

分析师: 陈志坚 027-65799506 chenzj@cjsc.com.cn

联系人: 何之渊 021-63216973 hezy@cjsc.com.cn

中期业绩欠佳，3 季度值得期待

事件描述

深天马公告称，预计 2009 年中期净利润约为亏损 9800 万元，基本每股收益约为亏损 0.17 元。

事件评论

第一，中期业绩欠佳，维持公司基本面拐点到来判断

公司一季度亏损 5434 万元，二季度单季亏损额有所减少，整体来看中期业绩欠佳。中期业绩欠佳的主要原因是行业低迷，在 08 年 12 月到 09 年 1 月间，行业产品价格和产能利用率跌至谷底，自 3 月份起行业产品报价持续上涨，6 月份和 7 月份更是超预期上涨。虽然此次景气恢复以电视需求的拉动为主，我们依然坚持行业大、中、小尺寸景气会一致波动的判断。

公司 2009 年基本面有重大改善，随着行业景气的恢复，未来可能充分受益。上海天马 TFT-LCD 屏产能利用率大幅上升，5 月已接近 90%，而 6、7 月传统相对淡季产能利用率未见下滑，价格从低点反弹近 10%，已接近盈亏平衡点。

公司 TFT-LCD 模组业务屏资源瓶颈缓解，在“液晶超市”创新的经营模式下，充分利用“山寨机”市场旺盛的需求扩大出货量，同时大客户开拓和认证进度超出预期，TFT-LCD 模组业务属于劳动密集型，比国外竞争对手有明显的成本优势，在未来武汉、成都 4.5 代线的支持下，有望获得更多大客户认可。

CSTN、STN 和 TN 产品已进入被 TFT-LCD 替代的后期，行业下滑速度缓慢，由于公司 CSTN 业务已达全球领先地位，而国外竞争对手陆续退出后，国际大厂的订单会向公司转移。正是由于这样的原因，公司 2008 年 CSTN 业务逆势增长，2009 年有望继续增长。

公司 STN、TN 业务市场地位巩固，随行业趋势波动。

液晶面板行业属于电子信息产业振兴规划中重点扶持的行业，公司有可能获得国家财税优惠、补贴、贴息、项目资助等政策支持，我们相信在这些政策支持下，成都天马武汉天马项目将顺利建成。上海天马已充分积累管理经验、工艺技术和客户资源，行业周期波动改观，我们看好这两个项目的前景。

第二，行业景气超预期反弹，旺季到来看好三季度前景

本次由电视带动的行业景气反弹将逐渐向中小尺寸传递，7 月多品种价格大涨超预期，5 月电视面板出货同比增长 40% 超预期。7 月与年初的价格相比，几款主流笔记本面板反弹了 20% 以上，19 寸宽屏的监视器面板反弹了 25%，电视

面板中，32 英寸反弹了 27%，其他品种由于前期跌幅较小，反弹幅度在 10%左右。从电视、监视器和笔记本面板出货的环比增速来看，补库存带来的需求在二季度开始弱化，5，6 月份也是传统的淡季，然而进入 5 月份的相对淡季后液晶电视出货量却创历史新高，同比增长已经超过 40%，大幅度超预期。

旺季即将到来，全球液晶电视进入“替代黄金期”支持后续景气。预期到 2009 年 3 季度补库存的过程已完全结束，由于季节性因素，行业出货量将达到高峰。液晶电视旺盛的需求来自全球销量渗透率的上升，而不仅是中国一个地区。类比液晶监视器替代 CRT 监视器的进程，在销量渗透率达到 50%以上后，消费习惯形成，销量渗透率将迅速上升到 90%左右，又由于这阶段基数较大，在这段期间是行业销量增量最大的几年。预计 2009 年行业出货量可能增长 15%左右，2010 年增长 22%左右。

未来行业供给增加有限。我们重申“行业周期重塑观点”，从所有新增产能的情况来看，2009 年产能最多增加 20%不到，2010 年产能比 2009 年可能增长 12.5%左右，行业未来景气压力不大。

第三，调整盈利预测，维持“推荐”投资评级

考虑到公司中期业绩不佳，我们调整公司 2009 年和 2010 年盈利预测至 0.09 元和 0.27 元，考虑到行业景气相好，维持“推荐”投资评级。

第四，风险提示

公司所处行业周期性较强，如果宏观经济复苏低于预期，上述判断可能低于预期。

表 1：深天马估值水平比较

简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)	市现率 PCF (TTM)	市销率 PS (TTM)
			TTM	08E	09E	TTM	08E	09E			
行业均值	39.76	23.01	0.11	0.16	0.22	-67.48	60.82	39.25	4.10	72.29	2.91
行业中值	28.35	17.08	0.08	0.24	0.33	40.15	36.18	26.85	3.65	-16.31	3.46
生益科技	69.58	69.48	0.11	0.23	0.33	68.11	31.57	22.23	3.34	211.99	1.61
歌尔声学	35.66	8.92	0.43	0.62	0.81	34.66	23.83	18.36	4.39	9.81	3.52
实益达	21.33	5.34	0.10	0.00	0.00	80.10	0.00	0.00	4.17	-13.70	2.41
大族激光	59.46	52.38	0.10	0.28	0.35	82.18	30.85	24.19	3.11	88.33	3.47
华东科技	20.58	15.21	-0.09	0.03	0.07	-66.05	190.37	83.77	4.60	-66.08	3.22
京东方 A	455.56	73.59	-0.18	-0.02	0.03	-29.90	-261.90	170.28	8.24	21.94	5.47
深天马 A	39.76	23.01	0.11	0.16	0.22	-67.48	60.82	39.25	4.10	72.29	2.91

资料来源：Wind, 长江证券

表 2: 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1376	2600	3141	4800	货币资金	312	260	314	480
营业成本	1213	2217	2559	3992	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	164	383	581	808	应收账款	296	567	685	1047
% 营业收入	11.9%	14.7%	18.5%	16.8%	存货	335	545	629	982
营业税金及附加	3	5	7	10	预付账款	9	22	26	40
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	64	78	79	120	流动资产合计	1012	1499	1779	2741
% 营业收入	4.7%	3.0%	2.5%	2.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	153	169	204	288	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.1%	6.5%	6.5%	6.0%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	55	89	113	125	投资性房地产	10	10	10	10
% 营业收入	4.0%	3.4%	3.6%	2.6%	固定资产合计	1092	1911	4012	3505
资产减值损失	44	0	0	0	无形资产	164	156	148	140
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	86	0	0	0	递延所得税资产	47	0	0	0
营业利润	-69	42	179	265	其他非流动资产	2694	2694	2694	2694
% 营业收入	-5.0%	1.6%	5.7%	5.5%	资产总计	5023	6274	8647	9095
营业外收支	-1	20	15	10	短期贷款	177	824	2855	2277
利润总额	-94	62	194	275	应付款项	379	700	808	1261
% 营业收入	-6.8%	2.4%	6.2%	5.7%	预收账款	17	26	31	48
所得税费用	-23	9	29	41	应付职工薪酬	36	66	77	119
净利润	-71	52	165	234	应交税费	-34	1	4	5
归属于母公司所有者的净利润	9.4	52.3	155.5	220.1	其他流动负债	329	492	567	878
少数股东损益	-80	0	10	14	流动负债合计	904	2109	4341	4588
EPS (元/股)	0.02	0.09	0.27	0.38	长期借款	2063	2063	2063	2063
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	223	424	690	1050	其他非流动负债	60	60	60	60
取得投资收益					负债合计	3027	4232	6464	6711
收回现金	1	0	0	0	归属于母公司	1351	1395	1528	1715
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-895	-1026	-2531	-148	股东权益	646	646	655	669
其他	88	0	0	0	负债及股东权益	1997	2041	2183	2384
投资活动现金流净额	-807	-1026	-2531	-148	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.02	0.09	0.27	0.38
股权融资	8	0	0	0	BVPS	2.35	2.43	2.66	2.99
银行贷款增加 (减少)	380	647	2031	-578	PE	319.02	57.09	19.20	13.57
筹资成本	190	-97	-136	-158	PEG	1.71	0.31	0.10	0.07
其他	-365	0	0	0	PB	2.21	2.14	1.95	1.74
筹资活动现金流净额	214	550	1895	-736	EV/EBITDA	42.31	16.26	10.39	6.51
现金净流量	-369	-52	54	166	ROE	0.7%	3.7%	10.2%	12.8%

分析师介绍

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。