

京东方 A (000725)

全球面板龙头有望率先受益行业反转

买入 (首次)

2023 年 04 月 18 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 唐权喜

执业证书: S0600522070005

tangqx@dwzq.com.cn

研究助理 金晶

执业证书: S0600122090062

jinj@dwzq.com.cn

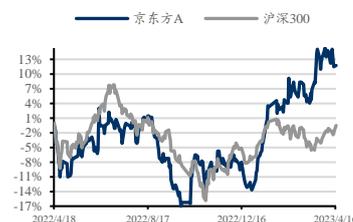
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	178,414	207,919	233,305	250,002
同比	-19%	17%	12%	7%
归属母公司净利润 (百万元)	7,551	8,980	14,688	18,965
同比	-71%	19%	64%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.20	0.24	0.38	0.50
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.00	18.50	11.31	8.76

关键词: #产能扩张

投资要点

- LCD 面板业务领跑全球, 行业龙头优势持续发力:** 京东方为全球 LCD 面板龙头供应商, LCD 面板厂商维持控产, 供给下降面板价格企稳回升。随着 TV 需求回暖, 大尺寸 LCD 面板供给需求将恢复均衡。中小尺寸 LCD 面板应用需求转型, 智能手机面板需求减弱, 车载屏幕需求将随着汽车市场景气度上升而逐步上升。
- OLED 促进业绩增长, 新需求推动面板产量:** OLED 市场规模将实现快速爬升, 中国出货量占比不断提高。随着整体需求准备迎来复苏, OLED 面板渗透率将持续提升。折叠屏、智能电视、智能手表等新市场不断开拓行业新领域。公司持续深化生产规模, OLED 出货量也在稳步上升。
- “1+4+N+生态链”全面布局, 迎智能物联时代大机遇:** 基于“屏之物联”战略设计且持续受益于政策红利, 公司已形成“1+4+N+生态链”业务布局, 政府补贴逐年高速增长彰显核心竞争力。“1”: 公司作为半导体显示业内龙头, 业绩伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化有望稳步修复; “4”: 物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展, 控股华灿光电助力 MLED 业务快速提升, 四大高潜航道有望成为未来营收主力; “N”: 公司积极开拓细分应用场景, 落实物联网转型发展; “生态链”: 公司积极推动供应链本地化, 扶持上下游共同发展。
- 盈利预测与投资评级:** 我们看好公司抢先受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道以完善“1+4+N+生态链”业务架构, 预测公司 2023-2025E 每股净资产为 3.5/3.8/4.3 元, 2023-2025E 净资产为 1430.7/1547.6/1707.2 亿元, 可比公司 TCL 科技 (全球大尺寸面板龙头企业) 与三利谱 (上游偏光片核心供应商) 2023-2025PB 均值为 2.2/1.9/1.6 倍。公司当前市值对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍, 低于行业平均估值。我们给予公司 2023 年 2 倍 PB, 对应目标市值为 2861 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 1) TV 液晶显示屏需求不及预期风险; 2) OLED 技术进展不及预期风险; 3) 显示面板行业竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.36
一年最低/最高价	3.22/4.54
市净率(倍)	1.30
流通 A 股市值(百万元)	162,587.64
总市值(百万元)	166,536.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.35
资产负债率(% ,LF)	51.96
总股本(百万股)	38,196.36
流通 A 股(百万股)	37,290.74

相关研究

《京东方 A(000725): 京东方 A: 三季度业绩增长明显, 已晋升大尺寸面板龙头》

2017-10-25

《京东方 A(000725): 【东吴电子王莉团队】京东方三季报预告点评: 三季报大超预期, 大尺寸液晶和柔性 oled 齐头并进》

2017-09-27

内容目录

1. LCD 面板业务领跑全球，行业龙头优势持续发力	4
1.1. LCD 面板厂商维持控产，价格企稳回升.....	4
1.2. 大尺寸 LCD 需求回暖，中小尺寸 LCD 需求转型.....	6
1.3. 大陆厂商稳居龙头，公司经营领跑业内.....	7
2. OLED 促进业绩增长，新需求推动面板产量	10
2.1. 全球 OLED 市场规模渐增，中国市场占比逐步增大.....	10
2.2. OLED 面板渗透率上升，新需求推动行业发展.....	10
2.3. 公司 OLED 业务平稳增长，多条产线稳步扩产.....	12
3. “1+4+N+生态链”全面布局，迎智能物联时代大机遇	13
3.1. “1+4+N+生态链”全面布局，非经补贴彰显核心竞争力.....	13
3.2. 半导体显示业内龙头，前瞻性布局技术升级方向.....	15
3.3. 高潜航道飞速发展，持续赋能华灿光电.....	16
3.4. 积极开拓细分场景，协同合作伙伴共进.....	18
4. 盈利预测与投资建议	18
4.1. 盈利预测.....	18
4.2. 投资建议.....	20
5. 风险提示	20

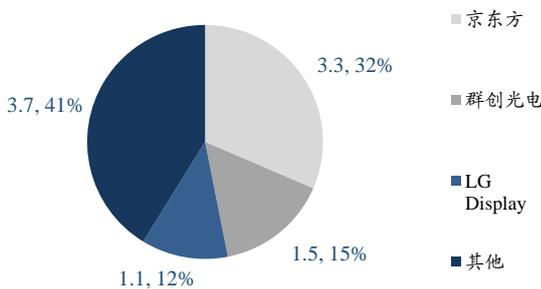
图表目录

图 1:	2021 年全球大尺寸 TFT-LCD 出货量 (亿台) 及占比	4
图 2:	2021 年全球大尺寸 TFT-LCD 出货面积 (亿 m ²) 及占比	4
图 3:	全球面板厂商平均稼动率	4
图 4:	全球 LCD TV 供应面积同比变动	4
图 5:	LCD TV 面板供需比率	5
图 6:	大尺寸 TV 面板价格 (美元/片) 走势	6
图 7:	Monitor & Notebook 面板价格 (美元/片) 走势	6
图 8:	全球 TV 季度出货量 (百万台)	6
图 9:	全球 TV 分区域出货量 (百万台)	6
图 10:	2021-2027 中小尺寸 TFT LCD 出货量 (百万片)	7
图 11:	全球各地区面板产能占比	10
图 12:	全球 OLED 面板市场现状和前景 (亿美元)	10
图 13:	中国 OLED 行业市场规模 (亿美元)	10
图 14:	OLED 下游应用占比	11
图 15:	中国 OLED 产能 (平方千米)	11
图 16:	全球可折叠手机出货量 (百万台)	11
图 17:	全球 AMOLED 电视面板出货量 (百万平片)	11
图 18:	中国 OLED 智能机市场 LTPO 渗透率	12
图 19:	京东方 OLED 手机面板出货量 (百万片)	12
图 20:	2022 年中国 OLED 产能分布情况预测	12
图 21:	公司业务布局	14
图 22:	公司营业收入 (亿元) 与增速	14
图 23:	公司毛利率	14
图 24:	公司营收结构	15
图 25:	显示器件营业收入 (十亿元) 与毛利率	15
图 26:	显示器件业务布局	16
图 27:	物联网创新与传感营收 (亿元) 与毛利率	17
图 28:	智慧医工营业收入 (十亿元) 与毛利率	17
图 29:	MLED 营业收入 (亿元)	17
图 30:	MLED 毛利率	17
图 31:	工业互联网解决方案架构	18
表 1:	2022-2023 年韩国主要 LCD 厂商减产情况	7
表 2:	中国大陆面板产线汇总 (更新至 2023 年 1 月)	8
表 3:	京东方 OLED 产线汇总 (更新至 2023 年 1 月)	13
表 4:	全球主要 OLED 厂商未来规划	13
表 5:	公司非经常性损益 (亿元)	15
表 6:	物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务布局	17
表 7:	公司分业务盈利预测	19
表 8:	可比公司估值 (截至 2023 年 4 月 16 日)	20

1. LCD 面板业务领跑全球，行业龙头优势持续发力

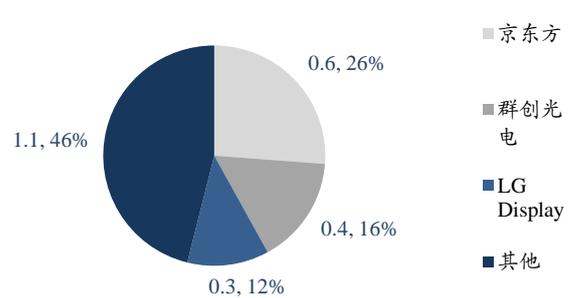
国产厂商主导大尺寸 LCD 面板市场，京东方龙头地位稳固。LCD 显示面板业务方面，根据 Omdia 数据，京东方的大尺寸 TFT-LCD 面板出货量以及出货面积均占全球第一。2021 年，京东方出货量达 3.3 亿台，占全球出货量的 32%；出货面积约 0.6 亿平方米，占全球出货面积的 26%。此外，2021 年京东方在 TV、MNT、NB、Tablet、手机五大 LCD 主流应用领域显示屏的出货量市占率持续稳居全球第一。

图1：2021 年全球大尺寸 TFT-LCD 出货量（亿台）及占比



数据来源：Omdia，东吴证券研究所

图2：2021 年全球大尺寸 TFT-LCD 出货面积（亿㎡）及占比

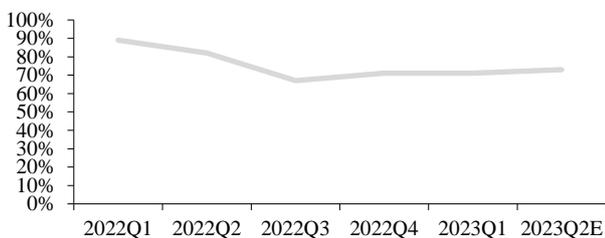


数据来源：Omdia，东吴证券研究所

1.1. LCD 面板厂商维持控产，价格企稳回升

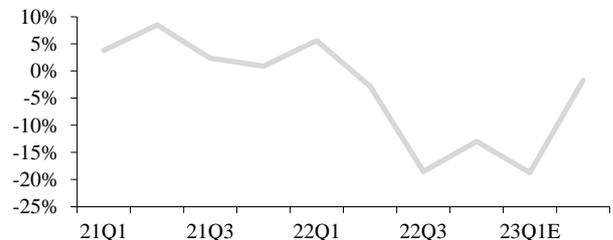
本轮价格企稳回升主要依赖供给端维持控产。根据群智咨询调研，全球面板厂商一季度平均稼动率仍维持在 71% 低位，预计二季度在整机厂商采购需求强劲恢复的支撑下平均稼动率小幅回升至 73%，其中高世代 LCD 面板产线稼动率有望恢复至接近 80%，各应用面板市场供需关系走向健康。京东方目前面板稼动率仍保持在七成以下，2022 年 12 月调整 G10.5 和 G8.6 产线后 TFT-LCD 平均稼动率环比 11 月下滑 4% 至 68%。

图3：全球面板厂商平均稼动率



数据来源：群智咨询，东吴证券研究所

图4：全球 LCD TV 供应面积同比变动



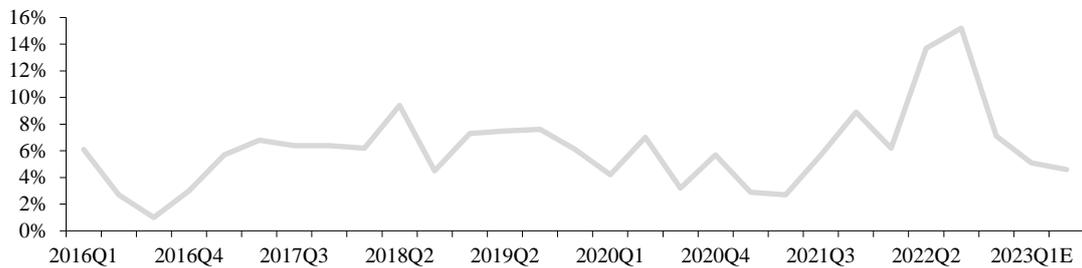
数据来源：群智咨询，东吴证券研究所

面板厂减产已对供给形成有效控制，一季度供给持续下降。受面板厂商减产与韩系产能陆续退出影响，一季度全球 LCD TV 供应面积相比去年同期大幅下降 18.7%，面板

厂商仍然处于控产状态并且已对供给形成有效控制。二季度在下游需求支撑下面板供应面积相比去年同期降幅快速缩窄至 1.7%，环比前一季增长 15.8%。

整体供需环境趋于平衡，二季度价格有望迎来结构性上涨。面板厂商积极控产带来的正向效应开始逐步显现，2023Q1 全球 LCD TV 面板市场整体供需趋于平衡，显著恢复至 5.1%左右（面积基准）。预计二季度面板供应伴随需求稳步恢复后比率进一步回落至 4.6%，整体供需趋于紧张。受面板厂商扭亏激进策略推动，面板尤其大尺寸品类价格二季度有望迎来超预期上涨。

图5: LCD TV 面板供需比率

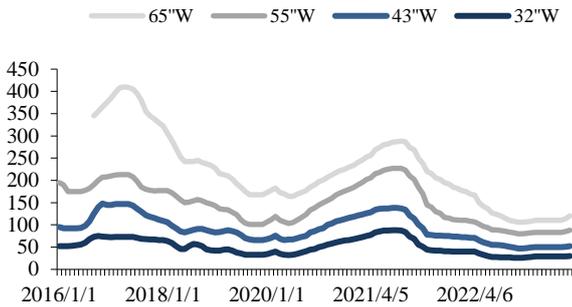


数据来源：群智咨询，东吴证券研究所

大尺寸面板整体价格略有回升。三月上旬开始大尺寸面板价格企稳回升，三月下旬 32、43、55、65 寸 TV 面板分别报价 30、52、88、120 美元/片，较二月下旬环比增加 3%-10%。经过连续五季度下滑后，大尺寸 TV 面板价格已于 2022Q4 开始在近三年最低水平附近企稳回升，预计二季度涨价趋势持续。伴随面板厂商积极执行减产计划，TV 面板库存经过调整后压力逐渐减缓。

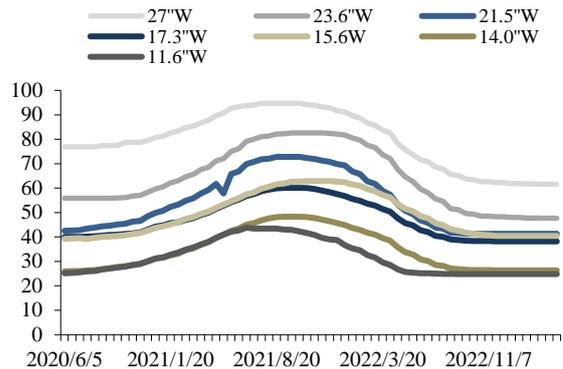
中小尺寸方面，监视器与笔电面板价格基本企稳。根据 Witsview 数据，21.5 寸监视器与 17.3、15.6、14.0、11.6 寸笔电面板在 2022Q4-2023Q1 期间报价保持不变，分别为 41.3 美元/片、38.2 美元/片、40.5 美元/片、26.3 美元/片与 24.8 美元/片。27 寸与 23.6 寸监视器报价自 2023 年二月下旬起分别稳定至 61.6 美元/片 47.7 美元/片。整体来看监视器与笔电面板需求仍偏弱，面板厂减产效果已经显现同时议价空间逐步缩小。预计二季度监视器与面板价格将在供给端作用下基本企稳，静待需求回暖提供反弹空间。

图6: 大尺寸 TV 面板价格 (美元/片) 走势



数据来源: Witsview, 东吴证券研究所

图7: Monitor & Notebook 面板价格 (美元/片) 走势

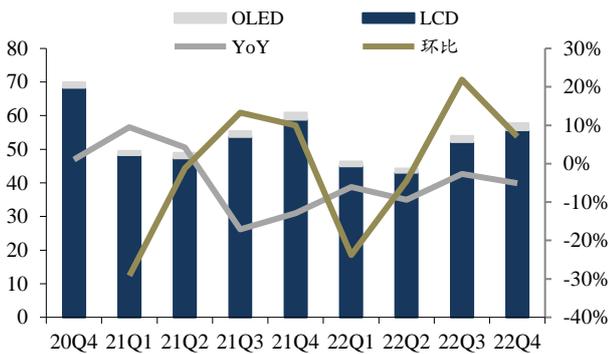


数据来源: Witsview, 东吴证券研究所

1.2. 大尺寸 LCD 需求回暖, 中小尺寸 LCD 需求转型

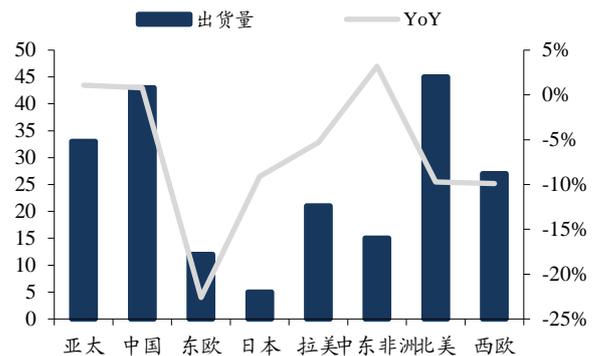
TV 市场需求回暖备货增加, 大尺寸面板采购需求提升。受益于旺季促销与体育赛事备货拉动, 2022 年 Q3 全球 TV 出货量同比降幅收至-3%, 逐季环比增速高达 21.7%。叠加宏观经济进入弱增长周期, 全球 TV 市场开始逐步回暖。预计 2023 年增长动能主要来自东南亚市场与北美市场, 其中东南亚市场受人口基数庞大、中国大陆制造业承接、城镇化进程加速与电视持续渗透率影响, 电视需求近几年有望保持稳定增长; 北美市场由于经济形式趋于稳健、渠道库存逐步正常、原料与物流成本大幅下降, AVC Revo 预测 2023 年出货量将同比增长 1.5%至 0.5 亿台, 同时 55 寸及以上大尺寸需求将迎来显著增长。TV 市场需求缓慢复苏与产品结构变化有望提振上游面板需求。

图8: 全球 TV 季度出货量 (百万台)



数据来源: AVC Revo, 东吴证券研究所

图9: 全球 TV 分区域出货量 (百万台)



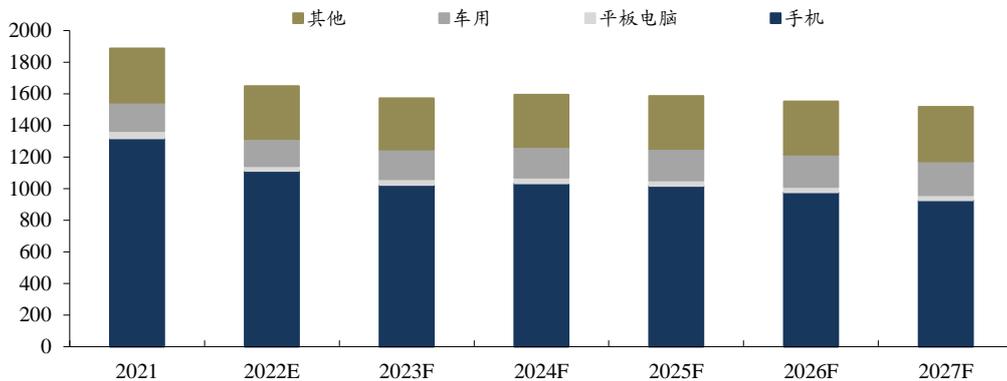
数据来源: AVC Revo, 东吴证券研究所

中小尺寸 LCD 面板需求转移, 整体出货量维持低位。中小尺寸 TFT LCD 面板应多用于移动电子设备如手机、平板电脑以及车载屏幕。根据 DIGITIMES 数据, 用于智能手机的中小尺寸 LCD 面板出货量在 2021 年达到 13.2 亿片, 约占总出货量 70%。尽管手机面板需求在后疫情时代逐渐复苏, 近年来手机面板由 TFT LCD 转向 AMOLED 趋势越发明显, 致使 LCD 面板在智能手机方面出货量持续下滑。DIGITIMES 预测在 2021-

2027 期间, 中小尺寸 LCD 面板将逐年下滑 3.6%。此外, 平板电脑主流尺寸加速大型化, 中小尺寸 LCD 面板需求转向大尺寸 LCD 面板, 造成需求进一步下滑。

LCD 面板车载应用无可替代, 有望取代智能手机成为 LCD 面板成长动力。 AMOLED 面板于汽车显示领域应用技术并不成熟, 仍需要相当长时间提高耐用性后才能进军汽车显示市场。对于面向汽车市场的 TFTLCD, 预计每辆车安装的显示设备数量将不断增加, 而且屏幕更大、分辨率更高, 推动市场需求规模扩大。受益于汽车市场的高景气度, 2027 年车用 TFT LCD 面板出货量有望增至 2.1 亿片, 2022-2027E CAGR 为 4.4%, 有望成为中小尺寸 LCD 面板出货的主要成长动力。

图10: 2021-2027 中小尺寸 TFT LCD 出货量 (百万片)



数据来源: DIGITIMES, 东吴证券研究所

1.3. 大陆厂商稳居龙头, 公司经营领跑业内

韩厂加速退出市场, 大陆厂商稳步扩产。 由于产品成本处于劣势、面板需求集中国内与市场需求整体萎靡, 韩国面板厂商经营遇冷。LGD 在 2022Q3 巨额亏损后加速大尺寸 LCD 业务退出进程, 2024 年 LCD 电视面板 BP 由 14M 锐减至 9M。三星已于 2022 年 6 月全面终止 LCD 面板生产。大陆厂商则稳步扩产, 截止 2023 年 1 月, 中国大陆宣布投建 LCD/AMOLED 面板产线共 65 条, 总投资金额约 1.5 万亿元, 其中超 45 条含 LCD 产线, 超 20 条含 OLED 产线 (部分项目两者皆有)。2022 年仅京东方与天马各宣布投建一条新产线, 其他厂商致力于现有产线量产、产能结构调整或面板技术提升等。

表1: 2022-2023 年韩国主要 LCD 厂商减产情况

	产线/世代	关闭产能 (千片/季)	启动关停产能时间
LGD	P7/G7.0	225	2022Q4
	SDC L8-2 Phase1b/G8.5	60	2022Q2
三星	SDC L8-2 Phase2/G8.5	180	2022Q2
	SDC L8-2 Phase3/G8.5	18	2022Q2

数据来源: Omdia, 华经产业研究院, 东吴证券研究所

表2: 中国大陆面板产线汇总 (更新至 2023 年 1 月)

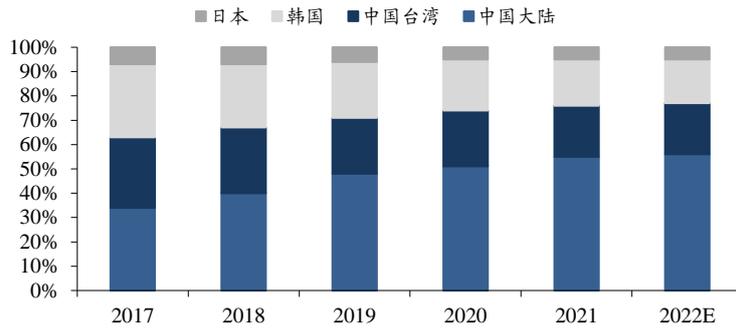
厂商	地区	产线	技术路线	投产时间	投资金额 (人民币)	设计产能 (K/M)	建设情况
京东方	北京	5代 (B1)	a-Si	2005.5	103 亿元	10 万片	投产
	成都	4.5代 (B2)	a-Si/LTPS	2009.10	34.1 亿元	3 万片	投产
	合肥	6代 (B3)	a-Si	2010.11	175 亿元	9 万片	投产
	北京	8.5代 (B4)	a-Si	2011.6	280 亿元	9 万片	投产
	鄂尔多斯	5.5代 (B6)	AMOLED/LTPS	2013.11	220 亿元	5.4 万片	投产
	合肥	8.5代 (B5)	a-Si/IGZO	2013.12	285 亿元	9 万片	投产
	南京	8.5代	a-Si/IGZO	2015.3	291.5 亿元	6 万片	投产
	重庆	8.5代 (B8)	a-Si/IGZO	2015.4	328 亿元	9 万片	投产
	福州	8.5代 (B10)	a-Si	2017.2	300 亿元	12 万片	投产
	成都	6代 (B7)	OLED	2017.5	465 亿元	4.8 万片	投产
	成都	8.6代	a-Si/IGZO	2018.2	280 亿元	12 万片	投产
	合肥	10.5代 (B9)	a-Si	2018.3	400 亿元	9 万片	投产
	绵阳	6代 (B11)	AMOLED/LTPS	2019.7	465 亿元	4.8 万片	投产
	武汉	10.5代 (B17)	a-Si	2019.11	460 亿元	12 万片	投产
	重庆	6代 (B12)	AMOLED	2021.12	465 亿元	4.8 万片	投产
	福州	6代 (B15)	AMOLED	/	465 亿元	4.8 万片	签约
	北京	6代	LTPO	2025	290 亿元	5 万片	计划
	华星光电	深圳	8.5代 (T1)	a-Si	2016.8	245 亿元	10 万片
苏州		8.5代	a-Si	2013.10	售期 30 亿美元	10 万片	投产
深圳		8.5代 (T2)	a-Si	2015.4	244 亿元	10 万片	投产
武汉		6代 (T3)	a-Si	2016.2	160 亿元	3 万片	投产
深圳		11代 (T6)	LTPS	2019.11	538 亿元	14 万片	投产
武汉		6代 (T4)	AMOLED/LTPS	2020.1	350 亿元	4.5 万片	投产
深圳		11代 (T7)	AMOLED/LTPS	2021 年初	426.8 亿元	9 万片	投产
广州		8.5代 (T8)	LTPS/AMOLED	2024	/	/	计划
武汉		6代 (T5)	AMOLED	2023 上半年	150 亿元	4.5 万片	在建
广州		8.6代 (T9)	a-Si/IGZO	2022.9	350 亿元	18 万片	投产
天马	上海	5代	a-Si	2004	10 亿美元	9 万片	投产
	上海	4.5代	a-Si	2008	32.9 亿元	3 万片	投产
	成都	4.5代	a-Si	2010.6	30 亿元	3 万片	投产
	武汉	4.5代	a-Si	2010.12	40 亿元	3 万片	投产
	厦门	5.5代	LTPS	2013	70 亿元	3 万片	投产
	上海	5.5代	AMOLED/LTPS	2015.12	/	1.5 万片	投产
	厦门	6代	AMOLED/LTPS	2016.12	120 亿元	3 万片	投产
	武汉	6代	LTPS/AMOLED	2018.6	120 亿元	3 万片	投产
	厦门	6代	AMOLED	2022.2	480 亿元	4.8 万片	投产
	厦门	8.6代	a-Si/IGZO	2024 年底	330 亿元	12 万片	在建

CEC	咸阳	8.6代	a-Si	2017.12	280亿元	17万片	投产
泰嘉	浙江	8.5代	a-Si	/	290亿元	12万片	停摆
惠科	重庆	8.6代	a-Si	2017.3	240亿元	12万片	投产
	滁州	8.6代	a-Si	2019.4	240亿元	12万片	投产
	绵阳	8.6代	a-Si	2020.4	265亿元	21万片	投产
	长沙	8.6代	a-Si/OLED	2021.2	280亿元	13.8万片	投产
	郑州	11代	a-Si	/	400亿元	/	签约
超世界	广州	10.5代	a-Si	2019.7	610亿元	12万片	投产
LG	广州	8.5代	a-Si	2014.9	40亿美元	12万片	投产
	广州	8.5代	OLED	2020.7	460亿元	6万片	投产
信利	惠州	4.5代	OLED	2016.7	63亿元	3万片	投产
	汕尾	5代	a-Si	2018.1	39.7亿元	5万片	投产
	仁寿	5代	a-Si	2018.12	125亿元	14万片	投产
	汕尾	6代	a-Si	/	200亿元	/	签约
	仁寿	6代	AMOLED	/	279亿元	3万片	签约
龙腾光电	昆山	5.5代	a-Si	2006.5	9.9亿美元	9万片	投产
维信诺	昆山	5.5代	OLED	2015上半年	150亿元	1.5万片	投产
	国安	6代	AMOLED	2018.5	近300亿元	3万片	投产
	合肥	6代	AMOLED	2020.12	440亿元	3万片	投产
和辉光电	上海	6代	AMOLED	2019.1	352.8亿元	4.5万片	投产
	上海	4.5代	LTPS/OLED	2014四季度	59.9亿元	3万片	投产
柔宇科技	深圳	类6代	Flexible	2018.6	110亿元	4.5万片	投产
华佳彩	福建	6代	a-Si	2017	120亿元	3万片	投产
莱宝高科	武汉	8.5代	a-Si	/	115亿元	/	签约
深超光电	深圳	5代	a-Si/LTPS	2008.12	约138亿元	6万片	投产
华锐光电	郑州	5代	a-Si	2020.12点亮	55亿元	10万片	投产
友达光电	昆山	6代	LTPS	2016.8	48.2亿美元	6万片	投产
中电熊猫	南京	6代	a-Si	2011.3	126亿元	6万片	投产

数据来源：中华液晶网，东吴证券研究所

大陆厂商领跑全球，京东方大尺寸面板稳居龙头。根据 Sigmaintell 预测，2022 年全球 G5 以上 TFT-LCD 产能 Top5 企业均为中国企业。其中京东方凭借价格优势和资金优势将成为国内 TFT-LCD 市场份额占比最高的厂商，全球市场份额约为 28.9%；其次是 TCL 和群创光电，市场份额分别为 16%和 11.5%；友达光电和惠科股份市场份额分别为 9.9%和 9.1%。伴随上下游进一步整合、韩厂逐步退出产能与行业持续出清，公司市场份额预计进一步扩大，有望率先受益于产品价格回升。

图11: 全球各地区面板产能占比



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

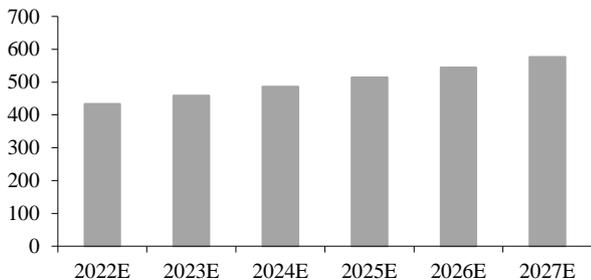
子公司持续布局车载领域 TFT-LCD 应用, 业绩增长披露强劲竞争力。作为国内最大 LCD 面板厂商京东方的汽车和 AR 头显等板块企业, 京东方精电是目前国内最大的车载显示企业。2022 年公司汽车显示屏业务录得收益 95.8 亿港元, 较 2021 增加 47%, 占集团整体收益约 89%。2022 年间公司进一步扩大全球汽车显示屏市场的份额, 就交付数量、面积及交付尺寸大于 8 英寸的显示屏而言, 均取得市场份额第一位。伴随 2023 年公司 TFT 显示屏产能持续提量, 预期业绩将会进一步增强。

2. OLED 促进业绩增长, 新需求推动面板产量

2.1. 全球 OLED 市场规模渐增, 中国市场占比逐步增大

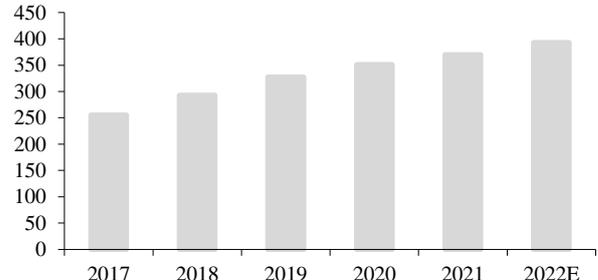
OLED 市场规模将实现快速拓展, 中国出货量占比将迎来快速提升。OLED 屏具有重量轻、抗震性能好、响应时间快、低温特性好、能耗低、可在不同材质的基板上制造等优点, 产业链下游应用包括智能手机、智能电视、智能手表等终端产品。根据 Omdia 数据, 从营收规模来看, 2022 年全球 OLED 面板市场规模达到 433 亿美元, 预计到 2027 年市场规模将达到 577 亿美元, CAGR 为 5.9%。作为世界上最大的消费电子产品市场, 中国拥有广阔的终端市场。随着市场需求的不断增加和国内面板厂商的强劲崛起, 中国 OLED 行业的规模不断增长, 预计 2022 年中国 OLED 行业市场规模将达到 393 亿美元。

图12: 全球 OLED 面板市场现状和前景 (亿美元)



数据来源: Omdia, 东吴证券研究所

图13: 中国 OLED 行业市场规模 (亿美元)

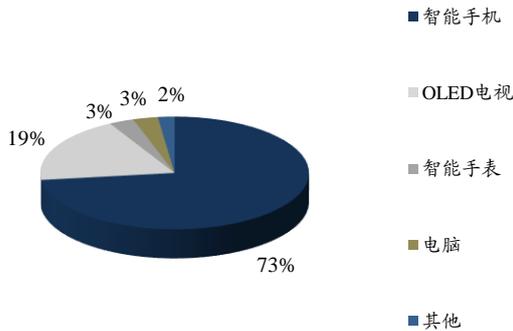


数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

2.2. OLED 面板渗透率上升, 新需求推动行业发展

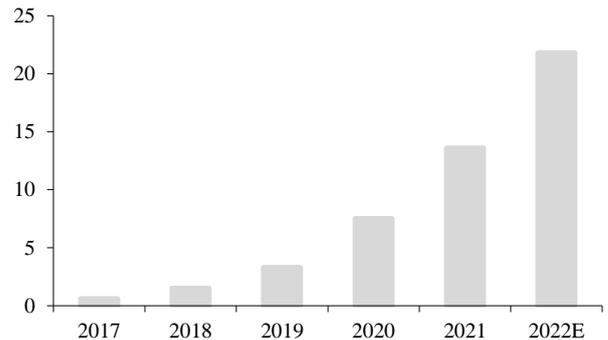
OLED 产业链日趋成熟，柔性面板价格逐渐下降。中国 OLED 产能维持高增速，预计 2022 年达 21.8 平方千米。伴随下游需求迎来复苏，OLED 面板渗透率持续提升，据 TrendForce 预测，OLED 下游占比最大的智能手机市场中 2023 年渗透率将达 50.8%，2026 年则会超过 60%。此外苹果机型目前数字和 Pro 系列均搭载 OLED 面板，安卓机方面则逐渐从高端旗舰机向中低端机型持续渗透。

图14: OLED 下游应用占比



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

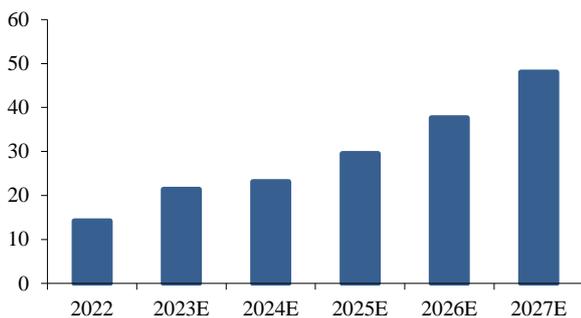
图15: 中国 OLED 产能 (平方千米)



数据来源: 群智咨询, 东吴证券研究所

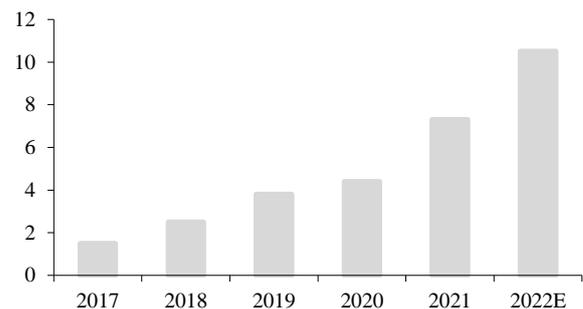
折叠屏、智能电视、智能手表等新市场持续打开行业天花板。DSCC 称，折叠屏手机将成为行业增速最快的细分市场，市场空间将从 2021 年的 222 亿美元增长至 2024 年的 888 亿美元，到 2025 年市场空间将超千亿美元。其他一些细分领域需求也将保持旺盛增长态势，比如在智能电视以及智能手表等领域仍有广阔成长空间，全球 AMOLED 电视面板出货量预计在 2022 年达到 10.5 百万平片，同比增速达 44%。

图16: 全球可折叠手机出货量 (百万台)



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图17: 全球 AMOLED 电视面板出货量 (百万平片)

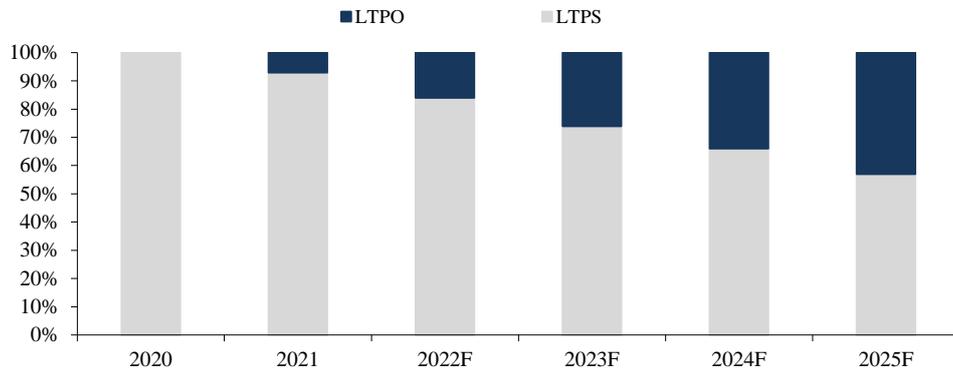


数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

LTPO 技术有望成为未来行业新增长点。目前小尺寸 OLED 的主要两大背板技术是 LTPS 和 IGZO, 而 LTPO 技术结合两者的优点, 可实现大范围的动态刷新率并降低功耗, 目前正广泛应用于高端智能手机市场。Omdia 数据显示, 到 2022 年底, 用于智能手机的 LTPO-AMOLED 将同比增长 94%, 2023 年的出货量将保持同比 25% 的增长水平。在其他细分领域, LTPO / LTPS 技术可满足未来 5-10 年主流消费级 VR 设备需求, 且容

易被大多数的普通消费者接受。

图18: 中国 OLED 智能机市场 LTPO 渗透率

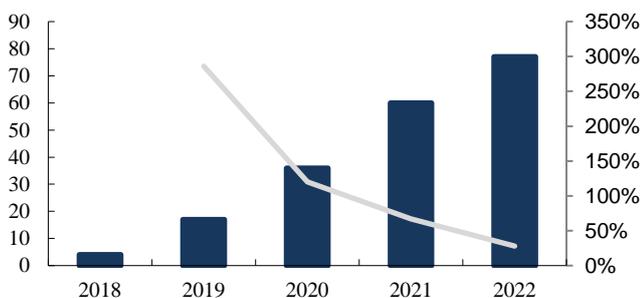


数据来源: IDC, 东吴证券研究所

2.3. 公司 OLED 业务平稳增长, 多条产线稳步扩产

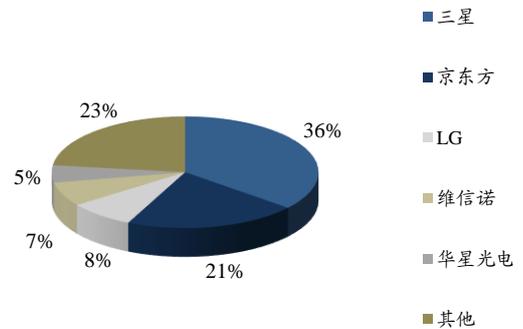
规模化生产构筑护城河, OLED 业务远景光明。2022 年 OLED 出货量持续增长, 预计 OLED 产能在国内仅次于三星。群智咨询数据显示全年 OLED 智能手机面板出货量约 7665 万片, 同比增长 28.7%。京东方柔性 OLED 面板 2021 年 12 月单月出货量首次突破千万级。CINNO Research 数据显示, 2022Q4 京东方 OLED 面板产线平均稼动率 62%, 环比上升 27%。

图19: 京东方 OLED 手机面板出货量 (百万片)



数据来源: 群智咨询, 东吴证券研究所

图20: 2022 年中国 OLED 产能分布情况预测



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

京东方持续为苹果供应 OLED 面板。公司目前已经连续 3 年顺利完成海外大客户供货, 且供货份额持续提升。2023 年京东方有望在大客户新机 OLED 面板出货量比重超 18%, 将较前一代系列产品的 10% 呈现大幅度增长。在供应格局方面, 大客户一直希望降低对三星显示面板的单一依赖, 意图在屏幕供应商方面实现多元化。得益于公司出色的技术和有竞争力的价格, 未来公司对大客户的的面板供应量有望持续上升。

OLED 下游应用高速发展, 京东方布局多条 OLED 产线。得益于 OLED 下游细分

领域对各类面板的需求增加，京东方 OLED 产能持续释放。京东方在国内鄂尔多斯、成都、绵阳、重庆等地的 OLED 工厂已陆续投产，福州 AMOLED 产线和北京 LTPO 产线在建。路透社曾在 2023 年 1 月报道，京东方计划投资 4 亿美元，在越南兴建两座工厂。首座越南工厂计划于 2025 年建成投产，将生产有机发光二极管（OLED）、液晶显示器（LCD）等各种中小尺寸显示面板。随着产业需求逐渐复苏，京东方成都、绵阳、重庆的 OLED 产线将达到满负荷运转。2022 年京东方 OLED 智能手机面板出货量已位居全球第二，2023 年全球 OLED 面板出货量占比有望会从 2022 年的 9% 升至 13%。在 OLED 产能年均增长率方面，2021 年至 2027 年间预计为 9%。

表3: 京东方 OLED 产线汇总（更新至 2023 年 1 月）

地区	产线	技术路线	投产时间	投资金额 (人民币)	设计产能 (K/M)	建设情况
鄂尔多斯	5.5 代 (B6)	AMOLED/LTPS	2013.11	220 亿元	5.4 万片	投产
成都	6 代 (B7)	OLED	2017.5	465 亿元	4.8 万片	投产
绵阳	6 代 (B11)	AMOLED/LTPS	2019.7	465 亿元	4.8 万片	投产
重庆	6 代 (B12)	AMOLED	2021.12	465 亿元	4.8 万片	投产
福州	6 代 (B15)	AMOLED	/	465 亿元	4.8 万片	签约
北京	6 代	LTPO	2025	290 亿元	5 万片	计划

数据来源：中华液晶网，东吴证券研究所

表4: 全球主要 OLED 厂商未来规划

厂商	未来规划
三星	在柔性 OLED 产能方面，三星排第 1，但占有率预计将从 2021 年的 40% 降至 2027 年的 29%。在 IT 产品用第 8.7 代 OLED 投资中，从 2025 年到 2027 年，三星的月规模为 30K。
京东方	在柔性 OLED 产能方面，京东方排第 2。在 IT 产品用第 8.7 代 OLED 投资中，从 2025 年到 2027 年，京东方的月规模为 15K。
LG	在柔性 OLED 产能方面，LG 在 2024 年之前将排在第 3 位，但到 2025 年，天马将排在第 3 位，LG 显示器将下降到第 4 位。在 IT 产品用第 8.7 代 OLED 投资中，从 2025 年到 2027 年，LG 的月规模为 15K。

数据来源：DSCC，东吴证券研究所

3. “1+4+N+生态链”全面布局，迎智能物联时代大机遇

3.1. “1+4+N+生态链”全面布局，非经补贴彰显核心竞争力

“屏之物联”战略设计，“1+4+N+生态链”全面布局。基于“屏之物联”战略设计，公司通过集成更多功能与衍生更多形态等方式以植入更多应用场景。公司已形成以显示事业为核心，物联网创新业务、传感器及解决方案、MLED 与智慧医工等事业融合发展，众多合作伙伴协同共进的“1+4+N+生态链”业务布局。历经 30 年行业深耕，公司已发

展成为半导体显示领域全球龙头与物联网领域全球创新型企业。

图21: 公司业务布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

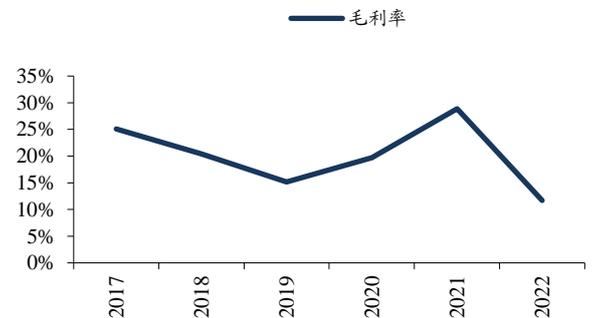
2022 年业绩承压, 静待面板周期反转。2021 年受益于下游需求旺盛与价格处于高位, 公司实现营收 2210 亿元, 同比增速高达 62%。2022 年受面板库存高企与面板价格下行影响, 公司实现营收 1784 亿元, 同比下滑 19%。公司毛利率变化与面板周期高度重合, 2022 年面板跌价周期内毛利率降至近年内最低水平 11.7%。伴随下游市场复苏, 供需趋于平衡与面板价格回升, 公司业务能力与盈利水平有望稳步回升。

图22: 公司营业收入 (亿元) 与增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 公司毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

政府持续补贴, 助力公司发展。近年来政府致力于使面板企业成为基础型产业, 进而拉动国内手机、电视与电脑等周边行业发展, 国家补贴已逐步成为面板厂商利润保障

与竞争优势。公司政府补助数额逐年快速增长,2022年为54.6亿元,同比增速高达163%,公司作为业内龙头有望率先且持续受益政策红利。同时公司持续助力产线所在各地政府经济发展、人员就业、技术升级等,在产线稳定运营的过程中形成互利共赢的良性循环。

表5: 公司非经常性损益(亿元)

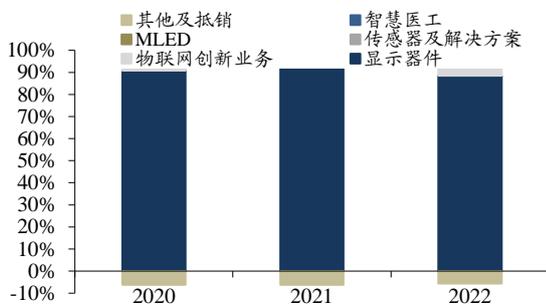
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
处置长期股权投资的投资收益	0.00	0.04	0.49	3.76	0.37	8.30
非流动资产处置损失	0.88	0.22	0.29	0.03	1.37	0.05
政府补助	9.62	20.74	26.41	23.32	20.78	54.59
交易性金融资产产生公允价值变动与投资损益	1.35	3.15	1.13	0.83	1.22	2.75
应收款项减值准备转回	0.03	0.02	0.01	0.15	0.20	0.18
其他营业外收入与支出	0.47	0.64	0.97	0.65	0.91	0.90
其他损益	0.00	0.00	7.95	0.00	0.00	0.00
所得税影响额	1.27	3.29	2.86	1.86	1.91	1.33
影响母公司股东净利润的非经常性收益	8.88	19.17	30.85	23.65	18.93	97.80
影响少数股东净利润的非经常性收益	0.43	1.83	2.96	3.18	4.00	13.75
合计	9.32	21.00	33.81	26.83	22.93	111.55

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.2. 半导体显示业内龙头, 前瞻性布局技术升级方向

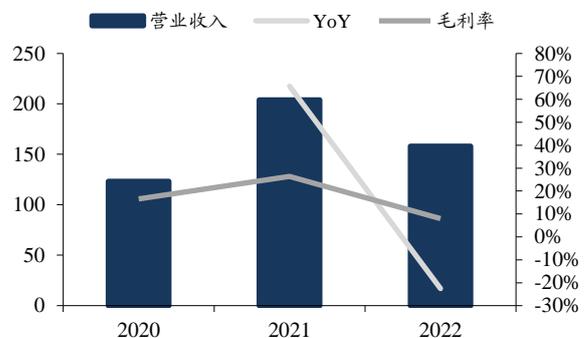
半导体显示业内龙头, 业绩有望稳步修复。公司致力于提供应用 TFT-LCD、AMOLED 与 Microdisplay 等技术的手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、电子标牌、工控、家居医疗应用、穿戴应用、白板器件、拼接、商用器件与 VR/AR 等显示器件产品。作为公司转型发展策源地, 显示器件业务营收占比多年约九成, 其中五大主流应用领域 LCD 市场份额稳居全球首位, 创新应用领域整体销量同比提升高达 40%, 2022 年拼接、车载领域市占率保持全球第一。受显示行业持续低位徘徊与主要面板产品价格下降影响, 公司 2022 年显示器件营收小幅降至 1579 亿元, 未来伴随面板价格企稳回升与产品结构不断优化, 公司显示器件业绩有望逐步修复。

图24: 公司营收结构



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 显示器件营业收入(十亿元)与毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司拟发力车载与 VR/AR 等高价值领域以提升显示器件业务水平。产品结构方面,

公司加速推广应用柔性 AMOLED、Mini LED 与 BD Cell 等高端显示技术的车载产品以提升整体盈利能力。**产能规划方面**，公司积极投建产线以抢占车载与 VR 市场份额。已于 2022 年投产的成都京东方精电车载显示基地达产后年产车载显示屏约 1500 万片，覆盖 5-35 英寸液晶车载显示模组。公司拟建设采用 LTPO 为主要技术的北京京东方第 6 代新型半导体显示器件生产线，主要生产元宇宙核心器件显示屏与 Mini LED 直显背板等高端显示产品。

图26：显示器件业务布局



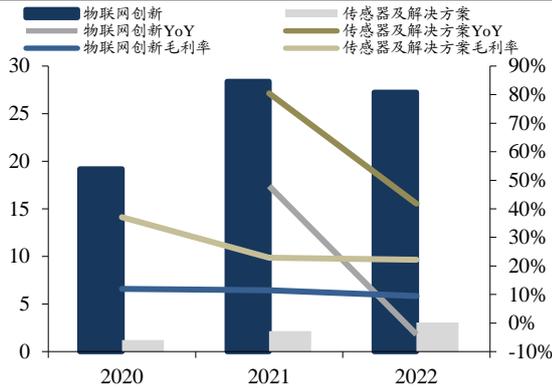
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 高潜航道飞速发展，持续赋能华灿光电

布局高潜航道，增添未来主力。基于显示事业核心能力与未来技术和市场预判，公司在物联网转型过程中布局物联网创新业务、传感器及解决方案、MLED 与智慧医工四条主战线。**物联网创新业务**主要为客户提供电视与显示器等领域的智慧终端产品，以及智慧园区与智慧金融等物联网细分领域的整体解决方案。**传感器及解决方案**聚焦医疗生物与交通和建筑等多个领域，具体产品包括 X-ray 平板探测器背板与数字微流控芯片等。**MLED** 定位为“打造主动式驱动与 COG 为核心，COB/SMD 协同发展的 Mini/Micro LED 生态群”，为手机与平板电脑等 LCD 产品提供 Mini-LED 背光产品，并为户外显示与商显等细分应用领域提供 Mini/ Micro-LED 显示产品。**智慧医工**重点打造健康管理、健康科技、数字医院与科技服务四大核心业务，为客户提供“预防-诊疗-康养”全链条服务。

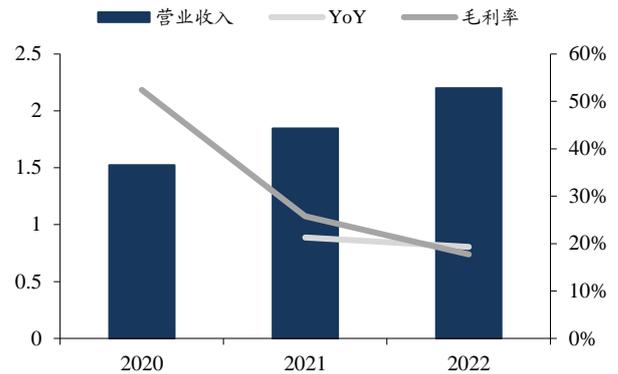
物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务飞速发展，持续深度布局。由于各业务布局取得突破、细分市场开拓成果显著、头部客户顺利导入、新品研发持续推进与数字医院和健康管理专业能力不断提升，2022 年物联网创新业务营收与去年基本持平，传感器及解决方案/智慧医工业务营收同比增长高达 41.8%/19.3%。公司拟从研发技术、产能规划、应用场景与客户结构等多维度持续深度布局，上述板块有望成为未来主营业务的重要组成。

图27: 物联网创新与传感营收 (亿元) 与毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 智慧医工营业收入 (十亿元) 与毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

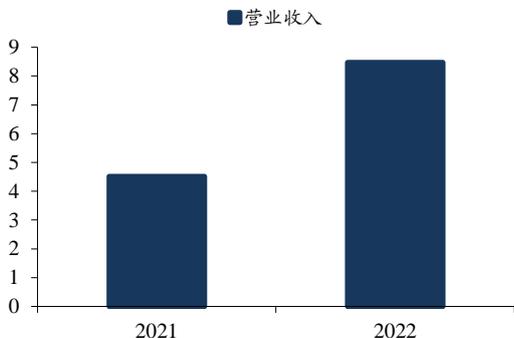
表6: 物联网创新/传感器及解决方案/智慧医工业务布局

业务布局	
物联网创新业务	提升智慧终端软硬融合系统设计能力, 强化新技术转量产与创新业务技术储备, 持续开拓战略客户。
传感器及解决方案	持续深耕医疗生物, 智慧视窗, 消费电子, 微波通信与工业传感器等方向。
智慧医工	优化全周期 O+O 健康服务闭环体系与统一会员管理体系, 拉通平台服务, 稳步推进北京生命科技产业基地建设。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

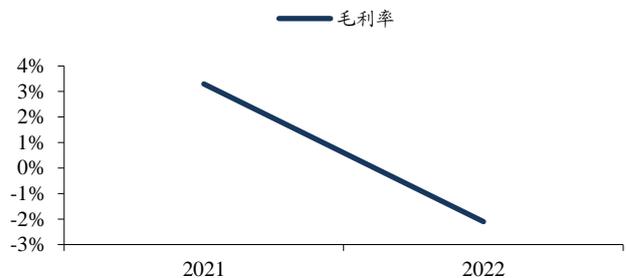
MLED 业务快速提升, 持续赋能华灿光电。 凭借超高精度半导体工艺、高速巨量转印技术与独有 AM 主动驱动技术三大核心优势, MLED 业务成为公司布局下一代显示的重要平台, 2022 年营收增至 8.5 亿元, 同比增速高达 85%。2022 年 11 月公司控股 LED 芯片与先进半导体解决方案龙头供应商华灿光电, 其 LED 外延芯片工艺协同公司三大核心技术组成 MLED 业务战略技术基石, 公司拟持续赋能华灿光电以加快全产业链生态布局。此外公司 Micro LED 产品有望于 2024 年实现小批量产, 叠加产品性能优势推动行业市场规模持续扩大, MLED 业务发展长期景气度可期。

图29: MLED 营业收入 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: MLED 毛利率

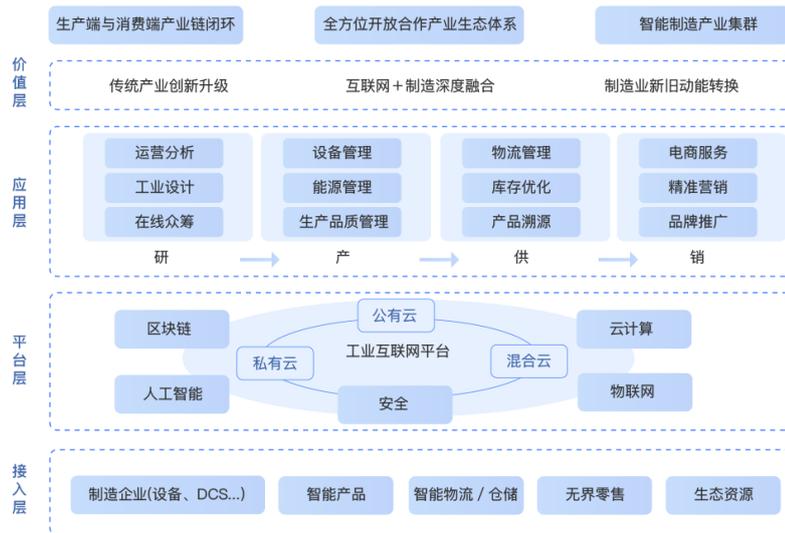


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.4. 积极开拓细分场景，协同合作伙伴共进

积极开拓细分应用场景，落实物联网转型发展。公司以“N”为物联网转型发展具体着力点，为智慧金融、智慧园区、视觉艺术、智慧零售与工业互联等领域客户提供全方位、一站式与智能化的物联网细分场景新体验。例如，工业互联依托自研工业互联网平台为企业提供智能生产、智慧厂区与云服务等解决方案及产品服务，实现设计、供应、生产与销售各环节降本增效。

图31：工业互联网解决方案架构



数据来源：京东云，东吴证券研究所

协同合作伙伴共进，确保产业生态安全。公司致力于协同合作伙伴共创共赢，积极推动供应链本地化，扶持产业链共同发展，同时强化产业链生态共建能力。截止 2021 年全球范围内公司供应商约 5200 家，供应链本地化率高达 72%。公司与客户、供应商以及科研机构等共同搭建联合实验平台，通过技术迭代以替代部分关键产品，从而有效降低供应风险。此外公司已通过自身与产业基金助力数十家上游材料与设备厂商迅速成长。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 显示器件业务:** 伴随 LCD 面板价格逐步复苏、行业竞争格局持续改善与下游需求稳定回暖，公司 OLED 产线趋于成熟与车载和 VR/AR 等高价值领域持续发力，我们预计公司显示器件业务 2023-2025 年营收分别为 1895.4/2179.7/2397.7 亿元，毛利率分别为 14%/14%/14%。
- 2) 物联网创新业务:** 受益于 AI 和大数据普及与公司软硬融合系统设计能力提升，我们预计公司物联网创新业务 2023-2025 年营收分别为 291.5/320.7/359.2 亿元，

毛利率分别为 10%/12%/12%。

- 3) **传感器业务:** 由于公司持续深耕医疗生物、智慧视窗、消费电子、微波通信与工业传感器等方向, 我们预计公司传感器及解决方案业务 2023-2025 年营收分别为 4.4/6.2/8.8 亿元, 毛利率分别为 22%/23%/23%。
- 4) **MLED:** 得益于公司持续赋能华灿光电以加速完成 LED 芯片关键环节布局, 我们预计公司 MLED 业务 2023-2025 年营收分别为 13.5/21.5/34.3 亿元, 毛利率分别为 3%/5%/5%。
- 5) **智慧医工:** 受物联网飞速发展与服务和管理体系不断优化影响, 我们预计公司智慧医工业务 2023-2025 年营收分别为 26.4/33.0/42.3 亿元, 毛利率分别为 19%/20%/20%。
- 6) 考虑公司新增股权费用与规模效应, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 2.3%/2.3%/2.3%, 管理费用率分别为 3.1%/3.0%/3.0%, 研发费用率分别为 5.7%/5.6%/5.6%。

表7: 公司分业务盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
显示器件业务					
营业收入 (亿元)	2,039.4	1,579.5	1895.4	2179.7	2397.7
增长率	66%	-23%	20%	15%	10%
毛利率	26%	8%	14%	14%	14%
物联网创新业务					
营业收入 (亿元)	283.8	272.5	291.5	320.7	359.2
增长率	48%	-4%	7%	10%	12%
毛利率	11%	9%	10%	12%	12%
传感业务					
营业收入 (亿元)	2.2	3.1	4.4	6.2	8.8
增长率	80%	42%	42%	42%	42%
毛利率	23%	21%	22%	23%	23%
MLED 业务					
营业收入 (亿元)	4.6	8.5	13.5	21.5	34.3
增长率		85%	60%	59%	59%
毛利率	3%	-2%	3%	5%	5%
智慧医工业务					
营业收入 (亿元)	18.5	22.0	26.4	33.0	42.3
增长率	21%	19%	20%	25%	28%
毛利率	26%	18%	19%	20%	20%
其他及合并抵消					
营业收入 (亿元)	-138.0	-101.4	-152.1	-228.1	-342.1
合计	2,210.4	1,784.1	2,079.2	2,333.1	2,500.0

增长率	63%	-19%	17%	12%	7%
综合毛利率	29%	12%	17%	20%	22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

我们看好公司抢先受益面板行业周期反转与快速布局 MLED 赛道以完善“1+4+N+生态链”业务架构，预测公司 2023-2025E 每股净资产为 3.5/3.8/4.3 元，2023-2025E 净资产为 1430.7/1547.6/1707.2 亿元，可比公司 TCL 科技（全球大尺寸面板龙头企业）与三利谱（上游偏光片核心供应商）2023-2025PB 均值为 2.2/1.9/1.6 倍。公司当前市值对应 PB 分别为 1.2/1.1/1.0 倍，低于行业平均估值。我们给予公司 2023 年 2 倍 PB，对应目标市值为 2861 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：可比公司估值（截至 2023 年 4 月 16 日）

公司代码	名称	总市值（亿元）	每股净资产（元）			PB		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002876.SZ	三利谱	75.7	15.2	17.9	21.3	2.9	2.4	2.0
000100.SZ	TCL 科技	761.4	2.9	3.3	3.9	1.5	1.4	1.1
	均值					2.2	1.9	1.6
	京东方 A	1652.5	3.5	3.8	4.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：三利谱，TCL 科技盈利预测均来自 Wind 一致预测。

5. 风险提示

1) TV 液晶显示屏需求不及预期风险：TV 显示屏为公司 LCD 面板重要下游应用，若宏观经济以及消费低迷等因素导致 TV 液晶显示屏需求不及预期，将会对公司业绩造成较大影响。

2) OLED 技术进展不及预期风险：公司在生产 iPhone15 系列的 OLED 显示屏时出现漏光问题，或将影响 6 月左右进行的 iPhone15 系列首批 OLED 面板大规模生产和后续批次的供应。

3) 显示面板行业竞争加剧风险：全球面板行业厂商众多可能导致行业竞争加剧，同时价格持续激烈博弈可能引发厂商毛利大幅下滑，进而对公司业绩产生较大影响。

京东方 A 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	142,231	149,896	153,842	171,219	营业总收入	178,414	207,919	233,305	250,002
货币资金及交易性金融资产	85,988	92,715	88,200	107,159	营业成本(含金融类)	157,531	171,631	187,102	195,508
经营性应收款项	29,005	30,973	36,803	35,815	税金及附加	1,275	1,486	1,667	1,787
存货	22,788	21,387	24,085	23,222	销售费用	4,233	4,824	5,249	5,625
合同资产	72	83	93	100	管理费用	6,248	6,425	7,092	7,575
其他流动资产	4,378	4,737	4,660	4,923	研发费用	11,101	11,768	12,995	13,925
非流动资产	278,331	295,035	306,715	313,684	财务费用	2,445	2,388	2,367	2,682
长期股权投资	12,422	12,422	12,422	12,422	加:其他收益	5,486	2,079	2,333	2,500
固定资产及使用权资产	206,674	243,771	266,248	279,215	投资净收益	6,094	2,079	2,333	2,500
在建工程	43,386	24,193	14,597	9,798	公允价值变动	159	0	0	0
无形资产	8,948	7,748	6,548	5,348	减值损失	-7,356	-3,530	-3,030	-4,030
商誉	661	661	661	661	资产处置收益	11	1	1	1
长期待摊费用	557	557	557	557	营业利润	-25	10,027	18,469	23,870
其他非流动资产	5,682	5,682	5,682	5,682	营业外净收支	76	76	76	76
资产总计	420,562	444,931	460,558	484,903	利润总额	51	10,103	18,545	23,946
流动负债	85,670	103,148	105,455	111,728	减:所得税	1,788	1,212	2,225	2,874
短期借款及一年内到期的非流动负债	25,078	25,078	25,078	25,078	净利润	-1,737	8,891	16,320	21,073
经营性应付款项	30,785	38,051	37,010	41,435	减:少数股东损益	-9,288	-89	1,632	2,107
合同负债	2,412	3,433	3,742	3,910	归属母公司净利润	7,551	8,980	14,688	18,965
其他流动负债	27,396	36,587	39,625	41,306	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.24	0.38	0.50
非流动负债	132,841	132,841	132,841	132,841	EBIT	3,460	13,895	21,562	28,111
长期借款	123,143	123,143	123,143	123,143	EBITDA	37,961	51,191	63,881	75,143
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	11.70	17.45	19.80	21.80
租赁负债	539	539	539	539	归母净利率(%)	4.23	4.32	6.30	7.59
其他非流动负债	9,159	9,159	9,159	9,159	收入增长率(%)	-19.28	16.54	12.21	7.16
负债合计	218,512	235,990	238,297	244,570	归母净利润增长率(%)	-70.91	18.92	63.57	29.12
归属母公司股东权益	136,089	143,069	154,757	170,722					
少数股东权益	65,961	65,872	67,504	69,611					
所有者权益合计	202,050	208,941	222,261	240,333					
负债和股东权益	420,562	444,931	460,558	484,903					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	43,022	65,173	54,677	77,984	每股净资产(元)	3.35	3.53	3.84	4.26
投资活动现金流	-35,973	-57,994	-57,740	-57,573	最新发行在外股份(百万股)	38,196	38,196	38,196	38,196
筹资活动现金流	-21,173	-6,452	-7,452	-7,452	ROIC(%)	-32.77	3.45	5.21	6.51
现金净增加额	-12,241	727	-10,515	12,959	ROE-摊薄(%)	5.55	6.28	9.49	11.11
折旧和摊销	34,500	37,296	42,320	47,031	资产负债率(%)	51.96	53.04	51.74	50.44
资本开支	-29,372	-53,923	-53,923	-53,923	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.00	18.50	11.31	8.76
营运资本变动	5,056	13,160	-9,034	3,975	P/B(现价)	1.30	1.23	1.13	1.02

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

