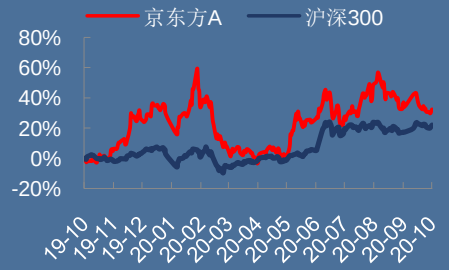
证券研究报告

公司研究——事项点评

京东方 A（000725.SZ）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出



方竞 fangjing@cindasc.com
S1500520030001

李少青 lishaoqing@cindasc.com
S1500520080004

相关研究

《拟收购 CEC 南京、成都产线，进一步巩固行业龙头地位》20200924

《Q2 扣非净利逆风增长，股权激励落地迎接新时代》20200831

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

三季度营收创历史新高，面板龙头业绩释放可期

2020 年 10 月 30 日

事件：2020 年 10 月 29 日，京东方发布三季报，公司前三季度实现营收 1016.88 亿元，同比增长 18.63%；归母净利润 24.76 亿元，同比增长 33.67%；扣非后归母净利润 8.88 亿元，同比扭亏。

Q3 单季度，公司实现营收 408.21 亿元，同比增长 33.04%，环比增长 16.67%，创单季度历史新高；归母净利润 13.40 亿元，同比增长 629.3%，环比增长 135.66%，创 18Q2 以来单季度历史新高；扣非后归母净利润 10.64 亿元，环比大增 226.4%。

点评：

- **伴面板涨价营收创单季新高，盈利能力显著改善。**2020 年 Q3 公司营收规模创单季历史新高，净利润水平创阶段性历史新高，主要由于面板价格自 7 月份进入快速上涨通道，同时公司新产能陆续释放。**2020 年单三季度公司毛利率达到 18.61%，**同比+6.79pct，环比+1.77pct；归母净利率 3.28%，同比+2.68pct，环比+1.66pct，盈利能力改善明显。**费用率方面，**2020 年 Q3 公司销售费用率为 2.50%，环比增长 0.32pct；管理费用率 5.23%，环比增长 1.39pct，公司前三季度管理费用同比增加 30%，主要随营收规模相应增加；研发费用率 4.92%，环比增长 0.12pct；财务费用率 1.77%，环比改善 0.22pct；整体而言，公司费用率水平保持稳健。

  经营性净现金流大幅改善，创历史最好水平。2020 年单三季度公司经营性净现金流达 137.52 亿元，同比增长 179%，环比增长 206%，创下历史最好水平，主要受公司经营规模扩大、经营利润持续改善影响，以及公司 Q3 收到税费返还增加。此外，Q3 公司固定资产增加 381.37 亿元，主要系 B17、B11 等新建产线在建工程转固影响；公司 Q3 存货与应收账款环比基本持平。

- **收购中电熊猫，产能扩张再下一城。**9 月 23 日，公司发布公告，拟以不低于挂牌价 55.91 亿元收购南京 G8.5 公司 80.831%的股权；以不低于 65.26 亿元收购成都 G8.6 公司 51%股权。南京 G8.5 生产线设计产能 60K/月，于 2015 年 8 月量产，采用氧化物背板技术，显示模式包括 IPS 和 VA，主要产品包括手机、笔记本电脑、显示器、TV 等。成都 G8.6 生产线设计产能 120K/月，2018 年 5 月量产，采用氧化物背板技术，显示模式为 VA，主要产品为 23.8-70 寸 TV 显示屏。

  通过本次收购，公司将进一步扩大产能规模，进一步巩固公司在半导体显示领域的龙头地位。公司现有 4 条 G8.5 代生产线，合计月产能约 540K，如能顺利收购南京 G8.5 生产线，京东方将拥有 5 条 8.5 代线，合计产能接近 600K，占全球 8.5 代线产能的接近 50%。从面积端来看，京东方原有 10 条 LCD 产线 2021 年合计产能面积约 6985.42 万平米，此

次收购的南京 8.5 代线和成都 8.6 代线将带来新增面积合计约 1247.4 万平米，**因此本次收购预计将带来公司面积增长约 17.86%，**进一步巩固公司龙头地位。

- **Q4 面板涨价持续超预期，公司业绩释放可期。（1）面板价格上涨持续超预期。**自 5 月底以来 TV 面板价格持续大幅度上涨，涨幅超 50%；根据 10 月份最新报价，各主流尺寸涨势依旧且涨幅未见收敛，预计四季度面板价格仍将保持强势。**（2）供需端解构面板价格走势。供给方面，**尽管 LGDP7 线 100K 产能延迟到明年退出，但其仅占全球面板产能的 1.5%，对面板整体供给端影响较小，韩厂其他产线仍按原计划有序退出。同时，其他面板厂商扩产亦有延后；综合考虑产能退出与新进情况，预计 2020 年大尺寸面板产能供给将下滑 7.38%。**需求方面，**美国、欧洲 TV 销量爆发式反弹拉动全球需求回暖；**根据 TrendForce 的最新报告，2020 年 3Q 全球电视出货量创历史新高：本季度共出货 6205 万台，同比增长 12.9%，环比增长 38.8%。（3）展望 21 年。**中国 TV 市场被压抑的需求存在释放预期，同时，受益于大型体育赛事到来，21 年有望进入需求大年。供给端由于新产能释放也将同步走高，因此 2021 年供需比将在 10-12%之间波动，**面板供需格局呈现出一定程度上的供不应求，价格也有望继续保持强势。**

  因此，考虑 Q3 面板价格尚处底部上涨期，而进入 Q4 面板涨价持续超预期，我们认为公司毛利率和净利率水平有望在 Q4 继续显著改善，后续业绩释放可期。

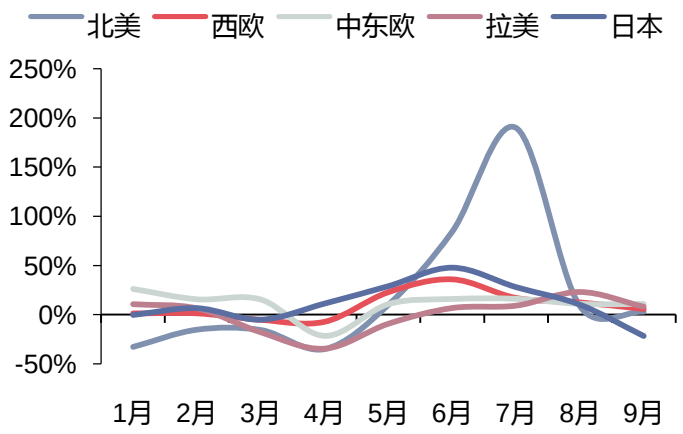
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年摊薄每股收益分别为 0.15 元、0.39 元、0.48 元，对应当前 PE 分别为 32x、13x、10x。公司作为面板行业龙头，将充分享受大尺寸面板涨价带来的盈利弹性，我们看好公司在 Q4 和 2021 年的业绩释放能力，给予“买入”评级。

- **风险因素：**市场竞争加剧风险、韩厂退出不及预期风险、行业景气度下滑风险。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	97,108.86	116,059.59	148,632.01	174,611.25	202,288.46
增长率 YoY %	3.53%	19.51%	28.07%	17.48%	15.85%
归属母公司净利润(百万元)	3,435.13	1,918.64	5,269.11	13,407.37	16,670.54
增长率 YoY%	-54.61%	-44.15%	174.63%	154.45%	24.34%
毛利率%	20.39%	15.18%	22.29%	26.27%	26.45%
净资产收益率 ROE%	4.03%	2.12%	5.41%	12.65%	13.94%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.06	0.15	0.39	0.48
市盈率 P/E(倍)	49	88	32	13	10
市净率 P/B(倍)	1.74	1.45	1.14	0.97	0.83

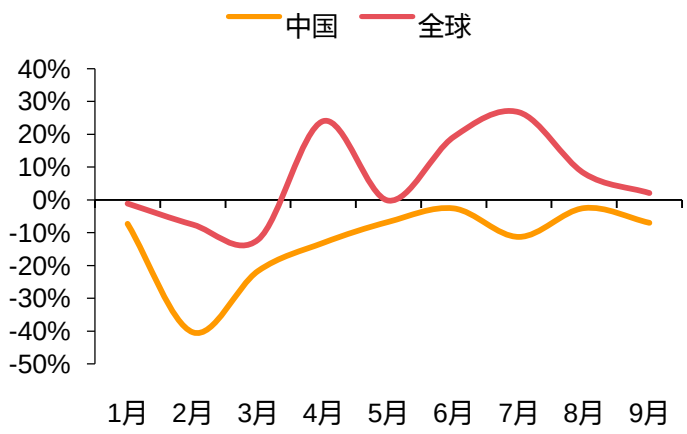
资料来源：万得，信达证券研发中心预测（注：股价为 2020 年 10 月 30 日收盘价）

图 1：国外 TV 销量月度数据同比情况



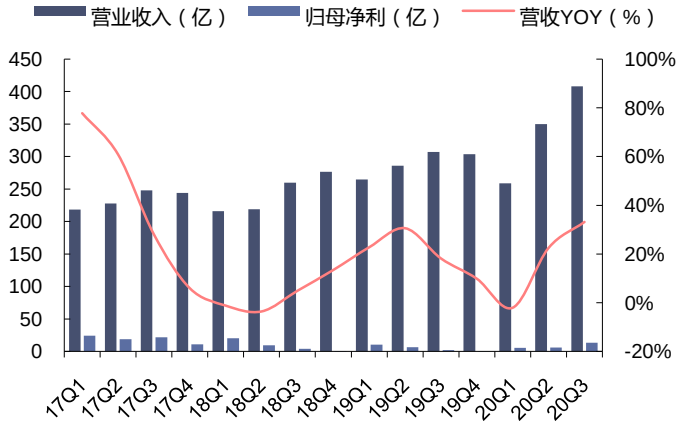
资料来源：Gfk，信达证券研发中心

图 2：中国及全球 TV 月度销量同比情况



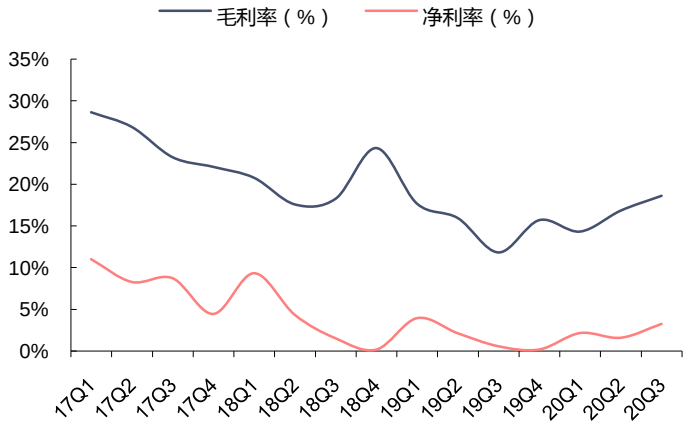
资料来源：Gfk，信达证券研发中心

图 3：京东方 A 营收及利润表现



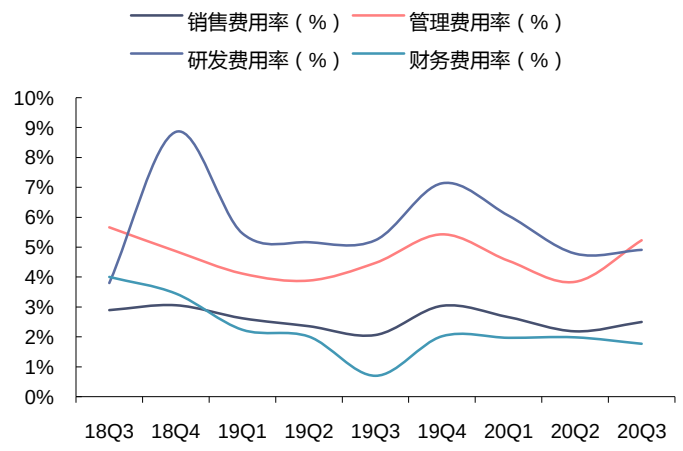
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：京东方 A 利润率表现



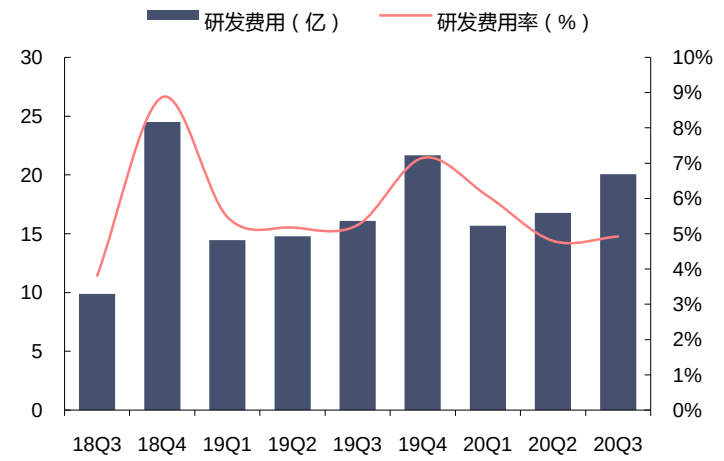
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：京东方 A 期间费用率情况



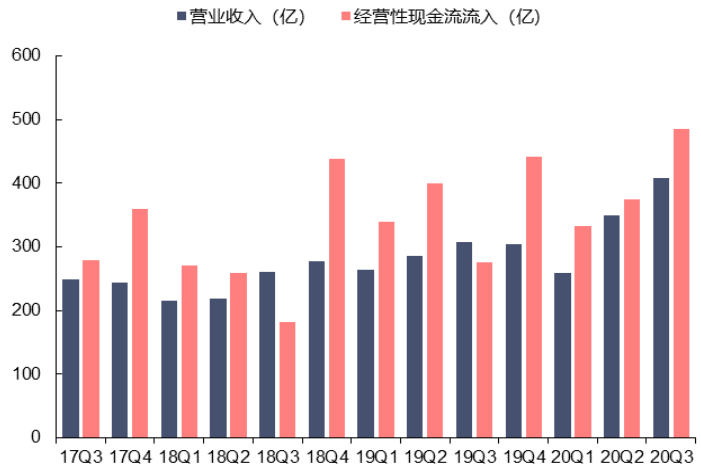
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：京东方 A 研发费用情况（亿元）



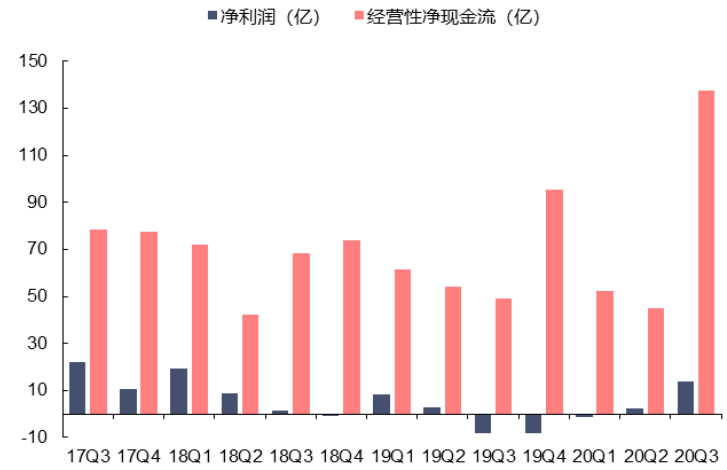
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：京东方 A 营收与经营性现金流流入（亿元）



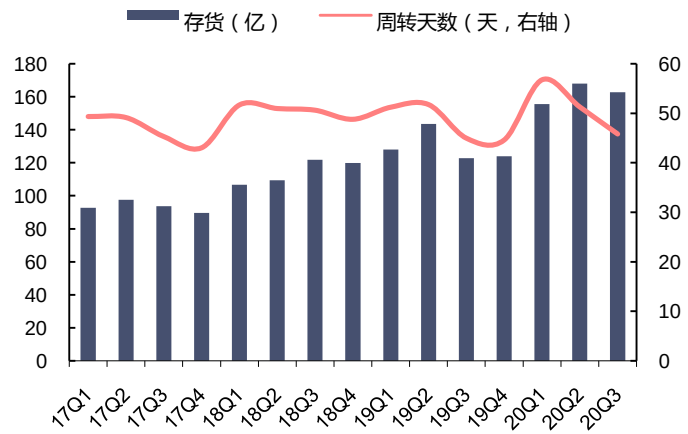
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：京东方 A 净利润与经营性净现金流（亿元）



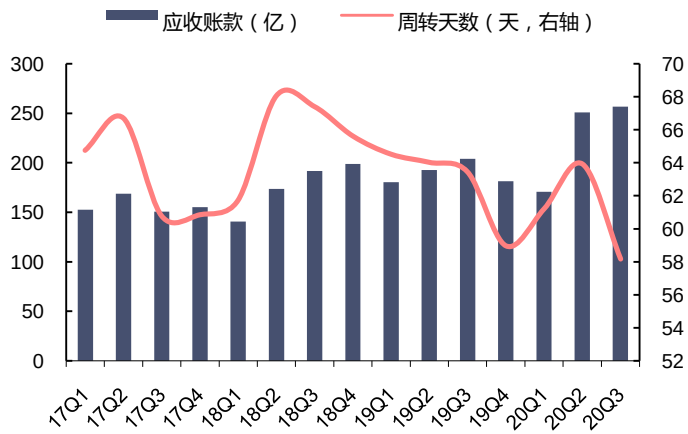
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：京东方 A 存货情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：京东方 A 应收账款情况（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

资产负债表单位:百万元 **利润表**单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	99,692.28	104,448.64	125,838.08	136,107.64	148,966.03
货币资金	51,481.54	56,972.72	61,293.20	62,387.73	64,517.02
应收票据	656.78	331.15	916.56	918.64	962.96
应收账款	19,880.68	18,135.69	28,292.02	31,287.20	36,943.89
预付账款	770.63	626.99	735.60	819.97	947.57
存货	11,985.40	12,396.19	13,883.23	14,887.58	17,618.91
其他	14,917.25	15,985.90	20,717.47	25,806.53	27,975.68
非流动资产	204,336.21	235,963.56	208,236.13	216,933.75	227,943.56
长期股权投资	2,389.17	2,718.04	2,718.04	2,718.04	2,718.04
固定资产（合计）	128,157.73	125,786.24	111,784.96	100,492.58	91,388.21
无形资产	5,937.68	7,416.42	6,674.78	6,007.30	5,406.57
其他	67,851.63	100,042.87	87,058.36	107,715.83	128,430.75
资产总计	304,028.49	340,412.20	334,074.21	353,041.40	376,909.60
流动负债	62,228.10	78,378.29	60,083.75	66,498.91	74,818.49
短期借款	5,449.95	6,366.72	6,522.84	7,662.96	8,877.60
应付票据	591.11	2,028.92	2,380.38	2,653.40	3,066.31
应付账款	22,213.96	21,183.57	24,853.09	27,703.72	32,014.78
其他	33,973.07	48,799.08	26,327.44	28,478.83	30,859.80
非流动负债	121,443.10	120,976.22	127,757.23	127,311.07	126,722.27
长期借款	94,780.08	107,730.60	107,730.60	107,730.60	107,730.60
其他	26,663.02	13,245.62	20,026.64	19,580.48	18,991.67
负债合计	183,671.19	199,354.51	187,840.99	193,809.99	201,540.76
少数股东权益	34,500.55	45,999.57	46,326.37	47,157.92	48,191.86
归属母公司股东权益	85,856.75	95,058.13	99,906.86	112,073.49	127,176.97
负债和股东权益	304028.49	340412.20	334074.21	353041.40	376909.60

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,108.86	116,059.59	148,632.01	174,611.25	202,288.46
营业成本	77,306.22	98,446.27	115,499.64	128,747.34	148,782.10
营业税金及附加	778.61	861.10	1,102.77	1,295.52	1,500.87
销售费用	2,891.06	2,917.87	5,202.12	5,238.34	6,068.65
管理费用	4,959.18	5,214.95	8,917.92	9,603.62	10,114.42
研发费用	5,039.93	6,699.97	8,580.34	10,080.09	11,677.86
财务费用	3,196.70	1,994.15	2,902.09	2,579.75	2,604.14
减值损失合计	1,239.59	-2,612.45	-2,233.05	-2,402.76	-2,583.54
投资净收益	306.89	342.62	229.03	248.54	281.77
其他	2,003.70	-2,481.68	-2,119.51	-2,307.92	-2,744.98
营业利润	4,008.17	398.67	6,769.70	17,409.97	21,660.74
营业外收支	114.12	105.08	134.57	158.09	183.15
利润总额	4,122.29	503.75	6,904.27	17,568.07	21,843.90
所得税	1,242.42	979.99	1,308.36	3,329.15	4,139.42
净利润	2,879.87	-476.24	5,595.91	14,238.92	17,704.48
少数股东损益	-555.25	-2,394.89	326.80	831.55	1,033.94
归属母公司净利润	3,435.13	1,918.64	5,269.11	13,407.37	16,670.54
EBITDA	20,607.66	22,339.90	24,710.89	32,256.57	34,295.80
EPS (当年)(元)	0.10	0.06	0.15	0.39	0.48

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,108.86	116,059.59	148,632.01	174,611.25	202,288.46
同比（%）	3.53%	19.51%	28.07%	17.48%	15.85%
归属母公司净利润	3,435.13	1,918.64	5,269.11	13,407.37	16,670.54
同比（%）	-54.61%	-44.15%	174.63%	154.45%	24.34%
毛利率（%）	20.39%	15.18%	22.29%	26.27%	26.45%
ROE%	4.03%	2.12%	5.41%	12.65%	13.94%
EPS (摊薄)(元)	0.10	0.06	0.15	0.39	0.48
P/E	49	88	32	13	10
P/B	1.74	1.45	1.14	0.97	0.83
EV/EBITDA	13.82	13.52	11.77	9.03	8.51

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25,684.05	26,083.08	1,632.54	25,191.42	26,758.73
净利润	2,879.87	-476.24	5,595.91	14,238.92	17,704.48
折旧摊销	13,917.32	18,986.97	14,904.53	12,108.76	9,847.76
财务费用	2,568.05	2,849.18	2,902.09	2,579.75	2,604.14
投资损失	-306.89	-342.62	-229.03	-248.54	-281.77
营运资金变动	6,201.39	4,782.16	-21,556.55	-3,456.32	-3,649.13
其它	424.30	283.62	15.58	-31.14	533.25
投资活动现金流	-47,063.54	-47,416.13	17,441.51	-20,839.84	-20,949.57
资本支出	-54,827.43	-49,758.52	9,770.97	-20,248.54	-20,281.77
长期投资	29,425.14	59,567.59	27,799.86	3,790.35	-361.16
其他	-21,661.24	-57,225.20	-20,129.32	-4,381.65	-306.65
筹资活动现金流	15,566.57	27,778.65	-14,753.57	-3,257.06	-3,679.86
吸收投资	-648.28	260.83	593.44	1,240.74	1,567.05
借款	14,986.57	12,752.39	-11,587.23	-576.70	-723.31
支付利息或股息	-3,196.70	-1,994.15	-3,409.00	-3,820.48	-4,171.19
现金流净增加额	-5812.92	6445.60	4320.48	1094.53	2129.29

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近 5 年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台 IC 咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017 年在太平洋证券，2018 年在招商证券，2020 年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获 19 年新财富电子行业第 3 名；18/19 年《水晶球》电子行业第 2/3 名；18/19 年《金牛奖》电子行业第 3/2 名。

李少青，武汉大学硕士，2018 年加入西南证券，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020 年加入信达证券，从事电子行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。