

新建六代线加速向高端显示转型

增持 维持

目标价格：暂无

投资要点：

- 新建六代 LTPS 线锁定全球中小尺寸高端市场，高端占比有望提升。
- 公司向专业显示和高端消费转型的战略正在逐步落地。

报告摘要：

- 看点一：从技术角度来看，LTPS 显示屏技术代表高端消费电子显示行业的发展方向。**从显示技术发展历程来看，LTPS 技术在电子迁移率方面远胜于传统成熟的非晶硅技术以及 IGZO 技术，采用 LTPS 显示技术符合移动端超薄、重量轻、低功耗的发展趋势，目前国内外高配智能手机基本上将 LTPS 技术作为首选技术方案。
- 看点二：移动化浪潮持续拉动中小尺寸显示屏需求，显示行业的“小时代”仍将继续。**移动化浪潮拉动中小尺寸面板市场需求，中小尺寸显示面板的市场总量已经超过大尺寸的电视，成为显示领域中最大的细分市场。深天马在中小尺寸显示模组行业已经做到全球前四，国内第一，LTPS 六代线投产有望继续提升其高端显示市场的占比。
- 看点三：公司托管厦门天马 LTPS5.5 代线积累了丰富的经验，为六代线顺利投产奠定了基础。**厦门天马拥有全球第 2 条，国内第一条 5.5 代 LTPS 生产线，2011 年开始建设，公司积累了丰富的生产经验，锻炼了人才队伍，成为此次六代线顺利投产最坚实的基础。
- 看点四：公司此次新建六代 LTPS 线，作为重点项目落地武汉，政府扶持力度有望加强。**此次公司总投资 120 亿元左右新建 LTPS 六代线，是武汉政府引入新兴产业的重点项目，我们预计当地政府将在政策、补贴、税收等方面给予全力支持，公司有望多方面受益。
- 我们预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.60 元，0.79 元，1.01 元，维持“增持”的投资评级。

电子研究组

分析师：

王建伟(S1180514070002)

电话：0755-33352100

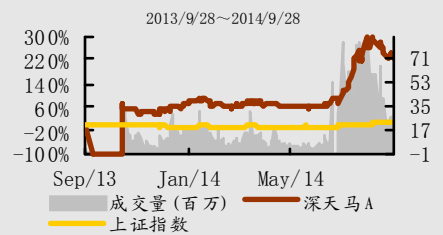
Email: wangjianwei@hysec.com

李振亚(S1180512080002)

电话：021-51782239

Email: lizhenya@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《亿纬锂能：新业务落地，老业务升级》
2014/8/27
- 《长电科技：战略调整效果开始显现》
2014/8/27
- 《德赛电池：消费锂电出货量仍保持高速增长》
2014/8/26
- 《欣旺达：动力储能类业务步入快车道》
2014/8/24
- 《和而泰：智能家居推动公司二次成长》
2014/8/22
- 《环旭电子：期待新项目下半年逐步释放产能》
2014/8/21
- 《华天科技：集成电路封装业务稳步增长》
2014/8/19

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	4333.54	4519.38	13106.20	16015.77	19747.45
增长率 (%)	-6.10	4.29	190.00%	22.20%	23.30%
归母净利润(百万)	54.42	143.55	682.11	896.07	1142.39
增长率 (%)	-46.19	163.79	375.19%	31.37%	27.49%
每股收益	0.09	0.25	0.603	0.792	1.009
市盈率	514.74	195.13	41.06	31.26	24.52

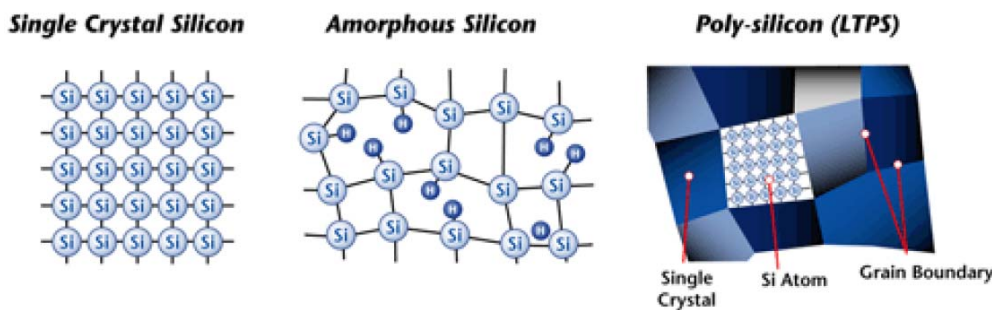
公司发布公告，于 2014 年 9 月 29 日召开第七届董事会第十二次会议，审议并通过了《关于对全资子公司武汉天马增资并投建第 6 代低温多晶硅（LTPS）TFT-LCD 及彩色滤光片（CF）生产线项目的议案》，计划投产 120 亿元左右，形成月加工第 6 代 LTPS TFT 玻璃基板 3 万张、彩色滤光片（CF）3 万张的产能，年产显示模组 8210 万块（按 5.5 寸 TFT-LCD 模组计算）。我们强烈看好公司布局新建 LTPS 六代线市场应用前景，主要基于以下四点逻辑：

观点一： LTPS（低温多晶硅工艺）凭借性能优势代表着高端消费电子的发展方向。

从技术层面来讲，现在的 TFT LCD 可分为多晶硅(Poly-Si TFT)与非晶硅(a-Si TFT)，两者的差异主要体现在电晶体特性不同。从微观特性来看，多晶硅的分子结构在一颗晶粒（Grain）中的排列状态是整齐而有方向性的，因此电子移动率比排列杂乱的非晶硅快了 200-300 倍，相应的显示效果更好。目前的 TFT-LCD 通常是指非晶硅工艺产品，非晶硅产品目前技术成熟，是 LCD 的主流产品。

传统的非晶硅材料（a-Si）的电子迁移率只有 0.5 cm²/VS，而低温多晶硅材料的电子迁移率可达 50~200 cm²/VS，因此与传统的非晶硅薄膜电晶体液晶显示器（a-Si TFT-LCD）相比，低温多晶硅 TFT-LCD 具有更高解析度、反应速度快、亮度高（开口率 aperture ratio 高）等优点。

图 1：非晶硅和多晶硅的微观结构对照图



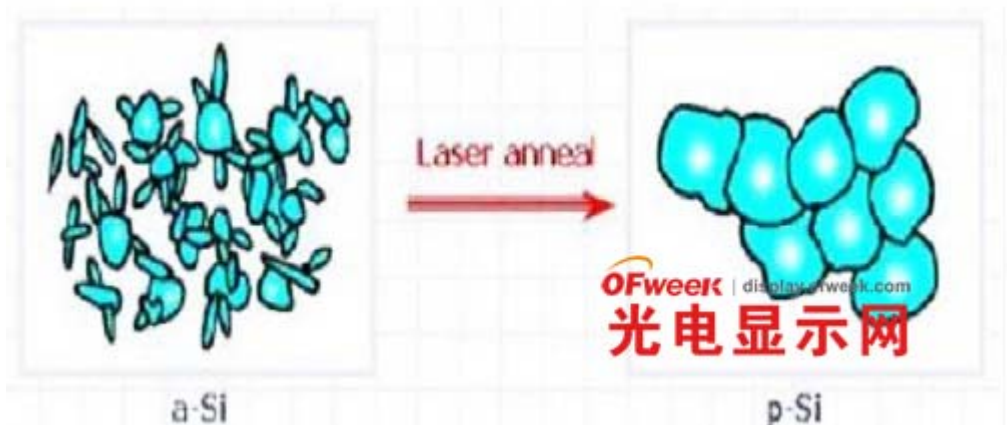
资料来源：公开资料，宏源证券研究所

从制造工艺来看，低温多晶硅薄膜晶体管液晶显示器是在封装过程中，利用准分子镭射作为热源，镭射光经过投射系统后，会产生能量均匀分布的镭射光束，投射于非晶硅结构的玻璃基板上，当非晶硅结构玻璃基板吸收准分子镭射的能量后，会转变成成为多晶硅结构。**LTPS 的最大优势在于超薄、重量轻、低耗电，同时其自身发光的特点，因而可以提供更艳丽的色彩和更清晰的影像。**

我们认为此次公司新建六代生产线，符合智能手机等移动终端向高端升级的行业趋势，六代线达产之后，结合不同细分市场的产能布局更加合力，从公司生产线布局来看：

1) LTPS 生产线将锁定高端市场，未来公司将借助六代线投产把握智能终端移动化浪潮，迅速提升市场份额，夯实中小尺寸高端显示的龙头地位。2) 公司现有的 4.5 代及以下的非晶硅生产线将为车载、医疗等专业显示市场提供更多的潜在产能空间。最终公司将形成 LTPS 生产线锁定高端消费，非晶硅生产线兼顾高端消费和专业显示的产能分布格局，为公司把握车载、工控、医疗等细分市场爆发机会提供产能保障。

图 2: LTPS 的镭射光照处理示意图

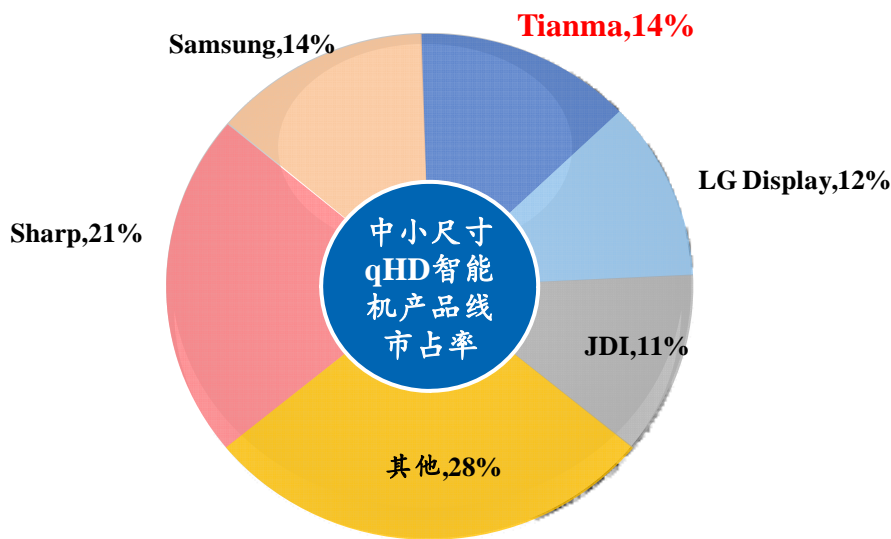


资料来源: OFWeek、宏源证券研究所

观点二: 互联网移动化浪潮拉动中小尺寸显示屏的“小时代”格局仍将持续。

随着移动互联网浪潮的到来, 智能移动终端市场快速爆发, 导致中小尺寸面板市场需求增长迅猛, 中小尺寸显示面板的市场总量已经超过大尺寸的电视, 成为显示领域中最大的细分市场。目前国内中小尺寸面板市场, 尤其是高端消费显示市场仍处于供给偏紧的状态, 无法满足智能手机和平板的市场需求。

图 3: 2013 年全球中小尺寸显示屏市场格局



资料来源: 公司资料、宏源证券研究所

深天马在中小尺寸方面的出货量处于全球第四位, 未来随着 LTPS 六代生产线的投产, 有望凭借高端产品占比提升进一步扩大市场份额。从 2013 年的数据来看, 公司中小尺寸模组出货量全球第四, 全国第一, 中高端智能手机出货量全球第三, 全国第一, 中小尺寸显示屏龙头地位稳固。此次大力拓展六代 LTPS 生产线, 符合全球智能手机市场显示屏向高端升级的大趋势, 未来公司凭借高端产品占比的提升有望进一步夯实龙头地位。

观点三: 公司托管厦门天马 LTPS5.5 代线积累了丰富的经验, 为六代线顺利投产夯实了基础。厦门天马拥有全球第 2 条, 国内第一条 5.5 代 LTPS 生产线, 2011 年开始建设, 公司在托管厦门天马期间已经积累了丰富的生产经验, 锻炼了人才队伍, 为此次六代线顺利投产打下了坚实的基础。主要体现在两个方面:

1) 公司在 LTPS5.5 代线方面积累了丰富的工艺和流程经验，是国内乃至全球少数几家掌握 LTPS 核心工艺的企业；

2) 公司在 LTPS 人才团队建设方面优势明显，人才梯队优势将确保 6 代线顺利达产。

综合来看，公司在 LTPS 生产线方面布局前瞻，循序渐进，技术储备丰富，托管厦门天马的经验积累将确保 6 代线顺利达产。

观点四：公司六代 LTPS 线作为新兴产业重点项目，政府扶持力度有望加大。

此次公司六代线落地武汉，依托武汉天马微电子，总投资 120 亿元左右，预计完全达产后将具备 LTPS 显示屏 3 万张/月的生产能力，同时配套 CF 产能 3 万张/月。考虑到该项目作为武汉引进的重点项目，我们预计当地政府将在政策、补贴、税收等方面给予全力支持，公司有望多方面受益。从投资的角度来讲，政府扶持力度加大将一定程度上减少公司资金成本，降低项目实施风险，提升公司盈利水平。

综合考虑以上四点，我们认为此次项目是公司中小尺寸显示屏业务向高端消费转型，夯实公司龙头地位的重要一步。从公司战略布局来看，公司资产重组已经完成，向专业显示和高端消费转型的战略正在落地，此次增资武汉天马微电子建设高端 LTPS 六代线，符合行业发展趋势，有利于借助智能手机等移动终端向高端升级的大背景迅速提升公司高端市场份额。随着公司六代 LTPS 生产线的逐步达产，将推动公司营业收入规模进入新一轮的成长周期，我们看好公司借助 LTPS 六代线新增产能在中小尺寸高端显示领域的份额提升潜力，维持“增持”的投资评级。

公司盈利预测表 (单位: 百万元)

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4519.38	13106.20	16015.77	19747.45	货币资金	880.11	131.06	1730.59	197.47
减: 营业成本	3699.34	10589.81	12892.70	15857.20	应收和预付款项	1234.62	5512.08	2731.49	7432.10
营业税金	9.53	235.91	272.27	335.71	存货	514.15	2171.75	1098.23	2923.64
营业费用	96.88	327.65	384.38	473.94	其他流动资产	110.21	110.21	110.21	110.21
管理费用	449.37	1241.16	1516.69	1870.08	长期股权投资	165.98	165.98	165.98	165.98
财务费用	136.55	138.01	116.23	78.27	投资性房地产	31.81	27.54	23.27	19.00
资产减值损失	46.70	46.70	46.70	46.70	固定资产和在建	4472.96	4148.83	3924.71	3610.58
加: 投资收益	6.53	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发	202.22	176.78	151.33	125.88
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	229.26	198.81	168.36	168.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	7841.31	12643	10104	14753
营业利润	87.55	526.96	786.81	1085.55	短期借款	541.57	1583.10	0.00	76.57
加: 非经损益	232.05	300.00	300.00	300.00	应付和预收款项	1557.00	4668.86	2860.98	6347.15
利润总额	319.60	826.96	1086.81	1385.55	长期借款	1444.74	1444.74	1444.74	1444.74
减: 所得税	34.06	124.04	163.02	207.83	其他负债	1012.28	1012.28	1012.28	1012.28
净利润	285.54	702.91	923.78	1177.72	负债合计	4555.59	8708.98	5318.00	8880.75
减: 少数股东	141.99	20.81	27.71	35.33	股本	574.24	574.24	574.24	574.24
归母净利润	143.55	682.11	896.07	1142.39	资本公积	545.61	545.61	545.61	545.61
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	留存收益	366.19	993.72	1818.10	2869.09
经营性	1425.05	-1462.76	3603.63	-1259.73	归母股东权益	1486.03	2113.57	2937.95	3988.94
投资性	-248.36	-145.00	-245.00	-195.00	少数股东权益	1799.69	1820.50	1848.21	1883.54
筹资性	-674.22	858.71	-1759.10	-78.39	股东权益合计	3285.72	3934.06	4786.16	5872.48
现金流量净额	498.92	-749.04	1599.53	-1533.12	负债和权益合计	7841.31	12643.1	10104.1	14753.2

资料来源: 宏源证券研究所

作者简介:

王建伟: 北京大学工学博士, 2008~2011 年于中国科学院从事国家战略性新兴产业科技规划研究, 研究领域涵盖新能源汽车、机器人、高性能计算、高端医学影像、先进纳米材料、云计算、激光显示等新兴产业领域, 2011~2014 年于招商证券从事中小市值股票研究, 2014 年加盟宏源证券, 任电子行业研究团队组长。

李振亚: 电子元器件行业研究员, 复旦大学信息工程学院工学硕士, 2011 年加盟宏源证券研究所至今, 09~11 年任职于国金证券研究所, 2009 年新财富第一名、2010 年新财富第二名团队成员。具备 8 年国内名牌大学电子及物理学专业研经历及 1 年实业工作经历, 另具备 5 年卖方周期品与消费品研究经验。

机构销售团队

机构销售团队					
赵越	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机构	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
		王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	上海保险/私募	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
		程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。