

## 资产注入依然是最大看点 等待行业拐点还需时日

### 深天马 A (000050)

行业：电子

2011.11.15

评级：中性

当前价格：8.28 元/股

52 周股价走势图



分析师

肖超

执业证书号：S0320511060001

联系人：陈洁怡

联系电话：020-87322668

联系电邮：chenjy@gzs.com.cn

相关报告

广证研究

### 事件

我们于11月14日前往深圳天马微电子进行实地调研。

### 投资要点

- 行业不景气、人力成本上升与武汉天马产能爬坡拖累前三季度业绩。公司前三季度实现营收33.52亿元，同比增长43.74%；归属上市公司股东净利润4919.57万，同比下降28.77%；基本每股收益0.09元，同比下降28.33%；综合毛利率12.78%，同比下降4.41个百分点。公司收入快速上升主要是成都天马量产合并报表所致；但今年以来面板行业不景气导致产品价格下降较快，而人力成本上升（主要是深圳事业部人力成本上升）与武汉天马产能爬坡均提高了公司的营运成本，导致盈利能力有所下降。
- 深圳事业部成为行业低迷背景下公司业绩的重要支撑。深圳事业部目前有两条STN/TN线、一条CSTN线以及两条TFT模组线。生产产品主要是工业用的仪表盘和车载用显示屏，由于TFT LCD替代CSTN/STN/TN已经完成，许多国际巨头均退出该领域，因此竞争并不激烈；同时，工业品显示屏的价格变化慢、更新周期慢，利润率高，因此公司针对工业用仪表盘和车载用显示屏产品的毛利率一直维持在15%的毛利率。在液晶面板行业普遍亏损的情况下，深圳事业部成为公司稳定的利润来源。公司未来将在巩固该业务同时，尝试切入更高端的工业用CSTN/STN/TN产品。公司去年放量的3D眼镜镜片目前出货稳定，但占比不大。
- 上海天马产能利用率高，成都天马和武汉天马依然在爬坡期。作为公司的TFT的全国布局，上海天马、成都天马和武汉天马各自拥有一条4.5代生产线，设计产能是月产3万片。公司对其分别拥有30%、30%和10%的股权，其中上海天马和成都天马并入合并报表，而武汉天马交由上海天马托管。上海天马目前产能利用率依然在90%以上，且拥有全国的研发平台支持其自身以及成都天马和武汉天马的发展，上海天马产能爬坡经验使得成都天马和武汉天马的

爬坡周期大为缩短，目前成都天马月产能也接近设计产能的90%，产能建设顺利和快速。

- **5代线的加入丰富了产品线，彩色滤光片的生产完整产业链。**除了上海天马受托管理武汉天马以外，公司还受托管理中航光电子的5代线，从而使公司在4.5代线的基础上丰富了其中小尺寸生产线的布局。中航光电子5代线过去集中做电脑显示屏，竞争激烈，盈利并不理想。公司管理以后，拓宽其应用领域，并对生产线进行调试和整改，今年业绩预计不亏不赢，明年有望产生利润贡献。公司除了在产品线丰富上加大力度，在产业链上也加大垂直整合力度；武汉天马除建设月产3万片TFT面板外，还将建设供上海、成都和武汉天马使用的月产9万片彩色滤光片，彩色滤光片占TFT面板成本的20%-30%，将彩色滤光片成功整合到公司内部以后，公司的盈利能力和毛利率有望提升。
- **明年将会切入低端智能手机，但占比不高。**公司目前产品超50%以上面板应用于手机屏幕，但绝大部分是中低端功能手机，公司今年通过了部分中低端智能手机认证，明年会逐步对智能手机供货，但预计占比不大。公司成功开拓了国际手机终端品牌商，但目前国际客户给予公司的订单都较为低端，附加值较低，未来公司将争取进入更高附加值的智能手机产业链中。
- **AMOLED量产未有时间表，将积极研发AMOLED和LTPS。**公司中报公告其AMOLED技术已经顺利通过中试，目前产能是1000张/月。但由于AMOLED对基础原材料和设备的要求都非常高；而量产需要上新的生产线，且投资额超100亿元，目前AMOLED项目投产依然有较大的不确定因素。公司将会继续密切关注AMOLED和LTPS的发展，但何时量产AMOLED并未有明确的时间表。
- **资产注入申请二次被否，但长远仍需继续整合。**公司的第二次向大股东定向增发注入上海天马资产的应用被证监会否决，目前依然在等待证监会的不予核准批文，随后公司再决定是否继续推进重组。目前上市公司主体内的业务主要以CSTN/STN/TN等行业非主流技术生产线为主，而对上海和成都的TFT生产只占有30%的股权，其余武汉天马和中航光电子等则以受托管理形式进行管理，这对公司在面板行业中的核心竞争力的发展产生明显的阻碍。从长远来说，公司依然有整合TFT业务以及AMOLED和LTPS研发到上市公司主体内的需求和意图，从产业整合和核心竞争力发展角度来看，我们判断公司很有可能继续推进资产重组方案。
- **给予公司“中性”评级。**公司是国内中小尺寸面板生产龙头，其技术研发力量在同行位于前列，也是目前国内最有可能率先量产AMOLED面板的企业之一。但今年以来，面板行业陷入大面积亏损，公司业绩同样受到拖累。从目前的数据看，面板行业目前依然呈现价量齐跌的现象，我们判断拐点至少在明年下半年才出现拐点。公司最大的亮点依然是资产重组，而行业景气以及拐点出现的快慢则是直接影响公司业绩以及重组步伐的决定因素。不考虑公司的资产注入因素，我们预计公司11年-13年的EPS分别是0.10元、0.14元、0.17元，对应PE分别是82.80倍、59.14倍和48.71倍；而最乐观的情况，若考虑公司12年注入上海天马资产，13年注入成都天马，则11年-13年的EPS分别是0.10元、0.29元和0.46元，对应PE分别是82.80倍、28.55倍和18倍，但按此进度注入资产存在较大不确定性。在目前行业低迷以及公司估值较高的双重压力下，给予公司“中性”评级。
- **风险提示：**1) 行业景气度持续低迷；2) 资产重组进度未如预期。

## 公司盈利预测（未考虑资产注入因素）

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3454.21	4838.66	7023.30	8711.00
增长率(%)	57.69%	40.08%	41.12%	24.03%
归属母公司股东净利润	70.38	57.42	80.39	97.62
增长率(%)	-134.23%	-18.41%	40%	21.43%
每股收益(EPS)	0.12	0.10	0.14	0.17
销售毛利率	15.94%	12.21%	11.47%	11.38%
市盈率(P/E)	69	75.27	55.20	46

## 研究所

广州证券有限责任公司

地 址：广州市先烈中路 69 号东山广场主楼 17 楼

电 话：020-87322668

网 址：www.gzs.com.cn

邮 编：510095

联系人：袁 倩 020-87322668-336

## 股票评级标准

**强烈推荐**：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；

**谨慎推荐**：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

**中 性**：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；

**回 避**：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

## 分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。本公司已根据法律法规要求建立信息隔离墙制度，在各部门及分支机构之间有效隔离内幕信息和保密信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，本公司及其所属关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归广州证券有限责任公司所有。未获得广州证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。