

2010-11-21

显示器件

京东方 A000725.SZ

2012 年望成为业绩爆发点, 战略投资价值初步显现

分析师: 赵磊 (执业证书编号: S0930209110229)

021-22169176

zhaol@ebscn.com

◇事件: 公司合肥 6 代线正式量产

◆京东方合肥 6 代线正式量产

2010 年 11 月 17 日, 京东方合肥 6 代线量产仪式在合肥市新站综合开发实验区举行。该条 6 代线是我国大陆地区第一条供给液晶电视使用的 6 代以上高世代 TFT 生产线, 在内地 TFT 产业进程中具有里程碑式的意义。

2010 年 11 月 17 日京东方合肥 6 代线量产仪式现场



资料来源: 光大证券

◆全球尤其是国内液晶电视产量将持续增长

经过 2009 年的经济危机, 2009 年及 2010 年欧美液晶电视需求在一定程度上被抑制。我们预计这一部分被抑制的需求将在 2011 年和 2012 年得到释放。

而国内作为液晶电视的最大生产国, 其在全球的市场份额有望进一步提升, 产销量增速应高于全球产销量增速。

图表 1：全球及国内液晶电视 2011~2012 年产销量预测

单位：万台		2010 年	2011 年				2012 年	
			谨慎		乐观		中性	
全球产销量		17,100	19,665	15%	20,520	20%	22,504	12%
国内产销量	内销	3,300	3,960	20%	4,125	25%	4,851	20%
	出口	5,200	6,365	22.4%	6,650	27.9%	7,809	20%
国内合计		8,500	10,325	21.5%	10,775	26.8%	12,660	20%

数据来源：displaysearch 《产业在线》 光大证券研究所

从上表我们可以看出，从全球来看，未来两年全球液晶电视年均出货量增速约在 15%左右；而国内产销量增速将快于全球平均水平，预计将达到 23%左右，国内产销量占全球比重将进一步提升。

◆2011 年和 2012 年大尺寸电视用液晶面板产能扩张有限，未来数年内供给不会过剩

从目前实际情况来，大陆以外地区目前在 TFT 领域的扩产比较少，仅只有台湾和韩国的三条。未来两年主要的产能扩张集中在中国大陆地区。

图表 2：全球高世代 TFT 现有产能及未来两年扩产情况

现有产能	6 代	7 代	8 代	10 代	合计
三星		195	80		275
LGD	120	140	23		283
夏普			100	36	136
彩晶	90				90
群创	120				120
奇美	105	100			205
友达	240	90	30		360
松下			30		30
IPS Alpha	60		150		210
中华映管	90				90
合计	825	525	413	36	1799
2011 年新增	6 代	7 代	8 代	10 代	
奇美	15		24		39
友达		10	10		20
LGD			60		60
京东方	90				90
中电熊猫	90				90
合计	195	10	94		299
2012 年新增	6 代	7 代	8 代	10 代	

京东方	90	90
龙飞光电	90	90
华星光电	100	100
苏州三星	90	90
合计	370	370

资料来源：光大证券整理

而目前在国内已经通过审批并正在建设的 6 代以上 TFT 产线共有 6 条。国家发改委从全局角度出发，暂缓对其余几条产线的批复，有效地控制了供给。

图表 3：中国目前高世代 TFT-LCD 计划（在建）生产线一览

投资方	地址	其他投资方	规格	投资额	技术来源	最大月产能（片）	计划投产时间	项目阶段
京东方	合肥	合肥市政府	6 代	175 亿元	京东方	9 万	2010Q4	已量产
中电-熊猫	南京	南京市政府	6 代	138 亿	夏普	8 万	2011Q1	设备到位
三星	苏州	苏州市政府	7.5 代	120 亿	三星	9 万	2012Q1	厂房建设
京东方	北京	北京市政府	8.5 代	280 亿	京东方	9 万	2011Q4	厂房建设
龙飞光电	昆山	昆山市政府	8.5 代	33 亿美元	友达	9 万	2011Q4	厂房建设
TCL（华星光电）	深圳	深圳市政府	8.5 代	245 亿	群创	10 万	2011Q4	厂房建设
中电-熊猫	南京	南京市政府	8 代	300 亿元	夏普	9 万	2012	待定
广新光电	佛山	广东省政府*	8.5 代	220 亿元	奇美	6 万	2012Q4	待定
LGD	广州	广州市政府	8.5 代	40 亿美元	LGD	9 万	2011Q4	待定

资料来源：光大证券整理

截至目前，国内（仅指内资控股）已上马 6 代线两条，8 代线两条，8.5 代线两条。若这些产能在两年后全部实现，我国面板产业将大大缩小同台、日、韩之间的产能差距及技术差距。

其中，京东方的 6 代线已正式量产，北京 8.5 代线预计不晚于明年底量产，而合肥 8 代线也正在酝酿之中。如果这几条产线均顺利投产，京东方在 6 英寸以上大尺寸 TFT 领域的生产能力将达到 270K/月，与三星、LGD、友达等全球最大 TFT 企业并驾齐驱。将在未来 TFT 领域占有重要地位。

◆新产能投产后，公司收入和盈利水平将得到大幅提升

公司合肥 6 代线完全达产后，产能将达 90K 片基板/月，我们假设按照全部切割 32 英寸来计算，则：

图表 4：公司 6 代线达产后收入预测

	当前价格	2011年均价	2012年均价
32寸面板价格（美元）	157	140	125
年产能（块基板）		756,000	1,080,000
年产32寸面板（块）		6,048,000	8,640,000
面板总收入（元）		5,757,696,000	7,344,000,000
模组占比		60%	80%
模组附加值比例		50%	50%
总收入（元）		7,485,004,800	10,281,600,000

资料来源：公司公告 displaysearch 光大证券预测整理

注 1：每一块 6 代线基板可以切割 8 片 32 寸面板

注 2：模组占比指公司生产的面板中，有多大比例会继续加工成模组再出售（下表同）

注 3：模组附加值比例为公司将面板加工成模组后，其售价的上升幅度（下表同）

注 4：6 代线完全达产时间预计在 2011 年 2 季度，我们预测 2011 年全年产量为设计最大产能的 70%

公司北京 8.5 代线完全达产后，产能将达到 90K 片基板/月，我们假设按照全部切割 42 英寸来估算，则：

图表 5：公司 8.5 代线达产后收入预测

	当前价格	2011年均价	2012年均价	2013年均价
46寸面板价格（美元）	353	320	290	260
年产能（块基板）			1,080,000	1,080,000
年产32寸面板（块）			8,640,000	8,640,000
面板总收入（元）			17,038,080,000	15,275,520,000
模组占比			40%	60%
模组附加值比例			50%	50%
总收入（元）			20,445,696,000	19,858,176,000

资料来源：公司公告 displaysearch 光大证券预测整理

注：每一块 8.5 代线基板可以切割 8 片 42 寸面板

通过以上分析我们可以得知，公司 6 代线完全达产后，将能为公司每年带来收入约 100 亿元，而 8.5 代线完全达产后，更是将为公司每年实现收入约 200 亿元。

再加上公司的北京 5 代线和成都 4.5 代线每年有望实现近 100 亿元的收入，我们预计 2012 年 8.5 代线达产后，公司年收入将有望超 400 亿元。

届时，随着公司产线从 4.5 代~8.5 代的完备，公司不同世代线之间切割转换的经济性将充分体现，公司的规模效应亦将得到体现。

并且我们相信，在国家对新型平板显示行业持续不断的扶持之下，公司未来将会布局更多的产线。随着公司产能占全球比重的进一步提升，公司将有望摆脱曾经市场跟随者的地位，而有望成为 TFT 市场的中坚力量。

◆盈利预测与投资建议

假设本次发行 33 亿股，则公司总股本将增加到 116 亿股

由于今年仍是全行业的复苏期，且今年公司仅有 5 代和 4.5 代线运转，我们预计公司今年仍将产生一定亏损，预计亏损额在 13~15 亿元，按本次发行后股本计算即每股亏损 0.10 元。

明年公司 6 代线将正式投入量产并实现盈利，考虑到 6 代线在投产初期面临着产能爬坡，且良率估计仅有 90% 左右，因此我们预测公司明年 6 代线的净利润率不会太理想。假设为 3%，则公司明年 6 代线净利润为约 2.3 亿元。另假设明年 5 代线和 4.5 代线共实现收入 100 亿元，净利润率也是 5%，则公司 2011 年净利润预计为 7.3 亿元，对应 EPS0.06 元。

2012 年，公司 6 代线将完全进入正式运转，假设净利润率上升到 10%，则贡献利润 10.3 亿元；而 2012 年公司 8.5 代线刚实现达产，假设净利润率 5%，贡献利润 10.2 亿元。另假设 2012 年 5 代线和 4.5 代线实现收入 80 亿元，净利润率 5%，贡献利润 4 亿元，则公司 2012 年共有望实现净利润 24.5 亿元，对应每股收益 0.22 元。

综上所述，我们预计公司 2010 年~2012 年 EPS 分别为：-0.10 元、0.06 元和 0.22 元。在国家通过多种方式对 TFT 行业的大力扶持下，我们认为国内 TFT 行业的春天即将到来。预计公司的拐点有望在明年出现，业绩爆发点有望在 2012 年出现。目前 3.41 元的股价（对应本次发行后 PB1.4 倍，若按 3.03 的增发价计则对应发行后 PB 仅 1.27 倍）基本反映了市场对公司未来的最坏预期，我们认为公司的战略投资价值已初步显现。

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件行业分析师，成功推荐了横店东磁（002056）、华天科技（002185）、华微电子（600360）等公司。

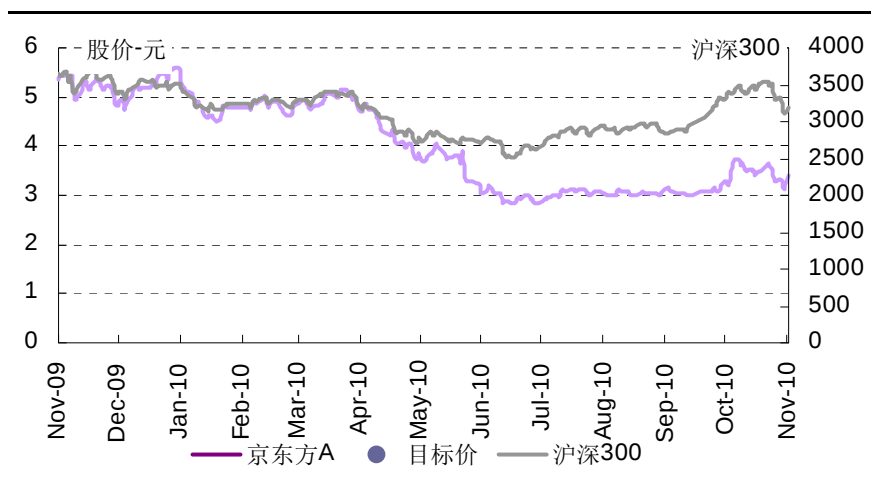
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

京东方 A（000725）

分析师：赵磊



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。