

京东方 A (000725.SZ)

长周期拐点已至，盈利能力有望明显提升

核心观点:

- **LCD 行业格局大幅改善，长周期拐点已至。**短期维度看，6 月以来大尺寸 LCD 面板价格持续加速上涨，结合厂商库存水平和下游需求情况，我们判断有望持续至 10 月。中期维度看，2021 年行业需求端迎接大幅改善，但韩厂产能退出导致产能供给增幅有限，预计呈现供给紧张格局。长期维度看，在韩厂退出和可预期的产线并购推动下，行业集中度提升趋势明确，国内面板龙头盈利能力有望不断增强。
- **柔性 OLED 产业链趋于成熟，需求持续快速增长。**2017 年苹果手机的采用使得柔性 OLED 产业链开始起量，近年来行业产能快速扩张，国内厂商加快跟进，格局呈现多元化趋势，并且上游设备和材料环节逐渐成熟，推动成本下降。目前柔性 OLED 在智能手机领域渗透度较低，未来伴随高端机型的普遍采用以及折叠屏的新趋势，柔性 OLED 面板需求有望持续快速增长。
- **京东方 LCD 业务稳居龙头，OLED 业务快速成长。**LCD 方面，无论是产能面积、还是各类产品出货，京东方均稳居行业第一，伴随行业景气提升和格局改善，后续盈利能力有望明显提升。OLED 方面公司产能快速扩张，并且在客户端导入顺利，未来行业份额有望比肩三星。
- **给予“买入”评级。**预计公司 2021 年 EPS 为 0.21 元/股，参考可比公司估值，综合考虑公司行业地位、盈利提升、未来成长性等，给予公司 21 年 30 倍 PE 估值，合理价值 6.27 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**新冠疫情影响，行业景气度波动，中美贸易摩擦影响等。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	97,109	116,060	128,209	153,109	170,099
增长率 (%)	3.5	19.5	10.5	19.4	11.1
EBITDA (百万元)	20,139	21,183	30,807	37,259	42,031
归母净利润 (百万元)	3,435	1,919	3,487	7,273	10,167
增长率 (%)	-54.6	-44.1	81.7	108.6	39.8
EPS (元/股)	0.10	0.06	0.10	0.21	0.29
市盈率 (P/E)	26.64	82.34	37.62	18.04	12.90
ROE (%)	4.00	2.02	3.56	6.97	8.93
EV/EBITDA	7.75	11.06	7.26	6.18	5.46

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

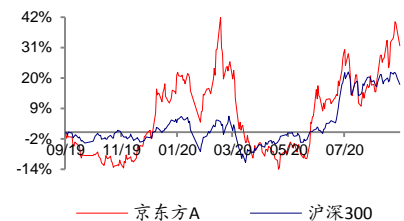
公司评级

当前价格	5.38 元
合理价值	6.27 元
报告日期	2020-09-08

基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	348/339
总市值/流通市值 (亿元)	1872/1822
一年内最高/最低 (元)	5.83/3.54
30 日均成交量/成交额 (百万)	1112/5873
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	13.98/10.26

相对市场表现



分析师:



许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-38003661

分析师:



王亮



SAC 执证号: S0260519060001



SFC CE No. BFS478



021-38003658

分析师:



王昭光



SAC 执证号: S0260520080007



021-38003657

请注意，许兴军、王昭光并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、LCD 行业格局大幅改善，长周期拐点已至	5
（一）6 月以来大尺寸 LCD 面板价格持续加速上涨，有望持续至 10 月	5
（二）韩厂产能退出带动行业中期维度供需格局改善	7
（三）行业集中度迎来明显提升，龙头议价能力和利润水平有望增强	9
二、柔性 OLED 产业链趋于成熟，需求持续快速增长	11
（一）柔性 OLED 性能优越实现差异化设计，苹果应用带动行业起量	11
（二）产业链逐渐成熟，产能快速扩张，供给格局将显著改善	12
（三）需求端持续快速增长，折叠屏进一步打开柔性 OLED 应用空间	14
三、京东方：LCD 全球龙头，OLED 业务快速成长	15
（一）LCD 业务稳居全球龙头，行业景气转暖迎来业绩收获期	15
（二）OLED 业务快速追赶，大客户突破在即高增长可期	16
（三）Q2 业绩超出同业表现，推出超大力度回购激励计划，进一步激发经营效率提升	17
四、盈利预测和投资建议	19
五、风险提示	20

图表索引

图 1: 近年来主要尺寸 LCD TV 面板价格变化 (美元)	5
图 2: 主要面板厂商近年来季度营业利润变化 (百万美元)	5
图 3: 全球前 15 大电视品牌销量变化 (百万台)	6
图 4: 全球 PC&Notebook 季度销量变化	6
图 5: 全球平板电脑季度销量变化	6
图 6: 大尺寸面板季度供需变化 (千平方米)	9
图 7: 大尺寸面板年度供需变化 (千平方米)	9
图 8: 高世代 LCD 产线 (G7 及以上) 行业供给格局变化	9
图 9: OLED 和 LCD 面板的显示效果对比	11
图 10: OLED 可以实现柔性显示功能	11
图 11: 三星 Galaxy S6 Edge 搭载双侧弯曲 OLED 屏幕	11
图 12: Apple Watch 搭载柔性 OLED 屏幕	11
图 13: 苹果 iPhone X 采用柔性 OLED 实现全面屏设计	12
图 14: 全球柔性 OLED 出货面积快速增长 (万平米)	12
图 15: 2016 年全球柔性 OLED 面板产能分布	13
图 16: 2022 年预计全球柔性 OLED 面板产能分布	13
图 17: 全球柔性 OLED 产能面积快速增长	14
图 18: 手机柔性 OLED 面板出货量预计	14
图 19: LCD TV 面板出货量份额变化情况	15
图 20: LCD 显示器面板出货量份额变化情况	15
图 21: LCD Notebook/PC 面板出货量份额变化情况	16
图 22: LCD Tablet 面板出货量份额变化情况	16
图 23: 智能手机面板出货量份额变化情况	16
LCD 产能面积份额稳居行业第一	16
图 24: 京东方 LCD 产能面积份额稳居行业第一	16
图 25: 公司年度收入及增速	17
图 26: 公司季度收入及增速	17
图 27: 公司年度营业利润变化情况	18
图 28: 公司季度营业利润变化情况	18
图 29: 公司年度扣非归母净利润变化情况	18
图 30: 公司季度扣非归母净利润变化情况	18
表 1: 2019 年 10 月 LCD TV 面板价格与现金成本对比	6
表 2: 各主要规格大尺寸 LCD 面板价格最新变化 (美元)	7
表 3: 韩厂退出产能具体情况	8
表 4: 今明年行业新增产线产能情况	8
表 5: 全球已规划的柔性 OLED 量产线 (更新)	12
表 6: 京东方 LCD 产线情况	15
表 7: 京东方 OLED 产线情况	17

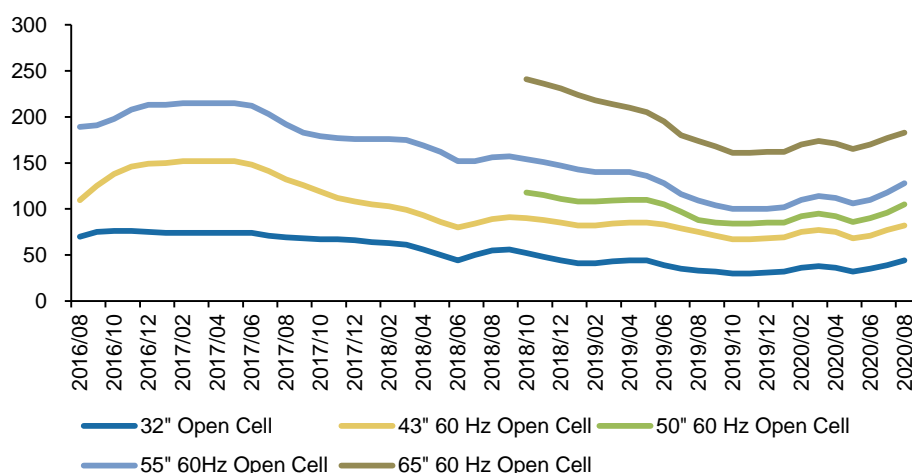
表 8: 京东方 A 收入成本拆分预测表	20
表 9: 可比公司估值表	20

一、LCD 行业格局大幅改善，长周期拐点已至

（一）6 月以来大尺寸 LCD 面板价格持续加速上涨，有望持续至 10 月

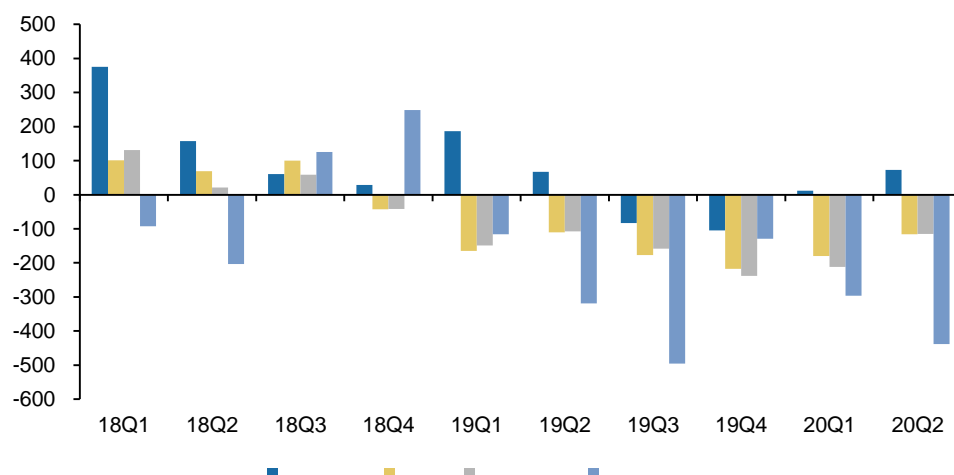
回顾2019年，伴随多条10.5代线产能陆续开出，面板行业供需格局进一步恶化，LCD TV面板价格持续探底，至2019年10/11月，代表性的32寸价格一度跌至30美金（Omdia数据，下同），导致多数业内企业出现大幅亏损，主动调低产能利用率，此后面板价格止跌企稳。

图 1：近年来主要尺寸LCD TV面板价格变化（美元）



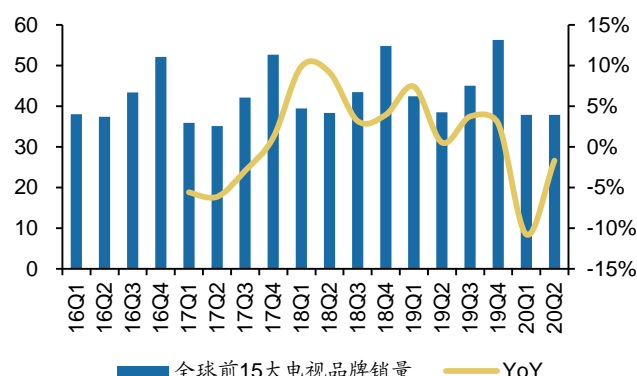
数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

图 2：主要面板厂商近年来季度营业利润变化（百万美元）



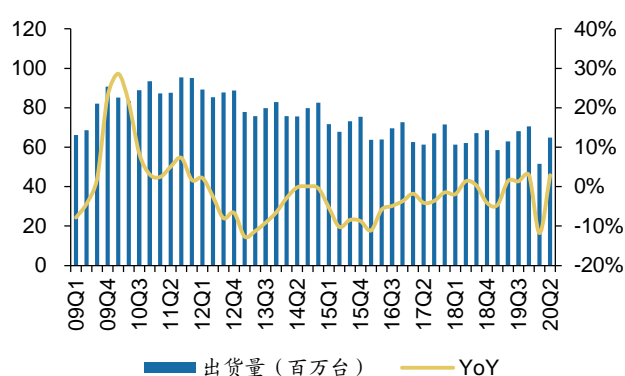
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 全球前15大电视品牌销量变化 (百万台)



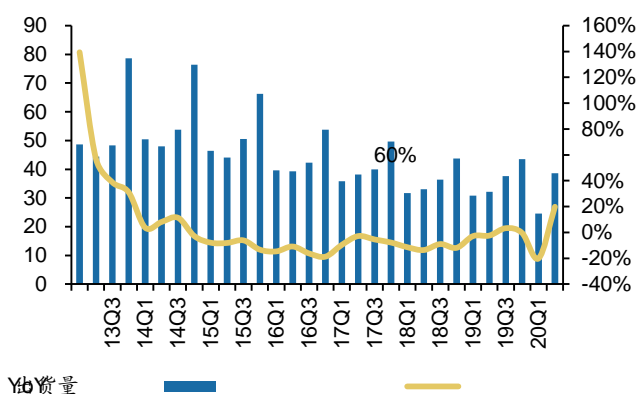
数据来源: DSCC, 广发证券发展研究中心

图 4: 全球PC&Notebook季度销量变化



数据来源: Gartner, 广发证券发展研究中心

图 5: 全球平板电脑季度销量变化



数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

表 1: 2019年10月LCD TV面板价格与现金成本对比

	价格: 2018年10月	价格: 2019年10月	YoY	面板厂商平均现金成本 (2019Q3)
32" HD 60Hz	\$56	\$30	-53%	\$35-\$37
41" FHD 60Hz	\$58	\$45	-28%	\$56-\$58
43" FHD 60Hz	\$91	\$67	-26%	\$67-\$72
50" UHD 60Hz	\$120	\$84	-30%	\$93-\$98
55" UHD 60Hz	\$157	\$100	-36%	\$110-\$117
65" UHD 120Hz	\$250	\$171	-32%	\$170-\$180
75" UHD 120Hz	\$480	\$347	-28%	\$300-\$340

数据来源: Omdia, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

今年2月新冠疫情出现后,行业供给端受到冲击(主要为中国大陆和韩国厂商受到影响,行业产能利用率被动降低),导致LCD TV面板价格出现明显反弹,3月32寸价格升至38美金。但3月下旬后伴随疫情在全球范围内扩散,行业需求端备货信心受到影响,并且行业主要供给端的中国大陆、韩国和中国台湾疫情控制得当导致供给冲击修复,因此LCD TV面板价格再次下跌,5月32寸价格跌回至32美金。

随后由于疫情下的宅经济(居家办公、远程教学、在线娱乐等)导致TV、PC、Notebook以及Pad等产品销量显著超出预期,叠加韩国厂商(三星、LG)宣布加速退出LCD行业,下游整机和零售商呈现出明显的回补库存需求,同时疫情导致面板厂商新增

),

因此6月开始面板价格再次出现反弹,并且持续加速上涨。

表 2：各主要规格大尺寸LCD面板价格最新变化（美元）

	2020/3/20	2020/4/6	2020/4/20	2020/5/5	2020/5/20	2020/6/5	2020/6/20	2020/7/6	2020/7/20	2020/8/5	2020/8/20
32" 1366*768	38	37	36	34	32	32	33	35	38	41	44
MoM	5.56%	0.00%	-5.26%	-8.11%	-11.11%	-5.88%	3.13%	9.38%	15.15%	17.14%	15.79%
43" 1920*1080	73	73	71	69	67	67	67	70	73	75	83
MoM	4.29%	2.82%	-2.74%	-5.48%	-5.63%	-2.90%	0.00%	4.48%	8.96%	7.14%	13.70%
55" 3840*2160	112	111	109	107	103	103	105	111	117	123	133
MoM	4.67%	0.91%	-2.68%	-3.60%	-5.50%	-3.74%	1.94%	7.77%	11.43%	10.81%	13.68%
65" 3840*2160	173	172	170	168	164	164	164	169	173	177	185
MoM	1.76%	0.00%	-1.73%	-2.33%	-3.53%	-2.38%	0.00%	3.05%	5.49%	4.73%	6.94%

数据来源：Witsview、广发证券发展研究中心

以最新情况来看，根据Witsview数据，8月下旬32/43/55/65寸LCD TV面板价格分别为44/83/133/185美金，单月涨幅分别达到16%/14%/14%/7%，并且桌显和笔记本LCD面板也呈现1~3%不等单月涨幅。自6月下旬价格触底以来，32寸涨幅已达38%，55寸涨幅达到29%，43/65寸涨幅也分别达到24%/13%，目前32寸价格已显著超过3月价格小高点，回升至2019年5月水平。

短期展望来看，本轮涨价主要由需求持续回暖带来的客户补库存所拉动，Omdia数据显示LCD TV面板需求Q3环比增速有望达到25~30%，综合目前面板价格所处的仍然接近行业平均现金成本的位置，面板厂商库存处在极低水平，韩厂LCD产能加速退出，以及Q3处于旺季sell through销量环比增长，我们认为涨价有望持续至10月，Q4价格走势取决于下游最终销售情况。在大幅涨价带动下，下半年面板厂商的盈利有望大幅改善。

（二）韩厂产能退出带动行业中期维度供需格局改善

在中国大陆厂商更高世代线、更低成本的竞争压力下，三星、LG两大韩国面板厂商在近年来均公开表态将有序退出LCD行业竞争，大尺寸应用上将聚焦于OLED、QD-OLED、或是MicroLED等新一代技术。在2019年面板价格持续探底以及2020年初疫情冲击下，为尽快收窄LCD业务亏损，两家韩厂的退出计划均有所加快。

三星方面，其于今年3月底公开表示将于2020年底完全停止LCD面板生产，目前其LCD产线包括韩国牙山的L7-2和L8产线，以及位于中国苏州的8.5代线。根据其计划，中国苏州8.5代线将进行出售（三星持股60%，苏州政府持股30%，TCL华星光电持披露收购公告；而其韩国牙山的L7-2和L8

产线将进行改造用于OLED（L7-1）和QD-OLED（L8），无法复用的LCD生产设备将进行出售。在全面退出LCD业务后，三星在小尺寸面板方面将继续聚焦于柔性OLED，中大尺寸应用方面则将聚焦于QD-OLED。在QD-OLED方面，三星曾于2019年10月宣布进行折合107亿美元投资，首条产线规划产能为3万片每月（8.5代线），预计在2021年Q2开始量产。

LG方面,其于今年1月初公开表示将于2020年底停止其位于韩国的TV LCD面板产线生产(包括P7、P8 LCD产线),广州8.5代线的LCD TV面板生产将继续保留。后续在TV面板方面LG将聚焦于推广其WOLED技术,而在LCD业务上将利用其位于韩国其余产线强化IT、商用、车用等高附加值领域。

韩厂具体产能退出幅度方面,根据Omdia数据,在2019年底,三星L7-2产能165K(7代线),L8产能240K(8.5代线);LG P7产能220K(7代线),P8 LCD产能170K(8.5代线),合计总产能面积3888K平米/月,占全球7代及以上高世代LCD产能(19652K平米/月)的19.8%。

表 3: 韩厂退出产能具体情况

厂商	产线	世代	19Q4 投产产能 (千片/月)	19Q4 面积产能 (千平方米/月)	占 G7 及以上 LCD 产线总产 能面积比例	退出计划
三星	L8	8.5	238	1309	6.66%	2021 年初产能将全部退出
	L7-2	7	165	679	3.45%	
LG	P7	7	220	965	4.91%	2020 年产能逐渐减少,至 2021 年初产能 将全部退出
	P8	8.5	170	935	4.76%	

数据来源: Omdia、广发证券发展研究中心

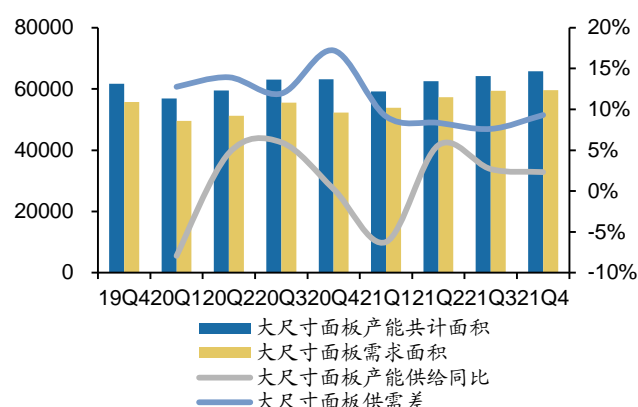
表 4: 今明年行业新增产线产能情况

厂商	产线	世代	规划总产能 (K/月)	19Q4 产能 (K/月)	预计 21Q4 产能 (K/月)	扩产计划
京东方	B17	10.5	120	4	120	产能爬坡中,受疫情影响进度有所延后
TCL 华星	T7	10.5	140	0	60	2020Q4 计划投产,预计在 2021 年逐步释放产能
惠科	H2	8.5	155	73	155	产能爬坡中,预计 2020Q3 达到满产 155K 产能
	H4	8.5	150	0	150	产能爬坡中,预计 2021Q3 达到满产 150K 产能
夏普/鸿海	广州	10.5	90	0		满产 90K 产能。

数据来源: Omdia、广发证券发展研究中心

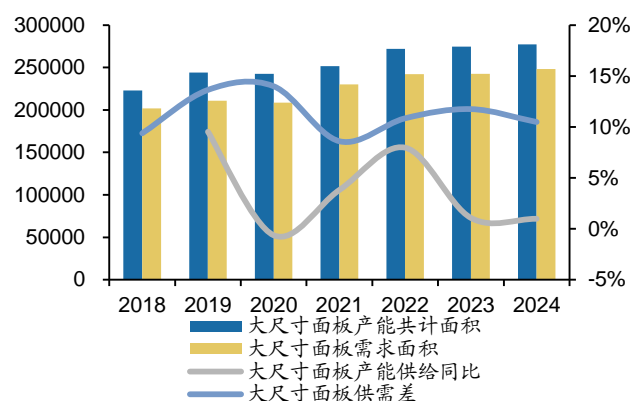
在韩厂产能大幅退出的影响下,虽然今年业内有京东方、TCL华星、夏普鸿海多条10.5代线以及惠科多条8.5代线新产能陆续释放,但行业供给增幅十分有限,供需关系将显著改善。根据Omdia数据,2020/21年预计全球大尺寸面板供给面积(考虑良率和稼动率影响)同比增速分别为-0.6%/3.8%,显著低于2019年(9.5%),需求端同期增速预计分别为-1.0%/10.3%,因此2021年行业供需差将明显收窄至8.6%,小于行业供需平衡点,有望呈现供不应求和涨价状态。

图 6：大尺寸面板季度供需变化（千平方米）



数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

图 7：大尺寸面板年度供需变化（千平方米）



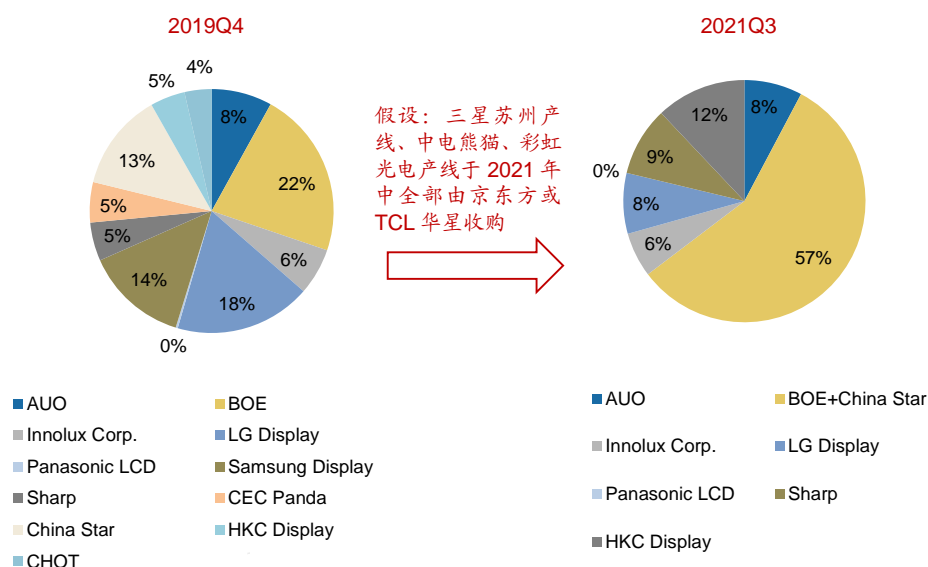
数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

展望 2022 年及以后更长时间维度，由于业内 LCD 高世代线投资已经基本结束，京东方和 TCL 华星均无更多的 LCD 产线投资规划，根据 Omdia 预测，虽然 2022 年大尺寸面板供给面积增速预计在 8.0%，但 2023/24 年增速分别仅有 1.1%/1.0%，因此在 2022 年及以后，行业供需差有望在 10% 平衡线附近小幅波动，行业景气变化幅度有望明显收窄，企业盈利情况也有望趋于稳定。

（三）行业集中度迎来明显提升，龙头议价能力和利润水平有望增强

在高世代线（G7 及以上）LCD 面板领域，从产能面积来看，根据 Omdia 数据，2019Q4 国内两大龙头产能份额分别为 22% 和 13%，合计 35%，三星、LG 份额分别为 14% 和 18%，其余二线厂商群创、友达、惠科、鸿海夏普、中电熊猫、彩虹光电等也均有 4~8% 份额占比，行业整体格局相对分散。

G7 及以上高世代业供给格局变化



数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

展望后续行业格局，一方面韩厂产能退出，另一方面三星苏州产线、中电熊猫、以及彩虹光电均有意寻求出售，潜在买家均为京东方或TCL华星，假设以上产线全部由京东方或TCL华星收购，根据Omdia数据，我们预计在2021年中京东方和TCL华星两家龙头厂商的产能面积份额将达到57%，行业集中度有望明显提升。

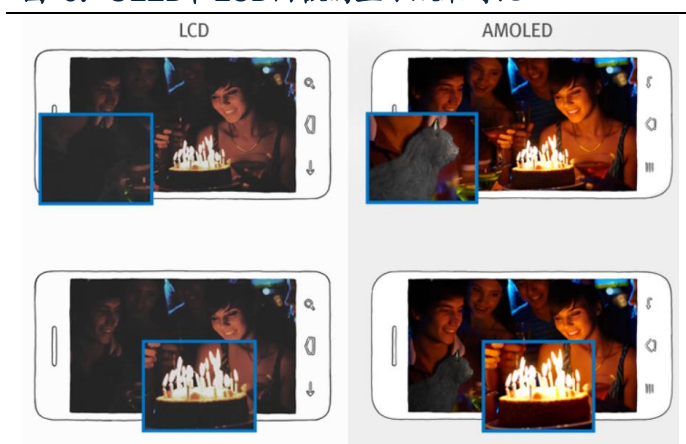
在行业集中度提升趋势下，京东方和TCL华星两家龙头厂商无论对下游客户或是上游供应商的议价能力均有望明显提升，规模效应进一步显现，同时有望通过协同策略有效平抑行业景气周期波动，整体盈利能力有望增强。

二、柔性 OLED 产业链趋于成熟，需求持续快速增长

（一）柔性 OLED 性能优越实现差异化设计，苹果应用带动行业起量

相比于LCD，OLED（Organic Light-Emitting Diode，有机发光二极管）显示基于自发光原理，在显示效果（对比度、色彩还原度）、响应速度、轻薄性、节能性等方面都具备明显的优势。重要的是，LCD面板由于液晶层和背光模组的限制只能以刚性形式存在，但是通过将基板和阻隔封装层材料由玻璃更换为PI膜，OLED面板能够具备柔性化特征（Flexible），在更加轻薄的同时能够实现可弯曲的功能，实现弯曲屏、全面屏、瀑布屏等效果，目前看是柔性显示的唯一载体。

图 9：OLED和LCD面板的显示效果对比



数据来源：Samsung Display，广发证券发展研究中心

图 10：OLED可以实现柔性显示功能



数据来源：Samsung Display，广发证券发展研究中心

回顾2016年之前，柔性OLED的供给和应用都十分有限。供给方面，根据Omdia

数据，2016年全球柔性OLED仅有Samsung Display的A3以及LG Display的E2两条量产线，理论产能面积仅有77万平米/年，其中三星的产能占比达到了80%，几乎垄断了全球柔性OLED面板供给。需求方面，2016年之前柔性OLED下游的应用主要在三星和LG的小批量高端手机机型（例如三星的Edge系列、LG的G Flex系列）以及类似Apple Watch这样的可穿戴设备，应用范围较为受限。

图 11：三星Galaxy S6 Edge搭载双侧弯曲OLED屏幕



数据来源：三星官网，广发证券发展研究中心

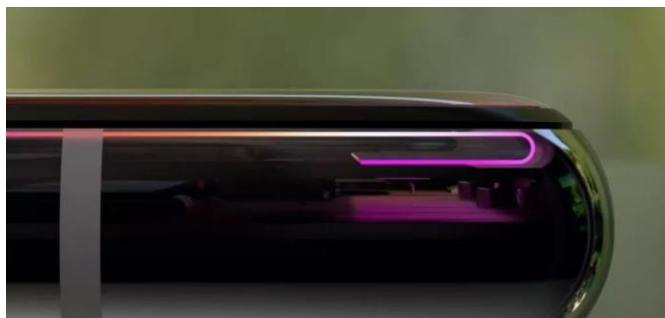
图 12：Apple Watch搭载柔性OLED屏幕



数据来源：苹果官网，广发证券发展研究中心

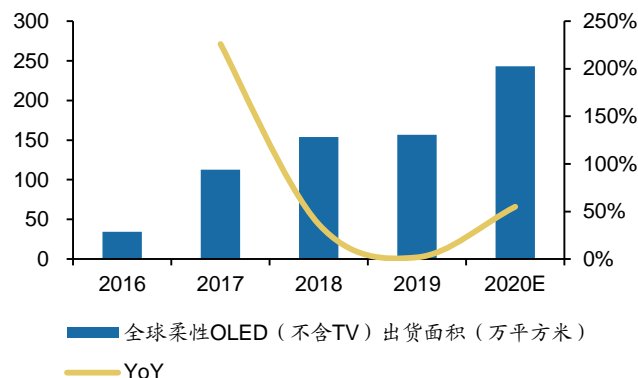
2017年iPhone X带动柔性OLED市场开始起量。2017年，苹果在其十周年纪念产品iPhone X上采用柔性OLED屏幕，实现全面屏的设计效果，同年三星也在其Galaxy S和Note双旗舰系列上全面使用，柔性OLED开始在智能手机市场规模化应用。根据Omdia数据，2017年全球柔性OLED面板出货面积达到113万平方米，相比于2016年的35万平方米提升2倍以上，柔性OLED市场自此开始起量，2019年增长至156万平方米。

图 13: 苹果iPhone X采用柔性OLED实现全面屏设计



数据来源：集微网，广发证券发展研究中心

图 14: 全球柔性OLED出货面积快速增长（万平方米）



数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

（二）产业链逐渐成熟，产能快速扩张，供给格局将显著改善

柔性OLED产能近年来快速增长。由于苹果在科技硬件领域的创新引领作用，iPhone X的采用使得业内普遍看好柔性OLED的发展前景，因此各大面板厂商纷纷加码布局柔性OLED产线，三星快速扩大其产能，韩国LG和以京东方为首的国内面板厂商也Omdia数据加2016-2019年期间，全球柔性OLED理论总产能面积（下同）以113%的复合增长率快速增长，2019年已突破2.3亿片/年，若按现有规划，至2022年将在2019年基础上扩大60%以上，达到1344万平米/年。

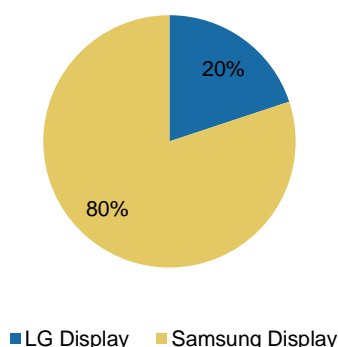
表 5: 全球已规划的柔性OLED量产线（更新）

厂商	地点	产线	基板尺寸	最新规划产能	预计或已量产时间
三星 SDC	牙山	SD A3	1500mm×1850mm	135K/月	2015Q2
	牙山	SD A4（原 L7-1）	1500mm×1850mm	30K/月	2018Q4
	牙山	SD A5	1500mm×1850mm	85K/月	2022Q4
LGD	龟尾	LGD AP2-E2	730mm×460mm	22.5K/月	2015
	龟尾	LGD AP3-E5	1500mm×925mm	15K/月	2017Q3
	坡州	LGD P9-E6	1500mm×925mm	30K/月	2019Q2
	坡州	LGD P10-E7	1500mm×925mm	59K/月	2022Q4
京东方 BOE	成都	BOE B7	1500mm×925mm	48K/月	2017Q4
	绵阳	BOE B11	1500mm×925mm	48K/月	2019Q4
	重庆	BOE B12	1500mm×925mm	48K/月	2021Q4
	福州	BOE B15	1500mm×925mm	48K/月	2023Q3
维信诺 Visionox	固安	VSX V2	1500mm×925mm	30K/月	2019Q2
	合肥	VSX V3	1500mm×925mm	30K/月	2021Q1
华星光电 China Star	武汉	T4	1500mm×925mm	45K/月	2019Q3
天马	武汉	—	1500mm×925mm	37.5K/月	2018Q2

数据来源：Omdia，各厂商官网，广发证券发展研究中心

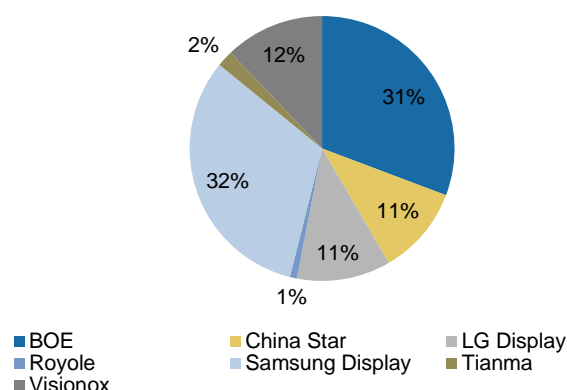
产能扩张同时，供给格局大幅优化。如上所述，根据Omdia数据，2016年三星占据了全球柔性面板产能的80%（理论产能面积，不考虑良率，下同），处于绝对垄断地位，而伴随着其他面板厂商的产能快速跟进，三星的产能份额也将被稀释。根据Omdia数据，按现有产线规划来看，到2022年三星的产能份额将会大幅下降至32%，届时京东方、LG、维信诺和TCL华星分别将占有31%、11%、12%和11%的产能份额，供给格局将告别之前的一家独大形成更加多元化良性的局面。

图 15：2016年全球柔性OLED面板产能分布



数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

图 16：2022年预计全球柔性OLED面板产能分布



数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

良率持续爬升，促进成本不断下降。根据Omdia数据，以5.8英寸的2960*1440柔性OLED手机面板为例，2016Q1该产品的综合良率仅为56.7%，而伴随技术进步，到2021Q4预计综合良率将提升至79.4%，若假设物料价格不变，直观来看良率的提升将促进综合物料成本（叠加良率影响）下降28.6%。

除了面板制造环节的产能增加、格局优化和良率提升之外，柔性环节相比于以往也更加成熟。

在设备端，Cannon Tokki的蒸镀设备产能近年来快速增长，从2016年的年产5台左右翻倍提升至目前的12台左右，因此过去此核心设备被三星包揽的情况目前已经明显改善，LGD、京东方、维信诺、TCL华星等厂商均可以采购得到，为行业产能扩张奠定了基础。另外，大族激光和精测电子等国产设备商也已经在OLED面板设备领域积极布局，未来有望持续突破。

在材料端，国内供应商正在形成供应配套能力，发光材料环节的万润股份、濮阳惠成；偏光片环节的三利谱；FPC环节的东山精密、弘信电子；驱动IC环节的中颖电的产品供应能力，未来有望持续替代海外

供应商的份额，有效带动OLED面板的成本下降。

综合以上供给端情况来看，我们认为在2017年iPhone X导入使用之后，柔性OLED产业链整体相比以往更加成熟稳定。其一，产能充沛并且具备持续扩充动能；其二，供给格局优化，可以消除下游品牌厂商在供应链安全层面的担忧；其三，良率的提

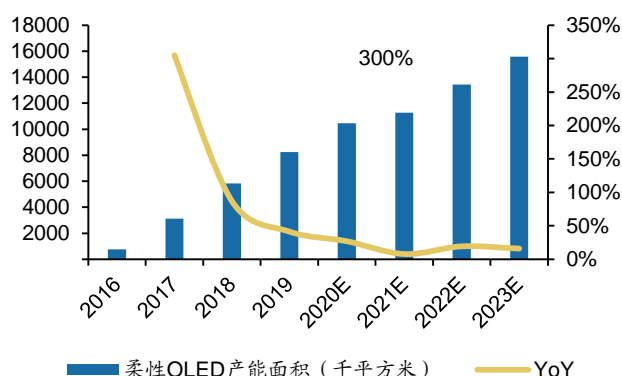
升、供给格局的优化和产业链上游的成熟将促进柔性OLED成本持续下降。在此情况下,我们认为柔性OLED产业链在供给端已经具备了良好的条件,若需求端能够放量,柔性OLED产业有望实现快速增长。

(三) 需求端持续快速增长, 折叠屏进一步打开柔性 OLED 应用空间

目前柔性OLED在智能手机应用的渗透率尚处低位。根据IHS Markit数据,2019年全球智能手机面板出货结构中,柔性OLED面板的占比仅为10%,渗透率仍处于低位。由于行业供给端趋于成熟,在高端机型全面导入以及折叠屏的带动下,我们认为未来柔性OLED面板需求持续快速增长。

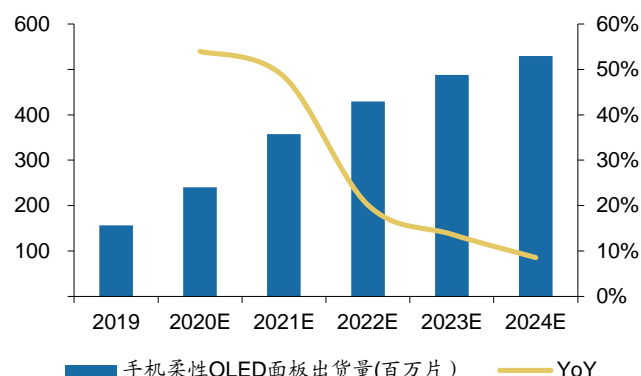
我们预计今年苹果将在其四款新机全面采用柔性OLED屏幕,在此带动下,我们预计今年柔性OLED手机面板出货量将提升至2.4亿部左右,由于苹果的示范效应,我们预计主流手机品牌的高端机型在今明两年将全面采用柔性OLED屏幕,明年出货量有望提升至3.6亿部水平。根据Omdia数据,今后五年手机柔性OLED面板出货量有望实现28%的复合增速,渗透率持续提升。

图 17: 全球柔性OLED产能面积快速增长



数据来源: Omdia, 广发证券发展研究中心

图 18: 手机柔性OLED面板出货量预计



发展研究中心

2019年三星和华为先后发布折叠屏产品（三星Galaxy Fold和华为Mate X），并在今年各自退出第二代型号（三星Galaxy Z Flip和华为Mate Xs）。在全面屏设计已经普及后，折叠屏设计成为了继续增大手机屏幕尺寸的有效方式，可以让消费者获得平板电脑和手机的双重体验，有望成为智能手机产品的未来设计方向。

展望未来,我们认为折叠屏手机的趋势能够有效刺激柔性OLED的需求。一方面,单台手机如果采用折叠屏的方案,对于柔性OLED屏幕的需求面积将是传统单块正面屏幕方案的2倍;另一方面,折叠屏设计对于智能手机的产品形态带来的变化十分明显,

此在目前的智能手机存量市场格局下,厂

商采用折叠屏的意愿将十分强烈,有望带动柔性OLED在智能手机市场加速渗透。

三、京东方：LCD 全球龙头，OLED 业务快速成长

（一）LCD 业务稳居全球龙头，行业景气转暖迎来业绩收获期

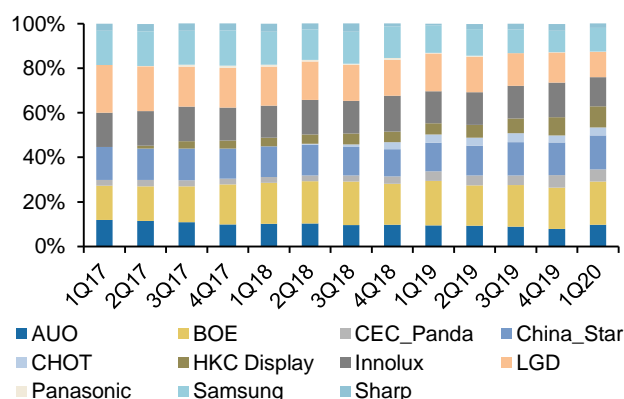
京东方目前是LCD面板行业的绝对龙头。从产能端来看，根据Omdia数据，京东方目前拥有2条10.5代线（其中武汉B17产线正在产能爬坡中）、4条8.5代线、以及6代、5.5代、5代和4.5代LCD产线各一条，2020Q2合计产能平均505万平米/月（Omdia数据），占行业总产能面积的20%，大幅领先其余同业，稳居第一名。从出货端来看，在LCD面板的五大主流领域，包括智能手机液晶屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏以及电视显示屏，2019年公司产品销量均稳居全球第一（引用自公司2019年报表述）。

表 6：京东方LCD产线情况

城市	产线	世代	投资额 (亿元)	设计产能 (K/月)	当前产能 (K/月)	量产时间	背板技术	当前情况
北京	B1	5	110	60	50	2005Q1	a-Si	满产
成都	B2	4.5	34	45	40	2009Q3	a-Si	满产
合肥	B3	6	175	90	90	2010Q4	a-Si/Oxide	满产
北京	B4	8.5		90	150	2011Q3	a-Si	满产
合肥	B5	8.5	285	120	120	2014Q2	a-Si/Oxide	满产
鄂尔多斯	B6	5.5	220	60	60	2014Q4	LTPS	满产
重庆	B8	8.5	328	90	150	2015Q2	a-Si/Oxide	满产
合肥						2018Q2	a-Si	满产
福州	B10	8.5				2017Q2	a-Si	满产
武汉	B17	10.5	460	120	45	2019Q4	a-Si/Oxide	产能爬坡中

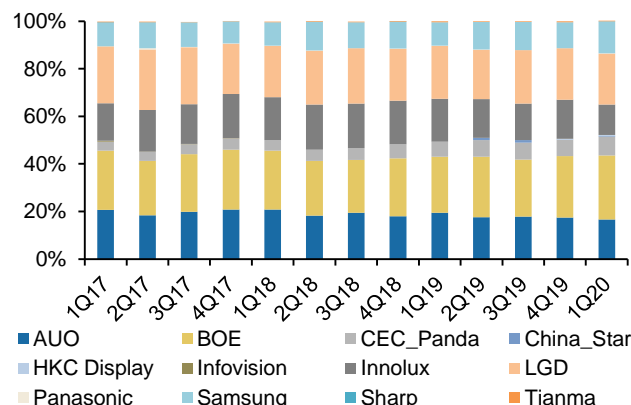
数据来源：Omdia、京东方官网、广发证券发展研究中心

图 19：LCD TV面板出货量份额变化情况



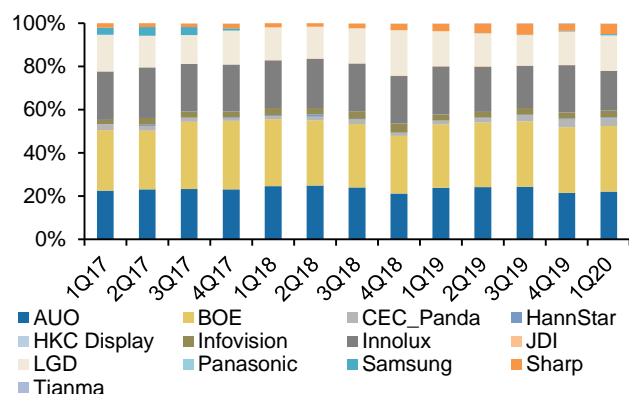
数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

图 20：LCD显示器面板出货量份额变化情况



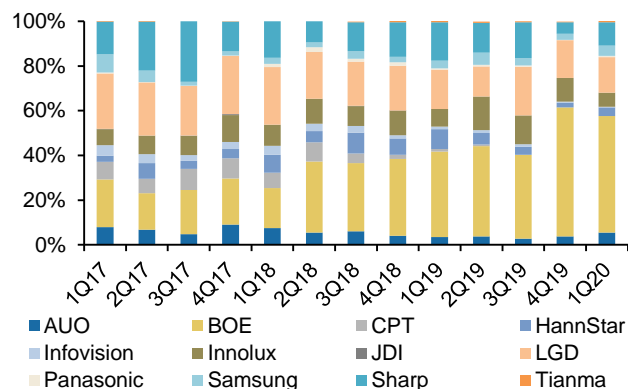
数据来源：Omdia，广发证券发展研究中心

图 21: LCD Notebook/PC面板出货量份额变化情况



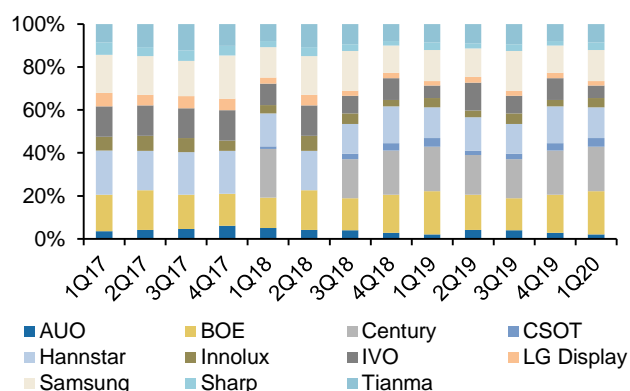
数据来源: Omdia, 广发证券发展研究中心

图 22: LCD Tablet面板出货量份额变化情况



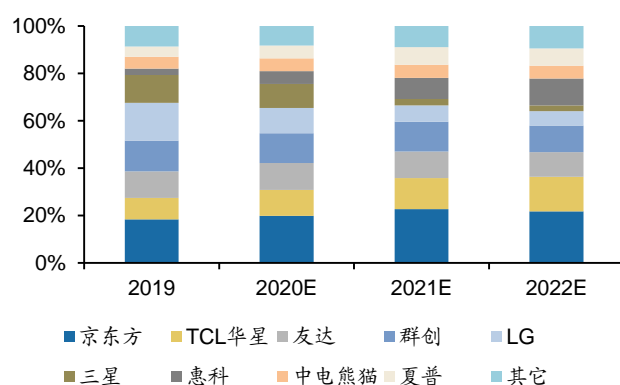
数据来源: Omdia, 广发证券发展研究中心

图 23: 智能手机面板出货量份额变化情况



数据来源: Omdia, 广发证券发展研究中心

图 24: 京东方LCD产能面积份额稳居行业第一



发展研究中心

展望未来, 伴随公司B17武汉10.5代线产能继续爬坡, 韩厂LCD产能退出以及可预见的产线并购整合, 公司LCD领域的行业份额将进一步提升。结合本报告第一章的分析, 在当前大尺寸LCD面板价格加速上涨趋势下, 我们预计下半年公司LCD业务利润水平有望呈现大幅改善。展望明年, 行业需求预计明显增长但产能供给增幅有限, 供需紧张情况和价格水平预计将维持向好。更长远来看, 伴随行业集中度明显提升, 公司的上下游议价能力以及对行业周期波动的平抑能力将显著增强, LCD业务长期利润率中枢将呈现趋势性向上。

(二) OLED 业务快速追赶, 大客户突破在即高增长可期

在OLED领域, 虽然目前三星和LG依靠先发优势分别在小尺寸和大尺寸应用上形成一家独大局面, 但京东方在产能和客户应用层面快速追赶, 未来有望在OLED领域也形成较强竞争力。

产能方面，京东方已规划4条6代柔性OLED产线，其中成都B7产线已达到规划的48K月产能；绵阳B11产线正在产能爬坡，预计在今年底达到规划产能（48K/月）；重庆B12产线正在建设中，另外还有在福州规划B15产线，设计产能均为48K/月。

表 7：京东方OLED产线情况

城市	产线	世代	投资额（亿元）	规划产能(K/月)	当前产能（K/月）	量产时间	当前情况
成都	B7	6	465	48	48	2017Q4	满产
绵阳	B11	6	465	48	16	2019Q2	产能爬坡中
重庆	B12	6	465	48	—	2021Q4	尚未投产
福州	B15	6	465	48	—	—	尚未投产

数据来源：Omdia、京东方官网、广发证券发展研究中心

根据Omdia数据，伴随京东方多条产线产能陆续开出，其在柔性OLED行业产能供给份额将由2018年的9%快速提升至2022年的31%，与三星产能比肩，成为OLED行业的一线玩家。

在产能快速扩张同时，公司柔性OLED产品持续突破主流智能手机品牌旗舰机型，截止目前已在华为、OPPO、摩托罗拉、LG、努比亚等品牌旗舰机型实现量产应用，2020年上半年京东方柔性AMOLED显示屏出货量占全球总出货量的20.3%（引用自公司官网表述），未来在其它主流手机品牌如苹果方面也具备突破潜力。

展望后续，我们认为伴随公司柔性OLED产能快速扩张，以及下游手机品牌客户对柔性OLED供应商多元化的迫切需求，公司柔性OLED业务有望持续提升市场份额，实现超越行业增速的快速发展，在LCD业务向上的基础上进一步贡献业绩弹性。

（三）Q2 业绩超出同业表现，推出超大力度回购激励计划，进一步激发经营效率提升

公司披露半年度业绩，实现营业收入12.3亿元，在二季度实现归母净利润3.3亿元，在大尺寸面板价格下跌的情况下，通过精细运营管理，灵活的全尺寸布局，业绩环比一季度大幅增加，明显超越其它同业表现，龙头实力彰显。

图 25：公司年度收入及增速

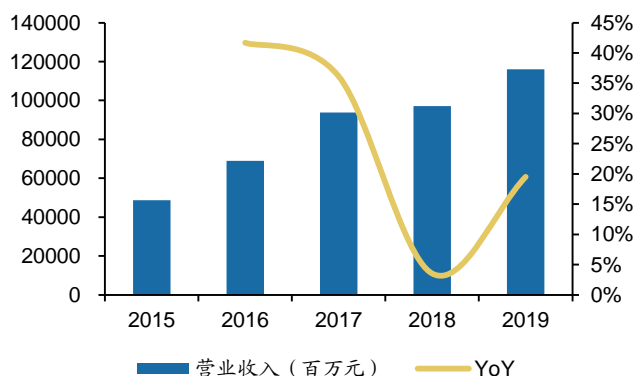
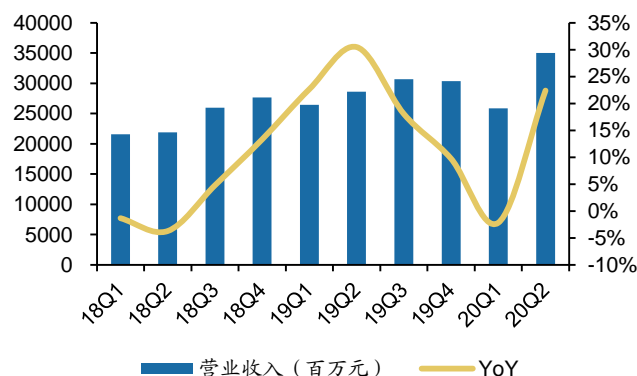


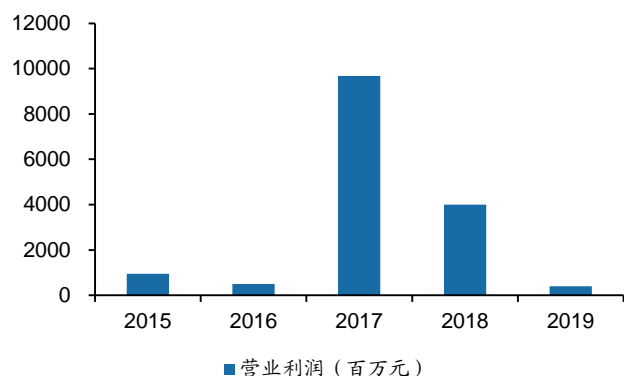
图 26：公司季度收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

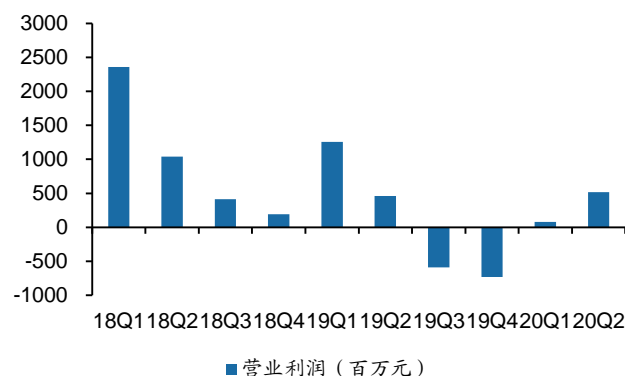
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27: 公司年度营业利润变化情况



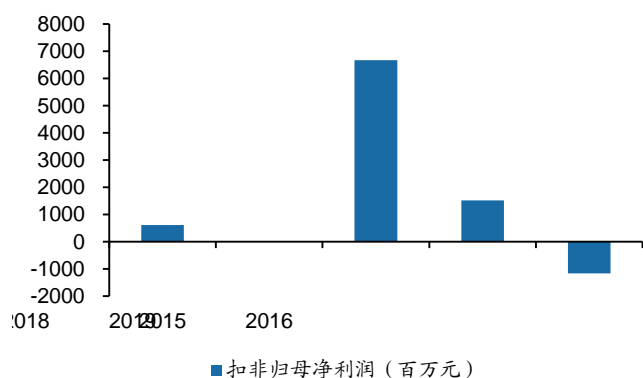
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 公司季度营业利润变化情况



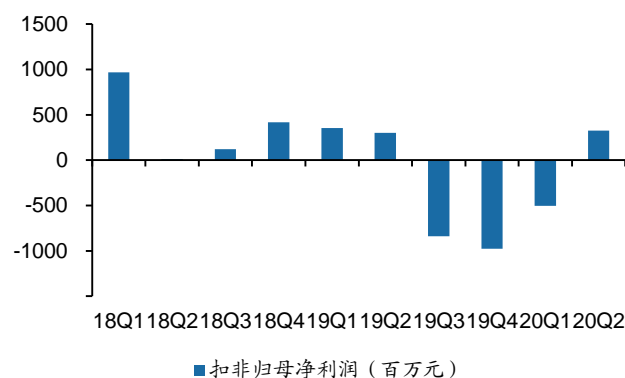
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 公司年度扣非归母净利润变化情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司季度扣非归母净利润变化情况



展研究中心

公司发布公告推出超大力度股权激励计划, 限制性股票+期权合计达总股本2.82%, 覆盖近3000名核心管理和技术骨干, 全部通过二级市场回购方式进行, 首批推出不超过20亿元大额回购(已完成), 绑定管理层与股东利益, 在去年职业经理人的制度上进一步激发经营效率提升, 在激励员工同时避免股本摊薄, 解锁条件包括ROE、毛利率、市占率、AM-OLED收入、智慧系统创新事业收入、创新业务专利保有量等多个维度, 彰显公司未来发展信心。

四、盈利预测和投资建议

基于以下基本假设：

（1）公司武汉10.5代线产能按计划增加，其它产线正常运行；柔性OLED产能按计划增加，产线良率正常提升，同时对下游手机客户顺利出货；

（2）尽管面板价格在今年上半年有所波动，但随着6月份大尺寸LCD面板价格持续加速上涨，预计今年下半年公司利润率水平将显著提升。对于明后年，由于韩厂产能退出，行业预计将呈现供给紧张局面，价格水平有望在当前基础上继续向上，同时行业集中度提升利好龙头议价能力，公司盈利能力将继续提升；

（3）随着公司10.5代线以及OLED产线的顺利投建和投产，相关政府补贴将对公司业绩形成正面的带动作用；

（4）随着公司产能的扩张，公司的规模效应持续显现，相关原材料成本占比控制在合理范围。

（5）对于除了面板（端口器件）以外的智慧物联、智慧医工和其他业务，伴随公司持续投入稳健增长，毛利率相对稳定。

我们预计公司20~22年EPS分别为0.10/0.21/0.29元/股。选取A股同属面板行业的TCL科技和深天马A作为可比公司，两家公司对应2021年业绩的PE估值分别为19x和24x，平均22x。公司行业龙头地位稳固，LCD业务有望显著受益于价格上涨和长周期格局改善，OLED业务快速追赶后续有望比肩三星，参考可比公司估值水平，给予公司2021年30xPE估值，合理价值6.27元/股，给予“买入”评级。

表 8: 京东方 A 收入成本拆分预测表

单位: 百万元		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
合计	营业收入	93,800.5	97,108.9	116,059.6	128,209.3	153,108.9	170,099.0
	YoY	36.1%	3.5%	19.5%	10.5%	19.4%	11.1%
	营业成本	70,282.5	77,306.2	98,446.3	106,240.6	123,483.4	135,537.3
	GPM	25.1%	20.4%	15.2%	17.1%	19.3%	20.3%
1. 端口器件	营业收入	82,636.1	86,688.4	106,482.4	117,917.5	140,943.7	155,736.2
	YoY	35.0%	4.9%	22.8%	10.7%	19.5%	10.5%
	营业成本	61,973.9	70,337.0	92,524.1	100,229.8	116,278.6	126,925.0
	GPM	25.0%	18.9%	13.1%	15.0%	17.5%	18.5%
2. 智慧物联	营业收入	18,134.7	17,499.5	16,731.0	18,093.2	20,668.6	23,626.7
	YoY	45.0%	-3.5%	-4.4%	8.1%	14.2%	14.3%
	营业成本	16,598.3	15,568.8	14,553.9	15,560.1	17,671.6	20,082.7
	GPM	8.5%	11.0%	13.0%	14.0%	14.5%	15.0%
3. 智慧医工	营业收入	1,023.9	1,151.8	1,357.5	1,561.1	1,795.3	2,064.6
	YoY	12.9%	12.5%	17.9%	15.0%	15.0%	15.0%
	营业成本	416.0	470.6	651.6	749.3	861.7	991.0
	GPM	59.4%	59.1%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
4. 其他	营业收入	2,225.6	3,569.0	5,263.0	6,315.6	6,947.1	7,641.8
	YoY	21.3%	60.4%	47.5%	20.0%	10.0%	10.0%
	33.6 营业成本		31.9	52.6	63.2	69.5	76.4
	GPM	98.5%	99.1%	99.0%	99.0%	99.0%	99.0%
5. 抵销	营业收入	-10,219.8	-11,799.9	-13,774.3	-15,678.0	-17,245.8	-18,970.3
	YoY	35.2%	15.5%	16.7%	13.8%	10.0%	10.0%
	营业成本	-8,739.3	-9,102.2	-9,415.0	-10,361.8	-11,398.0	-12,537.8
	GPM	14.5%	22.9%	31.6%	33.9%	33.9%	33.9%

广发证券发展研究中心

表 9: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	市盈率(X)							
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
TCL 科技	000100.SZ	7.02	0.19	0.24	0.36	0.47	36	29	19	15
深天马 A	000050.SZ	15.48	0.34	0.52	0.64	0.86	46	30	24	18
平均值							41	29	22	17

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心。可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期。股价采用 2020/9/7 收盘价。

五、风险提示

2020年上半年, 新冠疫情的蔓延, 对全球经济发展带来了巨大冲击, 疫情使世界经济整体进入下行趋势。此外, 中美贸易摩擦给全球产业链带来的冲击, 导致目前市场不确定性增加, 疫情叠加贸易摩擦的影响, 致使全球经济、政治面临百年未有的大变局。公司经营层面也面临新冠疫情影响风险、行业景气度波动, 中美贸易摩擦影响等。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	99,692	104,449	102,991	113,978	129,927	
货币资金	51,482	56,973	52,477	57,070	68,617	
应收及预付	21,308	19,094	21,077	25,148	27,929	
存货	11,985	12,396	13,378	15,549	17,067	
其他流动资产	14,917	15,986	16,060	16,211	16,315	
非流动资产	204,336	235,964	255,639	271,441	282,396	
长期股权投资	2,389	2,718	2,718	2,718	2,718	
固定资产	128,158	125,786	135,074	140,696	141,770	
在建工程	56,423	87,377	95,377	103,377	111,377	
无形资产	5,938	7,416	9,804	11,984	13,865	
其他长期资产	11,428	12,666	12,666	12,666	12,666	
资产总计	304,028	340,412	358,630	385,420	412,324	
流动负债	62,228	78,378	84,191	94,403	101,836	
短期借款	5,450	6,367	8,000	9,000	10,000	
应付及预收	24,024	24,473	26,443	30,779	33,806	
其他流动负债	32,754	47,538	49,748	54,624	58,030	
非流动负债	121,443	120,976	130,976	140,976	150,976	
长期借款	94,780	107,731	117,731	127,731	137,731	
应付债券	10,289	388	388	388	388	
其他非流动负债	16,374	12,858	12,858	12,858	12,858	
负债合计	183,671	199,355	215,167	235,380	252,812	
股本	34,798	34,798	34,798	34,798	34,798	
资本公积	38,213	38,353	38,353	38,353	38,353	
留存收益	12,971	13,898	16,689	23,266	32,737	
归属母公司股东权益	85,857	95,058	97,849	104,426	113,898	
少数股东权益	34,501	46,000	45,614	45,614	45,614	
负债和股东权益						

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	97,109	116,060	128,209	153,109	
营业成本	77,306	98,446	106,241	123,483	135,537
营业税金及附加	779	861	1,026	1,225	1,361
销售费用	2,891	2,918	3,205	3,675	3,572
管理费用	4,959	5,215	5,385	6,354	6,804
研发费用	5,040	6,700	6,667	7,809	8,505
财务费用	3,197	1,994	3,593	4,023	4,314
资产减值损失	-1,240	-2,584	-1,000	-1,000	-1,000
公允价值变动收益	2	137	0	0	0
投资净收益	307	343	96	95	93
营业利润	4,008	399	3,588	8,497	11,901
营业外收支	114	105	60	60	60
利润总额	4,122				
所得税	1,242	980	547	1,284	1,794
净利润	2,880	-476	3,101	7,273	10,167
少数股东损益	-555	-2,395	-386	0	0
归属母公司净利润	3,435	1,919	3,487	7,273	10,167
EBITDA	20,139	21,183	30,807	37,259	42,031
EPS（元）	0.10	0.06	0.10	0.21	0.29

现金流量表			单位：百万元		
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	25,684	26,083	33,661	41,508	45,038
净利润	2,880	-476	3,101	7,273	10,167
折旧摊销	14,005	19,264	25,121	26,696	27,711
营运资金变动	4,535	2,262	241	1,918	1,132
其它	4,264	5,034	5,198	5,621	6,028
投资活动现金流	-47,064	-47,416	-44,741	-42,443	-38,612
资本支出	-54,422	-49,396	-44,807	-42,508	-38,676
投资变动	5,193	-401	-30	-30	-30
其他	2,165	2,381	96	95	93
筹资活动现金流	15,567	27,779	6,583	5,527	5,122
银行借款	38,368	53,576	11,633	11,000	11,000
股权融资	4,294	14,066	0	0	0
其他	-27,096	-39,864	-5,050	-5,473	-5,878
现金净增加额	-4,563	6,920	-4,496	4,593	11,548
期初现金余额	47,913	43,351	56,973	52,477	57,070
期末现金余额	43,351	50,270	52,477	57,070	68,617

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	3.5%	19.5%	10.5%	19.4%	11.1%
营业利润增长	-58.6%	-90.1%	800.0%	136.8%	40.1%
归母净利润增长	-54.6%	-44.1%	81.7%	108.6%	39.8%
获利能力					
毛利率	20.4%	15.2%	17.1%	19.3%	20.3%
净利率	3.0%	-0.4%	2.4%	4.8%	6.0%
					8.9%
ROIC	1.8%	-0.7%	1.7%	2.9%	3.7%
偿债能力					
资产负债率	60.4%	58.6%	60.0%	61.1%	61.3%
净负债比率	152.6%	141.3%	150.0%	156.9%	158.5%
流动比率	1.60	1.33	1.22	1.21	1.28
速动比率	1.40	1.16	1.05	1.03	1.10
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.34	0.36	0.40	0.41
应收账款周转率	4.88	6.40	6.40	6.40	6.40
存货周转率	8.10	9.36	9.58	9.85	9.97
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	0.06	0.10	0.21	0.29
每股经营现金流	0.74	0.75	0.97	1.19	1.29
每股净资产	2.47	2.73	2.81	3.00	3.27
估值比率					
P/E	26.64	82.34	37.62	18.04	12.90
P/B	1.07	1.66	1.34	1.26	1.15
EV/EBITDA	7.75	11.06	7.26	6.18	5.46

广发电子元件和半导体研究小组

许 兴 军：首席分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012 年加入广发证券发展研究中心。

王 亮：资深分析师，复旦大学经济学硕士，2014 年加入广发证券发展研究中心。

彭 雾：资深分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016 年加入广发证券发展研究中心。

王 昭 光：高级研究员，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

蔡 锐 帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。