

谨慎推荐 (维持)

## 京东方 A (000725) 深度报告

风险评级: 中风险

全球显示面板领军企业, LCD、OLED 双轮驱动业绩发展

2019年6月10日

### 投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

研究助理: 陈伟光

SAC 执业证书编号:

S0340118060023

电话: 0769-22110619

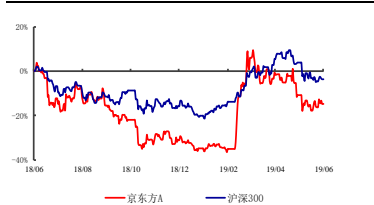
邮箱:

chenweiguang@dgzq.com.cn

### 主要数据 2019年6月10日

收盘价(元)	3.39
总市值(亿元)	1179.67
总股本(亿股)	347.98
流通股本(亿股)	338.60
ROE(TTM)	2.83%
12月最高价(元)	4.61
12月最低价(元)	2.52

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

■ **国内领先、国际知名的显示面板龙头。**公司是全球领先的显示面板制造商, 具备规模和技术的双重优势。经过在显示领域多年的耕耘与发展, 公司的国际竞争力逐渐增强, 在显示屏出货规模上达到全球领先。2018年, 公司显示面板出货量位列全球第一, 并在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器和电视五大主流细分领域全面达成全球第一。公司于2014年开始实施多元化发展战略, 在保证显示器件业务领先地位的基础上大力发展智慧物联、医疗健康业务, 创造新的盈利增长点。

■ **加强研发投入, 保持技术领先。**公司高度重视研发, 坚持自主创新, 通过研发保障产品、技术的前瞻性和领先性, 研发支出逐年走高, 投入金额位居行业前列, 占营收比重保持相对稳定。此外, 公司不断加强专利体系建设以保证产品和技术的领先性, 近年来专利申请数量保持快速增长。

■ **OLED迎来爆发期, 公司有望深度受益。**OLED具有诸多优良特性, 未来有望取代LCD成为行业主流, 但与LCD相比, OLED制造难度更加复杂, 行业内具备生产能力的企业数量较少, 国内厂商份额不足5%, 因此具备强烈的国产替代需求。公司目前拥有四条柔性AMOLED产线, 并已实现为一线品牌客户供货。随着四条产线陆续投产, 公司将具备为全球品牌厂商提供高品质柔性屏的能力, 在AMOLED领域的竞争地位将持续增强。

■ **逆周期投资扩大液晶显示份额, 布局高世代线顺应发展潮流。**公司近年来通过逆周期投资扩充液晶面板市场份额, 目前液晶面板的出货量和出货面积都处于行业领先地位。此外, 公司顺应大尺寸、超高清的液晶面板发展潮流, 积极布局高世代线, 并于今年3月实现满产。虽然去年以来液晶面板价格持续下跌影响了公司的盈利能力, 但目前行业供需关系已出现明显改善, 公司业绩有望重回上升轨道。

■ **投资建议:**公司是全球显示面板领军企业, 在企业规模、盈利能力、技术储备和产线投放等方面均具有优势。我们预计公司2019-2020年EPS分别为0.15/0.19元, 对应PE分别为23/18倍, 维持“谨慎推荐”评级。

■ **风险提示:**AMOLED渗透不如预期, 液晶面板价格继续下行等。

### 主要财务指标预测表

单位(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	97,109	126,955	141,809	174,280
YOY (%)	3.53	30.73	11.70	22.90
归母净利润	3,435	5,299	6,439	7,809
YOY (%)	-54.61	54.26	21.51	21.28
EPS	0.10	0.15	0.19	0.22
PE	35	23	18	15

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

## 目 录

1. 公司概况 .....	4
1.1 国内领先、国际知名的显示面板龙头 .....	4
1.2 多元化战略带来新的盈利增长点 .....	6
1.3 自主研发保持技术领先，政府支持助力企业发展 .....	7
2. OLED 迎来爆发期，公司有望深度收益 .....	9
3. 逆周期投资扩大液晶显示份额，布局高世代线顺应发展潮流 .....	12
4. 公司经营分析 .....	16
5. 投资建议 .....	19

## 插图目录

图 1: 公司部分显示产品 .....	4
图 2: 公司 2018 年五大领域出货量均列全球第一 .....	5
图 3: 公司显示业务发展历程 .....	6
图 4: 公司七大事业群 .....	6
图 5: 公司各项业务营收占比 (%) .....	7
图 6: 公司研发投入逐年增长 .....	8
图 7: 公司历年专利申请数量 .....	8
图 8: 公司历年收到的政府补助情况 .....	8
图 9: 公司历年盈利情况 .....	8
图 10: 三星折叠手机 Galaxy Fold .....	9
图 11: 华为折叠手机 Mate X .....	9
图 12: 2018 年全球智能手机面板出货份额 .....	11
图 13: 2018 年全球智能手机 AMOLED 面板出货份额 .....	11
图 14: OLED 出货量预测 .....	11
图 15: 32 寸 HD 液晶电视面板价格 (美元) .....	13
图 16: 40 寸 FHD 液晶电视面板价格 (美元) .....	13
图 17: 43 寸 FHD 液晶电视面板价格 (美元) .....	13
图 18: 49 寸 UHD 液晶电视面板价格 (美元) .....	13
图 19: 55 寸 UHD 液晶电视面板价格 (美元) .....	13
图 20: 主流尺寸面板价格跌幅 (2018/1/18-2018/12/18) .....	13
图 21: 60 寸及以上电视面板份额占比 .....	14
图 22: 各尺寸电视面板份额预计 .....	14
图 23: 不同分辨率画质对比 .....	15
图 24: 2018 年全球液晶电视面板出货情况 (万片) .....	16
图 25: 公司 2013-2018 营收增长情况 .....	16
图 26: 公司各业务 2014-2018 年营业收入情况 .....	17
图 27: 公司 2013-2018 年营业成本情况 .....	17
图 28: 公司 2013-2018 归母净利润增长情况 .....	17
图 29: 公司各业务 2014-2018 年毛利润情况 .....	18
图 30: 公司 2013-2018 年销售毛利率、净利率 .....	18
图 31: 公司 2014-2018 年各业务毛利率 .....	18
图 32: 公司国内外营业收入占比 .....	19
图 33: 公司前五大客户占比保持稳定 (%) .....	19

---

图 34: 公司 2018 年收入来源占比 (%) ..... 19

## 表格目录

表 1: LCD 与 OLED 的对比 ..... 9

表 2: 公司 OLED 产线统计 ..... 12

表 3: 公司 LCD 产线情况 ..... 16

表 4: 公司盈利预测简表 (截至 2019/06/10) ..... 20

## 1. 公司概况

### 1.1 国内领先、国际知名的显示面板龙头

公司是全球显示面板领军企业。京东方科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1993年，并于2001年1月在深交所上市。早在1994年，公司就成立了TFT-LCD项目预研小组，明确了“进军液晶显示领域”的战略抉择，并开始与液晶屏有关的战略布局。经过在显示领域多年的耕耘与发展，公司逐步成为了全球知名的显示面板制造企业，产品广泛应用于智能手机、液晶电视、笔记本电脑和可穿戴设备等下游领域，并已成为多家国内外知名品牌的核心供应商。与国内其他面板制造商相比，公司在企业规模、盈利能力、技术储备和产线投放等方面均具有绝对优势，并具有较强的国际竞争力，是名副其实的半导体显示领域龙头。

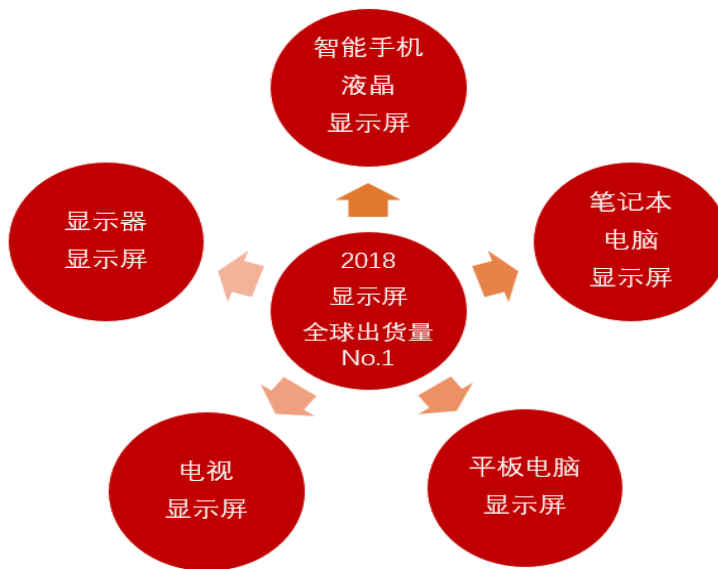
图 1：公司部分显示产品



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**显示面板出货保持全球领先，细分产品市占率不断提升。**在半导体显示领域，公司从2003年起陆续投建了中国大陆第一条第5代TFT-LCD生产线、第一条第6代TFT-LCD生产线、第一条第8.5代TFT-LCD生产线，结束了中国大陆的“无自主液晶显示屏时代”；同时，公司还拥有全球首条10.5代TFT-LCD生产线以及国内首条第6代柔性AMOLED生产线，彻底解决了我国电子信息产业“缺芯少屏”的问题，带领我国半导体显示产业实现了从无到有，从弱到强的转变，成为全球显示产业举足轻重的力量。根据IHS数据显示，2017年公司液晶显示屏出货数量约占全球25%，总出货量全球第一；2018年公司显示面板出货总量继续保持全球第一，其中智能手机显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏和电视显示屏等五大主流产品市占率均实现提升，并全面达成全球第一；2019年第一季度，公司10.5代线实现满产，带动大尺寸产品出货量、面积市占率同步提升，大尺寸面板出货量占据了24.6%的市占率，继续位居全球第一；按出货面积计算市占率则为19.9%，仅次于LGD的20%。

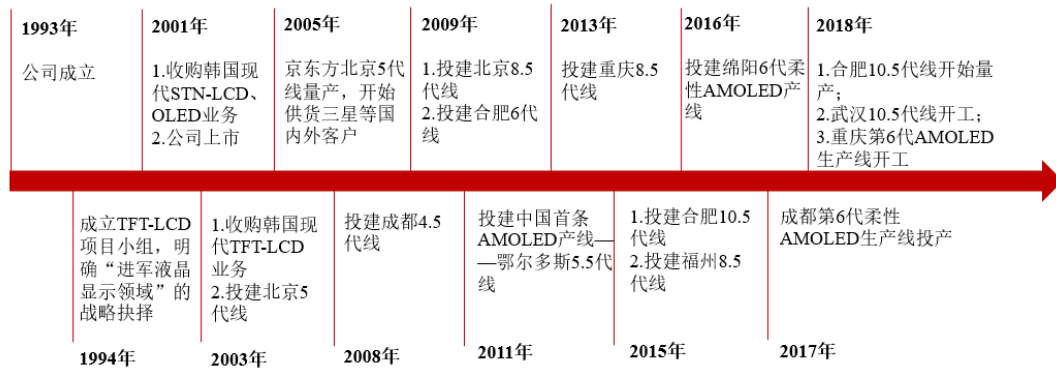
图 2：公司 2018 年五大领域出货量均列全球第一



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**发展历程：外延内建扩张显示版图。**公司早在1994年就开始了TFT-LCD领域的相关研发工作，并于2001年收购韩国现代的TFT-LCD和OLED业务，正式进入移动显示产业领域；2003年，公司进一步收购了韩国现代的TFT-LCD业务，标志着TFT-LCD事业的战略布局正式全面启动；同年公司开始投建大陆首条依靠自主技术建设的显示生产线——北京第5代TFT-LCD生产线，该产线以生产显示屏显示器为主，并于2005年实现量产，产品供货三星等国内外客户；2009年，公司投建大陆首条高世代线——合肥第6代TFT-LCD产线，结束了我国液晶电视屏全部依赖进口的历史，同年投建大陆首条8.5代线——北京第8.5代TFT-LCD生产线，结束了大陆无大尺寸液晶显示屏时代，真正实现了全系列液晶屏国产化；2011年，公司向AMOLED领域进军，投建了我国首条AMOLED生产线——鄂尔多斯第5.5代LTPS/AMOLED生产线，通过自主创新的AMOLED显示技术填补了我国AMOLED产业空白；2015年，公司开始投建全球首条10.5代线——合肥第10.5代TFT-LCD产线，正式开创了大尺寸超高清显示新时代，该产线于2018年开始量产，并于今年3月实现满产，每月能生产12万片基板；同年公司在柔性AMOLED领域发力，投建了大陆首条柔性AMOLED生产线——成都第6.5代柔性AMOLED生产线，带领我国柔性AMOLED领域实现突破。从LCD到AMOLED，从刚性AMOLED到柔性AMOLED，公司始终走在大陆显示屏领域的前端，并通过不断的内并外建，从其他厂商的模仿者、追随者逐步成长为面板厂商中的创新者和引领者。

图 3：公司显示业务发展历程

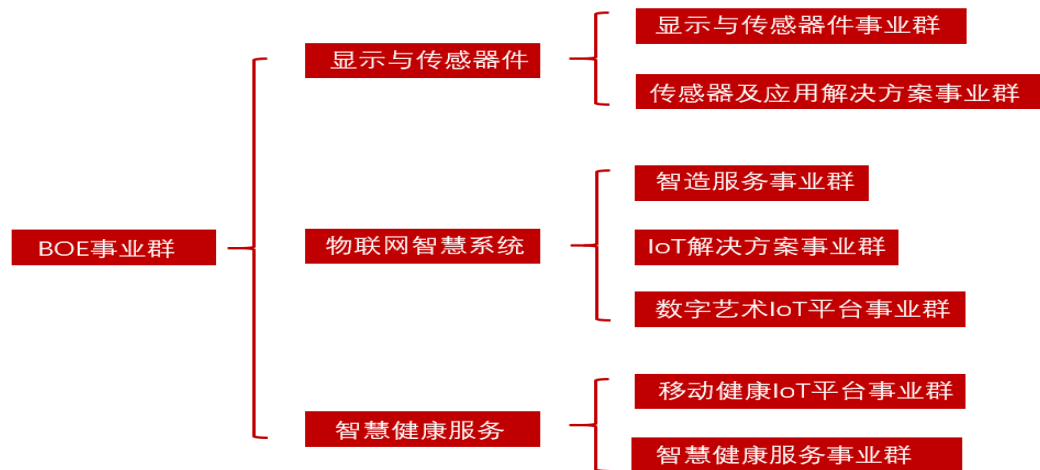


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 1.2 多元化战略带来新的盈利增长点

**实施多元化战略，向物联网企业转型。**公司于2014年开始实施多元化战略，开始从单一的显示器件制造商向智慧端口产品和服务的物联网公司转型，在推进显示与传感核心技术的基础上大力发展端口器件（D）、智慧物联（S）和智慧医工（H）三大事业板块，以创造新的利润来源；2018年，公司将原有三个事业板块整合细分为七个事业群，同时整合成立B2B全球行销平台、B2C OMO行销平台、信息技术研究开发中心、IoT人工智能和大数据中心等专业组织，以进一步强化营销和技术核心能力，深入推进DSH事业板块协同快速发展。

图 4：公司七大事业群



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

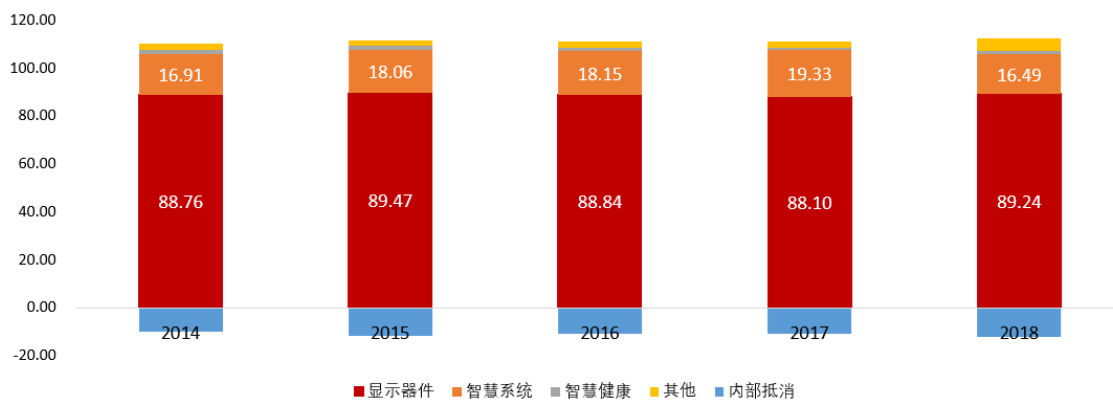
**端口器件：**端口器件事业板块包括显示与传感器件、传感器及解决方案两大事业群。其中前者旨在为B2B器件整合设计制造模式，其中显示器件业务致力于提供TFT-LCD、AMOLED等领域的智慧端口器件，为客户提供手机、笔记本电脑、电视等产品使用的显示器件产品；传感器业务则聚焦医院检测、智慧家居等多个领域，为客户提供传感器件的整合设计制造；传感器及解决方案事业群则为B2B设计与系统解决方案模式，并未医疗影像、微流控、智慧视窗和家居安防等小众化使用场景，产品包括X-ray平板检测器、数字

微流控芯片和身份识别系统等；

**智慧物联：包括智造服务、IoT解决方案和数字艺术三大事业群。**其中，智造服务事业群为B2B设计整合制造模式，可为全球伙伴提供电视、显示、移动终端等显示服务；IoT解决方案事业群旨在为B2B提供软硬融合解决方案和系统集成模式，聚焦智慧零售、智慧金融、智慧家居、商务办公等领域并为客户提供物联网细分领域的整体解决方案；数字艺术事业群为B2C物联网平台模式，主推的BOE画屏将终端产品和APP相结合，将语音交互等信息技术融于数字艺术中，为用户提供艺术赏析、艺术百科普及、艺术品商城、视觉美学欣赏等多种内容与服务；

**智慧医工：包括移动健康和健康服务两大事业群。**前者为B2C物联网平台模式，通过智慧终端与APP相结合，基于人工智能和大数据算法，为用户提供生命体征数据监测与解读、AI疾病风险预测、专家健康课程及在线问诊、体检挂号等就医服务；后者为线上与线下融合的B2C专业服务模式，业务涵盖数字医院、数字人体、再生医学和健康园区等领域，以数字医疗服务为核心，以智慧康养、健康社区整体解决方案和产业园区运营管理等服务为延伸，为客户提供线上与线下融合的专业健康医疗服务。

图 5：公司各项业务营收占比（%）



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

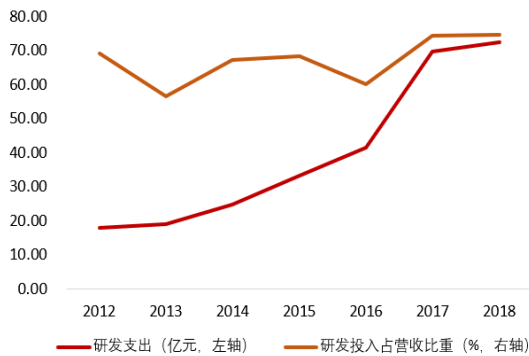
目前，显示器件业务仍然是公司最大的业绩来源，占公司营收比重的85%以上。2018年，公司显示器件业务实现营收866.64亿元，占公司总营业收入的89.24%，实现毛利润163.27亿元，占公司总毛利润的82.45%。智慧物联和智慧医工业务近年来保持较快的增长趋势，2018年营收分别同比增长12.03%和12.50%，毛利润分别同比增长5.06%和12.06%，未来有望成为公司重要的盈利增长点。

### 1.3 自主研发保持技术领先，政府支持助力企业发展

**不断加码研发投入，专利数量保持领先。**显示行业是典型的技术密集型和资金密集型行业，具有极高的技术和资金门槛，要在行业中取得领先，不仅要在设备购买和产线建设上投入巨额资金，还要在研发专利技术和优化生产流程上下功夫，保持技术领先并努力降低生产成本。公司重视研发，近年来研发支出逐年走高，投入金额位居行业前列，占营收比重稳定在6%到8%之间；此外，公司不断加强专利体系建设以保证产品的领先性，近年来专利申请数量保持快速增长。2018年，公司新增专利申请量9685件，其中发明专利占比超过90%，海外专利占比超过38%；OLED、传感、人工智能、大数据等重要领域专

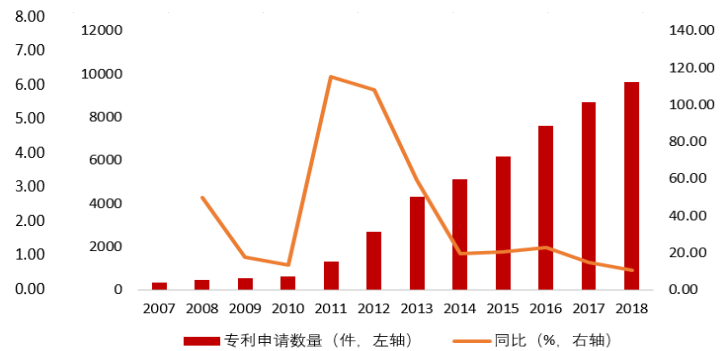
利申请超4000件，新增专利授权超4800件，其中美国授权超1600件。美国商业专利数据显示，京东方美国专利授权量全球排名从2017年的第21位跃升至2018年第17位。

图 6：公司研发投入逐年增长



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

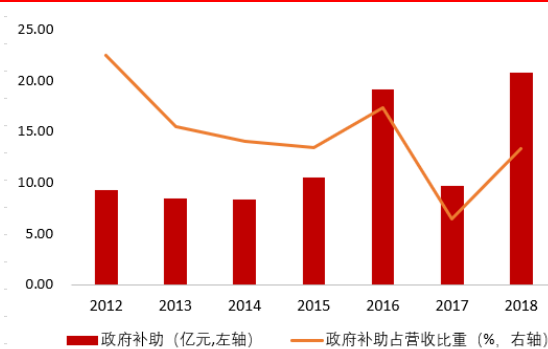
图 7：公司历年专利申请数量



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

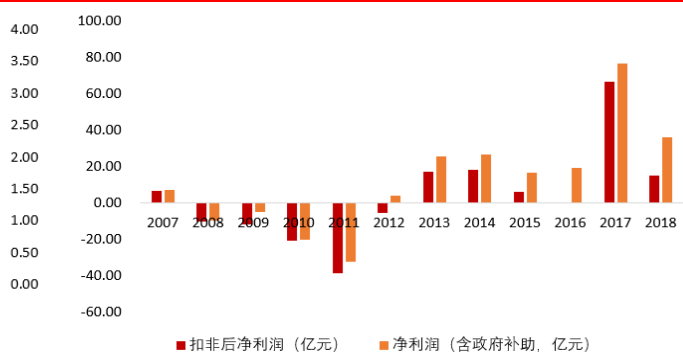
**国家意志强力推进，政府支持助力发展。**面板产线建设投入资金巨大，一条产线的投入金额高达数百亿元，此外行业强周期性的特点导致投入成本在短期内难以收回，面板企业往往要经历数年的亏损才能实现盈利。因此，行业内公司难以通过银行贷款渠道获得大量融资。由于显示面板在国家工业化进程中具有重要地位，是国家重点发展的战略性行业之一，因此政府往往采取产业扶持政策为国内面板企业提供资金。作为国内显示面板龙头，公司每年能收到数十亿元的政府补助，位居电子行业前列。高额的政府补助在极大程度上缓解了公司的融资压力，无论是对生产技术研发还是新产线扩充都大有益处。

图 8：公司历年收到的政府补助情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 9：公司历年盈利情况



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**产能过剩刺激需求爆发，逆向投资扩大市场份额。**面板行业具有较强的周期性，一轮面板周期往往会经历“新需求产生-利润增加→厂商扩产→供过于求→价格下行→产能退出→价格企稳反弹→厂商扩产”的完整过程。在行业低迷期，面板厂商通常会通过缩减产能来控制成本并维持面板价格稳定，但部分行业龙头却采用逆周期投资策略造成面板价格进一步下跌，一来以较低面板价格刺激下游需求，二来迫使竞争对手退出竞争并趁机扩大市场份额，并在景气好转时占得先机。三星电子正是通过三次逆周期操作成长为了全球存储器和半导体显示巨头。在2008年全球金融危机爆发，全球面板巨头纷纷控制产能的背景下，公司通过逆周期投资扩充市场份额。虽然2008至2012年公司连续五年扣非后净利润均为负值，但政府的大力扶持在一定程度上减轻了公司的现金流压力，公司



也于2013年扭亏为盈，并逐步成长为全球液晶显示领域的领军企业，顺利完成了从1到N的转变。

## 2.OLED 迎来爆发期，公司有望深度收益

**OLED面板特性优异，有望取代LCD成为主流。**OLED (Organic Light-Emitting Diode)，又称有机发光二极管，是一种新型的面板显示材料。相比传统的液晶显示技术 (LCD)，OLED具有诸多优势，比如更加宽广的色域、更高的色彩饱和度，更为轻薄结构、更低的能耗、更快的刷新速度和更广的视角等。与LCD相比，OLED是一种自发光技术产品，无需加装背光电源便可达到较高的亮度和色彩饱和度。由于不需要背光板，所以OLED显示屏幕可以弯曲变形。总而言之，OLED相比LCD具有诸多优良特性，未来大规模应用是大势所趋，有望取代LCD成为面板行业主流。

表 1：LCD 与 OLED 的对比

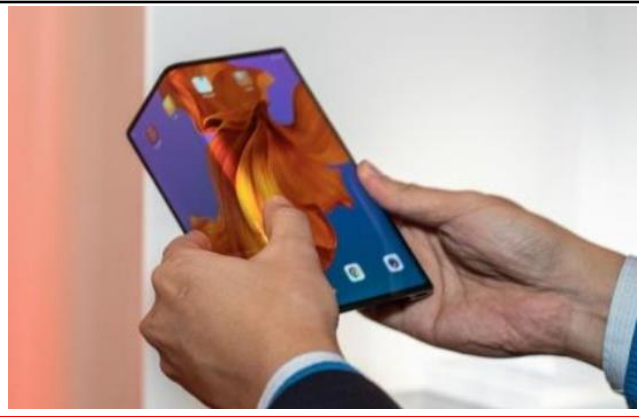
	TFT-LCD	OLED
响应速度	3-20 毫秒，等待液晶反应，反应速度慢	<10 微秒，反应快，动态显示无残影
显示面板厚度	2-3mm	<1mm (无背光模组及液晶层)
发光方式	被动发光 (需背光)	固态自发光
成本	技术成熟，成本较低，但成本可降低空间小	无需背光模组，量产成熟后成本可降低空间大
色彩饱和度	会出现背光源漏光和光晕现象，只可实现 85% NTSC 色域	具有自然真实的色彩还原能力，可达到 110% NTSC 色域
对比度	数千：1	百万：1
视角	170 度视角，且视角不同会有色偏问题	不受限制的 180 度视角，且视角不同无色偏问题
电压/功耗	驱动电压 5-30V，功耗较高、较耗电，且背光源固定开启，暗画面也耗电	驱动电压 5-12V，功耗较低、较省电，且暗画面不发光，可省电
工作温度	-20°C-70°C	-40°C-85°C
寿命	5000-30000 小时	>5000 小时

资料来源：互联网，东莞证券研究所

**柔性 OLED 已成旗舰标配，折叠屏打开行业成长新空间。**凭借优越的性能和较低的能耗，OLED 出货占比呈迅速上升趋势，被各大厂商纷纷采用。在 2018 年，以三星 Galaxy Note9、华为 Mate20 Pro、苹果 XS/XS MAX 为代表的智能旗舰机型均搭载 AMOLED 屏幕，2019 年在巴塞罗那举行的世界移动通信大会上，三星和华为两家手机厂商搭载柔性 OLED 屏的可折叠手机产品引发市场高度关注。此外，OPPO、小米、柔宇等企业纷纷布局可折叠手机，终端产品即将面世，OLED 面板有望借手机折叠趋势的东风，进一步加快渗透应用。根据 HIS 预测，2019 年全球智能手机 OLED 面板的渗透率将超过 LCD，达到 50.7%，2025 年将进一步提升至 73%。

图 10：三星折叠手机 Galaxy Fold

图 11：华为折叠手机 Mate X



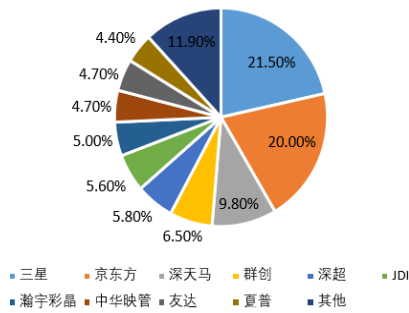
资料来源：互联网，东莞证券研究所

资料来源：互联网，东莞证券研究所

从“四方演义”到“双雄争霸”，面板行业壁垒提升。在液晶显示时代，面板行业的竞争格局是日本、韩国、中国大陆和中国台湾的“四方演义”。目前LCD制作工艺比较成熟，竞争厂商数量较多，行业整体盈利水平不高，而OLED面板的虽然在制造工艺上与液晶面板存在一定相似之处，但制造流程更为复杂，目前技术尚未完全成熟，成本可降低空间较大。此外，OLED生产、制造对关键设备要求较高，以面板制造上游的蒸镀设备为例，Canon在蒸镀设备方面具有不可替代的技术优势，中游面板企业对其依赖度极高，但设备产能受限。因此，OLED面板具有更高的技术壁垒，具备相应生产能力的厂商数量较少。在很长一段时间内，OLED市场都是三星一家独大的状态，其市占率一度超过95%，国内份额几乎为零。2018年，京东方成为华为mate20 pro的OLED屏幕供应商，大陆面板企业正式进军OLED行业，拉开与韩企争夺市场份额的序幕。从LCD时代的“四方演义”到OLED时代的“双雄争霸”，面板行业的准入门槛大幅提升，行业内企业的盈利能力有所增强。

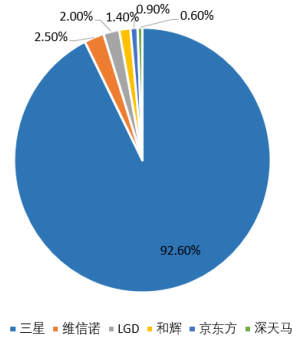
**AMOLED市场集中度更高，国产替代需求强烈。**据CINNO Research最新调查数据，三星、京东方、深天马位列2018年全球智能手机面板出货量的前三位，市场份额分别为21.50%、20.00%和9.80%，出货量前五名市场份额合计为63.60%，前十名市场份额合计为88.90%。相比之下，手机AMOLED面板的市场份额更为集中，仅三星一家的市场占有率就高达92.60%，前五AMOLED厂商市场份额合计为99.40%。更少的市场参与者意味着更高的行业毛利率，因此AMOLED的产品附加值相比LCD面板有显著提升。此外，以京东方、深天马和维信诺为代表的国产面板厂商手机AMOLED面板合计市场份额仅为4.00%，而我国拥有全球最大的消费电子下游市场，因此AMOLED屏幕具有广阔的国产替代空间。随着国内厂商AMOLED生产技术逐渐成熟和良率不断提高，这一数值有望在2019年迎来显著突破。

图 12: 2018 年全球智能手机面板出货份额



资料来源: CINNO Research, 东莞证券研究所

图 13: 2018 年全球智能手机 AMOLED 面板出货份额

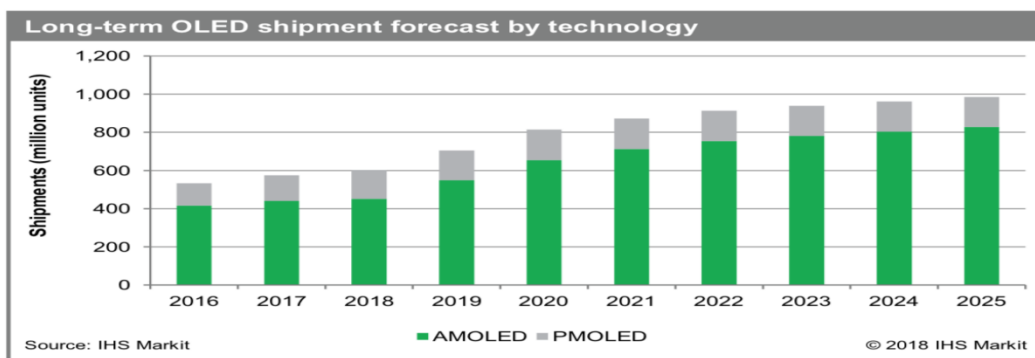


资料来源: CINNO Research, 东莞证券研究所

**屏下指纹助推 OLED 面板需求。**屏下指纹识别,是将指纹识别器隐藏在屏幕下方,透过屏幕对用户的指纹信息进行采集和匹配的识别方式。与传统电容式指纹识别相比,屏下指纹识别解锁方案不会占用屏幕空间,十分契合手机全面屏的发展方向。2018 年是屏下指纹元年, vivo 于 1 月推出的 vivo X20Plus 成为全球首款搭载屏下指纹模组的手机,其他安卓厂商纷纷跟进。根据 IHS 数据显示,截至 2018 年底,累计有 18 款手机型号采用了屏下指纹技术,2018 年屏下指纹模组总出货量达到 3000 万片。此外, IHS 还预计屏下指纹渗透率将在 2019 年实现进一步提升,出货量将增长 6 倍,达到近 1.8 亿片。目前由于技术限制,手机的屏下指纹识别方式无论是采用光学识别方案还是超声波识别方案,都必须搭载 OLED 显示屏,“屏下指纹+OLED 面板”成为标配。因此,智能手机整机厂商必将加大对 OLED 面板的采购需求,这将对 OLED 面板的渗透率提升起到良好的助推作用。

**OLED 市场空间广阔。**OLED 具有诸多优良特性,但它的研发和生产具有较高的资金和技术门槛,目前仅有几家厂商具备量产能力,整体处于供不应求状态。我们认为随着生产工艺逐渐成熟和产能逐步投放,OLED 良率有望改善,全球出货量将迎来大幅增长。据 IHS 预计,2019 年全球 OLED 出货量将达到 7 亿片,2025 年有望接近 10 亿片,其中超过 70%的 OLED 屏幕将应用在智能手机上。

图 14: OLED 出货量预测



资料来源: IHS, 东莞证券研究所

**提早布局 OLED, 尽享行业爆发红利。**公司进入 AMOLED 领域时间较早,早在 1998 年就组件研发小组着手柔性 AMOLED 显示研发。2001 年,公司成立了 AMOLED 实验室,以充分把

握 AMOLED 显示市场的机遇；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，这是我国第一条自主设计并拥有自主知识产权的新型显示技术生产线，产线于 2014 年实现量产。截至目前，公司已经宣布建设 4 条第 6 代柔性 OLED 产线，其中成都柔性 AMOLED 产线正在爬坡中，已实现为华为等一线品牌客户供货，绵阳柔性 AMOLED 生产线项目正在建设中，预计 2019 年投产；重庆、福州柔性 AMOLED 生产线项目与成都、绵阳的柔性生产线投资金额相同，均为 465 亿元，设计产能均为 48K/月。四条柔性 AMOLED 产线陆续投产，将奠定公司在柔性 AMOLED 领域的市场竞争优势地位，使公司具备为全球品牌厂商提供高品质柔性 AMOLED 屏的能力。

**表 2：公司 OLED 产线统计**

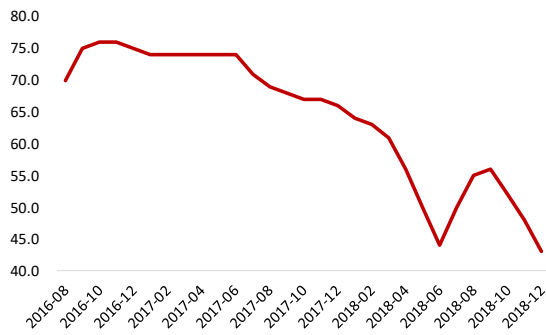
产线名称	计划产能	投资金额	产品类别	备注
鄂尔多斯 5.5 代线	20K/月	220 亿元	刚性 OLED	中国首条，全球第二条 AMOLED 生产线，于 2011 年开始投建，2014 年实现量产
成都 6 代线	48K/月	465 亿元	柔性 OLED	中国首条，全球第二条柔性 AMOLED 产线，于 2015 年开始建设，目前正在爬坡中，已为一线品牌客户供货
绵阳 6 代线	48K/月	465 亿元	柔性 OLED	于 2016 年 12 月开始建设，预计今年投产
重庆 6 代线	48K/月	465 亿元	柔性 OLED	于 2018 年 12 月开始建设，预计 2020 年投产
福州 6 代线	48K/月	465 亿元	柔性 OLED	已签约，尚未开始建设

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

### 3. 逆周期投资扩大液晶显示份额，布局高世代线顺应发展潮流

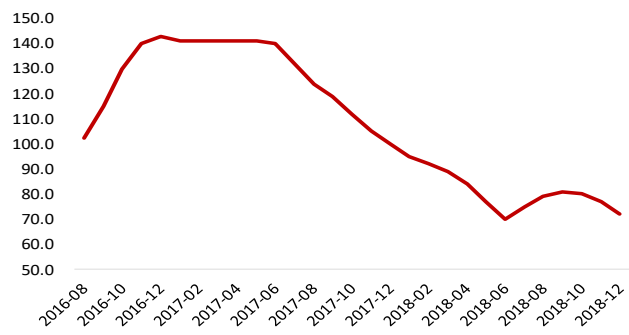
液晶面板行业回顾：产能过剩加剧面板价格下跌。面板行业周期性较强，面板价格能在很大程度上影响面板生产商的盈利能力。在经历了 15 年至 16 年上半年的下跌后，面板价格开始持续上涨。以 32 寸电视面板价格为例，价格从 16 年 6 月开始持续上升，最高涨至 10 月的 77 美元，6 个月涨幅高达 48%。价格上涨驱动面板企业新增 TFT-LCD 产线，LCD 产能迅速增加，行业供求关系发生逆转。2017 年，液晶面板价格见顶并逐渐进入下行通道。2018 年，受贸易摩擦关税波动风险加大、世界杯需求弱于预期、电视制造商低价去库存等多重因素的影响，液晶面板价格进一步下探，虽然在三季度面板价格出现短暂反弹，但很快重回跌势。截至 2018 年 12 月，32 寸、40 寸、43 寸、49 寸和 55 寸液晶面板平均价格分别为 43、72、85、111 和 145 美元，相较 1 月平均价格分别下降 32.8%、24.2%、19.0%、20.7% 和 17.6%。

图 15: 32 寸 HD 液晶电视面板价格 (美元)



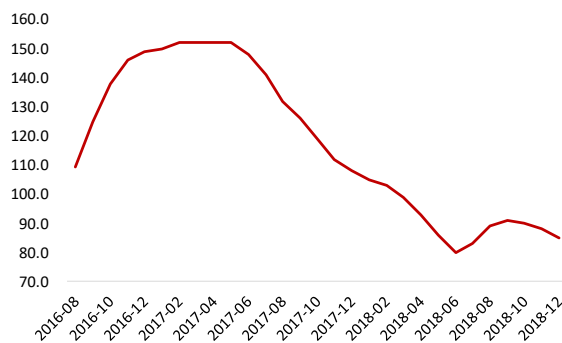
资料来源: 公开新闻整理, 东莞证券研究所

图 16: 40 寸 FHD 液晶电视面板价格 (美元)



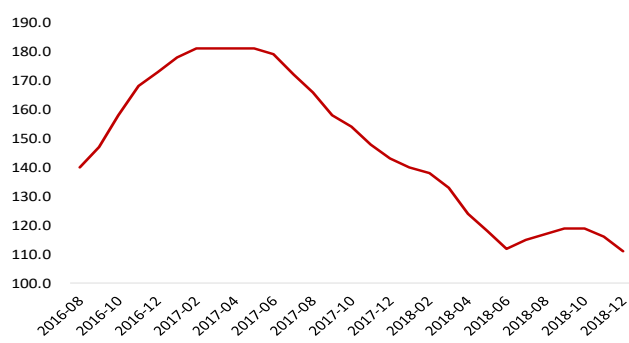
资料来源: 公开新闻整理, 东莞证券研究所

图 17: 43 寸 FHD 液晶电视面板价格 (美元)



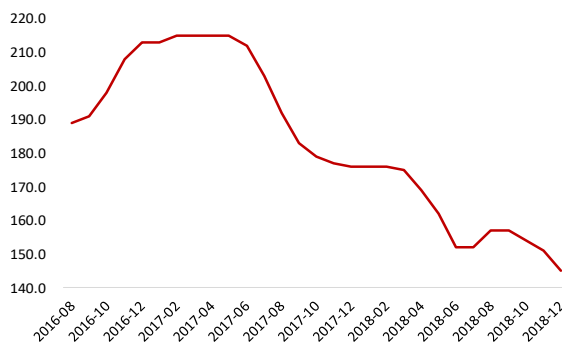
资料来源: 公开新闻整理, 东莞证券研究所

图 18: 49 寸 UHD 液晶电视面板价格 (美元)



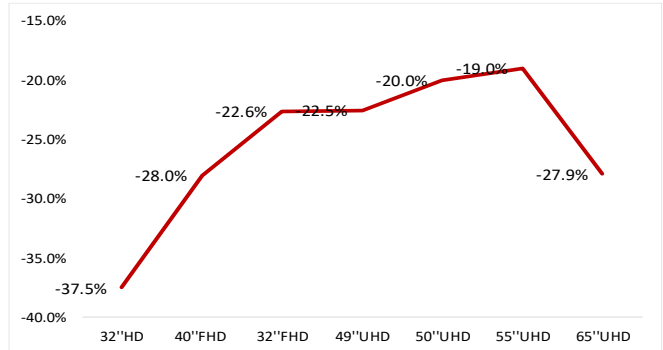
资料来源: 公开新闻整理, 东莞证券研究所

图 19: 55 寸 UHD 液晶电视面板价格 (美元)



资料来源: 公开新闻整理, 东莞证券研究所

图 20: 主流尺寸面板价格跌幅 (2018/1/18-2018/12/18)



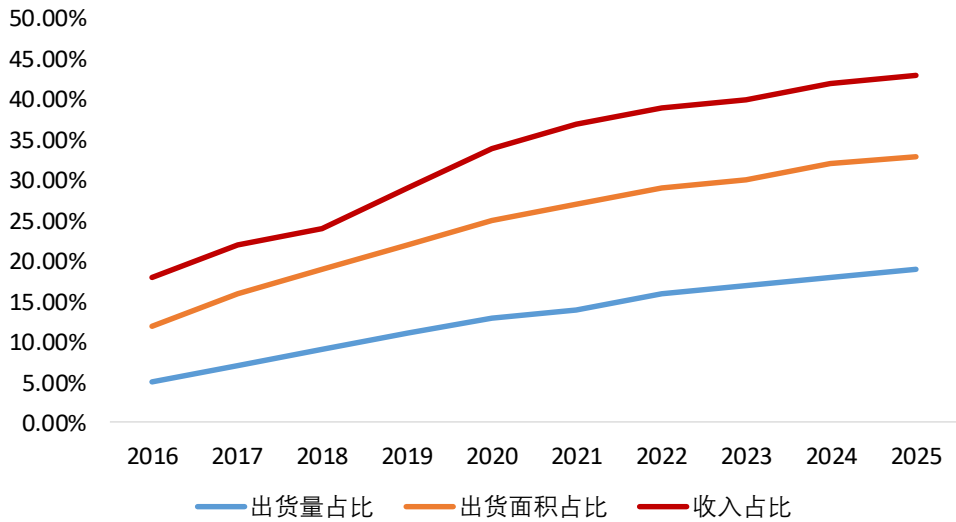
资料来源: 公开新闻整理, 东莞证券研究所

供需边际改善明显, 液晶面板价格有望筑底回升。据报道, 三星Display计划将其8.5代LCD工厂之一L8-1关闭并转换为QD-OLED, 转换过程可能在2019年开始, 而在过去几年中为应对大陆对LCD面板的大量投资, 三星显示和LGD已关闭了5条5.5代LCD线和一条7.5代LCD晶圆厂, 韩企产能退出有助于改善LCD产业供给格局。从需求侧看, 华为的两款液晶电视于今年5月通过3C强制认证, 有望于9月或10月正式上市, 生产商均为合肥京东方视讯科技有限公司。华为推出大尺寸LCD电视, 将充分带动液晶电视面板下游需求。公司此前通过逆周期扩张进一步提升了液晶显示领域市场份额, 目前五大主流显示产品市占率均位列全球第一, 未来有望充分受益面板行业景气回升。

大尺寸、超高清是液晶面板发展的必然趋势。LCD下游应用广泛, 主要包括TV、手机屏、IT产品和平板电脑等, 其中电视面板面积占比达到七成左右。随着显示技术日益升级,

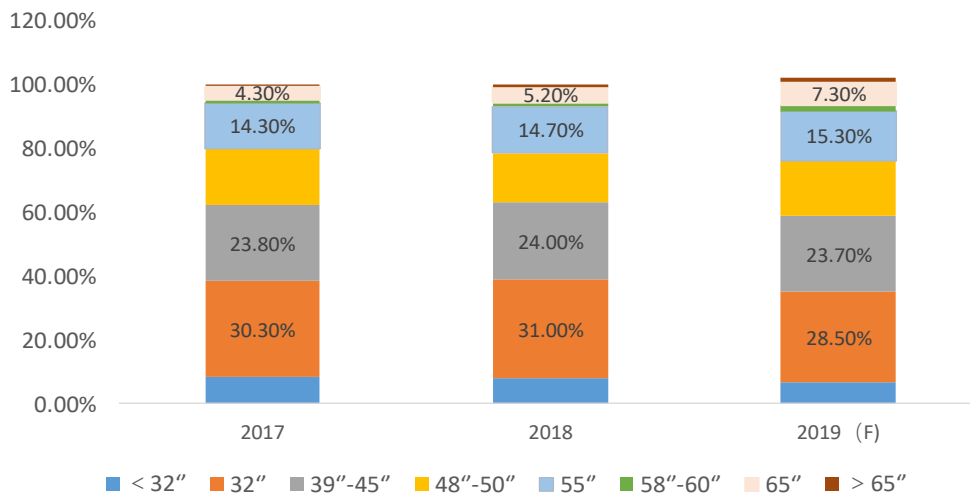
液晶电视面板向高清大屏方向发展的趋势已不可逆转，在消费和商用双双加持下，下游需求也将实现高速增长。根据IHS报告显示，全球60寸及以上的超大尺寸电视面板需求正保持迅速增长，其出货量将在2016年首次破千万后的10年内增长近4倍。预计到2025年，60寸及以上电视面板出货量可达5400万块，占整体电视面板需求的19%，其在出货面积中的总份额将从2016年的12%增加至2025年的33%，收入份额占比则从5%增长至19%。

图 21：60 寸及以上电视面板份额占比



资料来源：IHS，东莞证券研究所

图 22：各尺寸电视面板份额预计

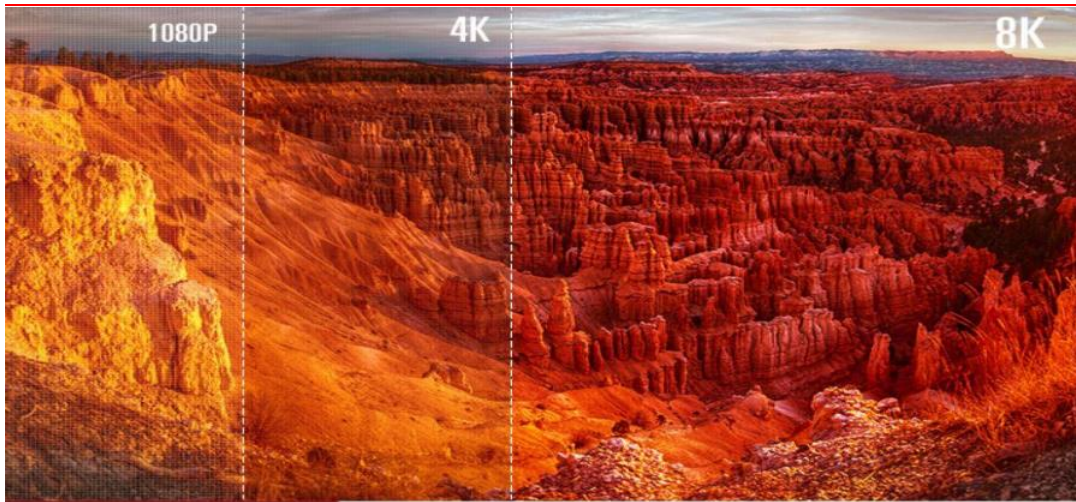


资料来源：群智咨询，东莞证券研究所

**5G助力8K超高清显示走向普及。**4K视频缺乏严谨的标准支持，除了分辨率之外其余指标皆沿用FHD（1080P）标准，革新幅度相对较小；而早已通过国际电信联盟（ITU）和电影工程师协会（SMPTE）认可的8K Super Hi-Vision则拥有自成一套的标准体系，对画面帧率、标准观看距离、视角模式以及音频标准作出了详细规定，预计将带来从视觉到听觉的巨大变革。然而，从视频采集的结果来看，长度为1分钟左右的8K视频需占用约194GB的存储空间，对移动网络的要求提高，现有4G网络无法很好地满足8K视频的传送带宽要

求。5G网络的峰值速率可达到20Gbps，每平方公里可连接设备数超过100万，并可实现毫米级别的传输延迟，相比4G的20毫秒提升明显。5G高速率、低延迟、高密度连接的特性能担负起8K视频的巨大数据吞吐量，预计将成为8K视频普及的助推器。5G网络预计将在2019年底至2020年在全球范围内实现商用，这与8K视频开始普及的时段基本重合。目前8K视频尚未正式起步，群智咨询数据显示目前8K面板渗透率仍不足0.1%，但在2020年8K渗透率将增长到1%左右，而在2022年将进一步提升至3.6%，搭乘5G快车，8K显示将迎来飞跃式增长。

图 23：不同分辨率画质对比



资料来源：夏普，东莞证券研究所

**逆向投资巩固领先地位，布局高世代线顺应发展潮流。**在液晶面板持续下行，韩企陆续关闭LCD产线的背景下，大陆面板厂商通过逆周期投资扩大LCD市场份额，市场排名不断前移。从2018年全球液晶电视面板出货情况看，京东方电视面板出货数量达到0.54亿片，超过LGD成为全球最大的电视面板生产商，且后续将长期站稳第一的位置。目前公司拥有九条TFT-LCD产线，其中合肥10.5代线为全球首条10.5代液晶面板产线，主推尺寸为75英寸，十分契合液晶电视大屏高清的发展潮流。据公司副总裁张宇表示，公司所生产的75英寸8K超高清液晶电视面板将于今年二季度上市，下半年55英寸和65英寸也将陆续上市。合肥10.5代线已于今年3月实现满产，每月生产约12万片基板，而公司在武汉建设的第二条10.5代线也将于2020年实现量产。高世代产线投产后，公司在超大尺寸及超高分辨率生产线的竞争力将进一步增强，继续夯实在全球液晶面板领域的领先地位。

表 3：公司 LCD 产线情况

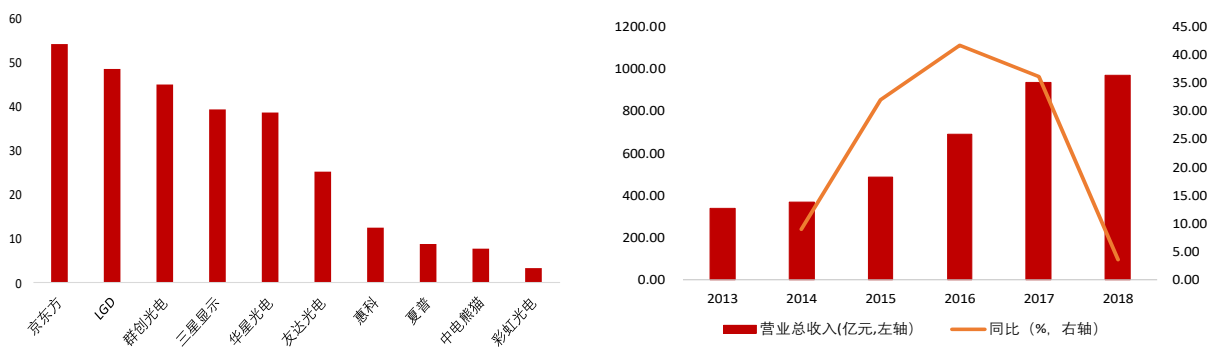
产线名称	产能	投资金额	投产时间	备注
北京 5 代线	60K/月	110 亿元	2005 年	大陆首条依靠自主技术建设的显示生产线,填补了国内 TFT-LCD 显示产业空白,结束大陆“无自主液晶屏时代”
成都 4.5 代线	45K/月	34 亿元	2009 年	——
合肥 6 代线	90K/月	175 亿元	2010 年	大陆首条高世代线,结束我国液晶电视屏全部依赖进口的历史
北京 8.5 代线	140K/月	280 亿元	2011 年	大陆首条 8.5 代线,实现我国全系列液晶屏国产化
合肥 8.5 代线	110K/月	285 亿元	2013 年	——
重庆 8.5 代线	140K/月	328 亿元	2015 年	——
福州 8.5 代线	150K/月	300 亿元	2017 年	——
合肥 10.5 代线	120K/月	400 亿元	2017 年 Q4	全球首条 10.5 代线,开创大尺寸超高清显示新时代
武汉 10.5 代线	120K/月	460 亿元	2020 年	——

资料来源: wind, 东莞证券研究所

#### 4. 公司经营分析

液晶面板领先地位稳固, 营收实现同比增长。2018 年, 公司显示面板出货总量继续保持全球第一, 五大主流显示产品市场份额均有所提升, 并全面达成全球第一。其中, 公司液晶电视面板出货达 0.54 亿台, 同比增长 24%, 显示器件整体出货面积同比增长超过 30%, 由全球第四升至第二, 仅次于 LGD。液晶面板出货增长带动公司营收实现同比上升, 公司在 2018 年全年实现营业收入 971.09 亿元, 同比增长 3.53%。

图 24：2018 年全球液晶电视面板出货情况（万片）图 25：公司 2013-2018 营收增长情况



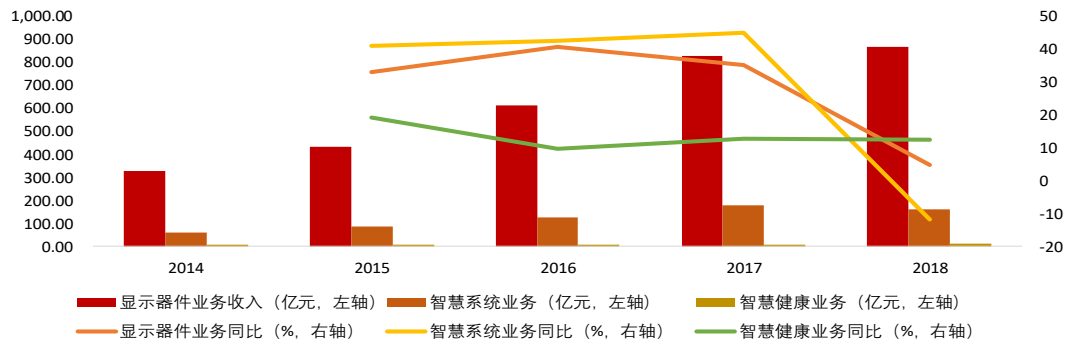
资料来源: 电子发烧友, 东莞证券研究所

资料来源: 公司年报, 东莞证券研究所

分业务来看, 公司 2018 年显示器件业务和智慧健康业务分别实现营收为 866.64 亿元和 11.52 亿元, 同比分别增长 4.87%和 12.50%, 智慧系统业务实现营收 160.12 亿元, 同比下降 11.71%。三项业务的营收增速相较 2017 年均有所下滑, 其中显示器件业务和智慧系统业务营收增速下滑较大, 分别下降 30.14 和 56.76 个百分点。



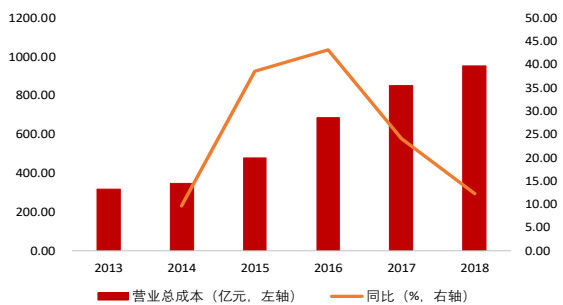
图 26：公司各业务 2014-2018 年营业收入情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

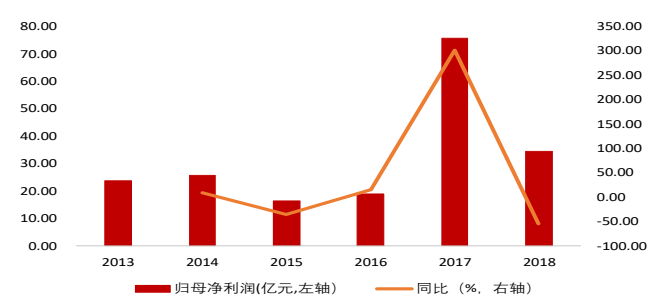
成本管控良好，面板价格下跌拖累企业盈利。液晶面板价格在 2018 年全年维持下行态势，对公司的产品价格和盈利能力造成了较大影响。在面板出货同比大幅增加，营业收入实现正向增长的情形下，公司的归母净利润反而下滑，全年实现归母净利润 34.35 亿元，同比下降 54.61%；公司成本管控良好，在显示器件出货面积同比增长超过 30% 的情况下，营业总成本仅同比增长 12.24%，显示出较强的成本控制能力。由此可见，公司利润下降的主要原因来自产品价格下跌而非成本上升，一方面液晶面板行业在 2017 年达到景气高点，公司 2017 年归母净利润同比增速高达 301.99%，全年利润基数较高；另一方面，2018 年面板价格下行，在前一年比较基数较高的情况下，公司利润增速出现回落。

图 27：公司 2013-2018 年营业成本情况



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

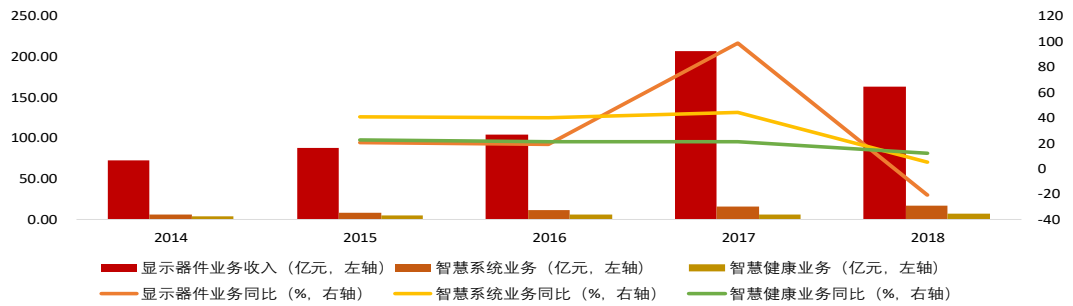
图 28：公司 2013-2018 年归母净利润增长情况



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

分业务来看，2018 年公司的智慧系统业务和智慧健康业务毛利润均实现正向增长，同比分别增长 5.08% 和 12.01%，但显示器件业务毛利受面板价格拖累同比下降较多，全年毛利润为 163.27 亿元，同比下降 20.98%。

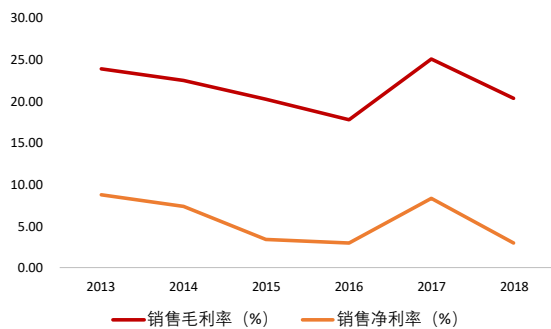
图 29：公司各业务 2014-2018 年毛利润情况



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

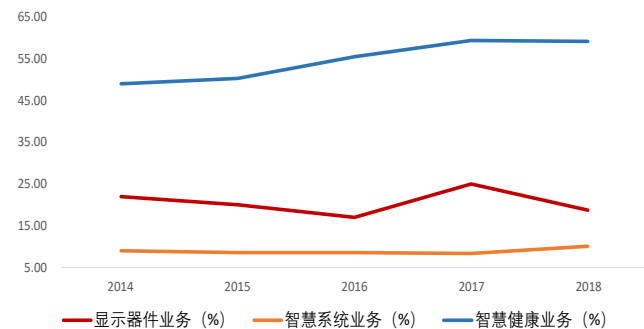
毛利率、净利率有所下滑。受面板价格拖累，公司在 2018 年的销售毛利率和销售净利率大幅下滑。2018 年全年公司销售毛利率为 20.39%，同比下降 4.68 个百分点，销售净利率为 2.97%，同比下降 5.41 个百分点。分业务来看，显示器件业务毛利率是下滑是公司盈利能力下滑的主要原因，公司 2018 年显示器件业务毛利率为 18.84%，相比 2017 年下降了 6.16 个百分点，而显示器件业务营收占比接近 90%，因此拖累了公司的整体盈利；智慧系统业务和智慧健康业务的盈利能力则保持相对稳定，毛利率分别为 10.08%和 59.14%，同比分别上升 1.61 个百分点和下降 0.23 个百分点。

图 30：公司 2013-2018 年销售毛利率、净利率



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

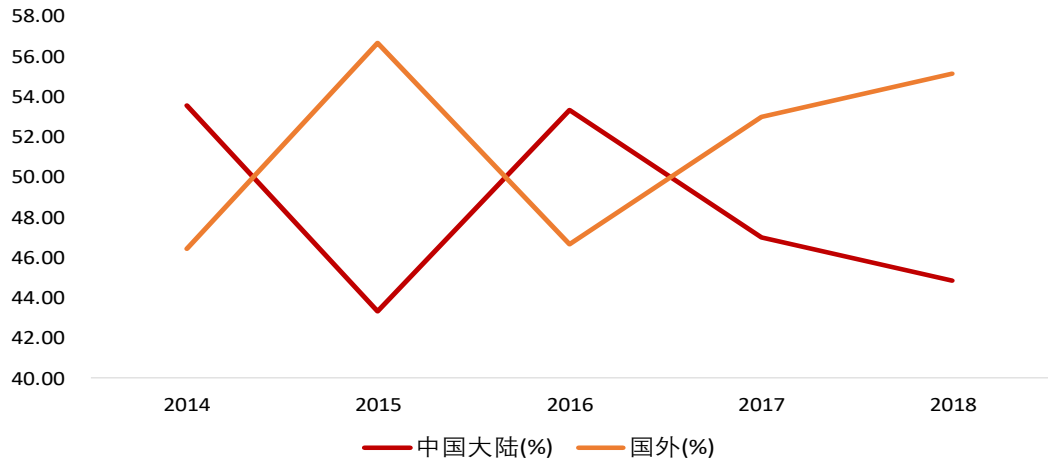
图 31：公司 2014-2018 年各业务毛利率



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

客户遍布海内外，国内、国际业务各占半壁江山。作为国内面板龙头企业，公司与众多消费电子企业和电视整体厂商保持长期密切合作关系，主要客户包括三星、华为、LG、惠普、联想、华为、索尼、海信等。公司近年来国内业务和国际业务占比保持相对稳定，业绩占比各为 50%左右。以 2018 年为例，公司来自大陆的营收为 428.42 亿元，来自国外客户的营收为 527.36 亿元，分别占比 44.82%和 55.18%。

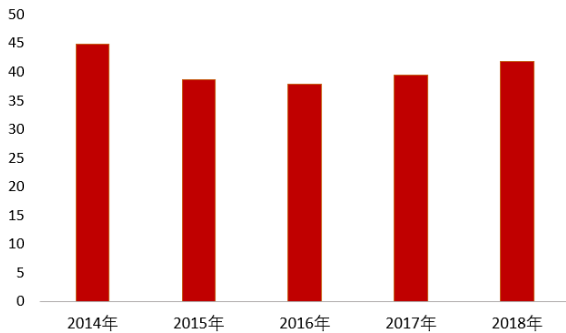
图 32：公司国内外营业收入占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

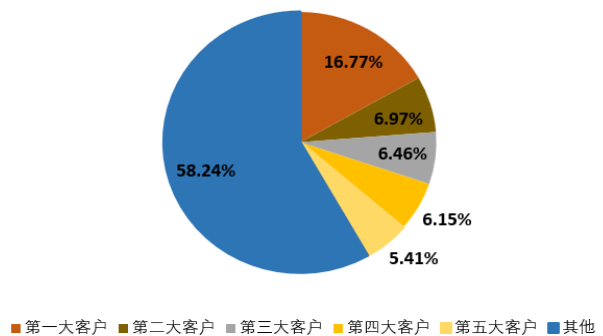
**客户结构优质，合作关系稳定。**公司与多家国际知名企业保持长期合作关系，近年来前五大客户营业收入合计占比保持在 35%至 45%之间，客户结构较为稳定。公司第一大客户占公司营收比重保持在 25%以下，2018 年其营收占比为 16.77%。合理的客户结构有助于公司针对重点客户提供个性化服务，也能降低下游风险，避免对单一客户形成过度依赖。

图 33：公司前五大客户占比保持稳定 (%)



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 34：公司 2018 年收入来源占比 (%)



资料来源：公司年报，东莞证券研究所

## 5.投资建议

维持谨慎推荐评级。公司是全球显示面板领军企业，具备规模和技术双重优势，在智能手机显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏和电视显示屏五大领域出货量均实现全球第一，并通过逆周期投资扩充产线，有望充分受益液晶面板价格回暖。此外，公司还是部分一线手机厂商的 OLED 屏幕供应商，随着四条柔性 AMOLED 产线陆续投产，公司将具备为全球品牌厂商提供高品质柔性 AMOLED 屏的能力，AMOLED 份额将不断提升。因此，看好公司未来发展前景，并维持谨慎推荐评级。预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 0.15 元和 0.19 元，对应 PE 分别为 23 倍和 18 倍。

风险提示：AMOLED 渗透不如预期，液晶面板价格继续下行等。

表 4：公司盈利预测简表（截至 2019/06/10）

科目（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>97,108.86</b>	<b>126,955.10</b>	<b>141,808.77</b>	<b>174,280.00</b>
<b>营业总成本</b>	<b>95,411.28</b>	<b>123,041.63</b>	<b>136,405.78</b>	<b>167,191.09</b>
营业成本	77,306.22	101,840.18	118,298.98	138,232.00
营业税金及附加	778.61	900.31	1,158.00	1,352.18
销售费用	2,891.06	3,400.38	4,200.40	5,022.13
管理费用	4,959.18	5,640.21	7,091.11	8,321.65
研发费用	5,039.93	5,900.45	7,165.40	8,662.00
财务费用	3,196.70	4,360.10	4,583.00	4,601.13
<b>其他经营收益</b>	<b>2,309.52</b>	<b>2,200.00</b>	<b>2,200.00</b>	<b>2,200.00</b>
公允价值变动净收益	2.06	0.00	0.00	0.00
投资净收益	306.89	200.00	200.00	200.00
其他收益	2,000.57	2,000.00	2,000.00	2,000.00
<b>营业利润</b>	<b>4,008.17</b>	<b>6,113.47</b>	<b>7,602.99</b>	<b>9,288.91</b>
加 营业外收入	169.43	150.00	150.00	150.00
减 营业外支出	55.31	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	<b>4,122.29</b>	<b>6,213.47</b>	<b>7,702.99</b>	<b>9,388.91</b>
减 所得税	1,242.42	1,655.69	2,284.79	2,858.57
<b>净利润</b>	<b>2,879.87</b>	<b>4,557.78</b>	<b>5,418.20</b>	<b>6,530.34</b>
减 少数股东损益	-555.25	-740.06	-1,021.17	-1,278.22
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>3,435.13</b>	<b>5,297.84</b>	<b>6,439.37</b>	<b>7,808.56</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	<b>0.19</b>	<b>0.22</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn