

电子

2017年10月09日

# 深天马 A (000050)

——大陆领先的中小尺寸 TFT-LCD 面板厂商，AMOLED 产能爬升中——A 股电子代表标的业绩拆分以及产业核心假设剖析系列十一

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

市场数据：2017年09月29日

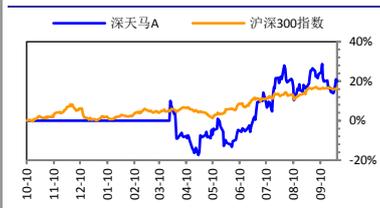
收盘价(元)	22.51
一年内最高/最低(元)	24.35/15.38
市净率	2.2
息率(分红/股价)	0.27
流通A股市值(百万元)	31537
上证指数/深证成指	3348.94/11087.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	10.15
资产负债率%	42.41
总股本/流通A股(百万)	1401/1401
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王谋 A0230517080003  
wangmou@swsresearch.com

联系人

王谋  
(8621)23297818×7321  
wangmou@swsresearch.com

投资要点：

- 1H17 深天马 A 营收 99%来自面板及其模组，受益于 4Q17~1Q17 智能手机、TV 下游需求回暖，公司 1Q17 净利润增 148%。2Q17 受供应链存货积压以及智能手机因全面屏延后发布出货的影响，中小尺寸面板下游需求疲弱，公司 2Q17 毛利率、净利润环比下滑。
- 我们假设 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口，供需环境健康，在此假设下，我们主要通过预测深天马 A 产能和价格趋势建立公司盈利预测模型。与京东方 A 的预测逻辑一致，由于不同尺寸、不同下游领域的面板价格变化较快，另外公司亦可灵活调整产品的尺寸、下游领域结构，因此以片为单位的供给 ASP 很难预测和跟踪。因此我们将以千片为单位的产能转换为以千平方米为单位的产能，以此建立深天马 A 的盈利预测模型。
- 我们以群智咨询每月公布的 Mobile 面板模组价格为基础，用公司 a-Si 产能和 LTPS 产能比例进行加权计算出 ASP 代表深天马 A 所有 TFT-LCD 面板的价格趋势。需要特别注意的是，全面屏趋势对申万宏源根据面积计算 ASP 的模型影响有限。我们假设单块全面屏涨价 25%，主因有二，一是面板尺寸增加，成本和售价自然增加，面板尺寸增加的幅度约为 15%~18%；二是面板比例变化后对面板厂切割效率的影响，单块面板摊销的成本更大，我们预计其对定价的影响约为 7%。不考虑产业整体供需变化，我们认为面板厂商的利润率将维持在一个较稳定的水平，中长期与全面屏趋势无太大关系，价格仅由成本驱动。
- 首次覆盖，给予“增持”评级。目前公司重大资产重组已获国务院国资委批复，我们认为公司本次发行股份购买资产通过证监会核准概率大，为更好反映公司成长趋势，从 2017 年开始我们将重组资产考虑入模型，预计深天马 A 2017~2019 年备考营业收入为 217.4、309.1 和 380.3 亿元，备考净利润为 18.5、32.6 和 37.8 亿元，基本每股收益为 1.32、2.33 和 2.70 元，考虑增发摊薄后的每股收益为 0.86、1.51 和 1.75 元，当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 26x、15x 和 13x。参考 A 股可比面板上市公司京东方 A，其 2018 年 EPS 预计为 0.31，对应的 PE 为 14.4x。我们预计深天马 A 2018 年 EPS 为 1.51 元，对应 PE 为 14.9x，考虑到我们预计 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口，供需环境健康，且短期 3Q17~4Q17 全面屏价格环境或继续走好，公司专注于中小尺寸面板，3Q17~4Q17 业绩有望实现高增长，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：增发未获证监会核准、LTPS LCD 面板降价快、全面屏供给增加；

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,737	6,204	21,739	30,913	38,026
同比增长率(%)	1.96	24.83	102.50	42.20	23.00
净利润(百万元)	569	448	1,848	3,259	3,780
同比增长率(%)	2.61	69.15	224.60	76.40	16.00
每股收益(元/股)	0.41	0.32	1.32	2.33	2.70
毛利率(%)	20.2	22.1	24.7	25.1	24.4
ROE(%)	4.1	3.1	6.4	10.2	10.5
市盈率	55	17	10	10	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

注：净利润、EPS 和市盈率请参考正文备考数据；



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

## 投资案件

### 投资评级与估值

目前公司重大资产重组已获国务院国资委批复,我们认为公司本次发行股份购买资产通过证监会核准概率大,为更好反映公司成长趋势,从2017年开始我们将重组资产考虑入模型,预计深天马A 2017~2019年备考营业收入为217.4、309.1和380.3亿元,备考净利润为18.5、32.6和37.8亿元,基本每股收益为1.32、2.33和2.70元,考虑增发摊薄后的每股收益为0.86、1.51和1.75元,当前股价对应2017~2019年PE为26x、15x和13x。

参考A股可比面板上市公司京东方A,其2018年EPS预计为0.31,对应的PE为14.4x。我们预计深天马A 2018年EPS为1.51元,对应PE为14.9x,考虑到我们预计2017~2018年全球TFT-LCD面板产能供给仍有缺口,供需环境健康,且短期3Q17~4Q17全面屏价格环境或继续走好,公司专注于中小尺寸面板,3Q17~4Q17业绩有望实现高增长,首次覆盖,给予“增持”评级。

### 关键假设点

我们假设2017~2018年全球TFT-LCD面板产能供给仍有缺口,供需环境健康(虽不如4Q16~1Q17),在此假设下,我们主要通过预测2017~2019年深天马A产能和价格趋势建立公司盈利预测模型;

与京东方A的预测逻辑一致,由于不同尺寸、不同下游领域的面板价格变化较快,另外公司亦可灵活调整产品的尺寸、下游领域结构,因此以片为单位的供给ASP很难预测和跟踪。因此我们将以千片为单位的产能转换为以千平方米为单位的产能,以此建立深天马A的盈利预测模型。合理性可参照台湾友达的披露方法,友达公布每季度公司出货面积数据(平方米)以及每平方米单价;

我们以群智咨询每月公布的Mobile面板模组价格为基础,用公司a-Si产能和LTPS产能比例进行加权计算出ASP代表深天马A所有TFT-LCD面板的价格趋势。需要特别注意的是,全面屏趋势对申万宏源根据面积计算ASP的模型影响有限。我们假设单块全面屏涨价25%,主因有二,一是面板尺寸增加,成本和售价自然增加,面板尺寸增加的幅度约为15%~18%;二是面板比例变化后对面板厂切割效率的影响,单块面板摊销的成本更大,我们预计其对定价的影响约为7%。不考虑产业整体供需变化,我们认为面板厂商的利润率将维持在一个较稳定的水平,中长期与全面屏趋势无太大关系,价格仅由成本驱动;

另外一个非常重要的假设是,我们认为包括深天马A在内的面板厂商应用于全面屏的切割比例和产线的将在3个季度内陆续调整完毕,不考虑产业整体供需变化,产业利润率将较快恢复正常水平。在未来三个季度季,我们预计由于全面屏产能较为紧张,且考虑到下游智能手机需求景气度较高,全面屏面板ASP涨幅将超过成本涨幅,毛利率有所提升。但我们认为,由于全面屏的产线调整并无壁垒,未来价格将回到正常的下

降趋势。值得注意的是，未来 3 个季度，智能手机全面屏渗透率仍然较低，因此短期内全面屏涨价对产业营收和业绩的影响更为有限；

### 有别于大众的认识

我们对深天马 A 盈利的预测判断与市场大众相比，有以下区别：

1、 基于丰富的海内外各领域的研究经验，以及对全球供应链景气的长期跟踪，我们对产业核心需求和趋势的假设和逻辑更值得参考。例如，我们充分参考和审慎考虑了海外供应链友达、LGD 和群创光电的预计。

2、 产业和公司盈利预测基于详尽的全球数据，包括 IDC、Dramexchange、ihs 等，方便投资者进一步分析和判断。我们对深天马 A 面板收入的模型假设基于群智咨询面板价格预计，并参考了友达的内部核算模型，我们对面板类公司的有效建模是市场唯一的。

3、 提供标的公司的季度盈利跟踪，便于投资者判断预期差。截止目前，我们能够提供深天马 A 市场唯一的季度盈利预测。

### 股价表现的催化剂

增发获证监会核准、LTPS LCD 面板价格坚挺、全面屏产能供给迟缓；

### 核心假设风险

增发未获证监会核准、LTPS LCD 面板降价快、全面屏供给增加；

## 目录

---

<b>1. 深天马 A：大陆领先的中小尺寸 TFT-LCD 面板厂商，AMOLED 产能爬升中 .....</b>	<b>6</b>
1.1 4Q16~1Q17 智能手机、TV 景气上行拉动面板业绩大增 .....	6
1.2 加码 LTPS LCD 及 AMOLED 面板投资 .....	9
<b>2. 深天马业务拆分和费用假设 .....</b>	<b>10</b>
2.1 业务拆分和核心假设 .....	10
<b>3. 首次覆盖，给予“增持”评级 .....</b>	<b>13</b>

## 图表目录

图 1: 深天马第一大股东为中航国际控股, 实际控制人是国资委.....	6
图 2: 1H17 深天马收入结构 .....	8
图 3: 公司营收增速环比持续改善, 百万元 .....	9
图 4: 2Q17 公司净利润增速环比下滑, 百万元 .....	9
图 5: 公司 2Q17 毛利率下滑, 百万元 .....	9
图 6: 公司库存和应收周转持续改善, 天.....	9
图 7: 2017 年智能手机面板模组价格趋势.....	12
图 8: 2017~2018 年 LCD LCM 均价环比增速预计, %.....	12
图 9: 2017 年智能手机面板模组价格趋势.....	13
图 10: 深天马 A PE Band .....	14
图 11 深天马 A PB Band.....	14
表 1: 深天马 A 面板产品 (部分) 技术和下游应用明细.....	7
表 2: 深天马主要子公司营收和利润规模 (2016 年) .....	8
表 3: 深天马产能结构.....	10
表 4: 深天马 A 2017~2019 年产能 (千片) 整理和预测.....	11
表 5: 深天马 A 2017~2019 年产能 (千平方米) 整理和预测.....	11
表 6: 深天马 A 可比公司估值表.....	13
表 7: 深天马 A 利润表 (备考) .....	15

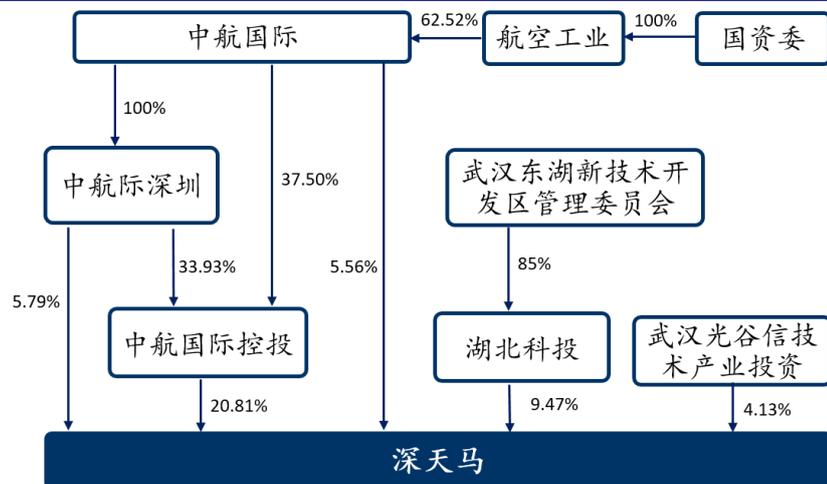
# 1. 深天马 A：大陆领先的中小尺寸 TFT-LCD 面板厂商，AMOLED 产能爬升中

天马微电子股份有限公司成立于 1983 年，主营业务和产品为中小尺寸 TFT-LCD 面板，自主掌握包括 LTPS-TFT、AMOLED、Oxide-TFT 以及 IN-CELL/ON-CELL 一体式触控等领先技术。公司现有产能包括 4.5 代 a-Si、5 代 a-Si、5.5 代 LTPS、5.5 代 AMOLED、6 代 LTPS、6 代 LTPS AMOLED 等多条产线，其中上海 5.5 代刚性 AMOLED 产线已量产交付，厦门 6 代 LTP-TFT 产线在中国大陆率先点亮并量产交付，武汉 6 代 LTPS AMOLED 产线正在建设中。2016 年，公司中小尺寸模组出货量继续保持全球领先，并在高端医疗、航空娱乐、航海、VOIP 等领域市场份额排名全球第一。

## 1.1 4Q16~1Q17 智能手机、TV 景气上行拉动面板业绩大增

深天马 A 控股股东为中航国际，实际控制人为国务院国资委。公司成立于 1983 年，1994 年改组为股份公司，1995 年在深圳证券交易所上市。1984~1993 年公司陆续建成 TN-LCD、STN-LCD 产线，2003 年建成 CSTN-LCD 产线，2006 年子公司上海天马成立并投建第一条 4.5 代 TFT-LCD 产线，2008 年成都子公司和武汉子公司陆续投建 4.5 代线 TFT-LCD 产线，2009 年收购上海广电 NEC 一条 5 代线 TFT-LCD 产线，2010 年上海天马投建国内首条 4.5 代 AMOLED 中试线（2014 年上海天马有机发光投建第一条 5.5 代 AMOLED 量产线），2011 年深圳子公司收购日本 NLT 公司一条 2 代和一条 3 代 TFT-LCD 产线，厦门天马投建国内首条 5.5 代 LTPS 产线，2014 年厦门天马投建 6 代 LTPS 产线，2015 年武汉天马投建 6 代 LTPS AMOLED 产线。

图 1：深天马第一大股东为中航国际控股，实际控制人是国资委



资料来源：公司 2017 年中报、申万宏源研究

公司主营产品包括 a-Si LCD 面板、LTPS LCD 面板、LTPS AMOLED 面板及其模组。公司产品以中小尺寸应用为主，涵盖 1.44"-21" 各类下游应用所需。公司产品亦包括面板模

组，目前公司面板产品多以模组（LCM）形式出货。公司面板产品下游应用包括智能手机、平板电脑、车载显示、医疗显示、工业仪表、智能穿戴和智能家居等众多领域，明细如下：

表 1：深天马 A 面板产品（部分）技术和下游应用明细

产品类型	产品特性	产品细分	尺寸	分辨率	可用面积 (毫米)	应用领域	
A-si 非晶硅	a-Si 为非晶硅技术，是目前应用最广的一种，技术简单、成本低廉，但开关所占的像素本身的面积很大导致亮度无法做得很高（也就是开口率低），另外 PPI 也只能做到约 200PPI 的水平。	HD	6.5"	720×1280	80.75×143.23	 移动电话应用	 数码相机/便携式DVD...
			6"	720×1280	74.52×132.48		
			5.7"	720×1280	71.28×126.72	 数码相机/摄像机应用	 平板电脑应用
			5.5"	720×1280	68.04×120.96		
			5.3"	720×1280	65.88×117.12		
			5"	720×1280	62.10×110.40		
		qHD	6"	540×960	74.52×132.48	 工业显示应用	 医疗显示应用
			5.5"	540×961	68.04×120.96		
			5.0"	540×962	61.97×110.16	 车载显示应用	
			4.7"	540×963	57.10×103.10		
		FWVGA	4.5"	540×964	55.48×98.64		
			5"	480×854	61.56×109.53		
			4.5"	480×855	55.44×98.64		
HVGA	4.02"	480×856	50.04×89.03				
LTPS 低温多晶硅	LTPS (Low Temperature Poly-silicon) 低温多晶硅技术是为了解决单晶硅的缺点开发而来，LTPS 比起 a-Si，把外围电路集成到面板基板的可操作更强，载流子移动速度更快，面板的设计更简单，PPI 最高可实现 500+，一般在 300PPI 以上的都是采用这种技术。并且是下一代新型显示技术 AMOLED 最主要的背板驱动技术。	WQHD	5.5"	1440 x 2560	68.04 x 120.96	 移动电话应用	
			5.2"	1440 x 2560	64.37 x 114.43		
		FHD	6.4"	1080 x 1920	80.19×142.56	 平板电脑应用	
			6"	1081 x 1920	74.52×132.48		
			5.5"	1082 x 1920	68.04×120.96		
		5"	1083 x 1920	61.88×110.02			
		HD	6"	720 x 1280	74.52×132.48		
			5"	721 x 1280	65.00×119.75		
			5.0"	722 x 1280	63.78×116.56		
			4.7"	723 x 1280	58.10×103.30		
TP On-cell	该技术将触摸屏集成在面板中显示模组，完成产品一体化。技术方案主要是将触摸屏嵌入到显示屏的彩色滤光片基板和偏光片之间	FWVGA	5.5"	540 x 960	68.04×120.96	 移动电话应用	
			5"	541 x 960	61.97×110.16		
		HD	5.5"	720 x 1280	68.04×120.96		
			5"	720 x 1280	62.10×110.40		
TP In-cell	该技术与 On-Cell 技术类似，将触摸屏集成在面板中显示模组，完成产品一体化。In-Cell 的技术特征是将将触摸面板功能嵌入到液晶像素中。	HD	4.7"	720 x 1280	58.10×103.30	 智能穿戴应用	
			5"	720 x 1280	62.10×110.40		

资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司产能分布于深圳、上海、成都、武汉、厦门、日本，分别由不同子公司负责营运。公司自 1983 年成立后先后在成都、武汉等城市投建 TFT 面板产线。2017 年公司收购集团内资产厦门天马和天马有机发光，向上市公司注入优质 LTPS 和 AMOLED 面板资产，表 2 为截止 2016 年底公司子公司情况，尚未包含厦门子公司。厦门子公司拥有一条 5.5 代和一条 6 代线 LTPS LCD 产线。

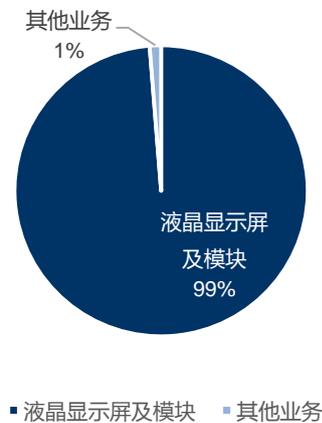
表 2：深天马主要子公司营收和利润规模（2016 年）

子公司	所在地	持股比例%	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
武汉天马微电子有限公司	武汉	100.00	43.80	0.14
上海中航光电子有限公司	上海	100.00	21.55	2.91
成都天马微电子有限公司	成都	100.00	10.04	0.39
上海天马微电子有限公司	上海	100.00	24.85	1.85
上海天马有机发光显示技术有限公司	上海	40.00	0.00	-0.16
NLT Technologies, Ltd.	日本	100.00	17.39	0.48

资料来源：公司 2016 年报、申万宏源研究

1H17 深天马 A 营收中 99% 来自于面板及其模组，受益于 4Q17~1Q17 智能手机、TV 下游需求回暖，公司 1Q17 营业收入增 18%，净利润增 148%。2Q17 受供应链存货积压以及智能手机因全面屏延后发布出货的影响，中小尺寸面板下游需求疲弱，公司 2Q17 毛利率环比下滑，净利润增长不及 1Q17。公司三费占比较为平稳，存货周转以及应收账款周转环比持续改善。

图 2：1H17 深天马收入结构



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3: 公司营收增速环比持续改善, 百万元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 2Q17 公司净利润增速环比下滑, 百万元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 5: 公司 2Q17 毛利率下滑, 百万元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 6: 公司库存和应收周转持续改善, 天



资料来源: Wind, 申万宏源研究

## 1.2 加码 LTPS LCD 及 AMOLED 面板投资

天马有机发光刚性 AMOLED 面板 HD 和 FHD 已量产出货, 武汉天马 AMOLED 6 代线刚性/柔性面板已点亮。公司子公司上海天马有机发光于 2014 年投建 5.5 代线 AMOLED 面板产线, 2016 年实现量产出货, 产品包括 HD、FHD。天马有机发光亦在投建扩产线。当前上海有机发光量产线产能规划 1.5 万片/月, 包括扩产线产能规划为 3 万片/月。同时, 公司子公司武汉天马 6 代线 AMOLED 产线刚性和柔性面板产品于 2017 年 4 月点亮, 当前规划产能 3 万片/月, 公司预计在 2017 年年内量产。

表 3: 深天马产能结构

厂址	规格	代数	设计产能 (万片/月)	尺寸 (mm)	发展情况
上海	a-si	4.5	3 万	730*920	2006 年 8 月建设, 2008-2009 年量产
	a-si	5	7.5 万	1100*1300	原上海广电 NEC 资产, 2012 年完成改造
	AMOLED	4.5	中试	730*920	2009 年 7 月建设, 2012 年 9 月投产, 后续或向柔性基板产线方向改造
	AMOLED	5.5	1.5 万	650*750	2014 年 3 月建设, 2016 年第 5.5 代 AMOLED 产线 FHD 产品已实现量产交付
成都	a-si	4.5	4.5 万	730*920	2014 年 3 月建设
武汉	a-si	4.5	4.5 万	730*920	2011 年投产
	CF	4.5		730*920	2008 年 11 月建设, 已量产
	LTPS-AMOLED	6	3 万	1500*1850	2017 年 4 月 20 日在武汉成功点亮
秋田	a-si	2	3 万	370*470	原 NLT 自有工厂
	a-si	3	2 万	550*650	原 NLT 自有工厂
厦门	LTPS	5.5	3 万	1300*1500	2011 年 3 月投建, 2015 年 8 月满产满销
	LTPS	6	3 万	1500*1850	2014 年 12 月投建, 2016 年 9 月量产

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

公司加快厦门天马 LTPS LCD 面板产能释放。2017 年 9 月公司公告拟募集 19 亿元用于“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”。

## 2. 深天马业务拆分和费用假设

### 2.1 业务拆分和核心假设

我们假设 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口, 供需环境健康 (虽不如 4Q16~1Q17), 佐证包括:

1、2Q17 台湾友达业绩说明会认为: 3Q17 在传统上是高产季度, 公司预计厂商的价格调整将进入尾声, 同时将会展开积极营销, 出货将趋稳。公司预计 3Q17 大尺寸面板出货量及 ASP 环比持平或略微上涨, 中小尺寸面板出货量预计亦环比持平。公司认为虽然 2H17 电视面板虽有变数但是整体并不悲观, 公司认为 2H17 产能增长在 3% 左右, 需求增长预计在 4~5%, 包括智能手机在内的整体库存水平健康。公司认为目前为止看不到 2018 年产能有激进的增长, 当前预计 2018 年供需健康。

2、2Q17 台湾群创光电业绩说明会认为: 预计 3Q17 大尺寸面板出货量将环比增 2~5%, 价格环比下滑 2~5%, 中小尺寸面板出货量环比增 5~8%, 价格环比上升 2~5%。公司认为, 2017 年笔记本电脑出货需求强劲, 1H17 与 2H17 需求较为平衡。公司认为 Q3~Q4 中小尺寸面板需求恢复, 公司将小幅提升 Q3 均价。

3、2Q17 韩国大厂 LGD 业绩说明会认为: 大 TV 面板总体需求供给格局未发生大的改变, TV 面板未来降价空间有限, 即使 TV 市场仍旧低迷, 价格回调也将相对温和。

在此假设下, 我们主要通过预测 2017~2019 年深天马 A 产能和价格趋势建立公司盈利预测模型。

通过公开信息和公司调研，我们将京东方现有产能以及未来产能爬升预计整理如下：

表 4：深天马 A 2017~2019 年产能（千片）整理和预测

地址	基板类型	世代	16A	17E				18E				17E	18E	19E	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
成都	a-Si LCD	4.5	540	135	135	135	135	135	135	135	135	135	540	540	540
武汉	a-Si LCD	4.5	540	135	135	135	135	135	135	135	135	135	540	540	540
上海	a-Si LCD	4.5	360	90	90	90	90	90	90	90	90	90	360	360	360
上海	a-Si LCD	5	900	225	225	225	225	225	225	225	225	225	900	900	900
厦门	LTPS LCD	5.5	360	90	90	90	90	90	90	90	90	90	360	360	360
厦门	LTPS LCD	6	30	45	45	60	60	75	75	90	90	90	210	330	360
秋田	a-Si LCD	2	360	90	90	90	90	90	90	90	90	90	360	360	360
秋田	a-Si LCD	3	240	60	60	60	60	60	60	60	60	60	240	240	240
上海	rigid OLED	5.5	15	15	15	30	45	45	45	45	45	45	105	180	180
武汉	LTPS OLED	6	0	0	0	0	15	15	30	30	45	15	120	240	

资料来源：申万宏源研究

与京东方 A 的预测逻辑一致，由于不同尺寸、不同下游领域的面板价格变化较快，另外公司亦可灵活调整产品的尺寸、下游领域结构，因此以片为单位的供给 ASP 很难预测和跟踪。因此我们将以千片为单位的产能转换为以千平方米为单位的产能，以此建立深天马 A 的盈利预测模型。合理性可参照台湾友达的披露方法，友达公布每季度公司出货面积数据（平方米）以及每平方米单价。经过转换的深天马 A 产能整理如下：

表 5：深天马 A 2017~2019 年产能（千平方米）整理和预测

地址	基板类型	世代	16A	17E				18E				17E	18E	19E	
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
成都	a-Si LCD	4.5	361.8	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	361.8	361.8	361.8
武汉	a-Si LCD	4.5	361.8	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	90.5	361.8	361.8	361.8
上海	a-Si LCD	4.5	241.2	60.3	60.3	60.3	60.3	60.3	60.3	60.3	60.3	60.3	241.2	241.2	241.2
上海	a-Si LCD	5	1287.0	321.8	321.8	321.8	321.8	321.8	321.8	321.8	321.8	321.8	1287.0	1287.0	1287.0
厦门	LTPS LCD	5.5	702.0	175.5	175.5	175.5	175.5	175.5	175.5	175.5	175.5	175.5	702.0	702.0	702.0
厦门	LTPS LCD	6	83.3	124.9	124.9	166.5	166.5	208.1	208.1	249.8	249.8	249.8	582.8	915.8	999.0
秋田	a-Si LCD	2	62.6	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	62.6	62.6	62.6
秋田	a-Si LCD	3	85.8	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	85.8	85.8	85.8
上海	rigid OLED	5.5	29.3	29.3	29.3	58.5	87.8	87.8	87.8	87.8	87.8	87.8	204.8	351.0	351.0
武汉	LTPS OLED	6	0.0	0.0	0.0	0.0	41.6	41.6	83.3	83.3	124.9	41.6	333.0	666.0	

资料来源：申万宏源研究

我们以群智咨询每月公布的 Mobile 面板模组<sup>1</sup>价格为基础，用公司 a-Si 产能和 LTPS 产能比例进行加权计算出 ASP 代表深天马 A 所有 TFT-LCD 面板的价格趋势。需要特别注意的是，全面屏趋势对申万宏源根据面积计算 ASP 的模型影响有限。我们假设单块全面屏涨价 25%<sup>2</sup>，主因有二，一是面板尺寸增加，成本和售价自然增加，面板尺寸增加的幅度约为 15%~18%<sup>3</sup>；二是面板比例变化后对面板厂切割效率的影响，单块面板摊销的成本更大，我

<sup>1</sup> 深天马 A 大部分面板以模组形式出货；

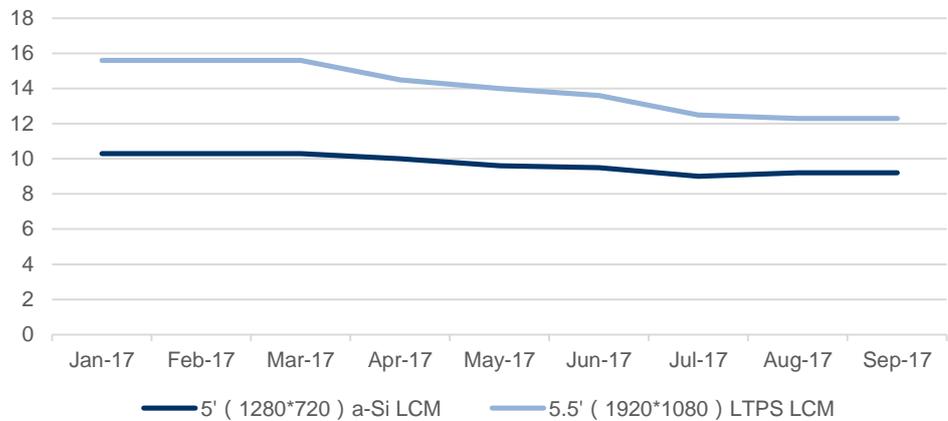
<sup>2</sup> 根据申万宏源调研

<sup>3</sup> 根据申万宏源调研；

们预计其对定价的影响约为 7%。不考虑产业整体供需变化，我们认为面板厂商的利润率将维持在一个较稳定的水平，中长期与全面屏趋势无太大关系，价格仅由成本驱动。

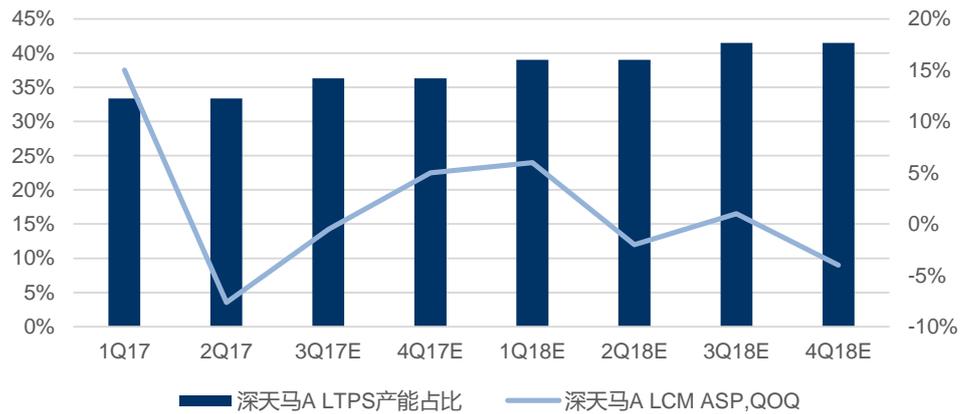
另外一个非常重要的假设是，我们认为包括深天马 A 在内的面板厂商应用于全面屏的切割比例和产线的将在 3 个季度内陆续调整完毕，不考虑产业整体供需变化，产业利润率将较快恢复正常水平。在未来三个季度季，我们预计由于全面屏产能较为紧张，且考虑到下游智能手机需求景气度较高，全面屏面板 ASP 涨幅将超过成本涨幅，毛利率有所提升。但我们认为，由于全面屏的产线调整并无壁垒，未来价格将回到正常的下降趋势。值得注意的是，未来 3 个季度，智能手机全面屏渗透率仍然较低，因此短期内全面屏涨价对产业营收和业绩的影响更为有限。

图 7：2017 年智能手机面板模组价格趋势，\$



资料来源：群智咨询，申万宏源研究

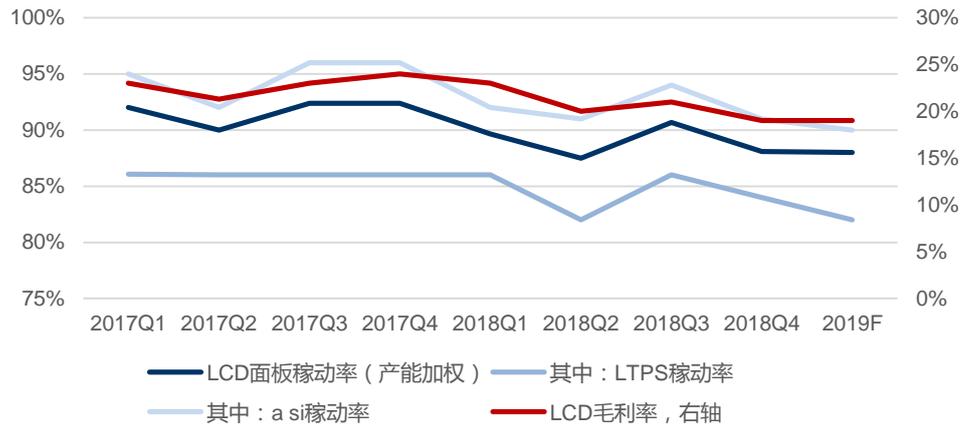
图 8：2017~2018 年 LCD LCM 均价环比增速预计，%



资料来源：申万宏源研究

参考京东方 A，根据申万宏源对全球面板供需景气的紧密跟踪，以及以上对全面屏的讨论，我们对深天马 A 预测期内产线稼动率和毛利率预计如下：

图 9: 2017~2019 年公司稼动率和毛利率趋势预计, %



资料来源: 申万宏源研究

### 3. 首次覆盖, 给予“增持”评级

目前公司重大资产重组已获国务院国资委批复, 我们认为公司本次发行股份购买资产通过证监会核准概率大, 为更好反映公司成长趋势, 从 2017 年开始我们将重组资产考虑入模型, 预计深天马 A 2017~2019 年备考营业收入为 217.4、309.1 和 380.3 亿元<sup>4</sup>, 备考净利润为 18.5、32.6 和 37.8 亿元, 基本每股收益为 1.32、2.33 和 2.70 元, 考虑增发摊薄后的每股收益为 0.86、1.51 和 1.75 元, 当前股价对应 2017~2019 年 PE 为 26x、15x 和 13x。

参考 A 股可比面板上市公司京东方 A, 其 2018 年 EPS 预计为 0.31, 对应的 PE 为 14.4x。我们预计深天马 A 2018 年 EPS 为 1.51 元, 对应 PE 为 14.9x, 考虑到我们预计 2017~2018 年全球 TFT-LCD 面板产能供给仍有缺口, 供需环境健康, 且短期 3Q17~4Q17 全面屏价格环境或继续走好, 公司专注于中小尺寸面板, 3Q17~4Q17 业绩有望实现高增长, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 6: 深天马 A 可比公司估值表

代码	简称	股价	市值 (亿元)	EPS LTM	EPS			PE			EPS Growth			PB		
					17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E	17E	18E	19E
000725	京东方 A	4.40	1,531	0.05	0.24	0.31	0.41	18.2	14.4	10.8	349%	26%	33%	1.8	1.6	1.4
000050	深天马 A	22.51	315	0.41	0.86	1.51	1.75	26.2	14.9	12.9	112%	76%	16%	2.5	2.3	2.0

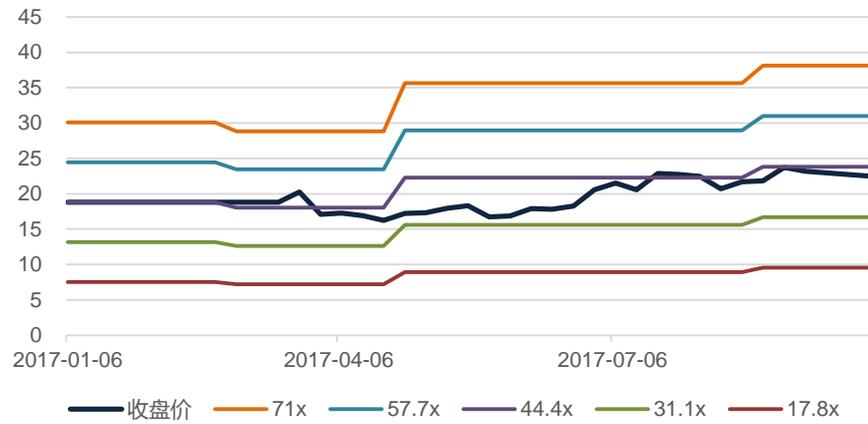
资料来源: Wind, 申万宏源研究

注: 深天马 A 盈利预测来源于申万宏源, 其余来自于 Wind;

注: 基准日期为 2017 年 9 月 29 日;

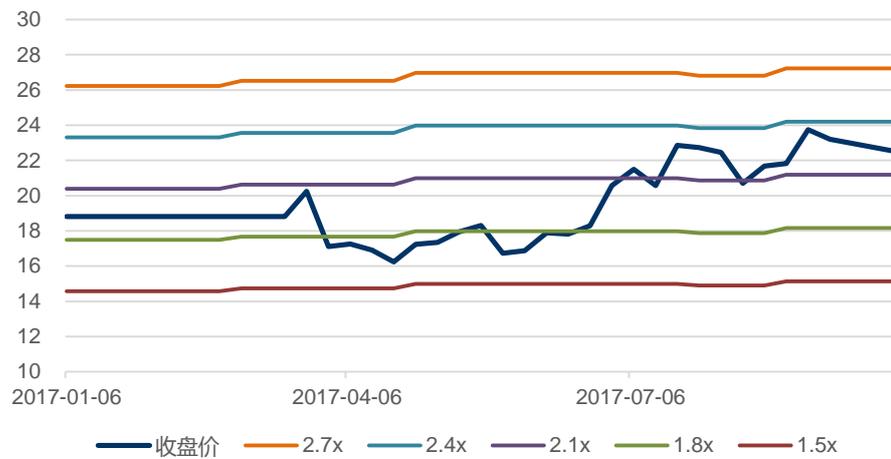
<sup>4</sup> 备考收入和利润与公司未完成增发前口径存在差异;

图 10: 深天马 A PE Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11 深天马 A PB Band



资料来源: Wind, 申万宏源研究

**表 7: 深天马 A 利润表 (备考)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9322.4	10530.0	10736.8	21739.3	30912.9	38025.8
营业总成本	9166.3	10511.0	10381.1	20136.5	27673.8	34187.8
营业成本	7583.5	8809.7	8569.7	16372.7	23144.2	28730.0
营业税金及附加	13.8	9.2	48.0	97.1	138.1	169.9
销售费用	287.6	332.0	343.4	683.8	972.4	1196.2
管理费用	1000.8	1270.5	1457.4	2480.9	3218.6	3845.1
财务费用	186.7	(2.0)	(137.4)	412.0	72.5	89.2
资产减值损失	85.3	88.3	107.6	90.0	128.0	157.4
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	(8.7)	(3.2)	7.7	0.0	0.0	0.0
三、营业利润	156.1	19.0	355.7	1602.8	3239.1	3838.1
营业外收入	620.7	589.9	343.3	518.0	518.0	518.0
营业外支出	1.9	1.0	5.9	6.0	6.0	6.0
四、利润总额	774.9	607.9	693.1	2114.8	3751.1	4350.1
所得税	87.9	52.4	123.9	266.7	491.9	570.4
五、净利润	686.9	555.6	569.2	1848.0	3259.2	3779.6
少数股东损益	74.3	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	612.7	554.7	569.2	1848.0	3259.2	3779.6

资料来源: 申万宏源研究

## 财务摘要

### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,219	9,387	29,600	37,261	44,907
现金及等价物	7,342	4,463	21,626	26,760	32,454
应收款项	2,324	3,477	5,453	7,069	8,315
存货净额	1,387	1,082	2,156	3,068	3,773
其他流动资产	167	365	365	365	365
长期投资	301	330	330	330	330
固定资产	8,389	9,957	9,539	9,121	8,703
无形资产及其他资产	1,719	2,005	2,006	2,002	2,000
资产总计	21,629	21,679	41,475	48,715	55,941
流动负债	6,125	5,404	9,952	13,543	16,599
短期借款	1,226	269	634	595	657
应付款项	4,555	4,594	8,777	12,407	15,401
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2,255	2,517	2,696	3,086	3,476
负债合计	8,380	7,920	12,648	16,629	20,075
股本	1,401	1,401	2,159	2,159	2,159
资本公积	11,338	11,338	23,589	23,589	23,589
盈余公积	142	159	215	315	430
未分配利润	471	939	2,730	5,890	9,555
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	13,248	13,759	28,827	32,086	35,866
负债和股东权益合计	21,629	21,679	41,475	48,715	55,941

资料来源：申万宏源研究

### 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	556	569	1,848	3,259	3,780
加：折旧摊销减值	1,459	1,252	510	548	577
财务费用	45	-105	412	73	89
非经营损失	-8	34	0	0	0
营运资本变动	2,409	-773	1,043	974	887
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	4,459	981	3,813	4,854	5,333
资本开支	1,656	3,031	4	-2	0
其它投资现金流	0	-21	0	0	0
投资活动现金流	-1,631	-3,042	-4	2	0
吸收投资	4,718	0	13,009	0	0
负债净变化	-378	-782	756	351	451
支付股利、利息	209	127	412	73	89
其它融资现金流	-494	-46	0	0	0
融资活动现金流	3,638	-955	13,353	278	362
净现金流	6,524	-2,875	17,163	5,134	5,695

资料来源：申万宏源研究

**重要财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.41	1.32	2.33	2.70
每股经营现金流	3.18	0.70	2.72	3.46	3.81
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	9.46	9.82	20.57	22.90	25.60
关键运营指标(%)					
ROIC	0.2	1.5	17.3	33.2	47.3
ROE	4.2	4.1	6.4	10.2	10.5
毛利率	16.3	20.2	24.7	25.1	24.4
EBITDA Margin	13.2	12.6	11.2	12.1	11.4
EBIT Margin	0.2	2.0	9.3	10.7	10.3
收入同比增长	13.0	2.0	102.5	42.2	23.0
净利润同比增长	-9.5	2.6	224.6	76.4	16.0
资产负债率	38.8	36.5	30.5	34.1	35.9
净资产周转率	0.79	0.78	0.75	0.96	1.06
总资产周转率	0.49	0.50	0.52	0.63	0.68
有效税率	8.6	18.1	12.6	13.1	13.1
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	56.9	55.4	17.1	9.7	8.3
P/B	2.4	2.3	1.1	1.0	0.9
EV/Sale	2.6	2.8	0.6	0.3	0.1
EV/EBITDA	19.7	21.8	5.3	2.2	0.7

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。