

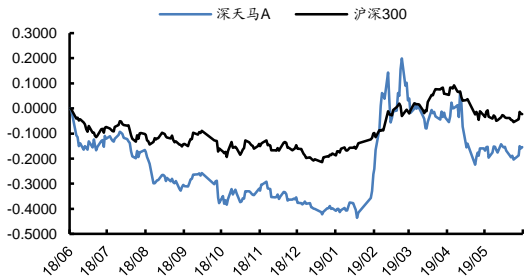
研究所

证券分析师：
021-68591558

王凌涛 S0350514080002
wanglt01@ghzq.com.cn

从几个维度重审天马的核心价值 ——深天马 A (000050) 深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
深天马 A	0.6	-18.0	-16.5
沪深 300	1.1	-0.4	-2.3

市场数据

2019-06-13

当前价格(元)	13.77
52 周价格区间(元)	9.08 - 20.69
总市值(百万)	28202.65
流通市值(百万)	25059.44
总股本(万股)	204812.31
流通股(万股)	181985.76
日均成交额(百万)	511.11
近一月换手(%)	29.86

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点:

■ **折叠屏，吹皱面板的一池春水。** 2019 年春节刚过，在三星和华为都即将发布折叠式手机的催化下，A 股的所有面板行业标的“忽如一夜春风来”，拉出一波几近翻倍以上的大反弹行情。折叠屏、Amoled 面板，在普通消费者与投资者眼中，似乎是即将到来的下一个千亿级市场，但其主要市场份额，始终掌握在三星手中，而且整个 Amoled 产业链的很多关键环节也在其操纵或者影响之下，这并非是一个健康的行业生态，昂贵的 Amoled 面板价格的跟结就在于此。智能终端在整体成长放缓的背景下，成本毫无疑问是第一维度的考量标准，能让各个品牌无视成本大幅加成而坚持采用的一个核心原因无怪乎更高的屏占比、更佳的显示效果与能耗，其根本原因在于智能终端同质化竞争的当下对于外观表现差异化的追求。

■ **科技不断向前，但面板始终是最重要的人机接口。** 面板，作为当下各类科技应用终端最主要的人机交互界面，其视觉与性能表现一直是产品最直观的展现窗口。近十几年来，无论是智能手机、笔记本电脑、电视 TV，每次产品同质化严重，出现僵局的时候，品牌厂商首先考虑的都是面板的表现形式上做提升，包括各种规格变化、显示效果的提升、显示方式的变化、以及显示与其他功能的集成。

面板是当前电子产品系统化重新设计中必须考量的重要决定因素，而且消费电子这几十年的发展历史中，像面板这样达到类似的显示功能，却可以允许如此多的相似面板技术在同一生命周期内开发且并存的情景实属少见。这一方面说明了这是一个细分应用场景分支较多，客户产品需求定义可针对面较广的应用领域，同时也充分佐证了面板的下游需求市场足够大，能够如此的“海纳百川”。事实证明：对于面板厂而言，盈利的决定要素并非超级大品牌的绑定，也并非单纯地量产最新型的显示技术；良好的产品客户结构划分，合理且有预见的产能计划，相对饱满的产能利用率，才是维持盈利的最佳模式。

■ **小尺寸面板并不应理解为大宗商品，厂商衡量标准与大尺寸已不在同一维度。** 大尺寸面板由于基本采用 A-si 制程，工艺成熟且相似设备配置的面板厂商之间成品性能相差不大，因此更多的近乎于不同尺寸下的标准品，对所有可量产的厂家而言相对一致，价格与供给策略基本就是总产能与总需求（预期）的匹配。这种维度的产品，确实是可以视为大宗类的商品。而小尺寸面板由于不同产品客制化设计程度与针对性制程生产交付的差距较大，其价格已经不能通过尺寸这一物

理维度来界定。因此，当下的中小尺寸面板厂商可能会更多地类似于手机上游定制化的零组件厂商，而并非传统意义上的大宗产品生产工厂。厂商比拼的关键早已不再是单纯的产能与良率，而是前端设计、技术储备、先进制造、柔性交付、快速起量等等切实匹配当下智能手机竞争格局的综合实力，而天马正是具备如上优秀能力的国内一线核心面板企业。

- **可持续成长的面板企业运营与管控所需要的要求已然不同过往。** 在当下的中国，乃至全球电子生产制造的供应链中，要运营好一座单一规格的面板厂已经不易，而像天马这样的多规格复合显示技术全覆盖的平台型公司，所需要尽善尽美的领域则更多：出货量要足够规模，良率必须行业领先，规格必须全面掌握；技术除了保持领先之外，还必须具备全面的先发优势；渠道实现全球主流品牌客户的全覆盖；灵活且具有价值的产品结构，螺旋递进式的稳健上升通路；准确的战略规划、有效的执行力与约束力、依托企业自身特点的价值型成长轨迹；合理且过硬的股东背景，行业低谷与危机时有力的股东支持。
- **Amoled 面板全球竞争格局重塑，进阶之路唯有以积累换成长。** Amoled 屏幕的快速渗透和火热应用，无疑令占据垄断地位的三星大赚，也令其他面板厂商开始加入这一技术的追逐大赛，但所有在 Amoled 领域想作“大啖苹果”美梦的面板厂商往往面对的是骨感的现实，只能扎实把良率和品质逐步提升，换以其他主流品牌认可，逐渐积累换以成长。天马在 LTPS 的制程领域的历练和成就，是其他面板厂商不曾经历过的，从技术成熟到规模成熟，并争得第一的行业地位，这一过程，与国内大尺寸面板厂商所习惯的以投入、以规模取胜的路径完全不同，这种积累某种程度而言更加贴近当下 Amoled 面板制程的进阶路线，这也是我们一直看好天马的重要原因之一。
- **盈利预测和投资评级：买入评级。** 当下智能终端市场成长趋缓，市场成长份额在逐渐向头部企业集中，而 5G 世代来临后，品牌集中度将更为明确，而下一代智能手机的雏形也将能逐渐清晰。当下的市场环境对于所有面板厂商而言是挑战也是机遇，无论 5G 世代的智能手机形态将如何演变，但一定是与现有的全面屏、柔性折叠屏技术一脉相承，当下市场的厚积，为的是一至两年后 5G 换机潮到来前的薄发，在这一维度下，天马的中长期投资价值必将有所体现。

2018 年由于一次性计提了金立事件、部分库存、超期账款等，对当期利润的负面影响约 5-6 亿，这种极端的情况在 2019 年显然有修复的空间。天马经过多年发展，产业布局基本完善，在众多领域都进行了深入渗透，消费端全面覆盖、专业显示有充分的比较优势和竞争壁垒，而且客户资源遍布海内外，虽然当下贸易战以及华为事件的发酵确实会对供应链有所影响，但是如果华为海外流失的市占率，Oppo、Vivo、小米等公司能够补上的话，对面板行业的影响自然会降低，而且国内因华为事件导致的民族情绪反而可能会短期促进华为等国产手机销量，因此总量影响有待持续观察，但如排除这一影响，面板行业从生产受限或禁供等方面来自于贸易战的影响相对半导体较低，像

天马这样具备核心竞争力的公司更是有望在逆境中取得超越行业的成长。预计公司 2019-2021 年将分别实现净利润 17.08、22.19、27.28 亿元，当下市值对应 2019-2021 年估值分别为 16.51、12.71、10.34 倍，从公司的持续成长能力以及行业地位、布局规划来看，当下市值显然被低估，本次覆盖给予公司买入评级。

- **风险提示：**中美贸易战冲突愈演愈烈，消费电子行业整体出货量不及预期；下游终端品牌客户因不可抗行业因素减单；面板价格出现不理性异状波动。

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	28911.54	33282.97	41750.16	54930.68
增长率(%)	106.33%	15.12%	25.44%	31.57%
净利润（百万元）	925.54	1708.61	2219.61	2728.21
增长率(%)	14.66%	84.61%	29.91%	22.91%
摊薄每股收益（元）	0.452	0.834	1.084	1.332
ROE(%)	3.56%	6.22%	7.57%	8.63%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 前序：折叠屏，吹皱面板的一池春水.....	6
2、 科技不断向前，但面板始终是最重要的人机接口.....	7
3、 小尺寸面板并不应理解为大宗商品，厂商衡量标准与大尺寸已不在同一维度.....	10
4、 面板企业运营的分化与差异.....	12
4.1、 一个例子.....	12
4.2、 产品结构与运营管控的分化.....	12
4.3、 股东背景与支持力度.....	14
4.4、 总结.....	15
5、 苹果大餐虚幻，Amoled 竞争格局重塑，国内厂商路在何方？.....	16
6、 结语，盈利预测与评级.....	22
7、 风险提示.....	23

图表目录

图 1: 三星 SDC 大会上所展出的全面屏的四种新形态	7
图 2: 华为自拍极点全面屏宣传海报和天马 AA Hole 全面屏	8
图 3: 京东方归母净利润与增长率一览	9
图 4: 天马微电子归母净利润与成长率一览	9
图 5: 43" FHD LCD TV 面板近年来的价格波动	11
图 6: 5.5" LTPS LCD 面板近年来的价格波动	11
图 7: LGD、BOE 与 AUO 的逐季营业利润率对比	12
图 8: 天马的多元化产品布局与制程结构	13
图 9: 天马在 LTPS 领域的产线建设和份额成长	15
图 10: 2018 年 4 季度前五手机品牌出货量	18
图 11: 2018 年下半年最令人瞩目的三款滑屏手机	19
图 12: 三星在开发者大会上所展示的 Galaxy Fold 照片	20
图 13: 天马在 COMPUTEX 2019 展会上所发布的首款折叠手机面板	20
图 14: 十余年前功能手机时代末期的创新与当下智能手机的外观创新对比	22
表 1: 2 月 1 日至 3 月 7 日, A 股面板行业公司连续 20 个交易日内涨跌幅	6
表 2: 智能终端零组件制造典型企业与国资面板厂股权质押比例对比	14

1、前序：折叠屏，吹皱面板的一池春水

从 2017 年底开始，到 2019 年 1 月，A 股面板的大部分面板上市公司的股价整整跌了 14 个月，没有任何像样的反弹，一如往常面板价格下跌供需不畅的年景里发生的一样，或者说更糟。2018 年四季度我们曾经与一些基金经理在路演中聊过面板行业的低谷，但在 TMT 大部分标的都腰斩再折价的彼时，仍有独立成长的行业都已自身难保，面板这个看似前狼后虎的板块，既无人关注也无人问津。

2019 年春节刚过，在三星和华为都即将发布折叠式手机的催化下，A 股的所有面板行业标的“忽如一夜春风来”，无论有没有 AMOLED 柔性屏的出货，也无论到底是 LCD 还是 AMOLED，统统拉出一波几近翻倍以上的大反弹行情。

表 1：2 月 1 日至 3 月 7 日，A 股面板行业公司连续 20 个交易日内涨跌幅

证券代码	证券简称	区间涨跌幅（单位：%）
000725.SZ	京东方 A	64.06
000050.SZ	深天马 A	104.77
000727.SZ	华东科技	141.78
000536.SZ	华映科技	165.48
002387.SZ	维信诺	61.90

资料来源：Wind，国海证券研究所整理

某种角度来看，如果只看 2 月这波因柔性屏而起的 A 股面板大反弹，反弹的高度反而似乎与企业 and AMOLED 的相关性成反比，当然，这只是一个巧合，其中还有市值和资金博弈等多方面的原因，但不得不说的，面板行业以及相关产业链可以说是这轮带动 A 股尤其是科技股反弹的初始源动力。而后至今的几个月中，虽然总体趋势一直在回撤，即使最近在外媒的测评使用中，因为出现屏幕折痕与各种故障等问题，三星也被迫延后 Galaxy Fold 的上市时间，但以上标的的股性比起过去一年多则显然被激活，下游关联设备与前道材料类标的的想象预期也被充分打开。

折叠屏、AMOLED 面板，在普通消费者与投资者眼中，似乎是即将到来的下一个千亿级市场，但是，AMOLED 与 LCD，尤其是 LTPS 的前道制程有较多共同之处，因此其与传统 LCD 行业的制程息息相关。三星在全面转向 AMOLED 之前，曾经也是全球前列的 LTPS 厂商，虽然“九阳神功”并不一定是“乾坤大挪移”的必须，但可能很多人都忽视了这点；天马是国内 LTPS 屏做的最好的企业，没有之一。

下游应用方面，虽然在苹果、三星、华为等一线机型中得到快速推广，但其主要市场份额，始终掌握在三星手中，而且整个 AMOLED 产业链的很多关键环节也在其操纵或者影响之下，这并非是一个健康的行业生态，昂贵的 AMOLED 面板价格的跟结就在于此。智能终端在整体成长放缓的背景下，成本毫无疑问是第一维度的考量标准，能让各个品牌无视成本大幅加成而坚持采用的一个核心原因无怪乎更高的屏占比、更佳的显示效果与能耗，其根本原因在于智能终端同质化竞争的当下对于外观表现差异化的追求。

2、科技不断向前，但面板始终是最重要的人机接口

面板，作为当下各类科技应用终端最主要的人机交互界面，其视觉与性能表现一直是产品最直观的展现窗口。有一个有意思的现象是，近十几年来，无论是智能手机、笔记本电脑、电视 TV，每次产品同质化严重，出现僵局的时候，品牌厂商首先考虑的都是面板的表现形式上做提升，包括各种规格变化：曲面显示器（TV、NB）以及超窄边框显示屏（TV、NB、phone）乃至全面屏（phone）；显示效果的提升；显示方式的变化（对叠、翻盖等等）；以及显示与其他功能的集成，譬如说当初 iPhone 一举攻破功能机的重要因子之一，就是显示触控一体化的触摸屏的应用，都是面板表现形式提升这一思路下应运而生重要进化。

不少投资者对面板，尤其是小尺寸面板的发展，总是持有狭隘的发展观：认为面板技术的进阶必然是完全或者绝大多数的替代，非 AMOLED 即 LCD，至于低端的 A-Si 似乎必然穷途末路，诸如此类。由于持有这类观点的投资者一般来说对技术有一定了解，但正因为一知半解，有时候反而顽固得可怕。

实际意义上，摒除对 AMOLED 或是 LTPS LCD 的盲目争论与迷信（其实大家都有 AMOLED 屏生产能力，但毕竟除了三星，其他厂商的 AMOLED 都不赚钱），当前时代背景下品牌商对于面板厂的要求早已从“能生产什么屏”、“有多少产能”变成了“能配合品牌厂做出哪些高屏占比工艺”“多快可以全面交付”等完全不同的维度。

摒除 2019 年粉末登场的折叠屏不谈（量产规模尚小），苹果 2017 年 iPhone X 的推出，让全球看到了全面屏和 notch 沟槽等全新工艺变化，而在这两年，围绕着全面屏的各种创新设计与工艺更是层出不穷。三星在 2018 年 11 月初召开的三星 SDC 大会上对外展示了全面屏手机的四种新形态，代号均为 Infinity，包括“美人尖”设计的 U 和 V、屏下摄像头设计的 O，以及真全面屏设计的 New Infinity，其中前两者今年已经有不少品牌有所采用，至于屏下摄像头设计的 Infinity O（俗称挖孔屏）的手机设计原本是 2019 年才会推出的设计，但也在 2018 年末粉末登场。

图 1：三星 SDC 大会上所展出的全面屏的四种新形态



资料来源：集微网老杳吧，国海证券研究所整理

2018年11月26日，华为终端的官方微博发布了一款自拍极点全面屏的宣传海报，图片显示手机的左上角出现了高亮的灯光，暗示后续发布的新机将用上全新的挖孔屏设计。而早在2018年5月，深天马在美国的SID展会上，深天马就展出了自己所设计的第三代全面屏AA Hole LTPS全面屏。

图2：华为自拍极点全面屏宣传海报（左）和天马AA Hole全面屏（右）



资料来源：搜狐新闻、电子发烧友，国海证券研究所整理

天马在2017年四季度实现对JDI的超越，成为全球LTPS市占排名第一位，所依靠的，并不仅仅只是产能扩增，更重要的，是前几代全面屏产品制程技术上的领先所造就的首发优势，与HMOV等核心客户多年合作开发的深厚积累，柔性交付以及业内首创的垂直起量供应能力。

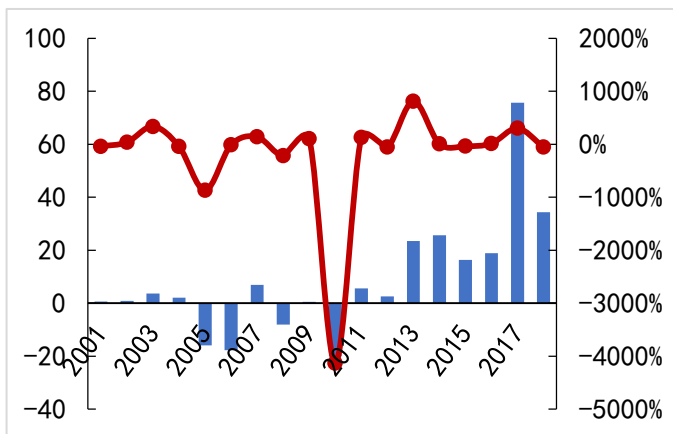
面板是当前电子产品系统化重新设计中必须考量的重要决定因素，而且消费电子这几十年的发展历史中，像面板这样达到同样的显示功能，却可以允许如此多的相似技术（A-Si、IGZO、LTPS、OLED、Micro led等等）在同一周期内开发且并存的情景实属少见。这一方面说明了这是一个细分应用场景分支较多，客户产品需求定义可针对面较广的应用领域，同时也充分佐证了面板的下游需求市场足够大，能够如此的“海纳百川”。

在我们日常路演交流的过程中，很多投资者喜欢就面板的显示技术得出一较高下的结论，其观点也非常一致，基本倾向于Amoled（柔性）相关标的。这种判断源于对未来智能手机面板中Amoled（柔性）屏渗透率快速提升的预期，但是实际上这一预期还有一个默认不会改变的潜在前提（而且相当多的簇拥者主观认为这必然成立）：Amoled面板未来的单价仍将维持较高水准，并且反馈以对应制造商极佳的盈利表现。

诚然，在追求全面屏占比以及期待可折叠屏幕的当下，Amoled（柔性）屏渗透率快速提升是市场推进的必然。但是，以史为鉴，从我们国家液晶和半导体产业的前十年发展易见，每当中国本土企业打破韩日垄断，实现某款产品的稳定量产时，伴随着的必然是海外竞争对手针对这一品类产品的降价价格战，其实从2018年下半年来看，针对国内一线手机品牌厂商的Amoled模组降价已然发生。

此外，就柔性 Amoled 的国内制造而言，目前即使是国内开发进度最靠前的京东方和天马，其良率目前都不超过 60%，而且前文我们已经提及，各种原材料的前道供应链仍被韩系供应商“非正常”掌控，导致这个行业的生态一直相对扭曲，在这一现状没有被改善的前提条件下，即使勉强达到量产，也很难与三星这类一线柔性屏大厂站在同一竞争维度，亦难言大幅盈利，以 LCD 这些年的发展近况来看，**中国的面板企业真正进入稳定盈利区间（不亏损），基本都是在 2013-2014 年前后**。但往前看看他们投入的时间，京东方是 1994 年左右开始预研 TFT-LCD，2001 年通过收购韩国现代的 STN-LCD 产线开始真正进入液晶制造这一领域；天马微电子则是在 1993 年底第一条 STN-LCD 建成投产，2003 年建成全国首条 CSTN-LCD 产线并投产，直到后续在 TFT-LCD 真正站稳脚跟，都经历了 10 年以上的成长阵痛。

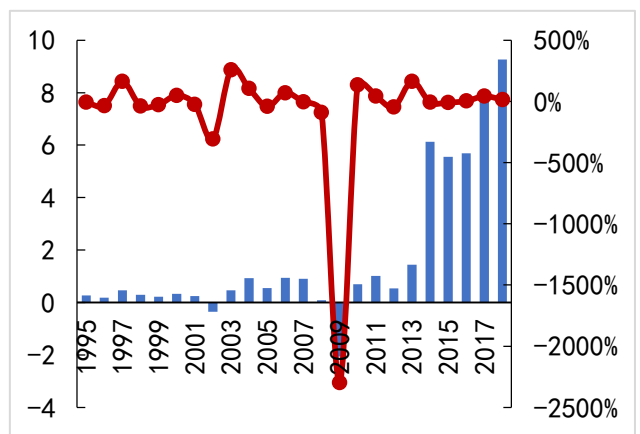
图 3: 京东方归母净利润与增长率一览



资料来源: wind, 国海证券研究所

注: 以上二图都是左轴利润(蓝柱条, 单位: 亿元), 右轴同比增长率(红线)

图 4: 天马微电子归母净利润与增长率一览



资料来源: wind, 国海证券研究所

从产线投入到利润逐步稳定并规模化, LCD 领域我国一线厂商花了 10 余年时间, 而且这还是在 LCD 工艺与供应链供给全球链条相对成熟以及有多方参与竞争的基础上。当下的产业背景以及各家厂商的技术积累与 20 年前相比确实成熟很多, 国内面板厂商这些年的研发、制造与融资能力已非当年吴下阿蒙, 但 AMOLED 领域的产业链生态与盈利能力可能还不及过往(参考前文)。

三个最具说服力的例子: 其一, 苹果 2018 年导入 LGD 时, 新机虽然仍以三星显示器为主要供应商, 但还是给 LGD 留了 200 万片左右的少量替补供应, 用意显然在于扶持 LGD; 即使有苹果的扶持和自主品牌的力拱, LGD 仍难以挽回连续三季亏损的尴尬处境; 其二, JDI 连续多年都是苹果最核心的屏幕供应厂商, 但并没有因此摆脱连续多年的亏损, 到现在已经经营困难需要通过出让控股权以换取资金求生; 其三, 2018 年一季度 iPhone X 出货量回落至低谷时, 三星的 A3 产线稼动率的下跌亦直接带来当季的亏损。

事实证明：对于面板厂而言，盈利的决定要素并非超级大品牌的绑定，也并非单纯地量产最新型的显示技术；良好的产品客户结构划分，合理且有预见的产能计划，相对饱满的产能利用率，才是面板企业维持盈利的最佳模式。

3、小尺寸面板不应理解为大商品，厂商衡量标准与大尺寸已不在同一维度

谈及液晶面板，很多投资者总是把所有面板，或者说所有液晶面板混为一谈，笔者认为且不谈大小面板价格变动趋势是否绝对同一，但至少从 2017 年后，这种观点是很不严谨的。

大尺寸面板由于基本采用 A-si 制程，工艺成熟且相似设备配置的面板厂商之间成品性能相差不大，因此更多的近乎于不同尺寸下的标准品，对所有可量产的厂家而言相对一致，价格与供给策略基本就是总产能与总需求（预期）的匹配。这种维度的产品，确实是可以视为大宗类的商品。

而小尺寸则并非全部如此，且不说从从高端应用至低端应用（但同时也看场景与品牌策略）造就了不同规格的 AMOLED、LTPS/IGZO、A-Si 等类型，下游应用还分了消费电子与工业控制、车载、医疗等。不同面板厂商，在手机供应链的定位、意义完全不同。这两年的全面屏产品从 16:9 直接拉到近乎 20:9，由于全面屏的设计多样化，而且设计的变化会直接影响到其他零组件的位置摆放并对智能手机全局的设计产生明显影响，相比往年，面板厂要非常早地参与到手机品牌的方案设计之中，因此，不同格局、不同技术能力、不同供应能力的面板厂商在市场的地位与竞争优势将会被进一步放大，前导技术能力较佳且具备柔性快速供应能力的企业将占据明显的优势。

某种程度而言，研发配套以及高端品的制程开案能力已经非常明确地把小尺寸面板厂商划分为了不同等级，至今仍仅仅做标准品类的面板厂商已经相当少见（盈利压力迫使），都在逐渐提升客制化产品销售比重，因此，当下的中小尺寸面板厂商可能会更多地类似于手机上游定制化的零组件厂商，而非传统意义上的大宗产品生产工厂。

撇开技术的供应方式不谈，我们完全从价格的波动图形来看，也能看出大尺寸与中小尺寸面板的价格波动近几年已经不在同一维度：

图 5: 43" FHD LCD TV 面板近年来的价格波动 (美元)

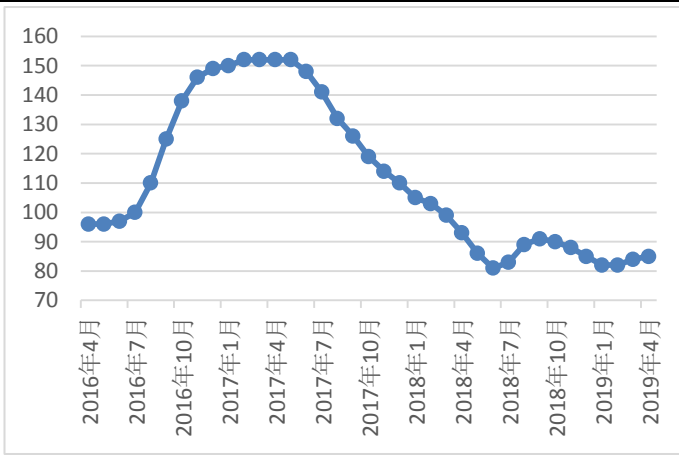
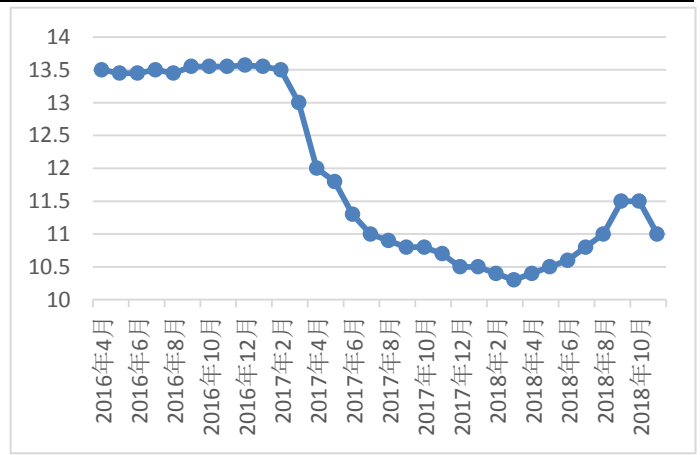


图 6: 5.5" LTPS LCD 面板近年来的价格波动 (美元)



资料来源: IHS 价格统计, 国海证券研究所整理

资料来源: IHS 价格统计, 国海证券研究所整理

注: 我们选取了大尺寸中比较代表性的 43 寸 TV 面板的价格波动图与 5.5 寸 LTPS 面板的价格波动图同作比较, 时间周期都是从 2016 年 4 月至今 (前一轮大尺寸面板开始涨价的起点)。

由图易见, 5.5 寸小尺寸 LTPS 面板在 2016 年 4 月至 2017 年 2 月这段大尺寸面板因供需大比例失衡导致的快速上涨的过程中, 价格基本没有变化, 而其后续价格下跌 (2017 年智能终端出货量开始下滑) 的启动时点也与大尺寸面板并不同步, 2018 年二季度后, 小尺寸 LTPS 面板价格开始出现反弹, 但大尺寸的价格仍在下滑, 直到第三季度 7 月才开始反弹, 而在 10 月后出现的价格波动幅度也不尽然, 我们认为这一对比基本佐证了我们的前述命题, 即小尺寸 LTPS 面板价格走势已经与大尺寸 A-si 面板完全不同, 它们决定于不同前道手机品牌厂商对面板的定制要求, 以及对应制程领域的供需关系。

需要补充说明一点, 我们从 IHS 摘录的 LTPS 小尺寸面板价格都是市场可见的类流通产品价格, 这其实与我们前面提到的定制类产品还是有区别的, 定制产品, 尤其是面向一二线旗舰手机的与品牌厂商共同定制开发的产品, 价格往往会比市场标准品高出很多, 这取决于面板厂商的技术实力, 以及产品供应的规模等等复杂市场因素。厦门天马就是一个很好的例子, 按照厦门天马的销售额与出货量计算出的产品均价, 比起 IHS 这资讯媒体披露的公板产品单价要高的多, 这点可以通过数据得到验证。

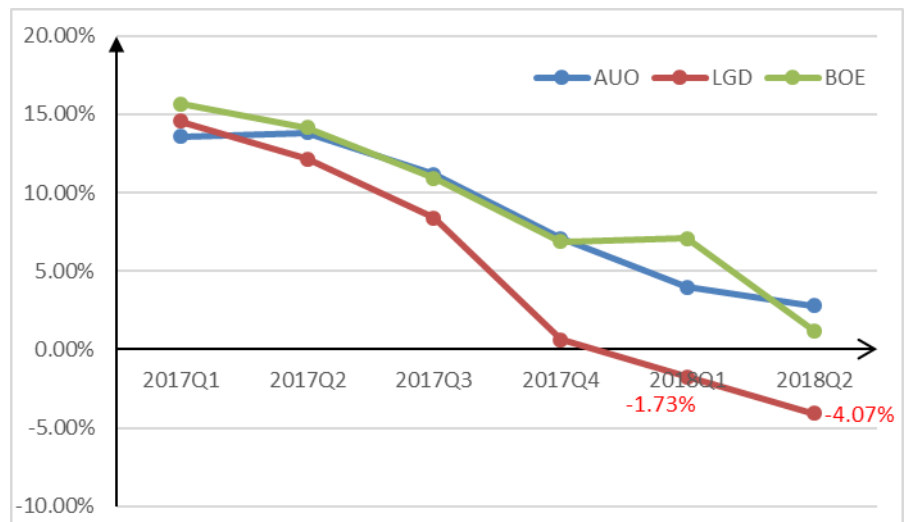
毫无疑问, 当下市场, 尤其是中小尺寸面板领域, 厂商比拼的关键早已不再是单纯的产能与良率, 而是前端设计、技术储备、先进制造、柔性交付、快速起量等等切实匹配当下智能手机竞争格局的综合实力。面板厂商与品牌厂商之间的合作已然越来越紧密, 面板厂之间因为这种综合实力差距所导致的软性差距也在逐渐拉大, 尤其在下游需求低迷, 品牌集中度提高的背景下, 面板厂本身议价能力被削弱, 前述综合实力已经成为实际上中小尺寸面板厂商的硬核指标, 而这也是我们后文要重点展开的话题。

4、面板企业运营的分化与差异

4.1、一个例子

本篇开文前，我们先以混合型（各类尺寸面板均生产）面板厂商 2018 年上半年（一个很典型的下滑周期）的表现为例，对比看一下海内外面板企业交出的营业答卷，在 2018 年上半年电视面板价格迅速滑落的背景下，京东方一季度营业利润下滑 23.26%，二季度下滑 57.12%；LG Display 则是连续两季都缴出亏损的成绩单，而且第二季度亏损还呈现扩大化的趋势；反观台湾的友达则一直维持着获利的局面，第二季营收为新台币 750.5 亿元，营业净利 21.0 亿元，毛利率 9.7%，营业净利率 2.8%，EBITDA 获利率 13.5%，第 2 季归属归母净利 12.5 亿元，与其他企业的表现产生明显的分化。

图 7：LGD、BOE 与 AUO 的逐季营业利润率对比



资料来源：wind，国海证券研究所整理

上图易见，在这轮大尺寸面板价格快速下跌的周期里，友达与 LGD 和京东方相比，具备更强的逆周期盈利能力。在过去二十年里，液晶面板企业总是好的时候一起赚，亏的时候一起赔，但友达的表现似乎为这一轮回切出了一条不同的道路。我们没有把天马的数据放在这一表格里对比，主要原因在于天马专注的中小尺寸面板的行业形势与前三的整体形势略有不同。但分别选取中、韩、台三地的 LCD 核心面板厂做此对比，其实颇有意义，我国本土厂商在政策与政府力量的支持下，在产能与规模上明显有竞争优势，韩国业者除了有政府支持外，还有集团力量（下游产品）支持，台湾在这些方面则明显“双缺”。友达为何可以在相对薄弱的基础下交出映日荷花别样红的答卷？

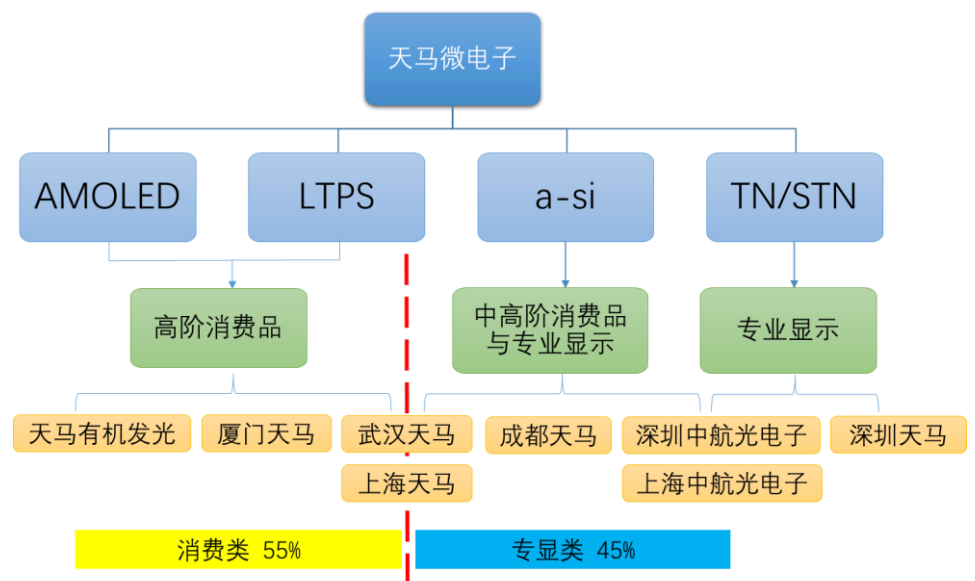
4.2、产品结构与运营管控的分化

没有政府或集团支持的友达在已经投资的产线、产品与技术上，以及在现有与未来适度扩充优质产能的规模下，走的是价值竞争的道路，也就是说，不管在产品、客户或显示技术的布局上，友达希望能够创造更多的价值。在执行层面，这体现为致力优化产品组合，同时也极力调整发展更多的高阶、利基型产品，举例而言，友达 2018 年第 2 季每平方米的面板平均单价为 361 美元，仅较第 1 季的 363 美元，下滑 2 美元，相比于二季度大尺寸面板公版价格的大幅下滑，这种对细分产品的控制与拿捏着实难能可贵，但一言以概之，需要非常准确市场的预判和先期布局来对规模化的消费品与小批量多类型的定制显示类的权重分布进行最优化设定。

友达在已经投资的产线、产品与技术上，以及在现有与未来适度扩充优质产能的规模下，走的是价值竞争的道路，这是一条放之四海而皆准的企业运营真谛，但真正能做到的企业则是少之又少：需要对未来的市场格局有非常准确的预判，要对企业的产品线运营有行之有效的执行力与约束力，严格部署公司的设计战略，不受短期的局部订单与客户冲突所影响。面板的投资和运营周期相对其他产品较长，不同类型客户（如工业或车载等）的变更规划周期亦较长，没有卓远的规划与预见力，很难如友达这般做到产品价值的最优化，而真正要做到这一点还有一个非常必要的基础：企业在所从事的各个领域都要在技术上做到排名靠前，否则在竞争激烈的国际面板市场根本无法如此游刃有余地完成产品与客户的切换布局。

从这一维度考量，我们认为当前国内面板厂中，客户结构与产品分布与台湾友达最为相似，而且在自身经营的领域亦拥有类似技术优势的企业应该是天马。天马除了应用于手机等智能终端的小尺寸面板之外，在车载、工业、医疗、特殊应用等专业显示领域已有多年的布局，非消费类的产品目前在总产值中的占比已经达到接近五成，这赋予了天马类似于友达的逆周期盈利能力。

图 8：天马的多元化产品布局与制程结构



资料来源：国海证券研究所整理相关信息并绘制

在面板价格不佳的日子里，国内的面板企业如扣除政府补贴，营业利润常常所剩无几甚至于亏损，这也是经常被媒体舆论所诟病的问题。国内某一线面板厂 2017 年利润爆棚但第二年二季度扣非后几近为零，曾引起市场的诸多讨论。当然，面板厂的建设研发资金投入高，回收期长，政府补贴有些情况下也是对高额投入的一种回补。但是考虑到我国的 LCD 面板企业的全球竞争地位已经从追赶者跃升为领先者，以及当下美中贸易纠纷的紧张气氛，未来我国政府对科技产业的补助金额将进一步缩减，这一背景也将倒逼面板企业采取审慎的态度去改进自己的运营方针和产品结构，从补贴依赖型转向价值竞争型，毫无疑问，天马与其他国内的面板企业相比，转型布局很早也很有优势：依托母公司深航集团在国内多个领域的纵深布局，倚仗自身过去 30 年在医疗、车载、工业等多个领域的深厚积累，天马在专业显示的道路上可以打的牌很多，可以提供的解决方案也非常丰富，在面板价格一片萧条的市场背景下，公司 2018 年由于一次性计提了金立事件、部分库存、超期账款等，对当期利润的负面影响约 5-6 亿，在此前提下，依然实现了 9.26 亿净利润，正是这一优势的具体写照。

4.3、 股东背景与支持力度

除了产品线以及客户结构之外，对于面板厂而言，股东背景结构和在危机下能够获取的股东支持，也同样非常重要：2018 年 12 月中旬，中小尺寸面板厂华映因为无力偿还债款，被迫向法院申请破产重整以及紧急处分。今年 4 月后，JDI 为获得苟延残喘的时间，不得不出让 49.8% 的股权去换续命资金，过去一直苦心迎合的核心客户苹果并没有因为多年的合作而心生怜悯，JDI 的未来发展方向将被换股的投资方所左右，难言生机。

过去的二十年中，诸如此类的故事不断在上演，在行业低迷的周期中，最后能够度过危机，脱颖而出的面板厂商背后多少都有“国家资本主义”或大型财团扶持的影子。三星自不必说，台湾的面板厂商之所以无法像国内的厂商那样快速扩张产能，主要也是受限于股东（无论是否实控人）与二级市场融资不像国内这么简单。但在国内，大股东的国资身份与否，直接关系到企业在银行的授信评级与融资能力，而且由于国内的面板企业的大型再融资往往通过国开行或者地方政府牵头投入，如果企业或者大股东并非国资，想做到这一点几乎是不可能的。

2017 年下半至 2019 年初，国内的几家较大的 TP 模组厂都遭遇了经营危机，纷纷转让企业控制权给地方国资委以换取金援度过难关，包括合力泰、长信科技、星星科技，以及现在仍在推进中的欧菲光等等。其实这并非个别现象，2016 年后，在金融“去杠杆”、股票市场连续下跌、智能终端行业成长放缓等诸多因素的共同作用下，非国资的零部件厂商的资金链变得非常脆弱，过去延续多年的横向扩张模式难以为继。

表 2：智能终端零部件制造典型企业与国资面板厂股权质押比例对比

证券代码	证券简称	质押比例（单位：%）
000050.SZ	深天马 A	1.71
000725.SZ	京东方 A	0.00
000100.SZ	TCL 集团	11.03
002217.SZ	合力泰	14.47

002456.SZ	欧菲光	24.39
002475.SZ	立讯精密	25.92
002600.SZ	领益智造	15.24
002384.SZ	东山精密	33.17
600745.SH	闻泰科技	37.81
002845.SZ	同兴达	35.56

资料来源：Wind，国海证券研究所整理

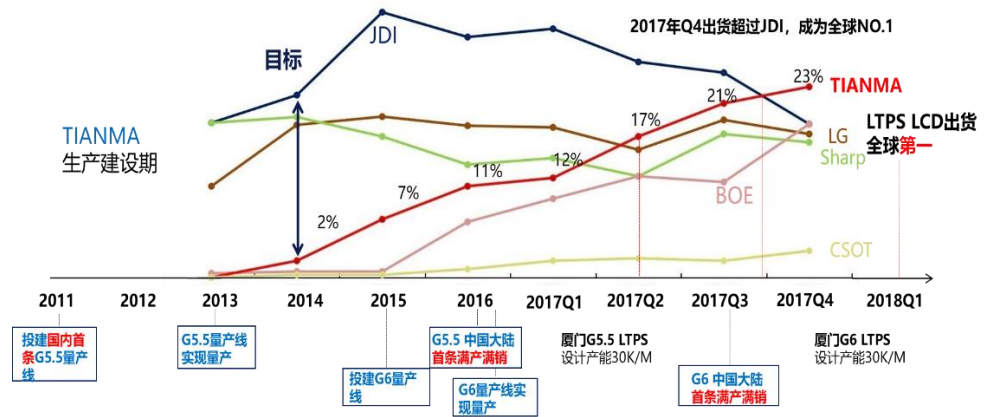
易见,表 2 中间分隔线以下的民营零组件厂商的质押比例显然要比面板厂高得多（合力泰因去年转让控股权给福建电子信息集团，今年股权质押比例已大幅减少），这也从一个侧面反映了民营科技制造业再融资的窘状---除了抵押自身可出售资产别无他路。同比之下，天马与京东方等国企面板厂商基本不需要依靠股权质押融资，股东背景与融资优势一目了然。面板厂商动辄上百亿的固定资产投资，在行业周期不好的年景里盈亏难以保障，国资背景的大股东背书和支持成为某种意义上企业运转与发展的必然。

4.4、 总结

在当下的中国，乃至全球电子生产制造的供应链中，要运营好一座单一规格的面板厂已经不易，而像天马这样的多规格复合显示技术全覆盖的平台型公司，所需要尽善尽美的领域则更多：

- ◇ 出货量要足够规模，良率必须行业领先，规格必须全面掌握。
- ◇ 技术除了保持领先之外，还必须具备全面的先发优势：FHD、全面屏（COF/COP，高屏占比）、屏下指纹识别、通孔或屏下摄像头等等技术必须是第一时间推出匹配。
- ◇ 客户渠道：必须是全球主流品牌客户的全覆盖。
- ◇ 灵活且具有价值的产品结构，螺旋递进式的稳健上升通路。
- ◇ 准确的战略规划、有效的执行力与约束力、依托企业自身特点的价值型成长轨迹。
- ◇ 合理且过硬的股东背景，行业低谷与危机时有力的股东支持。

图 9：天马在 LTPS 领域的产线建设和份额成长



资料来源：国海证券研究所整理相关信息并绘制

过去 30 多年的产线建设与运营，是天马从零起步成长并逐渐凑齐以上拼图的坎坷过往。但是，天马在 LTPS 这一 LCD 的特殊制程领域的历练和成就，是其他面板厂商不曾经历过的，从技术成熟到规模成熟，并争得第一的行业地位，这一过程，与国内大尺寸面板厂商所习惯的以投入、以规模取胜的路径是完全不同的，某种程度而言更加贴近当下 AMOLED 面板制程的进阶路线，这也是我们一直看好天马的重要原因之一。

对于面板行业公司的分析，前文例举了这么多因素，也只是想告诉投资者面板厂的积累并非朝夕之功，液晶面板是半导体工艺的产品，即使 LCD 的很多工艺已经固化在了生产设备中，但其生产难度和后道的制程处理也绝非易事，AMOLED 的工艺和良率大部分面板厂尚不成熟，本文已经多次分析，所以现在预判某家公司在 AMOLED 领域能否脱颖而出，说白了还是建立在对其过往 LCD 制程能力的基础之上：**有从零到一的完整面板制程流程历练，在全球竞争条件下能够取得行业领先**，国内具备这种经历并能获得领先评价的面板企业只有天马和 BOE。

很多投资者喜欢把 BOE 和天马去做比较，二者虽然都在面板行业，但是客户构成、产品类型、运营模式、管理风格有很大的不同，前文我们也已经分析过了大小尺寸面板的模式差别，但是仍有很多投资者并不这么认为，纠结于 AMOLED 的柔性屏与硬屏的可能前景，某些特殊工艺设备的购买、某些核心客户的导入，但实际上，在良率未及六七成，没有盈利空间的时候，讨论的，只不过是彼此的一厢情愿罢了。该有的设备、该有的订单、该有的良率，慢慢都会有，天马选择的是冷静分析行业供给与技术后的稳扎稳打，

但是是占据先机为王，还是后来居上者胜出，这个过程还有很多不确定因素，折叠屏手机的推进与市场接受度、5G 手机设计的变化、苹果三星与国内一线手机品牌的竞争格局变化等等，能看清楚和信任的，仍然只有团队和制程经验，在这一点上，有 LTPS 成功背书的天马，早晚必能走出属于自己的 AMOLED 制程成功之路。

5、苹果大餐虚幻，AMOLED 竞争格局重塑，国内厂商路在何方？

自从 iPhone X 等一众全面屏高端机开启大范围使用 AMOLED 屏幕后，AMOLED 逐渐成为了市场炙手可热的关注点，但是客观地分析，AMOLED 成为市场应用的主流，其根本还是基于以下原因：

- 1) AMOLED 逐季走低的成本价格：随着制程优化，韩系厂商屏幕生产成本已经与 LCD 相差无几，而且后续具备进一步发展软性或曲面设计的进阶发展可能。
- 2) AMOLED 屏反应速度快、发光效率高、对比度高，无需背光源；这代表着显示模块在结构上更加精简、更省电；色彩表现与对比度等成像效果较 LCD 更高，同时也更加轻薄。
- 3) 苹果与三星等一线核心机型大量应用的带动：AMOLED 对于高屏占比具备天生的适配性，全面屏风靡的当下市场，令其成为所有旗舰机型的第一选择。而今年屏下指纹识别的推动，亦进一步促进了 AMOLED 在一二线机型中的快速渗透。

AMOLED 屏幕的快速渗透和火热应用，无疑令占据垄断地位的三星大赚，也令其他面板厂商开始加入这一技术的追逐大赛，除了韩国的 LGD 以外，日本的 JDI，中国的京东方、天马、和辉、维信诺等都在跃跃欲试，但是目前为止只有 LGD 和 BOE 的软屏可以算勉强切入苹果，但从 2018 年底的 LGD 供货量来看也只有 200-400 万台不到，而在 iPhone Xs 销售量低于预期的背景下，LGD 或许最后连这个量也并没有达到。因此，所有在 AMOLED 领域想作“大啖苹果”美梦的面板厂商往往面对的是骨感的现实，只能扎实把良率和品质逐步提升，换以其他主流品牌认可，逐渐积累换以成长。

以 2017 年的供应结构来看，三星约 4.6 亿片的 AMOLED 面板供应量（6 寸），其中软屏约 1.5~1.6 亿片，若算上 2018 年 A2、A3 的持续扩产以及 A5 的新建，2019 年后三星的软屏产能有望快速突破 2 亿。考虑到软屏相对于 LCD 昂贵的价格，我们认为，在全球智能手机约 15 亿台左右总量的前提下，柔性 AMOLED 总需求量在折叠式手机真正风靡之前难以突破 3-4 亿这一门槛，换言之除了三星以外的面板厂商即使像 LGD 一样能做到初步量产，但实际成本与规模仍与三星有较大差距，难有盈利可能。某种程度而言，三星显示器挟著累积 10 年的量产经验，在关键材料专利，配方规格及制程设备上均领先同业几个世代，且与供应商有紧密合作关系，拥有核心专利，即使诸多面板厂都在努力，但短期内仍无同业可与之匹敌。

以 LGD 举例而言，如果没有苹果的订单增量，LGD 仅为乐金电子及 Google 等生产柔性 AMOLED 面板，LGD 龟尾 E5 产线很有可能出现大规模亏损。而在 2018 年一季度，适逢三星自身和 iPhone X 的出货都低于预期，三星显示器 A3 产线稼动率低于 50% 也直接导致了当季的亏损和后续的降价。从这个角度易见：AMOLED 确实具备很多性能优势，但是柔性面板的生产难度较高所带来的良率低造成了高居不下的产品成本，即使是三星能做到的最佳良率也只有 80%，LGD 和 BOE 等后进者目前良率可能还在 50-60% 左右驻足不前，这种并不健康的产业生态使除了三星以外的其他面板厂商很难在 AMOLED 屏幕的生产上做到像

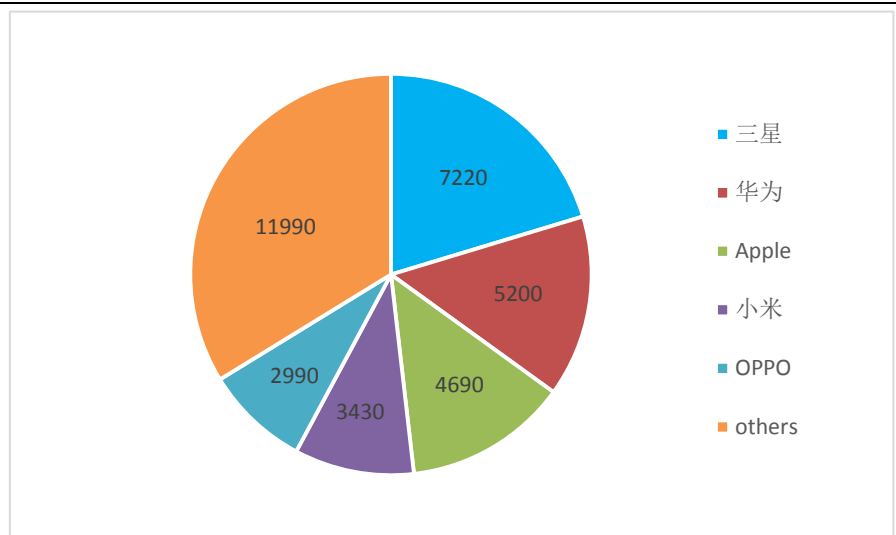
LCD 那样快速起量爬坡，如果没有客户订单的明确支持，单凭面板厂自身的努力很难实现产线扭亏。

即使如 LGD 这般已经成为苹果二供的面板厂，在苹果调降 AMOLED 手机产量后，也不得不立刻通知相关协力厂设备订单延后发出，重新修正发展策略。因此，国内的面板厂商在 AMOLED 领域的成长研究思路也就相对清晰了：既然都无法实现主动盈利，那么当下只看客户关系与订单扶持可能，当然这个要以技术水平为基础。

苹果如果已经选择了 LGD 作为第二供应，去年发生的华为 Mate 20 Pro 的绿屏门事件，则从一个侧面彰显了国产品牌对于 AMOLED 屏幕二供培育的急迫与无奈，但是从 2019 年一季度各大媒体评测三星的 Galaxy Fold 的情况易见，即使强如三星，也只是在全面屏应用的柔屏领域略比他人领先一筹，当折叠屏应用真的来临之时，三星也并不能全面地预见可能的应用瑕疵，一样要经历摸石头过河的探索期。

从 2018 年的表现来看，国产品牌华为全球出货已经突破 2 亿、小米、OPPO、VIVO 也已突破一亿，按照这样的增长势头，华为有望能甩开苹果向着世界第一大手机厂商的目标前进（三星），而小米等后续厂商则有可能慢慢接近苹果，并争取超越。诚然，近几个月的贸易战以及美方政府对华为的禁供等确实会影响华为短期的出货量成长，但是我国手机品牌的持续成长与对三星苹果的侵蚀趋势并不会改变。

图 10: 2018 年 4 季度前五手机品牌出货量（单位：万台）



资料来源：IDC，国海证券研究所绘制

“更好的成本优势、多样的产品线对应市场竞争”一直都是国产品牌手机与海外手机品牌竞争的重要支点。无论从扶持国内供应链的角度，还是从反向倒逼三星降价的角度，国产的这三大品牌都已经有足够的理由和能力去在苹果和三星的体系外，建立自己的嫡系 AMOLED 供应链。华米 OV 再加上联想等，超越 5 亿台的基数并不困难，即使只有总量 10% 的 AMOLED 屏需求（包括硬屏和软屏，我们假设 2019-2020 年 AMOLED 屏幕渗透率在 35% 左右）转为采购国内面板厂商，

那也足够国内一线 AMOLED 大厂诸如 BOE、TM、EDO 等熬过与海外厂商良率剪刀差的蹉跎年景。

2019 年，折叠式手机元年，但是这并不意味着直屏的退出。相反，直屏仍将在很长的一段时间内占据市场核心地位，而从 2018 年下半年各核心品牌推出的真正攻城略地的硬核手机情况来看，2018 年相当风行的滑屏手机三季度后的进阶版本清一色地采用了硬屏 AMOLED 面板，这是价格和性能权衡的选择，在手机创新趋缓的今年，消费者对于手机快速提升的价格其实还是相当敏感的，以华为 mate 20 Pro 为例，由于其已经开始使用柔性 AMOLED，其欧洲市场定价相比去年的 mate 10 Pro 上涨了约 284 美元，起始价总价达到 1190 美元。在这一价格区间的苹果和三星的旗舰机价格最近两年的大幅提升也是主要源于 AMOLED 软屏的使用，因为即使是三星显示器，其生产苹果质量要求的 AMOLED 面板良率也仅有 60% 多，LG 与 BOE 的水平则更逊，与 LCD 的成熟良率几近差到一半了，而且这个制造良率的提升相当困难，并不是短期能解决的，如在模组工序中再加上 norch 切割和 3D 全覆盖，良率还要继续向下，这简直是任何一个品牌成本工程师的灾难。

图 11：2018 年下半年最令人瞩目的三款滑屏手机



资料来源：下载之家 IT 评测

华为 mate 20 Pro 只是柔性 AMOLED 的直屏应用，如果是真正的折叠手机的售价还将更上一个台阶，明年即将推出的三星折叠式手机 Galaxy Flex 价格将直接跃升至接近 2000 美元左右。智能手机最近两年才在 iPhone X 等手机的带动下售价突破 1000 美元（其实也有受 AMOLED 柔性屏的影响），如此高贵的价格已经让很多一般消费者望而却步，Galaxy Flex 却要再翻一倍，预料大多数的消费者都将难以接受，因此，折叠屏手机对柔性 AMOLED 的推广与深化应用是一定有推动的。但是如果未出现更微小化的产品，或者说更佳用户体验更好性价比的产品，至少在可预见的两年内，尚不具备带动柔性 AMOLED 行业大规模起量的风潮（三星当下对 Galaxy Flex 的预估产量是 100 万只，而且推出时点一再拖延），有利

于提高三星的产能稼动率，对其他厂商的推动可能更多地归于边际贡献，但先决条件仍然是面板厂的品质和良率足够。

图 12: 三星在开发者大会上所展示的 Galaxy Fold 照片



资料来源：中关村之家

一定有读者会说：未来这个过低的生产良率是一定会上升的，成本也会降低至可以接受的水平，这点笔者也承认，但是，需要多少时间？即使强如三星，已经在这一领域沉浸了十几年，在目前最高端的（譬如苹果质量要求）Amoled 屏幕制造上仍良率尚不及 70%；2018 年一季度 iPhone X 出货不及预期，三星手机也四处碰壁，这直接导致一季度三星 A3 产线稼动率不足并出现亏损。

平心而论，Amoled 的制造良率的提升曲线需要相当长的一段时间，而且一定是以数年为单位的。做精细度要求极高的小尺寸面板与标准品的大尺寸面板完全不同，并不只是引入技术、挖人、堆钱就能成功，国内华东科技与华佳彩的 IGZO 拖了多年都没有实现大规模量产，就是这一问题的真实写照。过去几年国内和辉、维信诺、华星光电、京东方、天马都在大举投入 Amoled，但是最后谁能真正量产、真正率先实现盈利，值得深思与持续观察。自 MWC2019 召开之后，已经有多家品牌与面板厂展出他们联合开发的可折叠 demo 机型，但是，有几家能真正在两年内实现千万级别以上的量产出货呢？

截至本文成文之时，天马在 COMPUTEX 2019 展会上发布了自家首款折叠手机面板。这是一块 7.4 英寸 Foldable WQHD AMOLED 显示面板，分辨率为 3360 × 1440，弯折半径为 3mm，弯折角度为 0-180 度，整体模块厚度小于 0.25mm，屏幕纵横比为 21:9，边框宽度仅有 0.9mm，屏幕基板采用塑料材质而非玻璃，具体轻薄、便携、可弯折的天然优势。

图 13: 天马在 COMPUTEX 2019 展会上所发布的首款折叠手机面板



资料来源：中关村在线

由图易见，天马这款手机的翻折方式是自上而下对内翻折的，与之前其他国内厂商所展出的并不相同，过去不少投资者对于天马的成见总是集中于某些特定的领域，譬如 Canon tokki 的蒸镀机台、又譬如公司的按部就班，但是，当这些否定因素都已成过往时，公司的价值与行业地位，必然将得以重估。

6、 结语， 盈利预测与评级

2018-2019 年，时光指轮飞转，中小尺寸面板所面对的智能终端市场在这一年中出现了明确的下滑，再也不会有人否认这一事实趋势，即使 2017 年时仍有侥幸的声音。毫无疑问，这是行业的低谷，而低谷还将持续多久、影响多大，是所有人都在关注的核心。实际上，为了刺激用户更换新的手机，所有品牌都在手机外观和表现效果上费煞苦心：全面屏技术现在已经进入第三代甚至于第四代，升降摄像头的滑盖类设计其本质也只是为了提升屏占比。这一时期其实与功能机时代末期的 2002-2006 年非常相似：当时功能机手机制造技术已经进入相对成熟的时期，功能机的销售也进入一个相对饱和的时期，在这种背景下，围绕着手机造型以及易用方向的多种创新设计开始不断出现。

图 14：十余年前功能手机时代末期的创新与当下智能手机的外观创新对比



资料来源：国海证券研究所自行绘制，手机图片原形来自于百度搜索

当下智能手机由于体积和直屏的限制，无法像过去那样多方面地展开设计，只能在屏占比和体验感上作文章，但体验感的优化，譬如说待机时间，或者说应用的 AI 智能化，这些并不是使用者拿到手机第一眼就能感知的。因此，手机市场愈加饱和，各品牌在外观与表现力方面的投入与设计也会愈加发力。在这一背景下，具备核心技术积累与开发能力的面板企业将有充分的机会得到展示，而且这种匹配开发与快速量产的能力差距，仍会被逐渐放大。

当下智能终端市场成长趋缓，市场成长份额在逐渐向头部企业集中，而 5G 世代来临后，品牌集中度将更为明确，而下一代智能手机的雏形也将能逐渐清晰。当下的市场环境对于所有面板厂商而言是挑战也是机遇，无论 5G 世代的智能手机形态将如何演变，但一定是与现有的全面屏、柔性折叠屏技术一脉相承，当下市场的厚积，为的是一至两年后 5G 换机潮到来前的薄发，在这一维度下，天马的中长期投资价值必将有所体现。

2018 年由于一次性计提了金立事件、部分库存、超期账款等，对当期利润的负面影响约 5-6 亿，这种极端的情况在 2019 年显然有修复的空间。天马经过多年发展，产业布局基本完善，在众多领域都进行了深入渗透，消费端全面覆盖、专业显示有充分的比较优势和竞争壁垒，而且客户资源遍布海内外，虽然当下贸易战以及华为事件的发酵确实会对供应链有所影响，但是如果华为海外流失的市占

率，Oppo、Vivo、小米等公司能够补上的话，对面板行业的影响自然会降低，而且国内因华为事件导致的民族情绪反而可能会短期促进华为等国产手机销量，因此总量影响有待持续观察，但如排除这一影响，面板行业从生产受限或禁供等方面来自于贸易战的影响相对半导体较低，像天马这样具备核心竞争力的公司更是有望在逆境中取得超越行业的成长。预计公司 2019-2021 年将分别实现净利润 17.08、22.19、27.28 亿元，当下市值对应 2019-2021 年估值分别为 16.51、12.71、10.34 倍，从公司的持续成长能力以及行业地位、布局规划来看，当下市值显然被低估，本次覆盖给予公司买入评级。

7、风险提示

- 1) 中美贸易战冲突愈演愈烈，消费电子行业整体出货量不及预期；
- 2) 下游终端品牌客户因不可抗行业因素减单；
- 3) 面板价格出现不理性异状波动。

预测指标	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	28911.54	33282.97	41750.16	54930.68
增长率(%)	106.33%	15.12%	25.44%	31.57%
净利润（百万元）	925.54	1708.61	2219.61	2728.21
增长率(%)	14.66%	84.61%	29.91%	22.91%
摊薄每股收益（元）	0.452	0.834	1.084	1.332
ROE(%)	3.56%	6.22%	7.57%	8.63%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：深天马 A 盈利预测表

证券代码:	000050.SZ		股价:	13.77	投资评级:	买入	日期:	2019-06-13	
财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	3.56%	6.22%	7.57%	8.63%	EPS	0.45	0.83	1.08	1.33
销售毛利率	15.19%	17.31%	17.99%	18.39%	P/E	30.47	16.51	12.71	10.34
销售净利率	3.40%	5.25%	5.37%	5.10%	P/B	1.08	1.03	0.96	0.89
成长能力					P/S	0.98	0.85	0.68	0.51
收入增长率	106.33%	15.12%	25.44%	31.57%					
利润增长率	21.89%	77.59%	28.41%	24.81%					
营运能力					资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.48	0.57	0.64	0.80	货币资金	3687.02	4645.44	16850.9	15818.75
应收账款周转率	4.56	3.57	4.29	3.06	应收和预付款项	6451.27	9775.30	9995.25	18606.53
存货周转率	7.85	9.18	8.15	7.97	存货	3125.01	2997.72	4202.97	5627.93
偿债能力					其他流动资产	1276.03	1442.00	856.00	921.00
资产负债率	56.32%	52.51%	54.60%	53.34%	长期股权投资	32.27	32.27	32.27	32.27
流动比	0.77	1.17	1.53	1.87	投资性房地产	29.79	25.51	21.22	16.93
速动比	0.53	0.89	1.28	1.57	固定资产和在建工程	42123.8	36721.9	31146.6	25481.83
					无形资产和开发支出	2431.89	2168.32	1904.76	1641.20
					其他非流动资产	879.89	529.92	201.10	397.60
利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	资产总计	60036.9	58338.4	65211.1	68544.04
营业收入	28911.54	33282.9	41750.1	54930.6	短期借款	4250.00	3905	3453	3400
营业成本	24519.68	27521.6	34239.3	44828.9	应付和预收款项	11664.1	9222.43	13896.5	15272.99
营业税金及附加	136.45	153.51	192.56	253.35	长期借款	11814.7	11694.7	11889.7	11778.73
销售费用	480.67	612.41	839.18	1213.97	其他负债	6082.88	5808.51	6364.51	6107.51
管理费用	2569.66	3008.78	3995.49	5377.71	负债合计	33811.7	30630.6	35603.6	36558.93
财务费用	733.68	693.38	499.19	320.33	股本	2048.12	2048.12	2048.12	2048.12
资产减值损失	608.92	64.55	109.54	143.00	资本公积	21081.8	21081.8	21081.8	21081.85
投资收益	120.38	0.00	0.00	0.00	留存收益	2874.76	4318.69	6194.48	8500.09
公允价值变动损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益	26004.7	27448.6	29324.4	31630.06
其他经营损益	1001.0	802.0	728.0	467.0	少数股东权益	0.00	38.61	62.62	134.58
营业利润	983.88	2030.66	2602.89	3260.39	股东权益合计	26004.7	27487.2	29387.0	31764.65
其他非经营损益	35.29	24.89	36.66	33.94	负债和股东权益总计	59816.5	58117.9	64990.7	68323.57
利润总额	1019.17	2055.55	2639.55	3294.33	现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	35.29	308.33	395.93	494.15	经营性现金净流量	3515.79	2841.23	13566.0	460.82
净利润	983.87	1747.22	2243.62	2800.18	投资性现金净流量	-5638.58	-161.69	-126.84	-410.15
少数股东损益	58.34	38.61	24.01	71.96	筹资性现金净流量	379.37	-1721.1	-1233.68	-1082.86
归属母公司股东净利	925.54	1708.61	2219.61	2728.21	现金流量净额	-1705.53	958.43	12205.5	-1032.20

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

沈钱，电子科技大学光电工程学士，香港理工大学电子信息学博士，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。