京东方 A：三季报符合预期，中长期投资机会明确

方正证券研究所证券研究报告

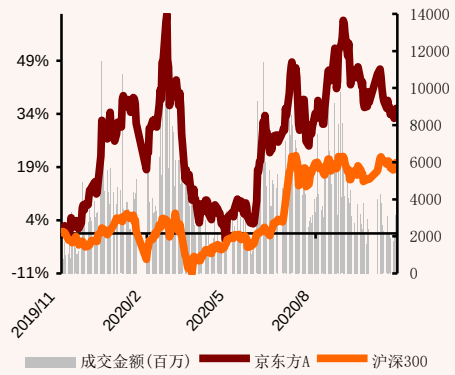
京东方 A(000725)　　公司研究

电子行业　　公司财报点评

2020.10.31/强烈推荐(维持)

分析师： 陶胤至
执业证书编号： S1220520010004
TEL： 010-68584806
E-mail taoyinzhi@foundersc.co
分析师： 陈杭
执业证书编号： S1220519110008
TEL： 010-68584806
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：拟并购中电熊猫 8 代产线，进一步强化市场份额与产品布局》2020.09.26
《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

请务必阅读最后特别声明与免责条款

三季报业绩表现符合预期

前三季度公司实现营收 1016.88 亿元，同比增长 18.63%，实现归母净利润 24.76 亿元，同比增长 33.67%，扣非后净利润 8.88 亿元，同比增长 569.73%。前三季度资产减值损失影响利润约 6.94 亿元。

其中第三季度实现营收 408.21 亿元，同比增长 33.04%，环比增长 16.57%。实现归母净利润 13.40 亿元，同比增长 629.30%，，环比增加 7.71 亿元。实现扣非后净利润 10.64 亿元，同比增长 226.61%，环比增加 7.38 亿元。第三季度资产减值损失影响利润约 1.37 亿元。三季报整体业绩表现符合预期。

LCD 面板价格持续改善带动业绩回暖

受益于 LCD TV 面板价格持续大涨，以及武汉 G10.5 产能持续爬坡，公司季度内营收创单季历史新高，环比增加约 60 亿元，经营业绩亦环比大幅改善。20Q3 单季综合毛利率达 18.61%，环比增长 1.77pct。

6 月以来，随着海外市场电视需求恢复，面板供不应求，电视面板报价持续超预期。根据 AVC 统计数据，9 月底相比年初，重点尺寸面板价格平均涨幅 33%，中小尺寸涨幅较大，其中 32”涨幅达到 47%；而四季度面板需求仍然保持高位，面板价格上涨趋势有望保持到年底。

根据 AVC 统计数据，前三季度电视面板出货量 201.7M，同比下降 6.6%，相较于 2020 年上半年出货量同比降幅 9.2%，收窄 2.6pct。前三季度电视面板出货面积 125.1M m^2，同比增长 3%，相较于上半年出货量同比下降 0.5%，提升 3.5pct。

20Q3 以来下游电视品牌厂商积极备货，需求远好于预期。根据 AVC 数据，进入 7 月份，面板厂库存已触及安全区间（1-1.5 周）底部，预计持续至 2020 年底仍将一直处于安全区间以下。

预计 2020 年全年全球电视出货远好于预期，有望同比实现增长 1.4%，特别是北美市场需求增长较快，预计电视出货同比增长超过 16%。

同期 IT 面板亦持续维持景气，面板产品价格自今年以来持续维持上涨，截至 9 月末 IT 面板平均涨幅预计超 3%。20Q4 涨价金额有扩大趋势。我们认为除下游品牌厂备货积极外，与面板整体产能持续趋紧也有重要关系。目前京东方 IT 面板销售金额占比仍较高。

预计 20Q4 京东方营收有望环比持续增长，整体经营业绩进一步显著改善。报告期内公司公告，拟收购中电熊猫南京、成都产线部分股权，有望进一步补齐 VA 屏、IGZO 背板、50/58/70 等差异化尺寸产品量产供应能力，并有望在 2021 年带来营收、

业绩增量。

业绩增长确定性高，中长期投资机会明确

20Q3 以来的行业高景气，带动了部分国产厂商的扩产规划，以及少数韩厂的延迟退产。LCD 市场重蹈周期性覆辙的隐忧有所显现。

我们认为，随着龙头厂商市场份额的持续提升，特备是 TV 面板市场较为明显的供给集中化趋势。龙头厂商对于产品出货结构调整，以及对整体供需与价格的影响力在显著提升。中期来看，TV 面板价格大幅调整的可能性仍较低。

2020 年上半年及前三季度，电视面板厂商在整体出货数量下降的情况下，实现了出货面积的持平与增长。已经展现出通过增加大尺寸产品出货比重，对供需和价格的有效影响。

从需求端来看，除北美市场外，全球整体电视终端市场 ASP 金额相对较低。如大陆电视终端 ASP 持续维持在 3000 元以内，主要还是由于产品同质化程度高，“低价竞争”策略所致。

4K/8K 内容普及、大尺寸化、量子点、OLED、Mini LED 背光等技术，有望带动中高端产品出货增长，及终端 ASP 的提升。即品牌厂通过差异化产品，挖掘更多中高端市场需求，有望逐渐消化面板价格对成本带来的影响。如国内市场龙头品牌“小米”20Q3 起已开始逐步推“大师系列”试水中高端电视市场。目前来看，20Q4 电视面板价格的持续上涨，并未对终端品牌采购产生显著影响。我们认为下游终端对面板价格仍具备一定的消化能力。

展望 2021 年，我们预计韩厂减产影响下，上半年市场供需仍持续偏紧，龙头厂商业绩确定性较高，行业中长期投资机会明确。

投资评级与估值

按 2021 年合并中电熊猫南京 G8.5、成都 G8.6 产线计算，我们预计 2020-2022 年公司备考营收分别为 1450.53、1787.67、1906.59 亿元，备考归母净利润分别为 42.94、92.49、133.56 亿元，EPS 分别为 0.12、0.27、0.38 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	145053.0	178767.00	190659.00
(+/-)(%)	19.51	24.98	23.24	6.65
净利润	1918.64	4294.04	9248.69	13356.01
(+/-)(%)	-44.15	123.81	115.38	44.41
EPS(元)	0.06	0.12	0.27	0.38
P/E	85.79	38.33	17.80	12.32

数据来源：wind 方正证券研究所

图表1： 京东方产线营收模型（Part 1）

液晶面板-季度月产能（玻璃基板数K）		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
B17(武汉-G10.5		10	30	60	80	100	120	120	120	120	120	120	120
B10(福州)-G8.5		150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
B9(合肥)-G10.5		120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
B4(北京)-G8.5		140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
B5(合肥)-G8.5		105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105	105
B8(重庆)-G8.5		150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150	150
B3(合肥)-G6		90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90	90
B1(北京)-G5		60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
B2(成都)-G4.5		45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
B6(鄂尔多斯)-G5.5		60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
南京（CEC）-G8.5						60	60	70	70	80	80	80	80
成都（CEC）-G8.6						120	120	120	120	120	120	120	120

B17(武汉)-G10.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		30	90	180	240	300	360	360	360	360	360	360	360
单基板切割数(预计)	UHD(65 ")	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		80%	88%	94%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
季度总产能（面板片数K）		182.4	601.9	1285.9	1751.0	2188.8	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6
面板产品单价		$176	$170	$190	$220	$220	$230	$225	$225	$225	$225	$225	$225
季度总营收（景气度高）百万元人民币		224.7	716.3	1710.3	2696.6	3370.8	4228.8	4136.8	4136.8	4136.8	4136.8	4136.8	4136.8
季度总营收（景气度低）		202.2	644.7	1539.2	2426.9	3033.7	3805.9	3723.1	3723.1	3723.1	3723.1	3723.1	3723.1
B10(福州)-G8.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450
单基板切割数(预计)	FHD(43 ")	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
季度总产能（面板片数K）		4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8	4146.8
面板产品单价		$71	$67	$84	$108	$110	$112	$112	$112	$112	$112	$112	$112
季度总营收（景气度高）百万元人民币		2060.9	1944.8	2438.3	3134.9	3193.0	3251.1	3251.1	3251.1	3251.1	3251.1	3251.1	3251.1
季度总营收（景气度低）		1854.8	1750.3	2194.5	2821.4	2873.7	2925.9	2925.9	2925.9	2925.9	2925.9	2925.9	2925.9
B9(合肥)-G10.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360	360
单基板切割数(预计)	UHD(65 ")	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
季度总产能（面板片数K）		2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6	2626.6
面板产品单价		$176	$170	$190	$220	$220	$230	$225	$225	$225	$225	$225	$225
季度总营收（景气度高）百万元人民币		3235.9	3125.6	3493.3	4044.9	4044.9	4228.8	4136.8	4136.8	4136.8	4136.8	4136.8	4136.8
季度总营收（景气度低）		2912.3	2813.0	3144.0	3640.4	3640.4	3805.9	3723.1	3723.1	3723.1	3723.1	3723.1	3723.1
B4(北京)-G8.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		420	420	420	420	420	420	420	420	420	420	420	420
单基板切割数(预计)	UHD(55 ")	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
季度总产能（面板片数K）		2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2	2322.2
面板产品单价		$112	$110	$136	$168	$168	$175	$170	$170	$170	$170	$170	$170
季度总营收（景气度高）百万元人民币		1820.6	1788.1	2210.7	2730.9	2730.9	2844.7	2763.4	2763.4	2763.4	2763.4	2763.4	2763.4
季度总营收（景气度低）		1638.5	1609.3	1989.6	2457.8	2457.8	2560.2	2487.1	2487.1	2487.1	2487.1	2487.1	2487.1
B5(合肥)-G8.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315
单基板切割数(预计)	FHD(32 ")	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
季度总产能（面板片数K）		5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9	5224.9
面板产品单价		$37	$33	$48	$60	$60	$64	$62	$60	$62	$62	$62	$62
季度总营收（景气度高）百万元人民币		1353.3	1207.0	1755.6	2194.5	2194.5	2340.8	2267.6	2194.5	2267.6	2267.6	2267.6	2267.6
季度总营收（景气度低）		1217.9	1086.3	1580.0	1975.0	1975.0	2106.7	2040.8	1975.0	2040.8	2040.8	2040.8	2040.8

资料来源：方正证券研究所

图表2： 京东方产线营收模型（Part 2）

B8(重庆)-G8.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450	450
单基板切割数(预计)	HD(15.6 “TN)	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77	77
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
季度总产能（面板片数K）		31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98	31929.98
面板产品单价		$26	$27	$28	$29	$29	$28	$28	$28	$27	$27	$27	$27
季度总营收（景气度高）百万元人民币		5811.3	5923.0	6191.2	6481.8	6481.8	6258.3	6258.3	6258.3	6034.8	6034.8	6034.8	6034.8
季度总营收（景气度低）		5230.1	5330.7	5572.1	5833.6	5833.6	5632.4	5632.4	5632.4	5431.3	5431.3	5431.3	5431.3

B3(合肥)-G6		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		270	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270
单基板切割数(预计)	a-Si-IPS(5 “)	384	384	384	384	384	384	384	384	384	384	384	384
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
季度总产能（面板片数K）		96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1	96526.1
面板产品单价		$12.0	$11.8	$11.5	$11.5	$11.5	$11.3	$11.2	$11.2	$11.0	$11.0	$10.8	$10.8
季度总营收（景气度高）百万元人民币		8108.2	7973.1	7770.3	7770.3	7770.3	7635.2	7567.6	7567.6	7432.5	7432.5	7297.4	7297.4
季度总营收（景气度低）		7297.4	7175.7	6993.3	6993.3	6993.3	6871.7	6810.9	6810.9	6689.3	6689.3	6567.6	6567.6

B1(北京)-G5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
单基板切割数(预计)	a-Si-IPS(5 “)	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186	186
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
季度总产能（面板片数K）		31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9	31169.9
面板产品单价		$12.0	$11.8	$11.5	$11.5	$11.5	$11.3	$11.2	$11.2	$11.0	$11.0	$10.8	$10.8
季度总营收（景气度高）百万元人民币		2618.3	2574.6	2509.2	2509.2	2509.2	2465.5	2443.7	2443.7	2400.1	2400.1	2356.4	2356.4
季度总营收（景气度低）		2356.4	2317.2	2258.3	2258.3	2258.3	2219.0	2199.3	2199.3	2160.1	2160.1	2120.8	2120.8

B2(成都)-G4.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
单基板切割数(预计)	a-Si-TN(5 “)	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%	98%
季度总产能（面板片数K）		11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3	11060.3
面板产品单价		$6.0	$5.8	$5.8	$5.7	$5.7	$5.6	$5.6	$5.6	$5.5	$5.5	$5.5	$5.5
季度总营收（景气度高）百万元人民币		464.5	449.0	449.0	441.3	441.3	433.6	433.6	433.6	425.8	425.8	425.8	425.8
季度总营收（景气度低）		418.1	404.1	404.1	397.2	397.2	390.2	390.2	390.2	383.2	383.2	383.2	383.2

B6(鄂尔多斯)-G5.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）		180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
单基板切割数(预计)	LTPS(5.5 “)	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220	220
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
季度总产能（面板片数K）		34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4	34610.4
面板产品单价		$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0	$13.0
季度总营收（景气度高）百万元人民币		3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5	3149.5
季度总营收（景气度低）		2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6	2834.6

CEC(南京)-G8.5		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）						180	180	210	210	240	240	240	240
单基板切割数(预计)	FHD(32 “)	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
产能利用率						95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)						97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
季度总产能（面板片数K）						2985.7	2985.7	3483.3	3483.3	3980.9	3980.9	3980.9	3980.9
面板产品单价		$37	$33	$48	$60	$60	$64	$62	$60	$62	$62	$62	$62
季度总营收（景气度高）百万元人民币						1254.0	1337.6	1511.7	1463.0	1727.7	1727.7	1727.7	1727.7
季度总营收（景气度低）						1128.6	1203.8	1360.6	1316.7	1554.9	1554.9	1554.9	1554.9

CEC(成都)-G8.6		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
LCD季度总产能（玻璃基板数K）						360	360	360	360	360	360	360	360
单基板切割数(预计)	UHD(50 “)	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
产能利用率						95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)						97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%
季度总产能（面板片数K）						2653.9	2653.9	2653.9	2653.9	2653.9	2653.9	2653.9	2653.9
面板产品单价		$89	$86	$113	$141	$147	$152	$150	$150	$155	$155	$155	$155
季度总营收（景气度高）百万元人民币						2730.9	2823.8	2786.6	2786.6	2879.5	2879.5	2879.5	2879.5
季度总营收（景气度低）						2457.8	2541.4	2508.0	2508.0	2591.6	2591.6	2591.6	2591.6

资料来源：方正证券研究所

图表3：京东方产线营收模型（Part 3）

		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
所有LCD产线季度总营收（景气度高）		28622.5	28134.8	29967.2	32457.4	36500.3	36768.7	36570.0	36448.1	36468.8	36468.8	36290.0	36290.0
所有LCD产线季度总营收（景气度低）		25760.2	25321.3	26970.5	29211.6	32850.2	33091.9	32913.0	32803.3	32821.9	32821.9	32661.0	32661.0
所有LCD产线年度总营收（景气度高）	百万元	119181.8				146287.1				145517.7			
所有LCD产线年度总营收（景气度低）	百万元	107263.6				131658.3				130965.9			

柔性OLED-季度月产能（基板数K）		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
B7(成都)-G6		20	22	22	24	24	28	30	32	36	40	48	48
B11(绵阳)-G6		6	6	8	8	12	16	20	24	28	32	40	40
B12(重庆)-G6										4	6	6	6

B7(成都)-G6		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
OLED季度总产能（玻璃基板数K）		60	66	66	72	72	84	90	96	108	120	144	144
单基板切割数(预计)	Flex OLED(6.4 ")	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		72%	72%	72%	75%	78%	78%	78%	80%	80%	80%	80%	80%
季度总产能（面板片数K）		7797.6	8577.4	8577.4	9747.0	10136.9	11826.4	12671.1	13862.4	15595.2	17328.0	20793.6	20793.6
面板产品单价		$60	$60	$58	$58	$55	$55	$55	$52	$52	$50	$50	$48
季度总营收（景气度高）百万元人民币		3275.0	3602.5	3482.4	3957.3	3902.7	4553.1	4878.4	5045.9	5676.7	6064.8	7277.8	6986.6
季度总营收（景气度低）		2947.5	3242.2	3134.2	3561.6	3512.4	4097.8	4390.5	4541.3	5109.0	5458.3	6550.0	6288.0

B11(绵阳)-G6		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
OLED季度总产能（玻璃基板数K）		18	18	24	24	36	48	60	72	84	96	120	120
单基板切割数(预计)	Flex OLED(6.4 ")	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
产能利用率		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)		40%	60%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
季度总产能（面板片数K）		1299.6	1949.4	3465.6	3465.6	5198.4	6931.2	8664.0	10396.8	12129.6	13862.4	17328.0	17328.0
面板产品单价		$60	$60	$58	$58	$55	$55	$55	$52	$52	$50	$50	$48
季度总营收（景气度高）百万元人民币		545.8	818.7	1407.0	1407.0	2001.4	2668.5	3335.6	3784.4	4415.2	4851.8	6064.8	5822.2
季度总营收（景气度低）		491.2	736.9	1266.3	1266.3	1801.2	2401.7	3002.1	3406.0	3973.7	4366.7	5458.3	5240.0

B12(重庆)-G6		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
OLED季度总产能（玻璃基板数K）							0	0	0	12	18	18	18
单基板切割数(预计)	Flex OLED(6.4 ")	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
产能利用率							95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
良率(预计)							30%	45%	60%	60%	60%	60%	60%
季度总产能（面板片数K）							0.0	0.0	0.0	1299.6	1949.4	1949.4	1949.4
面板产品单价		$55	$52	$52	$50	$45	$55	$55	$52	$52	$50	$50	$48
季度总营收（景气度高）百万元人民币							0.0	0.0	0.0	473.1	682.3	682.3	655.0
季度总营收（景气度低）							0.0	0.0	0.0	425.7	614.1	614.1	589.5

		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
所有柔性OLED产线季度总营收（景气度高）		3275.0	3602.5	3482.4	3957.3	3902.7	4553.1	4878.4	5045.9	6149.7	6747.1	7960.1	7641.6
所有柔性OLED产线季度总营收（景气度低）		2947.5	3242.2	3134.2	3561.6	3512.4	4097.8	4390.5	4541.3	5534.7	6072.4	7164.0	6877.5
@绵阳+成都两条OLED产线年度总营收（景气度高）	百万元	14317.2				18380.1				28498.5			
两条OLED产线年度总营收（景气度低）	百万元	12885.5				16542.1				25648.6			

总计		2020	2021	2022
京东方面板年度总营收（景气度高）	亿元	1334.99	1646.67	1740.16
京东方面板年度总营收（景气度低）	亿元	1201.49	1482.00	1566.15

资料来源：方正证券研究所

图表4： 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	1,334.99	1,646.67	1,740.16
	增长率	22.87%	25.37%	23.35%	5.68%
	营业成本	925.24	1,121.39	1,317.34	1,357.32
	毛利率	13.11%	16.00%	20.00%	22.00%
智慧系统产品业务	营业收入	167.31	172.33	179.23	188.19
	增长率	4.49%	3.00%	4.00%	5.00%
	营业成本	145.54	149.93	155.93	163.72
	毛利率	13.01%	13.00%	13.00%	13.00%
智慧健康服务	营业收入	13.57	14.93	16.42	18.07
	增长率	17.80%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本	6.69	7.32	8.05	8.85
	毛利率	50.74%	51.00%	51.00%	51.00%
其它主营业务	营业收入	52.63	31.58	33.16	34.81
	增长率	47.46%	-40.00%	5.00%	5.00%
	营业成本	0.20	0.16	0.20	0.24
	毛利率	99.63%	99.50%	99.40%	99.30%
内部抵消	营业收入	-137.74	-103.31	-87.81	-74.64
	增长率	16.64%	-25.00%	-15.00%	-15.00%
	营业成本	-93.20	-94.60	-96.02	-97.46
	增长率	2.40%	1.50%	1.50%	1.50%
合计	营业收入	1,160.60	1,450.53	1,787.67	1,906.59
	增长率	19.51%	24.98%	23.24%	6.65%
	营业成本	984.46	1,184.20	1,385.49	1,432.69
	毛利率	15.18%	18.36%	22.50%	24.86%

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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	104448.64	97471.19	88656.06	78585.03
现金	56972.72	66722.39	54324.71	43282.27
应收账款	18135.69	23778.07	29948.64	31829.11
其它应收款	706.17	1788.64	2284.90	2471.18
预付账款	626.99	1007.87	1174.57	1182.73
存货	12396.19	14481.74	17201.33	17778.31
其他	15610.88	-10307.52	-16278.09	-17958.56
非流动资产	235963.56	267262.03	296868.93	324032.78
长期投资	4591.36	4783.36	5023.36	5311.36
固定资产	213163.02	243620.94	272208.43	298289.57
无形资产	8469.45	9118.00	9897.40	10692.12
其他	9739.74	9739.74	9739.74	9739.74
资产总计	340412.20	364733.22	385524.99	402617.81
流动负债	78378.29	92205.26	104248.35	107785.15
短期借款	6366.72	6366.72	6566.72	7066.72
应付账款	21183.57	25561.89	30592.78	31716.10
其他	50828.00	60276.65	67088.85	69002.34
非流动负债	120976.22	128976.22	128976.22	128976.22
长期借款	107730.60	107730.60	107730.60	107730.60
其他	13245.62	21245.62	21245.62	21245.62
负债合计	199354.51	221181.48	233224.57	236761.37
少数股东权益	45999.57	44199.57	43699.57	43899.57
股本	34798.40	34798.40	34798.40	34798.40
资本公积	38353.24	38353.24	38353.24	38353.24
留存收益	13897.90	18191.94	27440.63	40796.64
归属母公司股东权益	95058.13	99352.17	108600.86	121956.87
负债和股东权益	340412.20	364733.22	385524.99	402617.81

现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**26054.82**	**62972.74**	**51257.92**	**53239.11**
净利润	-476.24	2494.04	8748.69	13556.01
折旧摊销	18986.97	25791.71	27791.11	30990.87
财务费用	2849.18	3742.09	3907.59	3926.84
投资损失	-342.62	-200.00	-250.00	-300.00
营运资金变动	2538.50	28744.91	8460.54	2265.39
其他	2499.02	2400.00	2600.00	2800.00
投资活动现金流	-47416.13	-57480.99	-59948.01	-60854.72
资本支出	-49396.08	-59398.17	-59958.01	-60866.72
长期投资	-400.62	1809.18	-200.00	-200.00
其他	2380.57	108.00	210.00	212.00
筹资活动现金流	27778.65	4257.91	-3707.59	-3426.84
短期借款	0.00	0.00	200.00	500.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	14066.34	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	-1489.71	-1491.85	-1574.01
其他	13712.30	5747.62	-2415.74	-2352.83
现金净增加额	6417.33	9749.67	-12397.67	-11042.45

利润表	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	116059.59	145053.00	178767.00	190659.00
营业成本	98446.27	118420.00	138549.00	143269.00
营业税金及附加	861.10	1105.15	1350.13	1444.17
营业费用	2917.87	3870.67	4678.34	5022.25
管理费用	5214.95	6814.35	8276.32	8870.20
财务费用	1994.15	2152.72	2423.42	2630.40
资产减值损失	-2584.18	2500.00	2800.00	3000.00
公允价值变动收益	137.47	100.00	200.00	200.00
投资净收益	342.62	200.00	250.00	300.00
营业利润	398.67	3734.04	10248.69	15356.01
营业外收入	208.43	150.00	170.00	200.00
营业外支出	103.35	60.00	60.00	60.00
利润总额	503.75	3734.04	10248.69	15356.01
所得税	979.99	1240.00	1500.00	1800.00
净利润	-476.24	2494.04	8748.69	13556.01
少数股东损益	-2394.89	-1800.00	-500.00	200.00
归属母公司净利润	1918.64	4294.04	9248.69	13356.01
EBITDA	20906.41	31786.31	40564.95	49221.48
EPS（元）	0.06	0.12	0.27	0.38

主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.20	0.25	0.23	0.07
营业利润	-0.90	8.37	1.74	0.50
归属母公司净利润	-0.44	1.24	1.15	0.44
获利能力				
毛利率	0.15	0.18	0.22	0.25
净利率	0.02	0.03	0.05	0.07
ROE	0.02	0.04	0.09	0.11
ROIC	-0.01	0.02	0.05	0.06
偿债能力				
资产负债率	0.59	0.61	0.60	0.59
净负债比率	1.40	1.42	1.30	1.16
流动比率	1.33	1.06	0.85	0.73
速动比率	1.17	0.90	0.69	0.56
营运能力				
总资产周转率	0.36	0.41	0.48	0.48
应收账款周转率	6.11	6.92	6.65	6.17
应付账款周转率	5.35	6.21	6.37	6.12
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.12	0.27	0.38
每股经营现金	0.75	1.81	1.47	1.53
每股净资产	2.73	2.86	3.12	3.50
估值比率				
P/E	85.79	38.33	17.80	12.32
P/B	1.73	1.66	1.52	1.35
EV/EBITDA	11.53	2.35	2.15	2.01

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