

深天马 A (000050)

2017 年 7 月 19 日

布局先进显示技术，引领未来显示潮流

买入（首次）

首席证券分析师 王莉

执业资格证书号码: S0600517060002

wangl@dwzq.com.cn

证券分析师 杨明辉

执业资格证书号码: S0600517030001

yangmh@dwzq.com.cn

0755-23945021

研究助理 张立新

zhanglx@dwzq.com.cn

投资要点:

■ 中小尺寸面板龙头，业绩快速增长

公司是国内领先的面板厂商，现拥有 8 条面板生产线，产品涵盖了 a-Si、LTPS、AMOLED 等各种类型，技术水平处于国内领先地位。公司专注于中小尺寸面板，出货量位于行业前列，是中小尺寸领域的龙头企业。受益于产线折旧完毕和面板价格上涨，公司业绩快速增长，今年一季度实现归母净利润为 2.25 亿元，同比大幅增长 147.72%。

■ 拟注入优质资产，优化先进产线布局

公司 3 月 22 日公告，拟全资收购厦门天马和上海天马有机发光。厦门天马拥有产能 30K/月的 G5.5、G6 产线各一条，是全球最大的 LTPS 单体厂。上海有机发光有限公司拥有一条 G5.5 AMOLED 产线，已经实现量产。LTPS 是液晶面板中的先进技术，主要产能被夏普、JDI、LGD 等厂商掌握，公司完成收购以后，将拥有国内最大的 LTPS 产能。AMOLED 是下一代主流显示技术，但主要产能被三星和 LGD 掌握，公司收购上海有机发光之后，将拥有国内为数不多的 AMOLED 量产线，初步布局下一代显示技术。

■ 全面屏来袭，公司深度受益

全面屏具有握持感最佳化、视觉效果最大化的优点，在三星和苹果的引领下，有望在下半年大规模普及。全面屏需要对 LTPS 面板作出多项改进，技术难度大幅提高，价值量明显提升。公司在六月初的台北电脑展上率先推出 18:9 全面屏，并已具备量产能力。目前具备全面屏量产能力的厂商并不多，全面屏在下半年很可能出现供应短缺，公司将深度受益于全面屏趋势。

■ 梯次布局显示技术，引领未来显示潮流

深天马通过自主研发打破国外垄断，掌握了横跨 a-Si、LTPS、AMOLED、3D 显示等一系列显示领域最先进的显示技术。公司已经成为 a-Si 的霸主者、LTPS 先行者、AMOLED 领跑者、3D 显示探索者，为公司长远稳健发展铺平道路。

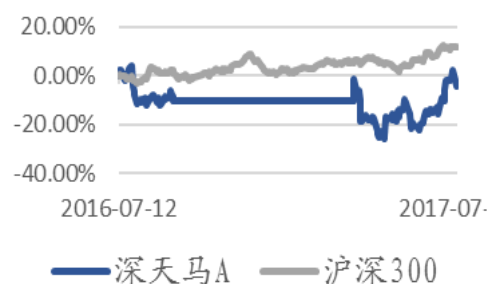
■ 盈利预测与投资建议

我们预计 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 为 0.76 元、1.06 元、1.35 元，对应 PE 分别为 29 倍、21 倍、16 倍。公司估值处于行业和可比公司平均水平，但考虑到公司未来三年的增速较快，在高端 OLED 面板的布局将迎来收获期，且公司作为国内中小尺寸面板龙头企业理应获得估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

面板价格大幅下跌：如果大陆面板厂扩产速度快于预期，会使得面板供给增加，进而使面板价格大幅下跌；全面屏渗透速度不及预期：全面屏需要对手机正面零组件进行较大改动，技术难度较大，如果大陆厂商短时间内难以攻克技术障碍，会使得全面屏渗透速度慢于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.02
一年最低价/最高价	15.38/22.30
市净率(倍)	2.20
流通 A 股市值(百万元)	26700

基础数据

每股净资产(元)	9.99
资产负债率(%)	38.47
总股本(百万股)	1401
流通 A 股(百万股)	1212

相关研究

1. 中小尺寸面板龙头，业绩快速增长

公司成立于 1983 年，并于 1995 年在深交所上市，是国内领先的面板显示产品、模组及解决方案提供商。公司现拥有 8 条面板生产线，产品技术类型包括 a-Si、LTPS 和 AMOLED，拥有国内最大的 LTPS 产能和为数不多可量产的 AMOLED 产线，技术水平处于国内领先地位。

图表 1: 深天马全部面板产线汇总

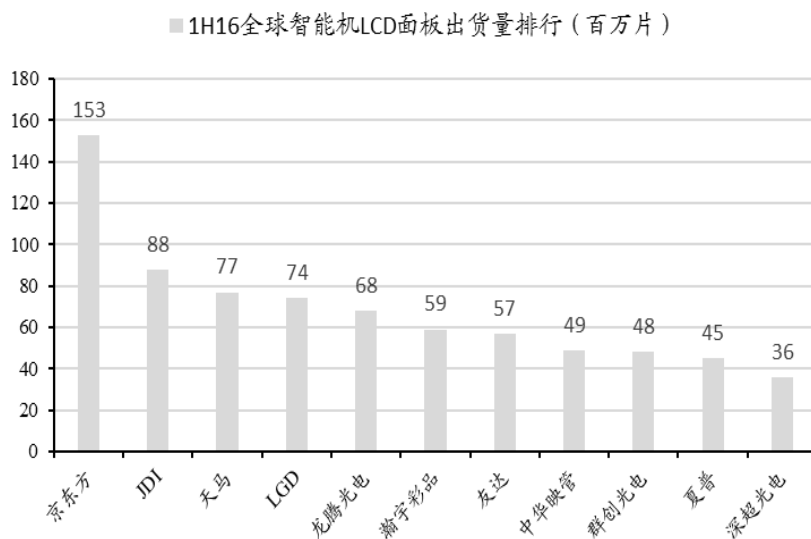
地点	世代	类型	产能	开工时间	量产时间	投资规模
上海	Gen 4.5	a-Si TFT-LCD	30K/月	2006 年 4 月	2008 年 3 月	32.9 亿
成都	Gen 4.5	a-Si TFT-LCD	30K/月	2008 年 9 月	2010 年 6 月	30 亿
武汉	Gen 4.5	a-Si TFT-LCD	90K/月	2008 年 11 月	2010 年 12 月	40 亿
上海	Gen 4.5	AMOLED	12.5K/月	2010 年 8 月	2012 年	4.92 亿
厦门	Gen 5.5	LTPS TFT-LCD	30K/月	2011 年 3 月	2015 年 8 月	190 亿
上海	Gen 5.5	AMOLED	15K/月	2014 年 3 月	2016 年 7 月	15.5 亿
厦门	Gen 6	LTPS TFT-LCD	30K/月	2014 年 12 月	2016 年 9 月	120 亿
武汉	Gen 6	AMOLED	30K/月	2015 年 8 月	2017 年下半年	120 亿

资料来源：公司公告，东吴证券研究所整理

(注：上海 G4.5 AMOLED、厦门 G5.5 LTPS、厦门 G6 LTPS 为拟收购资产，收购交易尚未完成)

公司始终专注于中小尺寸面板领域，并已成为该领域的龙头企业。根据中国产业信息网的数据，公司 1H16 的智能机 LCD 面板出货量达到 7700 万片，仅次于京东方和 JDI 而排名全球第三，显示出公司在中小尺寸领域的世界级竞争力。

图表 2: 深天马的智能机面板出货量名列前茅

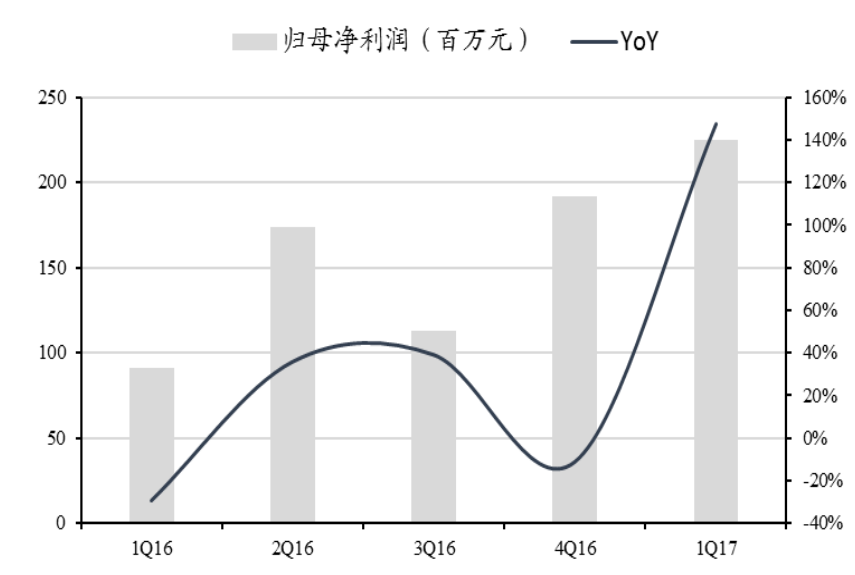


资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

受益于面板涨价和产线折旧完毕影响，公司近几个季度归母净利润实现快速上涨。一季度通常是行业淡季，但公司今年一季度淡季不淡，实现归母净利润为 2.25 亿元，同比大幅增长 147.72%。而根据公司最新

公布的上半年业绩预告，预计上半年实现归母净利润为 3.97 亿元—5.29 亿元，同比增长 50%—100%，再次实现快速增长。

图表 3：深天马近几个季度归母净利润持续大幅增长



资料来源：Wind，东吴证券研究所

2. 拟注入优质资产，优化先进产线布局

公司 3 月 22 日公告，拟全资收购厦门天马和上海天马有机发光，具体方案为：公司向金财产业、中航国际、中航国际深圳、中航国际厦门非公开发行股份购买厦门天马 100% 股权，向上海工投、张江集团非公开发行股份购买天马有机光 60% 股权，累计作价约合人民币 100.72 亿元。同时，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集不超过 19 亿元的配套资金，本次募集配套资金扣除相关费用后将用于厦门天马第 6 代低温多晶硅（LTPS）TFT-LCD 及彩色滤光片（CF）生产线建设项目。

厦门天马拥有产能 30K/月的 G5.5、G6 产线各一条，是全球最大的 LTPS 单体厂。LTPS（低温多晶硅）属于高端背板段工艺，是通过传统非晶硅（a-Si）TFT 基板增加激光处理制程来制造。LTPS 技术稳定性和电流驱动能力（电子迁移率）都更强，使用几何尺寸更小的电晶体也可提供足够充电能力，提高面板开口率，因此光线穿透的有效面积变大、能耗更低、色彩更艳丽、画质更好。目前全球 LTPS 产能主要在夏普、JDI、LGD 手中，国内 LTPS 产能仍然较少。通过此次收购，公司成功进入 LTPS 领域，完成高端 LCD 面板布局。

上海有机发光有限公司拥有一条 G5.5 AMOLED 产线，已经实现量产。AMOLED 具有低功耗、轻薄、视觉效果好、适合全面屏等优点，将是继 CRT 和 LCD 之后的第三代主流显示技术。目前三星拥有全球 95% 的中小尺寸 AMOLED 产能，国内仍在加紧建设产线。收购上海天马有机发光之后，公司将拥有最先进的产线技术，为后续 AMOLED 产线建设提供经验，完善技术布局。

3. 全面屏来袭，公司深度受益

全面屏优势明显，下半年即将爆发。全面屏痛点在于握持感最佳化、视觉效果最大化、用户体验更美好，有望成为手机显示新风尚。当前，Galaxy S8/S8+、LG G6 手机上已经率先应用，今年 OLED 版本 iPhone8 也预计也将采用全面屏设计，推进了全面屏的加速应用，国内的华为、小米、MOTO、魅族等厂商已经切入了全面屏项目，全面屏已进入爆发点。

全面屏工艺变化大，价值量提升明显，深天马深度受益。在面板方面，LTPS 全面屏需要重回双电芯控制、芯片封装采用 COF 代替 COG、背光模组的导光板需要重新设计、并使用激光切割器实现异形切割，需要对现有工艺进行大幅改进。公司在 6 月初的台北电脑展上率先推出 18:9 的全面屏，并已具备量产能力，受到手机厂商热捧。目前具备全面屏量产能力的厂商并不多，全面屏在下半年很可能出现供应短缺，公司将深度受益于全面屏趋势。

图表 4: 配备全面屏的三星 Galaxy S8 打破销量纪录



资料来源：三星中国官网，东吴证券研究所

4. 梯次布局显示技术，引领未来显示潮流

深天马通过自主研发打破国外垄断，掌握了横跨 a-Si、LTPS、AMOLED、3D 显示等一系列显示领域最先进的显示技术。公司已经成为 a-Si 的霸主者、LTPS 先行者、AMOLED 领跑者、3D 显示探索者，为公司长远稳健发展铺平道路。

在专业显示上，公司原有 a-Si 生产线主攻专业显示，专业显示产品增速较快，进一步抢占市场。在消费显示上，厦门天马 5.5 代 LTPS 产线已经满产满销，6 代 LTPS 产线也正在释放产能，武汉天马的 6 代 LTPS/AMOLED 产线已经点亮，不久之后将投产。天马作为国内中小尺

寸面板显示的领导者，其产品品质得到业界一致认可，公司已经成为华为、小米等国内手机厂商的核心供应商。

此外，公司在 3D 显示技术上积累深厚，并与超多维、富智康、梦工厂联盟打造裸眼 3D 生态圈。公司作为裸眼 3D 显示屏独家供应商，将在裸眼 3D 生态圈扮演重要角色。

图表 5: 公司产品用于工业显示领域



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 6: 公司产品用于车载显示领域



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 为 0.76 元、1.06 元、1.35 元，对应 PE 分别为 29 倍、21 倍、16 倍。公司估值处于行业和可比公司平均水平，但考虑到公司未来三年的增速较快，在高端 OLED 面板的布局将迎来收获期，且公司作为国内中小尺寸面板龙头企业理应获得估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 7: 可比公司估值 (根据 Wind 一致预测)

证券简称	最新市值(亿)	股价(元)	收入增速		EPS (元/股)			PE (倍)		
			2016A	2017Q1	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
京东方 A	1404	4.03	41.69%	77.72%	0.05	0.21	0.29	-466.64	18.82	14.02
东旭光电	520	10.82	48.41%	37.17%	0.29	0.37	0.49	41.56	29.24	22.08
华映科技	147	5.32	-18.36%	1.88%	0.39	0.15	0.24	53.59	36.17	22.33

资料来源：Wind，东吴证券研究所

6. 风险提示

面板价格大幅下跌：如果大陆面板厂扩产速度快于预期，会使得面板供给增加，进而使得面板价格大幅下跌；

全面屏渗透速度不及预期：全面屏需要对手机正面零组件进行较大改动，技术难度较大，如果大陆厂商短时间内难以攻克技术障碍，会使得全面屏渗透速度慢于预期。

深天马 A 三大财务预测表

单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	26746.42	42257.00	58110.46	75505.11	收益率				
增长率(%)	44.59%	57.99%	37.52%	29.93%	毛利率	20.18%	22.90%	23.50%	23.60%
归属母公司股东净利	718.83	1367.18	1948.25	2581.48	三费/销售收入	15.49%	14.78%	14.34%	14.15%
增长率(%)	50.24%	90.20%	42.50%	32.50%	EBIT/销售收入	6.70%	9.45%	9.67%	9.43%
每股收益(EPS)	0.26	0.50	0.72	0.95	EBITDA/销售收入	17.36%	24.06%	20.61%	17.89%
每股经营现金流	0.58	1.28	2.37	1.74	销售净利率	5.30%	8.36%	8.77%	8.72%
销售毛利率	20.18%	22.90%	23.50%	23.60%	资产获利率				
销售净利率	5.30%	8.36%	8.77%	8.72%	ROE	4.14%	7.23%	9.34%	10.77%
净资产收益率(ROE)	4.14%	7.23%	9.34%	10.77%	ROA	3.32%	5.60%	6.25%	7.58%
投入资本回报率(ROI)	3.98%	6.61%	11.24%	19.21%	ROIC	3.98%	6.61%	11.24%	19.21%
市盈率(P/E)	54.20	29.09	20.74	16.33	增长率				
市净率(P/B)	2.24	2.10	1.94	1.76	销售收入增长率	1.96%	18.20%	33.60%	27.71%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT 增长率	9.98%	66.83%	36.74%	24.57%
营业收入	10736.76	12691.20	16956.00	21655.28	EBITDA 增长率	-7.93%	63.85%	14.43%	10.89%
减:营业成本	8569.74	9784.92	12971.34	16544.63	净利润增长率	2.45%	86.35%	40.28%	26.98%
营业税金及附加	47.96	56.69	75.74	96.73	总资产增长率	0.23%	-1.23%	22.47%	2.76%
营业费用	343.41	380.74	508.68	649.66	股东权益增长率	3.85%	6.56%	8.64%	10.10%
管理费用	1457.43	1611.78	2102.54	2663.60	经营营运资本增长率	73.45%	235.81%	-51.46%	381.41%
财务费用	-137.44	-117.17	-179.16	-248.50	资本结构				
资产减值损失	107.63	93.75	93.75	93.75	资产负债率	36.53%	31.52%	39.25%	34.92%
加:投资收益	7.66	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	49.32%	44.94%	28.28%	23.85%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	16.29%	19.11%	12.53%	13.71%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.74	2.61	2.29	2.97
营业利润	355.69	880.50	1383.11	1855.40	速动比率	1.47	2.11	1.99	2.51
加:其他非经营损益	337.38	367.34	367.34	367.34	股利支付率	14.77%	14.85%	14.85%	14.85%
利润总额	693.07	1247.84	1750.45	2222.74	收益留存率	85.23%	85.15%	85.15%	85.15%
减:所得税	123.89	187.18	262.57	333.41	资产管理效率				
净利润	569.18	1060.66	1487.88	1889.33	总资产周转率	0.50	0.59	0.65	0.80
减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	1.71	1.55	2.66	4.71
归属母公司股东	569.18	1060.66	1487.88	1889.33	应收账款周转率	3.25	5.37	3.25	4.86
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	存货周转率	7.92	5.50	6.44	5.86
货币资金	4463.20	6455.91	9973.48	12618.72	业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
应收和预付款项	3477.38	2469.82	5474.80	4671.39	EBIT	718.89	1199.30	1639.92	2042.88
存货	1082.08	1777.53	2013.30	2821.81	EBITDA	1863.54	3053.36	3493.98	3874.49
其他流动资产	364.61	364.61	364.61	364.61	NOPLAT	304.35	707.17	1081.69	1424.21
长期股权投资	330.35	330.35	330.35	330.35	净利润	569.18	1060.66	1487.88	1889.33
投资性房地产	34.03	29.35	24.67	19.99	EPS	0.41	0.76	1.06	1.35
固定资产和在建	9956.91	8170.97	6385.02	4599.08	BPS	9.82	10.46	11.37	12.52
无形资产和开发	1313.44	1178.71	1043.97	909.24	PE	54.20	29.09	20.74	16.33
其他非流动资产	657.33	634.89	612.44	612.44	PB	2.24	2.10	1.94	1.76
资产总计	21679.34	21412.12	26222.64	26947.62	PS	2.87	2.43	1.82	1.42
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	PCF	37.75	17.24	9.30	12.68
应付和预收款项	4766.43	3596.05	7139.62	6255.82	EV/EBIT	38.65	21.52	13.62	9.66
长期借款	1290.00	1290.00	1290.00	1290.00	EV/EBITDA	14.91	8.45	6.39	5.09
其他负债	1863.95	1863.95	1863.95	1863.95	EV/NOPLAT	91.30	36.50	20.65	13.86
负债合计	7920.38	6750.00	10293.57	9409.76	EV/IC	2.60	2.68	3.01	3.07
股本	1401.10	1401.10	1401.10	1401.10	ROIC-WACC	3.98%	5.92%	10.47%	18.20%
资本公积	11337.65	11337.65	11337.65	11337.65	股息率	0.003	0.005	0.007	0.009
留存收益	1020.21	1923.38	3190.33	4799.11	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东	13758.96	14662.13	15929.07	17537.86	经营性现金净流量	817.34	1789.43	3315.74	2433.68
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-3042.42	312.24	312.24	312.24
股东权益合计	13758.96	14662.13	15929.07	17537.86	筹资性现金净流量	-954.90	-108.96	-110.40	-100.68
负债和股东权益	21679.33	21412.12	26222.64	26947.62	现金流量净额	-3037.90	1992.71	3517.57	2645.24

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免責聲明

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>

