万联证券 WANLIAN SECURITIES

全球显示面板龙头新时代发展更进一步

——京东方A（000725.SZ）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2020年10月12日

报告关键要素：

2001年在深交所上市，京东方科技集团股份有限公司（BOE）已逐渐成为全球显示面板龙头企业之一，LCD出货量居全球第一。公司已满产运营产线9条，量产产线3条，在建产线1条，拟建产线1条，共14条产线。合肥、武汉10.5代TFT-LCD产线量产后可有效填补65寸和75寸超大尺寸的产能市场缺口；成都、绵阳、重庆6代AMOLED生产线主要定位于日益增长的智能车载、Tablet等中小尺寸的高端显示产品市场，建成后能够提升公司在中小尺寸高端显示，尤其是柔性AMOLED领域的市场占有率，并进一步提升公司的盈利能力。

投资要点：

- **行业龙头重点受益面板价格上行：**由于疫情下的宅经济带动电视、笔记本电脑等产品销量显著超出预期，叠加韩国厂商(三星、LG)逐渐退出LCD行业，下游零售商呈现出明显的回补库存需求，因此6月开始面板价格开始反弹。受海外“黑五”及“圣诞节”备货旺季需求拉动，全球液晶TV面板需求维持强劲，预计四季度液晶TV面板价格维持涨势但涨幅或有收窄。面板大尺寸高清化趋势以及显示性能的提升将持续带来增量需求。
- **发展OLED紧跟时代潮流：**相较于LCD，OLED显示具有更快的响应速度、更广的视角、更高的色彩饱和度和更宽的工作温度。因此近年来，OLED在全屏手机、可折叠笔记本电脑、曲面显示、可穿戴设备、高端车载等新兴领域发展迅速。京东方投产及规划在建共五条AMOLED产线建成后合计产能约212K/月，预计公司将持续受益中小尺寸显示科技感增强的趋势。
- **拟收购中电熊猫丰富行业布局：**在IT市场，基于中电熊猫IPS+Oxide游戏本产品线，京东方收购后将提升其在该细分市场的差异化竞争力。此外，自收购Hydis的团队和技术后，京东方持续扩展其IPS产能和技术实力，而中电熊猫的TV产能全数为VA产能，京东方收购后可与现有技术形成互补效应，强化公司在IPS市场的地位，缓解VA曲面短期供应紧张。
- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润41.25亿元、96.67亿元、158.58亿元，对应EPS分别为0.12元、0.28元、0.46元，对应当前股价的PE分别为43.54倍、18.58倍、11.33倍。公司是全球领先的显示面板供应商，LCD出货量居全球第一，我们认为公司仍属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**面板价格波动风险、并购进展不及预期风险、韩厂产能退出进一步慢于预期风险

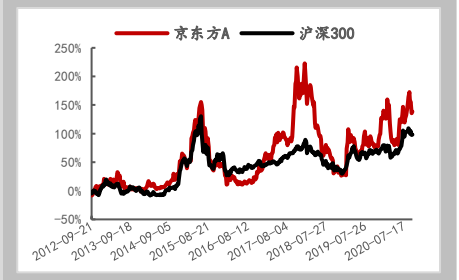
	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1160.60	1362.78	1606.24	1904.60
增长比率(%)	19.5%	17.4%	17.9%	18.6%
归母净利润(亿元)	19.19	41.25	96.67	158.58
增长比率(%)	-44.1%	115.0%	134.3%	64.0%
每股收益(元)	0.06	0.12	0.28	0.46
市盈率(倍)	88.3	43.54	18.58	11.33

资料来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	电子
公司网址	http://www.boe.com
大股东/持股	北京国有资本经营管理中心 /11.68%
实际控制人/持股	北京电子控股有限责任公司
总股本（百万股）	34798
流通A股（百万股）	33859
收盘价（元）	4.91
总市值（亿元）	1708.60
流通A股市值（亿元）	1662.46

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020年10月12日

分析师： 夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理： 贺潇翔宇

电话：02085806067

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、BOE：全球领先的显示面板供应商 4
1.1 深耕端口器件业务，积极拓展业务新领域 4
1.2 TFT-LCD 产业全球领先，LCD 出货量居全球第一 6
1.3 拟收购中电熊猫，丰富产业布局，巩固竞争优势 7
2、显示行业：供需格局改善，迈入行业收获期 8
2.1 疫情催生 LCD 需求逆势增长，韩厂加速退出带动竞争格局改善 10
2.2 大尺寸高清化成为趋势，DOT 时代到来为 LCD 持续赋能 13
2.3 性能更优，时代趋势明显，OLED 放量在即 16
3、公司与行业：龙头优势凸显，公司业绩释放可期 19
3.1 面板价格上行，助推公司业绩快速增长 19
3.2 OLED 进入爆发阶段，公司卡位优势明显 21
3.3 抓住时代机遇，积极推进物联网转型 22
4、关键假设和盈利预测 24
5、风险提示 26

图表 1：京东方主营业务收入（百万元） 4
图表 2：京东方主营业务收入占比 4
图表 3：京东方业务布局 5
图表 4：京东方移动健康业务布局 5
图表 5：京东方营业总收入及增速 6
图表 6：京东方归母净利润及增速 6
图表 7：京东方产能情况 6
图表 8：京东方面板市场份额 7
图表 9：平板显示技术 8
图表 10：主流显示技术市场占比 8
图表 11：显示面板产业链 9
图表 12：各世代线的玻璃基板尺寸数据及最佳面板切割尺寸 9
图表 13：平板电脑面板出货量及增速 10
图表 14：笔记本电脑面板出货量及增速 10
图表 15：液晶电视面板出货量及增速 11
图表 16：显示器面板出货量及增速 11
图表 17：韩厂退出产能具体情况 11
图表 18：2019-2021 年我国新增高世代 LCD 面板生产线情况 12
图表 19：2018-2025 年 LCD 市场格局情况与预测 12
图表 20：2019 年大尺寸面板出货量结构(按面积) 13
图表 21：2019 年电视面板出货量结构(按面积) 13
图表 22：2019 年笔记本电脑面板出货量结构 13
图表 23：2019 年显示器面板出货量结构 13
图表 24：2014-2020 年全球 TV 面板出货尺寸 14
图表 25：2018-2020 年全球市场 TV 主要尺寸市占率 14
图表 26：4K 电视渗透率已达高位 14
图表 27：2018.Q1 至 2020.Q2 全球显示器尺寸结构趋势 15
图表 28：2018-2020 全球显示器面板高分辨率渗透率走势 15
图表 29：OLED 和 TFT-LCD 性能比较 16

万联证券

图表 30：OLED 和 LCD 技术原理比较 17
图表 31：全球 OLED 面板市场规模 17
图表 32：智能手机占据 OLED 大部分应用市场 17
图表 33：2015-2021 年中国面板主要厂商 OLED 生产线布局 18
图表 34：2018-2025 年 OLED 市场格局情况与预测 18
图表 35：主要尺寸面板价格变化 19
图表 36：2019 年大尺寸液晶面板出货面积 20
图表 37：2019 年大尺寸液晶电视面板出货面积 20
图表 38：京东方毛利率与面板价格变化趋同 21
图表 39：京东方净利润与面板价格变化趋同 21
图表 40：2016-2022 年 OLED 智能手机面板出货占比 21
图表 41：京东方 OLED 产线情况 22
图表 42：中国历年物联网产业支持政策 22
图表 43：全球物联网连接数预测 23
图表 44：全球物联网行业规模预测 23
图表 45：京东方顺应物联战略的业务规划 24
图表 46：主营业务预测（亿元） 25

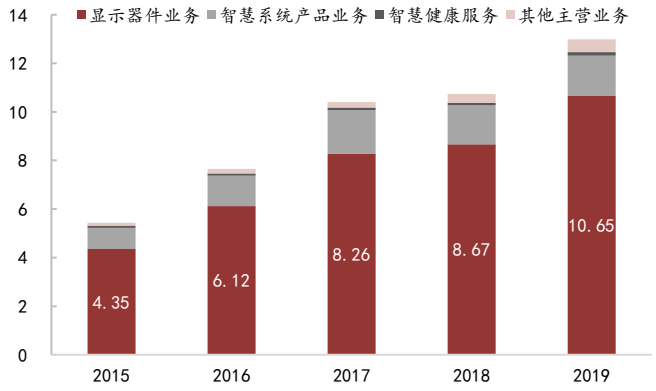
万联证券

1、BOE：全球领先的显示面板供应商

1.1 深耕端口器件业务，积极拓展业务新领域

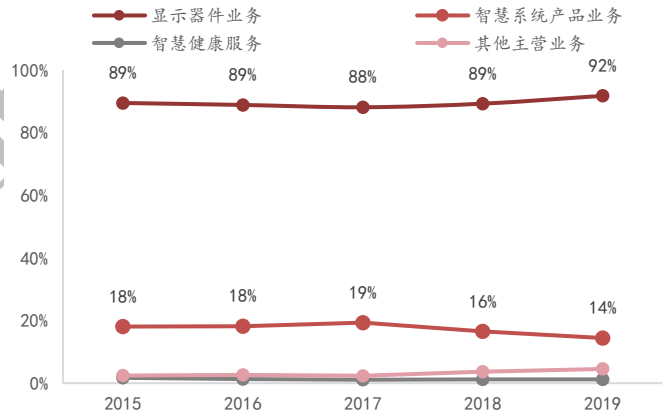
主营三大业务板块，深耕端口器件业务，京东方科技集团股份有限公司（BOE）创立于 1993 年，2001 年公司在深交所上市。主营业务为生产、销售 TFT-LCD、AMOLED 显示面板及模组(LCM)，同时也积极发展移动健康、数字医院、再生医学，整合健康园区资源等业务。2019 年，京东方继续坚持物联网转型战略，不断强化转型发展能力建设，挖掘物联网应用场景需求，打造专业细分市场竞争优势，持续强化营销、技术和系统能力，深入推进端口器件（D/Display）、智慧物联（S/System）、智慧医工（H/Healthcare）三大事业板块快速发展，其中端口器件业务营业收入占比约 90%左右。

图表 1：京东方主营业务收入（百万元）



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表 2：京东方主营业务收入占比

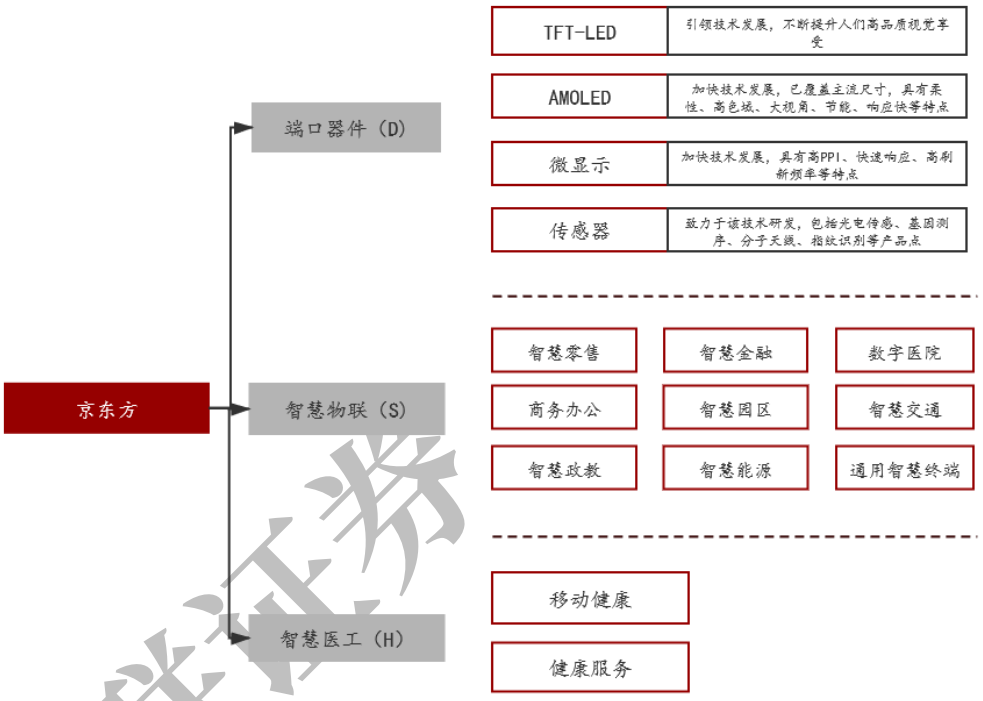


资料来源：WIND，万联证券研究所

DSH 战略引导公司转型升级。2014 年京东方由单一显示器件业务向显示器件、智慧系统和健康服务三大板块转型，即“DSH”战略。物联网的出现拓宽了产品应用模式，也促使公司由传统业务模式向智慧端口转变。京东方顺应时代趋势，不断完善和发展 DSH 战略，积极推动公司的转型升级。2016 年 7 月，京东方正式升级企业定位，即由半导体显示技术、产品和服务提供商加速转型为物联网技术、产品和服务提供商。2018 年公司全力推动 DSH 事业创新转型，实现物联时代事业升级。

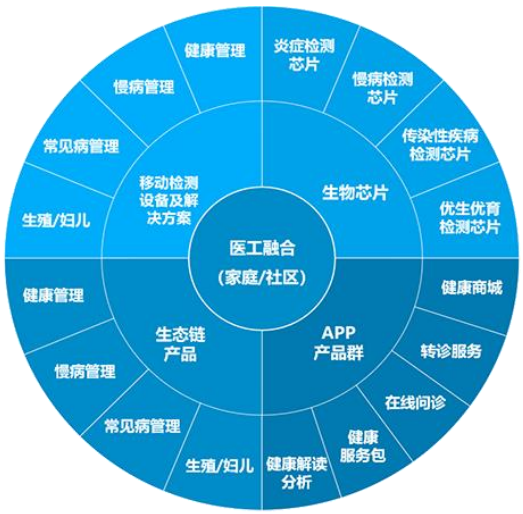
具体来看，2019 年，在端口器件业务方面，公司聚焦加快 LCD 传统应用结构优化及创新转型，推动 OLED 业务能力突破，增加客户粘性，实现超大尺寸销量突破；在智慧物联方面，公司将加快创新转型，加强精益管理，服务细分应用场景解决方案需求，为生态合作伙伴提供 ICT 终端产品和服务;在智慧医工方面，公司将深耕生物芯片、物联网、大数据、人工智能等技术的开发与应用，推动示范性项目落地与成功模式的快速复制。

图表 3：京东方业务布局



资料来源：BOE官网，万联证券研究所

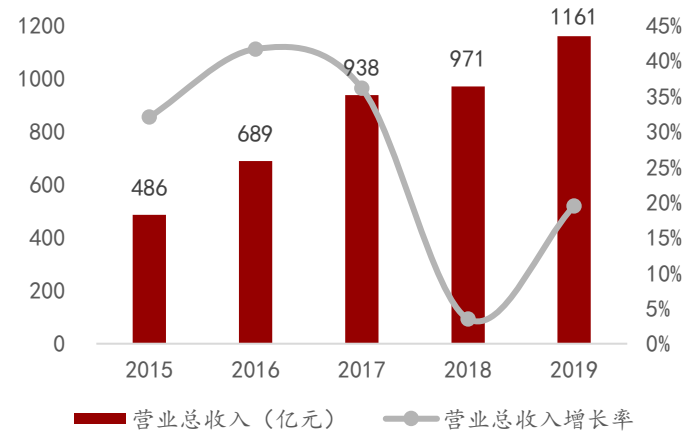
图表 4：京东方移动健康业务布局



资料来源：BOE官网，万联证券研究所

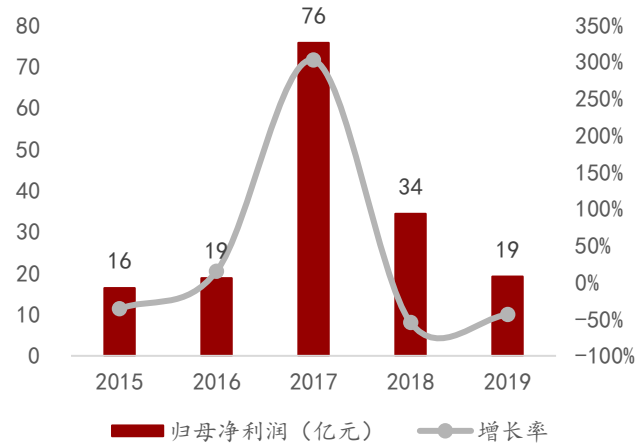
公司业务增长迅速，显示龙头地位稳固。从营收情况来看，自 2015 年至 2019 年，公司总营收规模保持持续高速增长，2019 年全年公司营收达 1160.60 亿元，近 10 年复合增速达 213.91%。2017 年受 LCD 市场价格利好因素影响，公司全年实现归母净利润 75.68 亿元；2019 年，半导体显示行业处于产业发展史下行时间最长、下探幅度最深的低谷期，供过于求情况加剧，行业竞争日趋激烈，公司归母净利润稳定在 19.19 亿元，与 2015、2016 年持平，显示出公司在行业震荡下强劲的盈利能力。随着公司产线结构的日益优化，以及市场份额的持续提升，对于市场供需及价格的影响能力也逐步增强，公司总体盈利有望持续稳定在较高水平。

图表 5：京东方营业总收入及增速



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表 6：京东方归母净利润及增速



资料来源：BOE官网，万联证券研究所

1.2 TFT-LCD产业全球领先，LCD出货量居全球第一

截至 2019 年 12 月，公司已满产运营产线达 9 条，量产产线 3 条，在建产线 1 条，拟建产线 1 条，共 14 条。其中，合肥、武汉 10.5 代 TFT-LCD 产线量产后可有效填补 65 寸和 75 寸超大尺寸的产能市场缺口；成都、绵阳、重庆 6 代 AMOLED 生产线主要定位于日益增长的智能车载、Tablet 等中小尺寸的高端显示产品市场，建成后能够提升公司在中小尺寸高端显示，特别是柔性 AMOLED 领域的市场占有率，并进一步提升公司的盈利能力。

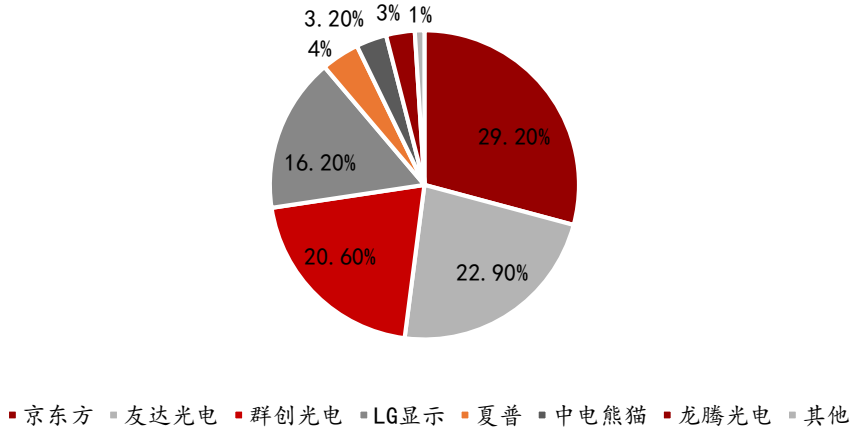
图表 7：京东方产能情况

所在地区	代线	产品	投资金额（亿元）	产能/K	产能情况
成都	6	AMOLED 柔	465	48	量产
绵阳	6	AMOLED 柔	465	48	量产
武汉	10.5	a-Si LCD	460	120	量产
北京	5	a-Si LCD	110	60	满产
北京	8.5	a-Si LCD	280	90	满产
成都	4.5	a-Si LCD+LTPS LCD	34	45	满产
鄂尔多斯	5.5	LTPS LCD	220	60	满产
福州	8.5	a-Si LCD	300	150	满产
合肥	6	a-Si LCD	175	90	满产
合肥	8.5	Oxide LCD	220	60	满产
合肥	10.5	a-Si LCD	400	120	满产
重庆	8.5	a-Si LCD+IGZO LCD	328	90	满产
福州	6	AMOLED 柔	465	48	拟建
重庆	6	AMOLED 柔	465	48	在建

资料来源：TrendForce，万联证券研究所

LCD 出货量全球第一。2019 年京东方已经在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、液晶电视等五大传统产品领域市场份额占据第一。据 TrendForce 对 2020 上半年笔记本面板供应商国内市场份额的估计显示，京东方将拿下 29.2%的份额，保持第一。2-7 名分别是友达光电（22.9%）、群创光电（20.6%）、LG 显示（16.2%）、夏普（4%）、中电熊猫（3.2%）和龙腾光电（3%）。前四大厂商的总份额接近 90%。

图表 8：京东方面板市场份额



资料来源：TrendForce，万联证券研究所

TFT-LCD 技术走在世界前列。京东方位于合肥的 10.5 代 TFT-LCD 生产线于 2015 年 12 月 2 日动工，于 2017 年 12 月 20 日提前实现投产，是全球第一条 10.5 代 TFT-LCD 生产线，标志着中国 TFT-LCD 产业已走在世界前列；2017 年 8 月京东方宣布在武汉建设第二条 10.5 代 TFT-LCD 生产线，现合肥生产线已经满产，武汉生产线已经实现量产。在专利方面，截至 2019 年，京东方累计自主专利申请超 5.5 万件，累计授权专利超 2.7 万件。美国专利服务机构 IFI Claims 发布的 2019 年度美国专利授权量 TOP 50 榜单中，公司由 2018 年第 17 位跃升至 2019 年第 13 位，专利授权量达 2177 件，同比增长 33%，连续 4 年在该榜单中实现排名与美国专利授权量双增长。

1.3 拟收购中电熊猫，丰富产业布局，巩固竞争优势

2020 年 9 月 23 日公司发布公告，拟以不低于挂牌价收购中电熊猫南京 G8.5 公司 80.831%股权，公开挂牌转让价为 55.9 亿元；以不低于评估价收购中电熊猫成都 G8.6 公司 51%的股权，对应评估值为 65.26 亿元，合计收购价至少为 121.16 亿元。拟收购产线基本情况：（1）南京 G8.5 生产线：总投资额 291.5 亿元，产能 60K/月玻璃基板，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。**（2）成都 G8.6 生产线：总投资额 280 亿元，设计产能 120K/月玻璃基板，于 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。**

中电熊猫两条面板产线资产优质，重塑面板产业竞争格局。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 50%左右。据群智咨询（Sigmaintell）预测，收购案落地后，对 TV 和 IT 面板市场的竞争格局将产

生重大影响。**在 IT 市场，基于中电熊猫 IPS+Oxide 游戏本产品线，京东方收购后将提升其在该细分市场的差异化竞争力。在 TV 市场，京东方目前已成为全球 TV 市场第一大供应商，收购后其规模和竞争优势更为凸显。此外，自收购 Hydis 的团队和技术后，京东方持续扩展其 IPS 产能和技术实力，在 VA 技术鲜有布局。而中电熊猫的 TV 产能全数为 VA 产能。京东方收购后可与现有技术形成互补效应，强化公司在 IPS 市场的地位，缓解 VA 曲面短期供应紧张。**此次收购中电熊猫产线将进一步优化液晶面板行业竞争格局，公司在液晶面板行业的龙头地位进一步确立。

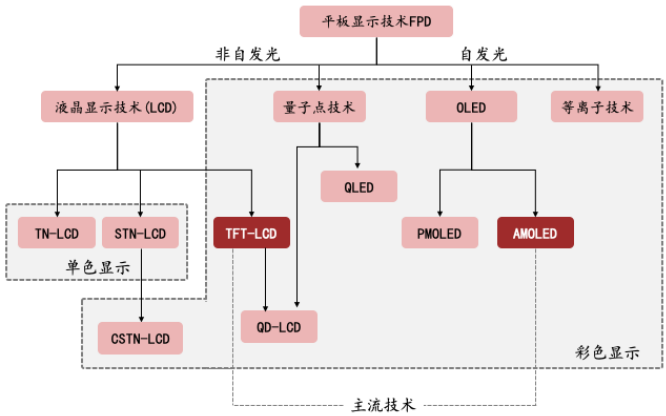
标的亏损，上述收购仍具有不确定性。京东方拟收购的中电熊猫旗下两家项目公司均系另一家上市公司——*ST 东科持股的公司。*ST 东科持有南京平板显示 57.65%的股权，持有成都显示 11.43%股份。从财务表现来看，两家公司目前仍处于亏损状态。据披露，2018-2020 年上半年，南京平板显示净利润-149.98 亿元、-95 亿元、-9.97 亿元；成都显示净利润 3341.44 万元、-9.65 亿元、-12.91 亿元，两家公司两年半来累计亏损超过 277 亿元。**此外，京东方还提示称，由于南京平板显示尚未确定最终受让方，交易双方尚未签署最终交易协议，成都显示交易双方尚未签署股权转让协议，上述收购还仍具有不确定性。**

2、显示行业：供需格局改善，迈入行业收获期

现代显示技术主要分为阴极射线管（CRT）和平板显示技术（FPD），随着材料技术的发展，CRT 显示不断减少，当前平板显示技术已取代 CRT 成为全球主流的显示技术。**根据技术特点划分，平板显示技术（FPD）主要包括液晶显示（LCD）、等离子体显示（PDP）、有机发光二极管显示（OLED）等显示技术。**目前 LCD 市场占比约为 65%；OLED 市场占比约为 28%，激光显示约为 6%，其他显示技术则基本处于前期发展阶段。

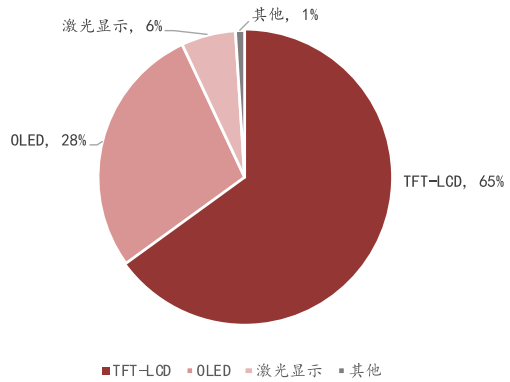
LCD 是目前平板显示技术中发展最成熟、应用最广泛的显示技术，主要应用于电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、智能手机等领域。目前市场上所谓的 LCD 主要指的是主动矩阵式的薄膜晶体管液晶显示器(TFT-LCD)，包括了薄膜晶体管(TFT)和液晶显示(LCD)两项技术，即由薄膜晶体管控制的液晶显示。

图表 9：平板显示技术



资料来源：通联数据，万联证券研究所

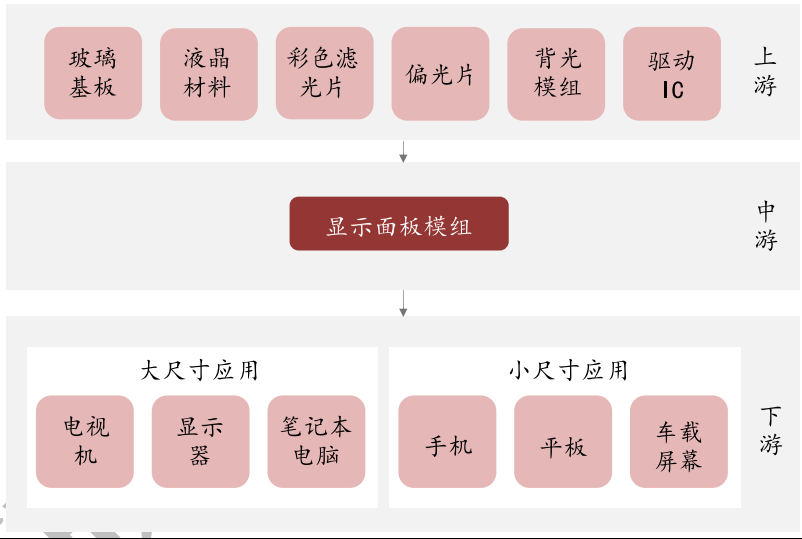
图表 10：主流显示技术市场占比



资料来源：通联数据，万联证券研究所

从产业链看，显示面板的上游主要包括玻璃基板、液晶材料、偏光片、滤光片、背光模组以及驱动 IC 等材料，下游应用主要包括手机、平板、显示器、笔记本电脑和电视机五大类，电视是显示面板最主要的应用方向，2019 年出货面积占比在 70%以上。近年来车载显示屏、商用显示器成为增速较快的细分方向。

图表 11：显示面板产业链



资料来源：公开资料，万联证券研究所

按照所使用的玻璃基板尺寸大小，TFT-LCD 生产线可划分为不同的世代数。面板厂商选择建设的生产线的世代数主要根据面板终端应用产品决定，应用产品尺寸越大，达到经济切割所需要的生产线世代数越高。随着各应用领域尤其是液晶电视对大尺寸屏幕的需求持续增加，生产线世代数也相应提高。

图表 12：各世代线的玻璃基板尺寸数据及最佳面板切割尺寸

世代线	长/mm	宽/mm	长/英寸	宽/英寸	对角线/英寸	最佳面板切割尺寸及片数
1	400	320	15.7	12.6	20.2	/
2	470	370	18.5	14.6	23.5	/
3	650	550	25.6	21.7	33.5	15 英寸 14 片
4	880	680	34.6	26.8	43.8	15 英寸/6 片
4.5	920	730	36.2	28.7	46.2	15 英寸/8 片
5	1300	1100	51.2	43.3	67	27 英寸/6 片
5.5	1500	1300	59.1	51.2	78.1	27 英寸/8 片
6	1850	1500	72.8	59.1	93.8	32 英寸/8 片或 37 英寸 16 片
7	2250	1950	88.6	76.8	117.2	42 英寸/8 片或 46 英寸/6 片
8	2460	2160	96.9	85	128.9	46 英寸/8 片或 52 英寸/6 片
8.5	2500	2200	98.4	86.6	131.1	55 英寸/6 片
10	3100	2880	122	113.4	166.6	65 英寸/6 片或 60 英寸/8 片
10.5	3370	2940	132.7	115.7	176.1	65 英寸/8 片
11	3320	3000	130.7	118.1	176.2	70 英寸/8 片

资料来源：群智咨询，万联证券研究所

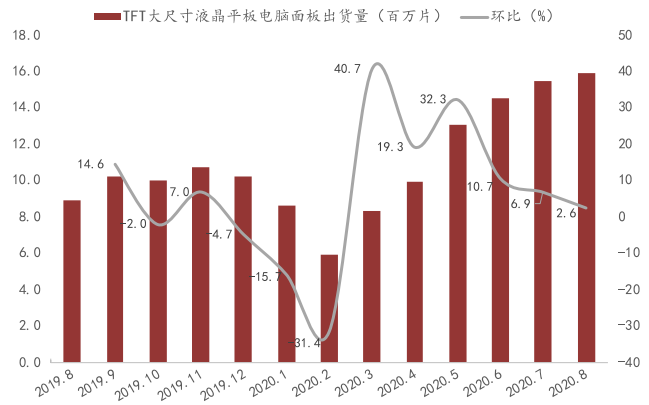
2.1 疫情催生LCD需求逆势增长，韩厂加速退出带动竞争格局改善

在年初新冠肺炎疫情影响下，IT 产品市场面临供给需求双重冲击，平板电脑、笔记本电脑、电视和显示器面板出货量在一二月急速下滑。**随着居家防疫成为新常态场景，居家办公/远程教学/在线娱乐为主的新刚性需求带动显示器、笔记本电脑、平板电脑以及电视需求逆势增长**，加上三月疫情得到有效控制，显示器代工厂及面板厂商基本恢复生产及上游材料工厂开始大面积复工，面板出货量在三月触底反弹并保持持续增长态势。

根据通联数据显示，2020 年第二季度大尺寸液晶面板出货量为 2.19 亿片，环比增长 26%，平板电脑、笔记本电脑和显示器面板引领了出货量增长。2020 年第二季度，平板电脑面板出货量环比增长 64%，笔记本电脑面板环比增长 46%，显示器面板环比增长 31%。2020 年第二季大尺寸液晶面板出货面积环比增加 9%，其中平板电脑增加 58%，笔记本电脑增加 45%，显示器面板增加 34%。

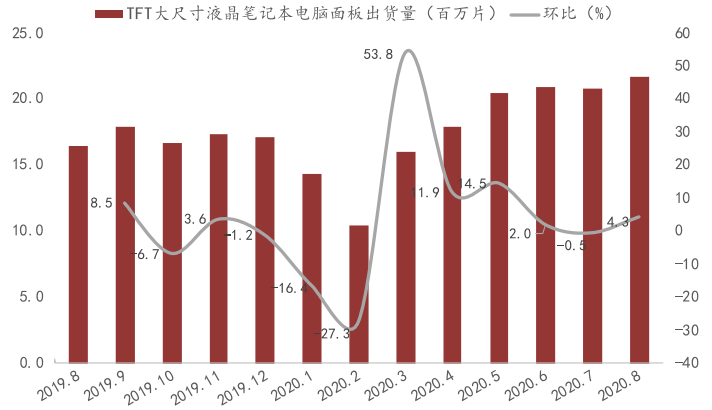
值得注意的是液晶电视面板，虽然二季度出货量环比仅增加 1%，但出货面积环比增加 3%，其中，55 英寸及以上的液晶电视面板出货量环比增加 6%，55 英寸以下持平。即在新冠疫情大流行的情况下，液晶电视面板大尺寸化趋势仍在继续。四月液晶电视面板需求减少，但面板厂积极降低液晶电视面板价格。同时，面板厂将更多的液晶电视面板产能分配给 IT 面板，以管理液晶电视面板的生产，电视面板出货量在五月重回增长态势。

图表 13：平板电脑面板出货量及增速



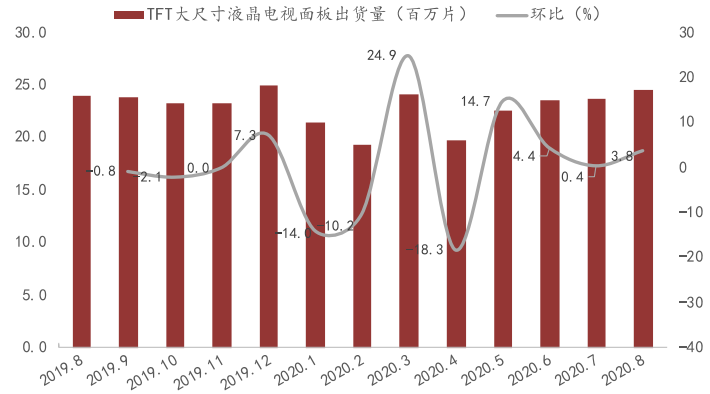
资料来源：通联数据，万联证券研究所

图表 14：笔记本电脑面板出货量及增速



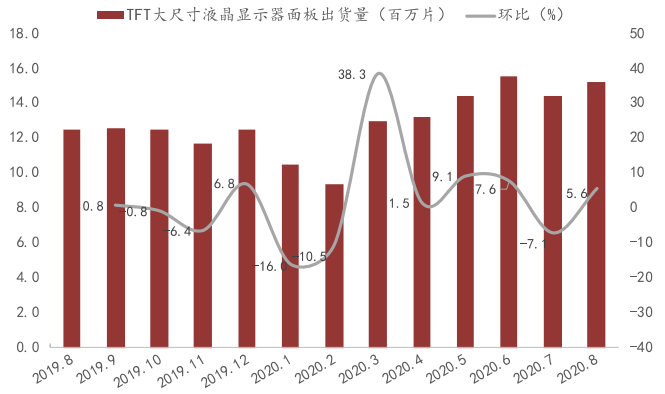
资料来源：通联数据，万联证券研究所

图表 15：液晶电视面板出货量及增速



资料来源：通联数据，万联证券研究所

图表 16：显示器面板出货量及增速



资料来源：通联数据，万联证券研究所

LCD 行业格局重构，大陆面板厂商占据主导地位。2009 年之前，大陆面板产业处于初步发展阶段，全球面板产能主要集中于日韩、中国台湾企业。2008 年金融危机后，行业景气度放缓，海外竞争者投资力度放缓，大陆厂商紧抓机遇逆周期投资，产业链加速向大陆转移，而韩国面板产业因受到中国面板产业快速崛起的影响而出现了利润下降等问题，近年来相继减产，2017 年至今，LCD 产业转向中国大陆主导阶段。

韩厂加速退出 LCD 产业。2020 年 4 月，三星显示集团公开表示将于 2020 年底完全停止 LCD 面板生产，目前其 LCD 产线包括韩国牙山的 L7-2 和 L8 产线，以及位于中国苏州的 8.5 代线，在全面退出 LCD 业务后，三星将全面转向 QD-OLED 和 OLED 显示面板。除三星外，2020 年 1 月 LG Display 宣布将于 2020 年底关停韩国 LCD TV 面板的生产线，仅保留位于中国广州的 8.5 代线。

图表 17：韩厂退出产能具体情况

厂商	产线	世代	19Q4 投片产能（千片/月）	19Q5 面积产能（千平方米/月）	占 G7 及以上 LCD 产线总产能面积比例	退出计划
三星	L8	8.5	238	1309	6.66%	2021 年初产能将全部退出
	L7-2	7	165	679	3.45%	
LG	P7	7	220	965	4.91%	2020 年产能逐渐减少，至 2021 年产能将全部退出
	P8	8.5	170	935	4.76%	

资料来源：Omdia，万联证券研究所

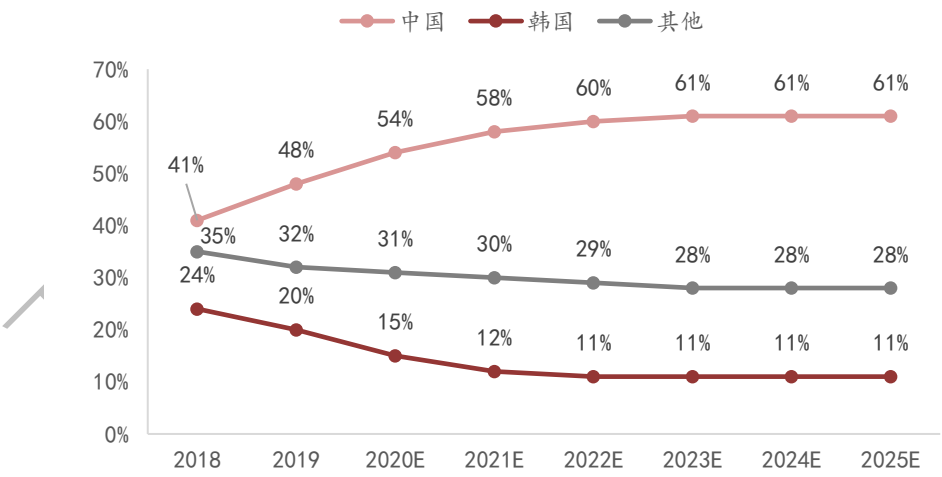
产能加速集中，竞争格局不断优化。近年来我国面板厂商继续加快高世代 LCD 面板生产线的建设与投产，2019-2021 年将有多条产线陆续投产，合计产能超过 6000 万平方米。据 IHS 统计，2018 年中国大陆超越韩国，LCD 面板产能居世界第一，相信未来，中国将会进一步瓜分全球 LCD 市场，根据前瞻产业研究院数据，预计到 2025 年中国将占到全球 61%的市场份额。

图表 18：2019-2021 年我国新增高世代 LCD 面板生产线情况

厂商	世代	投产时间	产能（万片/月）	产能面积（万平方米）
京东方	10.5	2019Q4	12	1426.72
华星光电	11	2019Q1	9	1075.68
华星光电	11	2021Q1	9	1075.68
惠科	8.6	2019Q1	15	990
惠科	8.6	2019H2	6	396
惠科	8.6	2019H2	12	792
富士康	10.5	2020H2	9	1070.04
合计			72	6826.12

资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 19：2018-2025 年 LCD 市场格局情况与预测

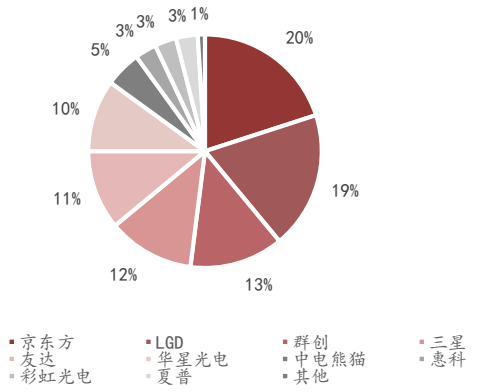


资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

2019 年，中国大陆厂商的全球市占率达到 42.3%，成为全球最大的面板制造基地。根据 IHS 的数据，以 LCD 面板出货面积为统计口径，京东方 2019 年共计出货大尺寸液晶面板 4086 万平米，同比增长 20%，首次超过 LGD 成为全球出货面积最大的大尺寸液晶面板供应商；华星光电的出货面积也从 2018 年的 1770 万平米增加到 2019 年的 2150 万平米，同比增长 21.4%。其他陆厂如中电熊猫，惠科和彩虹光电的出货增长率也获得了很大增长。

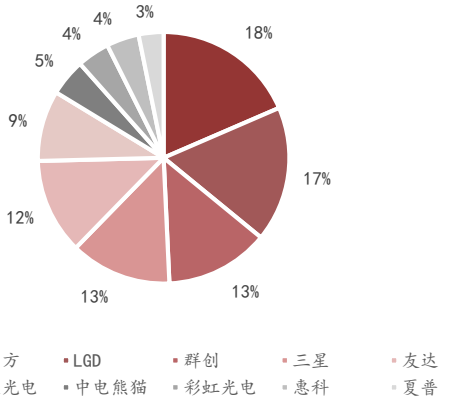
京东方领跑全球大尺寸 LCD 行业。分应用来看，2019 年全球液晶电视面板的出货量为 2.83 亿片，同比下降 0.2%，出货面积为 1.6 亿平方米，同比增长 6.3%；京东方出货面积首次超过 LGD 夺魁，实现出货量和出货面积双第一。2019 年全球笔记本面板出货量为 1.88 亿片，同比增长 2.0%。京东方出货量 5510 万片，同比基本持平，排名第一；友达光电出货量 4270 万片，同比下降 2%，排名第二。2019 年显示器面板出货量 1.4 亿片，同比下降 5.2%，出货面积同比基本持平。从出货量来看，京东方位列第 1，LGD 紧随其后。

图表 20:2019 年大尺寸面板出货量结构(按面积)



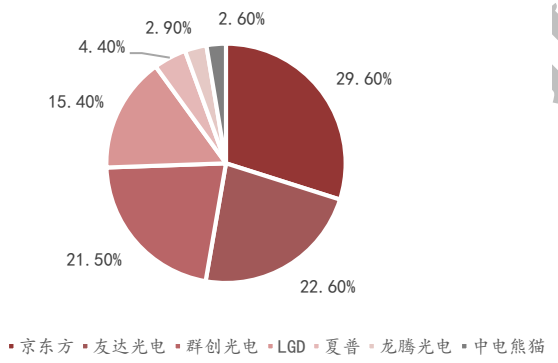
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 21:2019 年电视面板出货量结构(按面积)



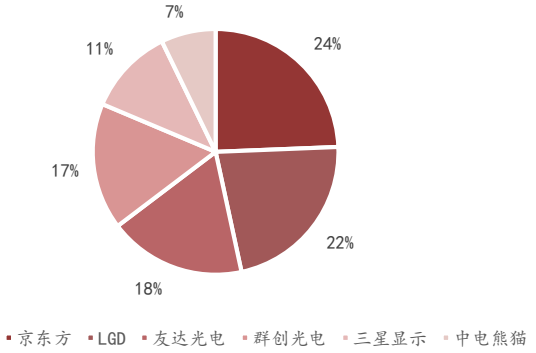
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 22：2019 年笔记本电脑面板出货量结构



资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表 23：2019 年显示器面板出货量结构



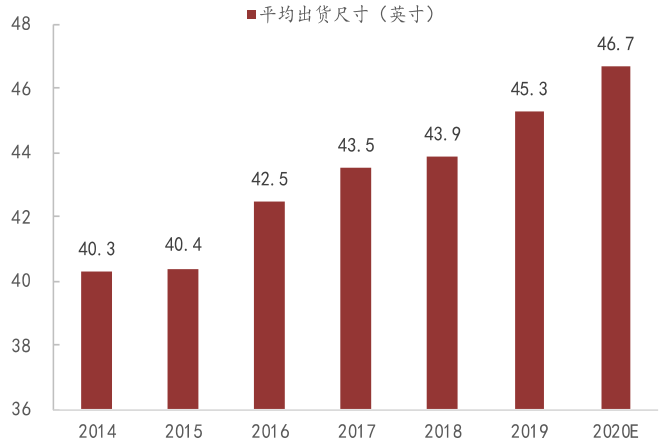
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

随着韩国面板厂陆续关停 LCD 产线，且大陆不再规划建设新的高世代线，现存产能也在加速整合，整个 LCD 行业的集中度将会越来越高，行业的竞争格局将越来越清晰，且市场份额不断向中国大陆厂商集中。群智咨询数据显示，2020 年上半年中国大陆面板厂商在全球电视面板市场份额达到 55.5%，较去年同期提高了 9 个百分点。

2.2 大尺寸高清化成为趋势，DOT时代到来为LCD持续赋能

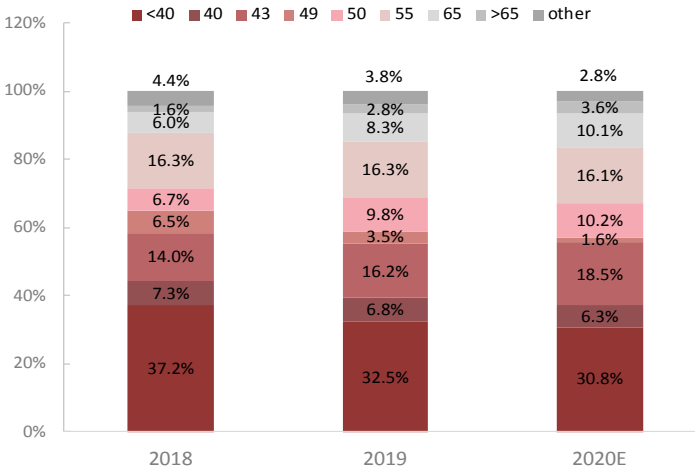
TV 消费升级带动面板的大尺寸化。随着电视应用逐渐多元化，消费者对于电影、游戏等显示效果的追求增强，电视的平均尺寸在不断上涨，近 5 年来，TV 面板的尺寸平均每年增长 1 寸。据群智咨询统计，2014 年电视面板平均尺寸约为 40.3 英寸；2019 年电视面板平均尺寸约为 45.3 英寸，预计在 2020 年电视面板的平均尺寸将达到 46.7 英寸；2019 年 65 寸电视市占率为 8.3%，同比提升 2.3%，65 寸以上电视市占率 2.8%，同比提升 1.2%；预计 2020 年 65 寸电视占比同比增长 1.8%。

图表 24：2014-2020 年全球 TV 面板出货尺寸



资料来源：群智咨询，万联证券研究所

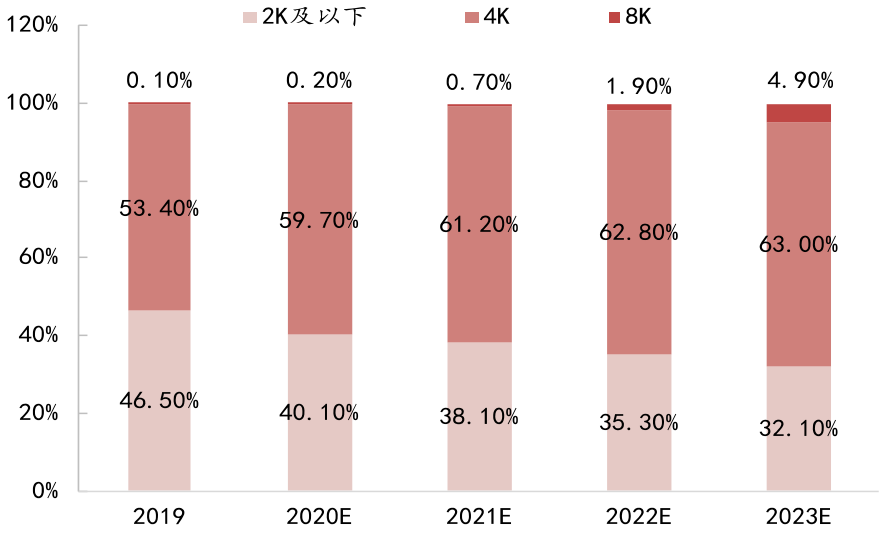
图表 25：2018-2020 年全球市场 TV 主要尺寸市占率



资料来源：公开资料，万联证券研究所

高清化是面板未来的发展趋势。提升分辨率将大幅提升面板显示的画质情况，满足消费者对显示效果的需求。4K 技术由 2013 年推出到 2019 年普及经历了 7 年的时间。根据 WitsView 统计，2019 年 4K 电视渗透率约为 53.4%，预计到 2022 年将达到 62.8%。按照 8K 产业链的发展情况，群智咨询预计到 2022 年全球 8K 面板出货量将超过 700 万片，渗透率将提升至 2%左右。分辨率的提升有望带动面板价格的上涨，提升面板厂商的盈利能力；同时，8K 电视的平均尺寸将高于 4K 电视，8K 电视渗透率的提升也将拉动面板大尺寸化渗透率的提升，面板厂商有望在大尺寸化、高清化发展中充分受益。

图表 26：4K 电视渗透率已达高位

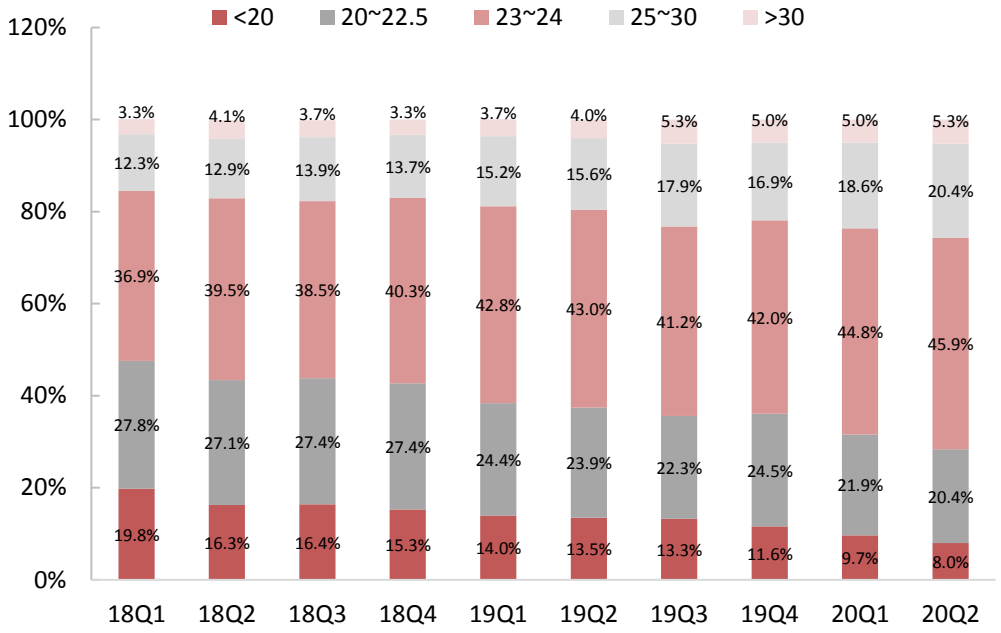


资料来源：WitsView，万联证券研究所

疫情加剧了显示器大尺寸化的脚步。在居家办公、学习和娱乐需求下，显示器消费需求被激发；与此同时显示器商用市场下滑，政府及大型企业采购能力减弱，21.5 英寸及以下小尺寸受影响严重；同时 23.8 英寸及以上大尺寸较 21.5 英寸等小尺寸获利性更好，也是品牌及上下游产业链策略性布局的市场。23.8 英寸作为

消费市场的入门级尺寸，上半年市占率达 32%；27 英寸在消费市场需求持续强劲，上半年同比增加 39%；疫情对网咖市场负面影响较大，31.5 英寸受影响增速放缓。

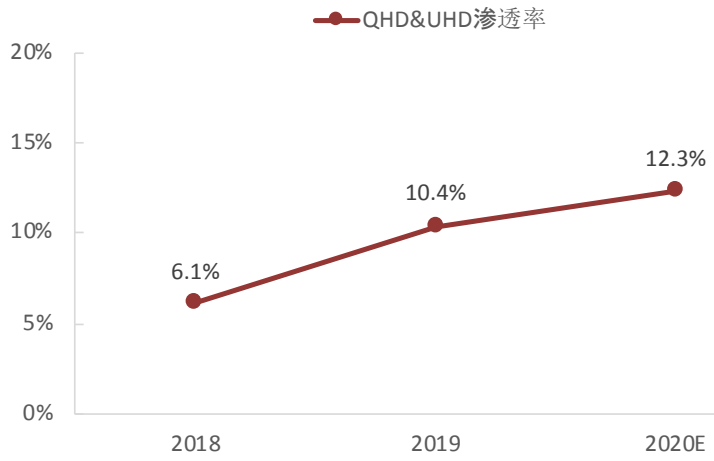
图表 27：2018.Q1 至 2020.Q2 全球显示器尺寸结构趋势



资料来源：群智咨询，万联证券研究所

随着高端显示器定位的一系列规格升级，分辨率首当其冲。分辨率是面板显示的基础，在显示器上发展却是相对缓慢的，这与台式机一直的“低端”定位形象有关，但随着显示器应用场景的多元化需求，游戏设计、视频制作、图像处理等专业细分领域增长使用应用情景也在增加，高端显示器需求增长明显，根据群智咨询数据，2019 年 QHD 及 UHD 渗透率达到 10.4%，预计 2020 年将持续增长至 12.3%。

图表 28：2018-2020 全球显示器面板高分辨率渗透率走势



资料来源：群智咨询，万联证券研究所

面板的大尺寸化趋势以及显示性能的提升将持续带来增量需求。我国是全球最大的消费电子产品生产国、消费国和出口国，广大的终端应用市场是我国面板行业发展最大的推动力量。随着 5G 时代的降临，手机也将迎来视频 4K 以及 8K 的高清化画面的需求，同时物联网的发展将进一步带动其它细分市场对大尺寸、高清化显示器件的需求，包括智慧车联、智慧零售、智慧医疗、智能家居、智慧交通、智慧教育、智慧城市等领域此外智慧驾驶、智能家居、移动穿戴、远程医疗等领域。

2.3 性能更优，时代趋势明显，OLED放量在即

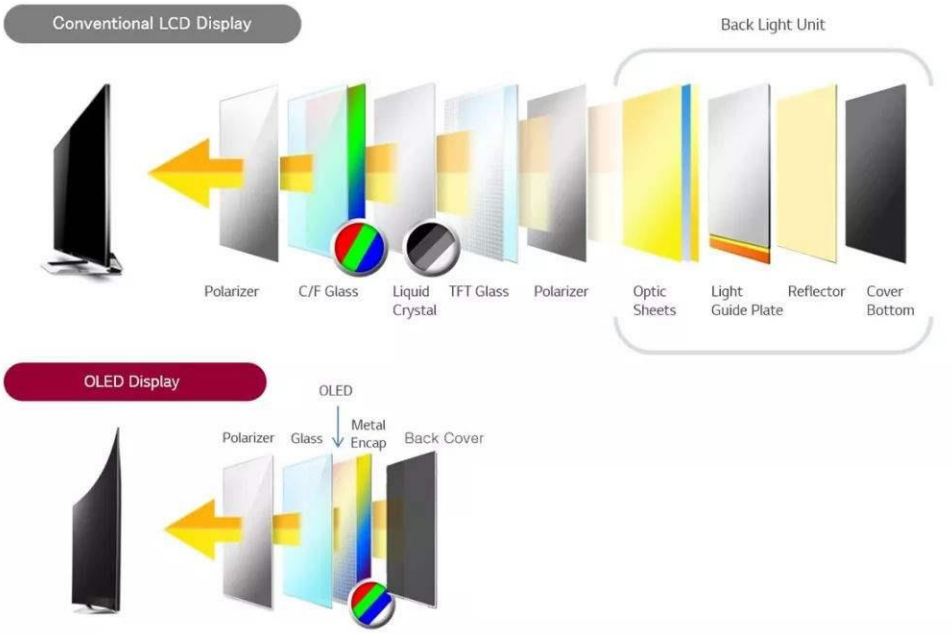
相比于 LCD，OLED 显示基于自发光原理，具有更快的响应速度、更广的视角、更高的色彩饱和度和更宽的工作温度。此外，由于 OLED 构造相对简单，在重量、厚度上与 TFT-LCD 相比更轻薄，还可以实现柔性显示和透明显示。OLED 按驱动技术分为被动式(Passive Matrix，PMOLED;又称无源驱动 OLED)与主动式(Active Matrix，AMOLED;又称有源驱动 OLED)，目前 AMOLED 和 TFT-LCD 是现今平板显示技术的主流技术。

图表 29：OLED 和 TFT-LCD 性能比较

	OLED	TFT-LCD
发光方式	固态自发光	被动发光（需背光）
面板厚度	较薄，<1.5mm	较厚，2.0mm
柔性显示	可能	不可能
透明显示	可能，更易实现	可能
响应速度	$20\mu s$	1ms
视角	180	170
色彩饱和度	1.1	60%～90%
工作温度	−40℃～85℃	−20℃～70℃
对比度	200 万：1	1500：1
亮度级别	较弱	较强
耐撞击	承受能力强	承受能力差
寿命	较短	较长
成本	较高	较低

资料来源：群智咨询，万联证券研究所

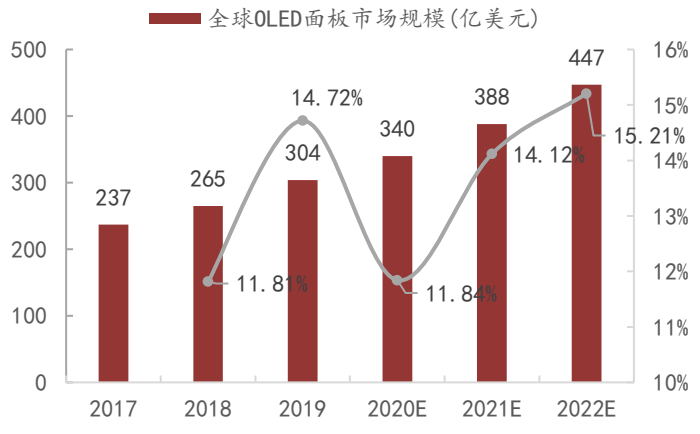
图表 30：OLED 和 LCD 技术原理比较



资料来源：公开资料，万联证券研究所

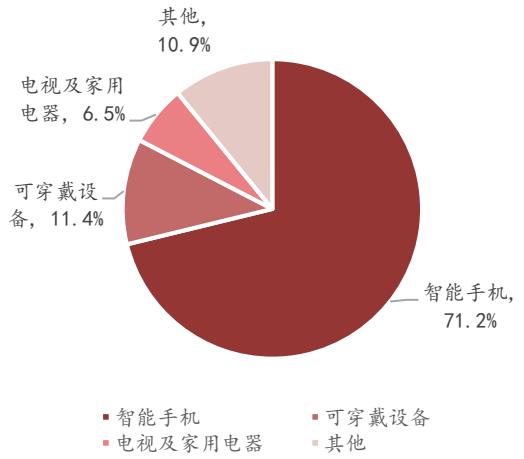
近年来，OLED 显示在全屏手机、可折叠笔记本电脑、曲面显示、可穿戴设备、高端车载等新兴领域发展迅速。根据 *IDTechEx* 数据，2019 年全球 OLED 市场产值达到 304 亿美元，同比增长 14.72%；智能手机仍然是 OLED 最主要应用，占比达到 70%以上；其他应用主要包括可穿戴设备(占比超过 11%)、电视及家用电器(占比达 6.5%)。预计到 2022 年，全球 OLED 的市场产值将达到 447 亿美元。

图表 31：全球 OLED 面板市场规模



资料来源：通联数据，万联证券研究所

图表 32：智能手机占据 OLED 大部分应用市场



资料来源：通联数据，万联证券研究所

在 OLED 市场方面，目前是韩国占据主导地位，但是以京东方为首的国内面板龙头厂商近年来不断提高 OLED 技术，同时加快布局 OLED 生产线。目前国内主要厂商 OLED 面板生产线总投资超过 6000 亿元，生产线布局超过 20 条。预计未来 3-5 年，国内 OLED 面板产能将会得到快速的释放。据 DSCC 预测，到 2025 年，中国

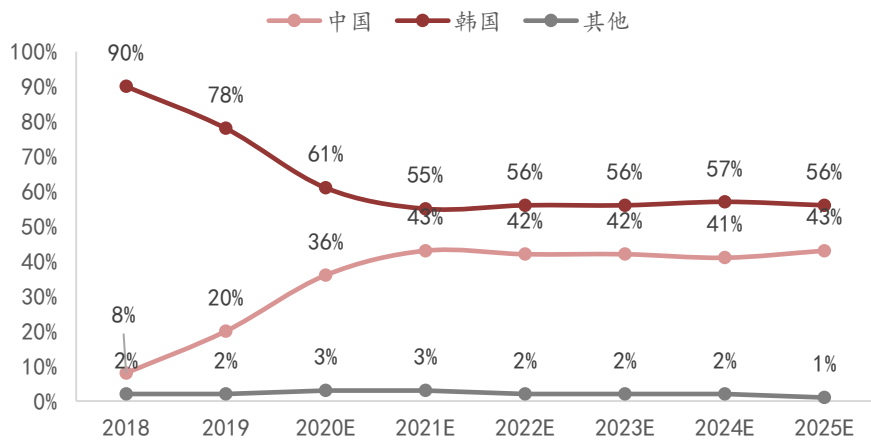
OLED 面板市场份额将会快速增长至 43%，未来全球 OLED 面板市场将会由韩国主导的格局变成中韩两国争霸的格局。

图表 33：2015-2021 年中国面板主要厂商 OLED 生产线布局

厂商	世代	投资额(亿元)	产能(万片/月)	量产时间
京东方	5.5	20	0.4	2019
	6	465	4.8	2017
	6	465	4.8	2020
	6	465	4.8	2019
	6	465	4.8	2021
国显光电&维信诺	5.5	60	0.4	2015
	6	262	3	2018
	6	300	3	2018
	6	440	3	2021
	6	112	/	/
华星光电	6	350	4.5	2019
	11	463	9	2018
	11	427	9	2021
天马	5.5	15.5	0.4	2016
	6	265	3	2018
	6	480	4.8	/
和辉光电	6	272.78	3	2021
	4.5	/	2.1	2015
信利	4.5	63	/	2016
	6	362	1.5	2021
惠科	8.6	220	/	/
柔宇科技	6	110	/	2018

资料来源：群智咨询，万联证券研究所

图表 34：2018-2025 年 OLED 市场格局情况与预测



资料来源：群智咨询，万联证券研究所

万联证券

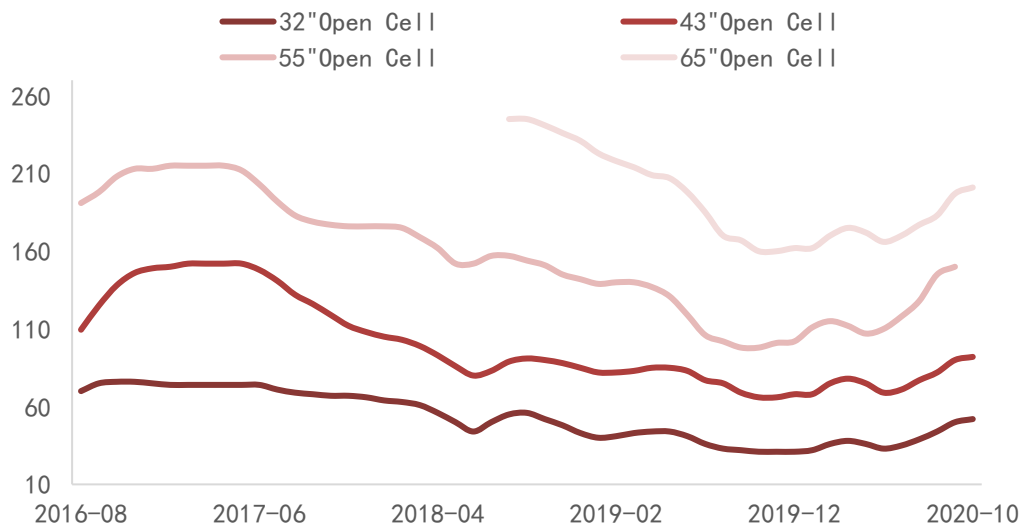
3、 公司与行业：龙头优势凸显，公司业绩释放可期

3.1 面板价格上行，助推公司业绩快速增长

大尺寸面板需求端主要以电视机的需求量为主，历年增长相对稳定，供给端产能的边际变化是周期性的根本来源。在 2016 年年底和 2017 年年中，三星关闭了两条五代线工厂，中大尺寸 LCD 电视面板价格自 2016 年下半年后开始上扬；进入 2017 年中，面板价格上升趋势减缓，随着京东方、华星光电高世代线的不断开出，面板价格开始持续下降；2019 年，伴随多条 10.5 代线产能陆续开出，面板行业竞争加剧，LCD 电视面板价格持续探底，至 2019 年 10 月，代表性的 32 寸面板价格一度跌至 31 美金，导致多数业内企业出现大幅亏损，主动调低产能利用率，此后面板价格止跌企稳。

受 2020 年初新冠疫情的影响，LCD 行业供给端受到冲击，导致 LCD TV 面板价格出现明显反弹，3 月 32 寸 LCD TV 面板价格升至 38 美金。但 3 月下旬后伴随疫情在全球范围内扩散，行业需求端备货信心受到影响，LCD TV 面板价格再次下跌，5 月 32 寸价格跌回至 32 美金。随后由于疫情下的宅经济带动电视、笔记本电脑等产品销量显著超出预期，叠加韩国厂商(三星、LG)宣布加速退出 LCD 行业，下游零售商呈现出明显的回补库存需求，因此 6 月开始面板价格再次反弹，并且持续加速上涨。**根据 WIND 数据，9 月下旬 32/43/50/55/65 寸 LCD TV 面板价格分别为 51/93/117/145/195 美金，单月涨幅分别达到 16%/13%/11%/13%/7%，**

图表 35：主要尺寸面板价格变化



资料来源：WIND，万联证券研究所

本轮涨价主要由下游需求持续回暖带来的客户补库存所拉动，面板价格依旧由供需来决定。短期来看，韩国产能加速退出以及国内产能爬坡还需时日，且面板厂产能持续向获利性更好的应用转移，电视面板整体供应产能增长或将有限；需求端：受海外“黑五”及“圣诞节”备货旺季需求拉动，全球液晶 TV 面板需求维持强劲。因此，第三季度全球液晶 TV 面板市场呈现明显的供应短缺，随着海外旺季

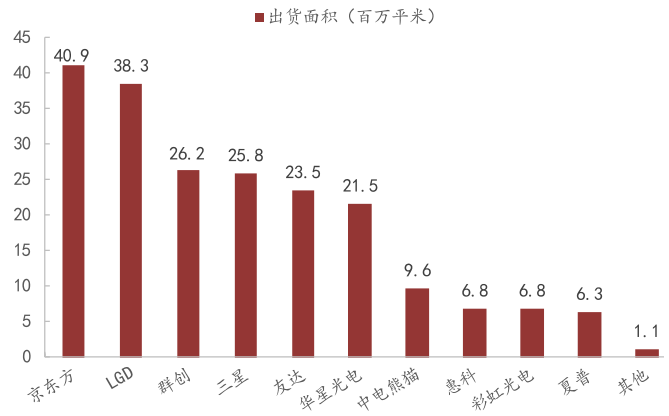
备货进入尾声，且预计面板价格的快速上涨对终端需求影响逐步显现，**我们预计四季度，液晶 TV 面板价格依然维持上涨趋势，但涨幅有所收窄。**

中长期来看，供给侧面板产能增加有限，同时韩厂退出速度超预期，而且大部分新增 LCD 产线都将于 2022 年之前完成投产。随着新增产能的固定以及行业集中度的提高，我们预计电视面板的价格可能不会再出现 2018 至 2019 年长时间单边下跌的情况，**面板价格预计将由长期的周期变化为短期的波动。**

随着近年来中国大陆地区的大尺寸液晶面板产能的迅速增长，京东方、华星光电等厂商也快速占据大量市场份额。2019 年，以出货面积计算，京东方大尺寸液晶面板出货面积同比增加 20%，达到 4090 万平方米，首次超过 LGD，成为全球大尺寸液晶面板供应商出货面积第一位。

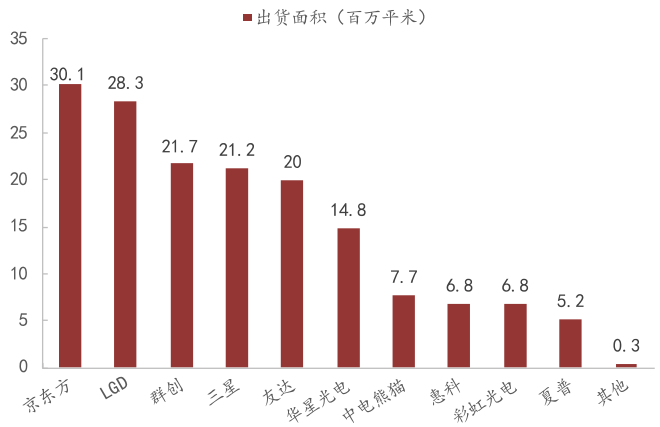
从液晶电视面板的出货面积来看，包括华星光电、重点熊猫、惠科、彩虹光电等在内的中国大陆面板厂商的出货面积大幅度增长。**京东方 2019 年大尺寸液晶电视出货面积为 3010 万平米，同比增长 23.8%，出货面积排名第一。**

图表 36：2019 年大尺寸液晶面板出货面积



资料来源：WIND，万联证券研究所

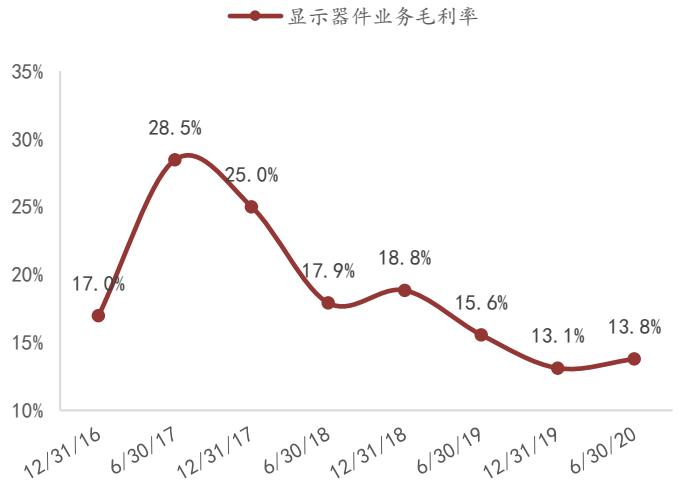
图表 37：2019 年大尺寸液晶电视面板出货面积



资料来源：WIND，万联证券研究所

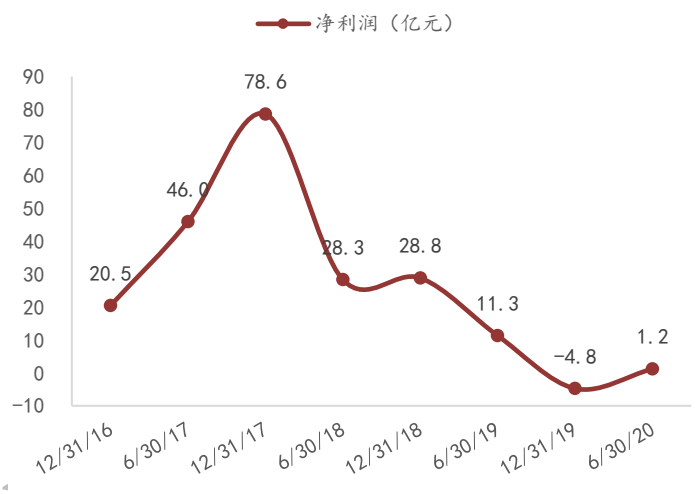
面板企业的毛利率和净利润与行业价格周期性变化趋同。当面板价格由于供需结构变化持续上扬时，由于成本端不会发生太大的变化，涨价部分会悉数兑现到利润中，面板企业的盈利能力在价格上行期会得到充分的释放；反之，当面板价格持续下行时，企业的盈利能力也随之下滑。**在下半年电视面板大幅涨价带动下，作为 LCD 行业的龙头，公司的盈利能力有望持续提升。**

图表 38：京东方毛利率与面板价格变化趋同



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表 39：京东方净利润与面板价格变化趋同



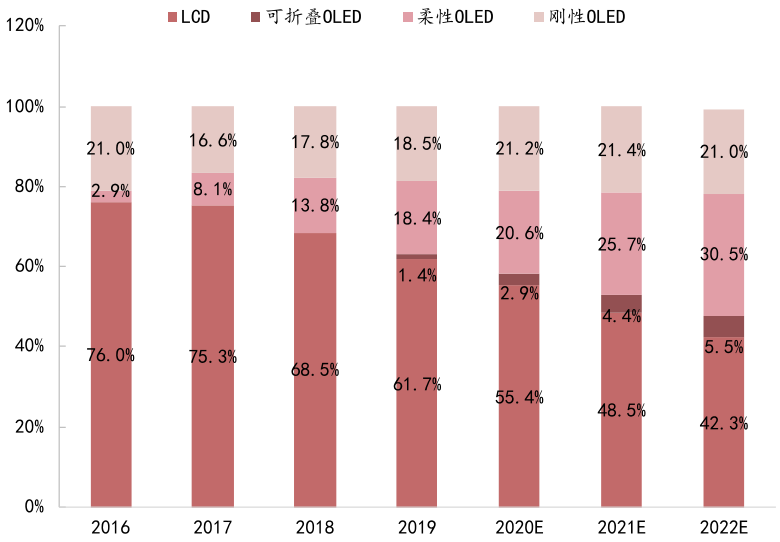
资料来源：WIND，万联证券研究所

3.2 OLED进入爆发阶段，公司卡位优势明显

OLED 作为当下热度最高的显示面板，市场前景广阔。OLED 面板需求的提升主要来自两方面。第一方面是对现有部分 LCD 面板的替代，现阶段主要表现在智能手机领域。第二方面，OLED 面板凭借其优秀的理化特性，是智能穿戴、AR/VR 近眼设备等新产品类型的首选。

在智能手机方面，预计柔性 OLED 屏的出货渗透率将于 2020 年达到 20.6%，超过 3.5 亿片；到 2022 年，柔性 OLED 屏在智能手机面板市场的渗透率将提升到 30%，加上刚性 OLED 屏渗透率将超过 50%。折叠屏手机发展趋势清晰，但受制于产能和价格等因素，真正发力将在 2020 年以后， 2019 年全球可折叠手机出货量不超过 100 万部，占比不足 2%，预计 2022 年可折叠 OLED 面板渗透率将达到 5.5%。

图表 40：2016-2022 年 OLED 智能手机面板出货占比



资料来源：DSCC，万联证券研究所

在 OLED 领域，虽然目前三星和 LG 依靠先发优势分别在小尺寸和大尺寸应用上形成一家独大局面，但京东方在产能和客户应用层面快速追赶，2011 年，公司开始投建中国首条、全球第二条 5.5 代 AMOLED 生产线——京东方鄂尔多斯 5.5 代 AMOLED 生产线，产线于 2014 年实现量产。目前京东方已规划 4 条 6 代柔性 OLED 产线，其中成都 B7 产线已达到规划的 48K 月产能；绵阳 B11 产线正在产能爬坡，预计在今年底达到规划产能(48K/月)；重庆 B12 产线正在建设中，另外还有在福州规划 B15 产线，设计产能均为 48K/月。**根据 Omdia 数据，伴随京东方多条产线产能陆续开出，其在柔性 OLED 行业产能供给份额将由 2018 年的 9%快速提升至 2022 年的 31%，与三星产能比肩，跻身 OLED 行业第一阵营。**

图表 41：京东方 OLED 产线情况

产线	投资额（亿元）	计划产能	当前产能	量产时间	当前情况
鄂尔多斯 5.5 代线	220	20K/月	60K/月	2014Q3	满产
成都 6 代线	465	48K/月	48K/月	2017Q4	满产
绵阳 6 代线	465	48K/月	16K/月	2019Q2	产能爬坡中
重庆 6 代线	465	48K/月	--	2021Q4	尚未投产
福州 6 代线	465	48K/月	--	--	尚未投产

资料来源：WIND，万联证券研究所

3.3 抓住时代机遇，积极推进物联网转型

自 2009 年被列入国家五大新兴战略性产业之一之后，我国物联网市场高速发展，物联网产业顶层设计不断完善，政策红利加速释放。2017 年 1 月，国家工信部发布了《物联网发展规划(2016-2020 年)》，提出到 2020 年，包含感知制造、网络传输、智能信息服务在内的总体产业规模突破 1.5 万亿元；推进物联网感知设施规划布局，公众网络 M2M 连接数突破 17 亿。公开数据显示，2017 年中国物联网行业规模突破万亿，之后持续保持 15%以上的增速；2019 年三大运营商的蜂窝物联网用户规模达到 12 亿户，全年新增 4 亿户；

图表 42：中国历年物联网产业支持政策

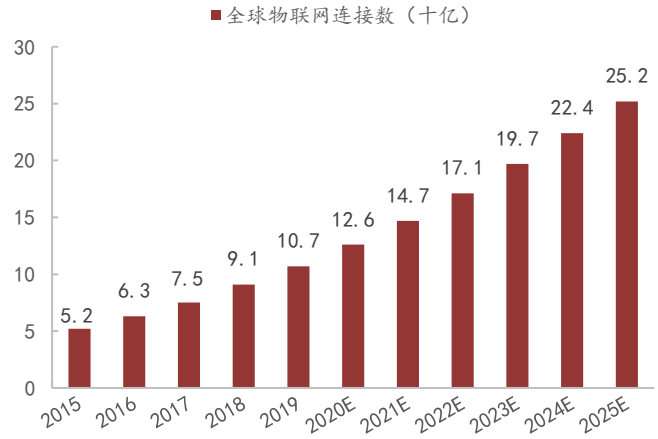
时间	政策名称	政策内容	发布部门
2014.06	《工业和信息化部 2014 年物联网工作要点》	加强项层设计和统筹协调、突破核心关键技术开展重点领域应用示范	工信部 发改委
2015.03	《关于开展 2015 年智能制造试点示范专项行动的通知》	推动智能制造升级，建设智能工厂	工信部 国家标准化管理委员会
2016.03	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	建设物联网应用基础设施和服务平台，推进物联网重大应用示范工程，广泛开展物联网技术集成和模式创新，丰富物联网运用	工信部
2017.01	《信息通信行业发展规划物联网分册（ 2016-2020 年）》	推进物联网感知设施规划，2020 年我国公众网络 M2M 连接数要突破 17 亿	工信部 国资委
2017.03	《2017 政府工作报告》	深入实施《中国制造 2025》加快物联网应用	国务院
2017.05	《关于实施深入推进提速降费、促进实体经济发展 2017 专项行动的意见》	加快窄带物联网(NB-IoT)商用，拓展蜂窝物联网在工业互联网、城市公共服务及管理等领域的应用	工信部

2017.06	《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》	到2020年实现NB-IoT网络全国覆盖，基站规模达150万，连接数超过6亿	国务院
2017.12	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)》	加快推动车联网发展，到2020年初步建立能支撑驾驶辅助及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系	工信部
2018.08	《扩大和升级信息消费三年行动计划》	加快新型显示产品发展。推动面板企业与终端企业拓展互联网、物联网、人工智能等不同领域应用。	工信部
2019.04	《关于开展深入推进宽带网络提速降费支撑经济高质量发展2019专项行动的通知》	进一步升级NB-IoT网络能力，持续完善NB-IoT网络覆盖，建立移动物联网发展监测体系，促进各地NB-IoT应用和产业发展。	工信部 国资委
2020.05	《工业和信息化部办公厅关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	到2020年底，NB-IoT网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖，重点区域深度覆盖；移动物联网连接数达到12亿。	工信部

资料来源：公开资料，万联证券研究所

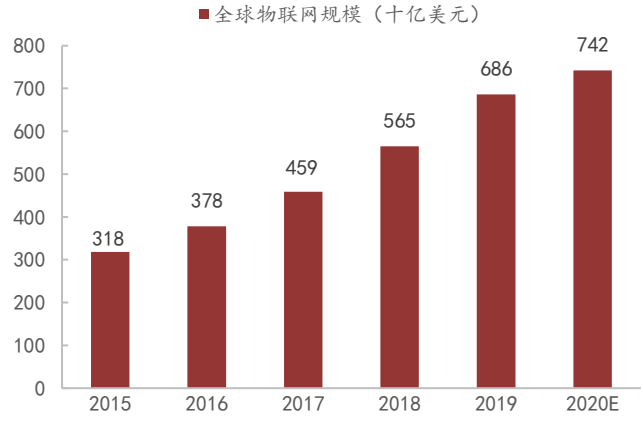
物联网的发展将带动半导体显示向智慧端口的转变，并且其应用场景及数量也将急剧增长。参照移动互联网的发展之路，物联网的发展路径将是“先连接再爆发”：预计物联网“连接为主阶段”可能需要至少持续到2020年，基于大量连接及其海量数据，将交互衍生出丰富的物联网增值应用服务，如智慧出行、自动驾驶、智能家居等等，进而推动物联网进入全面繁荣阶段。根据IDC数据，2018年全球物联网连接数约为91亿，预计到2025年，全球将有252亿部物联网设备，复合增长率约15.7%；2019年全球物联网市场规模约6860亿美元，预计2024年将达到1.14万亿美元，复合增长率约10.7%。

图表43：全球物联网连接数预测



资料来源：IDC，万联证券研究所

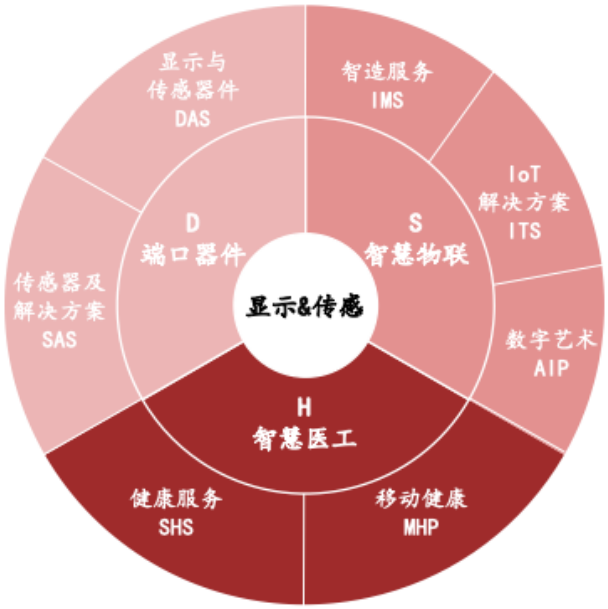
图表44：全球物联网行业规模预测



资料来源：WIND，万联证券研究所

京东方早在2014年就进军物联网领域。在显示面板领域地位稳固后，其创始人王东升在2014年提出DSH战略，带领京东方向显示器件、智慧系统、健康服务三个智慧物联板块转型。2016年7月，京东方正式升级企业定位，即由半导体显示技术、产品和服务提供商加速转型为物联网技术、产品和服务提供商。2016年京东方举行首次全球创新伙伴大会（IPC），并提出“开放两端，芯屏气/器和”的物联网市场战略。

图表 45：京东方顺应物联战略的业务规划



资料来源：WIND，万联证券研究所

2019 年，京东方在医疗、车载等 12 个物联网创新应用市场同比实现 100%增长。京东方已为全球伙伴提供超过 8 亿个智慧端口，超高清显示屏、VR/AR、柔性屏、基因检测芯片等多类产品已应用于消费电子、车载等行业；此外，通过提升软硬件融合能力，已提供了超过 800 个物联网解决方案，涵盖交通、医疗、金融等领域，其中，智慧交通解决方案服务中国 22 个城市的地铁线路，覆盖全国 80%以上的高铁线路，同时还为多个海外城市提供专业服务；在物联网战略指导下，京东方已与 5000 家合作伙伴建立联系。

依靠公司在 DSH 三大业务板块的前瞻性布局，可以打造用户的高粘性，有望在物联网全面爆发的时代迎来细分爆款领域增长带来的利润高弹性，成为物联时代的新行业龙头。结合物联网的发展路径和发展规律，京东方从端口上切入布局物联网产业，在“大连接”的背景下，能够在做大连接规模的同时继续扩大技术优势，实现物联时代的协同发展。

4、关键假设和盈利预测

（一）端口器件方面：2019 年显示器件市场地位稳步提升，显示器件整体出货量继续保持全球第一，出货量同比增长超 15%，LCD 智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏、电视显示屏等五大主流应用领域出货量仍保持全球第一；创新应用产品销量同比增长超 60%，销售面积实现同比翻倍增长，电子标牌、穿戴、电子标签等产品市占率全球第一。在此基础上，此次收购中电熊猫产线将进一步优化液晶面板行业竞争格局，公司在液晶面板行业的龙头地位进一步确立。我们预计 2020-2022 年京东方继续稳固行业龙头地位，营收增长率为 20.32%、20.60%、21.00%，毛利率为 13.23%、14.33%、15.35%。

（二）智慧物联方面：公司智造服务事业群产品结构不断优化，智造服务 TV 整机中国区销量同比增长超70%,65英寸以上大尺寸产品全球销量同比增长超50%；电子标签销量同比增长超 70%。智慧系统创新事业群智慧银行解决方案在各银行旗舰店项目中得到广泛推广应用，覆盖网点超过 120 个。数字艺术销量同比增长超 75%，我们预计 2020-2022 年智慧物联市场份额继续扩大，预计营收增长率为 4.50%、4.65%、5.01%，毛利率为 12.21%、13.24%、14.35%。

（三）智慧医工方面，公司研发的移动健康首款生物芯片量产出货；智慧急救、智慧康养社区、智慧公卫体检、呼吸慢病管理等四类解决方案签约落地；移动健康 App 新增会员及月活人数大幅提升，平均月活近 10 万。健康服务明德医院持续提升特色医疗服务水平，产康住院床日同比增长超 75%。新冠肺炎疫情为智慧医工的发展提供了机遇，我们预计 2020-2022 年营收增长率为 17.99%、18.03%、18.29%，毛利率为 59.24%、60.13%、60.24%。

（四）其他主营业务方面，其他主营业务为公司提供的技术开发服务以及专利维护服务。京东方累计自主专利申请超5.5万件，累计授权专利超2.7万件。美国专利服务机构 IFI Claims 发布的 2019 年度美国专利授权量 TOP 50 榜单中，公司由 2018 年第 17 位跃升至 2019 年第 13 位，专利授权量达 2177 件，同比增长 33%。预计公司 2020-2022 年也能保持强劲的研发势头，巩固技术优势，我们预计 2020-2022 年营收增长率为 47.64%、48.24%、49.34%,毛利率为 99.12%、99.13%、99.14%。

图表 46：主营业务预测（亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E
端口器件				
营业收入(亿元)	1064.82	1281.20	1545.12	1869.60
增速	*22.83%*	*20.32%*	*20.60%*	*21.00%*
毛利率	13.11%	13.23%	14.33%	15.35%
智慧物联				
营业收入(亿元)	167.31	174.84	182.97	192.14
增速	4.49%	4.50%	4.65%	5.01%
毛利率	13.01%	12.21%	13.24%	14.35%
智慧医工				
营业收入（亿元）	13.57	16.02	18.90	22.36
增速	17.85%	17.99%	18.03%	18.29%
毛利率	59.14%	59.24%	60.13%	60.24%
其他主营业务				
营业收入（亿元）	52.63	77.70	115.19	172.02
增速	*47.46%*	*47.64%*	*48.24%*	*49.34%*
毛利率	99.11%	99.12%	99.13%	99.14%
内部抵消				
营业收入（亿元）	-137.74	-186.97	-255.95	-351.52
增速	16.64%	35.74%	36.89%	37.34%
合计				
营业收入（亿元）	1160.60	1362.78	1606.24	1904.60

增速	*19.51%*	*17.42%*	*17.86%*	*18.58%*
毛利率	15.18%	20.04%	23.61%	27.81%

数据来源：WIND，万联证券研究所

预计 2020、2021、2022 年公司分别实现归母净利润 41.25 亿元、96.67 亿元、158.58 亿元，对应 EPS 分别为 0.12 元、0.28 元、0.46 元，对应当前股价的 PE 分别为 43.54 倍、18.58 倍、11.33 倍。**公司是全球领先的显示面板供应商，LCD 出货量居全球第一，我们认为公司仍属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“增持”评级。**

5、风险提示

面板价格波动对公司利润影响风险。在下半年电视面板大幅涨价带动下，作为显示面板龙头，公司盈利能力有望持续提升。面板价格波动对公司利润的影响不言而喻，当前面板价格上行，公司的盈利能力或将得到充分释放。但现今新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到彻底解决，若再次大规模爆发，恐导致下游需求萎缩及供应链停滞，对面板价格造成不利影响，公司盈利空间缩小。

并购进展不及预期的风险。9 月 23 日，公司宣布收购中电熊猫南京 G8.5 公司 80.831%股权，收购中电熊猫成都 G8.6 公司 51%的股权。此举将扩张公司产能，进一步提升公司行业竞争力。但目前，该方案正在实施阶段，仍存在不确定性，若并购进展不及预期，公司的行业竞争力和产能恐将受到一定程度的影响。

韩系面板厂商产能退出慢于预期的风险。2020 年初三星、LG 宣布逐步退出 LCD 市场但 10 月初面对面板价格上行，LG 宣布 LCD 再生产一年。韩厂产能退出有利于 LCD 行业未来由中国厂商主导，产业链相关公司盈利能力提升，但如果韩系面板产线停产计划实施进一步慢于预期，则公司将面临供需格局改善不及预期的风险。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	104,449	139,915	183,401	230,480
货币资金	56,973	87,323	125,431	166,883
应收票据及应	18,467	21,286	24,212	27,134
其他应收款	706	859	990	1,127
预付账款	627	763	859	962
存货	12,396	13,435	15,128	16,950
其他流动资产	15,280	16,250	16,780	17,423
非流动资产	235,964	243,454	249,866	255,549
长期股权投资	2,718	3,074	3,452	3,850
固定资产	125,786	127,404	128,422	129,262
在建工程	87,377	95,252	102,861	110,417
无形资产	7,416	7,780	8,169	9,037
其他长期资产	12,666	9,944	6,963	2,983
资产总计	340,412	383,369	433,267	486,029
流动负债	78,378	83,574	89,414	94,827
短期借款	6,367	6,436	6,588	6,698
应付票据及应	23,212	24,720	28,118	31,927
预收账款	1,261	1,554	1,670	1,924
其他流动负债	47,538	50,865	53,037	54,278
非流动负债	120,976	134,987	149,104	163,999
长期借款	107,731	121,606	135,581	150,347
应付债券	388	494	583	690
其他非流动负	12,858	12,887	12,940	12,962
负债合计	199,355	218,561	238,519	258,825
股本	34,798	34,798	34,798	34,798
资本公积	38,353	38,353	38,353	38,353
留存收益	13,898	37,380	66,827	98,579
归属母公司股	95,058	118,540	147,987	179,739
少数股东权益	46,000	46,268	46,761	47,465
负债和股东权	340,412	383,369	433,267	486,029

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	26,083	24,952	33,281	40,952
净利润	-476	4,393	10,161	16,562
折旧摊销	19,264	15,745	17,486	18,074
营运资金变动	2,262	11	310	-325
其它	5,034	4,803	5,325	6,642
投资活动现金	-47,416	-25,788	-26,704	-27,604
资本支出	-49,396	-25,811	-26,726	-27,662
投资变动	-401	-386	-410	-433
其他	2,381	410	433	491
筹资活动现金	27,779	11,829	11,751	12,210
银行借款	53,576	13,945	14,127	14,876
债券融资	8,076	106	89	107
股权融资	14,066	0	0	0
其他	-47,940	-2,222	-2,466	-2,773
现金净增加额	6,920	30,351	38,108	41,452
期初现金余额	43,351	56,973	87,323	125,431
期末现金余额	50,270	87,323	125,431	166,883

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	116,060	136,278	160,624	190,460
营业成本	98,446	108,969	122,707	137,487
营业税金及附加	861	1,349	1,735	2,838
销售费用	2,918	3,652	4,385	5,485
管理费用	5,215	6,173	7,196	9,028
研发费用	6,700	8,422	9,557	11,561
财务费用	1,994	2,251	2,519	2,795
资产减值损失	2,584	2,958	3,239	4,254
公允价值变动收益	137	0	0	0
投资净收益	343	395	418	476
资产处置收益	0	0	1	1
营业利润	399	5,876	12,679	20,464
营业外收入	208	218	223	229
营业外支出	103	207	308	409
利润总额	504	5,887	12,594	20,284
所得税	980	1,493	2,433	3,722
净利润	-476	4,393	10,161	16,562
少数股东损益	-2,395	268	494	704
归母净利润	1,919	4,125	9,667	15,858
EBITDA	21,183	23,457	32,530	42,135
EPS（元）	0.06	0.12	0.28	0.46

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入（%）	19.5%	17.4%	17.9%	18.6%
营业利润（%）	-90.1%	1373.9%	115.8%	61.4%
归属于母公司净利	-44.1%	115.0%	134.3%	64.0%
获利能力				
毛利率（%）	15.2%	20.0%	23.6%	27.8%
净利率（%）	-0.4%	3.2%	6.3%	8.7%
ROE（%）	2.0%	1.8%	2.4%	2.8%
ROIC（%）	-0.7%	1.8%	3.4%	4.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	58.6%	57.0%	55.1%	53.3%
净负债比率（%）	54.1%	36.4%	18.6%	4.3%
流动比率	1.33	1.67	2.05	2.43
速动比率	1.16	1.46	1.81	2.16
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.36	0.37	0.39
应收账款周转率	6.40	6.52	6.76	7.16
存货周转率	7.94	8.11	8.11	8.11
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	0.06	0.12	0.28	0.46
每股经营现金流	0.75	0.72	0.96	1.18
每股净资产(最新	2.73	3.41	4.25	5.17
估值比率				
P/E	88.33	41.08	17.53	10.69
P/B	1.78	1.43	1.15	0.94
EV/EBITDA	11.06	9.79	6.32	4.25

资料来源：公司公告，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场