

证券研究报告

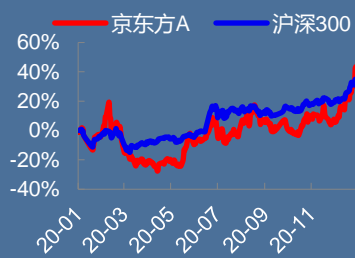
公司研究

公司点评报告

京东方 A (000725.SZ)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞 电子行业首席分析师

执业编号：S1500520030001

联系电话：15618995441

邮箱：fangjing@cindasc.com

相关研究

《京东方 A：三季度营收创历史新高，面板龙头业绩释放可期》2020.10.30

《京东方 A：拟收购 CEC 南京、成都产线，进一步巩固行业龙头地位》2020.9.24

《京东方 A：Q2 扣非净利逆风增长，股权激励落地迎接新时代》2020.09.01

《三星退出+疫情扰动，看面板供需新格局》2020.04.18

《量化 TV 需求，看面板价格大涨趋势》2020.03.04

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

200 亿定增揭晓，业绩弹性与 OLED 布局并重

2021 年 01 月 18 日

事件：2021 年 1 月 15 日晚，京东方 A 发布 2021 年非公开发行 A 股股票预案。公司拟通过非公开发行 A 股股票的方式募集不超过 200 亿元资金，公司预计发行股数约为 41 亿股（占发行前总股本的 12% 左右）。京国瑞基金拟计划认购其中的 40 亿元。

募集资金主要用于：

- (1) 收购武汉京东方光电 24.06% 的股权（约 65 亿元）；
- (2) 对重庆京东方显示增资并建设京东方重庆第 6 代 AMOLED（柔性）生产线项目（约 60 亿元）。
- (3) 此外，募集资金还用于：对云南创视界光电增资（10 亿元）；对成都京东方医院增资（5 亿元）；偿还福州城投集团贷款（30 亿元）；补充流动资金（30 亿元）。

点评：

➤ **增发获国资基金大额认购，主要用于收回股权和增资新线。**此次公司非公开发行的股份获得京国瑞基金认购 40 亿元。而京国瑞基金是北京国有资本经营管理中心控制的主体，属于北京国资委控股的基金。国资委基金的大额认购彰显了公司当前估值的吸引力以及市场对其未来发展的充分信心。

此外，本次募集资金主要用于收购武汉京东方股权和增资重庆京东方。其中武汉京东方光电是公司于 2017 年与武汉临空港工发投以及长柏基金共同成立的 G10.5 代 TFT-LCD 生产线（B17）的归属企业。此次收购价格合理，24.06% 股权作价 65 亿元，相对于注册资本溢价 3.9%。通过完成收购，京东方持有武汉京东方的股权将由 23.08% 大幅增至 47.14%。

而重庆京东方是公司与重庆市产业基金在 2018 年共同成立的第 6 代 AMOLED（柔性）生产线（B12）的归属企业。该条产线预计总投资额 460 亿元，注册资本 260 亿元，其中京东方出资 100 亿，持股比例为 38.46%。

➤ **液晶面板行业高景气度，收购武汉线股权将增厚公司业绩。**由于韩厂退出和需求转暖，20 年供需格局大幅改善，面板行业自年中开始进入景气周期。展望 2021 年，面板的价格仍有望保持强势。需求端方面，据产业链调研，目前主流面板厂商库存几乎为零，终端 TV 厂商库存仍低于正常水位，说明下游需求良好，终端 TV 厂商仍有备货空间。供给端方面，面板上游材料持续短缺，驱动 IC 和玻璃基板分别受 8 寸晶圆短缺和 NEG 工厂意外停电事件影响而出现缺货，缺货现象预计持续整个一季度。在上游物料缺货和下游终端厂补库存的双重影响下，面板供不应求现象短期难以缓解，面板价格也有望继续上涨。同时，随着二三季度传统备货旺季的到来，全年面板价格维持高位可期。

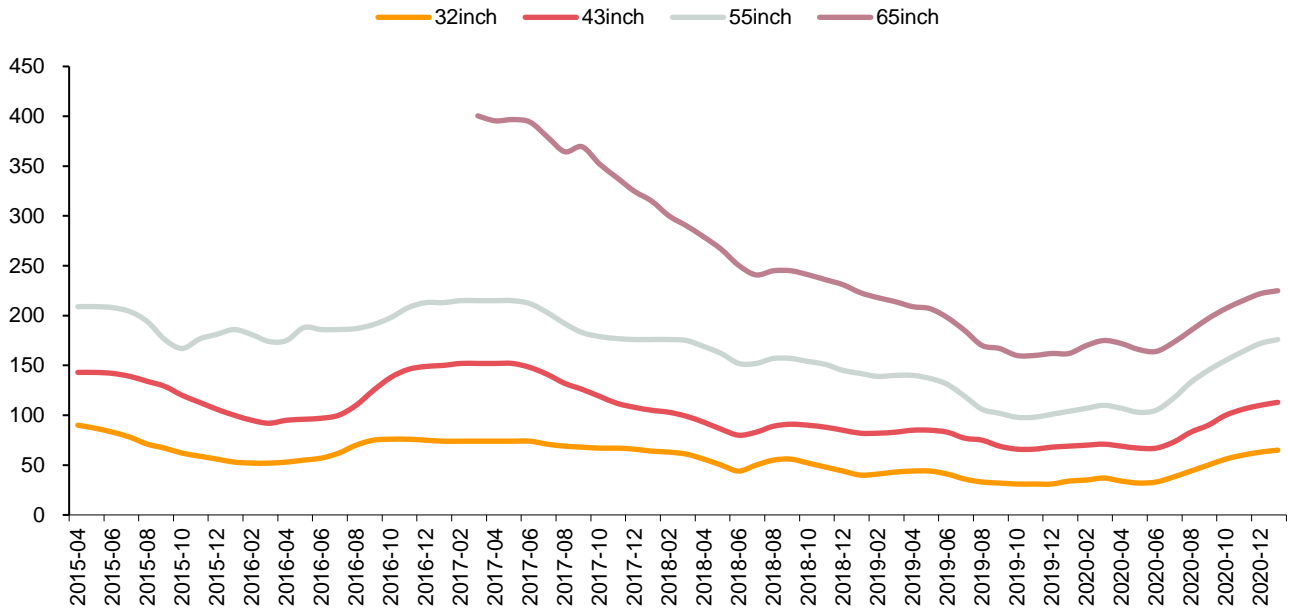
B17 线设计产能 120K/月，目前正处于产能爬坡中，预计 21 年一季度实现满产。在行业景气度提升的大背景下，公司通过收购大幅提升 B17

产线的股权比例，有助于充分享受面板价格上行的红利，并增厚公司业绩。

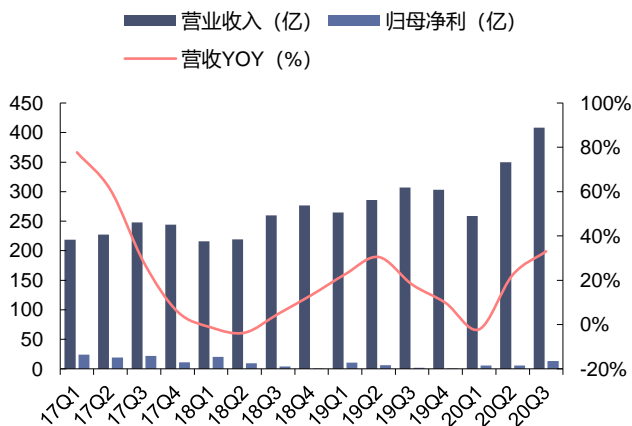
- **OLED 客户拓展顺利，增资新线扩大领先优势。**目前在手机屏幕市场，OLED 渗透率正快速提升，对应市场规模不断扩大。公司的 OLED 产品自 2017 年被国内大客户首次采用后，就一直为其中高端机型供货。2020 年，公司产品也顺利导入欧美大客户，目前已开始批量供货。作为国内 OLED 面板龙头企业，公司共有 4 条 AMOLED 产线（包含在建和规划中），其中成都、绵阳线已建成，目前正在逐步释放产能；重庆线正在建设期；另一条也正在规划当中。在建重庆线（B12）预计将于 21 年年底投产，并在 22 年逐步释放产能。此次收购将助力公司完成新产线建设，进一步扩大在 OLED 显示领域的领先优势。
- **盈利预测与投资评级：**京东方作为全球面板龙头地位稳固，智能手机、平板电脑、笔记本、显示器、电视等五大主流市场的面板销量市占率全面位居全球第一。此次定增和收购将提升公司对新建高世代产线的持股比例，从而增厚公司业绩，并为其长期发展打下坚实基础。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 52.69 亿元、134.07 亿元和 166.71 亿元，对应当前 PE 分别为 45x、18x、14x。公司作为面板行业龙头，将充分享受大尺寸面板涨价带来的盈利弹性，我们看好公司在 2021 年的业绩释放能力，维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素：**疫情反复，下游需求不及预期。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	97,108.86	116,059.59	148,632.01	174,611.25	202,288.46
增长率 YoY	3.53%	19.51%	28.07%	17.48%	15.85%
归母净利润(百万元)	3,435.13	1,918.64	5,269.11	13,407.37	16,670.54
增长率 YoY	-54.61%	-44.15%	174.63%	154.45%	24.34%
毛利率	20.39%	15.18%	22.29%	26.27%	26.45%
净资产收益率ROE	4.03%	2.12%	5.41%	12.65%	13.94%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.06	0.15	0.39	0.48
市盈率 P/E(倍)	69	123	45	18	14

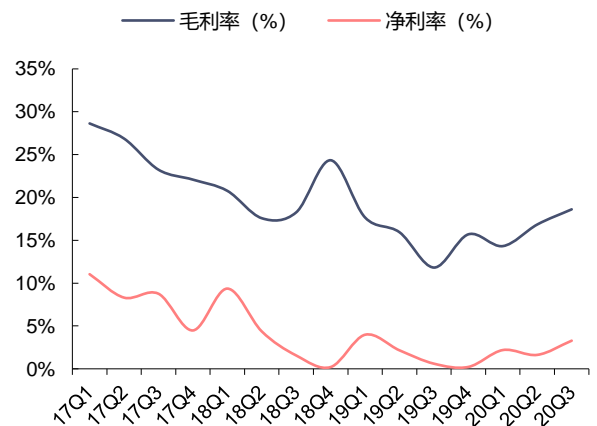
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 01 月 15 日收盘价

图 1: TV 面板主流尺寸的价格已回到 2017 年 Q4 的水平 (元)


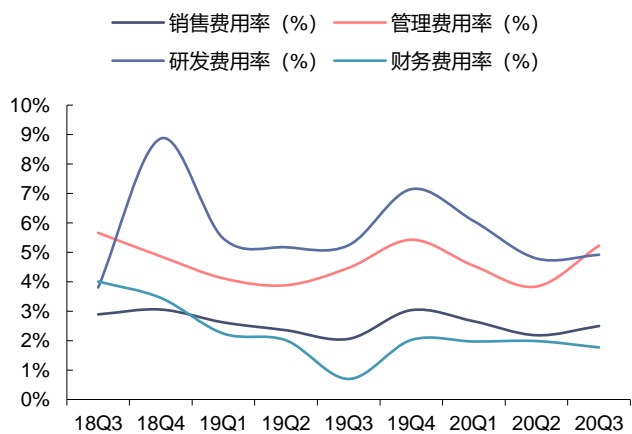
资料来源: Witsview, 信达证券研发中心

图 2: 京东方 A 营收及利润表现


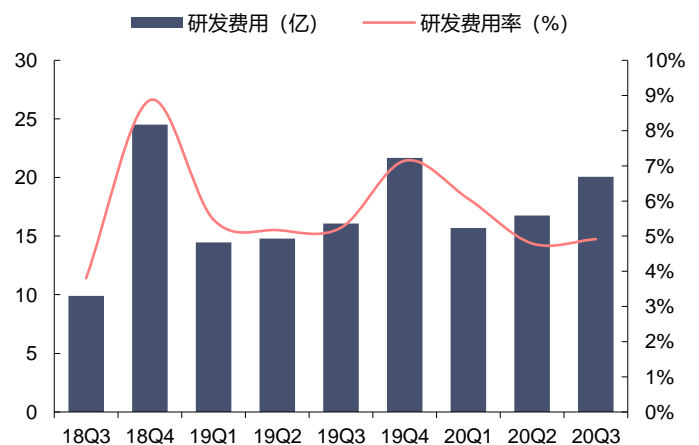
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 京东方 A 利润率表现


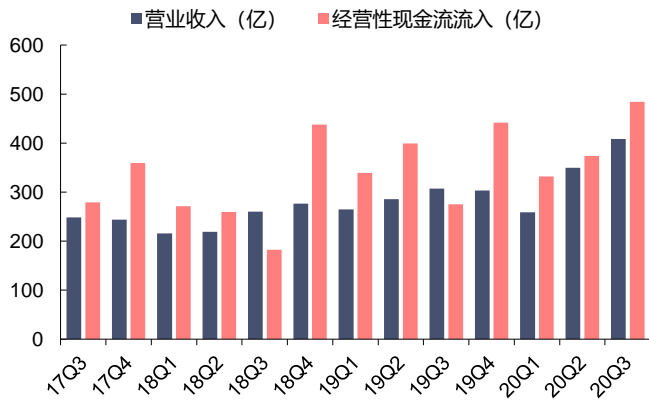
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 京东方 A 期间费用率情况


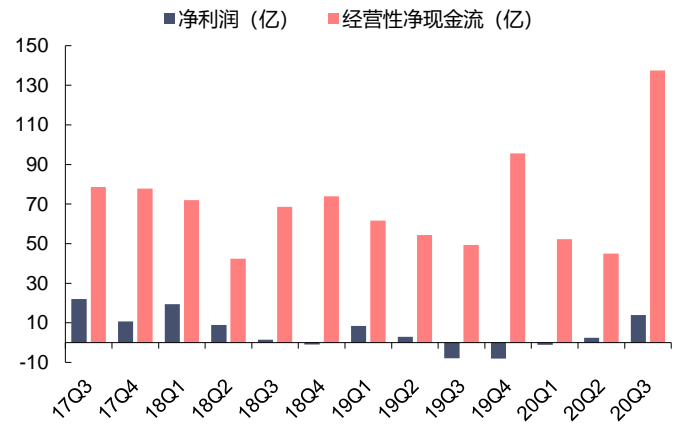
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 京东方 A 研发费用情况 (亿元)


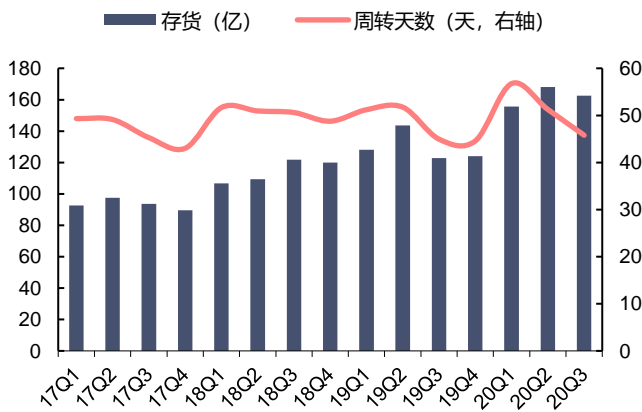
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 京东方 A 营收与经营性现金流流入 (亿元)


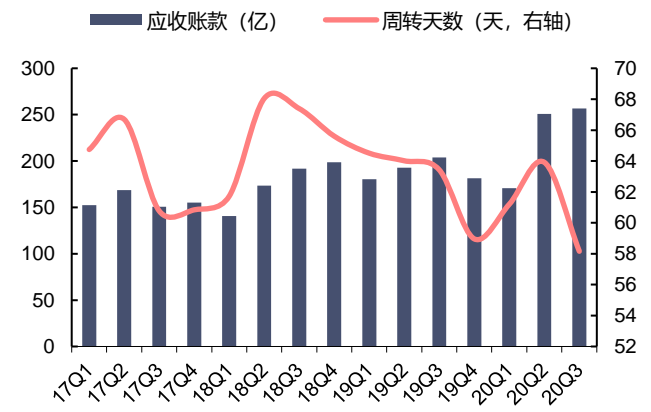
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 京东方 A 净利润与经营性净现金流 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 京东方 A 存货情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 京东方 A 应收账款情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	99,692.28	104,448.64	125,838.08	136,107.64	148,966.03	
货币资金	51,481.54	56,972.72	61,293.20	62,387.73	64,517.02	
应收票据	656.78	331.15	916.56	918.64	962.96	
应收账款	19,880.68	18,135.69	28,292.02	31,287.20	36,943.89	
预付账款	770.63	626.99	735.60	819.97	947.57	
存货	11,985.40	12,396.19	13,883.23	14,887.58	17,618.91	
其他	14,917.25	15,985.90	20,717.47	25,806.53	27,975.68	
非流动资产	204,336.2	235,963.56	208,236.13	216,933.75	227,943.56	
长期股权投资	2,389.17	2,718.04	2,718.04	2,718.04	2,718.04	
固定资产(合计)	128,157.7	125,786.24	111,784.96	100,492.58	91,388.21	
无形资产	5,937.68	7,416.42	6,674.78	6,007.30	5,406.57	
其他	67,851.63	100,042.87	87,058.36	107,715.83	128,430.75	
资产总计	304,028.4	340,412.20	334,074.21	353,041.40	376,909.60	
流动负债	62,228.10	78,378.29	60,083.75	66,498.91	74,818.49	
短期借款	5,449.95	6,366.72	6,522.84	7,662.96	8,877.60	
应付票据	591.11	2,028.92	2,380.38	2,653.40	3,066.31	
应付账款	22,213.96	21,183.57	24,853.09	27,703.72	32,014.78	
其他	33,973.07	48,799.08	26,327.44	28,478.83	30,859.80	
非流动负债	121,443.1	120,976.22	127,757.23	127,311.07	126,722.27	
长期借款	94,780.08	107,730.60	107,730.60	107,730.60	107,730.60	
其他	26,663.02	13,245.62	20,026.64	19,580.48	18,991.67	
负债合计	183,671.1	199,354.51	187,840.99	193,809.99	201,540.76	
少数股东权益	34,500.55	45,999.57	46,326.37	47,157.92	48,191.86	
归属母公司股东权益	85,856.75	95,058.13	99,906.86	112,073.49	127,176.97	
负债和股东权益	304,028.4	340,412.20	334,074.21	353,041.40	376,909.60	

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	97,108.86	116,059.59	148,632.01	174,611.25	202,288.46
同比(%)	3.53%	19.51%	28.07%	17.48%	15.85%
归属母公司净利润	3,435.13	1,918.64	5,269.11	13,407.37	16,670.54
同比(%)	-54.61%	-44.15%	174.63%	154.45%	24.34%
毛利率(%)	20.39%	15.18%	22.29%	26.27%	26.45%
ROE%	4.03%	2.12%	5.41%	12.65%	13.94%
EPS(摊薄)(元)	0.10	0.06	0.15	0.39	0.48
P/E	69	123	45	18	14
P/B	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	17.12	16.56	14.51	11.14	10.49

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	97,108.8	116,059.5	148,632.01	174,611.25	202,288.46	
营业成本	77,306.2	98,446.27	115,499.64	128,747.34	148,782.10	
营业税金及附加	778.61	861.10	1,102.77	1,295.52	1,500.87	
销售费用	2,891.06	2,917.87	5,202.12	5,238.34	6,068.65	
管理费用	4,959.18	5,214.95	8,917.92	9,603.62	10,114.42	
研发费用	5,039.93	6,699.97	8,580.34	10,080.09	11,677.86	
财务费用	3,196.70	1,994.15	2,902.09	2,579.75	2,604.14	
减值损失合计	1,239.59	-2,612.45	-2,233.05	-2,402.76	-2,583.54	
投资净收益	306.89	342.62	229.03	248.54	281.77	
其他	2,003.70	-2,481.68	-2,119.51	-2,307.92	-2,744.98	
营业利润	4,008.17	398.67	6,769.70	17,409.97	21,660.74	
营业外收支	114.12	105.08	134.57	158.09	183.15	
利润总额	4,122.29	503.75	6,904.27	17,568.07	21,843.90	
所得税	1,242.42	979.99	1,308.36	3,329.15	4,139.42	
净利润	2,879.87	-476.24	5,595.91	14,238.92	17,704.48	
少数股东损益	-555.25	-2,394.89	326.80	831.55	1,033.94	
归属母公司净利润	3,435.13	1,918.64	5,269.11	13,407.37	16,670.54	
EBITDA	20,607.6	22,339.90	24,710.89	32,256.57	34,295.80	
EPS(当年)(元)	0.10	0.06	0.15	0.39	0.48	

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	25,684.0	26,083.08	1,632.54	25,191.42	26,758.73
净利润	2,879.87	-476.24	5,595.91	14,238.92	17,704.48
折旧摊销	13,917.3	18,986.97	14,904.53	12,108.76	9,847.76
财务费用	2,568.05	2,849.18	2,902.09	2,579.75	2,604.14
投资损失	-0.40	-306.89	-342.62	-229.03	-248.54
营运资金变动	6,201.39	4,782.16	-21,556.55	-3,456.32	-3,649.13
其它	424.30	283.62	15.58	-31.14	533.25
投资活动现金流	-	-	17,441.51	-20,839.84	-20,949.57
资本支出	-	-	9,770.97	-20,248.54	-20,281.77
长期投资	29,425.1	59,567.59	27,799.86	3,790.35	-361.16
其他	-	-	-20,129.32	-4,381.65	-306.65
筹资活动现金流	15,566.5	27,778.65	-14,753.57	-3,257.06	-3,679.86
吸收投资	-648.28	260.83	593.44	1,240.74	1,567.05
借款	14,986.5	12,752.39	-11,587.23	-576.70	-723.31
支付利息或股息	-3,196.70	-1,994.15	-3,409.00	-3,820.48	-4,171.19
现金流净增加额	-5812.92	6445.60	4320.48	1094.53	2129.29

研究团队简介

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券，2018年在招商证券，2020年加入信达证券，任电子行业首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名；18/19年《水晶球》电子行业第2/3名；18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

李少青，武汉大学硕士，2018年加入西南证券，2020年加入信达证券，覆盖半导体产业链。

刘志来，上海社会科学院金融硕士，2020年加入信达证券，覆盖消费电子产业链。

童秋涛，复旦大学资产评估硕士，2020年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。