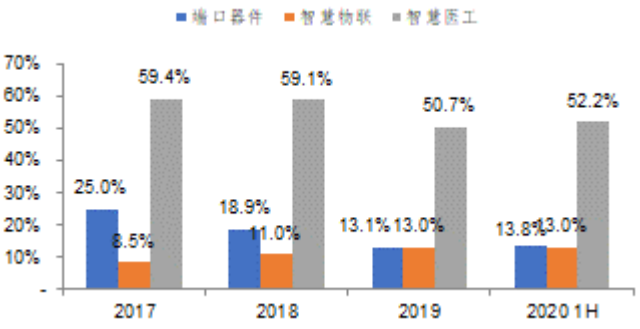
从收入增速来看，端口器件业务随面板行业的周期波动，2020 年上半年端口器件业务同比增长 10.8%，智慧物联业务经历过 2018~2019 年的负增长后，2020 年上半年实现 3.6%的同比正增长，智慧医工业务由于处于起步阶段，增速相对较高。

图 12：过往 3 年产品细分收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：过往 3 年产品细分毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

盈利能力来看，公司 2020 上半年综合毛利率环比 2019 年下半年提升 2.1 个百分点，盈利能力正在改善。2020 年上半年公司端口器件业务毛利率为 13.8%，随着面板行业供求关系改善面板价格回升，毛利率有望进一步提升；智慧医工毛利率水平较高超过 50%，但由于业务占比较小对综合毛利率水平影响有限。

二、行业分析：韩厂退出集中度提升，LCD 龙头获益

行业供给方面，韩厂三星、LG Display 宣布逐步退出 LCD 面板行业，国内 LCD 新增产能有限，行业集中度加速提升，出货主要集中于京东方和 TCL 华星，全球 LCD 供给状况将大幅改善。需求方面，中大尺寸面板价格持续上涨，并且涨价趋势已经扩展至中小尺寸面板，面板价格全面进入上行通道；同时，由于体育赛事延期以及终端需求传统旺季到来，LCD 面板行业需求复苏。京东方作为国内 LCD 龙头厂商，目前仍有一条 10.5 代线正在爬坡，将进一步提高市场占有率；同时，京东方拟收购中电熊猫南京 G8.5 ，增资成都 G8.6 公司，进一步巩固行业龙头地位。

（一）韩厂退出，国内新增产能有限，供给端改善

1、韩厂退出，LCD 产能供给遭削减

供给方面，由于全球 LCD 产能过剩，价格战导致厂商业绩低迷，三星、LDG 先后宣布将退出 LCD 面板的生产及供应。据路透社报道，三星显示在 2020 年 3 月底对外宣布，决定在今年年底前结束其在中国和韩国的所有 LCD 面板生产工作。LG Display 也表示，将在年底前关闭位于韩国本土用于生产电视的 LCD 面板工厂。三星和 LGD 的退出，将大幅削减全球 LCD 产能供给。尽管三星将退出计划延迟至 2021 年 3 月，LGD 延迟至 2021 年底，但产能稼动率已大幅下降。

根据 IHS 数据，三星分别于 2019 年第三季度、2020 年第二季度、2020 年第二季度开始关停 L8-1、L7-2、L8-2 产线，关闭产能分别为 45、33、43.8 万片/季；LGD 的 P7、P8 季度产能各 36 万片。

表 3：三星、LGD 减少的 TFT-LCD 产能

公司	产线	启动关停时间	关闭产能（千片/季）
三星	L8-1	2019Q3	450
	L7-2	2020Q2	330
	L8-2	2020Q2	438
LGD	P7	20201Q	360
	P8	20201Q	360

资料来源：IHS、华金证券研究所整理

根据 CINNO Research 数据，此轮韩国厂商完成出清之后，大陆面板厂的大尺寸产能占比将从 2019 年的 44.8%提升至 53.3%，甚至有望在 2021 年达到 65.3%。

2、国内新增产能有限

由于面板产线投资周期相对较长，从开工建设到量产大约需要 2 年时间，因此未来 2 年内新增产能分布较为清晰，新增 LCD 投资主要集中在高世代线，地域分布在中国大陆。2020~2021 年内，大陆预计新增产能主要有京东方武汉 B17 的 10.5 代线，华星光电深圳 T7 的 11 代线，以及惠科 3 条 8.6 代线和鸿海在广州投资的 10.5 代线等。新增产能有限，且 BOE 等均明确表示不再新增 LCD 产能，供给端将大幅改善。

表 4：2020 年 TFT-LCD 国内新增产能情况

公司	产线	新增产能（千片/季）
京东方	合肥 10.5 代线（B9）	45
	武汉 10.5 代线（B17）	180
华星光电	深圳 11 代线（T7）	180
惠科	滁州 8.6 代线（H2）	225
	绵阳 8.6 代线（H4）	360
CEC	咸阳 8.6 代线	36
富士康&夏普	广州 10.5 代线	135

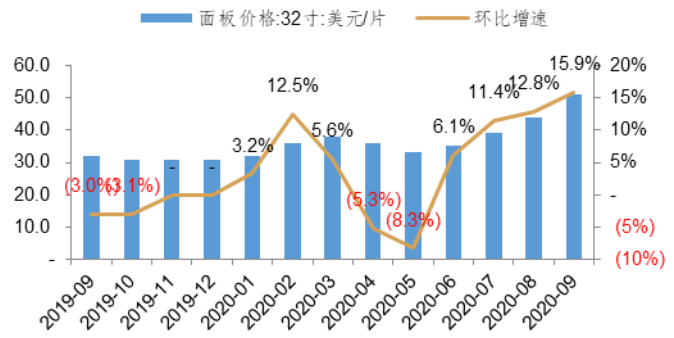
资料来源：IHS、华金证券研究所

（二）需求回暖，面板价格全面回弹

1、旺季备货催化 TV 大尺寸面板需求

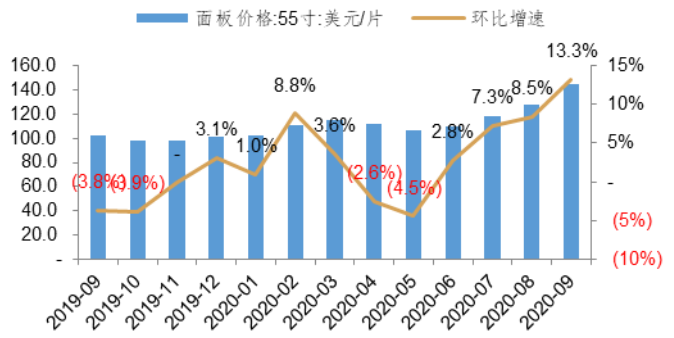
据 TrendForce 数据显示，2020 年电视面板产能受到电视尺寸逐渐增大、新产能放量速度减缓，以及 IT 需求畅旺所挤压，导致全年度出货量仅 26,753 万片，年衰退 6.2%；出货面积将年增 0.7%，达到 169.6 百万平方米。因产能受限，使得今年电视面板与整机的供需比由 2019 年的 31%收敛至 24%。但随着疫情逐渐得到控制，电视终端厂商自 Q3 开始积极为下半年促销档期备货，TV 面板需求回暖，大尺寸面板价格逐月攀升。且东京奥运会、欧洲杯等大型体育赛事的延期，将进一步催化大尺寸面板需求。

图 14：32 英寸面板价格及环比增速



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 15：55 英寸面板价格及环比增速



资料来源：Wind、华金证券研究所

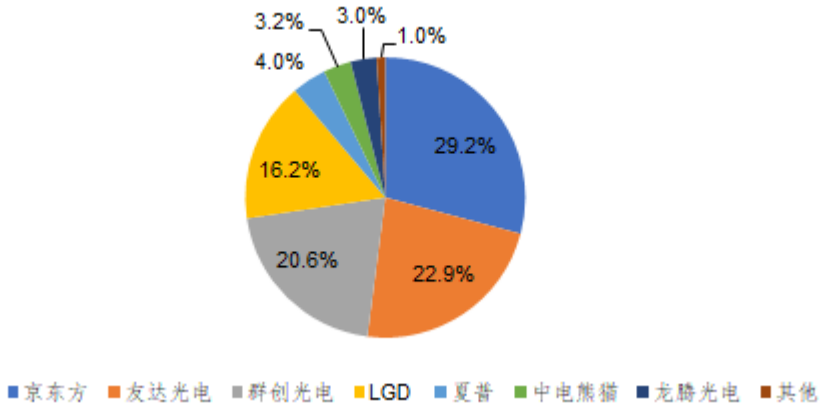
2、疫情拉动中尺寸笔电面板出货量

根据 TrendForce 数据显示，2020 年因新冠肺炎疫情使远距办公与教学需求提升，第二季全球笔记本电脑需求出现爆炸性成长，且景气度有望延续，预估三季笔电出货量达 5,500 万台，季成长 4%。TrendForce 表示，除教育用笔电外，消费型与电竞笔电需求量也持续上升。

TrendForce 关于 2020 年上半年笔记本面板供应商市场份额的预估报告显示，京东方（BOE）占比 29.2%，友达光电（AUO）占比 22.9%，群创光电（INX）占比 20.6%，LG 显示（LGD）

占比 16.2%，夏普（Sharp）占比 4%，中电熊猫（CEC-Panda）占比 3.2%，龙腾光电（IVO）占比 3%，前四大厂商的市占率超过 90%，其中京东方在全球格局中占据绝对优势。

图 16：2020 年上半年笔电面板供应商市占率预估



资料来源：witsview、华金证券研究所

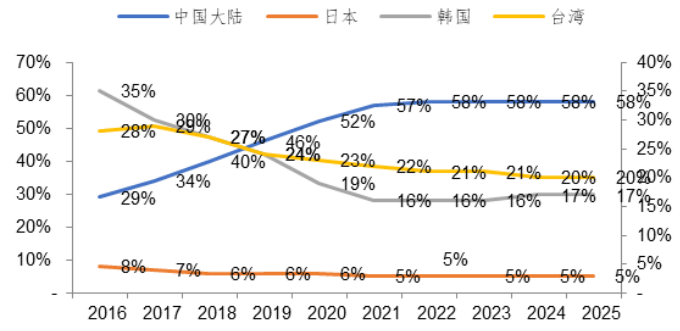
（三）陆厂占据产能重心，龙头话语权增强

1、全球 LCD 产能向中国大陆转移

据 DSCC 报告，显示面板总体产能从 2018 年至 2025 年将以 4%的年复合增长率上升，其中 LCD 的年复合增长率为 3%。

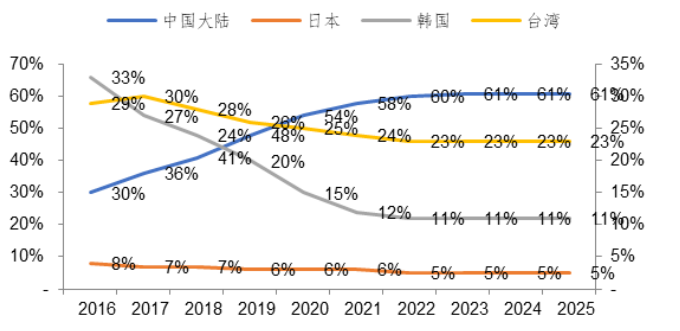
按国家划分，中国的显示面板产能份额预计将从 2018 年的 40%上升到 2025 年的 58%，年均复合增长率为 8%。从 2020 年开始，中国将比韩国或台湾的产能份额高出 2 倍以上，其份额将比 2021 年的韩国高出 3 倍。韩国的产能预计将以-2.5%的年复合增长率下降，而其他地区则持平。 在 LCD 中，中国的份额将更加占主导地位，2025 年份额达到 61%。韩国的份额预计将从 2018 年的 24%下降到 2025 年的 11%，年均复合增长率为-8%。台湾的份额在 2017 年达到顶峰，达到 30%，预计到 2023 年将降至 23%。

图 17：按国家/地区面板产能份额



资料来源：DSCC、华金证券研究所

图 18：按国家/地区 LCD 产能份额



资料来源：DSCC、华金证券研究所

由此，全球趋势是 LCD 产能向中国大陆转移。京东方作为国内龙头面板厂商，未来表现值得期待。

2、并购重组起步，龙头地位进一步凸显

京东方发布公告称拟于 121 亿收购中电熊猫的 G8.5&G8.6 代 LCD 产线；8 月底，TCL 科技也曾发布公告称，旗下 TCL 华星光电将以 10.8 亿美元（约 76.22 亿元人民币）收购苏州三星电子液晶显示科技有限公司 60%的股权及苏州三星显示有限公司 100%的股权。

群智咨询（Sigmaintell）预测，京东方收购中电熊猫的 G8.5 & G8.6 代 LCD 产线后，加上自身产能扩充，到 2022 年其在全球大尺寸 LCD 市场的市场份额将达到 28.9%。与此同时，TCL 华星光电份额也将提升至 16.0%。两家合计份额将提升至 44.9%。中小面板厂的份额也将进一步被挤压，预计到 2022 年全球 Top6 面板厂份额将接近 85%。市场份额进一步向头部厂商聚集，行业集中度呈显著提升趋势。

表 5：全球 G5 及以上 TFT-LCD 产线 Top 6 厂商市场份额情况

公司	Y2019	Y2022F
京东方	19.7%	28.9%
华星光电	9.0%	16.0%
群创光电	13.4%	11.5%
友达光电	11.9%	9.9%
惠科	2.6%	9.1%
LGD	15.6%	7.9%
SDC	10.8%	0%
Top 6	80.4%	83.3%

资料来源：群智咨询、华金证券研究所（2022 年京东方产能中包含目前中电熊猫 G8.5&G8.6 产能）

三、盈利预测及投资建议

公司作为国内面板行业龙头，受益行业周期改善，供需趋向平衡，未来将掌握龙头话语权，迎来基本面修复，我们预测公司 2020 年至 2022 年营业收入分别为 1416.6 亿元、1692.2 亿元和 1935.2 亿元，同比增长 22.1%、19.5%和 14.4%，归属于母公司净利润 38.0 亿元、67.9 亿元和 102.5 亿元，同比增长 97.8%、78.9%和 50.9%，每股收益分别为 0.11、0.20 和 0.29 元。

估值分析方面，由于公司具备行业可比性，我们以面板产业链可比公司的平均市盈率和市净率作为参考，结合当前的行业格局和公司市场地位，给予“买入-A”评级。

表 6：可比公司估值参考

代码	公司	股价	市值（亿元）	PE 2019 A	PE 2020 E	PE 2021E	PB
000100.SZ	TCL 科技	6.88	965	36.9	29.8	18.8	2.9
000050.SZ	深天马 A	15.12	372	44.8	27.9	23.7	1.1
300088.SZ	长信科技	9.92	243	28.7	21.5	16.8	3.5
002876.SZ	三利谱	44.35	55	108.0	51.0	24.7	3.0
300566.SZ	激智科技	33.74	52	81.0	40.4	23.7	6.8
688299.SH	长阳科技	23.22	66	45.9	36.4	24.8	3.9
平均				**57.5**	**34.5**	**22.1**	**3.5**
000725.SZ	京东方 A			47.4	26.5	17.6	2.1

资料来源：Wind、华金证券研究所（截至 2020 年 12 月 9 日收盘价）

四、风险提示

终端需求增长不及预期；疫情反复影响出货；新增产能爬坡不及预期；价格竞争影响经营利润水平。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	99692	104449	109391	103069	117710
现金	51482	56973	42194	45470	34552
应收票据及应收账款	20537	18467	32052	26505	41467
预付账款	771	627	1206	905	1553
存货	11985	12396	17959	16875	22877
其他流动资产	14917	15986	15980	13313	17261
非流动资产	204336	235964	265137	293308	309977
长期投资	2389	2718	3079	3509	2655
固定资产	128158	125786	159240	188079	207842
无形资产	5938	7416	7783	8161	8575
其他非流动资产	67852	100043	95035	93558	90905
资产总计	304028	340412	374528	396377	427687
流动负债	62228	78378	102173	107293	133278
短期借款	5450	6367	6061	6163	6129
应付票据及应付账款	22805	23212	34097	31658	43388
其他流动负债	33973	48799	62014	69472	83760
非流动负债	**121443**	**120976**	**128379**	**139771**	**136486**
长期借款	105069	108118	113784	125947	122346
其他非流动负债	16374	12858	14595	13825	14141
负债合计	183671	199355	230551	247064	269764
少数股东权益	34501	46000	45819	45495	45007
股本	34798	34798	34798	34798	34798
资本公积	38213	38353	38353	38353	38353
留存收益	12971	13898	16196	20625	27103
归属母公司股东权益	85857	95058	98157	103818	112916
负债和股东权益	304028	340412	374528	396377	427687

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25684	26083	18287	38561	34479
净利润	2880	-476	3615	6468	9763
折旧摊销	13917	18987	17122	22667	28064
财务费用	3197	1994	1727	1723	1312
投资损失	-307	-343	-229	-249	-282
营运资金变动	4535	2262	-3886	7995	-4314
其他经营现金流	1462	3659	-61	-44	-64
投资活动现金流	-47064	-47416	-41664	-50900	-44845
筹资活动现金流	15567	27779	8598	15616	-552
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.06	0.11	0.20	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.75	0.53	1.11	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.50	2.59	2.75	3.01

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	97109	116060	141665	169224	193518
营业成本	77306	98446	117305	137631	155344
营业税金及附加	779	861	1050	1286	1473
营业费用	2891	2918	3943	4670	5338
管理费用	4959	5215	9024	10025	10592
研发费用	5040	6700	3883	5797	8287
财务费用	3197	1994	1727	1723	1312
资产减值损失	1240	-2584	1325	999	279
公允价值变动收益	2	137	43	54	59
投资净收益	307	343	229	249	282
营业利润	4008	399	3679	7394	11233
营业外收入	169	208	661	305	336
营业外支出	55	103	88	90	84
利润总额	4122	504	4252	7609	11485
所得税	1242	980	638	1141	1723
税后利润	2880	-476	3615	6468	9763
少数股东损益	-555	-2395	-181	-323	-488
归属母公司净利润	3435	1919	3795	6791	10251
EBITDA	21358	22819	22601	31867	41350

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	3.5	19.5	22.1	19.5	14.4
营业利润(%)	-58.6	-90.1	822.8	101.0	51.9
归属于母公司净利润(%)	-54.6	-44.1	97.8	78.9	50.9
获利能力					
毛利率(%)	20.4	15.2	17.2	18.7	19.7
净利率(%)	3.5	1.7	2.7	4.0	5.3
ROE(%)	2.4	-0.3	2.5	4.3	6.2
ROIC(%)	2.4	-1.5	1.8	2.8	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	60.4	58.6	61.6	62.3	63.1
流动比率	1.6	1.3	1.1	1.0	0.9
速动比率	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	5.3	6.0	5.6	5.8	5.7
应付账款周转率	3.9	4.3	4.1	4.2	4.1
估值比率					
P/E	52.4	93.8	47.4	26.5	17.6
P/B	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.8	13.5	14.9	11.1	8.8

资料来源：贝格数据、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

胡慧声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn