

# 京东方 A (000725)

证券研究报告

2017 年 01 月 15 日

## 从供需关系角度再谈京东方-面板业务迈入收获期

### 坚定看好京东方面板业务迈入收获期

**1、市场供需关系偏紧：**需求端，增长来自电视面板平均尺寸增加（2015 年 42.4 寸→2016 年 44 寸），2017 年预期继续增加，需求增长预计~5%。供给端，明年新增产能主要是 3 条 8.5 代线（京东方、华星光电、惠科），新增产能有限，且考虑三星关停 L7-1 厂（3%全球面板产能）及夏普停供三星海信面板（1.5%全球面板产能）影响，明年供给端实际增加产能不到 5%。供需关系维持偏紧态势。今年 1 月份大尺寸面板价格继续上扬，面板市场淡季不淡，预期全年面板价格或可维持稳定。

**2、公司今年战略——产能提升+产品结构调整+模组化：**1) 今年增加的产能主要是福州 8.5 代线，Q2 量产；成都 6 代 amoled 线，Q4 量产；2) 重庆 8.5 代线转投盈利能力更好的手机/NB 面板；3) 提高模组化产品比例。

**3、公司营收拆分，从财务数据看公司高成长：**1) 营收，增长来自产能提升 20%及笔电和手机产出面积占比提升（结构调整）；2) 折旧，公司 B2-B4 线将于 16-18 年折旧完成，预期 17 年减少 10 亿折旧；3) 毛利率，32 寸面板价格与公司毛利率相关性高，预期 32 寸面板价格在 70 美金+时，公司毛利率可以维持在 20%+；4) 政府补贴，计入递延收益的政府补贴余额还剩 20 亿；5) 汇兑损益，公司目前美元资产敞口。

### 成都 OLED 线 Q2 投产，预期国内最快在柔性 OLED 领域突破

京东方成都 OLED 线今年 Q2 投产，Q4 量产，设计产能 45k/月。目前 OLED 产能供不应求，产能几乎全部集中在韩国，国内企业抢先日、台扩产，预计到 2020 年京东方 OLED 产能占全球 15%+。公司成都+绵阳 93k/月 6 寸片产能对应智能手机供应量约在 3 亿+部。

京东方成都、绵阳产线扩产均为柔性 OLED，符合 OLED 屏手机发展大趋势（硬屏→曲面屏→可折叠屏→柔性屏），其中后面三类屏幕都需要柔性 OLED。

**盈利预测与投资建议：**公司面板业务进入最好的一年，OLED 业务蓄势待发，因此我们提高此前盈利预测，预计 2016-2018 年公司实现净利润 18.5 亿、72.1 亿和 91.0 亿，对应 EPS 为 0.05、0.21 和 0.26 元。给予公司 2017 年 20 倍 PE，上调目标价至 4.2 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**面板需求或不及预期；面板价格或下滑。

### 投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.19 元
目标价格	4.2 元
上次目标价	3.46 元

### 基本数据

总股本(百万股)	35,153.07
流通股本(百万股)	24,028.39
总市值(百万元)	112,138.29
流通 A 股市值(百万元)	76,650.57
每股净资产(元)	2.19
资产负债率(%)	53.19
一年内最高/最低(元)	3.35/2.20

### 作者

农冰立	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110006	
nongbingli@tfzq.com	
洪琪	联系人
hongqi@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《京东方 A-公司点评:进军苹果，维持“买入”评级》2016-10-10
- 2 《京东方 A-公司深度研究:国产面板强势崛起，剑指千亿营收》2016-08-05

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	36,816.32	48,623.73	66,860.43	92,757.72	121,169.39
增长率(%)	9.01	32.07	37.51	38.73	30.63
EBITDA(百万元)	7,845.85	10,488.81	7,486.22	16,521.48	20,634.25
净利润(百万元)	2,562.13	1,636.27	1,846.88	7,210.57	9,099.38
增长率(%)	8.87	(36.14)	12.87	290.42	26.20
EPS(元/股)	0.07	0.05	0.05	0.21	0.26
市盈率(P/E)	43.77	68.53	60.72	15.55	12.32
市净率(P/B)	1.47	1.45	1.42	1.32	1.22
市销率(P/S)	3.05	2.31	1.68	1.21	0.93
EV/EBITDA	14.22	10.26	16.13	7.50	5.87

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 京东方 LCD 面板业务进入最好一年 .....	4
1.1. 供需关系看——全球面板供给偏紧态势难以缓解 .....	4
1.1.1. LCD 面板需求：电视面板大尺寸化驱动面板需求量增长 .....	4
1.1.2. LCD 面板供给：17 年新增产能有限 .....	5
1.1.3. 预计 2017 年面板价格继续维持平稳 .....	7
1.2. 产能扩充+产品结构调整+模组化，公司准备充分，迎面板大年 .....	7
1.2.1. 产能提升——17 年看重庆 8.5 代线量产 .....	7
1.2.2. 产品结构调整——切入获利能力更好的小尺寸面板 .....	8
1.2.3. 模组化——分享产业链收益 .....	8
1.3. 公司业绩拆分，看好公司面板业务进入高增长周期 .....	9
1.3.1. 面板营收预测：扩产+结构调整，营收高增长 .....	9
1.3.2. 折旧预测：B2-B4 折旧相继计提完成，明年新增折旧有限 .....	10
1.3.3. 毛利率预测：公司毛利率与面板成本价格关联性相当高 .....	11
1.3.4. 政府补助：每年仍有大量的待摊销补助 .....	11
1.3.5. 汇兑损益：目前公司已经是美元资产敞口 .....	12
2. AMOLED 推进提速，引领 AMOLED 国产替代潮 .....	12
2.1. Amoled 现在供不应求状态 .....	12
2.2. 柔性 OLED 大势所趋 .....	16
2.3. 公司引领国内柔性 AMOLED 扩产 .....	17
3. 盈利预测和投资建议 .....	18
4. 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1：全球电视面板平均尺寸呈现增大趋势 .....	4
图 2：全球电视面板平均尺寸呈现增大趋势 .....	5
图 3：10.5 代线切割大尺寸电视更经济 .....	6
图 4：10.5 代线切割大尺寸电视更经济 .....	7
图 5：京东方产能增长规划 .....	7
图 6：京东方产能增长速度（按面积划分） .....	7
图 7：京东方自主品牌-BOE ALTA 电视 .....	9
图 8：公司智慧系统业务业务营收高增长 .....	9
图 9：公司 09-11 年转固定资产折旧完成 .....	10
图 10：公司 16-18 年折旧预测及折旧占营业成本比例预计 .....	11
图 11：公司毛利率变化趋势与面板价格对比 .....	11

图 12: Vivo Xplay6.....	13
图 13: 华为荣耀 Magic .....	13
图 14: 柔性 OLED 实现曲面显示——三星 Galaxy S6 Edge.....	16
图 15: 柔性 OLED 实现柔性屏幕——未来发展大方向 .....	16
图 16: 苹果可弯折手机专利——整体效果图 .....	17
图 17: 三星可弯折手机专利——弯折后效果图.....	17
图 18: OLED 由硬屏->曲面屏->可折叠屏->柔性屏演进 .....	17
图 19: 柔性 OLED 占比逐年提升.....	17
图 20: 年硬/软屏新增产能（千平米/月） .....	17
图 21: 我国 OLED 产能占全球比例提升.....	18
图 22: 我国 OLED 产能增长及年增速.....	18

表 1: 电视面板出货面积（百万平米）与电视尺寸/电视面板出货量的敏感性分析 .....	5
表 2: 切小尺寸手机面板比切电视面板盈利能力更好 .....	8
表 3: 公司产品出货面积按类别拆分（预计） .....	9
表 4: 公司产品单价按类别拆分（预计） .....	9
表 5: 公司营收按类别拆分（预计） .....	10
表 6: 公司 2016H1 政府补助拆分 .....	12
表 7: 全球 OLED 屏幕智能手机市场增速.....	13
表 8: OLED 市场需求——按类别拆分 .....	14
表 9: 2015-2020 年各大 OLED 企业工厂扩产计划预期（千片/月） .....	14
表 10: 2015-2020 年各大 OLED 企业生产 OLED 显示屏面积（千平米/月） .....	15
表 11: 公司分业务营收预测.....	19

## 1. 京东方 LCD 面板业务进入最好一年

今年 1 月 witsview 面板价格数据, 2017 年 1 月份 40/43 吋面板涨 2 至 3 美元, 49/50 吋涨 3 至 5 美元, 55 吋持平, 65 吋则涨 5 到 10 美元, 32 吋微跌 1 美元。面板价格单季不淡。从 2017 年大背景来看, 我们认为仍然偏紧的供需关系是面板价格维持高位的支撑因素; 而从京东方角度看, 新产能开出+产品结构调整(8.5 代切手机)+产品模组化是京东方在面板周期景气大周期中引领行业保持高增长的核心驱动力。

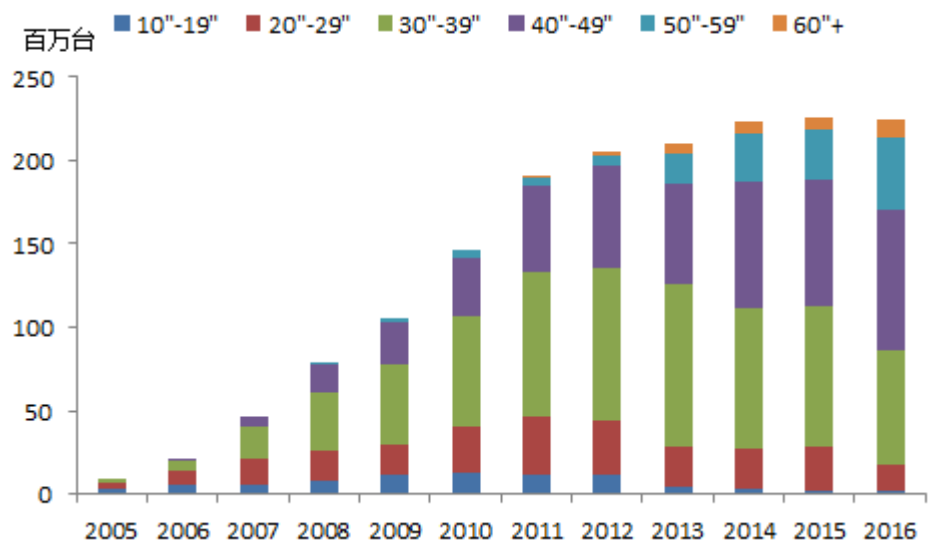
### 1.1. 供需关系看——全球面板供给偏紧态势难以缓解

#### 1.1.1. LCD 面板需求: 电视面板大尺寸化驱动面板需求量增长

从应用领域来看, 电视面板是 LCD 面板最大的应用领域, 占 LCD 面板需求的 75%以上。电视面板的大尺寸化推动电视面积持续增加。

根据群智咨询的调研数据, 2016 年全球液晶电视面板出货量达到 2.58 亿片, 数量同比下降 2.5%。但是电视面板出货面积却达到了 1.3 亿平方米, 同比大幅增长 8%, 其主要原因正是电视尺寸结构的不断调整: 32 吋面板虽然目前仍然是全球需求最大的尺寸, 但是其增速明显放缓; 取而代之的是 40-49 吋及 50-59 吋面板需求高增长, 2016 年 40 吋以上面板占比已经从 2010 年的 27%快速提升至 2016 年的 62%。据统计, 2016 年全球电视面板平均尺寸将同比增长 1.8 英寸, 达到 42.4 英寸。目前 50 吋以上大尺寸渗透率还很低, 未来伴随电视面板大尺寸化持续推进, 预期 2017 年全球面板平均面积将继续成长。

图 1: 全球电视面板平均尺寸呈现增大趋势



资料来源: DisplaySearch, 天风证券研究所

**电视尺寸每提高 1 寸, 增加的需求相当于 1 条 90k 月产能的 8.5 代线:** 将全球电视面板尺寸按面积换算, 电视面板平均尺寸由 42 吋上升至 43 吋, 出货量按 2.55 亿片不变计算, 电视面板出货面积由 124 百万平方米/年增加至 130 百万平方米/年, 约增加 6 百万平方米/年。而一条 90k 的 8.5 代线年产量约在 5.94 百万平方米/年 (这还不考虑切割损耗)。故我们认为电视尺寸每提高 1 寸, 增加的需求就相当于 1 条 90k 月产能的 8.5 代线; 今年中小尺寸电视继续向大尺寸转移, 假设电视平均尺寸由 42.4 吋上升至 44 吋, 则电视面板需求增长近 2 座 90k 8.5 代线, 以此为依据, 我们判断整个电视面板市场需求增长在 7%以上。

同时考虑手机面板和笔电面板增速（占比相对电视面板小很多），整个面板需求增速在 5% 左右。

表 1：电视面板出货面积（百万平米）与电视尺寸/电视面板出货量的敏感性分析

\电视尺寸 电视面板 出货量	42 寸	43 寸	44 寸	45 寸	46 寸	47 寸	48 寸	49 寸	50 寸
1.35 亿	114.3	119.8	125.4	131.2	137.1	143.1	149.3	155.5	162.0
2.45 亿	119.1	124.9	130.8	136.8	142.9	149.2	155.6	162.2	168.9
2.55 亿	124.0	130.0	136.1	142.4	148.7	155.3	162.0	168.8	175.7
2.65 亿	128.9	135.1	141.4	147.9	154.6	161.4	168.3	175.4	182.6
2.75 亿	133.7	140.2	146.8	153.5	160.4	167.5	174.7	182.0	189.5
90k8.5 代线年产能	5.94（百万平方米，单位同上）								

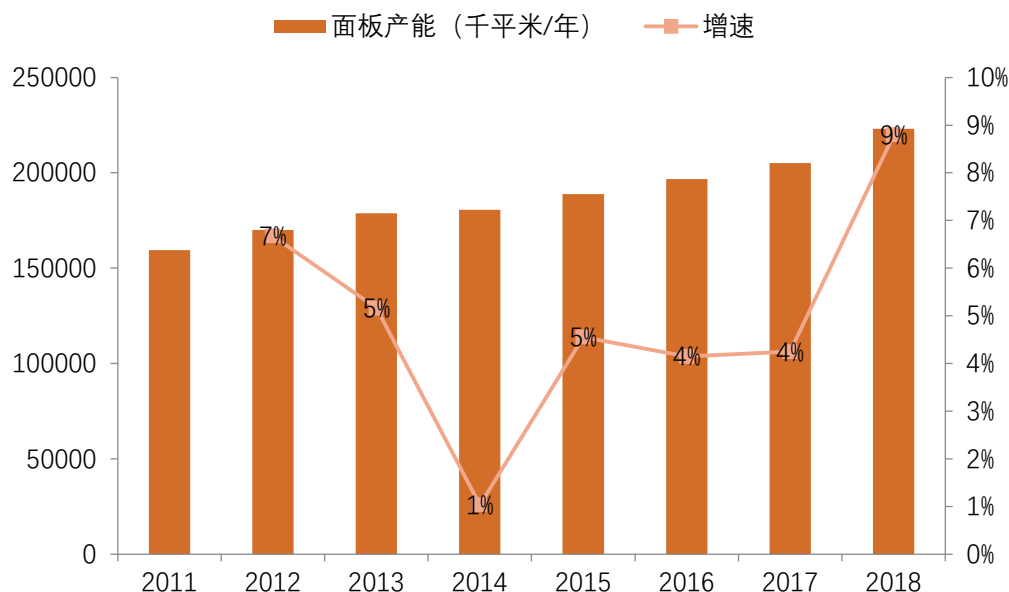
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.1.2. LCD 面板供给：17 年新增产能有限

17 年市场新增产能来自 3 条 8.5 代线扩产：1)京东方福州 8.5 代线(2017Q2 量产；2018Q1 满产)；2)群创 8.6 代线(2017Q1 量产；Q4 满产)；3)惠科光电 8.5 代线(Q3 量产)。一方面，三条产线都将在下半年产能逐步提升，上半年新增的产能非常少；另一方面，即便加上三条产线贡献的产能，2017 年全球产能增长也仅在 5%左右。同时考虑三星关闭 L7 线以及夏普停供三星、海信面板等事件影响，**2017 年实际新增的产能或不到 5%**：

- **三星去年关闭 L7-1 产线**：三星 L7-1 约占这条生产线约影响三星整体液晶面板产能的 15%，**影响全球产能的 3%**。三星去年底关闭 L7-1 产线，专注发展 OLED，加剧了全球产能吃紧现状。而今年三星有可能继续关闭 L7-2 产线。
- **夏普停供三星、海信电视面板**：12 月底，夏普砍单三星年 400+万片电视面板订单&海信年 70 万片电视面板订单。此轮砍单的主要原因，在于鸿海收购夏普后，将大力推进其面板+组装+电视一体化战略，发展自家面板业务。参考 2015 年三星电视面板采购量约 5000+万片，海信电视面板采购量约 1500+万片，**夏普此次停供三星和海信面板对两家企业供给影响在 5%-10%之间，换算成对全球供给影响在 1.5%-3%左右。**

图 2：全球电视面板平均尺寸呈现增大趋势



资料来源：DisplaySearch，天风证券研究所

**2018 年是否会产能过剩？不必过早担忧。**2018 年-2019 年，新增的产能主要是几条 10.5 代（及以上）产线，包括京东方合肥 10.5 代线，华星光电 11 代线，富士康（夏普）10.5 代线等。我们模型预测 2018 年全球新增产能在 8% 左右。10.5 代线切割大尺寸电视更加经济（55 寸、61 寸、65 寸、70 寸、75 寸电视切割利用率在 90%+ 以上），10.5 代线投产后，**预期超大尺寸电视价格将会大幅下滑（切割更经济），有利于消费者选择更快的向大尺寸电视转移。**10.5 寸量产将驱动大尺寸电视面板快速渗透，电视面板平均尺寸增长，从而来利好需求增长。

另一方面，三星 L7-2 厂也有可能从 LCD 转向 OLED，三星 L7-2 厂占全球 LCD 产能占比也在 3% 左右。一旦三星选择关闭 L7-2，也将进一步加剧全球面板短缺态势。故我们认为 2018 年新增产能的放出是否一定会导致产能过剩，我们认为目前不必过早担忧。

图 3：10.5 代线切割大尺寸电视更经济

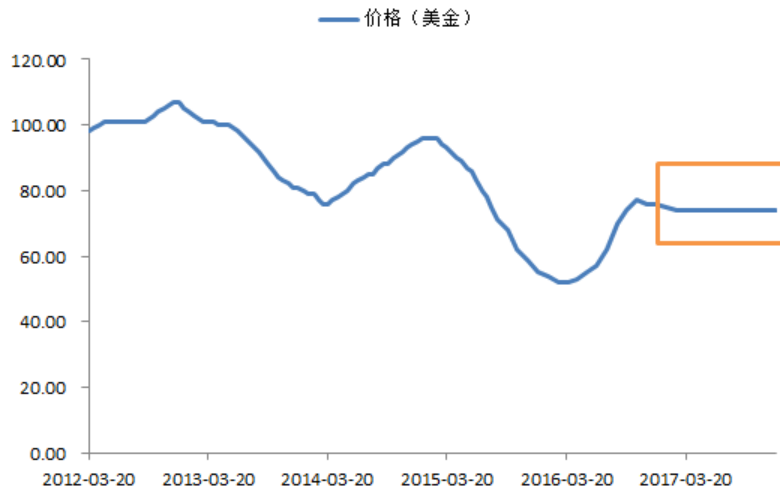
Gen 8.5			Gen 10.5		
Panel size	Cuts	Efficiency	Panel size	Cuts	Efficiency
32"	18	92%	32"	32	92%
37"	12	82%	37"	24	92%
40"	10	80%	40"	18	81%
43"	8	74%	43"	18	96%
43" + 21.5"	8 + 8	93%			
49"	8	96%	49"	12	82%
55"	6	68%	55"	8	91%
65"	3	64%	65"	8	96%
65" + 32"	3 + 6	94%			
75"	2	56%	75"	6	96%
75" + 49"	2 + 2	80%			
61" (21:9)	4	65%	61" (21:9)	10	93%
70" (21:9)	3	62%	70" (21:9)	8	91%

资料来源：DisplaySearch，天风证券研究所

### 1.1.3. 预计 2017 年面板价格继续维持平稳

面板价格波动体现了面板市场的供需结构变化。17 年 1 季度，作为传统的面板淡季，1 月份大尺寸面板价格仍然保持上升态势：Witsview 统计，2017 年 1 月份 40/43 吋面板涨 2 至 3 美元，49/50 吋涨 3 至 5 美元，55 吋持平，65 吋则涨 5 到 10 美元，32 吋微跌 1 美元。在今年供需关系仍然偏紧的大背景下(根据 1.1.1 节需求增速测算和 1.1.2 节供给增速测算)，我们认为今年面板整体价格或将维持稳中有升的态势。

图 4：10.5 代线切割大尺寸电视更经济



资料来源：IHS，天风证券研究所

## 1.2. 产能扩充+产品结构调整+模组化，公司准备充分，迎面板大年

### 1.2.1. 产能提升——17 年看重庆 8.5 代线量产

京东方现有产能主要来自其 B1\2\3\4\5\6\8 厂贡献，17 年新增产能主要来自福州 8.5 代线（B10）新增产能贡献，预计福州 8.5 代线将于 2 季度量产，满产后将带来 150k/月产能。此外成都 6 代 OLED 线（B7）也将于今年 4 季度量产，设计满产产能为 45k/月。从产能增加看，16 年京东方年产能换算成面积，约为 2860 万平米/年；到 2017 年预计上升至 3340 万平米/年，同比提升近 20%。

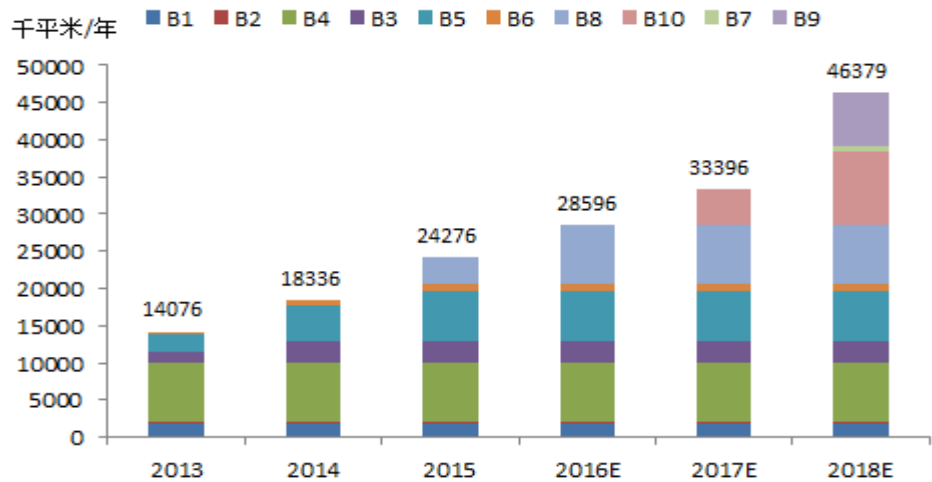
图 5：京东方产能增长规划

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	满产产能 (k/月)
北京5代线	B1																	100
成都4.5代线	B2																	45
合肥6代线	B3																	90
北京8.5代线	B4																	120
合肥8.5代线	B5																	100
鄂尔多斯5.5代线	B6																	64
重庆8.5代线	B8																	120
福州8.5代线	B10																	150
合肥10.5代线	B9																	45
成都6代线 (OLED)	B7																	45
绵阳6代线 (OLED)	B11																	120

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：京东方产能增长速度（按面积划分）





资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2.2. 产品结构调整——切入获利能力更好的小尺寸面板

目前京东方产品结构仍然以电视面板为主，2016Q4 公司电视面板营收占比约 40%，移动类（手机为主）面板占比约 30%，IT 类（Notebook 为主）面板占比约为 30%。公司 17 年在产能偏紧的大背景下，可以更自主的选择盈利能力更好的产品，所以公司 17 年一大战略是提升手机/笔电面板占比。公司重庆 8.5 代线采用薄玻璃基板，切割手机面板不需要减薄，且工艺设备完全兼容手机面板制备，明年公司重庆 8.5 代线或将根据市场需求，转产能向手机面板。

为什么要转向手机面板&Notebook？从产值上测算，8.5 代线切手机\笔电产生的产值比切电视高很多。8.5 代基板切割 32 寸电视面板可以切 18 片，按 16 年 12 月 32 寸电视面板单价 75 美金计算，单块基板创造产值在 1350 美金；而切割 5 寸手机(a-Si,TN,分辨率 854\*480)可以切至少 500 片（80%切割效率），按 7 美金一片，单块基板创造产值在 3500 美金；切割 14 寸笔电（HD），按切割 60 片，33 美金一片计算，单块基板产值在 1980 美金。

表 2：切小尺寸手机面板比切电视面板盈利能力更好

	32 寸电视	5 寸手机	14 寸笔电
规格	OPEN CELL, HD	a-Si,TN	HD
16M12 均价（美元）	75	7	33
切割效率	90%+	90%+	90%+
切割数量	18	500	60
单块基板产值（美金）	1350	3500	1980

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2.3. 模组化——分享产业链收益

京东方拥有触控显示一体化 LCD 模组的能力，已经量产搭载 On-Cell 和 In-Cell 技术的显示屏，目前小尺寸手机面板模组化率已经 60%以上。面板配套触控模组，大幅提升京东方产品单品价值量，分享下游利润。预计明年伴随模组产能提升，公司手机面板触控模组配套率将进一步提升。

同时京东方大力发展智慧显示业务，从上游面板向下游电视产品作集成，开展智慧终端产品（如电视）代工，同时研发推出多款智能显示产品（如京东方推出的 BOE ALTA 电视产品）。公司借助智能显示平台积极向车载显示屏、智能家居显示屏等新兴应用领域开拓市



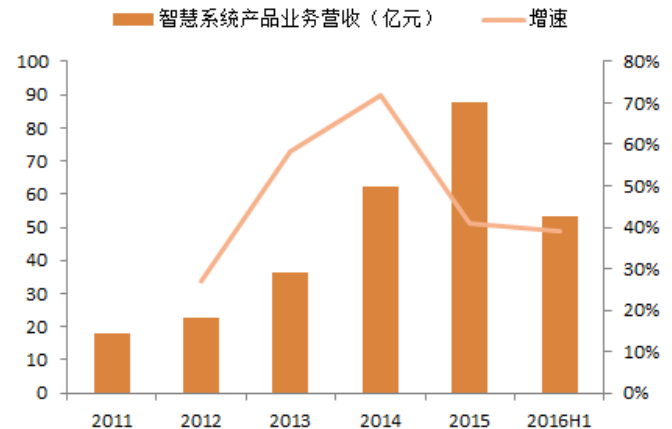
场，逐步从单纯面板供应商向应用集成商进行业务整合。公司自开展智慧显示业务以来，营收呈现高速增长态势：智慧显示业务 16H1 营收 53.2 亿，同比增长 40%。

图 7：京东方自主品牌-BOE ALTA 电视



资料来源：VIVO，天风证券研究所

图 8：公司智慧系统业务业务营收高增长



资料来源：华为，天风证券研究所

### 1.3. 公司业绩拆分，看好公司面板业务进入高增长周期

#### 1.3.1. 面板营收预测：扩产+结构调整，营收高增长

假设 1：此前公司 3 条 8.5 代线（北京 B4\合肥 B5\重庆 B7）都是 100%在切电视\笔电面板，明年开始重庆 B7 厂产能转向手机（假设占 10%+产能，约 15k）；同时提高笔电面板比重（假设占 30%+产能转向笔电，约 45k）。盈利模型中不调整其他工厂的产能分布。

假设 2：面板价格按 1.1.3 节预计，2017 年大尺寸\小尺寸面板价格维持平稳。

我们计算得 2016 年-2018 年公司面板部分营收在 580 亿元，783 亿元和 1009 亿元，17 年面板业务营收增速维持在 35%高位。

表 3：公司产品出货面积按类别拆分（预计）

（千平米/年）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
TV 类	9600	11220	17520	19747	21174	32643
IT 类	943	1649	2390	3838	5818	6567
移动类	2333	3007	3046	5011	6404	7169

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：公司产品单价按类别拆分（预计）

		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
面板价格 （美金/片）	TV 类（32 寸）	94	84	78	68	74	70
	IT 类（14 寸）	37	34	31	30	32	30
	移动类（5 寸）	9.3	8.5	7.7	7.5	7.5	7.5
面板价格 （元/平米）	TV 类	1,663	1,486	1,403	1,312	1,459	1,459
	IT 类	3,486	3,169	2,981	3,094	3,375	3,375
	移动类	4,933	4,485	4,144	4,329	4,427	4,427

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：公司营收按类别拆分（预计）

（亿元）	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
TV 类	157	158	245	259	309	476
IT 类	47	74	99	166	258	291
移动类	81	95	91	155	216	242
合计	285	327	435	580	783	1,009
增速		15%	33%	33%	35%	29%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

\*按照实际业绩进行小幅调整

## 1.3.2. 折旧预测：B2-B4 折旧相继计提完成，明年新增折旧有限

公司设备折旧是 7 年，参考公司披露的每年在建工程转固数据，我们看到 2009-2011 年实际上是公司阶段性的转固高峰，2009-2011 年转固的固定资产分别将于 2016-2018 年计提完成，参考三年转固数额为 25 亿，84 亿和 166 亿元，则 16-18 年对应年减少折旧约 3 亿，10 亿和 19 亿（按直线法计算，由于转固时间点不一致可能存在误差）。

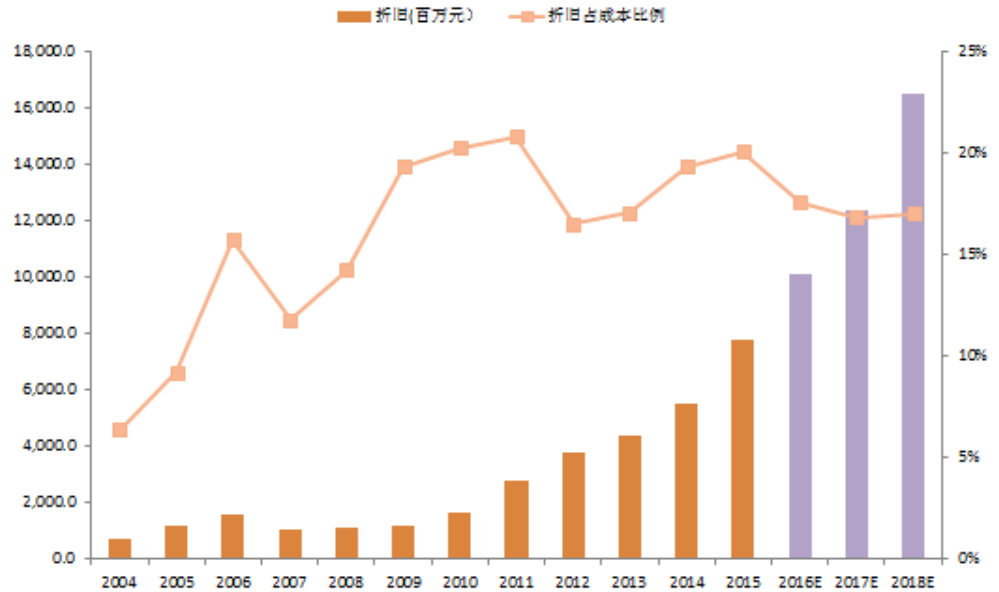
故我们在财务模型中预计，对 2016-2018 年公司产生的折旧分别预计为 101 亿，124 亿，增速为 30%和 23%，均慢于同年营收增速和总成本增速。在我们的模型中，折旧占成本比例也从 2015 年的 20%下降到 16-17 年的 17-18%左右。

图 9：公司 09-11 年转固资产折旧完成

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
厂房	40.7	10.8	41.8	19.7	0.5				
其他	22.9	10.8	20.0	314.9	135.9	202.8	295.1	662.7	1,467.0
北京5代线(B1)	16.5	641.4							
成都4.5代线(B2)		-	2,435.4	83.5	455.2	94.7	218.6		
北京8.5代线(B4)			0.1	0.2	11,768.6	8,920.2	190.2	2,741.1	424.5
合肥6代线(B3)			-	7,996.6	4,201.4	531.2	645.2		
合肥8.5代线(B5)							118.6	18,913.9	1,503.2
鄂尔多斯5.5代线(B6)				-	-	-	324.7		
重庆8.5代线(B7)									17,930.4
当年转固	80.13	662.96	2,497.24 2016年提 完折旧	8,414.89 2017年提 完折旧	16,561.55 2018年提 完折旧	9,748.96	1,792.38	22,317.66	21,325.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司 16-18 年折旧预测及折旧占营业成本比例预计

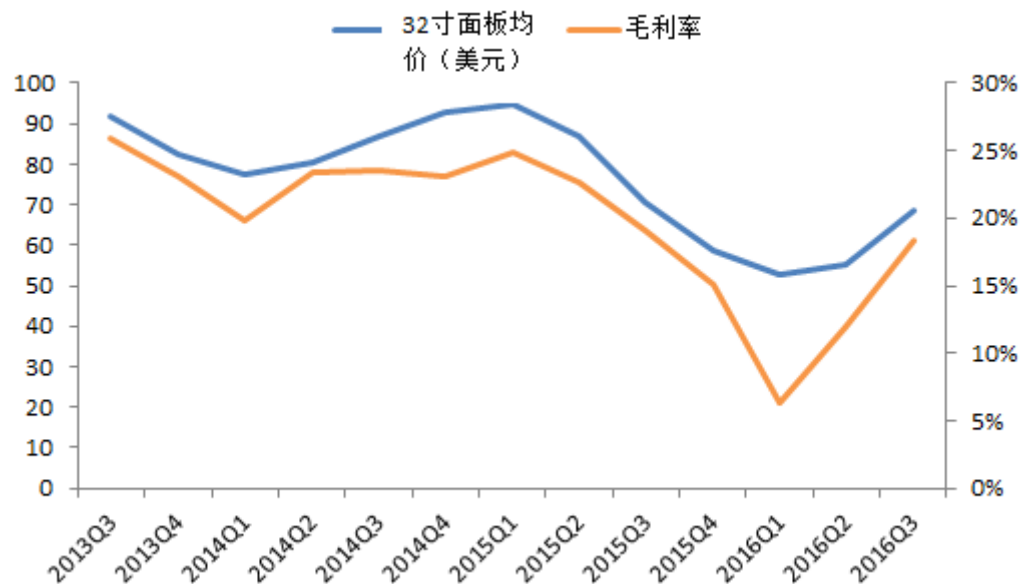


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3.3. 毛利率预测：公司毛利率与面板成本价格关联性相当高

2013 年以来，公司折旧成本已经稳定在 16-20% 之间，我们发现公司毛利率与面板价格的相关性非常高（由于面板业务是公司主要营收构成，借用公司整体毛利率替代面板业务毛利率）。在 32 寸面板价格在 70 美金以上的时候，公司基本保持了 20% 以上的毛利率。此轮 32 寸面板价格持续坚挺，我们预期 2017 年公司面板盈利能力将继续保持在高位。2017 年或可全年维持 20%+ 的高毛利水平。

图 11：公司毛利率变化趋势与面板价格对比



资料来源：公司公告，IHS，天风证券研究所

### 1.3.4. 政府补助：每年仍有大量的待摊销补助

公司政府补助分为 1) 与资产相关的政府补助，公司将其确认为递延收益，并在相关资产使用寿命内平均分配，计入当期损益。2) 与收益相关的政府补助，公司将其确认为递延

收益，在确认相关费用期间，计入当期损益；或于补偿本集团已发生的相关费用或损失的，则直接计入当期损益。

公司 16H1 获得的 16 亿政府补助中，约 4 亿来自往年计入递延收益项的政府补助摊销；约其余来自一次性补助。对于 2017 年，公司 OLED\大尺寸面板等项目稳步推进，公司也会争取补助；而公司 17 年摊销的政府补助金额也在 5 亿元左右。

表 6：公司 2016H1 政府补助拆分

(百万元)	期初余额	本期新增	本期计入营业外收入	期末余额
与资产相关政府补助 (摊销)	2209	2	215	1995
与收益相关政府补助 (摊销)	198	2	154	46
与收益相关政府补助 (直接计入当期损益)	N/A	1291	1291	N/A

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3.5. 汇兑损益：目前公司已经是美元资产敞口

针对人民币贬值的大环境，公司也在采取措施减少汇兑损益影响，如公司目前已经从美元负债敞口转为美元资产敞口。预期 2017 年，在汇率不发生大幅波动的情况下，公司受汇兑影响预计会很小。

## 2. AMOLED 推进提速，引领 AMOLED 国产替代潮

京东方成都 amoled 产线预计于今年 Q2 投产，Q4 量产。公司投资逾 900 亿元人民币，建设成都、绵阳两条 amoled 产线，满产后 amoled 产能预计达 90k/月（6 寸片）。我们看好公司在 amoled 领域规划（迅速上产能+柔性产能），未来 3-5 年伴随 amoled 在中小尺寸显示领域爆发，我们预计 amoled 或成接替 lcd 屏新看点。

### 2.1. Amoled 现在供不应求状态

**从需求端看**，智能手机端是目前 OLED 最大的潜在应用市场。目前全球智能手机领军企业三星和苹果都已经/开始大规模采用 OLED 屏幕，预期 OLED 屏幕将取代 LCD 成为智能手机主流屏幕选择：

1) 三星是全球最早引领 OLED 手机发展的企业，目前 OLED 屏幕已经广泛用在三星 Galaxy 等畅销系列各类机型上，OLED 屏幕手机目前占三星手机出货比例的 50%以上。鉴于三星在逐渐退出 LCD 显示屏市场，预计三星 OLED 屏幕手机将继续提升。

2) 苹果最新的采购订单显示，苹果目前意向的 OLED 屏幕采购规模达 40 亿美元。鉴于目前 OLED 面板产能趋紧，此举可以认为是苹果提前预定 OLED 面板供应的举措。17 年我们预计将至少有一款机型采用 OLED 屏幕。

3) 国产高端智能手机已经越来越多的采用 OLED 屏幕，华为、OPPO、魅族、一加、OPPO 等厂商也在他们的旗舰机用上了 Amoled 显示屏，比如今年 4 季度接连推出的 Vivo Xplay6 和华为荣耀 magic，更是采用了搭载双曲面玻璃的柔性 amoled 显示屏。而红米 pro、中兴 Z910 等千元机也开始采用 amoled 显示屏，amoled 显示屏正在完成从高端机型向中低端机型的渗透。

图 12: Vivo Xplay6



资料来源: VIVO, 天风证券研究所

图 13: 华为荣耀 Magic



资料来源: 华为, 天风证券研究所

我们认为, 未来伴随智能手机市场趋向饱和, 差异化和特色化成为智能手机厂商保持产品竞争力的方式所在, 外加苹果、三星等智能机龙头采用 OLED 屏带来的“学习效应”, 预期未来 OLED 屏将越来越多的在中高端国产智能机上采用。国内智能机龙头华为和 VIVO 16 年四季度接连推出柔性 OLED 显示屏手机, 国产高端手机向 OLED 屏渗透进入加速期。我们预测国内品牌 OLED 手机出货量将从 2015 年的 5% 逐步提升至 2020 年的 40%, 到 2020 年, OLED 手机显示屏或成为国内中高端智能手机的标准配置。

表 7: 全球 OLED 屏幕智能手机市场增速

(亿部)	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
三星手机销量	3.2	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6
三星 OLED 手机占比	50%	55%	60%	65%	70%	75%
三星 OLED 手机预测	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.7
苹果手机销量	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	2.8
苹果 OLED 手机占比	0%	0%	40%	90%	100%	100%
苹果 OLED 手机预测	0.0	0.0	1.0	2.4	2.7	2.8
其他品牌手机销量	7.4	9.0	9.9	10.9	12.0	13.2
其他品牌 OLED 手机占比	5%	10%	15%	20%	30%	40%
其他品牌 OLED 手机预测	0.4	0.9	1.6	2.2	3.4	5.3
全球手机销量	13	14.5	15.8	16.9	18.2	19.6
OLED 屏幕手机占比	15%	18%	28%	40%	48%	55%
OLED 手机需求	2.0	2.7	4.5	6.8	8.7	10.8
市场需求增速		35%	68%	52%	29%	23%

资料来源: 天风证券研究所根据公开市场数据预测

除了智能手机外, OLED 屏凭借其轻薄、低延迟、高对比度、柔性等特点, 还广泛应用于电视面板、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备(智能手表)、VR 设备、车载中控面板等新兴应用领域。我们预计到 2020 年全球消费电子 OLED 需求达 1564k 平米/月, 是 2015 年 310k 平米/月的 5 倍多, 年需求复合增速在 38%。

表 8: OLED 市场需求——按类别拆分

		2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
OLED 设备需求 (亿台)	oled 手机	2.0	2.7	4.5	6.8	8.7	10.8
	oled 电视	0.02	0.026	0.034	0.044	0.057	0.074
	可穿戴设备	0.3	0.36	0.43	0.52	0.62	0.75
	VR 设备	0	0.03	0.06	0.1	0.18	0.25
	车载中控屏	0	0.01	0.02	0.04	0.08	0.16
	平板电脑	0.02	0.03	0.03	0.04	0.06	0.07
	笔记本电脑	0.02	0.03	0.03	0.04	0.06	0.07
**手机按 5.5 寸, 电视按 55 寸, 智能手表按 1.3 寸, VR 设备按 6 寸, 平板电脑、中控屏 10 英寸, 笔记本电脑 13 英寸估算面积**							
OLED 设备市场需求 (千平米/月)	oled 手机	151	205	343	520	671	826
	oled 电视	138	180	234	304	395	513
	可穿戴设备	3	4	4	5	6	8
	VR 设备	0	11	23	38	69	96
	车载中控屏	0	4	8	15	31	61
	平板电脑	8	10	13	17	22	28
	笔记本电脑	8	10	13	17	22	28
合计		308	423	638	916	1216	1561

资料来源: IHS, SuperData, Gartner, 天风证券研究所预测

**从供给端看**, 目前三星占据全球 99% 的 OLED 手机显示屏产能, 而 LG Display 占据着全球绝大多数 OLED 电视面板产能。目前全球 OLED 产能处于供不应求阶段, 以手机为例, 三星优先自身自有品牌 OLED 供应, 国内手机厂即便想做 OLED, 受限产能也没办法大规模采用。明年预计三星及 LG Display 有动力大举扩产, 以消化苹果带来的大量新增 OLED 手机面板需求。而实际上明年苹果可能只在一款机型上采用 OLED, 也是受到全球 OLED 产能不足的限制。

未来 OLED 手机面板产能被三星独占的局面或将得以缓解: 从公开资料我们看到, 除了三星、LG Display 通过改建既有 LCD 厂房/兴建新厂房大举扩产 OLED 产线外, 包括日本 JDI、夏普, 中国京东方、天马、华星光电、和辉光电、国显光电、信利光电等企业也在大举扩产 (详见下表)。根据公开资料汇总各企业的扩产计划, 如果按照面积换算, 2015 年全球 OLED 供给量在 423 千平米/月, 16-19 年进入 OLED 扩产高峰, 16-19 年全球 OLED 产能增速分别在 75%、61%、47% 和 42%, 到 2019 年全球 OLED 供给量达到 2503 千平米/月。

表 9: 2015-2020 年各大 OLED 企业工厂扩产计划预期 (千片/月)

企业	工厂名	代际	类型	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
三星	A1	4.5	Rigid	40	40	40	40	40	40	40	40
	A2	5.5	Rigid/Flexible	78	98	106	114	118	118	118	118
	A3	6.0	Rigid/Flexible	0	0	15	30	90	115	120	120
	L7-1/L7-2	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	25	65	90
	V1	8.0	Rigid	8	8	8	8	8	8	8	8
LG Display	E2	4.5	Rigid/Flexible	6	10	14	14	14	14	14	14
	E5	6.0	Flexible	0	0	0	0	6	7.5	7.5	7.5
	E6	6.0	Flexible	0	0	0	0	10	15	15	15
	P6 AP3	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	23.3	35	35
	P9	8.0	Rigid	0	4	8	34	40	60	75	85



JDI	Mobara	4.5	Flexible	0	0	0	3	4	4	4	4
	Mobara/Kameyama	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	10	15	15
	Hakusan	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	0	15	30
Sharp	—	4.5	Flexible	0	0	0	3	4	4	4	4
	—	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	15	30	30
京东方	B5 合肥	8.0	Rigid Oxide	4	4	4	15	30	30	30	30
	B6 鄂尔多斯	5.5	Rigid	0	2	2	10	10	27	54	54
	B7 成都	6.0	Flexible	0	0	0	0	10	25	35	48
	B11 绵阳	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	0	48	48
天马	上海	5.5	Rigid	0	0	4	8	8	8	8	8
	武汉	6.0	Flexible	0	0	0	0	10	15	23	30
信利	惠州 1	4.5	Rigid	0	0	0	8	15	15	15	15
	惠州 2	6.0	Flexible	0	0	0	0	10	15	23	30
华星光电	武汉 1	6.0	Rigid	0	0	0	4	8	8	8	8
	武汉 2	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	5	20	45
和辉光电	上海 1	4.5	Rigid	0	0	6	15	15	15	21	21
	上海 2	6.0	Flexible	0	0	0	0	5	15	30	30
昆山维信诺	昆山	5.5	Rigid	0	0	0	5	10	15	15	15
	河北固安	6.0	Flexible	0	0	0	0	0	5	20	30
友达	台湾	3.5	Rigid	8	8	8	8	8	8	8	8
	新加坡	4.5	Rigid	15	15	15	15	15	15	15	15

资料来源：各公司公告，天风证券研究所根据公开市场数据预测

表 10：2015-2020 年各大 OLED 企业生产 OLED 显示屏面积（千平米/月）

工厂名	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
三星	223.0	262.0	318.1	374.2	544.0	679.0	800.5	868.0
LG Display	4.0	28.7	53.4	196.4	272.6	463.1	577.2	632.2
JDI	0.0	0.0	0.0	2.0	2.7	29.7	83.7	124.2
Sharp	0.0	0.0	0.0	2.0	2.7	43.2	83.7	83.7
京东方	22.0	25.9	25.9	102.0	211.5	285.2	494.4	514.7
天马	0.0	0.0	7.8	15.6	42.6	56.1	77.7	96.6
信利	0.0	0.0	0.0	5.4	37.1	50.6	72.2	91.1
华星光电	0.0	0.0	0.0	10.8	21.6	49.1	131.6	269.1
和辉光电	0.0	0.0	4.0	10.1	23.6	54.6	95.1	95.1
昆山维信诺	0.0	0.0	0.0	9.8	19.5	33.0	73.5	100.5
友达	13.53	13.53	13.53	13.53	13.53	13.53	13.53	13.53
合计	262.5	330.1	422.7	741.7	1191.3	1757.0	2503.0	2888.5
增速		26%	28%	75%	61%	47%	42%	15%

资料来源：天风证券研究所根据公开市场数据预测

考虑到良率（新厂爬坡期间良率很低）、切割损耗、高峰期需求（如苹果设备高峰期月需求是年均月需求的两倍左右）等因素，我们预计全球实际供需关系仍处于偏紧状态。目前全球 LCD 面板产能在 15000 千平米/月，对比 2020 年 OLED 显示屏产能 2716 千平米/月，我们认为当前规划的产能还远未达到市场饱和。**未来龙头企业仍有扩产预期。**



## 2.2. 柔性 OLED 大势所趋

自三星 Galaxy Edge 系列推出 OLED 曲面屏以来，各类曲面屏手机层出不穷，包括近期推出的 Vivo Xplay6，华为荣耀 Magic 等。伴随智能手机市场趋于饱和，增速放缓，我们认为曲面 OLED 屏已经成为中高端智能手机外形创新的重大方向。

Why 曲面屏？

(1) 鉴于手机尺寸有越做越大的趋势，曲面屏幕可能更加方便操作，特别是三星边缘弯曲的设计能够实现交互方式的创新。LG 的曲面屏幕材料不容易损坏，弹性更强，三星的硬屏质感更佳。

(2) 曲面屏幕更易于人眼观看，如 LG 的虽然看上去被掰弯，但实际更加符合人类视网膜弧度，能改善感官体验，这一点与曲面电视屏幕的感受相同。

(3) 曲面屏幕厚度低，重量轻且功耗低。曲面显示目前普遍采用 AMOLED，有源矩阵有机二极管更省电、能耗低、支持弯曲显示，预计未来能够提升智能手机的待机时间。

采用 AMOLED 曲面屏的另一大核心逻辑是配合 VR 使用，在 Oculus、Sony 等外接式 VR 仍然价格较高的情况下，AMOLED 屏的旗舰级手机配盒子可能是最佳解决方案。

长远来看，可自由弯折的柔性屏或成为智能手机外形发展的新方向，三星最近申请的一项专利显示，该公司可能开发一款可折叠的手机，该专利方案显示，手机可以从中部对折，以便增强便携性，同时曲屏设计也可以更加贴合脸颊。于此同时，苹果公司也于 11 月推出可折叠手机专利“Flexible display devices”，文件提到该款装置(iPhone)将会采用一种柔性 OLED 屏幕。屏幕从硬屏->曲面屏->折叠屏->柔性屏是大趋势，我们认为无论是曲面屏还是折叠屏，都是其中的过度阶段，柔性屏手机或将打破平板电脑、手机、可穿戴设备界限，未来可以将手机戴在手上作为手环，或是夹在衣服上作为音乐播放器，有需要时再将其展开，不仅功能更多样，造型上也更节省空间，更轻薄。目前龙头已经开始布局折叠屏，看好柔性屏成为未来的大趋势。

图 14：柔性 OLED 实现曲面显示——三星 Galaxy S6 Edge



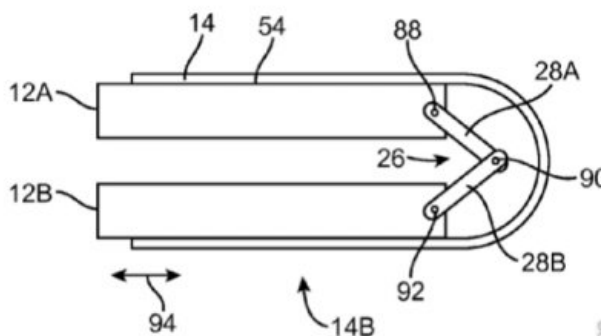
资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 15：柔性 OLED 实现柔性屏幕——未来发展大方向



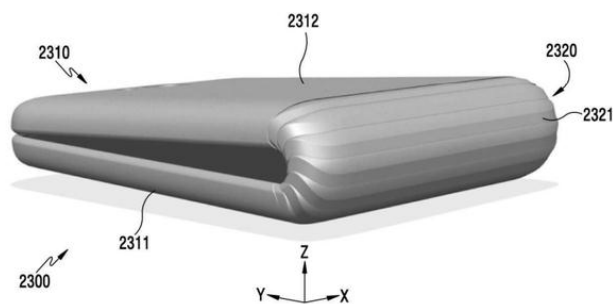
资料来源：百度图片，天风证券研究所

图 16：苹果可弯折手机专利——整体效果图



资料来源：苹果，天风证券研究所

图 17：三星可弯折手机专利——弯折后效果图



资料来源：三星，天风证券研究所

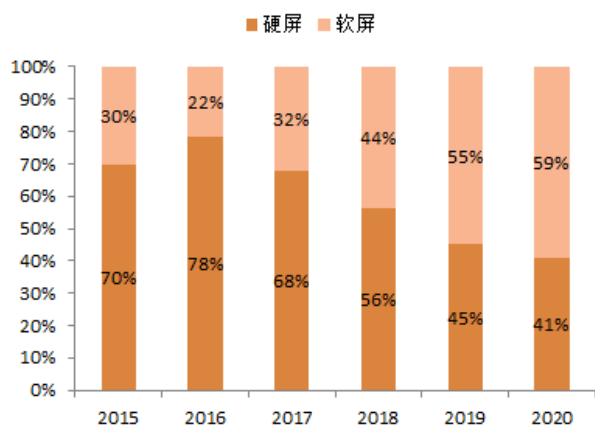
图 18：OLED 由硬屏-&gt;曲面屏-&gt;可折叠屏-&gt;柔性屏演进



资料来源：和辉光电，天风证券研究所

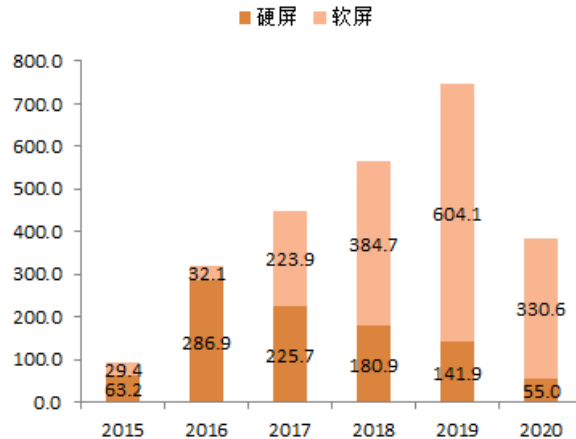
柔性 OLED 是实现曲面显示，乃至未来柔性显示的基础。目前全球柔性 OLED 仅有三星供给柔性 OLED，2016 年全球 OLED 硬屏：OLED 软屏比例约为 4:1，柔性 OLED 市场目前最大的瓶颈在于产能。从各公司扩产数据我们了解到，目前国内外新扩产的 OLED 产线大部分皆为柔性 OLED 产线：以京东方为例，京东方斥资近千亿建设的成都、绵阳两条 6 寸 oled 产线皆为柔性 OLED 产线。我们预计 2018 年以后新开产线柔性 OLED 产能增加将是刚性 OLED 的 2 倍以上。预计到 2020 年，柔性 OLED 占比将从 2016 年的 22% 提升至近 60%。

图 19：柔性 OLED 占比逐年提升



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 20：年硬/软屏新增产能（千平米/月）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

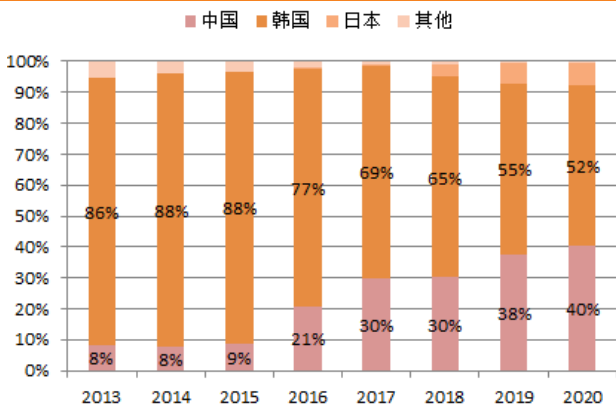
### 2.3. 公司引领国内柔性 AMOLED 扩产

公司在投两条柔性 AMOLED 产线：1) 成都 6 代 LTPS/AMOLED 产线，总投资 465 亿元（一期+二期），规划产能 45k/月，预计一期项目 2017 年 Q2 投产，Q4 量产；以及 2) 绵阳 6 代 LTPS/AMOLED 产线，计划总投资 465 亿元，规划产能 48k/月，预计 2019 年 Q3 投产，量产时间预计在 2020 年。

### 国内 OLED 线投产提速，京东方首当其冲：

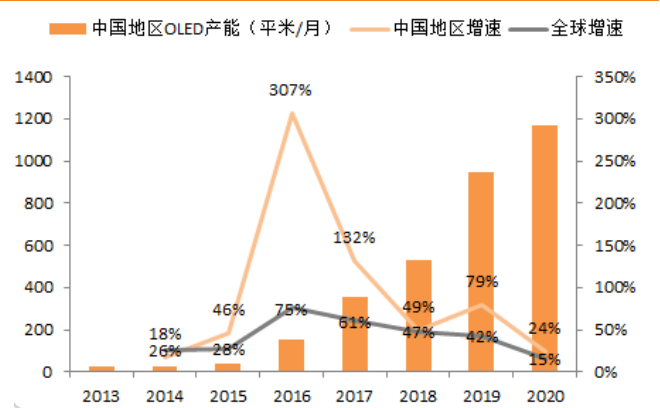
国内大陆企业扩产速度相对于中国台湾和日本等传统 LCD 龙头企业扩产速度来得快得多：2015 年，国内 OLED 总产能仅相当于全球 OLED 总产能的 9%，2015-2020 年，根据披露出来的扩产速度，我国 OLED 产能复合增速预计在 99%，远高于全球 OLED 产能增速 47%。预计到 2020 年国内 OLED 总产能将占全球 OLED 产能的约 40%，将仅次于韩国。

图 21：我国 OLED 产能占全球比例提升



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 22：我国 OLED 产能增长及年增速



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

此轮国内企业扩产 OLED 屏与此前扩产 LCD 面对的大环境已经不一样，看好国内 OLED 面板企业高成长：1) 国内企业扩产 LCD 时点处在 LCD 技术成熟期，国内企业处在追赶状态；而国内企业投入 OLED 显示屏处于 OLED 技术导入期/成长期，即便三星目前柔性 amoled 良率也不算高，国内企业在此阶段投入 OLED 研发有望大幅拉近与国际龙头差距。2) 国内企业扩产 LCD 时点，LCD 市场已经被韩、台、日企主导，国内企业处于追赶状态；而国内企业扩产 OLED 时点，日、台并无特别明确的扩产计划。故我们看好国内企业成长机遇！

京东方作为液晶面板行业龙头，拥有大量液晶面板各段制程制造经验，液晶面板与 OLED 面板具备很强的协同效应，助力公司快速完成液晶面板→OLED 面板转移；此外京东方此前投资的鄂尔多斯 5.5 代线（部分 OLED）已经量产，积累了丰富的 OLED 生产经验，预期可以加速公司新产线产能/良率爬坡。

**从扩产幅度看，京东方扩产幅度远大于国内竞争对手：**成都 45k 及绵阳 48k 月产能全部满产后，总产能将达 93k/月，我们预计到 2020 年京东方两条产线全部满产后，京东方 OLED 产能将占全球产能的 18%。按照 5 寸手机来看，京东方 93k/月产能对应手机面板片式约为 3.3 亿片。

**全部扩产柔性屏，符合产业投资大方向：**公司成都、绵阳 OLED 产线将全部投在柔性屏上，直接跳过硬屏做软屏，符合 OLED 屏幕未来发展的大趋势。

### 3. 盈利预测和投资建议

公司面板业务进入最好的一年，OLED 业务蓄势待发，因此我们提高此前盈利预测，预计 2016-2018 年公司实现净利润 18.5 亿、72.1 亿和 91.0 亿，对应 EPS 为 0.05、0.21 和 0.26 元。给予公司 2017 年 20 倍 PE，上调目标价至 4.2 元，维持“买入”评级。

表 11：公司分业务营收预测

		2015	2016E	2017E	2018E
显示器件	营收(百万)	43,501	58,020	78,272	100,909
	毛利率	20.1%	14.0%	21.0%	20.0%
	增速	33.1%	33.4%	34.9%	28.9%
智慧系统	营收(百万)	8,781	13,172	19,757	26,672
	毛利率	8.7%	9.0%	12.0%	14.0%
	增速	41.1%	50.0%	50.0%	35.0%
智慧健康	营收(百万)	826	992	1,190	1,428
	毛利率	50.2%	50.0%	50.0%	50.0%
	增速	19.2%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	营收(百万)	1,196	1,495	1,720	1,977
	毛利率	99.5%	99.0%	99.0%	99.0%
	增速	27.3%	25.0%	15.0%	15.0%
内部抵消	营收(百万)	-5,681	-6,818	-8,181	-9,817
	毛利率	21.5%	20.0%	20.0%	20.0%
	增速	52.7%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	营收(百万)	48,624	66,860	92,758	121,169
	毛利率	20.3%	14.8%	21.0%	20.3%
	增速	32.1%	37.5%	38.7%	30.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 风险提示

面板需求或不及预期；面板价格或下滑

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	40,172.40	38,866.86	27,218.28	19,402.64	22,730.58
应收账款	7,336.48	8,785.84	13,931.84	17,585.17	23,255.65
预付账款	150.73	226.45	342.95	389.94	564.79
存货	4,163.30	6,609.41	8,476.44	10,940.98	15,056.52
其他	6,862.81	9,268.59	10,108.28	9,874.30	10,543.92
<b>流动资产合计</b>	<b>58,685.73</b>	<b>63,757.15</b>	<b>60,077.79</b>	<b>58,193.02</b>	<b>72,151.46</b>
长期股权投资	638.82	1,260.30	1,260.30	1,260.30	1,260.30
固定资产	49,398.40	63,565.10	90,359.91	101,796.45	110,847.48
在建工程	21,868.64	18,645.46	4,129.09	3,064.55	2,532.27
无形资产	2,158.51	2,679.24	2,413.81	2,148.39	1,882.96
其他	3,490.18	2,685.64	2,626.18	2,566.72	2,507.26
<b>非流动资产合计</b>	<b>77,554.55</b>	<b>88,835.75</b>	<b>100,789.30</b>	<b>110,836.41</b>	<b>119,030.28</b>
<b>资产总计</b>	<b>136,240.28</b>	<b>152,592.89</b>	<b>160,867.10</b>	<b>169,029.43</b>	<b>191,181.74</b>
短期借款	2,158.99	5,091.97	0.00	0.00	0.00
应付账款	14,241.62	18,714.86	31,433.16	33,113.77	50,939.63
其他	2,576.34	5,064.60	5,464.21	10,733.08	7,797.94
<b>流动负债合计</b>	<b>18,976.95</b>	<b>28,871.44</b>	<b>36,897.38</b>	<b>43,846.85</b>	<b>58,737.57</b>
长期借款	33,631.10	36,341.20	35,000.00	30,000.00	30,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	6,672.82	9,029.43	9,029.43	9,029.43	9,029.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>40,303.92</b>	<b>45,370.62</b>	<b>44,029.43</b>	<b>39,029.43</b>	<b>39,029.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>59,280.88</b>	<b>74,242.06</b>	<b>80,926.81</b>	<b>82,876.28</b>	<b>97,767.00</b>
少数股东权益	804.33	865.55	962.76	1,342.26	1,821.18
股本	35,289.64	35,153.07	35,153.07	35,153.07	35,153.07
资本公积	39,084.39	39,018.90	39,018.90	39,018.90	39,018.90
留存收益	41,022.81	42,242.05	43,824.46	49,657.82	56,440.49
其他	(39,241.77)	(38,928.75)	(39,018.90)	(39,018.90)	(39,018.90)
<b>股东权益合计</b>	<b>76,959.41</b>	<b>78,350.83</b>	<b>79,940.29</b>	<b>86,153.15</b>	<b>93,414.74</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>136,240.28</b>	<b>152,592.89</b>	<b>160,867.10</b>	<b>169,029.43</b>	<b>191,181.74</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,715.91	1,638.11	1,846.88	7,210.57	9,099.38
折旧摊销	5,755.73	8,095.28	5,986.98	7,893.44	9,746.66
财务费用	(63.22)	980.02	1,259.07	1,158.68	1,077.82
投资损失	(13.45)	(187.19)	(187.19)	(129.28)	(167.89)
营运资金变动	(5,836.53)	(59.24)	5,209.21	1,077.88	4,319.45
其它	5,537.38	26.40	97.20	379.50	478.91
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,095.83</b>	<b>10,493.39</b>	<b>14,212.17</b>	<b>17,590.79</b>	<b>24,554.34</b>
资本支出	22,629.55	17,914.68	18,000.00	18,000.00	18,000.00
长期投资	(351.03)	621.48	0.00	0.00	0.00
其他	(46,032.93)	(38,130.57)	(35,812.81)	(35,870.72)	(35,832.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23,754.41)</b>	<b>(19,594.40)</b>	<b>(17,812.81)</b>	<b>(17,870.72)</b>	<b>(17,832.11)</b>
债权融资	35,805.09	43,716.71	37,283.54	32,283.54	32,283.54
股权融资	45,536.53	(1,440.90)	(1,340.65)	(1,149.92)	(1,068.82)
其他	(45,700.23)	(34,146.88)	(43,990.83)	(38,669.34)	(34,609.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>35,641.39</b>	<b>8,128.93</b>	<b>(8,047.94)</b>	<b>(7,535.72)</b>	<b>(3,394.29)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>19,982.81</b>	<b>(972.09)</b>	<b>(11,648.58)</b>	<b>(7,815.64)</b>	<b>3,327.95</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>36,816.32</b>	<b>48,623.73</b>	<b>66,860.43</b>	<b>92,757.72</b>	<b>121,169.4</b>
营业成本	28,504.88	38,755.09	56,939.67	73,288.64	96,545.29
营业税金及附加	118.09	275.80	254.07	352.48	460.44
营业费用	998.11	1,290.04	1,671.51	2,226.19	2,786.90
管理费用	3,876.64	4,675.78	5,683.14	7,791.65	10,057.06
财务费用	(187.35)	1,496.01	1,259.07	1,158.68	1,077.82
资产减值损失	1,211.77	1,364.50	1,000.00	600.00	600.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	13.45	187.19	187.19	129.28	167.89
其他	(26.89)	(374.38)	(374.38)	(258.56)	(335.78)
<b>营业利润</b>	<b>2,307.63</b>	<b>953.70</b>	<b>240.16</b>	<b>7,469.37</b>	<b>9,809.76</b>
营业外收入	904.24	1,082.72	2,107.48	1,500.00	1,500.00
营业外支出	35.96	23.18	60.48	39.87	41.18
<b>利润总额</b>	<b>3,175.91</b>	<b>2,013.24</b>	<b>2,287.16</b>	<b>8,929.50</b>	<b>11,268.58</b>
所得税	459.99	375.13	343.07	1,339.42	1,690.29
<b>净利润</b>	<b>2,715.91</b>	<b>1,638.11</b>	<b>1,944.09</b>	<b>7,590.07</b>	<b>9,578.29</b>
少数股东损益	153.79	1.84	97.20	379.50	478.91
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,562.13</b>	<b>1,636.27</b>	<b>1,846.88</b>	<b>7,210.57</b>	<b>9,099.38</b>
每股收益（元）	0.07	0.05	0.05	0.21	0.26

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	9.01%	32.07%	37.51%	38.73%	30.63%
营业利润	2.20%	-58.67%	-74.82%	3010.13%	31.33%
归属于母公司净利润	8.87%	-36.14%	12.87%	290.42%	26.20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	22.58%	20.30%	14.84%	20.99%	20.32%
净利率	6.96%	3.37%	2.76%	7.77%	7.51%
ROE	3.36%	2.11%	2.34%	8.50%	9.93%
ROIC	3.78%	2.88%	1.58%	8.37%	9.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	43.51%	48.65%	50.31%	49.03%	51.14%
净负债率	0.64%	-21.31%	-10.43%	19.06%	33.39%
流动比率	3.09	2.21	1.63	1.33	1.23
速动比率	2.87	1.98	1.40	1.08	0.97
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.75	6.03	5.89	5.89	5.93
存货周转率	10.25	9.03	8.86	9.55	9.32
总资产周转率	0.32	0.34	0.43	0.56	0.67
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.07	0.05	0.05	0.21	0.26
每股经营现金流	0.23	0.30	0.40	0.50	0.70
每股净资产	2.17	2.20	2.25	2.41	2.61
<b>估值比率</b>					
市盈率	43.77	68.53	60.72	15.55	12.32
市净率	1.47	1.45	1.42	1.32	1.22
EV/EBITDA	14.22	10.26	16.13	7.50	5.87
EV/EBIT	52.62	43.94	80.53	14.37	11.13



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com