

京东方 A (000725.SZ)

拟收购中电熊猫产线，产能份额进一步提升

核心观点:

- **公司公告拟收购南京/成都中电熊猫部分股权。**公司公告拟通过摘牌竞价收购南京中电熊猫 G8.5 代线 80.831% 股权，交易价格不低于挂牌价 55.9 亿元；同时拟收购成都中电熊猫 G8.6 代线 51% 股权，交易价格不低于评估价 65.3 亿元；以上资金中不超过 60% 通过外部融资解决。
- **产能份额进一步扩大，行业集中度将显著提升。**南京中电熊猫 G8.5 代线于 2015 年 8 月量产，采用氧化物背板技术，设计产能 60K/月，产品主要为 IPS、VA，应用于手机、笔记本电脑、显示器、电视等。成都中电熊猫 G8.6 代线于 2018 年 5 月量产，同样采用氧化物背板技术，设计产能 120K/月，产品主要为 23.8~70 寸 VA 电视显示屏等。根据 Omdia 数据，在收购前以 3Q20 来看，公司在 7 代及以上大尺寸 LCD 领域产能面积份额为 23.4%，TCL 华星为 13.6%。静态来看，在本次收购完成后，公司份额将扩大至 28.8%，在对苏州三星 G8.5 代线收购完成后 TCL 华星份额也将提升至 17.0%，两家龙头厂商合计份额提升至 45.8%。若叠加考虑新产线产能释放，以及韩厂产能退出，两家龙头厂商合计份额明年有望接近 60%，行业集中度呈现显著提升趋势。
- **公司整体盈利能力有望趋势性增强。**短期看对于拟收购的两条产线而言，公司有望通过导入精益管理、供应链整合等措施改善其经营状况。长期看，在行业集中度提升趋势下，公司无论对下游客户或是上游供应商的议价能力均有望明显提升，规模效应进一步显现，同时有望通过协同策略有效平抑行业景气周期波动，整体盈利能力有望趋势性增强。
- **维持“买入”评级。**预计公司 2021 年 EPS 为 0.21 元/股，参考可比公司估值，综合考虑公司行业地位、盈利提升、未来成长性等，给予公司 21 年 30 倍 PE 估值，合理价值 6.27 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**新冠疫情影响，行业景气度波动，中美贸易摩擦影响等。

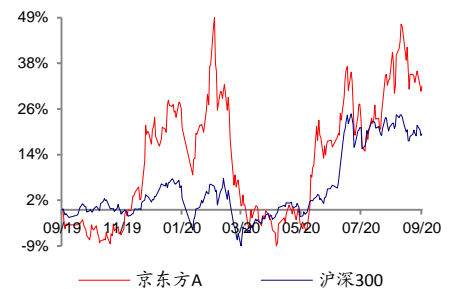
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	97,109	116,060	128,209	153,109	170,099
增长率 (%)	3.5	19.5	10.5	19.4	11.1
EBITDA (百万元)	20,139	21,183	30,807	37,259	42,031
归母净利润 (百万元)	3,435	1,919	3,487	7,273	10,167
增长率 (%)	-54.6	-44.1	81.7	108.6	39.8
EPS (元/股)	0.10	0.06	0.10	0.21	0.29
市盈率 (P/E)	26.64	82.34	37.62	18.04	12.90
ROE (%)	4.00	2.02	3.56	6.97	8.93
EV/EBITDA	7.75	11.06	7.26	6.18	5.46

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	5.12 元
合理价值	6.27 元
前次评级	买入
报告日期	2020-09-23

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-38003661



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658

gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

王昭光



SAC 执证号: S0260520080007



021-38003657



wangzhaoguang@gf.com.cn

请注意, 许兴军, 王昭光并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

京东方 A (000725.SZ): 长周期拐点已至, 盈利能力有望明显提升
2020-09-08

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	99,692	104,449	102,991	113,978	129,927
货币资金	51,482	56,973	52,477	57,070	68,617
应收及预付	21,308	19,094	21,077	25,148	27,929
存货	11,985	12,396	13,378	15,549	17,067
其他流动资产	14,917	15,986	16,060	16,211	16,315
非流动资产	204,336	235,964	255,639	271,441	282,396
长期股权投资	2,389	2,718	2,718	2,718	2,718
固定资产	128,158	125,786	135,074	140,696	141,770
在建工程	56,423	87,377	95,377	103,377	111,377
无形资产	5,938	7,416	9,804	11,984	13,865
其他长期资产	11,428	12,666	12,666	12,666	12,666
资产总计	304,028	340,412	358,630	385,420	412,324
流动负债	62,228	78,378	84,191	94,403	101,836
短期借款	5,450	6,367	8,000	9,000	10,000
应付及预收	24,024	24,473	26,443	30,779	33,806
其他流动负债	32,754	47,538	49,748	54,624	58,030
非流动负债	121,443	120,976	130,976	140,976	150,976
长期借款	94,780	107,731	117,731	127,731	137,731
应付债券	10,289	388	388	388	388
其他非流动负债	16,374	12,858	12,858	12,858	12,858
负债合计	183,671	199,355	215,167	235,380	252,812
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
留存收益	12,971	13,898	16,689	23,266	32,737
归属母公司股东权益	85,857	95,058	97,849	104,426	113,898
少数股东权益	34,501	46,000	45,614	45,614	45,614
负债和股东权益	304,028	340,412	358,630	385,420	412,324

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	97,109	116,060	128,209	153,109	170,099
营业成本	77,306	98,446	106,241	123,483	135,537
营业税金及附加	779	861	1,026	1,225	1,361
销售费用	2,891	2,918	3,205	3,675	3,572
管理费用	4,959	5,215	5,385	6,354	6,804
研发费用	5,040	6,700	6,667	7,809	8,505
财务费用	3,197	1,994	3,593	4,023	4,314
资产减值损失	-1,240	-2,584	-1,000	-1,000	-1,000
公允价值变动收益	2	137	0	0	0
投资净收益	307	343	96	95	93
营业利润	4,008	399	3,588	8,497	11,901
营业外收支	114	105	60	60	60
利润总额	4,122	504	3,648	8,557	11,961
所得税	1,242	980	547	1,284	1,794
净利润	2,880	-476	3,101	7,273	10,167
少数股东损益	-555	-2,395	-386	0	0
归属母公司净利润	3,435	1,919	3,487	7,273	10,167
EBITDA	20,139	21,183	30,807	37,259	42,031
EPS (元)	0.10	0.06	0.10	0.21	0.29

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25,684	26,083	33,661	41,508	45,038
净利润	2,880	-476	3,101	7,273	10,167
折旧摊销	14,005	19,264	25,121	26,696	27,711
营运资金变动	4,535	2,262	241	1,918	1,132
其它	4,264	5,034	5,198	5,621	6,028
投资活动现金流	-47,064	-47,416	-44,741	-42,443	-38,612
资本支出	-54,422	-49,396	-44,807	-42,508	-38,676
投资变动	5,193	-401	-30	-30	-30
其他	2,165	2,381	96	95	93
筹资活动现金流	15,567	27,779	6,583	5,527	5,122
银行借款	38,368	53,576	11,633	11,000	11,000
股权融资	4,294	14,066	0	0	0
其他	-27,096	-39,864	-5,050	-5,473	-5,878
现金净增加额	-4,563	6,920	-4,496	4,593	11,548
期初现金余额	47,913	43,351	56,973	52,477	57,070
期末现金余额	43,351	50,270	52,477	57,070	68,617

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	3.5%	19.5%	10.5%	19.4%	11.1%
营业利润增长	-58.6%	-90.1%	800.0%	136.8%	40.1%
归母净利润增长	-54.6%	-44.1%	81.7%	108.6%	39.8%
获利能力					
毛利率	20.4%	15.2%	17.1%	19.3%	20.3%
净利率	3.0%	-0.4%	2.4%	4.8%	6.0%
ROE	4.00%	2.02%	3.56%	6.97%	8.93%
ROIC	1.8%	-0.7%	1.7%	2.9%	3.7%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	58.6%	60.0%	61.1%	61.3%
净负债比率	152.6%	141.3%	150.0%	156.9%	158.5%
流动比率	1.60	1.33	1.22	1.21	1.28
速动比率	1.40	1.16	1.05	1.03	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.36	0.40	0.41
应收账款周转率	4.88	6.40	6.40	6.40	6.40
存货周转率	8.10	9.36	9.58	9.85	9.97
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	0.06	0.10	0.21	0.29
每股经营现金流	0.74	0.75	0.97	1.19	1.29
每股净资产	2.47	2.73	2.81	3.00	3.27
估值比率					
P/E	26.64	82.34	37.62	18.04	12.90
P/B	1.07	1.66	1.34	1.26	1.15
EV/EBITDA	7.75	11.06	7.26	6.18	5.46

广发电子元件和半导体研究小组

许兴军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
王亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
彭雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
王昭光：高级研究员，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
于畅：上海交通大学微电子科学与工程学士，上海交通大学微电子科学与工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
邰正林：中国科学院大学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。