

京东方 A

逆风而上，多点开花

首次覆盖

投资亮点

面板终端需求低迷，大尺寸化和技术升级的差异化产品为面板厂获利引擎。2016 年全球平板显示将进入量增价跌的阶段，面板厂产能消耗和获利引擎将主要来自于：1) 大尺寸化趋势；2) 曲面、OLED、LTPS 等技术升级的差异化产品出货量的提升。

京东方高低世代面板产线全布局，手机、电脑、电视全尺寸出货，同时在新显示技术 AMOLED 和 LTPS-TFT LCD 上已有布局，力争全球市场前 4 份额。此外，京东方联手国家大基金，从 DSH 出发寻找转型和创新契机。

- **京东方面板显示：大份额，大话语权；**2016 年京东方的整体 TFT LCD 面板产能年增率将达 24.6%，其中大尺寸面板产能年增率为 28%，中小尺寸 TFT LCD 面板产能年增率则将为 19%；我们预估 2018~2019 年京东方面板相关营收将与友达相当，有机会在面板营收方面跃居全球前四大面板厂商之列。
- **差异化布局 OLED，柔性显示成为 1~3 年内成长催化剂；**AMOLED 凭借优异的色彩饱和度、对比度与反应速度，被视为新一代的显示技术及智能移动设备面板的首选。京东方布局 AMOLED 柔性技术两步走：1) 2015 年 5 月份达到满产的鄂尔多斯 5.5 代线；2) 追加投资成都建设 6 代 LTPS/AMOLED 生产线，我们预计量产最快在 2017 年末。
- **创新与转型，联手国家“大基金”从 DSH 出发寻找转型契机；**“D”代表显示器件，“S”代表智慧系统，“H”代表智慧健康服务。联手国家半导体基金，京东方的跨界转型布局以显示技术的优势为核心，纵向打造垂直显示行业供应链，横向延伸智慧系统和智慧健康服务寻求转型。

财务预测

我们预计显示器件业务在 2017 年将实现 18% 的复合增长，主要受益于 8.5 代线量产。

估值与建议

京东方成都 AMOLED 产线月产能第一期计划每个月 1.5 万片产能，量产后 AMOLED 对收入和利润贡献有限不及 10%，首次覆盖给予中性评级，目标价 2.52 元，基于 23 倍 NTM 市盈率。

风险

大尺寸面板单价下滑；OLED 产线建设进度低于预期。

肖夏

联系人

xia.xiao@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080115050040

林荣彦

分析员

andrew.lin@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080515060001

SFC CE Ref: AJE674

王兴林

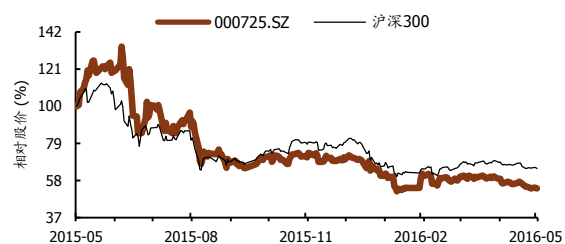
联系人

xinglin.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116020014

首次覆盖中性

股票代码	000725.SZ	200725.SZ
评级	* 中性	
最新收盘价	人民币 2.29	港币 1.77
目标价	人民币 2.52	未覆盖
52 周最高价/最低价	人民币 5.80~2.20	港币 4.22~1.75
总市值(亿)	人民币 805	港币 622
30 日日均成交额(百万)	人民币 483.83	港币 4.20
发行股数(百万)	35,153	35,153
其中：自由流通股(%)	68	3
30 日日均成交量(百万股)	201.99	2.17
主营行业		电子元器件



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	36,816	48,624	53,801	58,346
增速	9.0%	32.1%	10.6%	8.4%
归属母公司净利润	2,562	1,636	2,650	3,319
增速	8.9%	-36.1%	62.0%	25.2%
每股净利润	0.07	0.05	0.08	0.09
每股净资产	2.18	2.23	2.28	2.34
每股股利	0.00	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流	0.23	0.30	0.32	0.31
市盈率	31.5	49.2	30.5	24.3
市净率	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.1	7.6	8.7	7.1
股息收益率	0.0%	0.9%	1.3%	1.2%
平均总资产收益率	2.2%	1.1%	1.7%	2.1%
平均净资产收益率	4.5%	2.1%	3.3%	4.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表				
营业收入	36,816	48,624	53,801	58,346
营业成本	28,505	38,755	43,646	46,781
营业税金及附加	118	276	319	346
营业费用	998	1,290	1,431	1,552
管理费用	3,877	4,676	5,175	5,613
财务费用	-187	1,496	1,761	1,650
其他	0	0	0	0
营业利润	2,308	954	227	1,059
营业外收支	882	1,247	3,252	3,057
利润总额	3,176	2,013	3,277	3,897
所得税	460	375	527	563
少数股东损益	154	2	100	15
归属母公司净利润	2,562	1,636	2,650	3,319
EBITDA	9,583	11,402	11,782	13,684
资产负债表				
货币资金	40,172	38,867	23,443	29,617
应收账款及票据	7,838	9,148	10,122	10,060
预付款项	151	226	255	273
存货	4,163	6,609	5,523	7,481
其他流动资产	6,362	8,907	9,855	10,687
流动资产合计	58,686	63,757	49,198	58,119
固定资产及在建工程	71,267	82,211	100,812	95,686
无形资产及其他长期资产	5,597	5,167	5,736	6,445
非流动资产合计	77,555	88,836	108,140	103,841
资产合计	136,240	152,593	157,338	161,960
短期借款	2,174	7,376	7,918	8,394
应付账款及票据	15,871	20,498	22,733	24,341
其他流动负债	947	3,281	3,200	3,463
流动负债合计	18,977	28,871	31,568	33,914
长期借款和应付债券	33,631	36,341	36,341	36,341
非流动负债合计	40,304	45,371	45,372	45,374
负债合计	59,281	74,242	76,940	79,288
股东权益合计	76,959	78,351	80,398	82,672
少数股东权益	804	866	966	981
负债及股东权益合计	136,240	152,593	157,338	161,960
现金流量表				
净利润	2,562	1,636	2,650	3,319
折旧和摊销	5,726	8,039	7,236	8,417
营运资本变动	-4,195	-1,813	1,290	-877
其他	3,849	2,629	0	0
经营活动现金流	8,096	10,493	11,276	10,875
投资活动现金流入	0	0	0	0
投资活动现金流出	0	0	0	0
投资活动现金流	-23,754	-19,594	-26,540	-4,118
股权融资	0	0	0	0
银行借款	7,350	6,876	542	476
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	35,641	8,129	-159	-582
汇率变动对现金的影响	47	650	650	650
现金净增加额	20,030	-322	-15,424	6,175

资料来源：公司数据，中金公司研究部

主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	9.0%	32.1%	10.6%	8.4%
营业利润	2.2%	-58.7%	-76.1%	365.7%
EBITDA	36.9%	19.0%	3.3%	16.1%
净利润	8.9%	-36.1%	62.0%	25.2%
盈利能力				
毛利率	22.6%	20.3%	18.9%	19.8%
营业利润率	6.3%	2.0%	0.4%	1.8%
EBITDA 利润率	26.0%	23.4%	21.9%	23.5%
净利润率	7.0%	3.4%	4.9%	5.7%
偿债能力				
流动比率	3.09	2.21	1.56	1.71
速动比率	2.87	1.98	1.38	1.49
现金比率	2.12	1.35	0.74	0.87
资产负债率	43.5%	48.7%	48.9%	49.0%
净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率分析				
总资产收益率	2.2%	1.1%	1.7%	2.1%
净资产收益率	4.5%	2.1%	3.3%	4.1%
每股指标				
每股净利润 (元)	0.07	0.05	0.08	0.09
每股净资产 (元)	2.18	2.23	2.28	2.34
每股股利 (元)	0.00	0.02	0.03	0.03
每股经营现金流 (元)	0.23	0.30	0.32	0.31
估值分析				
市盈率	31.5	49.2	30.5	24.3
市净率	1.1	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.1	7.6	8.7	7.1
股息收益率	0.0%	0.9%	1.3%	1.2%

公司简介

京东方是一家半导体显示技术、产品与服务的提供商。目前，面板出货量及市占率均位列全球业内前五。公司拥有北京第 5 代和第 8.5 代 TFT-LCD 生产线、成都第 4.5 代 TFT-LCD 生产线、合肥第 6 代 TFT-LCD 生产线和第 8.5 代氧化物 TFT-LCD 生产线以及鄂尔多斯第 5.5 代 AMOLED 生产线等六条半导体显示生产线。大小尺寸面板全覆盖，下游客户有三星、华为、联想等。



目录

投资亮点: 逆风而上, 面板业务产能继续释放; 多点开花, 终端布局寻找转型契机	4
逆风而上, 面板业务产能继续释放	4
差异化布局 OLED, 柔性屏成为长期成长催化剂	8
创新与转型, 从 DSH 出发寻找转型契机	10
公司介绍	11
公司概况	11
业务拆分	11
估值及投资建议	14
盈利预测	14
估值及投资建议	14

图表

图表 1: 全球 LCD 电视需求	4
图表 2: 全球大尺寸显示面板需求与供应	5
图表 3: 全球中小尺寸 (9 寸及 9 寸以下) 显示面板需求与供应	5
图表 4: 京东方中小尺寸显示出货 (按终端应用划分)	6
图表 5: 2015 上半年手机面板下游客户较 2014 年, 第二大客户华为从 7% 上升至 16%	7
图表 6: 京东方现有产能和计划产能	7
图表 7: 全球 AMOLED 面板需求从 2015 年下半年开始起飞	8
图表 8: 京东方柔性显示 AMOLED 结构路线图	9
图表 9: 京东方 AMOLED 技术发展蓝图	9
图表 10: 京东方 AMOLED 柔性显示样品	9
图表 11: 京东方业务主要分为显示器件、智慧系统、健康服务三大事业单元	11
图表 12: 营业收入 vs 净利润	12
图表 13: 股权结构	12
图表 14: 收入拆分及预测	13
图表 15: 历史 P/E 与 P/B 区间	14
图表 16: 可比公司估值	14



投资亮点: 逆风而上, 面板业务产能继续释放; 多点开花, 终端布局寻找转型契机

逆风而上, 面板业务产能继续释放

LCD: 面板行业加速洗牌

终端需求低迷, 面板产业链面临严峻盈利考验。受全球经济低迷影响, 2015 年全球整机出货同比下降 2.54%。高供给和低需求的市场环境下, 面板价格一路狂跌, 其中大尺寸显示面板普遍跌幅高达 30%。

2016 年全球平板显示将进入量增价跌的阶段, 同时销售量增速明显放缓, 面板厂产能消耗和获利引擎将主要来自于: 1) 大尺寸化趋势; 2) 曲面、OLED、LTPS 等技术升级的差异化产品出货量的提升。

图表 1: 全球 LCD 电视需求

	2013	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E	2017E
LCD电视出货明细 (百万单位)													
北美	38.6	42.5	7	9.1	12.2	15.2	43.4	7.3	8.6	12.2	16.3	44.4	45.5
西欧	27.2	31.8	7	6.3	6.3	10.5	30.1	6.7	6.6	6.3	10.5	30.1	30.1
东欧	20.1	20.3	3.4	2.5	3.2	5.1	14.2	2.9	2.4	3.1	5	13.4	13.6
中国	54.8	53.2	13.7	12	15.2	14.5	55.5	13.5	12.2	15.7	15.2	56.6	57.9
日本	5.5	5.7	1.5	1.2	1.1	1.6	5.4	1.5	1.2	1.1	1.6	5.4	5.4
亚洲 (除中国日本)	25.6	29.8	6.9	6.9	7.6	8.1	29.4	7	7.1	7.9	8.5	30.4	31.5
拉丁美洲	22.1	26.9	6.3	6.2	7.7	7.9	28.1	5.7	6.6	7.9	8.2	28.4	28.7
中东与非洲	13.9	14.8	3.4	3.4	3.8	3.2	13.8	3.3	3.3	3.8	3.2	13.5	13.7
总计	207.8	224.9	49.3	47.6	57.1	66.1	220	47.8	48	58	68.5	222.2	226.4
同比增长 (%)													
北美	-2.20%	10.00%	-12.60%	6.10%	5.00%	6.00%	2.20%	5.00%	-5.00%	0.00%	7.00%	2.20%	2.40%
西欧	-8.90%	16.70%	2.70%	-9.00%	-6.20%	-7.00%	-5.20%	-5.00%	5.00%	0.00%	0.00%	-0.10%	0.00%
东欧	-1.50%	0.80%	-21.70%	-31.40%	-31.80%	-33.00%	-30.00%	-15.00%	-5.00%	-3.00%	-2.00%	-5.90%	2.20%
中国	11.70%	-3.00%	21.20%	5.70%	0.30%	-5.00%	4.40%	-2.00%	2.00%	3.00%	5.00%	2.10%	2.10%
日本	-13.30%	3.60%	0.70%	-2.90%	-12.50%	-3.00%	-4.10%	-2.00%	-1.00%	0.00%	1.00%	-0.50%	0.30%
亚洲 (除中国日本)	8.10%	16.40%	7.30%	-4.40%	-9.00%	2.00%	-1.50%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%	3.60%	3.60%
拉丁美洲	1.50%	21.80%	9.20%	-6.70%	36.30%	-10.00%	4.70%	-9.00%	5.00%	3.00%	3.00%	0.80%	1.10%
中东与非洲	8.80%	6.70%	-9.10%	-9.10%	2.10%	-10.00%	-6.50%	-5.00%	-3.00%	0.00%	0.00%	-2.00%	1.30%
总计	2.20%	8.20%	2.70%	-3.50%	-0.10%	-6.10%	-2.10%	-2.90%	0.80%	1.60%	3.60%	1.00%	1.90%
环比增长 (%)													
LCD电视区域出货综合													
北美	18.60%	18.90%	14.20%	19.00%	21.30%	23.10%	19.70%	15.30%	17.90%	21.00%	23.80%	20.00%	20.10%
西欧	13.10%	14.10%	14.20%	13.20%	11.10%	15.90%	13.70%	13.90%	13.80%	10.90%	15.40%	13.50%	13.30%
东欧	9.70%	9.00%	7.00%	5.30%	5.60%	7.60%	6.50%	6.10%	5.00%	5.30%	7.20%	6.00%	6.00%
中国	26.40%	23.60%	27.90%	25.20%	26.70%	22.00%	25.20%	28.10%	25.50%	27.10%	22.30%	25.50%	25.60%
日本	2.60%	2.50%	3.10%	2.50%	1.90%	2.40%	2.50%	3.20%	2.50%	1.90%	2.30%	2.40%	2.40%
亚洲 (除中国日本)	12.30%	13.30%	13.90%	14.40%	13.30%	12.20%	13.40%	14.60%	14.70%	13.60%	12.40%	13.70%	13.90%
拉丁美洲	10.60%	12.00%	12.70%	13.10%	13.50%	12.00%	12.80%	11.90%	13.70%	13.70%	11.90%	12.80%	12.70%
中东与非洲	6.70%	6.60%	7.00%	7.20%	6.60%	4.80%	6.30%	6.80%	6.90%	6.50%	4.60%	6.10%	6.10%
总计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: IHS, 中金公司研究部



图表 2: 全球大尺寸显示面板需求与供应

(百万平方米)	2013	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E	2017E
行业收入(百万美元)	76,371	81,738	19,900	18,809	17,707	16,301	72,716	15,599	16,217	17,129	16,796	65,741	63,378
同比增长(%)	-7.30%	7.00%	10.50%	-7.50%	-16.30%	-26.70%	-11.00%	-0.354	-3.30%	3.00%		-9.60%	-3.60%
环比增长(%)			-10.50%	-5.50%	-5.90%	-7.90%		-4.30%	4.00%	5.60%	-1.90%		
混合ASP(美元/平方米)	628	582	584	557	519	479	535	471	461	450	443	455	424
同比增长(%)	-6.80%	-7.40%	-0.30%	-4.20%	-10.10%	-17.80%	-8.10%	-0.502	-7.60%			-14.90%	-7.00%
环比增长(%)			0.30%	-4.60%	-6.80%	-7.70%		-1.80%	-2.10%	-2.30%	-1.60%		
区域需求	121.3	137	30.5	31.3	36	36.8	134.7	30.5	32.5	37.8	38.5	139.3	143.9
同比增长(%)	2.90%	13.00%	3.70%	-2.80%	-2.70%	-3.90%	-1.70%	0.10%	3.60%	4.90%	4.60%	3.40%	3.30%
环比增长(%)			-20.40%	2.70%	14.90%	2.20%		-17.10%	6.30%	16.40%	1.90%		
区域供给	125.9	141	35.5	36.4	37.1	36.4	145.4	34.5	36.5	38.4	38.8	148.2	153.8
同比增长(%)	4.80%	12.00%	13.30%	3.90%	1.20%	-4.10%	3.10%	-3.00%	0.30%	3.60%	6.70%	2.00%	3.80%
环比增长(%)			-6.40%	2.50%	1.90%	-1.90%		-5.30%	6.00%	5.20%	1.00%		
全球区域容量	179.4	181.4	47.1	47.8	49.7	50.9	195.5	52.3	53.3	54	54.4	213.9	224.9
同比增长(%)	-0.60%	1.10%	7.90%	6.50%	8.00%	8.80%	7.80%	11.00%	11.30%	8.70%	6.90%	9.40%	5.10%
环比增长(%)			0.70%	1.50%	3.90%	2.40%		2.70%	1.90%	1.50%	0.70%		
行业利用率(%)	86%	89%	86%	87%	87%	85%	87%	80%	82%	84%	84%	82%	82%
存货调整	0.3	3.5	3.6	2.4	-1.9	-2.8	1.2	2.6	2.7	0.3	-0.6	5.1	5.7
(周)	0.1	1.3	1.5	1	-0.7	-1	0.5	1.1	1.1	0.1	-0.2	1.9	2.1
总区域销售量	121.5	140.4	34.1	33.7	34.1	34	135.9	33.1	35.2	38.1	37.9	144.3	149.6
同比增长(%)	-0.50%	15.60%	10.90%	-3.50%	-6.80%	-10.90%	-3.20%	-2.70%	4.30%	11.70%	11.50%	6.20%	3.60%
环比增长(%)			-10.70%	-1.00%	1.00%	-0.20%		-2.60%	6.20%	8.10%	-0.40%		
S/D(%+超出/-低于)	3.60%	0.40%	4.20%	7.90%	8.80%	6.90%	7.00%	3.90%	3.70%	1.00%	2.30%	2.70%	2.80%

资料来源: IHS, 中金公司研究部

图表 3: 全球中小尺寸(9 寸及 9 寸以下)显示面板需求与供应

行业收入(百万美元)	57,537	61,152	15,420	14,514	14,481	15,241	59,656	14,687	14,795	14,694	15,218	59,394	59,710
同比增长(%)	19.00%	6.30%	-0.90%	-0.60%	0.90%	-8.40%	-2.40%	-4.70%	1.90%	1.50%	-0.20%	-0.40%	0.50%
环比增长(%)			-7.30%	-5.90%	-0.20%	5.30%		-3.60%	0.70%	-0.70%	3.60%		
混合ASP(美元/平方米)	3,180	3,028	2,981	2,826	2,787	2,598	2,792	2,705	2,625	2,601	2,502	2,605	2,464
同比增长(%)	-11.40%	-4.80%	-6.60%	-8.50%	-5.20%	-10.70%	-7.80%	-9.30%	-7.10%	-6.70%	-3.70%	-6.70%	-5.40%
环比增长(%)			2.40%	-5.20%	-1.40%	-6.80%		4.10%	-3.00%	-0.90%	-3.80%		
区域需求	18,094	20,196	5,173	5,135	5,196	5,866	21,370	5,431	5,637	5,649	6,081	22,798	24,232
同比增长(%)	34.30%	11.60%	6.10%	8.70%	6.50%	2.60%	5.80%	5.00%	9.80%	8.70%	3.70%	6.70%	6.30%
环比增长(%)			-9.50%	-0.70%	1.20%	12.90%		-7.40%	3.80%	0.20%	7.60%		
区域供给	17,007	20,241	5,657	5,759	5,857	5,755	22,949	5,508	5,750	6,224	6,041	23,399	25,786
同比增长(%)	43.00%	19.00%	27.10%	18.60%	10.20%	2.10%	13.40%	-2.60%	-0.10%	6.30%	5.00%	2.00%	10.20%
环比增长(%)			0.40%	1.80%	1.70%	-1.70%		-4.30%	4.40%	8.20%	-2.90%		
全球区域容量	32,435	38,672	9,842	9,755	9,959	10,109	39,664	10,020	10,003	10,093	10,162	40,278	43,010
同比增长(%)	33.70%	19.20%	8.10%	3.30%	-0.30%	-0.30%	2.60%	1.80%	2.50%	1.40%	0.50%	1.50%	6.80%
环比增长(%)			-2.90%	-0.90%	2.10%	1.50%		-0.90%	-0.20%	0.90%	0.70%		
行业利用率(%)	79%	75%	80%	81%	81%	78%	80%	76%	79%	83%	80%	80%	82%
存货调整	-1,443	-575	201	359	404	-456	509	-127	-88	395	-236	-55	653
总区域销售量	16,651	19,622	5,374	5,495	5,600	5,409	21,879	5,304	5,549	6,044	5,845	22,742	24,885
同比增长(%)	33.90%	17.80%	21.60%	17.70%	9.30%	0.00%	11.50%	-1.30%	1.00%	7.90%	8.00%	3.90%	9.40%
环比增长(%)			-0.60%	2.30%	1.90%	-3.40%		-1.90%	4.60%	8.90%	-3.30%		
S/D(%+超出/-低于)	2.10%	3.20%	5.30%	4.80%	4.60%	6.40%	4.90%	3.80%	3.60%	3.00%	3.40%	2.90%	3.60%

资料来源: IHS, 中金公司研究部



京东方面板显示：大份额，大话语权

► 大尺寸：电视面板

大尺寸电视面板市占率全球第四；根据 WitsView 调查报告显示，得益于 8.5 代线量产，京东方在 2015 年全球电视面板出货量同比激增 148.5%，达 3,566 万片，超过台湾友达光电，位居世界第四。

► PC 级面板

2015 年前三季度笔记本电脑出货量显示，京东方市占率达到 8.6%，排名第 5，同比增长 34.8%，仅次于乐金 LGD、群创、友达和三星显示。在十大面板供应商中，仅京东方与龙腾光电供货量增加，且同比增幅都超过 30%。

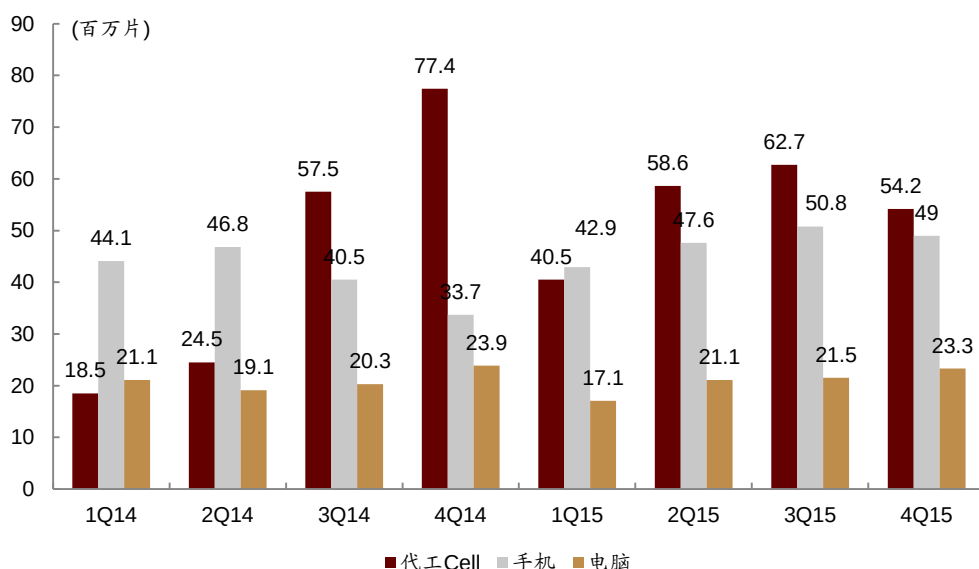
京东方在今年前三季度同比大幅增长的原因主要在于产品线逐渐丰富，高分辨率机种上量，11.6 英寸 HD 机种贡献显著。而且随着新产线产能的释放，与战略客户合作也不断加深。

据全球市场调研机构 IHS 称，全球对笔记本面板的需求量在 2015 年下滑了 12%，交易量仅为 1.76 亿片。面对笔记本电脑库存不断积压，品牌厂家和面板制造商都希望通过显示屏产品线进行升级来促进需求量。预计在 2016 年第一季度，全高清（FHD）面板将占据笔记本电脑市场的 20%，在 2016 年第三季度，这一数字将提升至 30%。2016 年整体笔记本电脑市场恐仍将衰退，但依然有新晋品牌杀入市场中。国内智能手机民族品牌小米和华为携品牌优势发力笔记本市场，同时也有望带动笔记本电脑面板供应商天马集团、中电熊猫更快进入该市场。

► 中小尺寸：手机面板：

京东方 2015 年手机面板整体出货约 3.2 亿片，同比增长约 22%，继续超过三星显示及乐金 LGD，出货位居行业首位。根据群智咨询数据显示，2015 年全球手机面板整体出货 28.4 亿片，基本与去年持平，其中智能手机面板出货约 18.2 亿片，同比增长 9.3%。主要得益于市场下半年超预期的增长及拉货，终端品牌拉货相对积极。

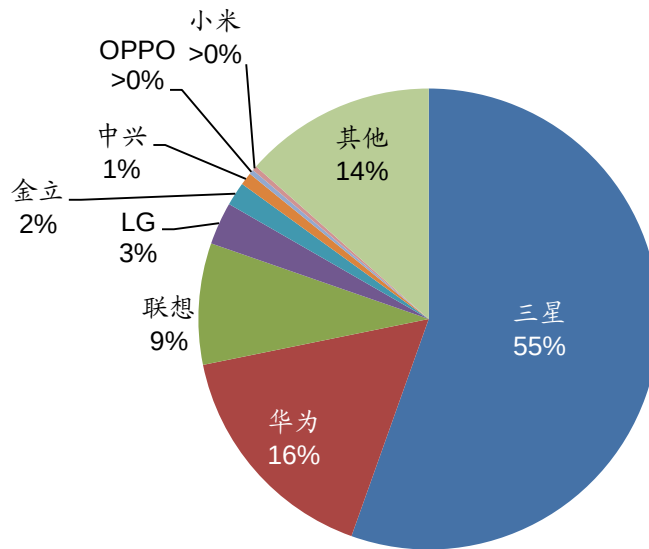
图表 4：京东方中小尺寸显示出货（按终端应用划分）



资料来源：IHS，公司数据，中金公司研究部



图表 5: 2015 上半年手机面板下游客户较 2014 年, 第二大客户华为从 7% 上升至 16%



资料来源: IHS, 公司数据, 中金公司研究部

产能拉动营收, 未来有望冲进前四

预估至 2019 年第 4 季度时, 京东方的 8.5 代线 TFT LCD 面板整体月投产产能(以玻璃基板计算)可达 49 万片, 将超越三星显示器(Samsung Display Company; SDC)的 47.5 万片及 LG Display(LGD)的 45 万片。若再考虑届时京东方 10.5 代生产线已进入量产, 可以预期 2019 年时京东方的 8 代以上 TFT LCD 面板产能将可跃居全球第一。

图表 6: 京东方现有产能和计划产能

序号	世代线	地点	技术	玻璃基板尺寸 (mm)	投产	总投资	月设计产能 (万片)	备注:
1	4.5G	成都	TFT LCD a-Si	730x920			4.5	
2	5G	北京	TFT LCD a-Si	1100x1300			7.51	
3	6G	合肥	TFT LCD a-Si	1500x1850			10	
4	8.5G	合肥	TFT LCD a-Si	2200x2500			14	
5	8.5G	北京	TFT LCD a-Si	2200x2500			10 (将扩产至12)	扩充投资20亿元
6	5.5G	鄂尔多斯	AMOLED/LTPS	1300x1500			5.4	
7	6G	成都	AMOLED/LTPS	1500x1850	2017	465亿元	4.8	一期投资: 220亿元; 二期AMOLED:245亿元;
8	8.5G	重庆					9	在建
9	8.5G	福州		2200x2500	2Q17	300亿元	12	
10	10.5G	合肥	氧化物/AMOLED	3379x2930	2Q18	285亿元	9	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

目前, 京东方拥有北京第 5 代和第 8.5 代 TFT-LCD 生产线、成都第 4.5 代 TFT-LCD 生产线、合肥第 6 代 TFT-LCD 生产线和第 8.5 代 TFT-LCD 生产线、鄂尔多斯第 5.5 代 AMOLED 生产线、重庆第 8.5 代 TFT-LCD 生产线等 7 条生产线, 还有一条建设中的成都第 6 代 AMOLED 生产线、一条建设中的福州第 8.5 代 TFT-LCD 生产线和一条建设中的高世代线合肥第 10.5 代 TFT-LCD 生产线。



2016 年出货量持续加速增长，受益于新世代线

2015 年全球大尺寸面板产业无论是营收及出货量均呈现衰退，然而大陆相关产业则仍维持成长趋势，特别是大陆显示面板龙头厂商京东方有较高的成长幅度。

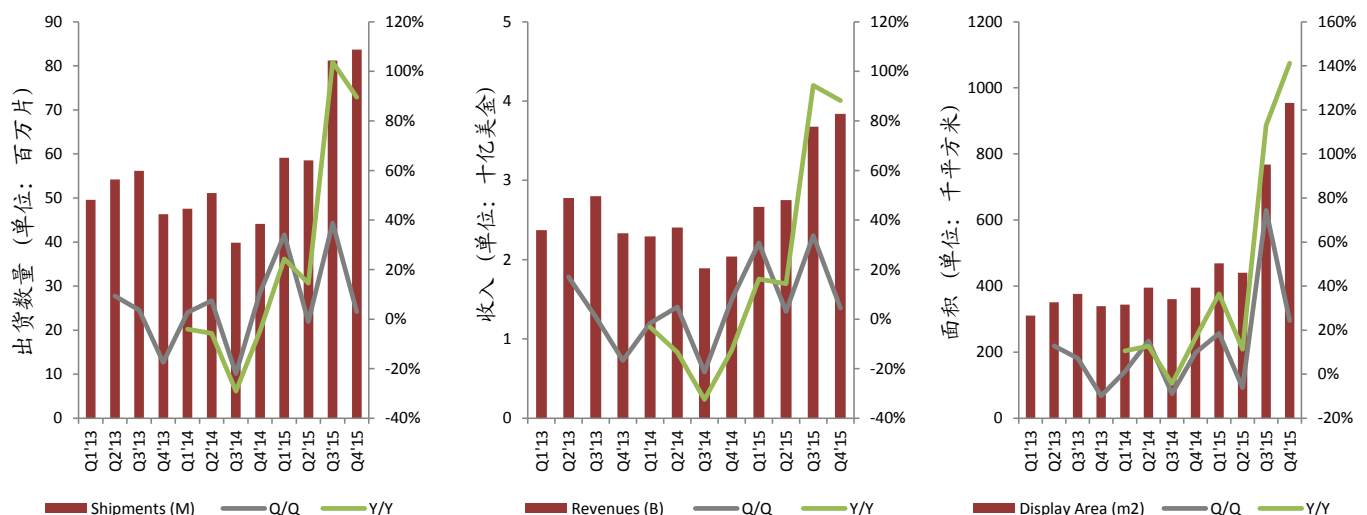
Digitime 预估 2016 年京东方的整体 TFT LCD 面板产能年增率将达 24.6%，其中大尺寸面板产能年增率为 28%，中小尺寸 TFT LCD 面板产能年增率则将为 19%；预估 2018~2019 年京东方面板相关营收将与友达相当，届时有机会在面板营收方面跃居全球前四大面板厂商之列。

差异化布局 OLED，柔性屏成为长期成长催化剂

AMOLED 凭借优异的色彩饱和度、对比度与反应速度，被视为新一代的显示技术及智能移动设备面板的首选。目前，华为，VIVO，OPPO 和酷派大神等不同品牌都相继推出了搭载 AMOLED 面板的产品。随着国内一线品牌的搭载使用，AMOLED 屏幕将迎来新一轮“爆发期”。AMOLED 技术、终端消费应用：1) 苹果 2) VR 3) 长期柔性屏幕颠覆传统显示。

据研究机构 NPD DisplaySearch 预计至 2020 年，AMOLED 面板需求面积年复合增长率达 40.7%。

图表 7：全球 AMOLED 面板需求从 2015 年下半年开始起飞



资料来源：IHS，公司数据，中金公司研究部

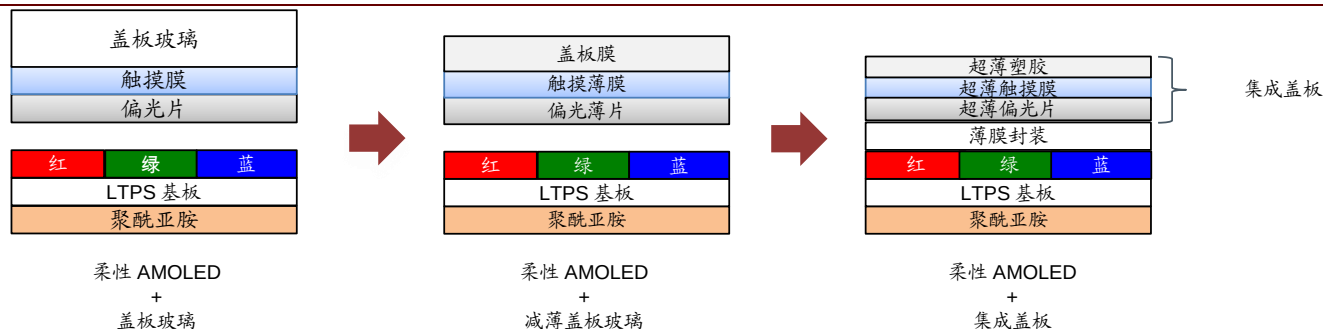
京东方布局 AMOLED 柔性技术两步走：

1) 鄂尔多斯现在最新的生产数据，公司的平均良率已经达到了 85%，鄂尔多斯产线拥有整套的自主技术，2015 年 5 月份达到满产状态。因为 2015 年上半年还处于产能爬坡阶段，产能尚未完全释放，距离盈利还有一些差距。

2) 基于鄂尔多斯技术沉淀及 AMOLED 柔性技术需求比市场预期的提前，2016 年 2 月 29 日京东方与成都市政合作的成都建设 6 代 LTPS/AMOLED 生产线，将追加第二期投资 245 亿元，主要生产中小尺寸柔性 AMOLED 面板，最终产能可达每月 4.8 万片玻璃基板（二期各有 2.4 万片产能），第一二期总投资额 465 元人民币，并计划将于 2017 年投产。



图表 8: 京东方柔性显示 AMOLED 结构路线图



资料来源: IHS, 公司数据, 中金公司研究部

图表 9: 京东方 AMOLED 技术发展蓝图

	2015	2016	2017	2018	2019
产品形态	刚性	刚性	曲面	可弯曲	可折叠
分辨率	440	500	600	700	800
像素格式	Real RGB	PenTile	PenTile	PenTile	PenTile
亮度	350	400	450	500	>500
功耗	1.0W	0.8W	0.7W	0.6W	0.6W
使用寿命(LT50)	12,000h	15,000h	18,000h	24,000h	30,000h
边框尺寸	1.1mm	0.85mm	0.7mm	0.7mm	0.6mm
厚度	0.4	0.35	0.3	0.1>	0.1>
封装	Frit	Frit	Frit / TFE	TFE	TFE

资料来源: IHS, 公司数据, 中金公司研究部

图表 10: 京东方 AMOLED 柔性显示样品



资料来源: IHS, 公司数据, 中金公司研究部



创新与转型, 从 DSH 出发寻找转型契机

京东方的跨界转型布局以显示技术的优势为核心, 纵向打造垂直显示行业供应链, 横向延伸智慧系统和智慧健康服务寻求转型。京东方将集成互联网、巨量资料、云端运算、信息医学等技术和资源, 加速向软硬融合、应用整合、服务化方向转变, 概括为“DSH”转型战略。“D”代表显示器件, “S”代表智慧系统, “H”代表智慧健康服务。未来京东方所提供的, 将是以显示器件为核心的显示解决方案, 并将智慧系统和智慧健康服务作为转型新方向, 以新的产业和技术优势实现服务化转变。

“D”显示器件, 纵向深度进行产业链整合, 打造垂直显示行业供应链

► 向产业下游延伸, 京东方推出智能终端产品 Alta

在智能终端产品方面, 京东方推出了高端电视产品 Alta, 亮点在于工业设计, 主要面向高端消费群体。未来将继续利用自身在液晶面板生产方面的优势向产业链下游延伸, 并计划在智能终端领域持续推出标志性产品。在智能制造方面, 公司利用自动化设备以代工模式为客户进行产品加工制造, 行业内主要竞争对手包括富士康和冠捷。目前业务仍处于发展初期, 产品出货量在百万台级别, 随着生产经验的积累以及生产设备技术的提升, 未来智能制造有望实现千万级出货量水平。

► 与“大基金”联手成立并购基金, 为并购摩砺以须

2015 年 8 月 17 日, 京东方公告拟与国家集成电路产业基金、亦庄国际新兴产业投资、北京益辰奇点投资设立集成电路基金, 投资显示面板产业上下游产业基相关领域, 基金规模拟为 40.165 亿元人民币, 其中京东方出资 15 亿元, 占比为 37.3%

► 布局车载: 认购精电国际

2016 年 2 月 3 日京东方与精电国际有限公司 (以下简称 Varitronix) 签署认购协议, 京东方集团拟以自有资金出资, 通过认购精电国际增发股份的方式, 以 3.5 港元/股认购价格, 认购超过 50% 精电国际股本, 加速实施公司车载显示事业全球战略, 搭载上全球车载显示市场重要的增长机遇期。根据市场研究机构数据显示, 全球车载显示市场预计至 2018 年将保持 15% 复合增长率, 其中中国市场复合增长率更高达 18%。

“S”智慧系统: 事业部初成立, 投资光科技产业园移动显示系统智能制造;

拟投 13 亿元苏州建触控模组/工控医疗穿戴整机等智能产线; 通过整合光科技苏州地区显示光源、模组及精密零部件三块业务。将光科技苏州地区的业务制造基地统一规划迁移至产业园, 并通过增建智能生产线, 发挥规模效益。预计 2016 年 5 月开工建设, 2016 年底厂房结构封顶, 2017 年 6 月正式投产。

跨界购并明德医疗, “H”智慧健康服务跨界初见雏形

1) 收购了明德投资, 运营北京明德医院, 推进“数字医院”; 2) 与 IBM 签署协议开展健康管理大数据平台的联合开发。3) 与美国 Dignity Health 建立战略合作关系。京东方所布局的智慧健康产业是基于信息医学和大数据技术能力基础上的健康医疗服务。京东方会将核心的显示、传感等技术, 与医学和生命科学相结合, 应用到可穿戴设备、远程诊断、健康数据分析等方面。



公司介绍

公司概况

京东方是一家半导体显示技术、产品与服务的提供商。公司建于1952年，从1987年起开始与日本松下建立合资公司，1993年设立北京东方电子集团股份有限公司，1997年B股上市，2001年增资发行A股于深交所上市。公司显示产品广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、显示器、电视、车载、数字信息显示等各类显示领域。目前，面板出货量及市占率均位列全球业内前五。

目前，京东方拥有北京第5代和第8.5代TFT-LCD生产线、成都第4.5代TFT-LCD生产线、合肥第6代TFT-LCD生产线和第8.5代TFT-LCD生产线、鄂尔多斯第5.5代AMOLED生产线、重庆第8.5代TFT-LCD生产线等7条生产线，还有一条建设中的成都第6代AMOLED生产线、一条建设中的福州第8.5代TFT-LCD生产线和一条建设中的高世代线合肥第10.5代TFT-LCD生产线。

业务拆分

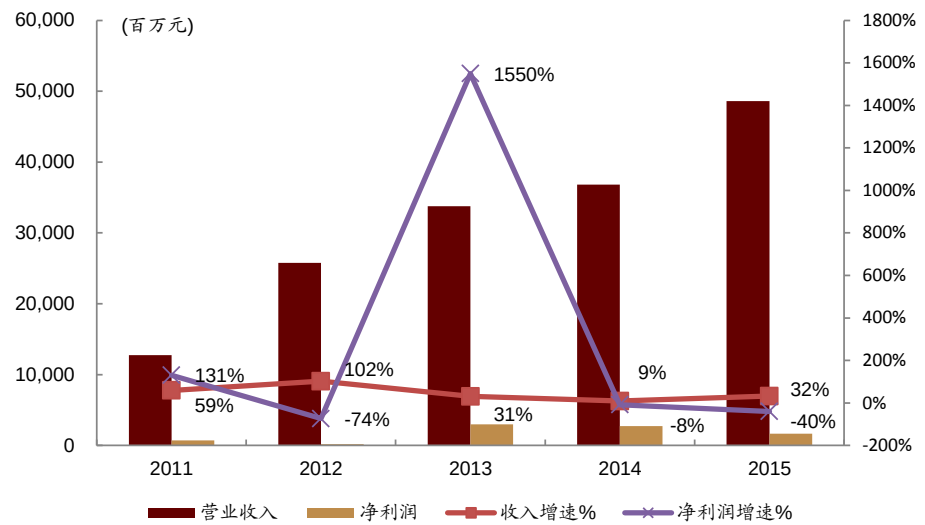
图表 11：京东方业务主要分为显示器件、智慧系统、健康服务三大事业单元

业务板块	具体产品	2015年营收及占比
显示器件业务	TFT-LCD和AMOLED技术，手机、平板电脑、笔记本电脑显示器，电视显示器	435.24亿 89.47%
智慧系统事业	显示系统、代工制造、环境照明、光伏系统等	87.81亿 18.06%
智慧健康服务	将显示技术、信息技术与健康医疗结合，提供智慧健康服务产品及服务，主要包括健康医疗、健康云、健康园区方案三个方面	8.26亿 1.70%
其他		11.96亿元 2.46%
内部抵消		-56.81亿元 -11.68%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

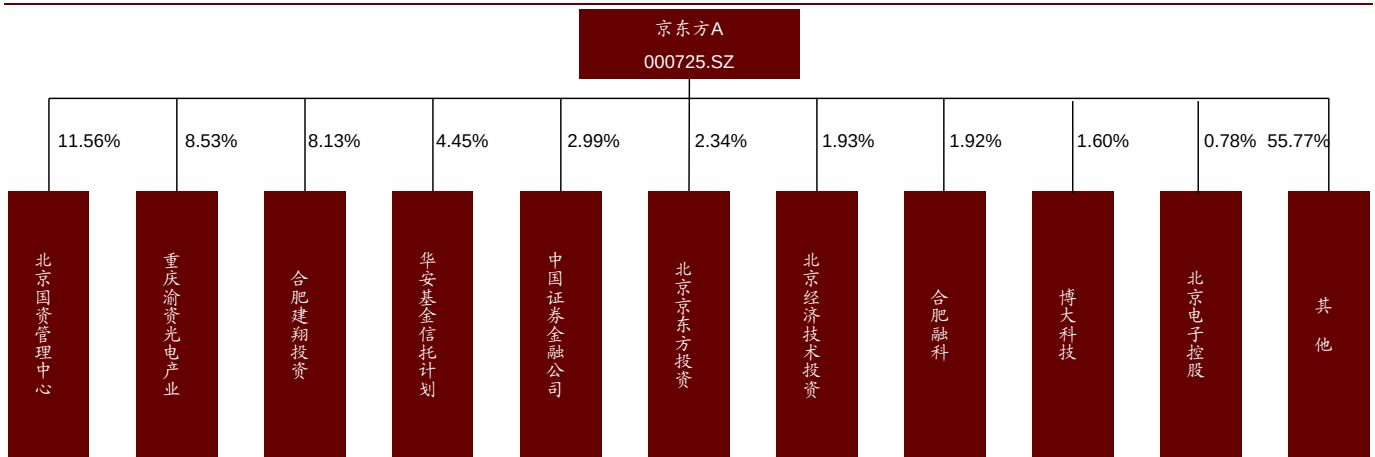


图表 12：营业收入 vs 净利润



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 13：股权结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 14：收入拆分及预测

(百万人民币)	2014	2015	2016E	2017E
显示器件业务				
收入	32,680	43,501	48,286	52,390
成本	25,448	34,777	39,208	41,912
毛利	7,232	8,724	9,078	10,478
毛利率(%)	31%	20%	18.8%	20.0%
智慧系统产品业务				
收入	6,224	8,781	9,659	10,432
成本	5,684	8,020	8,886	9,702
毛利	540	761	773	730
毛利率(%)	9%	9%	8.0%	7.0%
智慧健康服务				
收入	693	826	909	981
成本	354	411	527	620
毛利	340	415	382	361
毛利率(%)	28%	50%	42%	37%
其他业务				
收入	940	1,196	1,196	1,292
成本	8	6	24	27
毛利	932	1,190	1,172	1,265
毛利率(%)	99%	99%	98%	98%
内部抵消				
收入	(3,721)	(5,681)	(6,249)	(6,749)
成本	(2,988)	(4,459)	(5,000)	(5,480)
毛利	(733)	(1,222)	(1,250)	(1,269)
毛利率(%)	20%	22%	20.0%	19%
总额				
收入	36,816	48,623	53,801	58,346
成本	31,139	38,755	43,646	46,781
毛利	8,704	9,868	10,154	11,565
毛利率(%)	24%	20%	18.9%	19.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



估值及投资建议

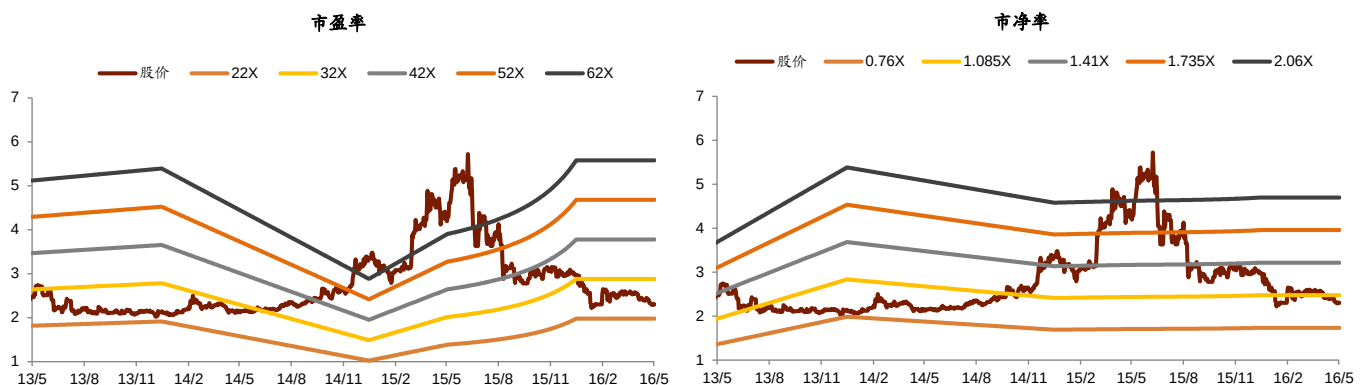
盈利预测

我们预计显示器件业务在 2017 年收入将实现 18% 的复合增长, 主要受益于 8.5 代线量产。我们预计 2016/17 年每股盈利为 0.08 元/0.09 元。

估值及投资建议

我们看好京东方: 布局高世代产线将陆续量产, AMOLED 技术的铺垫未来有望在柔性显示上给公司带来更大市场空间, 携手国家半导体大基金寻找转型契机。目前成都 AMOLED 产线明年才量产, 且量产后需要 10 个月左右的产能爬坡, 同时考虑营收占比较高的大尺寸受累于终端电视需求增速持续下跌, 因此给予中性评级, 目标价 2.52 元, 基于 23 倍未来 12 个月预测市盈率。

图表 15: 历史 P/E 与 P/B 区间



资料来源: Factset, 公司信息, 中金公司研究部

图表 16: 可比公司估值

公司	代码	评级	市盈率				市值				毛利率 (%)				每股收益 (本地货币)				市净率				净资产收益率 (%)			
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E
京东方 A	000725-CN	中性	2.57	15.1	29.5	55.9	34.2	87,254	23.9	22.6	20.3	18.9	0.2	0.09	0.05	0.08	0.93	0.98	1.16	1.13	0.73	6.2	3.33	2.09		
深天马 A	000050-CN	推荐	16.88	25.1	36.4	33.9	28.7	23,651	18.7	16.3	17.4	17.3	0.71	0.49	0.53	0.62	1.79	1.52	1.80	1.70	7.16	4.19	5.30	5.92		
华天科技	000727-CN	中性	6.38	203.4	1,180.0	65.7	65.7	14,449	12.31	5.77	11.36	11.42	0.03	0.01	0.09	0.09	5.05	0.68	0.67	0.66	2.48	0.06	1.10	1.43		
友达光电*	2409-TW	无评级	9.93	8.9	19.5	--	41.2	19,094	10.7	11.1	6.8	9.0	1.83	0.51	(0.15)	0.24	0.86	0.50	0.51	10.21	2.57	(0.78)	1.24			
群创光电*	3481-TW	无评级	10.90	6.7	9.9	--	41.2	21,674	11.6	12.8	5.4	7.0	2.31	1.11	(0.51)	0.67	0.46	0.48	0.49	10.30	4.69	(2.26)	(0.06)			
乐金显示*	034220-KR	无评级	24,650	13.3	8.9	94.8	14.4	49,109	14.0	15.2	10.4	12.5	2,527	2,772	260	1,712	1.05	0.72	0.72	0.70	8.20	8.07	0.76	4.84		
三星电子*	005930-KR	无评级	1,273,000	8.7	10.4	10.2	9.5	1,028,229	36.7	38.4	37.1	37.3	153,094	122,457	134,182	1.23	1.14	1.05	0.97	15.06	11.01	10.25	10.18			
夏普*	6753-JP	无评级	138.00	--	--	--	3,526.5	13,641	17.7	16.2	16.5	17.4	(131.51)	(59.96)	(8.77)	0.04	13.17	2.15	2.43	2.48	(197.36)	(93.30)	(15.44)	0.07		
JDI*	6740-JP	无评级	231.00	--	145.5	10.4	6.8	8,072	8.1	8.1	7.6	8.8	(20.42)	1.59	22.19	34.14	0.65	0.35	0.34	0.32	(3.05)	0.24	3.26	4.79		

资料来源: Factset, 公司信息, 中金公司研究部

“”号公司为中金覆盖之外, 数据及预测来自 FactSet Consensus



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/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，中金公司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。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

