

深天马 A (000050)

强烈推荐

行业：显示器件

技术传承+产业调整，AMOLED 水到渠成

事件：

近期我们对显示面板产业链进行了动态跟踪调研。

投资要点：

- AMOLED 技术优势突出，预计 2-3 年成为高端显示市场主流技术；满足可穿戴设备，VR 技术要求，新兴行业需求旺盛。16 年市场规模预计 150 亿美元，同比增长 40%，行业爆发在即。面板技术升级已成行业趋势，产业结构调整带来 AMOLED 行业高速发展机遇。鉴于目前 LTPS 是 AMOLED 的主流背板驱动技术，同时具备 LTPS 和 AMOLED 生产能力的厂商将成为主要受益者。
- 公司是国内中小尺寸 LTPS 和 AMOLED 双料龙头，良率产能领先行业。LTPS 与 AMOLED 具有背板技术“传承”，高良率+高产能确保公司转型 AMOLED 龙头。
公司 LTPS 产能国内领先，厦门天马 6 代线 16 年 2 月在国内率先点亮，预计下半年投产；厦门 5.5 代线（国内第一条 LTPS 产线）和 6 代线构建全球最大的 LTPS 单体工厂，高良率+高产能确立 LTPS 行业龙头地位；公司 AMOLED 布局早并保持持续投入，产品技术积累深厚，5.5 代 AMOLED 已量产并开始供货，预计未来 LTPS+AMOLED 行业领先地位日益凸显。
- 首次覆盖并给予“强烈推荐”评级，建议买入。不考虑厦门天马或将注入带来的明显业绩增厚，仅考虑目前公司现有业务内生发展情况。预计 16-18 年净利润预计 7.1/10.9/17.0 亿元，对应 EPS 0.51/0.78/1.22 元，同比增速 28%/53%/56%，给予 17 年 32 倍 PE，第一目标价 25.0 元，具备长期投资价值，给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：全球宏观经济不景气，终端产品市场需求不达预期，以及创新模式市场拓展不达预期的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10530	12120	16503	22597
收入同比(%)	13%	15%	36%	37%
归属母公司净利润	555	711	1091	1704
净利润同比(%)	-9%	28%	53%	56%
毛利率(%)	16.3%	16.4%	18.8%	20.5%
ROE(%)	4.2%	5.1%	7.3%	10.2%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.78	1.22
P/E	45.42	35.43	23.08	14.78
P/B	1.90	1.80	1.68	1.51
EV/EBITDA	14	17	12	8

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：孙远峰

S0960516020001

010-63222585

sunyuanfeng@china-invs.cn

参与人：张磊

S0960116030023

010-63222985

zhanglei6@china-invs.cn

参与人：耿琛

S0960115100022

0755-82026571

gengchen@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 25

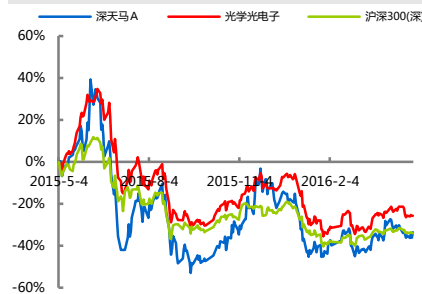
当前股价： 18.24

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	1,401
流通股本(百万股)	943
总市值(亿元)	256
流通市值(亿元)	172
成交量(百万股)	44.85
成交额(百万元)	805.30

股价表现



相关报告

一、多技术优势+新应用需求“水到”，AMOLED“渠成”

目前市场主流面板有 LCD 和 OLED 两类：LCD 面板主要分为 a-Si 和 LTPS；OLED 面板主流技术是 AMOLED (Active Matrix OLED)。相比 a-Si/LTPS TFT LCD 利用背光板发光，AMOLED 面板发光原理完全不同。AMOLED 利用有机发光二极管，独立驱动发光，从而具有多重独特技术优势，已成为未来面板技术必然发展方向：

- (1) 柔性：可使用柔性材质基板，满足屏幕弯曲需求
- (2) 功耗低：黑色像素不发光，无背光功耗，面板功耗低；
- (3) 厚度薄：独立驱动发光，无需背光模组；
- (4) 响应速度快：电流驱动，无需等待液晶分子转动响应。
- (5) 对比度高：精准控制像素点，无背光影响，对比度可达 LCD 千倍以上；

AMOLED 具有多重技术优势，在传统显示应用中具有较强竞争力，将逐步占据中高端显示市场。预计未来 2-3 年 AMOLED 将成为高端显示主流面板技术。

AMOLED 优良技术特性能够满足众多新兴行业对面板日益严格的性能要求，随着相关新兴行业快速增长，AMOLED 行业需求呈现爆发式增长。目前，**在可穿戴设备(需求：功耗低,柔性,厚度薄)以及 VR(需求：功耗低,响应速度快,柔性)显示领域**，AMOLED 具有绝对竞争优势，行业需求旺盛。

根据市调机构 UBI 预测，2016 年 AMOLED 全球市场将达 150 亿美元，同比增长近 40%，行业爆发在即。多重技术优势+新应用行业需求助力 AMOLED 快速渗透，水到渠成，势不可挡。

二、技术升级，产业结构调整带来行业高速发展机会

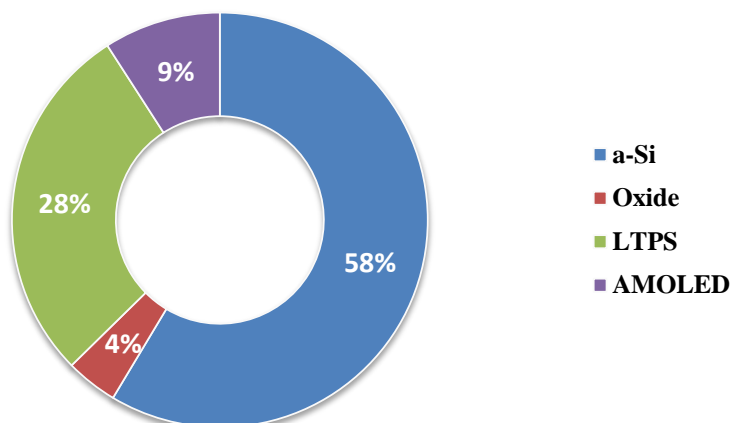
目前，全球主要智能手机市场已由新增市场转为换机市场，带动中高端手机市场需求。高分辨率、大尺寸面板需求强劲，IHS 预估 15 年 FHD 以上解析面板出货比重将由 14 年 15.9% 提升至 25.7%。在此背景下，面板技术将按照：**a-Si=>LTPS/AMOLED** 逐步完成技术升级和产业结构调整，面板分辨率等性能指标不断提高。根据 CINNO 数据，2015 国内前十大手机品牌 LTPS，AMOLED 和 Oxide 面板渗透率达 41.8%，同比增长高达 16%。我们认为，**面板技术升级已成行业趋势，产业架构调整近在咫尺并将带来行业高速发展机会**。AMOLED 凭借多维技术优势将在高端显示获得爆发增长机会。

在技术演进路线上，**AMOLED 背板驱动大部分利用 LTPS 背板，具有“技术传承”**，LTPS 是技术路线中承上启下关键环节。**我们认为，同时具备 LTPS 产线技术和 AMOLED 研发能力的企业将是本轮技术升级和产业调整主要收益者。**

国产手机厂商强势崛起，市占率持续上升：2015 年国内市占率已超 70%。国产手机 LTPS 面板渗透保持快速增长，2015 年渗透率达 28.3%，行业需求巨大。同时，国产面板厂

商替代进程亦逐步加速。我们认为**国产手机崛起及国产替代**为国内面板厂商带来弯道超车机会。

图 1 2015 年国内前十手机品牌面板技术占比

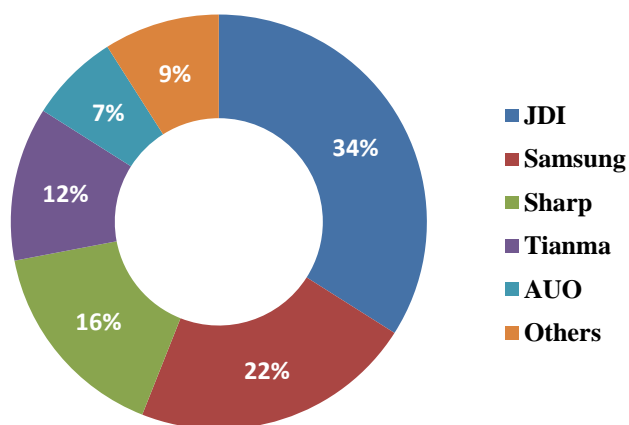


资料来源：CINNO、中国中投证券研究总部

三、LTPS 行业龙头，良率领先；产业链布局全面，产能优势明显

公司 LTPS 技术雄厚，经验丰富。据 CINNO 的数据，2015 年国内前十手机厂商 LTPS/Oxide 面板市场，深天马市占率将达 12%，较 2014 年提高 5 个百分点，实现高速增长，是目前国内面板企业中唯一能够和三星、JDI 等外资大厂同场竞技的行业龙头。

图 2 2015 年国内前十手机品牌面板供应商市场份额



资料来源：CINNO、中国中投证券研究总部

公司投建的国内首条 LTPS 产线（厦门天马）2015H2 已率先实现满产并批量供货，具有行业先发优势。产线良率领先，目前 FHD 以及 HD 面板良率均已达到国际领先水平。公司触显一体化布局国内领先，on-cell 及 in-cell 技术积累深厚，能够提供全套技术解决方案；已推出显示触控 in-cell 单芯片解决方案并已送样至各大手机厂商，LTPS 产品技术及产业链优势进一步巩固。

公司 LTPS 产能国内领先，厦门天马 6 代线今年 2 月份已经点亮，预计下半年投产；厦门的 5.5 代线和 6 代线构建全球最大的 LTPS 单体工厂。高良率+高产能确立 LTPS 行业龙头地位。

四 AMOLED<PS：驱动技术传承，良率&产能：行业龙头地位凸显

AMOLED 需要高迁移率背板驱动，目前两种技术路径中金属氧化物 TFT 背板技术尚不成熟；LTPS 背板技术是行业主流，被三星等 AMOLED 大厂采用。**LTPS 与 AMOLED 具有背板驱动“技术传承”，其产线良率及产能是 AMOLED 面板良率和品质的重要保证。**公司 LTPS 产线良率国内领先，能够保证 AMOLED 产品良率，从而有效控制面板成本，解决其成本较高的行业难题。我们认为高良率+高产能保证公司将 LTPS 领域优势将转化为 AMOLED 良率，成本以及产能方面的优势。

公司 AMOLED 前瞻布局，技术经验积累深厚，具有行业先发优势。2010 年 8 月，上海天马投资建设国内第一条 4.5 代 AMOLED 中试线。2012 年底，上海天马 4.5 代中试线完成项目验收，公司获得 AMOLED 研发、生产重要经验积累。2014 年 3 月上海天马联营企业天马有机光电投资建设第一条 5.5 代 AMOLED 产线并已于今年上半年投产。2016 年 2 月世界移动通信大会，公司推出首款国产 5.46 寸柔性 AMOLED 显示屏，分辨率 720p，曲率半径为 20mm，获得市场广泛关注。公司 AMOLED 布局早并保持持续投入，产品技术推陈出新，行业优势日益显现。

目前，公司 5.5 寸 720p AMOLED 面板已开始向国内手机厂商供货。据了解，中兴新款 ZTE A910 手机屏幕将采用公司产品，这是国内 AMOLED 面板厂商首次打入前十大手机品牌。

我们认为，LTPS 和 AMOLED 双重生产经验将加快公司 AMOLED 产能释放，缩短产品转型时间。**公司已是国内 LTPS+AMOLED 行业龙头，预计未来领先地位将不断得以深度凸显。**

五 专显行业需求旺盛，传统业务转型保持公司市场价值

专业显示（车载、医疗、POS 和 HMI 等）市场需求快速增长。目前，受特斯拉等新能源汽车对传统汽车电子变革影响，车载专显市场增速明显加快，带来专显行业发展机会。公司专显业务布局较早，发展战略清晰。**目前上海 4.5 代 a-Si 产线已全部转型专显生产。**公司将在专显市场需求带动继续保持内涵式和外延式强劲增长，解决产品升级后 a-Si 产品线产能剩余，提高公司整体毛利率。2015 年公司在医疗高端，POS 机专显继续保持全球市场领先地位，同时加码车载专显市场。车载专显营收增速达 100%以上，市占率接近 7%。未来几年，公司车载专显业务将继续保持高速增长，预计未来市占率将达 15%以上。我们认为公司在专显市场完善布局和先发优势将为公司业绩增长提供充足动力。

六 具备军工行业资源优势，不排除打开军工市场可能

公司作为中航工业旗下最重要的民品公司之一和国内中小尺寸显示领域的龙头企业，借助中航工业在军工领域的强大地位和丰富资源，及国内军工装备升级换代，预计不排除未来有可能涉足航空、非航空等军工装备制造领域的显示产品供应，空间巨大。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11219	13300	17649	24107
现金	7342	8601	11506	15755
应收账款	2049	2603	3434	4753
其它应收款	27	52	60	87
预付账款	55	63	85	113
存货	1387	1613	2126	2854
其他	359	368	437	545
非流动资产	10409	9517	8605	7664
长期投资	301	301	301	301
固定资产	6846	6684	6061	5208
无形资产	958	1152	1369	1590
其他	2305	1380	874	564
资产总计	21629	22817	26254	31771
流动负债	6125	6685	9067	12896
短期借款	740	740	1596	3252
应付账款	2857	3102	4166	5598
其他	2528	2842	3304	4045
非流动负债	2255	2172	2177	2203
长期借款	900	900	900	900
其他	1355	1272	1277	1303
负债合计	8380	8856	11244	15099
少数股东权益	0	1	3	6
股本	1401	1401	1401	1401
资本公积	11338	11338	11338	11338
留存收益	613	1221	2268	3928
归属母公司股东权益	13248	13959	15007	16666
负债和股东权益	21629	22817	26254	31771

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	4459	1398	2428	2908
净利润	556	712	1093	1707
折旧摊销	1370	1065	1140	1177
财务费用	-2	-51	-76	-78
投资损失	3	14	14	12
营运资金变动	2409	-284	160	-57
其它	123	-56	97	146
投资活动现金流	-1631	-339	-362	-365
资本支出	1657	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	26	-339	-362	-365
筹资活动现金流	3638	200	838	1706
短期借款	329	0	856	1656
长期借款	-206	0	0	0
普通股增加	269	0	0	0
资本公积增加	4370	0	0	0
其他	-1125	200	-18	50
现金净增加额	6524	1259	2905	4249

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10530	12120	16503	22597
营业成本	8810	10127	13403	17968
营业税金及附加	9	11	14	20
营业费用	332	378	518	707
管理费用	1270	1382	1936	2614
财务费用	-2	-51	-76	-78
资产减值损失	88	87	88	87
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	-14	-14	-12
营业利润	19	173	605	1268
营业外收入	590	598	599	597
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	608	770	1204	1865
所得税	52	58	110	158
净利润	556	712	1093	1707
少数股东损益	1	1	2	3
归属母公司净利润	555	711	1091	1704
EBITDA	1387	1186	1669	2367
EPS (元)	0.40	0.51	0.78	1.22

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	13.0%	15.1%	36.2%	36.9%
营业利润	-87.8%	811.0%	249.8%	109.5%
归属于母公司净利润	-9.5%	28.2%	53.5%	56.2%
获利能力				
毛利率	16.3%	16.4%	18.8%	20.5%
净利率	5.3%	5.9%	6.6%	7.5%
ROE	4.2%	5.1%	7.3%	10.2%
ROIC	0.2%	1.4%	7.0%	18.6%
偿债能力				
资产负债率	38.7%	38.8%	42.8%	47.5%
净负债比率	25.37%	25.69%	27.41%	31.49%
流动比率	1.83	1.99	1.95	1.87
速动比率	1.58	1.72	1.69	1.62
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.55	0.67	0.78
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	3.45	3.40	3.69	3.68
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.78	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	3.18	1.00	1.73	2.08
每股净资产(最新摊薄)	9.46	9.96	10.71	11.90
估值比率				
P/E	45.42	35.43	23.08	14.78
P/B	1.90	1.80	1.68	1.51
EV/EBITDA	14	17	12	8

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

孙远峰，电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近 3 年电子实业工作经验，2013-2015 年新财富团队核心成员。

张磊，电子行业分析师，北京大学理学学士，工学硕士，近 3 年商业银行总行科技管理工作经验。

耿琛，电子行业分析师，哈尔滨工业大学工学/金融学士，美国新墨西哥大学计算机硕士，新加坡国立大学计算机学院助理研究员。

张雷，电子行业分析师，西北工业大学理学学士，北京大学集成电路设计与工程系硕士，近 3 年实业工作经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434