京东方 A（000725）：2010 关注基本面盈利和潜在的面板价格上行等正面因素　增持（维持）

元器件

当前股价：5.00 元，目标价 6.75 元

报告日期：2010 年 3 月 4 日

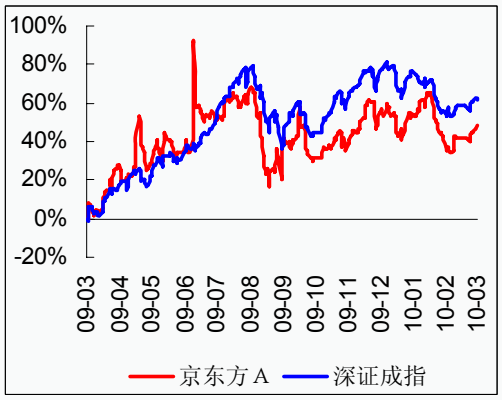
主要财务指标（单位：百万元）

	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,624	13,424	19,332	31,001
（+/-）	-8.5%	76.1%	44.0%	60.4%
营业利润	-444	516	270	1,133
（+/-）	-58.1%	-216.3%	-47.8%	320.3%
归属于母公司的净利润	131	603	395	1122
（+/-）	-	359.2%	-34.4%	183.9%
每股收益（元）	**0.01**	**0.06**	**0.04**	**0.11**
市盈率（倍）	394	86	131	46

公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	828,290/216,729
流通市值（亿元）	108.15
每股净资产（元）	2.06
资产负债率（%）	32.26

股价表现（最近一年）



天相资讯科技组
联系人：何阳阳
010-66045782　　heyy@txsec.com
服务热线：010-66045555
服务邮箱：service@txsec.com

投资要点：

- 平板电视全面替代CRT电视的时代刚刚开始，从这个角度上说，液晶面板在未来几年将进入一个全面景气的周期。供给方面，短期内新增产能有限。因此，我们预计2010年面板行业可维持供需平衡，价格波动也将放缓。若需求有进一步向好迹象，则面板价格有上行潜力。**长期来看，我们认为国内市场未来对液晶面板需求最大的领域是电视及手机用面板。**
- 公司5代线当前为满产状态，订单可见度为1-2个月。成都4.5代线处于产能爬坡期，中小尺寸面板价格受大尺寸面板价格上涨带动亦有望上涨，将有利于4.5代线产能进一步释放。合肥6代线将于2010年年底投产，将承接5代线的液晶显示器业务，预计成本比5代线要降低至少8美元，以当前行业供需形势判断，该项目在年底达产后销路会比较顺畅。北京的8.5代线正在施工中，未来将供应32英寸至55英寸的电视面板，**公司在内地液晶电视用大尺寸面板的供给上会抢得先机。**
- 6代线和8.5代线的建设对于公司的长远发展有着重要的意义。一是扩大了提高了公司的规模效益，增强公司与上游原材料厂商的议价能力；二是有利于优化公司的产品结构；**最重要的是公司将借此切入未来需求持续向好的液晶电视用面板领域。**
- 液晶产业在电子信息产业中处于战略地位，作为国内最大的液晶厂商，我们认为公司的竞争优势主要体现在以下几点：1，国内领先的技术优势；2，内地需求庞大的优势；3，供应链完善；4，拥有稳定的管理团队；5，政府强有力的政策支持。
- 假设公司以4.64元增发20.3亿股，按增发后摊薄计算，预计2010年至2012年的每股收益为0.06、0.04、0.11元。根据我们的盈利预测和DCF估值模型，计算出公司的合理估值为5.77元/股，较现有股价有约15%的提升空间。考虑到面板行业将进入一个全面景气的周期，因此，我们认为在当前的景气上升期，可给予公司3倍至3.39倍的PB估值，对应的二级市场价格为6.75元至7.63元，建议投资者关注基本面盈利，增发融资及潜在的面板价格上行等股价正面刺激因素，维持公司“增持”的投资评级。
- 公司的投资风险主要集中于面板价格波动的风险。

正文目录

1. 液晶面板行业分析 2
1.1 电视用液晶面板需求强烈 2
1.2 面板业短期新增供给较为温和 4
1.3 当前面板价格淡季不淡，具备上行潜力 5
2. 公司经营情况与竞争优势分析 7
2.1 公司基本情况 7
2.2 经营情况 7
5 代线自去年底以来满产 7
4.5 代线尚处于爬坡期 8
6 代线和 8.5 代线拓展公司长远发展空间 8
2.3 公司竞争优势 9
国内领先的技术优势 9
内地需求庞大的优势 9
供应链完善 9
拥有稳定的管理团队 10
政府强有力的政策支持 10
2.4 本次增发项目介绍 11
3. 盈利预测与估值 11
3.1 盈利预测假设 11
3.2 估值讨论 14
4. 风险揭示 17

图表目录

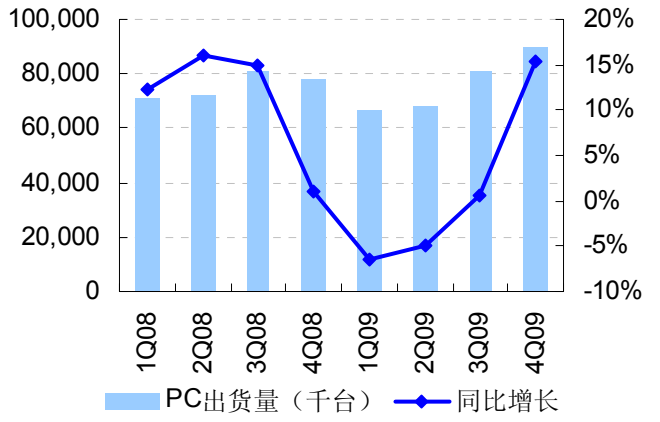
图表 1：全球电脑出货量及同比增速 2
图表 2：全球液晶电视出货量及同比增速 2
图表 3：全球大尺寸 TFT LCD 面板出货量（千片） 2
图表 4：2009 年各领域液晶面板出货量增速 2
图表 5：全球 TFT-LCD 显示器渗透率 3
图表 6：全球电视出货量中液晶电视渗透率 3
图表 7：部分机构对 2010 年电子产品出货量的预测 3
图表 8：全球液晶面板业新增产品线情况 4
图表 9：中国内地高次代线建厂规划 4
图表 10：2009 年 2 月各类面板价格相比金融危机低点的涨幅 5
图表 11：液晶显示器面板价格走势 6
图表 12：笔记本面板价格走势 6
图表 13：液晶电视面板价格走势 6
图表 14：手机面板价格走势 6
图表 15：全球 TFT-LCD 供给-需求预估模型 6
图表 16：近年来公司营收及净利润情况（亿元） 7
图表 17：公司 TFT-LCD 业务收入情况（亿元） 7
图表 18：国内液晶电视机产量 9
图表 19：国内显示器产量 9
图表 20：公司部分高管履历 10
图表 21：公司近年来所收到的政府补贴 10
图表 22：公司近年来非公开发行融资情况 11
图表 23：核心盈利预测假设 12
图表 24：京东方 A 盈利预测（单位：万元） 13
图表 25：DCF 估值参数设定 14
图表 26：三阶段公司自由现金流模型测算公司合理价值 15
图表 27：绝对估值的敏感性分析 15
图表 27：公司近五年 PB 区间 16
图表 28：京东方 A 股价与 17 英寸面板价格走势 16

1. 液晶面板行业分析

1.1 电视用液晶面板需求强烈

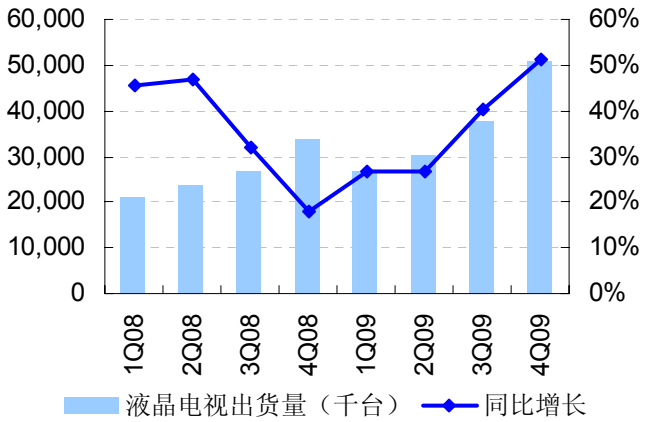
我们认为，决定液晶面板行业景气度的一个重要因素是占行业出货量和产值比重最大的液晶电视、台式机显示器和笔记本电脑显示器用面板的供需状况。因此，全球电脑与电视机的出货量可以反映液晶面板的需求。2009年4季度，全球PC出货量达到9,000万台，同比增长15.3%，已恢复至金融危机前的增速水平；全球液晶电视出货量达到5,027万台，同比增速为51.3%。

图表 1：全球电脑出货量及同比增速



资料来源：Gartner，天相投顾

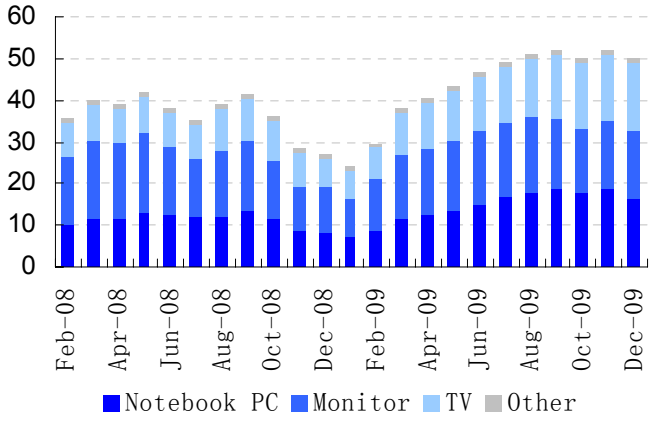
图表 2：全球液晶电视出货量及同比增速



资料来源：DisplaySearch，天相投顾

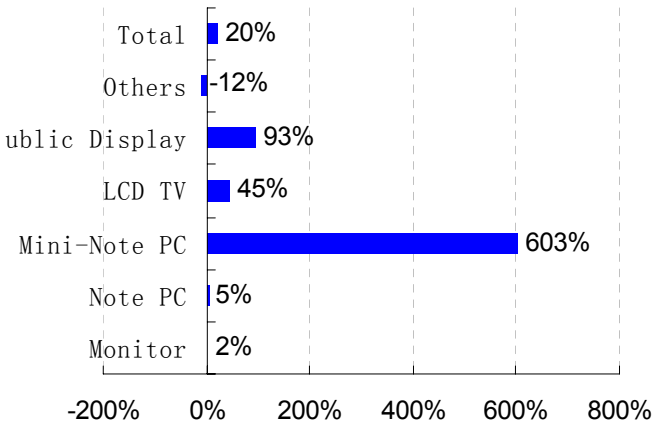
纵观2009年，电脑（包括台式机与笔记本）需求在金融危机后呈现加速回暖态势，全年PC出货量增速为1.6%。液晶电视则在政府刺激需求拉动下，始终保持高增长，年出货量增速达到38%。而根据DisplaySearch统计数据显示，2009年在大尺寸面板领域，显示器用、笔记本用、液晶电视用面板出货量分别同比增长2%、5%和45%。

图表 3：全球大尺寸 TFT LCD 面板出货量（千片）



资料来源：DisplaySearch，天相投顾

图表 4：2009 年各领域液晶面板出货量增速

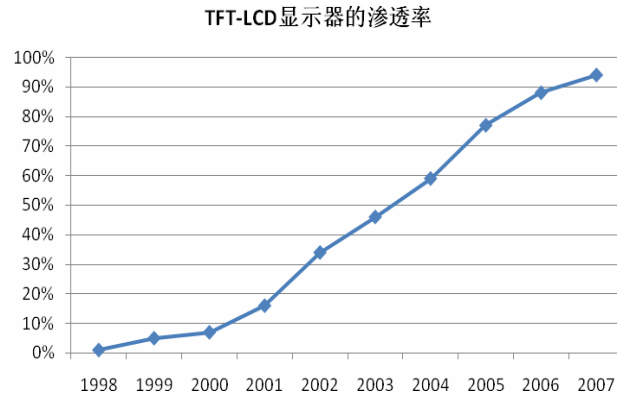


资料来源：DisplaySearch，天相投顾

另一个决定液晶面板行业景气度的因素是液晶面板在终端应用领域的渗透率。比如已经发生且基本完成的TFT-LCD显示器对CRT显示器的替代，这一过程有力的拉动了面板行业过去几年的增长。当前，正在进行的一个替代过程是液晶电视对传统CRT电视的替代。

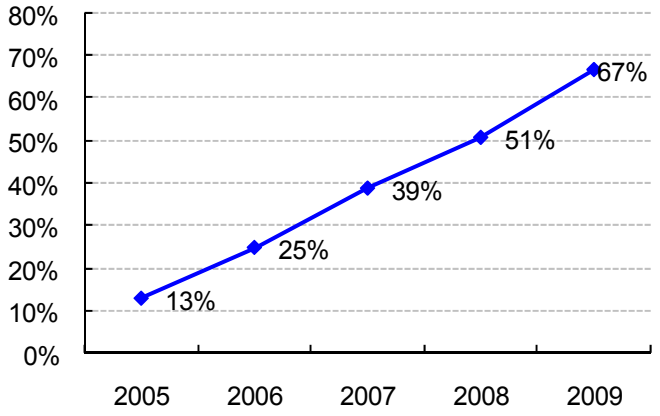
2009年，全球液晶电视出货1.45亿台，占全球电视出货总量的67%，预计未来这一渗透率仍将快速提高；从存量方面考虑，2009年，全球约有21亿部电视，液晶电视占比仅为23%，这意味着液晶电视对CRT电视虽进行着迅速替代，但当前仍处于替代过程的初期，全球对液晶电视的需求空间仍十分巨大。从这一角度分析，液晶电视对传统CRT电视的替代过程将更有力的推动面板行业尤其是大尺寸液晶面板在未来几年进入一个全面景气的周期。

图表 5：全球 TFT-LCD 显示器渗透率



资料来源：天相投顾

图表 6：全球电视出货量中液晶电视渗透率



资料来源：天相投顾

短期而言，下游液晶电视、电脑以及手机产品需求在2010年将维持强劲增长，带动液晶面板行业的景气度。其中，**电视用液晶面板需求尤为强烈，预计2010年液晶电视出货量增长在20%左右。**根据Displaybank对大尺寸面板的最新供需预估，2010年大尺寸面板市场成长率将达12%，其中，笔记本电脑及液晶电视面板都将维持大约19%的高成长率，显示器面板则是小幅成长3%。

图表 7：部分机构对 2010 年电子产品出货量的预测

研究机构	预测情况
DisplayBank	2010年大尺寸面板市场成长率将达12%，其中，笔记本电脑及液晶电视面板都将维持大约19%的高成长率，显示器面板则是小幅成长3%
DisplaySearch	Mini-Note出货增长19%，Notebook出货增长16%，液晶电视出货1.71亿台，增长22%
JP Morgan	台式机出货增长1%至1.38亿台，笔记本出货增长24.7%至2.07亿台，LCD Monitor增长2.6%，液晶电视出货增长21.5%至1.75亿部
Citi	Notebook出货增长16%，LCD Monitor增长3%达到1.76亿台

资料来源：天相投顾整理

我们认为国内市场未来对液晶面板需求最大的领域是电视及手机用面板。我国拥有庞大的CRT电视存量（约4.5亿台），液晶电视替代空间大；国内拥有数家实力较强、规模较大的液晶电视厂家如海信、创维、康佳、TCL等，但国内目前并无制造大尺寸液晶电视面板的企业，因此国内电视用液晶面板需求缺口大。国内手机用面板的需求也较为乐观，动力主要来自国内已成为全球的手机生产基地（2009年生产手机

6.19亿部，占全球手机产量的49.9%），未来大屏幕、触摸屏手机出货量将持续增长。

1.2 面板业短期新增供给较为温和

供给方面分析，目前存量的国内的液晶面板5代线仅有京东方、上广电NEC、龙腾光电、深超光电四家。对于5代线，其经济切割尺寸定位为17～26英寸的液晶显示器或液晶电视，下游增长潜力较为有限，因此，面板企业新增5代线投资的动力不足，预计5代线的竞争格局将维持现状。

短期内的新增供给主要来自高世代线领域，如LGD、三星的8代线相继于2009年上半年投产，夏普的10代线也于2009年上半年投产。国内方面，分别有深超光电的一条5代线于2009年上半年投产，京东方的4.5代线于2009年底投产，此外，京东方建于合肥的6代线也将于2010年四季度投产。

图表 8：全球液晶面板业新增产品线情况

厂商	产品线名称	世代	产能(千片/月)	尺寸（mm）	产能爬坡计划(千片/月)							
					09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
LGD	P8	8	120	2200x2500	14	60	80	83	83	83	83	83
LGD	P6-2	6	60	1500x1850	0	20	40	60	60	60	60	60
三星	T8-2	8	70	2200x2500	0	25	50	60	60	60	60	60
友达光电	L8	8.5	40	2200x2500	0	5	10	40	40	40	40	40
友达光电	L7B	7.5	30	1950x2250	0	2	15	30	30	30	30	30
群创光电	Fab3	6	60	1500x1850	0	0	5	25	30	45	60	60
夏普	Sakai	10	36	2850x3050	0	0	5	10	15	15	30	45
奇美电	Fab8	8.5	30	2200x2500	0	0	0	3	5	10	15	20
深超光电	Fab1	5	-	1200x1300	5	21	23	20	30	35	50	60
京东方	B2	4.5	30	730x920	0	0	0	5	10	15	20	30
京东方	B3	6	90	1500x1850	0	0	0	0	0	0	0	10

资料来源：天相投顾整理

在国内高世代线未来的供给上，根据现有的各厂商建厂规划，2011年后有较大规模的产能将开出。目前，国内已开工建设的高世代线有京东方位于北京的8代线，龙飞光电位于昆山的8.5代线以及TCL、深超科技位于深圳的8.5代线，其中，京东方北京8代线项目动工时间较早，有望率先投产。

图表 9：中国内地高次代线建厂规划

厂商	地点	世代	产能（千片/月）	技术来源	预计量产时间	备注
京东方	北京	8	90	京东方	2011Q3	于09年8月奠基
龙飞光电	昆山	8.5	90	可能是友达	2011Q4	于09年9月12日奠基
TCL、深超科技	深圳	8.5	100	群创	2011Q4	于10年1月动工
广新光电	佛山	8.5	90	可能是奇美	2011Q4	-
夏普	南京	8.5	90	夏普	2012Q1	尚需政府批准
三星	苏州	7.5	60	三星	2012Q1	三星可能已放弃该项目
LGD	广州	8.5	90	LGD	2012Q2	尚需政府批准

资料来源：天相投顾整理

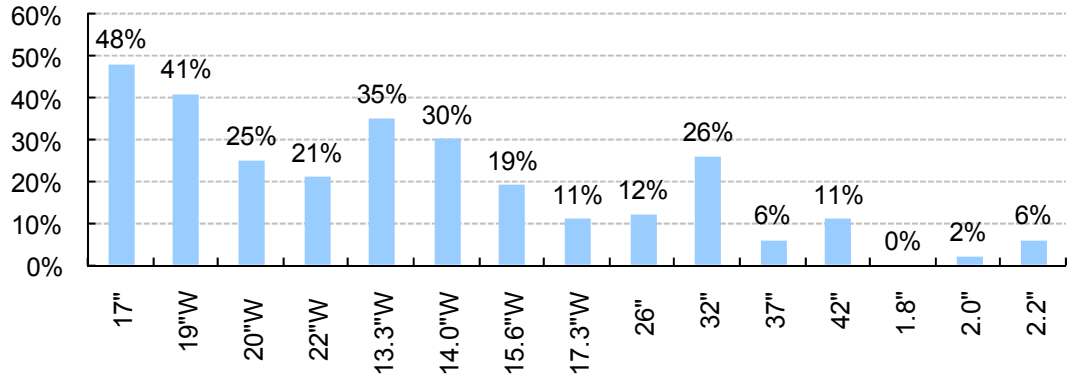
2010年至2011年，全球新释放的液晶面板产能较为温和；2011年后，新增产能将主要聚焦在大陆地区，以8代线为主，因大陆地区拥有较大的液晶电视需求空间以及较完善的电子产业集群。目前，我国台湾地区及韩国已相继有条件放开企业赴内地投资（台湾限定总投资数量在3座以内，并且要与台湾已设面板厂有1个世代以上的技术差距；韩国在放行时为本国企业设立了防止“技术外泄”的附加条件），夏普、三星、LGD以及我国台湾地区的友达、奇美均有在内地建设高次代线的规划，但我们认为目前部分规划面临着不被政府批准的风险。若上述外资、台资厂商取消在内地投资高次代线，将利好已经布局国内高世代线的公司，如京东方、龙飞光电以及TCL、深超科技。

另一方面，经历了上一轮行业整体性衰退后，国际大厂在供给上越发谨慎，有利于行业未来的供需动态平衡。

1.3 当前面板价格淡季不淡，具备上行潜力

2009年起面板业在经历完一轮深幅衰退后开始复苏。面板价格最能体现行业景气度，从2009年初行业见底至2010年2月，各应用领域液晶面板均有可观的涨幅：显示器面板价格反弹幅度最大，其中17英寸上涨48%，19英寸上涨41%；反弹幅度第二大的是笔记本显示器面板，其中14英寸反弹了30%；然后是液晶电视面板，其中32英寸反弹了26%；而小尺寸面板价格反弹幅度较小。

图表 10：2009 年 2 月各类面板价格相比金融危机低点的涨幅

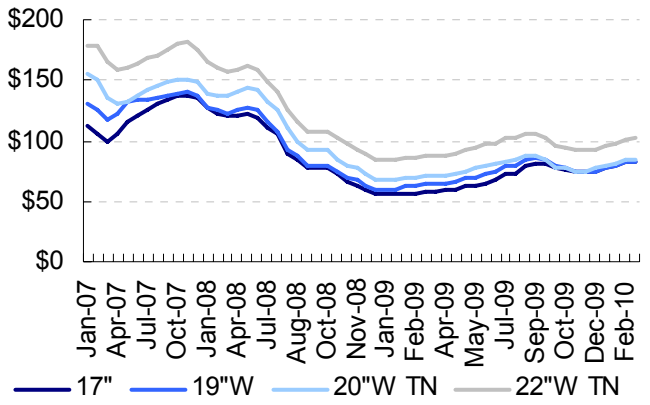


资料来源：DisplaySearch,天相投顾整理

根据历史经验，一季度是面板业的传统淡季，面板价格几乎没有在3月份前涨价的先例，而2010年以来电视机和显示器等大尺寸面板价格出现一定幅度的上涨。上涨的原因有三，一是换机潮及家电下乡等因素刺激需求进一步回暖；二是2009年以来液晶面板的部分关键零部件以及玻璃基板供应紧张，面板生产受到制约，产能不能得到进一步释放导致供小于求；三是奇美和群创合并后，很多客户担心拿不到面板，因此出现一定程度的抢货现象。

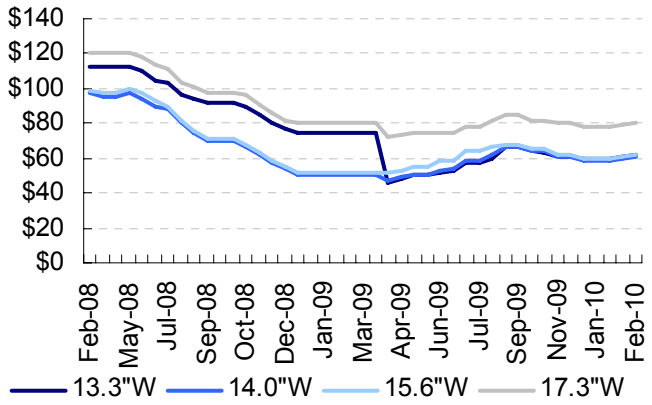
根据我们上述的分析，我们认为，在2010年面板行业新增产能温和，同时下游液晶电视、电脑领域出货量增长的情况下，面板可维持供需平衡，面板价格波动将放缓。若需求有进一步向好迹象，则面板价格有上行潜力。

图表 11：液晶显示器面板价格走势



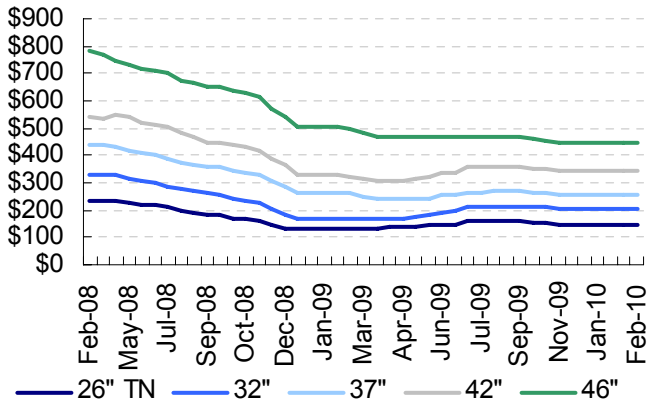
资料来源：DisplaySearch，天相投顾整理

图表 12：笔记本面板价格走势



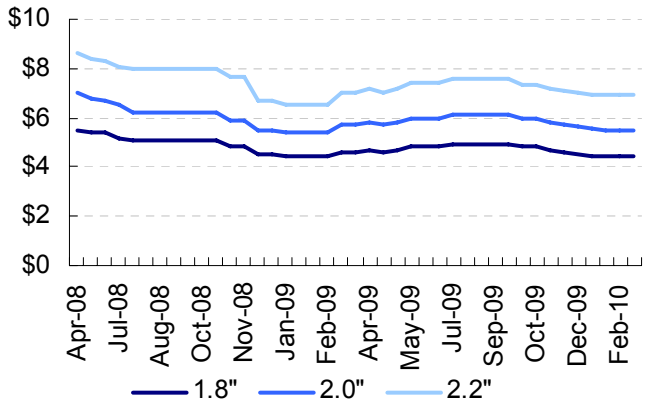
资料来源：DisplaySearch，天相投顾整理

图表 13：液晶电视面板价格走势



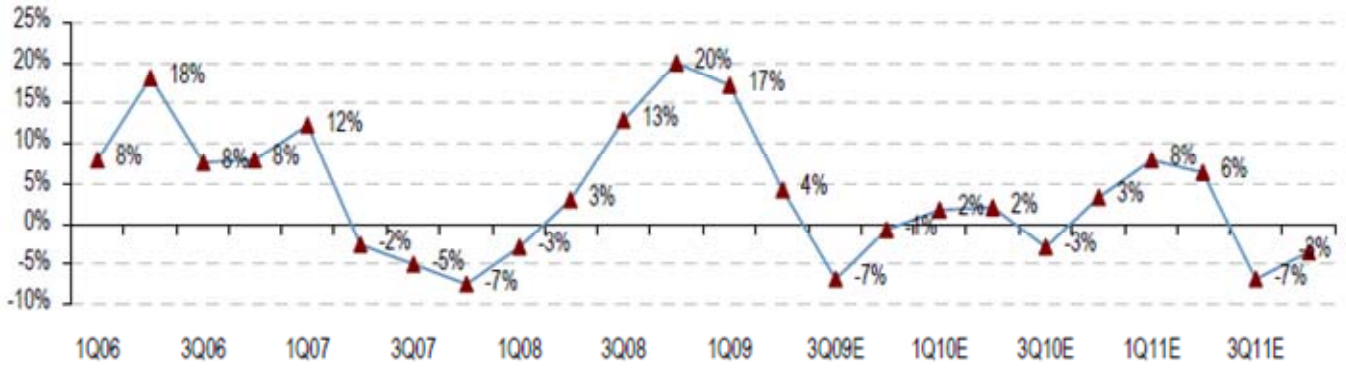
资料来源：DisplaySearch，天相投顾整理

图表 14：手机面板价格走势



资料来源：DisplaySearch，天相投顾整理

图表 15：全球 TFT-LCD 供给-需求预估模型



资料来源：J.P Morgan，天相投顾整理

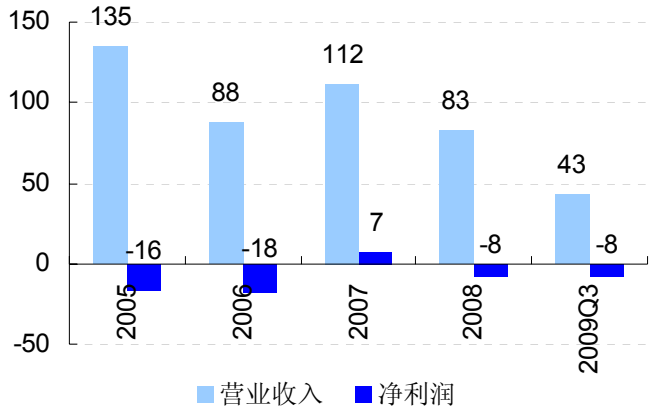
注：纵轴＝供给/需求-1，大于 0 表示供大于求，小于 0 表示供小于求，考虑高到生产线良率的问题，实际供求平衡点在 5-10%之间。

2. 公司经营情况与竞争优势分析

2.1 公司基本情况

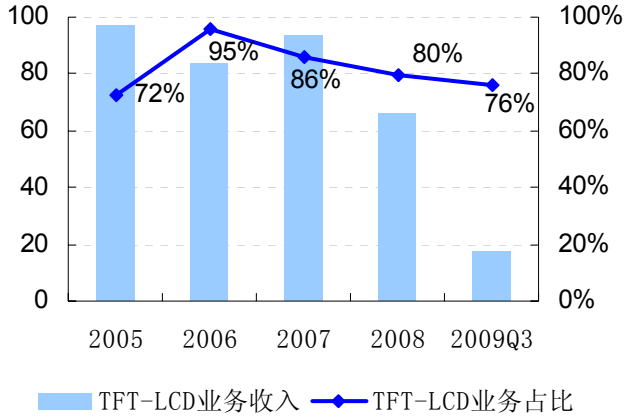
公司成立于1993年，主要业务是液晶显示器、笔记本电脑用TFT-LCD面板的研发、生产和销售。通过收购韩国现代的3.5代线并经过多年的积累和消化，公司目前已拥有4.5代线和5代线各一条，已是国内最大、全球排名第八的TFT-LCD制造商，也是国内唯一拥有自主TFT-LCD核心技术的企业。公司5代线良品率、产品品质已经达到国际一流水平，在建的6代线预计于2010年四季度投产，而8.5代线的投产在2011年四季度。届时，公司将完成以北京为管理中心和主要生产基地，合肥和成都为辅基地的战略布局。

图表 16：近年来公司营收及净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 17：公司 TFT-LCD 业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，天相投顾整理

目前公司收入主要来自于北京的5代线，该产品线的运营能力与经营效益与国际其他大厂相比差别不大，但相对而言规模效应处于劣势，15英寸以上面板的市场份额为3%。在液晶面板业，若做不到业内前五名，则很难获取超额收益，为此公司自2002年以来不断扩大规模，可以说，公司用7年时间走过了三星等一流企业15年的路。公司的经营战略是在行业低谷期进行扩张，把行业底部作为成长的良机，2005年将5代线产能由玻璃基板50K/月扩充到90K/月，2009年又扩充到110K/月；在最近一轮金融危机中，公司于2008年起上马了4.5代线、6代线、8.5代线和国家工程实验室。预计2012年各代线在满产的情况下，总产能将由目前的每年1200万片（面板产品）跃升至6500万片，在全球15英寸以上的面板上的份额将由3%提升至10%，进入前五大面板厂商之列。

2.2 经营情况

➢ 5代线自去年底以来满产

公司5代线产能为玻璃基板100K/月，定位于8.9英寸至26英寸的液晶面板制造，产品全是LCM模组，2009年第四季度以来基本维持满产状态，目前的订单可见度为1-2个月。五代线产品以显示器为主（占七成），该类客户包括 HP、冠捷、长城、联想、

DELL等。六代线投产后会承接五代线的液晶显示器业务，五代线将以生产笔记本屏幕为主。公司产品线的折旧期大都是7年，五代线的折旧在2012年完成。

➢ 4.5代线尚处于爬坡期

公司4.5代线产能为玻璃基板30K/月，定位于10.4英寸以下的中小尺寸液晶面板制造。该产品线有几十种应用，包括手机、MP4、导航仪等，应用最多的是手机，客户包括中兴、康佳、海尔，也有一些非品牌机厂商。4.5代线运营时间不长，尚处于爬坡期，良品率达到95%，产能利用率为70%左右，尚未盈利。2009年中以来小尺寸面板价格涨幅不大，因此公司4.5代线产能爬坡进度稍缓。2010年第一季度，面板行业一改淡季不淡的历史规律，价格小步上涨，显示器面板2月份平均有3美元的涨幅，笔记本电脑屏面板涨幅约1至2美元。预计大中尺寸面板价格上涨也将传导至中小尺寸面板，有利于公司4.5代线产能进一步释放。据了解，公司可能在今年将产能扩充为45K/月，所需资金并不大，我们认为若小尺寸面板需求放量，公司订单预期良好，扩产的概率较大。

➢ 6代线和8.5代线拓展公司长远发展空间

6代线将于2010年年底投产，5代线到6代线在技术层面上的提升较小，6代投产后会承接5代线的液晶显示器业务，以当前行业供需形势判断，该项目在年底达产后销路会比较顺畅。

公司的8.5代线厂址在北京亦庄，紧邻5代线，未来将定位于32英寸至55英寸的电视面板，目前处于施工状态。国内明确在建的8.5代线有龙飞光电和TCL、深超科技，其他的都尚在规划中，乐观预计公司的8.5代线将于2011年三季度投产，而龙飞光电和TCL、深超科技的八代线项目预计将在2011年年底完成，因此公司在高世代面板的供给上会抢得先机。

6代线和8.5代线的建设对于公司的长远发展有着重要的意义，一是公司将可以生产1.8英寸-55英寸全系列的面板产品，在供应链上，目前10万片的玻璃基板需求量将被扩充10倍，这就极大的增强了公司与上游原材料厂商的议价能力。目前公司三分之二的玻璃基板由康宁供应，两家公司签订了长期战略协议，康宁也将其大陆地区的第一座工厂厂址（玻璃基板后段加工生产线）选在公司亦庄厂边，据了解公司与康宁达成的协议是将接受全球最低的玻璃基板价格，这无疑将提升公司的盈利能力。

二是有利于优化公司的产品结构。由于需要维护客户关系，目前5代线生产了一些低毛利的产品，而要保证一定的良品率，一条面板线最多只能生产3种尺寸的产品。公司规划未来6代线将承接5代线的显示器业务，五代线将以生产笔记本屏幕为主。6代线投产将带来明显的规模效应，因6代线生产的显示器成本比5代线要降低至少8美元，公司的盈利能力将显著增强。

最重要的是，6代线和8代线的投建将使公司产品切入未来需求持续向好的液晶电视领域。当前，公司的产品线集中于19英寸以下的显示器领域，而随着液晶显示器对CRT显示器的替代基本完成，19英寸以下的液晶面板需求主要来自于笔记本、手机。相比较而言，液晶电视用面板则是拉动液晶面板行业未来增长的主要力量；而国内尚无高世代面板生产线。考虑到目前国内其它厂家在高世代面板生产线的投资进度情况，我们认为公司的8代线有望率先投产，在大尺寸面板的供给上抢得先机。随着在大尺寸面板的布局，未来公司也有可能往国内液晶电视代工领域开拓业务。

2.3 公司竞争优势

公司进入液晶面板生产以来，面临着产能严重落后同时液晶面板行业景气大幅度波动的不利局面，因此过去几年盈利表现不佳。但我们认为经过多年的摸索，公司在液晶面板行业站稳了脚，相比目前的主要竞争对手，我们认为公司的竞争优势体现在以下几点：

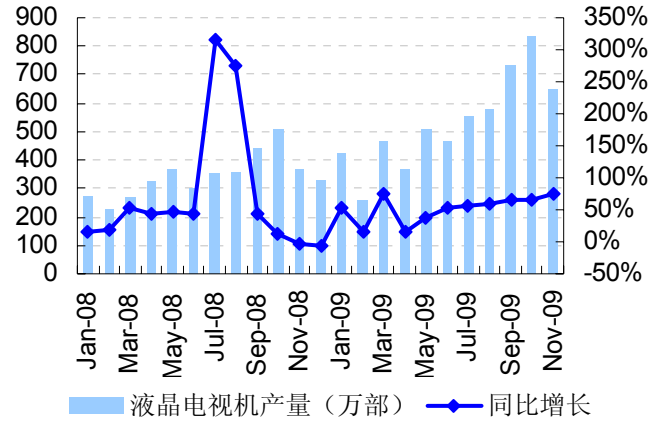
➢ 国内领先的技术优势

与国内液晶面板企业相比，公司在液晶面板制造技术的开发与积累上有明显优势。全球范围来看，公司掌握的FFS技术（一种硬屏技术）全球一流，公司的专利数量位列全球第四，仅次于夏普、三星和LG。据测算，在良品率一定的假设下，硬屏技术的材料成本比软屏技术低10%。

➢ 内地需求庞大的优势

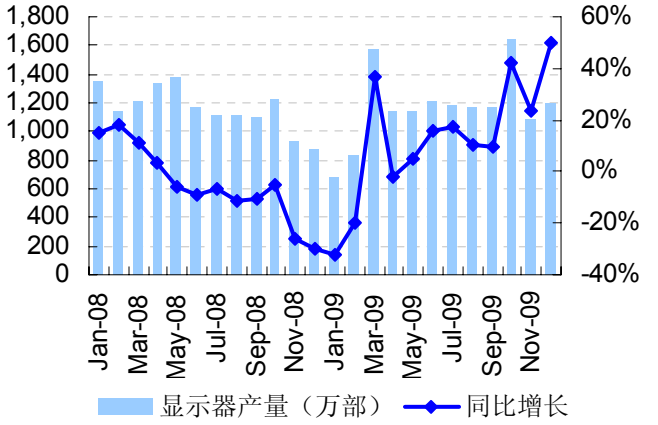
国际上三星、夏普以及我国台湾地区的友达、奇美因其本地需求有限，90%的面板产量都销往海外，其中很大一部分销往大陆地区。大陆市场因家电下乡和电视换代潮将带来广阔的液晶面板市场空间，而当前，国内在高世代线上仍无投产的生产线，大尺寸面板供应空白。公司投建的8代线预计将是国内第一条投产的高世代线，将受益于国内强劲的大尺寸面板需求。事实上，公司在产能布局时，即考虑了下游配套环节，公司8.5代线厂址旁边即是冠捷800万片产能的液晶电视工厂。

图表 18：国内液晶电视机产量



资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 19：国内显示器产量



资料来源：公司公告，天相投顾整理

➢ 供应链完善

公司的供应链体系比较完善，上游各方面的材料配套都很齐全，响应速度快，只要面板市场有需求，公司的产能会在很短的时间内得到恢复，例如2007年上半年行业迅速回暖时，公司在2007年1月产量为7万，2月为20万，3月为70万，4月就达到了满产状态。

当前，国内在液晶面板上游领域的商业化不断取得突破，玻璃基板、偏光片、液晶、偏光膜以及部分生产设备领域均涌现了一些优秀的企业。公司也已与相关供应链厂商进行了紧密合作。未来，这些上游材料厂商的产品质量、良率符合产业化条件后，

将进一步优化公司的供应链；同时，预计也将明显降低公司在液晶面板上游原材料上的采购成本。公司将从中受益。

➢ 拥有稳定的管理团队

公司核心管理团队经验丰富，平均在公司有着15年的从业经验。我们认为，液晶面板行业资金、技术密集型行业，对人才的依赖也较大。稳定、有默契的团队对于液晶面板厂的运营至关重要。公司在技术上坚持走自主创新路线，管理上也充分信任自己培养的管理人员。目前，公司的管理、科研团队已基本实现了本土化。

图表 20：公司部分高管履历

	现任职务	履历
王东升	董事长	曾任公司第一届、第二届董事会董事长、总裁，第三届董事会董事长、执行委员会主席、CEO，第四届董事会董事长、执行委员会主席。
梁新清	副董事长	曾任公司第一届董事会常务董事、副总裁，公司第二届董事会董事，公司第三届董事会执行董事、总裁、COO，公司第四届董事会副董事长、北京• 松下彩色显象管有限公司董事、北京旭硝子电子玻璃有限公司董事长。
陈炎顺	执行董事、总裁	1993 年加入公司，曾任公司第一届董事会董事会秘书、第二届董事会董事会秘书、副总裁，公司第三届董事会执行董事、高级副总裁，第四届董事会执行董事、总裁。
韩国建	执行董事、公司副总裁	曾先后任公司下属事业部技术总监，北京旭硝子电子玻璃有限公司副总经理，北京京东方大和光电子有限公司董事长，BOE HYDIS 技术株式会社代表理事、副社长，北京京东方投资发展有限公司高级副总裁。

资料来源：公司公告、天相投顾整理

➢ 政府强有力的政策支持

液晶产业在电子信息产业中处于战略地位，投资力度大，可激活产业链上下游，刺激就业，对经济的拉动作用很大，因此各国政府一般都会对业内企业进行扶植。我国在2009年出台的《电子信息产业调整和振兴规划》明确将TFT-LCD液晶平板显示列为当前重点发展的重大工程。作为国内最大的液晶厂商，京东方的经营策略是走与政府联合并与市场结合的道路，京东方在行业低谷期获得成都市18亿、合肥市90亿、北京市100亿的注资，加上银行贷款和资本市场的再融资，在几年内再造了5个京东方。可见，政策对公司发展的支持力度很大。

图表 21：公司近年来所收到的政府补贴

年份	补贴项目	补贴金额（万元）	补贴性质	批准单位
2007	液晶显示器件项目	9,014	贷款贴息	北京市经济委员会
	第五代TFT-LCD关键技术研究项目	2,780	技术开发研究经费	北京市科学技术委员会
	大尺寸LCDTV屏关键技术开发	856	关键技术开发研究经费	北京市科学技术委员会
	对外经济技术合作项目	5,327	外经济合作项目补助	财政局、商务部
2008	液晶显示器件项目	2,413	贷款贴息	北京市经济委员会
	大尺寸LCDTV屏关键技术开发	938	关键技术开发研究经费	北京市科学技术委员会
2009	平板显示器件产业化专项项目	720	技术开发研究经费	发改委
	超薄型TFT移动显示器件开发项目	130	专向经费	河北省科技厅
	第6代彩色滤光片（CF）项目资金	20,000	政府补助	合肥市发改委
	液晶显示器件项目	26,000	科研经费资助金	合肥新站试验区管委会
	成都子公司项目	5,000	研发经费补贴	成都高新开发区管委会
	第五代TFT-LCD显示器件项目	12,000	贷款贴息	北京经济和信息化委员会

资料来源：公司公告，天相投顾整理

2.4 本次增发项目介绍

公司于2009年11月27日发布非公开发行股票预案，拟以不低于4.64元/股的价格发行3亿－23亿股，募集资金净额不超过100亿元。其中北京亦庄国际投资发展有限公司承诺以现金及（或）其所持对公司与本次非公开发行募集资金投资项目相关的债权本金及利息15亿元认购公司本次非公开发行的股票。本次非公开发行所募资金将投入北京在建的8.5代线。项目总投资超过200亿元，公司将通过银行借贷来满足剩余的资金缺口。

图表 22：公司近年来非公开发行融资情况

时间	发行价格	发行数量	募集资金	项目名称
2006/10/9	2.75	6.76亿股	18.6亿元	北京5代线扩产&大尺寸液晶用彩色滤光片生产项目
2008/7/10	5.47	4.11亿股	22.4亿元	成都4.5 代线
2009/5/31	2.4	50亿股	118亿元	合肥6 代线
-	不低于4.64	3-23亿股	不超过100亿元	北京8代线

资料来源：公司公告，天相投顾整理

公司目前已完整掌握了TFT-LCD核心工艺和产品技术，在电视用宽视角技术上不存在知识产权障碍，并在FFS技术基础上自主开发了AFFS技术。基于宽视角技术和LED背光技术，公司开发了可实际量产的26英寸、32英寸LED背光源液晶电视面板，以及47英寸全高清LED背光超薄（25mm）液晶电视模组。这些生产线设计和建设技术、工艺技术和产品技术都为8代线的建设、运营打好了坚实的基础。

此外，公司通过5代线项目的建设和运营，培育了拥有近千名工程师的技术管理和研发团队，在工艺研发、新产品研发等方面奠定了良好的基础。2007年在TFT-LCD领域提交的296件专利申请中，发明专利占到90%以上，2008年提交专利申请382项，为8代线的建设提供了宝贵的人才资源。因此，对于8代线，公司已在技术和人才储备上准备充分，有望缩短项目的建设期和最终的调试阶段。

目前8代线的施工过程顺利进行，因此，公司的资金需求较大。我们预计公司的增发在二季度完成的可能性很大。

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测假设

1,假设公司于2010年上半年顺利实施增发，增发数量为20.3亿股，增发价格为4.64元；

2,假设6代线于2010年底顺利投产，2011年进入产能爬坡阶段；6代线主要生产32英寸和19英寸的显示器，产品良率较快攀升至在高水平；

3,假设8代线于2011年底顺利投产，2012年进入产能释放期；

4,假设2009至2014年的企业所得税按15%上缴；期间费用率较为稳定；

5, 假设2010至2014年，公司每年有约2亿的政府补贴，计入营业外收入；

6, 分项产品的盈利预测假设见图表23。

图表 23：核心盈利预测假设

	生产线	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
产能利用率假设	4.5	-	80%	90%	88%	88%	86%
	5	80%	97%	95%	92%	90%	90%
	6	-	-	65%	85%	90%	91%
	8	-	-	-	60%	90%	94%
良品率假设	4.5	95%	95%	95%	95%	95%	95%
	5	93%	95%	95%	95%	95%	95%
	6	-	-	78%	85%	90%	90%
	8	-	-	-	75%	85%	90%
面板出货量假设（万片）	2.2英寸	0	10,397	11,696	11,436	11,436	11,177
	14英寸	536	663	1,083	839	821	821
	19英寸	750	929	1,307	1,691	1,788	1,800
	32英寸	0	0	219	312	350	354
	47英寸	0	0	0	389	661	731
面板价格假设（美元）	2.2英寸	7	6	6	5	5	5
	14英寸	55	50	45	43	42	40
	19英寸	71	78	75	70	68	65
	32英寸	-	-	200	190	180	170
	47英寸	-	-	-	75%	380	360
营业收入假设（万元）	4.5	100,000	524,189	537,445	488,840	449,956	442,003
	5	562,421	718,257	662,796	604,780	576,005	549,772
	6	-	-	632,979	848,966	913,711	878,151
	8	-	-	-	1,057,536	1,707,921	1,789,351

资料来源：公司公告，天相投顾整理

图表 24：京东方 A 盈利预测（单位：万元）

损益表	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**762,421**	**1,342,446**	**1,933,221**	**3,100,123**	**3,747,593**	**3,759,277**
营业成本	693,012	1,107,314	1,657,814	2,644,951	3,091,761	3,099,400
销售费用	12,961	22,822	30,932	46,502	52,466	52,630
管理费用	76,242	80,547	115,993	186,007	224,856	225,557
财务费用	16,852	64,695	79,293	73,703	79,329	57,102
营业利润	**-44,402**	**51,631**	**26,957**	**113,308**	**256,084**	**281,357**
加：营业外收入	60,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
利润总额	**15,598**	**71,631**	**46,957**	**133,308**	**276,084**	**301,357**
减：所得税	2,340	10,745	7,044	19,996	41,413	45,204
净利润	**13,259**	**60,886**	**39,914**	**113,312**	**234,671**	**256,153**
归属母公司所有者的净利润	**13,126**	**60,277**	**39,514**	**112,179**	**232,324**	**253,592**
少数股东损益	133	609	399	1,133	2,347	2,562
资产负债表	**2009E**	**2010E**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	1,352,453	2,013,670	1,604,573	1,550,061	1,873,796	1,879,638
应收帐款	99,115	174,518	251,319	403,016	487,187	488,706
存货	76,242	147,669	212,654	310,012	374,759	375,928
固定资产	544,208	903,208	1,302,208	1,816,208	1,830,208	1,644,208
资产总计	**2,664,997**	**4,350,920**	**4,695,816**	**4,849,892**	**5,230,077**	**5,025,790**
短期借款	60,133	228,193	296,659	266,474	301,901	186,067
应付帐款	144,860	201,367	289,983	465,018	562,139	563,892
一年内到期的非流动负债	44,270	282,091	327,735	307,612	331,230	254,007
长期借款	487,285	725,107	839,217	788,908	847,954	654,896
负债合计	**804,557**	**1,505,905**	**1,822,741**	**1,897,160**	**2,112,371**	**1,728,008**
实收资本（股本）	828,290	1,031,231	1,031,231	1,031,231	1,031,231	1,031,231
资本公积	1,135,295	1,874,127	1,874,127	1,874,127	1,874,127	1,874,127
所有者权益（或股东权益）合计	**1,860,439**	**2,845,015**	**2,873,074**	**2,952,732**	**3,117,706**	**3,297,782**
现金流量表	**2009E**	**2010E**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	13,259	60,886	39,914	113,312	234,671	256,153
固定资产折旧	110,000	141,000	301,000	486,000	486,000	486,000
财务费用(收益以“-”号填列)	16,852	64,695	79,293	73,703	79,329	57,102
存货的减少	-29,019	-71,427	-64,985	-97,358	-64,747	-1,168
经营性应收项目的减少	-58,110	-77,556	-94,524	-186,704	-103,595	-1,869
经营性应付项目的增加	38,635	56,507	88,616	175,035	97,120	1,753
经营活动产生的现金流量净额	**61,464**	**152,106**	**349,314**	**563,988**	**728,778**	**797,970**
固定资产净额(除折旧)的减少	-273,551	-991,724	-892,484	-407,528	-371,111	-270,006
投资活动产生的现金流量净额	**-310,833**	**-994,724**	**-895,483**	**-410,526**	**-374,108**	**-272,833**
短期借款的增加	9,225	168,060	68,466	-30,185	35,427	-115,835
一年内到期的非流动负债的增加	-156,644	237,821	45,644	-20,123	23,618	-77,223
长期借款的增加	193,872	237,821	114,110	-50,308	59,045	-193,058
筹资活动产生的现金流量净额	**1,204,707**	**1,504,311**	**136,863**	**-207,239**	**-29,722**	**-519,080**

资料来源：公司公告，天相投顾整理

根据我们的盈利模型，预计京东方将于2010年实行盈利，盈利推动因素来源于下游需求增长以及公司新增产能（4.5代线）开出；我们预计2010年净利润为6.02亿元，按增发摊薄测算的每股收益为0.06元。2011年，预计每股收益为0.04元，主要是由于新增6代线折旧，抵消了利润的增长。

3.2 估值讨论

公司仍处于快速扩张期，短期内4.5代线投产将增加公司收入，但6代线和8代线的建设以及投产初期的过渡阶段将给公司盈利造成较大困难，因此，近几年仍难以看见公司盈利条件大幅改善的现象。

公司在2011年后将进入自由现金流高速增长的阶段，尽管也存在着终端产品价格不断下降的客观劣势，但随着公司6代线、8代线生产线的建成，未来产销规模将迅速扩张。预计到2013年，公司的收入将超过350亿元，接近现在公司年收入的5倍。净利润因为产品价格下降以及较大的折旧压力，增速缓于收入增速。一旦公司生产线折旧完毕，盈利有望加速增长。这种情况下，我们认为采用PE法难以判断公司合理的投资价值。

我们采用三阶段公司自由现金流模型来测算公司的合理价值，假设公司第一阶段FCFF增长率为2%，长期稳定增长率为1%，取无风险收益率和市场平均收益率分别为3.50%和14.00%，根据我们的盈利预测和DCF估值模型，以2010年增发后作为基准，测算出公司的合理估值为每股5.77元。

图表 25：DCF 估值参数设定

无风险收益率（rf）	3.50%
市场平均收益率（rm）	14.00%
股票的贝塔值（β）	1.03
股东期望回报率（re）	14.34%
glong（稳定增长率）	1.00%
gs（第一阶段FCFF增长率）	2.00%
N	3
H	5
WACC	11.52%

数据来源：天相投顾

图表 26：三阶段公司自由现金流模型测算公司合理价值

单位：万元	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
EBIT*(1-所得税率)	**-11,768**	**98,877**	**90,313**	**158,959**	**285,101**	**287,690**
加：折旧及摊销	115,000	146,001	306,002	491,003	491,173	491,222
资本性支出：	**186,313**	**851,785**	**594,483**	**-75,474**	**-111,892**	**-213,167**
固定资产净额的增加	163,551	850,724	591,484	-78,472	-114,889	-215,994
无形及其他非流动资产的增加	3,623	3,000	2,999	2,998	2,997	2,827
营运资金的增加：	**48,494**	**92,476**	**70,893**	**109,027**	**71,222**	**1,285**
存货的增加	29,019	71,427	64,985	97,358	64,747	1,168
经营性应收项目的增加	58,110	77,556	94,524	186,704	103,595	1,869
经营性应付项目的增加	38,635	56,507	88,616	175,035	97,120	1,753
FCFF公司自由现金流（万元）	**-131,575**	**-699,382**	**-269,061**	**616,409**	**816,944**	**990,794**
明确预测期的自由现金流贴现	571,968	784,591	1,654,927	2,145,632	1,705,389	990,794
三阶段FCFF折现至清晰增长期最后一年						9,894,811
三阶段FCFF折现	5,736,457	6,397,296	7,134,265	7,956,132	8,872,679	9,894,811
明确预测期内FCFF现值合计	571,968	784,591				
全部资本价值	6,308,425	7,181,888				
净负债	-591,688	-1,235,391				
股权价值	5,716,737	5,946,496				
股本	828,290	1,031,231				
每股价值(元)	**6.90**	**5.77**				

资料来源：天相投顾

根据不同的假设条件，我们对公司合理的每股价值进行敏感性分析。在高速增长期增速为0，永续增长率增速亦为0的情况下，公司的每股价值为4.96元，因此，结合公司本次拟增发的发行价不低于4.64元的条件来分析，我们认为公司当前股价存在一定的安全边际。在高速增长期增速gs=2.00%，永续增长率glong＝1.00%的中性假设条件下，公司的合理股价约为5.77元，相对于当前股价约有15%的提升空间。

图表 27：绝对估值的敏感性分析

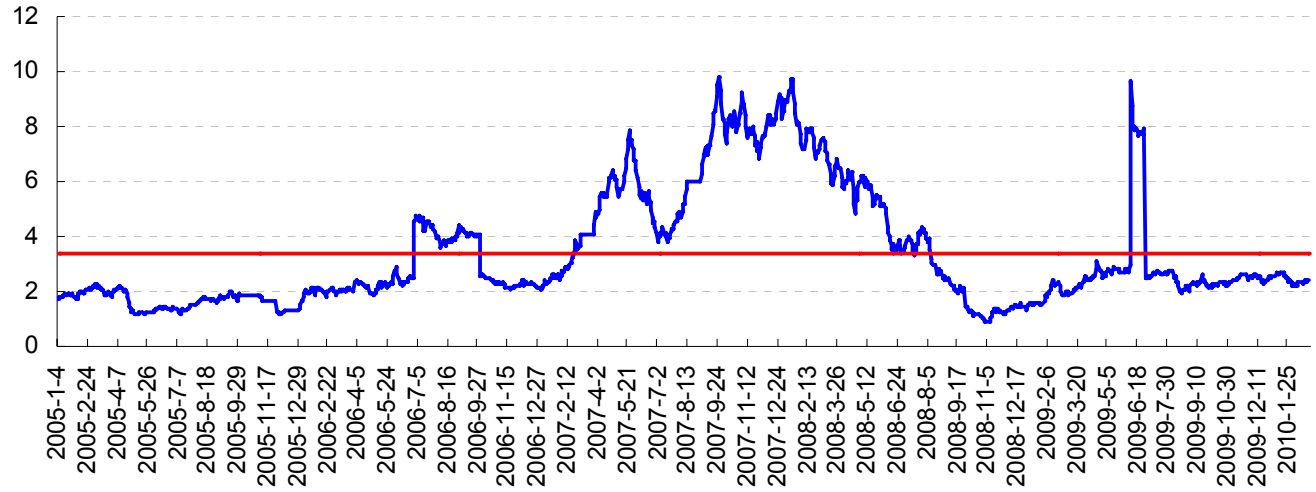
高速增长期增速 gs \ 永续增长率 glong	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%	2.00%
0.50%	5.06	5.14	5.23	5.32	5.41	5.51	5.61	5.72	5.83
1.00%	5.17	5.25	5.34	5.43	5.53	5.63	5.73	5.84	5.96
1.50%	5.28	5.37	5.45	5.55	5.65	5.75	5.86	5.97	6.09
2.00%	5.39	5.48	5.57	5.67	5.77	5.87	5.98	6.10	6.22
2.50%	5.51	5.60	5.69	5.79	5.89	6.00	6.11	6.23	6.35
3.00%	5.63	5.72	5.81	5.91	6.02	6.13	6.24	6.36	6.49
3.50%	5.75	5.84	5.94	6.04	6.15	6.26	6.38	6.50	6.63

资料来源：天相投顾

公司当前股价对应的2009年PB约为2.22倍（以5.01元股价，预计2009年底每股净资产2.25元计算），相比历史平均PB值3.39有较大的折让。考虑到2010年是液晶面板行业的景气年，同时液晶电视对传统CRT电视的替代过程将推动面板行业尤其是大尺

寸液晶面板在未来几年进入一个全面景气的周期，因此，**我们认为在当前的景气上升期，可给予公司3倍至3.39倍的PB估值，对应的二级市场价格为6.75元至7.63元。**

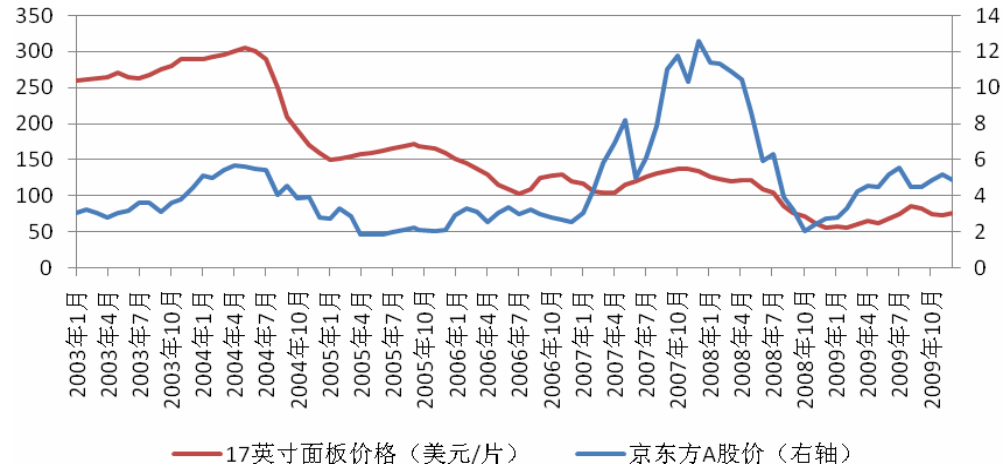
图表 28：公司近五年 PB 区间



资料来源：天相投顾

如我们前面所分析，2010年面板行业新增产能温和，同时下游液晶电视、电脑领域出货量增长的情况下，面板可维持供需平衡，面板价格波动将放缓。若需求有进一步向好迹象，则面板价格有上行潜力。从过往经验来看，公司业绩相对于面板价格比较敏感，历史上公司股价与面板价格也有较强的相关性。而二季度是面板行业传统旺季，面板在二季度价格上行是大概率事件，事实上，一季度面板价格由于供求紧张，已有小幅上涨，目前，公司的股价并未反应面板价格的上涨。**因此，我们认为当前是投资公司较好的时机。预计若面板价格继续上行，将直接刺激公司股价表现。**

图表 29：京东方 A 股价与 17 英寸面板价格走势



资料来源：天相投顾

综上分析，我们认为公司在2010年有基本面盈利，增发融资及潜在的面板价格上行等股价正面刺激因素，结合我们的绝对估值结果，我们维持对公司“增持”的投资评级。

4. 风险揭示

1.面板价格波动的风险：液晶面板价格对公司盈利影响颇大，因价格下降往往伴随着需求萎缩，企业开工率不足，使企业盈利加速恶化。虽然经过上一轮危机，业内厂商的经营行为愈发谨慎，产能扩张和行业库存维持在健康水平，但需求引发的面板价格波动，继而影响公司盈利的风险仍然存在。

2.人力资源风险：作为技术密集型企业，核心技术是液晶面板行业生存和发展的根本。公司在经营中积累了丰富的工艺技术，在技术人员的培养上投入巨大。而公司目前的股权结构意味着实施股股激励仍有较大阻碍。当前国内新设面板厂较多，对人才需求大，因此如何防范核心技术人员的流失对公司的正常生产和持续发展有较大影响。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责申明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯 地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室
电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛 地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层
电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园 地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层
电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相 地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座
电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相 地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A
电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相 地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室
电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100