

调研简报

信息技术

显示器件

深天马 A (000050)

谨慎推荐

维持

2010 年 8 月 20 日

未来将成为中小尺寸液晶面板领先企业

分析师: 段迎晟

Duanyingsheng@guosen.com.cn 电话: 0775-82130761

SAC 执业证书编号 SAC0980210030013

事项:

最近对公司进行了调研,了解公司的发展情况。

评论:

■ TFT 实现盈利步入正轨,业务拓展改善产品结构

子公司上海天马的 TFT 生产线自 2008 年投产以来一直处于亏损状态,经过一年多的技术爬坡,于 2010 年实现盈利。上海天马是 4.5 代线的小尺寸 TFT 面板生产线,设计产能每月 3 万片(720mm*960mm 的规格)。

公司目前的主要液晶面板产品为中小尺寸 TFT、CSTN 和 STN。其中,STN 专门生产 3D 眼镜片,属于公司新的业务增长点,盈利状况良好。

今年以来,TFT 面板和 STN 的生产线由于旺盛的客户需求一直都保持 90%以上的产能利用率,而 CSTN 由于受到 TFT 产品的替代效应,产能约为 75%左右。

随着成都、武汉的 TFT 生产线以及 CF 生产线的相继建成,未来几年公司的主要产品结构将以 TFT 面板和模组为主,产品结构得到改善。

■ 利用政策支持实现杠杆式扩张,产能扩张将成为中小尺寸 TFT 面板领先企业

由于看好中小尺寸 TFT 面板的市场前景,公司于 2006 年投资 31 亿元建设上海的 TFT-LCD 面板生产线,出资额 30% 可以实现 51% 的表决权,设计产能月产 3 万片,上海的 TFT 生产线已于 2008 年底投产。

由于中小尺寸 TFT 面板的市场前景良好,地方政府给予了较好的政策支持,公司于 2008 年在成都和武汉分别投资兴建另外两条中小尺寸面板的生产线。

成都天马的面板生产线于 6 月 18 日竣工并已开始小批量试生产,预计年底将进行大批量出货。武汉的模组也已经开始试生产,设计产能 9 万片的 CF(彩色滤光片)预计年底投产,液晶面板于 2011 年 2 月份投产。另外两条生产线全部投产之后,公司的中小尺寸液晶面板出货量将从世界第 8 升为第 2,成为领先的中小尺寸面板厂商。

■ 3D 眼镜片是新的业务增长点,但下游市场增长晚于市场预期

公司 STN-LCD 的生产线已全部用于生产 3D 眼镜片,目前全部供给下游厂商歌尔声学,约占歌尔声学 3D 眼镜片供应的 80%。3D 眼镜片的毛利达到 20%以上,是公司新的业务增长点。

但是,目前看来 3D 眼镜市场的增长并未如市场预期,一方面是由于电视片源的限制,3D 眼镜的市场还较小;另一

方面，带 3D 功能的电视价格偏高，比普通 LED 电视高 50% 左右，高昂的电视价格也使 3D 眼镜市场增长并未达到市场预期。未来几年，随着 3D 终端设备的价格下降和 3D 视频内容的增多，3D 电视、3D 游戏等市场规模巨大，3D 眼镜也具备巨大的市场空间。

从技术发展来看，最终裸视的 3D 电视将是更为成熟的技术趋势和解决方案，在目前裸视 3D 技术尚不成熟的情况下，3D 眼镜片仍有较大的市场空间。

■ CF 的投产有望改善盈利能力，但持续的新线技术爬坡将影响短期的业绩

CF（彩色滤光片）是 TFT-LCD 面板的重要材料，成熟产品的毛利率在 40% 以上，如果武汉 9 万片产能的 CF 生产线最终良率较好的话，将大幅度提升公司的盈利能力。

但是，按照上海的液晶面板厂建设经验，一条面板生产线的建设周期约为 13 个月，从投产到实现盈利的技术爬坡期需要一年，刨去公司首次涉入该领域的技术积累以及 2009 年金融危机的影响，预计成都和武汉的新线投产也需要半年以上的技术爬坡期，在今年下半年和明年将拖累公司业绩。

而 CF 领域要求的真空镀膜技术与公司目前的面板生产技术相关性较小，属于全新的技术领域，公司进入新的领域存在较高的技术风险，如果产品的良率无法快速提升，也有较长时间的技术爬坡期。

■ OLED 实验线投资属于技术储备，无生产能力短期内也不会有收入

OLED 显示是公认的 TFT-LCD 之后的下一代显示技术，为了实现最新的技术储备，公司于上海投资 4.9 亿人民币建设了一条 OLED 的实验线，其中 2.8 亿元是政府资助，公司还投入部分 TFT 的生产设备。该 OLED 实验线的产能为每月 1000 片，属于技术试验用，不具备大规模生产能力。

在 TFT-LCD 市场刚刚成熟的情况下，未来几年 TFT-LCD 仍然是发展的主流，OLED 的成熟应用可能会在 3~5 年以后，公司提前进行技术储备，也是为了保证提升产能的情况下，同时实现技术方面的进步和领先。

■ 长远看公司有望成为中小尺寸液晶面板领域的领军企业，给予“谨慎推荐”评级

公司在显示器件经过 20 多年的积累，实现从 TN 到 STN、到 CSTN、再到 TFT 的产品转变，2008 年以来实现大规模扩张，未来两年，公司有望成为中小尺寸液晶面板领域世界前三的领先企业，随着新产品的投产，长期来看盈利能力将实现较大幅度的提升，旧线带新线的模式将影响公司未来两年的业绩增长，预计公司 2010~2012 年的 EPS 为 0.16、0.29 和 0.43 元，对应 2010 年~2012 年市盈率为 58、32 和 22 倍。基于公司长期良好的成长性，给予“谨慎推荐”的投资评级。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。