



中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



胡叶倩雯
电子分析师
S1010517100004

核心观点

公司公告股票期权与限制性股票激励计划，计划向 2974 名激励对象授予总计 9.81 亿股，研发人员占比超 60%；激励目标要求未来 5 年内平均归母 ROE 持续增长，以 2019 年 AM-OLED 产品和智慧系统创新营业收入为基数，2022-24 年 AM-OLED 产品与智慧系统创新事业营收复合增长率分别不低于 15%、20%，毛利率始终不低于对标企业 75 分位值。我们认为公司首次股权激励彰显对未来收入增长与市场地位保持的信心，有望持续激励公司核心团队并促进未来发展。维持“买入”评级。

■ **事项：** 2020 年 8 月 28 日公司发布《2020 年股票期权与限制性股票激励计划（草案）》，计划向 2974 名激励对象授予总计 9.81 亿股，占公司股本总额的 2.82%（截至此激励计划草案公告时），包括 6.40 亿份股票期权和 3.41 亿股限制性股票，分别占公司股本总额的 1.84%、0.98%；其中股票期权首次授予 6.07 亿股，预留授予 0.33 亿股，行权价格为 5.43 元/股，限制性股票无预留，授予价格为 2.72 元/股。

■ **首次股权激励，关注研发骨干，彰显增长信心。** 本计划授予激励对象共计 2974 人，其中研发人员占比超 60%。分类来看，股权激励对象为公司经理与高级技术骨干，首次授予人员高达 2023 人，占本次激励计划总人数 68.02%，占比最高，预留授予人员 110 人；限制性股票激励对象共计 841 人，包括 575 名技术专家与中层管理人员、173 名高级技术专家与总监、82 名公司内部科学家与副总裁和 11 名高管。公司激励目标为未来 5 年内平均归母 ROE 持续增长，以 2019 年 AM-OLED 产品和智慧系统创新营业收入为基数，2022-24 年 AM-OLED 产品与智慧系统创新事业营收复合增长率分别不低于 15%、20%，显示器件产品市占率保持第一，毛利率始终不低于对标企业 75 分位值，创新业务专利保有量持续增长，整体彰显公司未来增长与发展信心。这是公司自上市以来首次实施股权激励计划，意在增强管理层与研发骨干向心力，进一步提高公司技术创新实力；同时伴随制度层面的完善，股权激励及员工持股计划有望在未来持续激励核心团队，成为公司高质量发展的有效途径。

■ **解锁条件注重增长与发展，稳增长保市占促创新。** 首次限制性股票与股票期权授予部分（包含预留授予）限售期/等待期分为三期，分别为授予日起 24、36、48 个月，期满后可分别解锁/行权 34%、33%、33%，解锁条件为 1) 以 2019 年 AM-OLED 产品和智慧系统创新营业收入为基数，2022-24 年 AM-OLED 产品与智慧系统创新事业营收复合增长率分别不低于 15%、20%。2) 以 2019 年归母 ROE 为基数，20-22/21-23/22-24 年平均归母 ROE 增长 10%/30%/60%，至 2024 年归母 ROE 不低于 3.46%。3) 2022-24 年显示器件产品市占率保持第一，毛利率始终不低于对标企业 75 分位值，创新业务专利保有量持续增加且至 2024 年不低于 11000 件。本次解锁关注收入增长与创新发展的信心，彰显公司对未来保持行业龙头地位、稳定业绩增长的信心。

■ **LCD 龙头持续加码，全方位布局未来可期。** 2020 上半年公司显示器件出货量同比增长超 15%，出货面积同比增长超 10%，显示器件整体出货稳居全球第一；公司 LCD、OLED 各产线持续升级、爬坡。未来伴随韩厂 LCD 产能持续退出及需求回温，大尺寸端价格向好，加之公司在小尺寸柔性 OLED 端客户及订单的持续拓展，我们看好公司的龙头地位、技术布局及产业格局重构机遇。

■ **风险因素：** 面板价格下跌，OLED 进展不及预期，下游低迷，客户导入放缓等。

■ **投资建议：** 公司为全球领先的半导体显示面板龙头，近年来立足其智慧端口优势向物联网创新方向转型，上半年疫情影响下仍实现收入增长与市占率的提升。我们维持公司 2020/21/22 年 EPS 预测为 0.1/0.23/0.33 元。当前公司股价对应 2020 年中报的每股净资产为 2.16 倍 PB，我们长期看好公司发展及显示行业未来增长空间，基于 2020 年中报数据给予 3 倍 PB，对应目标价 7.53 元，维持“买入”评级。

京东方 A	000725
评级	买入（维持）
当前价	5.43 元
目标价	7.53 元
总股本	34,798 百万股
流通股本	33,859 百万股
52 周最高/最低价	5.83/3.54 元
近 1 月绝对涨幅	7.52%
近 6 月绝对涨幅	-7.18%
近 12 月绝对涨幅	22.27%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,108.86	116,059.59	142,030.17	164,637.02	183,590.19
营业收入增长率	4%	20%	22%	16%	12%
净利润(百万元)	3,435.13	1,918.64	3,396.86	7,958.81	11,393.09
净利润增长率	-55%	-44%	77%	134%	43%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.10	0.05	0.10	0.23	0.33
毛利率%	20%	15%	21%	23%	24%
净资产收益率 ROE%	4.00%	2.02%	3.47%	7.60%	10.03%
每股净资产 (元)	2.47	2.73	2.81	3.01	3.26
PE	54	109	55	30	20
PB	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	97,109	116,060	142,030	164,637	183,590
营业成本	77,306	98,446	112,380	127,107	139,752
毛利率	20.39%	15.18%	20.88%	22.80%	23.88%
营业税金及附加	779	861	1,088	1,268	1,394
销售费用	2,891	2,918	3,908	4,524	4,904
营业费用率	2.98%	2.51%	2.75%	2.75%	2.67%
管理费用	4,959	5,215	8,203	8,438	9,420
管理费用率	5.11%	4.49%	5.78%	5.13%	5.13%
财务费用	3,197	1,994	2,936	3,237	2,921
财务费用率	3.29%	1.72%	2.07%	1.97%	1.59%
投资收益	307	343	255	302	300
营业利润	4,008	399	4,250	10,076	14,472
营业利润率	4.13%	0.34%	2.99%	6.12%	7.88%
营业外收入	169	208	186	188	194
营业外支出	55	103	91	83	92
利润总额	4,122	504	4,345	10,181	14,574
所得税	1,242	980	817	1,914	2,740
所得税率	30.14%	194.54%	18.80%	18.80%	18.80%
少数股东损益	(555)	(2,395)	131	308	441
归属于母公司股东的净利润	3,435	1,919	3,397	7,959	11,393
净利率	3.54%	1.65%	2.39%	4.83%	6.21%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	4,122	504	4,345	10,181	14,574
所得税支出	-1,242	-980	-817	-1,914	-2,740
折旧和摊销	13,917	18,987	19,920	22,410	24,901
营运资金的变化	4,535	2,262	-6,733	-2,022	48
其他经营现金流	4,351	5,311	4,392	2,585	2,278
经营现金流合计	25,684	26,083	21,108	31,240	39,060
资本支出	-54,521	-49,416	-17,969	-17,969	-17,969
投资收益	307	343	255	302	300
其他投资现金流	7,150	1,657	-153	-215	-288
投资现金流合计	-47,064	-47,416	-17,868	-17,883	-17,958
发行股票	4,294	14,066	0	0	0
负债变化	59,643	98,596	20,593	-426	-6,268
股息支出	-1,044	-696	-696	-1,015	-2,561
其他融资现金流	-47,326	-84,188	-2,936	-3,237	-2,921
融资现金流合计	15,567	27,779	16,961	-4,678	-11,750
现金及现金等价物净增加额	-5,813	6,446	20,201	8,679	9,352

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	51,482	56,973	77,173	85,852	95,205
存货	11,985	12,396	15,430	17,856	18,880
应收账款	20,537	18,467	25,796	30,306	32,117
其他流动资产	15,688	16,613	18,102	18,775	18,443
流动资产	99,692	104,449	136,502	152,789	164,645
固定资产	128,158	125,786	123,817	119,362	112,421
长期股权投资	2,389	2,718	2,718	2,718	2,718
无形资产	5,938	7,416	7,416	7,416	7,416
其他长期资产	67,852	100,043	100,253	100,534	100,908
非流动资产	204,336	235,964	234,204	230,031	223,463
资产总计	304,028	340,412	370,706	382,820	388,108
短期借款	5,450	6,367	26,959	26,533	20,266
应付账款	22,805	23,212	28,811	33,351	35,150
其他流动负债	33,973	48,799	50,070	50,818	51,303
流动负债	62,228	78,378	105,840	110,702	106,718
长期借款	94,780	107,731	107,731	107,731	107,731
其他长期负债	26,663	13,246	13,246	13,246	13,246
非流动性负债	121,443	120,976	120,976	120,976	120,976
负债合计	183,671	199,355	226,816	231,678	227,694
股本	34,798	34,798	34,798	34,798	34,798
资本公积	38,213	38,353	38,353	38,353	38,353
归属于母公司所有者权益合计	85,857	95,058	97,759	104,703	113,534
少数股东权益	34,501	46,000	46,131	46,439	46,880
股东权益合计	120,357	141,058	143,890	151,141	160,414
负债股东权益总计	304,028	340,412	370,706	382,820	388,108

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	3.53%	19.51%	22.38%	15.92%	11.51%
营业利润增长率	-58.57%	-90.05%	965.96%	137.10%	43.63%
净利润增长率	-54.61%	-44.15%	77.04%	134.30%	43.15%
毛利率	20.39%	15.18%	20.88%	22.80%	23.88%
EBITDA Margin	21.17%	18.51%	19.06%	21.57%	22.85%
净利率	3.54%	1.65%	2.39%	4.83%	6.21%
净资产收益率	4.00%	2.02%	3.47%	7.60%	10.03%
总资产收益率	1.13%	0.56%	0.92%	2.08%	2.94%
资产负债率	60.41%	58.56%	61.18%	60.52%	58.67%
所得税率	30.14%	194.54%	18.80%	18.80%	18.80%
股利支付率	30.39%	36.27%	29.89%	32.18%	32.78%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888。MCI (P) 086/12/2019）。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。