

2020年03月18日

深天马 A (000050.SZ)

动态分析

营收稳健毛利率改善, OLED 产线顺利布局未来

电子元器件 | 其他元器件 III

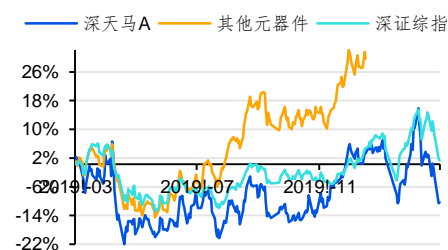
 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2020-03-17) **14.54 元**

交易数据

总市值(百万元)	29,779.71
流通市值(百万元)	26,592.50
总股本(百万股)	2,048.12
流通股本(百万股)	1,828.92
12个月价格区间	12.65/18.95 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.65	-14.43	-12.98
绝对收益	-9.8	-14.67	-9.12

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20377068

报告联系人

郑超君
 zhengchaojun@huajinsc.cn
 021-20377169

相关报告

深天马 A: 2019 上半年订单饱满, 费用提升积极布局未来 2019-08-21

深天马 A: 首次覆盖: 中小尺寸屏幕龙头供应商, 未来发展值得期待 2019-03-15

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2019 年年度报告, 全年实现营业收入 302.8 亿元, 同比上升 4.7%, 毛利率 16.8%, 同比提升 1.6 个百分点, 归属母公司净利润为 8.3 元, 同比下降 10.4%, 每股净利润 0.4049 元, 同比下降 12.0%。第四季度公司实现营业收入为 68.6 亿元, 同比下滑 4.3%, 归属上市公司股东净利润为亏损 2.0 亿元, 同比持续亏损。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.80 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。

◆ **市场地位稳固收入小幅增长, 毛利率持续改善:** 公司 2019 年全年销售收入小幅提升 4.7% 为 302.8 亿元, 公司在中小尺寸面板供大于求的竞争中聚焦品牌客户, 稳定并扩大市场占有率, 实现收入增长。移动智能终端市场是公司收入来源, 2019 年保持为诸多客户的核心供应商, 并积极进入中高端产品线, 支持多家品牌客户实现新品首发; 车载市场作为公司转型升级的业务领域推进顺利。公司 a-Si 和 LTPS 技术及产能优势保障了收入的持续增长和稳固的市场地位, 2019 年厦门天马第 5.5 代、第 6 代 LTPS 产线保持满产满销。公司全年毛利率同比提升 1.6 个百分点为 16.8%, Q4 单季度毛利率全年最高为 18.8%, 公司 2019 年毛利率逐季稳步回升, 通过研发创新优化产品结构和成本控制初见成效。

◆ **费用投入增加, 盈利能力下行:** 2019 年公司归母净利润下滑 10.4%, 主要原因系业务规模扩大导致的期间费用及所得税费用增加。2019 年公司管理费用率同比增加 0.9 个百分点, 销售费用率、研发费用率和财务费用率均同比下降 0.1 个百分点。公司在武汉建设 AMOLED 产线和设立研发中心投入较大, 提高了全年期间费用率, 从而营业利润率和净利润率出现下滑。另一方面, 公司 2019 年经营效率低于去年同期, 面对行业产能过剩、智能手机需求增速放缓的竞争格局, 公司经营面临压力。我们认为, 公司在 AMOLED 产能上的投入短期影响盈利能力, 但中长期来看是顺应行业变革的选择, 必要的投入为可持续发展奠定基础。

◆ **AMOLED 产能爬坡, 未来成长可期:** 公司未披露 2020 年业绩预期, 从市场趋势来看, 2020 年上半年受新冠疫情影响, 移动智能终端需求下滑, 公司短期内经营面临挑战, 但从中长期来看, 5G 创新周期驱动的智能终端需求和车载显示市场的发展仍将驱动公司业绩成长。AMOLED 显示屏渗透率不断提升的趋势下, 天马有机发光第 5.5 代 AMOLED 已实现多款可穿戴项目及差异化尺寸产品顺利出货, 武汉天马第 6 代 AMOLED 一期产品批量交付, 二期正处于设备安装阶段, 公司未来将受益于 AMOLED 良率和产能爬坡。另外一方面, 公司在高端医疗、航空娱乐、航海领域保持领先, 并积极布局智能家居、AR/VR、无人机、充电桩、机器人等新兴市场, 拓展产品边界, 打开成长空间。

◆ **投资建议:** 我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.46、0.55 和 0.57 元。净资产收益率分别为 3.4%、4.0% 和 3.9%, 维持增持-A 建议。

- ◆ **风险提示：**智能手机等产品市场出货量不及预期；产能建设及良率爬坡不及预期；行业竞争导致供需关系失衡，影响产品价格；新冠疫情增加市场供需不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	28,912	30,282	34,147	37,754	40,162
YoY(%)	106.3	4.7	12.8	10.6	6.4
净利润(百万元)	926	829	943	1,130	1,159
YoY(%)	14.7	-10.4	13.7	19.9	2.5
毛利率(%)	15.2	16.8	17.1	16.6	16.6
EPS(摊薄/元)	0.45	0.40	0.46	0.55	0.57
ROE(%)	3.6	3.1	3.4	4.0	3.9
P/E(倍)	32.2	35.9	31.6	26.3	25.7
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
净利率(%)	3.2	2.7	2.8	3.0	2.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 公司收入小幅提升, 毛利率改善较为理想.....	4
(二) 2019 年四季度业绩承压明显.....	6
(三) 未来发展战略及经营计划: 新技术、新产品的升级.....	7
二、盈利预测及投资建议.....	8
三、风险提示.....	9

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5: 过往 3 年运营效率.....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率.....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润.....	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额.....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布.....	8

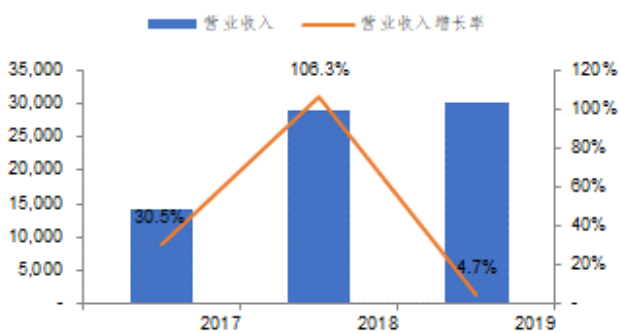
一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比上升 4.7% 为 302.8 亿元，毛利率水平同比上升 1.6 个百分点为 16.8%，归属母公司净利润同比下降 10.4% 为 8.3 亿元，每股净利润同比下降 12.0% 为 0.40 元。公司是国内显示面板的核心供应商，产品主要应用于智能手机、平板电脑、医疗器械、汽车等终端市场。2019 年公司收入实现小幅增长，而运营效率和盈利能力下滑，业务扩张和新产线布局增加期间费用率。

（一）公司收入小幅提升，毛利率改善较为理想

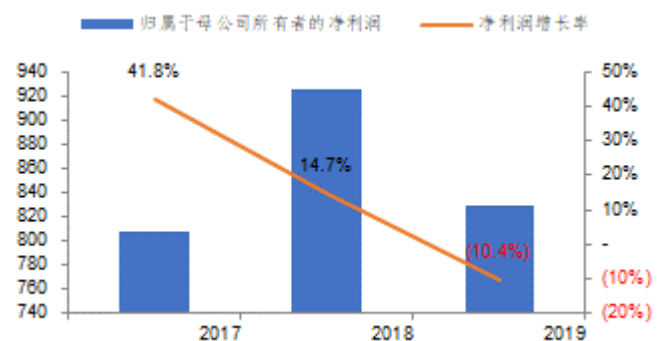
公司 2019 年全年销售收入 302.8 亿元，同比增长 4.7%。2019 年中小尺寸面板市场整体供大于求，公司在移动智能终端市场保持为诸多客户的核心供应商，车载显示业务稳定增长，同时积极布局医疗显示、工业品、智能家居、AR/VR 等新兴市场。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 8.3 亿元，同比下降 10.4%，每股净利润 0.40 元，同比下降 12.0%，主要受新产线逐步投入使用过程中费用增加的影响。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

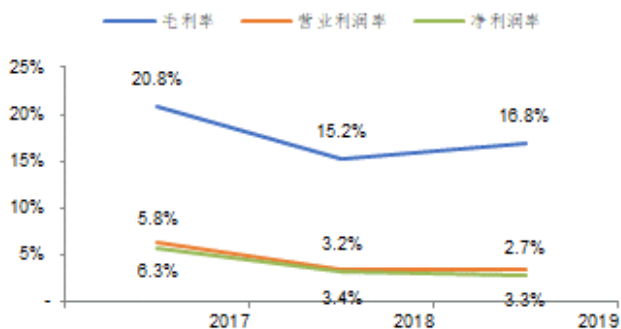
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

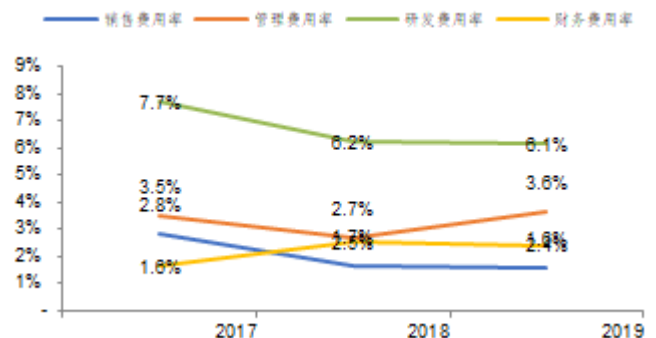
公司 2019 年全年毛利率同比上升 1.6 个百分点为 16.8%，营业利润率和净利润率分别同比下滑 0.1 和 0.5 个百分点，为 3.3% 和 2.7%。公司 2019 年毛利率提升较为理想，费用率方面，管理费用率同比提升 0.9 个百分点使得整体费用率同比提升，导致营业利润率和净利润率下滑。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

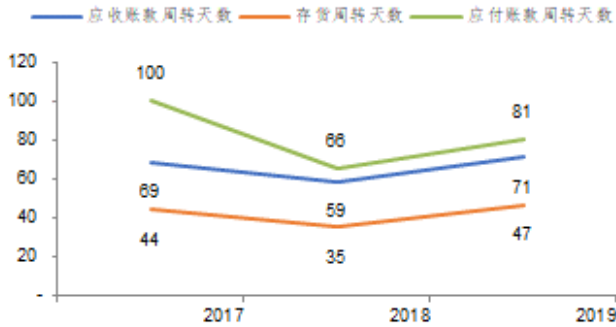
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

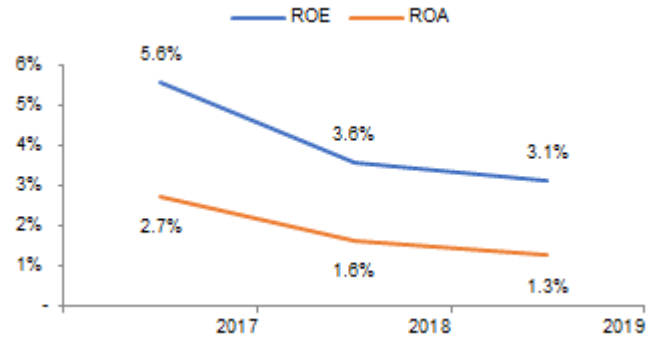
2019 年公司应收账款周转天数、应付账款周转天数和存货周转天数分别同比增加 12、15 和 12 天为 71、81 和 47 天，整体的周转率有所下滑，运营效率弱于上年同期。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 分别同比下滑 0.5 和 0.3 个百分点为 3.1% 和 1.3%，面对激烈的竞争环境盈利能力有所下滑。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

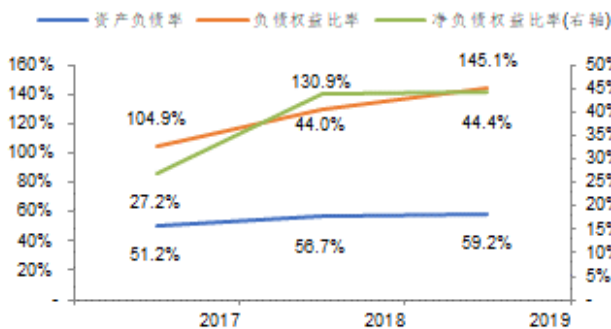
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

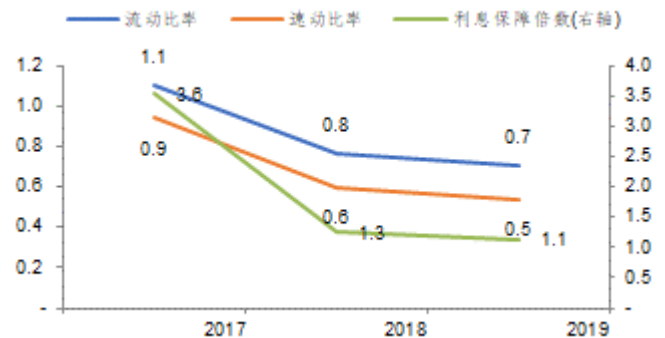
2019 年公司的资产负债率、负债权益比率和净负债权益比率分别同比上升 2.5、14.2 和 0.4 个百分点为 59.2%、145.1% 和 44.4%，由于 AMOLED 产线的投入，负债率有所提升。

图 7: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

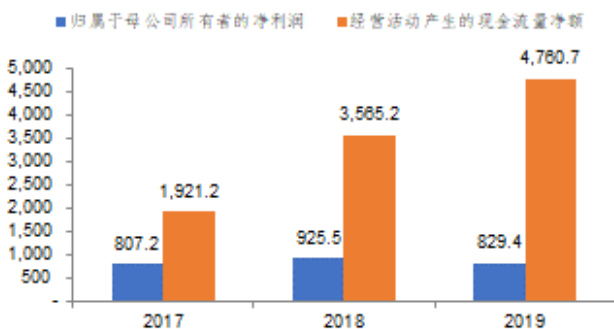
图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

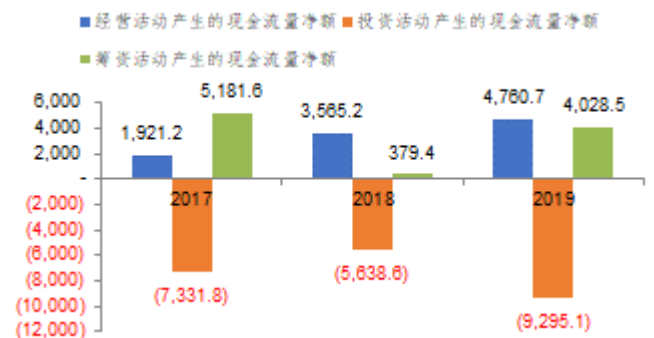
短期偿债能力方面，2019 年流动比率、速动比率分别为 0.7 和 0.5，同比均有所下滑，公司 2019 年利息保障倍数为 1.1 倍，短期偿债能力有小幅下滑。

图 9: 过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从现金流情况看，公司经营性现金流在过往3年持续增长，规模远高于净利润水平，公司现金流保持健康，由于武汉天马第6代LTPS AMOLED产线投入，投资活动现金流量净额流出显著增加。

(二) 2019年四季度业绩承压明显

2019年第四季度公司实现营业收入同比下降4.3%为68.6亿元，归属上市公司股东净利润同比减亏1.5亿元为亏损2.0亿元。2019年四季度，智能手机处于4G向5G过渡期，终端厂商以去库存为主，公司经营面临压力，业绩同比下滑。

图 11: 过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

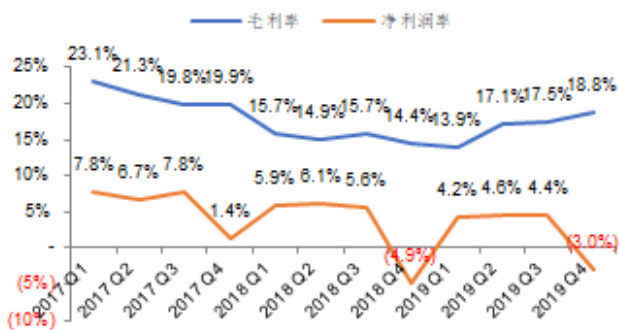
图 12: 过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

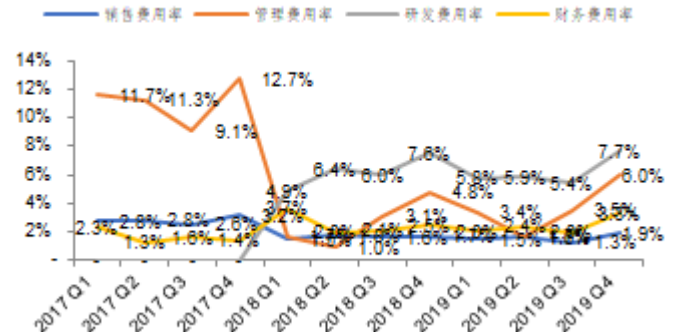
2019年第四季度，公司毛利率、营业利润率和净利润率分别同比提升4.4、2.8和1.9个百分点为18.8%、-2.0%和-3.0%。公司毛利率同比和环比提升均较为明显，而销售费用率、管理费用率、研发费用率和财务费用率分别同比提升0.2、1.2、0.1和0.8个百分点，公司业务规模扩大导致期间费用率提升。

图 13: 过往 12 个季度盈利能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 12 个季度主要费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

（三）未来发展战略及经营计划：新技术、新产品的升级

公司 2020 年核心战略发展包括如下：

- **布局前沿技术保持市场地位：**公司预计未来 LTPS TFT-LCD 在中高端显示产品中仍占有非常重要地位，AMOLED 在智能手机市场的渗透率将持续提升，因此公司将进一步扩大 LTPS 产线优势，提高 AMOLED 产能和产出，提升在全球显示领域竞争力。
- **开拓应用领域优化产品结构：**公司坚持“1+1+N”战略，亿移动智能终端为核心业务，将车载作为转型和增长的关键业务，将工业品、横向细分市场、纵向产业链上下游、非显示应用等作为增值业务，适当拓展中小尺寸边界，优化产品结构。

二、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.46、0.55 和 0.57 元。净资产收益率分别为 3.4%、4.0% 和 3.9%，维持“增持-A”建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，我们预计公司在 LPTS 领域具备市场优势，AMOLED 产能逐渐释放，终端需求在 5G 驱动下进入景气周期，公司核心业务 2020 年收入增速提升，往后增速逐步放缓。

毛利率方面，公司在技术创新和成本管控方面的措施能够提升综合毛利率，但市场竞争使得产品价格下降，毛利率趋于平稳。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	28,911.5	30,282.0	34,146.7	37,754.2	40,161.5
YoY	106.3%	4.7%	12.8%	10.6%	6.4%
显示屏及显示模组	28,527.4	30,052.7	33,928.8	37,547.3	39,964.9
其他	384.2	229.3	217.8	206.9	196.6
毛利率	15.2%	16.8%	17.1%	16.6%	16.6%
显示屏及显示模组	15.2%	16.8%	17.1%	16.6%	16.6%
其他	13.9%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司的研发投入仍然将会持续增加，在新产品和新技术的发展过程中，研发投入为公司未来的成长打下基础，其他费用率基本保持平稳。公司在未来 2 年内的资本开支规模预计较之前有所增加，主要是需要应对新客户、新市场和新产品的需求。

三、风险提示

智能手机等产品市场出货量不及预期；

产能建设及良率爬坡不及预期；

行业竞争导致供需关系失衡，影响产品价格；

新冠疫情增加市场供需不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	14539	14397	11703	12546	14622	营业收入	28912	30282	34147	37754	40162
现金	3687	3219	-1730	653	-1090	营业成本	24520	25180	28306	31481	33486
应收票据及应收账款	6336	5833	8568	6166	10007	营业税金及附加	136	194	180	206	230
预付账款	55	21	86	20	93	营业费用	481	472	690	660	713
存货	3125	3339	2976	3923	3754	管理费用	767	1091	1106	1195	1340
其他流动资产	1337	1985	1802	1784	1857	研发费用	1803	1857	2056	2228	2360
非流动资产	45498	51054	53591	54960	55192	财务费用	734	726	1022	1032	995
长期投资	32	33	33	33	33	资产减值损失	429	394	437	511	505
固定资产	29250	28246	28033	27597	27500	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2112	2071	2022	1969	1916	投资净收益	120	0	28	49	26
其他非流动资产	14103	20705	23503	25361	25744	营业利润	984	1004	1103	1320	1355
资产总计	60037	65451	65294	67506	69814	营业外收入	44	18	13	16	13
流动负债	18975	20409	19991	20655	21924	营业外支出	8	3	6	6	5
短期借款	4250	5808	3823	6121	3011	利润总额	1019	1019	1109	1330	1363
应付票据及应付账款	7531	7869	10478	8114	12540	所得税	35	189	166	199	204
其他流动负债	7193	6732	5690	6421	6373	税后利润	984	829	943	1130	1159
非流动负债	15058	18335	17838	18246	18126	少数股东损益	58	0	0	0	0
长期借款	10818	13408	13408	13408	13408	归属母公司净利润	926	829	943	1130	1159
其他非流动负债	4240	4927	4429	4838	4718	EBITDA	4974	5144	3553	4093	4198
负债合计	34032	38744	37829	38902	40050						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	2048	2048	2048	2048	2048	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	21082	21082	21082	21082	21082	成长能力					
留存收益	2928	3614	4393	5523	6682	营业收入(%)	106.3	4.7	12.8	10.6	6.4
归属母公司股东权益	26005	26707	27465	28604	29764	营业利润(%)	11.2	2.0	9.9	19.7	2.7
负债和股东权益	60037	65451	65294	67506	69814	归属于母公司净利润(%)	14.7	-10.4	13.7	19.9	2.5
						获利能力					
						毛利率(%)	15.2	16.8	17.1	16.6	16.6
						净利率(%)	3.2	2.7	2.8	3.0	2.9
						ROE(%)	3.6	3.1	3.4	4.0	3.9
						ROIC(%)	4.1	3.1	3.7	4.0	4.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.7	59.2	57.9	57.6	57.4
						流动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
						速动比率	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	5.3	6.2	5.1	5.6	5.7
						应付账款周转率	3.6	5.6	4.5	4.4	4.8
						估值比率					
						P/E	32.2	35.9	31.6	26.3	25.7
						P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
						EV/EBITDA	6.4	9.9	14.1	12.2	11.6

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com