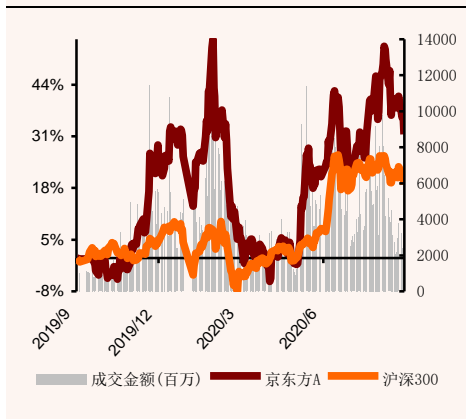


分析师: 陶胤至
执业证书编号: S1220520010004
TEL: 010-68584806
E-mail: taoyinzhi@foundersc.com
分析师: 陈杭
执业证书编号: S1220519110008
TEL: 021-68371056
E-mail: chenhang@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《京东方 A: 股权激励落地, 中报超预期, 业绩持续成长空间可期》2020.08.30
《LCD 底部投资机遇显现, OLED 应用渗透加速》2020.04.30
《拐点已至》2019.12.29

请务必阅读最后特别声明与免责条款

公司拟收购中电熊猫南京、成都产线部分股权

公司公告拟通过自有资金和外部融资, 以不低于挂牌价参与中电熊猫南京 8.5 代线股权摘牌竞标, 以不低于评估价收购中电熊猫成都 8.6 代线股份。

南京 8.5 代线 80.831% 股权已于 9 月 7 日公开挂牌转让, 挂牌价为 55.91 亿元。成都 8.6 代线拟出售 51% 股权, 对应评估价为 65.26 亿元。公司将为本次收购项目提供相关不超过 140 亿元的担保, 实际担保金额以实际签署协议为准。

公告显示, 南京 G8.5 公司成立于 2012 年 11 月, 注册资本 175 亿元。产线总投资 291.5 亿元, 于 2015 年 8 月开始量产, 设计产能 60K, 采用氧化物技术背板, 显示模式为 IPS 与 VA, 主要产品包括手机、笔电、显示、电视面板等。

成都 G8.6 公司成立于 2015 年 12 月, 注册资本 140 亿元。产线总投资 280 亿元, 于 2018 年 5 月开始量产, 设计产能 120K, 采用氧化物技术背板, 显示模式为 VA, 主要产品为 23.8-70 寸电视面板产品。

收购产线有助丰富产品结构及强化市占份额

从产品尺寸结构来看, 成都 8.6 代线, 将有望补齐京东方 50/58/70 等差异化尺寸, 进一步丰富产品结构, 电视终端整数尺寸在北美市场需求较好。

从产品技术方式来看, 南京、成都产线均采用 IGZO 氧化物背板, IGZO 在电子迁移率与 PPI 等性能指标上优于 a-Si, 更适合 4K/8K 超高清、Mini LED 背光等新型显示产品。

其次京东方自身以 IPS 硬屏显示产品为主, 该技术路线主要厂商包括京东方、LGD 等。IPS 显示技术主要优势在于显示色彩好, 可视角度大。适合普通家用、办公及一般娱乐显示场景。

中电熊猫南京、成都产线具备 VA 软屏技术能力, 该技术路线主要厂商包括 TCL 华星、三星显示、夏普、群创、友达等。VA 显示技术主要优势在对比度、灰阶响应、防漏光等方面, 主要缺陷在于响应时间。在高对比度显示、高 HDR 动态特性显示应用场景更具备优势。

京东方吸纳中电熊猫南京、成都产线 VA 产品技术能力后, 有望进一步拓宽三星等品牌 VA 产品出货份额, 进一步强化主流品牌产品供货能力。

从产线经营情况来看, 2019 年及 2020 年上半年 LCD 市场整体价格较差, 两条产线均有不同程度亏损, 但经营性现金流较为良好。特别是成都产线, 20H1 随着营收规模扩大, 经营性现金流增长较快。

我们认为, 随着京东方对南京、成都产线的整合, 有望利用其

优势的供应链体系，带动两条产线材料采购成本下降，同时京东方下游健全的客户与产品结构，也有望提升南京、成都产线产品组合灵活性，提升整体盈利能力。其次，工艺技术调整、少量新增设备购置等，亦有望进一步提升两条产线的现有产能，规模效应提升带动盈利好转。

新增产线将进一步强化京东方的市占份额与整体盈利能力。根据群智咨询预测数据，2022 年京东方全球大尺寸 LCD 市占份额将有望由 2019 年的 19.7% 上升至 28.9%。

LCD 报价持续超预期，持续看好厂商中长期盈利能力

LCD TV 面板价格自 6 月转涨以来，报价持续超预期，我们认为在需求环比转好的背景下，市场焦点已转为龙头厂商与下游市场需求间的博弈。

随着面板供给端行业集中度的提升，龙头厂商对下游品牌厂议价能力持续提升。9 月以来，国内厂商小米、TCL 等在电视产品均有一定程度的提价，但考虑到前期终端价格基数较低，目前从销售市场、供应链备货等环节来看，需求并未明显受到上游面板提价影响。

IT 面板，特别是笔电产品，需求也好于预期。自今年 1 月以来报价持续上调，虽绝对涨幅不如 TV 产品，但产品整体盈利性非常好，涨价带来的利润边际贡献明显。预计明年，随着三星产能的退出，在中尺寸的曲面 VA 电竞显示屏将出现产能缺口，供需情况仍较为紧张，看好相应产品的盈利性。

从 LCD 产能供给端来看，LGD 本土 P7 产线产能退出有一定延后，但整体体量有限，对市场供需影响不大。国产厂商中电彩虹等也表现出一定扩产意愿。但我们认为随着龙头厂商议价能力提升，中长期来看 LCD 价格出现大幅波动可能较低。Mini LED 背光等技术亦有望对 OLED 大尺寸显示形成有力竞争，LCD 市场中长期需求、价格、盈利情况能见度仍较高。

投资评级与估值

暂不考虑成都、南京产线并表的情况下，我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 1224.13、1365.12、1478.15 亿元，归母净利润分别为 44.48、93.80、130.44 亿元，EPS 分别为 0.13、0.27、0.37 元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示

疫情持续，LCD 下游市场及手机终端市场需求波动；公司产线产能释放进度不及预期。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	116059.5	122413.0	136512.00	147815.00
(+/-) (%)	19.51	5.47	11.52	8.28
净利润	1918.64	4448.34	9379.55	13043.53
(+/-) (%)	-44.15	131.85	110.85	39.06
EPS(元)	0.06	0.13	0.27	0.37
P/E	88.15	38.02	18.03	12.97

数据来源：wind 方正证券研究所

图表 1: 公司各分业务线营收规模预测

单位: 亿元

		2019A	2020E	2021E	2022E
显示器件业务	营业收入	1,064.82	1,115.90	1,240.10	1,327.60
	增长率	22.87%	4.80%	11.13%	7.06%
	营业成本	925.24	909.46	967.28	995.70
	毛利率	13.11%	18.50%	22.00%	25.00%
智慧系统产品业务	营业收入	167.31	175.68	186.22	197.39
	增长率	4.49%	5.00%	6.00%	6.00%
	营业成本	145.54	152.84	162.01	171.73
	毛利率	13.01%	13.00%	13.00%	13.00%
智慧健康服务	营业收入	13.57	16.02	18.90	22.30
	增长率	17.80%	18.00%	18.00%	18.00%
	营业成本	6.69	7.85	9.26	10.93
	毛利率	50.74%	51.00%	51.00%	51.00%
其它主营业务	营业收入	52.63	76.31	106.84	149.57
	增长率	47.46%	45.00%	40.00%	40.00%
	营业成本	0.20	19.08	26.71	37.39
	毛利率	99.63%	75.00%	75.00%	75.00%
内部抵消	营业收入	-137.74	-159.78	-186.94	-218.72
	增长率	16.64%	16.00%	17.00%	17.00%
	营业成本	-93.20	-95.53	-97.92	-100.37
	增长率	2.40%	2.50%	2.50%	2.50%
合计	营业收入	1,160.60	1,224.13	1,365.12	1,478.15
	增长率	19.51%	5.47%	11.52%	8.28%
	营业成本	984.46	993.70	1,067.34	1,115.39
	毛利率	15.18%	18.82%	21.81%	24.54%

资料来源: 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	104448.64	92328.39	87042.51	92027.00	营业总收入	116059.59	122413.00	136512.00	147815.00
现金	56972.72	64314.23	57430.57	61434.60	营业成本	98446.27	99370.00	106734.00	111539.00
应收账款	18135.69	20066.77	22869.70	24676.62	营业税金及附加	861.10	918.10	1023.84	1182.52
其它应收款	706.17	1509.47	1744.82	1915.86	营业费用	2917.87	2815.50	3276.29	3695.38
预付账款	626.99	845.74	904.85	920.79	管理费用	5214.95	4896.52	5460.48	5912.60
存货	12396.19	12188.41	13291.73	13885.20	财务费用	1994.15	2006.65	2552.70	3057.78
其他	15610.88	-6596.22	-9199.16	-10806.07	资产减值损失	-2584.18	3000.00	2000.00	1900.00
非流动资产	235963.56	267170.03	296686.93	323762.78	公允价值变动收益	137.47	-1400.00	0.00	50.00
长期投资	4591.36	4691.36	4841.36	5041.36	投资净收益	342.62	100.00	150.00	200.00
固定资产	213163.02	243620.94	272208.43	298289.57	营业利润	398.67	3118.34	9879.55	14943.53
无形资产	8469.45	9118.00	9897.40	10692.12	营业外收入	208.43	130.00	145.00	160.00
其他	9739.74	9739.74	9739.74	9739.74	营业外支出	103.35	30.00	40.00	50.00
资产总计	340412.20	359498.42	383729.44	415789.78	利润总额	503.75	3668.34	10079.55	15043.53
流动负债	78378.29	81816.16	87167.63	90984.44	所得税	979.99	1020.00	1200.00	1800.00
短期借款	6366.72	6866.72	7666.72	8466.72	净利润	-476.24	2648.34	8879.55	13243.53
应付账款	21183.57	21449.80	23567.76	24691.88	少数股东损益	-2394.89	-1800.00	-500.00	200.00
其他	50828.00	53499.65	55933.15	57825.84	归属母公司净利润	1918.64	4448.34	9379.55	13043.53
非流动负债	120976.22	133976.22	143976.22	158976.22	EBITDA	20906.41	33716.70	40573.36	48642.18
长期借款	107730.60	112730.60	122730.60	137730.60	EPS (元)	0.06	0.13	0.27	0.37
其他	13245.62	21245.62	21245.62	21245.62					
负债合计	199354.51	215792.38	231143.85	249960.66	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	45999.57	44199.57	43699.57	43899.57	成长能力				
股本	34798.40	34798.40	34798.40	34798.40	营业收入	0.20	0.05	0.12	0.08
资本公积	38353.24	38353.24	38353.24	38353.24	营业利润	-0.90	6.82	2.17	0.51
留存收益	13897.90	18346.24	27725.80	40769.33	归属母公司净利润	-0.44	1.32	1.11	0.39
归属母公司股东权益	95058.13	99506.47	108886.03	121929.56	获利能力				
负债和股东权益	340412.20	359498.42	383729.44	415789.78	毛利率	0.15	0.19	0.22	0.25
					净利率	0.02	0.04	0.07	0.09
					ROE	0.02	0.04	0.09	0.11
					ROIC	-0.01	0.03	0.05	0.06
					偿债能力				
					资产负债率	0.59	0.60	0.60	0.60
					净负债比率	1.40	1.48	1.45	1.42
					流动比率	1.33	1.13	1.00	1.01
					速动比率	1.17	0.98	0.85	0.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.35	0.37	0.37
					应收账款周转率	6.11	6.41	6.36	6.22
					应付账款周转率	5.35	5.74	6.06	6.13
					每股指标(元)				
					每股收益	0.06	0.13	0.27	0.37
					每股经营现金	0.75	1.62	1.31	1.51
					每股净资产	2.73	2.86	3.13	3.50
					估值比率				
					P/E	88.15	38.02	18.03	12.97
					P/B	1.78	1.70	1.55	1.39
					EV/EBITDA	11.74	2.45	2.47	2.30

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com