

电子元器件

署名人: 王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 王国勋

执业证书编号: S0960110110068

0755-82026707

wanguoxun@cjis.cn

6-12个月目标价: 18.00元

当前股价: 14.42元

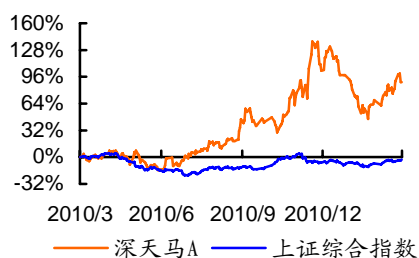
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	574
流通股本(百万)	312
流通市值(亿)	45
EPS (TTM)	0.12
每股净资产(元)	4.34
资产负债率	68.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
深天马 A	0.00	-6.67	30.62
上证综合指数	0.00	3.51	10.80



相关报告

《深天马 A 年报点评-资产重组进展低于预期, 未来将继续推进》2011-3-1
《深天马 A 深度报告-深耕中小尺寸液晶面板, 布局下一代显示技术——AMOLED》

深天马 A 000050

推荐

承接全球产能转移+大量待注入资产+布局下一代显示技术

市场两大疑问:

■ 公司三条线产能全部释放后能否销售出去?

- 1、相较于大尺寸面板价格的持续滑落, 中小尺寸面板在今年的需求却相对旺盛, 智能手机和平板电脑的热销成为其主要成长动力之一。我们认为中小尺寸 TFT-LCD 面板未来几年需求仍将保持稳定增长。
- 2、**公司将受益于全球产能转移:** 由于中小尺寸 TFT-LCD 面板毛利率较低, 目前全球其他厂商没有产能扩张计划; 并且三星等大厂产能转移意向较为强烈, 给予公司较大的市场空间。
- 3、**公司主要客户已经逐渐清晰:** 目前公司客户主要有华为、三星、摩托罗拉和中兴等, 其中三星和摩托罗拉公司暂时只是小规模供货, 三星和摩托罗拉对公司产品反馈良好, 我们认为今年下半年有望实现规模供货; 华为已经成为公司最大客户之一, 未来公司必将进一步扩大对华为和中兴产品供应量; 由于公司目前产能不足, 诺基亚尚未成为公司客户, 未来随着公司三条线产能的释放, 公司有望进入诺基亚的供应链。

■ 公司待注入资产具体有哪些? 大概注入时间表?

- 1、公司目前全权管理、运营的资产主要有上海天马、成都天马、武汉天马 TFT-LCD 面板线、中航光电子 5 代线、厦门公司、中航光电子有限公司持有的 NEC LCD 有限公司 70% 股权。
- 2、**公司实际上已经成为中航集团中小尺寸液晶面板的整合平台, 上述这些资产未来逐步的注入上市公司是大概率事件, 这些资产全部注入后大概估算公司营业收入将近 200 亿元。**
- 3、我们预计上海天马将于 2011 年完成注入, 成都天马将于 2012 年完成注入, 武汉天马将于 2013 年完成注入, 其他资产在 2015 年左右也将全部注入上市公司。

■ 我们预计 2011~2013 年公司 EPS 分别为 0.36、0.71、0.88 元, 按 2011 年 50 倍 PE 计算, 未来 6~12 个月公司合理股价为 18 元, 给予推荐评级。

■ 风险提示:

■ 公司资产注入进度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3454	4929	7864	9985
同比(%)	58%	43%	60%	27%
归属母公司净利润(百万元)	70	259	556	753
同比(%)	-66%	268%	115%	36%
毛利率(%)	15.9%	17.9%	18.3%	18.6%
ROE(%)	5.8%	16.0%	24.8%	24.6%
每股收益(元)	0.12	0.36	0.71	0.88
P/E	152.73	41.54	21.24	17.07
P/B	8.85	6.65	4.79	3.51
EV/EBITDA	24	13	9	8

资料来源: 中投证券研究所

一、公司将受益于全球产能转移

1.1、目前全球没有其他厂商有扩产计划

中国液晶面板 4.5 代线主要生产厂商有公司、信利国际和京东方，京东方目前致力于实现高世代线液晶面板的量产，基本放弃发展 4.5 代线，信利国际目前也没有扩产计划；全球其他厂商也没有扩产计划。

2.2、国外厂商中小尺寸液晶面板产能转移意向较为强烈

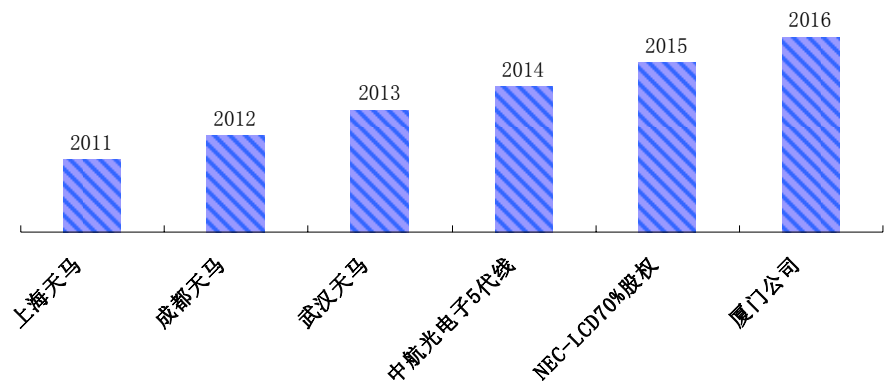
三星中小尺寸液晶面板主要由 Samsung mobile Display (SMD) 负责生产，其 2008 年和 2009 年毛利率分别为 -2.4% 和 14.78%，再以公司国内主要竞争对手信利国际为例，可以看出中小尺寸液晶面板盈利能力较差。所以国外厂商如三星和奇美等都重点发展高世代液晶面板和进入新领域：三星进军 AMOLED 产业、台湾胜华进军电容式触摸屏领域、元太科技开始布局电子纸产业等，这些厂商中小尺寸液晶面板业务不但没有扩产计划，而且其中小尺寸液晶面板产能转移意向较为强烈，给予公司较大的市场空间。

公司与三星长期合作，关系良好，三星对公司能力、产品质量都比较认可，目前公司供应的 CSTN 产品占三星该类产品总量已达到 30%，TFT-LCD 也开始给三星小批量供货，我们认为今年下半年有望实现规模化供货，三星对公司产品质量反馈良好，也为未来三星中小尺寸产能持续向公司转移创造了良好的基础。

二、公司资产注入时间表

- 1、公司目前全权管理、运营的资产主要有上海天马、成都天马、武汉天马、中航光电子 5 代线、厦门公司、中航光电子有限公司持有的 NEC LCD 70% 股权。
- 2、公司实际上已经成为中航集团中小尺寸液晶面板的整合平台，这些资产未来逐步的注入上市公司是大概率事件，这些资产全部注入后大概估算公司营业收入将近 200 亿元。
- 3、我们预计上海天马将于 2011 年完成注入，成都天马将于 2012 年完成注入，武汉天马将于 2013 年完成注入，其他资产在 2015 年左右也将全部注入上市公司。

图表 1：公司资产注入时间表



资料来源：中投证券研究所

三、成都天马、武汉天马量产时间表

- 1、上海天马已经实现量产，目前产能已经达到约4万片/月；
- 2、我们预计成都天马将于今年下半年成功量产，产能将达到4万片/月；
- 3、我们预计武汉天马将于明年上半年成功量产，产能将达到3万片/月；
- 4、我们预计武汉CF生产线将与今年下半年成功量产，产能将达到9万片/月：武汉天马CF生产线主要供给上海天马、成都天马和武汉天马液晶面板生产线，目前该生产线进展顺利，我们认为武汉CF生产线将于今年下半年成功量产。彩色滤光片约占TFT-LCD面板材料成本的20%，预计公司全部采用自产CF后，整体毛利率将提升约5%。

四、布局下一代显示技术-----AMOLED

目前中国在液晶领域技术落后国外很多，而在AMOLED领域，虽然目前三星一枝独秀，但总体技术不算成熟，产业仍处在发展初级阶段，中国与世界差距较小，所以政府大力支持国内企业尽早研发AMOLED技术，争取在新一代显示技术上缩小与国外的差距，甚至达到或者超过国外技术，对于投入AMOLED研发的企业政府也给予大力支持。

深天马在上海TFT-LCD面板生产线开始建设时，就已经开始研发AMOLED技术，后基于自身发展考虑和响应国家号召，投资4.9亿在上海建设中小尺寸AMOLED中试线，其中2.8亿由上海市政府资助。目前公司目前第一款LTPS LCD产品已成功点亮，各项性能指标均达标，设计、驱动、材料、工艺等均通过验证，技术开发完成，可以转入量产应用。

由于TFT-LCD生产线与AMOLED生产线有超过50%的设备可以共用，所以未来公司AMOLED技术实现突破后，现有4.5代TFT-LCD面板生产线转为生产AMOLED生产线也较为容易，这也是公司未来业绩增长的一大潜力所在。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2332	2664	4196	5301	营业收入	3454	4929	7864	9985
现金	872	80	80	80	营业成本	2904	4049	6426	8132
应收账款	745	1232	1966	2496	营业税金及附加	11	0	0	0
其它应收款	25	0	0	0	营业费用	87	123	197	250
预付账款	114	0	0	0	管理费用	252	345	511	599
存货	497	810	1285	1626	财务费用	118	73	86	78
其他	79	542	865	1098	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	5639	5255	4713	4172	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	178	0	0	0	投资净收益	-2	59	59	15
固定资产	4995	4749	4349	3873	营业利润	86	398	703	942
无形资产	212	212	212	212	营业外收入	92	0	0	0
其他	254	295	152	87	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	7972	7920	8909	9473	利润总额	177	398	703	942
流动负债	2178	2087	2409	2102	所得税	37	60	105	141
短期借款	410	1188	1061	409	净利润	141	338	598	800
应付账款	783	810	1285	1626	少数股东损益	70	80	42	47
其他	986	89	63	67	归属母公司净利润	70	259	556	753
非流动负债	3302	2860	2860	2860	EBITDA	523	984	1322	1562
长期借款	2860	2860	2860	2860	EPS (元)	0.12	0.36	0.71	0.88
其他	443	0	0	0					
负债合计	5481	4947	5269	4962	主要财务比率				
少数股东权益	1276	1355	1397	1445	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	574	714	784	854	成长能力				
资本公积	536	536	536	536	营业收入	57.7%	42.7%	59.5%	27.0%
留存收益	109	368	923	1676	营业利润	-77.0%	360.6%	76.6%	33.9%
归属母公司股东权益	1215	1618	2243	3066	归属于母公司净利润	-65.8%	267.7%	114.7	35.6%
负债和股东权益	7972	7920	8909	9473	获利能力				
					毛利率	15.9%	17.9%	18.3%	18.6%
					净利率	2.0%	5.2%	7.1%	7.5%
					ROE	5.8%	16.0%	24.8%	24.6%
					ROIC	3.1%	5.8%	9.0%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率	68.8%	62.5%	59.1%	52.4%
					净负债比率	66.36	81.83%	74.41	65.86%
					流动比率	1.07	1.28	1.74	2.52
					速动比率	0.82	0.89	1.21	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.48	0.62	0.93	1.09
					应收账款周转率	6	5	5	4
					应付账款周转率	5.08	5.08	6.13	5.59
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.12	0.36	0.71	0.88
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	-1.60	0.12	0.90
					每股净资产(最新摊薄)	1.70	2.26	3.14	4.29
					估值比率				
					P/E	152.73	41.54	21.24	17.07
					P/B	8.85	6.65	4.79	3.51
					EV/EBITDA	24	13	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 7 年微电子专业学历背景+2 年电子行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434