



上市公司调研报告

研究报告
电子—平板显示

买入 调高

深天马 (000050)

2010 年 9 月 9 日

拐点显现，成长模式清晰，耐心等待新品

电子行业分析师：邱春城
SAC 执业证书编号：S0850208110575
qiucc@htsec.com
021-23219413

2010 年 9 月 8 日收盘价：12.01 元。未来 6 个月目标价位：14.00 元

主要内容

中小尺寸液晶行业：需求稳定增长，行业需求恢复正常，未来二年行业供给无特别新增加，相关企业盈利记录稳定，不同于市场对于大尺寸液晶业务的普遍看法。

公司的业务构成：深圳模组和相关 TN 和 CSTN 业务缺乏长点，业务亮点在于上海天马、成都天马、武汉天马和被托管的中航光电子的 TFT 屏和相关 AMOLED 新品进展。

上海天马 TFT 业务出现利润拐点是推荐的核心理由：公司参股 30% 的上海天马经过二年多的爬坡，良率上升，这具有直接的意义，我们推测未来成都天马、武汉天马甚至被托管的中航光电子出现盈利拐点时间会大幅缩短，上海天马对这些企业的发展趋势具有昭示作用，暗示公司发展前景光明。我们对上海天马为什么能盈利进行了探讨。

公司成长模式的探讨：上海天马盈利，目前 70% 股权注入上市公司在即，将带动成长。不排除“其它资产盈利后注入上市公司”模式带动业绩的可能，但这仅仅是一种猜测。

对公司在 AMOLED 等新品成功的可能性探讨：最近在政府资助下，公司投资切入 AMOLED，这是下一代最有可能取代 TFT 的新显示技术，意义重大。实际上 TFT LCD 和 AMOLED，触摸屏和电子纸上的工艺技术上是一脉相承的，是学而知之的，能做好 TFT LCD 屏的企业只要下决心去做，公司钱袋子够深，愿意试错去做，成功是迟早的，公司资质足够，其成功概率很大，虽然目前没有达到大批量生产阶段，但这是公司的未来发展潜力所在，我们也对国内其它公司相关业务进行了点评。

盈利预测：基于假设，我们预测未来公司 2010、2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.13、0.35 和 0.40 元，其中，2012 年业绩预测是基于 OLED 无贡献和没有新资产注入的假设。

投资建议：我们认为深天马将成为一家世界级生产规模的中小屏液晶尺寸企业，公司资产大而市值低，而且公司业务拐点出现，公司投资的 AMOLED 是最有可能取代 TFT 的下一代显示技术，这也是公司有估值弹性的地方，我们也不排除公司后续资产注入和 AMOLED 新品成功上量的可能性，因此我们给予公司一定的溢价，给予公司 2011 年 40 倍的 PE，将目标价从 10.00 元上调到 14.00 元，给予公司“买入”评级。

1、中小尺寸液晶行业：需求稳定增长，行业需求恢复正常，未来二年供给无明显增加，相关企业盈利记录稳定，不同于大尺寸液晶行业

1.1 市场对大尺寸液晶行业的普遍认识

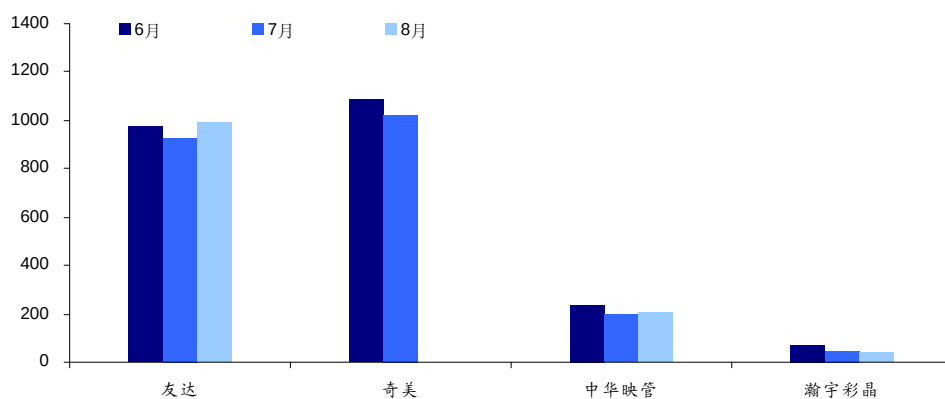
一般人想到 TFT LCD 行业，就想到上广电和京东方，认为这是消耗资本的行业，都惟恐避之不及，很少有投资者问津。我们也确认承认如此，大尺寸领域类似大宗商品，价格剧烈波动，表面看是钱多的企业玩死钱少的企业，实际内核是技术和管理能力的差异导致的结果。

1.2 中小尺寸液晶企业的需求是稳定成长的

从图 1 和图 2 可知，中华映管和瀚宇彩晶以中小尺寸产品为主，可以认为是中小尺寸的代表性企业，奇美还没有公布 8 月份的出货量，但是仍然可以明显看出，大尺寸出货量确实在下降（这和最近众所周知的大尺寸价格下跌，液晶电视企业有库存的实际情况相符，）；

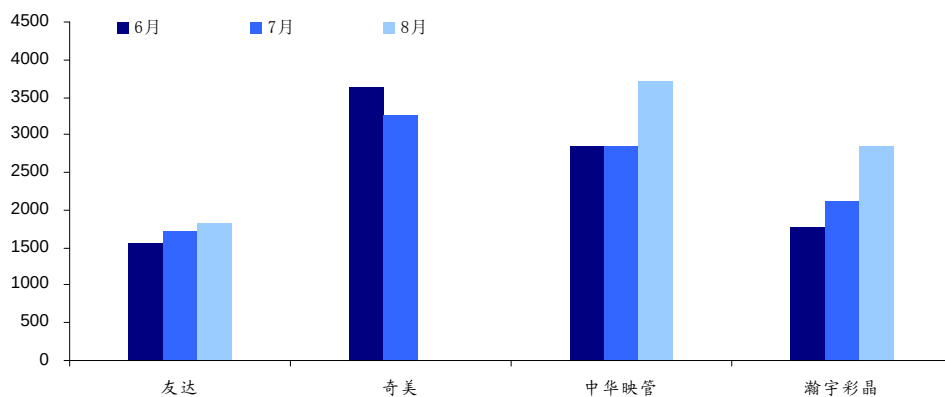
中小尺寸出货量月度环比大幅上升，可见中小尺寸的需求量和大尺寸迥异，这也反映出行业景气是不一样的。

图 1 台湾 4 家液晶企业的大尺寸（大于 10、11 寸）屏出货量(万片)



资料来源：相关公司公告，海通证券研究所

图 2 台湾 4 家液晶企业的中小尺寸（小于 10、11 寸）屏出货量(万片)



资料来源：相关公司公告，海通证券研究所

1.3 中小尺寸液晶行业供给短期内不会增加

产能独家扩张。国内 TFT-LCD4.5 代线主要由深天马和京东方两家公司控制。目前来看,没有其他公司披露投资 4.5 代线。且现在投资 4.5 代线的情况下,也是在两年之后释放产能。因此行业供给短期内的增加主要是由深天马贡献。随着深天马产能逐步投放,市场话语权将会逐渐改善,而由于产能相对集中,恶性竞争的情况将有可能得到避免。

大尺寸屏向下兼容不可持续。理论上存在可能性,但由于不是经济切割尺寸,而且中小尺寸的产品的特点是产品变化比较快,批量相对比较小,大尺寸制版费用比较高,成本压力较大。TFT-LCD 是薄利行业,如果不具备成本优势,生产经营很难持续。

1.4 中小尺寸液晶企业盈利记录稳定

深天马所在的中小尺寸液晶行业与我国香港地区的信利国际有可比性,这个企业长期以来,日子好过的时候,销售净利率在 10%-12%,在全球电子行业最困难的 2008 年和 2009 年,很多电子企业亏损的一塌糊涂,哀鸿遍野,信利国际仍然是赚钱的,其 2008 和 2009 年的销售净利率分别为 4.61%和 5.30%,如表 1 所示。

我国台湾地区的企业,中华映管和瀚宇彩晶是中小尺寸为主,销售净利率好的时候在 14%,不好的时候在 6%左右,虽然有波动,但是仍然在正的范围波动,如表 2 所示。

表 1 信利国际销售净利率情况 (%)

	2006	2007	2008	2009	2010H1	2010Q1	2010Q2
信利国际	11.76	10.81	4.61	5.30	6.09	6.39	5.82

资料来源:上市公司公告,海通证券研究所

表 2 一些台湾液晶企业销售净利率情况(%)

尺寸范围	企业名称	2010Q1	2010Q2
中小尺寸	中华映管	13.69	6.20
中小尺寸	瀚宇彩晶	8.32	
大尺寸	友达电子	6.69	9.00
大尺寸	奇美电子	6.68	4.98

资料来源:相关公司公告,海通证券研究所

2、公司的业务结构和看点

目前,公司主要资产包括四部分,包括深圳母公司、上海天马、成都天马及武汉天马。公司拥有上海天马 30%的股份和 51%的表决权,成都天马 30%的股份和 60%的表决权,是成都天马的实际控制人;武汉天马 10%的股权。

上海天马(运转 2 年多)、成都天马(刚刚运转)、武汉天马(在建)各含一条产能为 3 万片/月的生产线,深圳母公司主要是生产 STN、CSTN 及模组等产品。另外,武汉天马还包括 CF 及模组生产线。我们认为深圳部分的业务比较普通,没有太大成长性。主要看点还在上海天马、成都天马和武汉天马的运营。

托管的上广电生产线。上海天马于 2010 年 2 月 1 日起托管中航光电子 5 代线,即原上广电 5 代线(企业的设计产能为 9 万片每月,切割效益比上海天马大 6 倍左右)。托管报酬分为基本管理费和效益管理费两部分。其中基本管理费以每 6 个月为一期,按中航光电子当期销售收入的 0.5%计;效益管理费以中航光电子弥补上一年度亏损后税前利润的 5%计。今年上半年实现托管收益 515 万元。

3、上海天马的经营状况出现拐点,为什么上海天马能出现业绩拐点

2009 年公司主营业务收入 21.64 亿元,其中母公司 10.19 亿元,上海天马 12.60 亿元;公司全年亏损 20564 万元,其中母公司亏 15562 万元,上海天马亏 14592 万元;综合毛利率 3.20%。2010 年上半年公司主营业务收入 14.82 亿元,其中母公司 7.56 亿元。但是 2010 年上半年,公司出现转机,如表 3 所示,综合毛利率稳定提升。

表 3 深天马综合毛利率情况 (%)

	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
深天马	6.47	-10.40	0.00	11.21	7.28	12.88	19.73

资料来源：上市公司公告、海通证券研究所

探讨内在原因：2009 年，母公司的亏损有行业的原因，上海天马是因为行业和公司双重的原因。除了今年电子行业好转之外，上海天马出现了内在拐点很重要，公司结束了二年多的爬坡期，目前已经处于相对饱满生产状态，我们预期良率约在 92%~94%左右。我们预测上海天马今年能实现收入在 17 亿元左右，净利润在 1 亿元左右。上海天马的好转，也为深天马的母公司提供了好的原料源，为母公司的发展也奠定了基础。

上海天马能盈利的核心原因是技术是内化的，不是那些说来就来，说走就走的高薪聘请的外部人或者外国人，也有持续进步和开发新产品的空间，更不会被额外收取这样或者那样的高额技术转让费和技术授权费。

此外，公司的公司管理体制理顺了也是一个重要原因，不会给某些个人有机可乘谋取私利的机会，上海天马是一个正常的企业。我们预期被托管的上海中航光电子也迟早会走出长期亏损的阴霾。

4、公司的成长模式逐渐清晰

4.1 上海天马的注入

深天马发行股份购买上海天马其余 70%股份事项，已取得国务院国有资产监督管理委员会的批复，并已经公司 2010 年度第一次临时股东大会审议通过。证监会正式受理了重组申请，目前处于证监会对申请材料的审核期间。如果证监会审核通过，深天马将以 5.34 元/股的价格发行 14903.0036 万股，届时上海天马将成为深天马全资子公司。

上海天马的模式，是在政府协调下，盈利一个，装入一个。地方政府更多是为了 GDP、税收和产业发展，当然也换取了上市公司的股份。

4.2 其它资产盈利以后，是否也会步上述模式

在上海天马技术人员的带领下，有了上海天马的经验积累，未来成都天马和武汉天马的爬坡期较上海天马缩短。

假设上述公司实现盈利，如果和地方政府协调好，成都天马与武汉天马是否会复制上海天马的模式？我们还不得而知，但是我们不排除这个可能性。

我们预计中航光电子有望在 2011 年实现扭亏，但上海天马能否因此收到效益管理费，还取决于中航光电子扭亏幅度。中航光电子现在属于中航，未来如果盈利后的资本运作模式还不得而知。

5、新产品值得等待

5.1 对相关新产品的总看法

实际上 TFT LCD 和 OLED，电子纸和触摸屏在工艺技术上是一脉相承的，是学而知之的，并没有那么神秘。

深天马作为一个未来产能规模接近世界前列的中小尺寸液晶屏企业，现在能做好 TFT LCD 屏，公司做新产品的资质就足够了，上海天马的盈利，这表明公司的技术具有内生性。

只要公司下决心去做，而且公司钱袋子够深，愿意试错去做，成功是迟早的，关键是市场是否足够大到愿意转产，需要管理层做好权衡，权衡好短期利益和长期利益，我们认为，只要公司真的切入上述某一相关新领域。其成功概率是很大，这也是公司的未来潜力所在。

5.2 OLED 意义重大，我们耐心等待

AMOLED 是 LTPS (低温多晶硅) 技术的一种应用, 相当一部分设备与 TFT 共用, 因此中试线定在上海, 是全国中小尺寸的唯一一条大尺寸试验线, 虽然维信诺也有和昆山工研院也建设了一条小尺寸的试验线, 信利有一条 PMOLED 试验线, 但是相比之下, 4.5 代更有大规模生产的实验意义, 彩虹也有投产 4.5 代 AM-OLED 的计划, 但是目前 PMOLED 的技术还处在试产阶段。天马年内建好出样品, 虽然市场和技术方面没有达到大批量生产的阶段。AMOLED 主要是为做技术储备, 是下一代最有可能取代 TFT 的新显示技术。因为公司战略是在平板显示领域成国际第一梯队, 所以密切跟进最新技术。

我们预期公司能在今年底出样品, 但是在 2012 年能实现部分批量, 在实际能够量产之前, 这个利润的贡献没那么大。我们将紧密跟踪上海天马的 AMOLED 产品进展, 我们认为这是二级市场的溢价因子。

5.3 触摸屏

今年 4 月份公司出资 600 万元, 参与合资建设瑞视光电技术有限公司, 占其 20% 股份。项目建设地点在湖北黄石, 主营产品是触摸屏, 其中一期是电阻式的, 二期计划是电容式的。除此之外, 公司没有披露其他触摸屏相关的投资计划, 但我们认为公司在 TFT LCD 方面的技术沉淀, 导致公司的技术潜力比任何触摸屏企业都强大, 一旦这个公司发力做触摸屏, 这个企业的潜力将非常巨大。我们认为公司将在电容式和内置的电容屏方面有巨大潜力。做不做取决于公司的管理层。

6、业绩预测

6.1 基本假设

表 4 利润预测的基本假设 (万元)

项目	1H2010E	2010E	2011E	2012E	备注
AMOLED					预期 2010 年底出样品, 2011 年爬坡, 出于谨慎, 我们不考虑 AMOLED 利润贡献。
母公司					
TN/STN	12000	22000	22000	22000	
3D 眼镜	7600	15000	14000	14000	
CSTN	19000	38000	36000	36000	3D 眼镜是 STN 产品分支, 直接客户是某上市公司, 组装好后卖给三星。上半年供货很好, 预期未来量价回落。
TFT 模组	37014	77500	91500	115000	我们预测 TFT 模组规模将增加。
收入合计	75614	152500	163500	187000	
上海天马					
收入	74000	170000	175000	175000	
利润	4675	10000	13650	13650	
成都天马 (30%)					
收入	0	28000	150000	160000	假设 2010 年下半年继续爬坡, 2011 年初能达到设计产能, 但模组少, 预期收入比上海天马稍低。
利润	-2100	-4500	8000	11000	
武汉天马 (10%)					
模组收入	0	0	20000	50000	预期最先上马。
CF 收入	0	0	36000	90000	其次上马 CF, 预期逐渐投产, 今后将不必再外购 CF。
TFT 屏收入	0	0	0	180000	预期 2011 年 4 季度开始达到设计产能。
收入合计			56000	320000	
净利润	0	0	-10000	25600	
深天马的投资收益	0	0	-1000	2560	

股本

假设 2010 年底装入上海天马的股权后 72327 的新股本全面摊薄计算

数据来源: 海通证券研究所

母公司、子公司相关收入、利润和股本: 如表 4。

毛利率：2009 年公司综合毛利率为 3.97%，2010 年上半年公司综合毛利率为 16.70%，毛利率有明显的改善。基于以下几点原因，我们认为公司未来毛利率仍然有一定提高空间：（1）武汉天马的 CF 自给；（2）中小尺寸的产品定制化、多样化也将在一定程度上能稳定毛利率；（3）客户结构和产品结构改善。客户结构主要体现在目前是若干大客户的第二、第三供货商公司以牺牲价格拿订单，因此价格不高，我们预计 2012 年前后，成都天马、武汉天马投产后，公司产能将位居全球前三，届时议价能力提升，特别在新品方面，产品价格亦有可能增加。

表 5 深天马利润预测（万元）

	2007	2008	2009	2009H1	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入	172397	137625	219045	87757	148250	350500	488500	522000
营收增长率(%)		-20.17	59.16		68.93	60.01	39.37	6.86
减：营业成本	144712	121267	210346	91385	123489	292668	399593	421776
毛利率(%)	16.06	11.89	3.97	-4.13	16.70	16.50	18.20	19.20
营业税金及附加	168	289	375	85	551	1087	1514	1618
税金占比(%)	0.10	0.21	0.17	0.10	0.37	0.31	0.31	0.31
销售费用	4805	6421	7377	2941	3856	8763	10747	10962
销售费用占比(%)	2.79	4.67	3.37	3.35	2.60	2.50	2.20	2.10
管理费用	10617	15271	17126	7515	9312	22082	29799	30276
管理费用占比(%)	6.16	11.10	7.82	8.56	6.28	6.30	6.10	5.80
财务费用	1614	7842	14246	7538	5955	13319	14655	14616
财务费用占比(%)	0.94	5.70	6.50	8.59	4.02	3.80	3.00	2.80
资产减值损失	185	4420	7124	370	450	480	100	100
投资收益	-799	8,562	-4	0	4	5	-800	3200
营业利润	9497	-9323	-37553	-22077	4641	12098	32892	39452
加：营业外收入	119	191	1594	460	3184	3200	3200	3300
减：营业外支出	333	259	317	99	81	40	40	40
利润总额	9283	(9391)	(36276)	(21716)	7744	15258	36052	42712
减：所得税	748	-2284	-5286	-2450	1559	2289	5408	6407
所得税率(%)	8.06	24.32	14.57	11.28	20.13	15.00	15.00	15.00
净利润	8535	-7107	-30990	-19266	6185	12969	30644	36305
归属于母公司所有者净利润	9039	935	-20564	-9862	4475	9119	25044	28605
少数股东损益	-504	-8042	-10426	-9404	1710	3850	5600	7700
少数股东损益占比(%)	-5.91	113.16	33.64	48.81	27.65	29.69	18.27	21.21
摊薄每股收益(元)	0.12	0.01	-0.28	-0.14	0.06	0.13	0.35	0.40
发行后的总股本（万股）	72327							

资料来源：上市公司公告，海通证券研究所预测

6.2 业绩预测

业绩预测如表 5 所示，我们预测未来公司未来 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.13、0.35 和 0.40 元，其中，2012 年业绩预测是基于 OLED 无贡献和公司不再注入新资产的假设。

从公司利润预测来看，公司 2010、2011 年和 2012 年的销售净利率在分别为 3.70%、6.27%和 6.95%，落在我们前期对香港同类企业和我国台湾地区企业的平均水平左右，我们认为这个预测范围是相对合理的，没有特别有意的高估也没有过分低估。

7、投资建议

深天马将成为一家世界级生产规模的的中小屏液晶尺寸企业，公司总资产比很多电子公司都大，但市值比很多公司都低，而且公司拐点出现，我们也不排除公司后续资产注入和 AMOLED 新品成功上量的可能性，因此我们给予公司一定的溢价，给予公司 2011 年 40 倍的 PE，将目标价从 10.00 元上调到 14.00 元，给予公司“买入”评级。

8、风险因素

行业整体风险无法回避。公司已经成为行业龙头，因此无法规避行业风险。

虽然我们相信成都天马及武汉天马盈利爬坡时间比较短，但是仍然存在一定不确定性。

相关研究：深天马 A (000050) 半年报点评：营收增加客户改善,OLED 为新看点 2010 年 8 月 16 日

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、国星光电、深天马、莱宝高科、欧菲光、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。