

深天马 (000050.SZ)

中小尺寸龙头地位进一步巩固

惠毓伦 计算机/国防行业 首席研究员

电话: 020-87555888-323

eMail: hyl6@gf.com.cn

第 4.5 代 TFT-LCD 将进一步巩固中小尺寸龙头地位

公司第 4.5 代 TFT-LCD 生产线已经建成, 正在试生产。由于 4.5 代 TFT-LCD 生产线是生产中小尺寸产品的最高代生产线, 具有生产效率较高和玻璃基板利用率高的特点, 与低世代生产线相比, 第 4.5 代生产线投入产出高、规模效益显著等优势。当今世界上第 1 代至第 3 代生产线都已生产了 8~12 年, 设备已逐渐老化, 因此未来几年第 4.5 代生产线所定位的目标产品制造与销售上最具竞争力。

中小尺寸厂商盈利良好, 主营 08 年后增幅将加快

胜华和信利的经验表明, 中小尺寸厂商盈利能力稳定, 盈利状况良好。公司通过产品的不断更新换代和调整结构, 保持了稳定且较高的盈利能力, 第 4.5 代 TFT-LCD 生产线投产后, 制约公司产量的瓶颈 - TFT-LCD 屏问题将迎刃而解, 公司从 2008 年开始主营增幅将加快。

给予持有的投资评级

按照我们的盈利预测, 公司目前的股价对应 2007 年动态 PE 为 54.77 倍, 对应 2008 年动态 PE 为 37.14 倍, 对应 2009 年动态 PE 为 29.01 倍, 尽管与同行业平均水平相比仍偏低, 考虑到公司的成长性可能在 2008 年以后才能体现, 因此给予持有的投资评级, 目标位 12.80 元。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	1,102.47	1,511.18	1,612.48	2,046.42	2,926.43
EBITDA(百万元)	134.24	198.35	178.65	236.42	324.87
净利润(百万元)	55.40	93.80	89.34	133.48	194.59
净利润增长率	-40.68%	69.30%	-4.75%	49.41	45.78
每股收益(元)	0.210	0.280	0.233	0.349	0.508
市盈率	28.33	30.71	54.77	37.14	29.01
市净率	2.02	3.32	3.27	3.08	2.85
EV/EBITDA	11.89	22.55	23.16	19.74	16.05
每股红利(元)	0.05	0.20	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.84	2.33	0.00	0.00	0.00

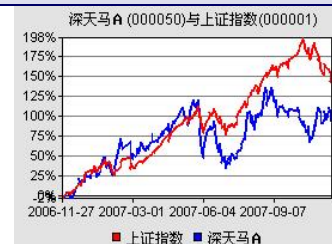
来源: 深圳天马微电子股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	13.06
目标价格(元)	12.80
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.37%	-8.35%	99.31%
上证综指	-7.69%	-11.12%	171.38%

股票数据

总股本(万股)	38,282.50
流通 A 股(万股)	12,002.40
主要股东:	
深圳中航集团股份有限公司	
主要股东持股比例	45.62%
流通 A 股比例	31.35%

财务比率

ROE	10.91%
ROA	6.05%
资产负债率	44.04%
每股净资产(元)	2.59

2006 年报数据

目录索引

一、公司综述	5
1、股权结构	5
2、主营业务	5
3、主要优势	6
二、公司战略选择中小尺寸LCD	7
1、我国 LCD 产业现状	7
2、公司战略选择中小尺寸 LCD	8
3、公司发展战略融入国家 LCD 产业链	9
4、4.5代TFT-LCD将进一步巩固中小尺寸龙头地位	10
三、主营业务长期稳步发展	15
1、LCD行业背景及市场需求	15
2、主营业务分析	20
3、竞争环境和竞争对手分析	27
4、公司建立了全球营销网络体系	30
5、增发项目已经建成，正在试生产	31
四、公司财务状况分析	32
1、公司主要财务指标	32
2、盈利能力稳定	32
3、经营效率较高	32
4、费用率呈逐步下降趋势	32
5、主要财务指标的同行业比较	33
五、盈利预测	34
1、盈利预测假设	34
2、盈利预测	34
3、敏感性分析	35
六、风险分析	36
1、原材料供应风险	36
2、汇率变动风险	36
3、行业周期波动风险	36
七、估值分析	36
1、与沪深50家电子元器件类公司比较	36
2、与国际同类或相近上市公司的比较	37
3、给予持有的投资评级	38

图表索引

图1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系.....	5
图2: 公司收入及利润情况.....	6
图3: 公司产品主要应用领域.....	6
图4: 公司主要客户.....	6
图5: 深天马与我国及世界LCD产业发展史相关情况.....	8
图6: 战略选择.....	9
图7: 战略布局.....	9
图8: 中小尺寸与中大尺寸LCD具有截然不同的市场特性之一.....	10
图9: 中小尺寸与中大尺寸LCD具有截然不同的市场特性之二.....	11
图10: 胜华主营增长率.....	12
图11: 胜华毛利率和净利率走势.....	12
图12: 信利主营增长率.....	12
图13: 信利毛利率和净利率走势.....	12
图14: 中小尺寸各技术类别生命周期分析.....	13
图15: 主营构成.....	15
图16: 世界液晶显示器市场预测.....	16
图17: 中小尺寸TFT-LCD 产品需求预测.....	19
图18: 中小尺寸TFT-LCD 产品需求预测 (市场份额).....	19
图19: 手机用中小尺寸显示产品应用技术类型分析.....	20
图20: 规模增长 - 手机用LCM.....	23
图21: 产品更新换代 - 手机用LCM.....	23
图22: 2007 ~ 2010年产品单价变化预测.....	23
图23: 公司产品结构调整方向.....	24
图24: 产品结构变化趋势.....	25
图25: 2007 ~ 2010年产品总量变化预测.....	25
图26: 2007 ~ 2010年产品销售额变化预测.....	25
图27: 客户结构调整 - 手机市场.....	26
图28: 客户结构调整 - MP3市场.....	26
图29: 客户结构调整 - 无绳电话市场.....	26
图30: 客户结构调整 - 车载后装/GPS市场.....	26
图31: 客户结构调整 - 游戏机市场.....	26
图32: 客户结构调整 - 车机前装市场.....	26
图33: 公司竞争环境分析.....	27
图34: 公司主要竞争对手2006上半年销售情况.....	28
图35: 竞争对手分析 - LCD月产能对比.....	28
图36: 竞争对手分析 - 模块月产能对比.....	29
图37: 竞争对手分析 - 产品出货结构对比.....	29
图38: 公司全球营销网络体系.....	31
图39: 主营业务毛利率走势.....	32
图40: 费用率走势.....	33
图41: LCD与LCM毛利率走势.....	34

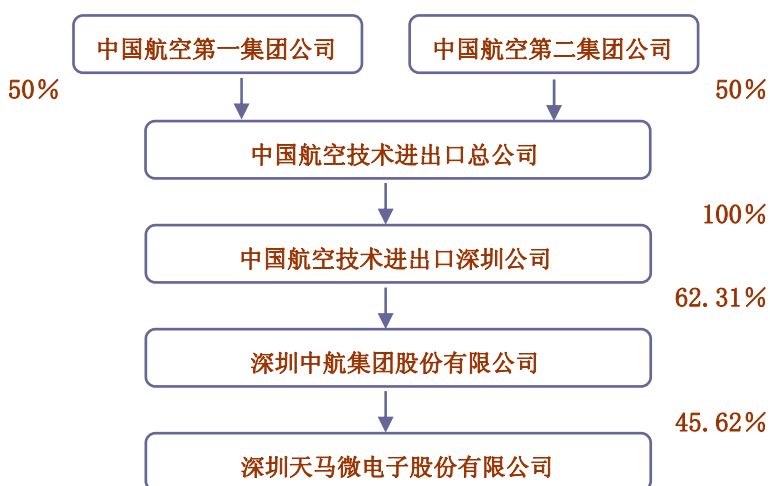
表1: 胜华公司部分财务数据与指标.....	11
表2: 信利公司部分财务数据与指标	12
表3: 第4.5代与第5代及以上TFT-LCD线的特点比较.....	13
表4: 全球手机显示屏市场规模及预测.....	16
表5: 轿车用液晶电视市场需求预测.....	17
表6: 便携式DVD的市场需求预测.....	17
表7: TFT-LCD游戏机市场需求预测.....	17
表8: DSC/DVC市场需求预测.....	18
表9: 公司产品应用领域.....	21
表10: 公司产品收入结构.....	21
表11: 公司产品价格变化情况.....	22
表12: 分产品毛利率及综合毛利率情况.....	23
表13: 2007~2010年产品出货量及出货金额预测.....	25
表14: 公司主要财务指标.....	32
表15: 深天马与电子元器件行业部分财务数据比较.....	33
表16: 盈利预测.....	35
表17: 主营业务毛利率变化对EPS的影响.....	35
表18: 深天马与沪深50家电子元器件类公司部分估值参数比较.....	37
表19: 国际370家电子元器件类上市公司部分估值参数.....	37

一、公司综述

（一）股权结构

公司控股股东为深圳中航集团股份有限公司（00161.HK），中航集团控股股东为中国航空技术进出口深圳公司，作为中国航空技术进出口深圳公司母公司的中国航空技术进出口总公司，是由中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司分别持有 50% 股权的大型企业集团，因此公司的实际控制人为中国航空工业第一集团公司和中国航空工业第二集团公司。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



数据来源：天马微电子

作为中国航空工业的电子业务平台，深天马的实际控制人和大股东对公司给予了资金和产业上的大力支持，1984-2005 年中航技深圳公司的资金投入合计达 1.7 亿元，中国一航按照“专业化整合、资本化运作、产业化发展”的思路，充分借助现有平台对各专业板块进行整合，集团内的电子类企业和研究所与深天马保持高度的合作与交流，互相配合做大做强。

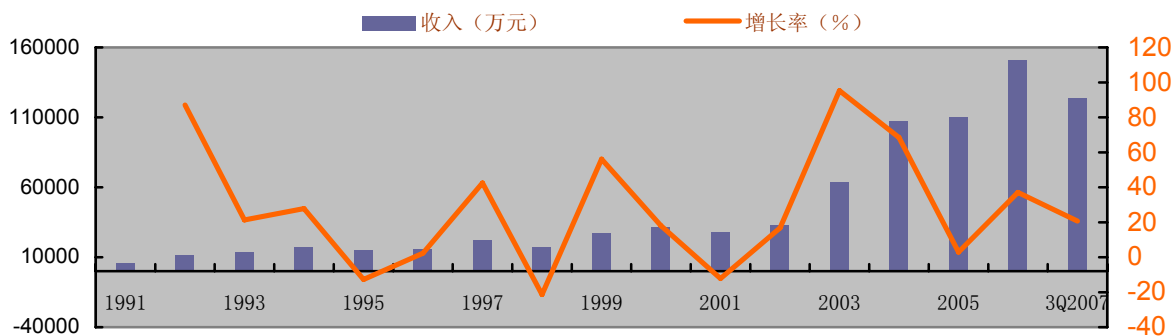
中国一航在集团战略转型中要求实现航空工业与非航空工业的良性互动，目前也在酝酿利用资本市场实现整体上市的计划。

（二）主营业务

公司主营中小尺寸液晶显示产品，包括 TN、STN、CSTN、TFT 及各种显示模块，产品主要应用于移动电话、工业仪表、无绳电话、汽车仪表、PMP 等领域，主要客户为华为、夏新、中兴通讯、康佳、三星、松下、sandisk、vtech、优百特等公司。

自 1995 年上市以来，主营业务不断增长，2006 年公司实现主营业务收入 151118 万元，2007 年前三季度公司实现主营业务收入 123306 万元，同比增长 20.73 %。

图2：公司主营收入及增长情况



数据来源：天马微电子报表

图3：公司产品主要应用领域



图4：公司主要客户



数据来源：天马微电子

（三）主要优势

1、规模优势

深天马是国内规模最大的液晶显示器及模块专业制造厂家之一，拥有二十余年的 LCD（液晶显示器）及 LCM（液晶显示模块）产品研发和生产经验，在生产规模、技术水平、产品档次和经济效益等方面，深天马都位居国内前列。

2、中小尺寸LCD领域领导企业

多年专注于中小尺寸客制化 LCD 产品，已在销售、研发设计、物流管理、生产管理、售后服务上形成一套适应于中小尺寸产品的成熟体系，得到了包括国外许多知名客户的广泛认可，是大陆中小尺寸 LCD 领域领导企业。

3、销售网络优势

公司销售网络覆盖到全球各地，并在美国、德国、韩国设立销售

分公司；拥有长期稳定的中小尺寸 LCD 客户资源，客户包括松下、西门子、中兴通讯、华为、TCL、康佳、厦新等国内外知名公司。

4、研发优势

公司研发实力雄厚，拥有一支研发能力强，职业素养高的研发队伍，确保深天马能够为客户提供从咨询、设计、制造、销售全方位的服务和专业的技术支持。公司是唯一拥有省级液晶技术研究中心的专业制造厂家，同时为中国光电子协会液晶分会理事长单位，公司还设立了经国家人事部批准的液晶显示专业博士后流动站。

5、管理优势

公司拥有一支具有专业知识和丰富经验的管理团队，拥有具有先进技术创新精神和专业研发团队，公司内部管理得到了不断提高和完善，建立企业资源管理体系（ERP）、全面质量保证体系、快速反应的组织架构、完整的绩效考核体系和员工培训和激励机制，积极推进精益六西格玛管理理念，公司目前实现了专业化管理、个性化管理、精细化管理和人性化管理。

二、公司战略选择中小尺寸 LCD

（一）我国 LCD 产业现状

平板显示（FPD）是信息社会发展最为迅速的高新技术之一，与集成电路产业一起成为信息产业两大支柱，其中液晶显示（LCD）市场约占整个平板显示市场份额的 80% 以上，居于绝对优势地位，2002 年以后 LCD 的销售额超过阴极射线管（CRT），成为世界第一大显示器件产业。

LCD 源于上个世纪 60 年代，在美国人乔治·海尔迈耶把液晶用于显示领域后，很快形成产业，70 年代液晶显示器的重心转移到日本、韩国，80 年代 FPD 产业又向中国台湾倾斜，90 年代末，中国大陆兴起了 TFT-LCD 产业。

我国 LCD 产业已经走过了 20 余年的历程，从 1984 年深天马建成第一条 4 英寸规格的 TN-LCD 生产线开始，我国 LCD 产业逐步发展，目前我国内地已经成为全世界最大的 TN-LCD(扭曲液晶显示器)生产基地和主要的 STN-LCD(超扭曲液晶显示器)生产基地，在 TFT-LCD(薄膜晶体管液晶显示器)方面，从 1998 年中国吉林彩晶兴建了第一条 TFT-LCD 一代生产线开始，中国大陆 TFT-LCD 产业便蓬勃发展起来，到 2005 年，中国大陆顺利的实现了上广电，京东方两条五代线量产。

LCD 中占主导地位的是薄膜晶体管液晶显示器（TFT-LCD），近年来，TFT-LCD 产品性能日臻完善，TFT-LCD 大规模生产技术已经成熟，同时产品良品率和生产自动化程度也已达较高水平，随着技术进步和工艺逐步优化，TFT-LCD 产品正在大幅度降低生产成本，其市场已经进入快速增长期。目前 TFT-LCD 显示技术拥有笔记本市场全部的份额，并开始大比例渗透台式电脑 CRT 监视器市场，另外，TFT-LCD 电视市场也已经进入

快速发展期。在中小尺寸显示产品方面，随着移动终端、数码相机、车载显示、便携式 DVD、工业仪表、游戏机等产品的兴起，TFT-LCD 已经成为显示市场应用的主导产品。

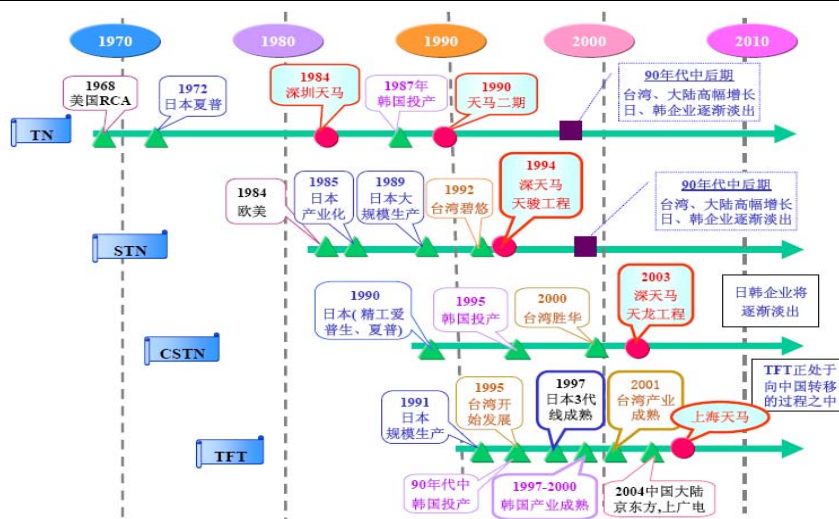
目前我国已经开工和在建 TFT-LCD 高世代线有山东东营的六代生产线、江苏苏州光腾光电五代线，江苏昆山一期工程竣工的龙腾光电五代厂，作为中小尺寸的龙头深圳天马微电子的 4.5 代生产线已经建成。LCD 的制造基地与需求市场正逐渐向中国转移，为国内企业提供广阔的成长空间。

TFT-LCD 产业相关上游原材料生产商也纷纷兴起，玻璃基板厂商有新建中的安彩，美国康宁正考虑包括上海在内的 4 个地方建厂。在前、后段模块制程上，台湾厂商在大陆兴办了许多 LCM 代工厂。

在产业政策方面，液晶显示器是我国政府重点发展和扶持的产业，国家“九五”、“十五”和“十一五”规划中，LCD 都是重点发展领域，根据我国发展战略，对 LCD 行业实行税收优惠，设立产业发展基金和风险基金，发展配套产业以及加强人才培养等举措，将其发挥产业导向作用。

在中国 LCD 的产业发展过程中，天马微电子与我国的 LCD 发展史密切相关相联系：1984 年，天马微电子有限公司建成我国第一条 4 英寸规格的 TN-LCD 生产线，之后很快又建了一条 7 英寸生产线，在 20 世纪 90 年代初又建成一条 12 英寸生产线，1993 年以后，深圳天马又建成了我国第一条 12 英寸×14 英寸 STN-LCD 生产线，2003 年建成一条 14 英寸×16 英寸的 CSTN 生产线，生产以手机屏、PDA 为主的彩色 STN-LCD，2006 年开始兴建 TFT-LCD 第 4.5 代线。

图5：深天马与我国及世界LCD产业发展史相关情况



数据来源：天马微电子、广发证券发展研究中心

(二) 公司战略选择中小尺寸 LCD

经过二十三年的稳步发展，天马在中小尺寸 LCD 显示领域积累了丰富经验，积聚和培养了一批专业人才，目前拥有近 200 人的研发团队；天马产品一直走客户定制的产品路线，个性化的设计与服务使天马拥有相对成熟及稳定的客户群；天马布局的销售网络已经形成了以中国为中心，覆盖

全球的营销网络。目前天马已经成为大陆本土企业中的领导者，在全球市场上有一定影响。

同时我们也注意到，随着 STN, CSTN 产业在国内的成熟，其技术的相对先进性和投资规模也在下降，日本即将淘汰的旧 CSTN 线有向大陆转移的必然性，在该领域必将面对国内小厂的竞争。经验表明，与他们相比，在某些低端应用领域，天马不具备竞争优势。

在大型 LCD 领域：Sharp、Samsung、LG-Philips、AUO 等企业有其绝对优势，天马或一般国内企业尚无足够的资金实力与其竞争。

因此天马根据自身的情况进行了战略选择，定位在中小尺寸的中高端产品领域。

图6：战略选择

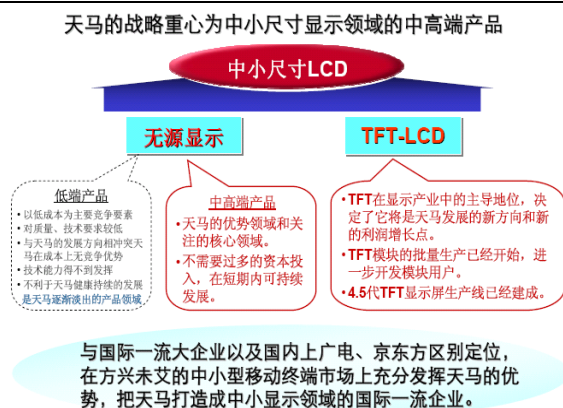
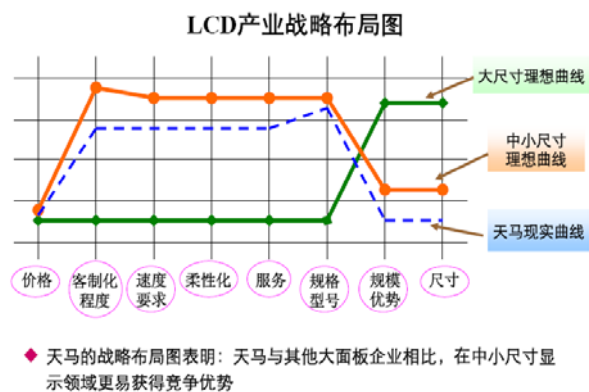


图7：战略布局



数据来源：天马微电子

根据公司的战略选择，公司在对 LCD 行业进行精确分析后，进行了战略布局，并明确了公司未来的发展方向，即把天马从低成本与柔性制造型企业转化为一个技术引领的，为客户提供全方位技术支持与优质服务的企业，在市场中提升公司的品牌与形象。

公司战略核心是技术领先，速度制胜和个性化服务，并确立了战略目标：在 2008 年之前优化现有产品，在 2008 年 4.5 代 TFT-LCD 线大批量生产后，实现跨越式增长，到 2010 年成为国际知名企业。

（三）公司发展战略融入国家 LCD 产业链

我国 TFT-LCD 产业已经形成了环渤海、长江三角洲、珠江三角洲三大光电产业集群区，在环渤海地区，京东方投资建成了 5 代 TFT-LCD 线；在长三角地区，上广电与日本 NEC 合资成立了上海 SVA-NEC 液晶显示公司，投资 9.55 亿美元兴建了一条第 5 代 TFT-LCD 生产线，目前在建的主要是高世代线，而相对缺乏较低世代线。

目前深圳天马已在上海张江高科技工业园投资兴建第 4.5 代 TFT-LCD 生产线，建成后将成为我国中小尺寸 TFT-LCD 的主力供应商，形成国内 TFT-LCD 生产多足鼎立发展的局面，基本奠定产业格局的态势。该项目不仅符合国家 TFT-LCD 宏观发展战略，且由于项目市场定位与目标产品基本上能够与上广电、京东方和龙腾光电产品形成市场互补，将进一步优化了国

家 TFT-LCD 产业布局，对促进国家 TFT-LCD 产业健康发展具有显著的作用。

(四) 4.5 代 TFT-LCD 将进一步巩固中小尺寸龙头地位

深天马公司经过多年 LCD 产业发展，其行业经验、销售渠道及客户资源基本上集中在中小尺寸产品市场上，目前已发展成为国内地区中小尺寸产品制造商中的领导者。

近几年全球共计新建三十余条第 5 代及以上 TFT-LCD 生产线，大尺寸产品的竞争已达到白热化的程度，而中小尺寸 TFT-LCD 生产线相对较少，因此专注于中小尺寸产品的 TFT-LCD 生产线，可最大限度地发挥深天马既有的比较优势，并与第 5 代以上生产线在产品类型上形成市场互补。

1、中小尺寸与大尺寸 LCD 具有截然不同的市场特性

中小尺寸与大尺寸 LCD 在投资规模、技术特点、商业模式、市场特点、客户关系和增值模式方面具有截然不同的市场特性。

图8： 中小尺寸与中大尺寸 LCD 具有截然不同的市场特性之一

中小尺寸 LCD 与 大尺寸 LCD 具有截然不同的市场特性

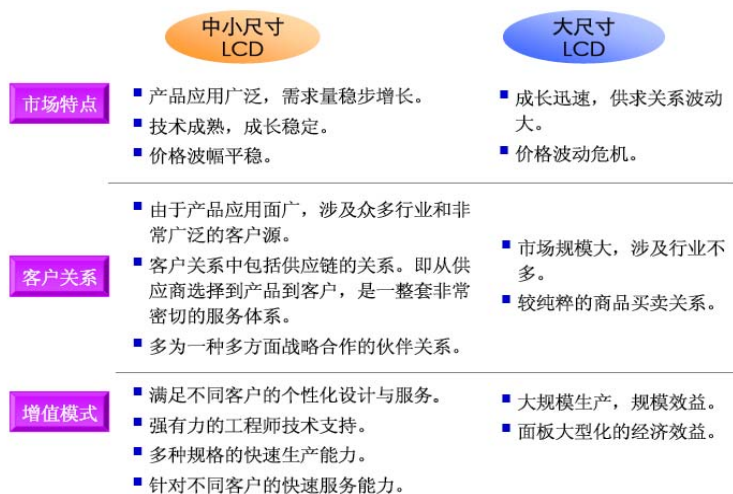
	中小尺寸 LCD	大尺寸 LCD
世代投资	<ul style="list-style-type: none"> 4.5 代线以下(含) 投资额 5 亿美元以下 	<ul style="list-style-type: none"> 5 代线以上(含) 投资额 10 亿美元以上 (监视器) 20 亿美元以上 (TV)
技术特点	<ul style="list-style-type: none"> TN, STN, CSTN 等无源技术较为成熟，技术方面的竞争强度不大。 在高端产品应用中，TFT 以更优的显示性能，对无源产品造成冲击。 	<ul style="list-style-type: none"> TFT 等有源技术 技术竞争激烈，高强度竞争 不断向大型化发展
商业模式	<ul style="list-style-type: none"> 没有标准规格，规格多样。 客户订制产品。依据客户个性化的要求进行设计与制造。 	<ul style="list-style-type: none"> 商品化、标准化。少数几种标准规格。

数据来源：广发证券发展研究中心

2、大尺寸生产线很难改做中小尺寸产品

5 代以及以上世代的生产线，目前全部面向大屏规划。如要改做中小屏，生产线必须进行大的改造和调整。由于大屏和中小屏除面积大小的差别外其制造工艺等还有很多的不同，例如基板厚度、解像度等都存在差异，对设备的规格要求也不尽相同，从而导致经济上不划算。因此，未来 5 代线转做中小屏的可能性很小。5 代及以上世代的生产线由于基板尺寸较大，其生产出来的显示器厚度总体厚于 4.5 代产品，相比较而言，4.5 代更适用于要求轻、薄的便携式移动终端等中小尺寸产品。

图9: 中小尺寸与中大尺寸具有截然不同的市场特性之二



数据来源: 广发证券发展研究中心

3、胜华和信利经验表明, 中小尺寸厂商盈利状况良好

除深天马外, 专注中小尺寸LCD其它厂商主要有胜华、信利、凌巨等, 与大尺寸LCD厂商不同, 这些中小尺寸厂商盈利状况良好, 盈利能力稳定, 近几年均呈现快速增长态势。

胜华科技(2384.TW)是在台湾地区上市的专注中小尺寸LCD的厂商, 多年来, 主营收入逐步增长, 2004和2005年出现了超过100%的高速增长, 2006年由于行业的原因, 主营出现下降, 财务指标显示, 盈利能力稳定。

表1: 胜华公司部分财务数据与指标

单位: 千元新台币

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006
主营收入	4963020	7988842	10707312	25895324	51958355	32611927
主营利润	904822	1183043	1631479	3520981	6281377	3989837
营业利润	30659	315348	446913	1487669	3564286	1776203
利润总额	-142588	203079	719696	4014696	5852044	2523581
净利润	-142588	202079	703696	4014696	5646767	2325391
EPS (元)	-0.25	0.35	1.01	4.88	6.19	2.28
收入增长率(%)		60.97	34.03	141.85	100.65	-37.23
毛利率(%)	18.23	14.81	15.24	13.60	12.09	12.00
净利率(%)	-2.8	2.5	4.7	12.2	10.2	7.0

数据来源: 胜华公司报表

图10: 胜华主营增长率

单位: %

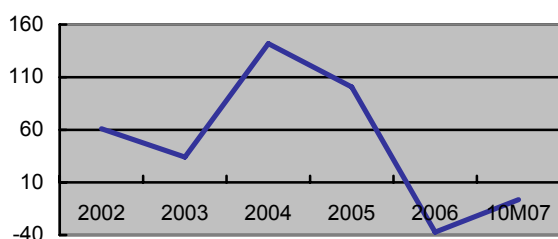
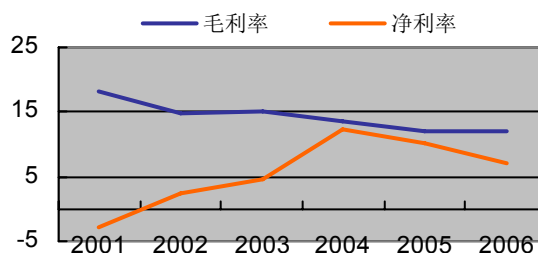


图11: 胜华毛利率和净利率走势

单位: %



数据来源: 胜华公司报表

信利国际 (0732.HK) 是一家在香港联交所上市的公司, 近年来, 公司盈利能力不断上升, 最近两年的净利率均达到 15% 的较高水平。2007 年前三季度主营收入 45.77 亿元港币, 净利润 6.10 亿元港币, 同比增长 38%, 每股收益 1.30 元。

表2: 信利公司部分财务数据与指标

单位: 千元港币

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	3Q2007
主营收入	682086	857086	1399898	3406992	4574079	4523826	4577934
主营利润	187480	243665	406377	791023	1086360	899886	927335
利润总额	64591	111118	234219	607928	841505	651183	702053
净利润	59750	103836	192649	526501	702048	532046	610053
EPS (元)	0.136	0.219	0.42	1.13	1.50	1.15	1.30
主营收入增长率(%)	-4.27	25.66	63.33	143.37	34.26	-1.1	38.00
毛利率 (%)	27.49	28.43	29.03	23.22	23.75	19.90	20.30
净利率 (%)	8.76	12.12	13.76	15.45	15.35	11.80	13.30

数据来源: 信利公司报表

图12: 信利主营增长率

单位: %

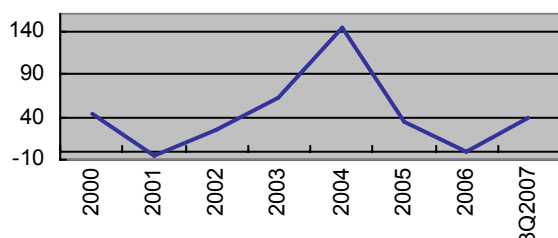
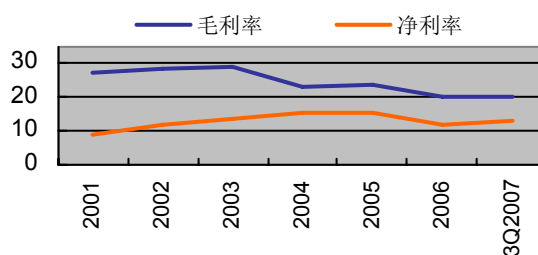


图13: 信利毛利率和净利率走势

单位: %



数据来源: 信利公司报表

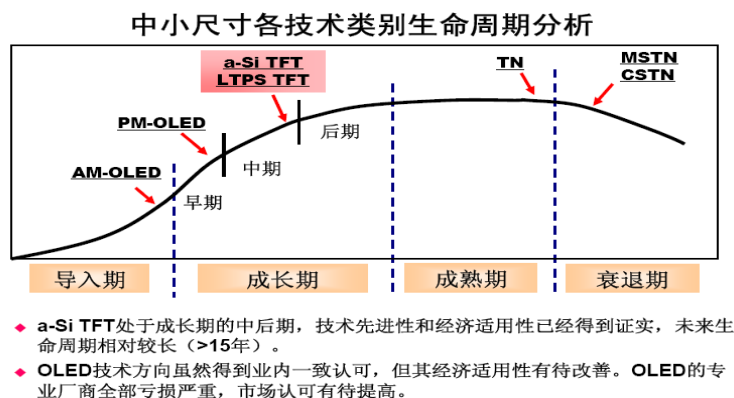
4、4.5代TFT-LCD线将进一步巩固天马中小尺寸龙头地位

在TFT-LCD方面, 目前国内投产的生产线只有上广电、京东方两条5代线, 国内中小尺寸TFT-LCD基本依靠国外进口, 天马4.5代TFT-LCD是国内真正意义上的第一条专注于中小屏的TFT-LCD生产线, 填补了国内中小尺

寸TFT-LCD生产领域的空白，将替代该领域产品的进口，其市场定位与目标产品基本上与上广电、京东方产品形成市场互补，更有利于国内制造商之间的非竞争性合作及协同发展。

中小尺寸市场前景广阔，同时，随着电子加工制造业向中国大陆的转移，随着中国消费类电子产品需求的迅猛增长，中小尺寸产品客制化、个性设计与服务的特点将使该项目本土化优势更为突出。

图14： 中小尺寸各技术类别生命周期分析



数据来源：广发证券发展研究中心

第4.5代TFT-LCD生产线是生产中小尺寸产品的最高代生产线，具有生产效率较高和玻璃基板利用率高的特点，与低世代生产线相比，第4.5代生产线投入产出高、规模效益显著等优势。当今世界上第1代至第3代生产线都已生产了8~12年，设备已逐渐老化，因此未来几年第4.5代生产线所定位的目标产品制造与销售上最具竞争力。

表3： 第4.5代与第5代及以上TFT-LCD线的特点比较

序号	比较项目	4.5代	5代及以上世代
1	基板尺寸	730mm×920mm	1100mm×1200mm 以上
2	投资规模	6 亿美元以下	9 亿美元以上
3	产品定位	10.4 英寸中小尺寸产品为主，兼顾监视器等产品	中大尺寸产品，以监视器及液晶电视为主
4	产品特点	客户定制、个性化产品为主	标准化产品为主
5	营销特点	客户多、品种多，快速反应，个性化设计与服务	客户与产品相对单一
6	工艺成熟度	高	相对较低
7	技术专利	很少涉及专利	涉及专利多

数据来源：广发证券发展研究中心

天马 4.5 代 TFT-LCD 项目主要目标产品定位在中小尺寸 TFT-LCD 产品上，与深天马现有的无源领域有诸多共性，如都是客户定制产品、两类产品所服务的基本是相同的客户源，产品应用领域与产品标准也相同或相似。因此，可充分利用深天马的销售网络与客户资源，为产品开发、市场拓展奠定了良好的基础。

根据深天马在中小尺寸产品上的经验，该项目将继续实行以产品策划为核心，通过先行的市场分析与相应的研发技术、生产、资源准备，实现高效率的项目管理，引导客户在公司已经形成的产品系列上进行个性化选择，以实现资源共享与高效的资源整合，提高公司在中小尺寸市场上的竞争能力，使公司的中小尺寸龙头地位进一步巩固。

需要说明的是，TFT-LCD 生产线各世代的划分是以基板尺寸大小为依据的。第 4.5 代与 5 代线以上生产线之间的差别与技术水平没有太大关系，它们之间更多的是在基板尺寸大小上的差别；由于基板尺寸的不同，其在基板运输、设备配置、生产组织上存在较大不同。

在产品定位上，第 5 代 TFT-LCD 生产线是一个分水岭，第 5 代及以上生产线是制造大尺寸产品的（一般为 15 英寸以上的监视器和电视），在技术上要求采用宽视角和快速响应，在工艺上（如制作的均匀性和液晶灌注等方面）和玻璃基板运输上与低世代生产线有很大的不同。而第 5 代以下生产线是制造 15 英寸以下的笔记本电脑和中小尺寸产品，技术上要求相对较低（一般不需要宽视角和快速响应），工艺上相对较简单（一般采用 TN 模式），运输容易。

中小尺寸 LCD 的周期性波动也明显小于大尺寸 LCD。TFT-LCD 产业市场因产品供求关系变化而出现的明显周期性变化，往往体现在笔记本电脑和台式电脑监视器等大尺寸标准产品价格的周期性波动；而中小尺寸产品价格因其具有客户定制型及个性化设计与服务的特点，价格跌幅一般较小且平缓，客户稳定程度高。

工艺成熟度方面，第 4.5 代生产线技术更多的固化在生产设备上，相比 5 代以上各世代技术更成熟稳定、设备更先进、自动化程度更高、合格率更高，其产能及产品合格率的提升速度亦快，技术风险小。

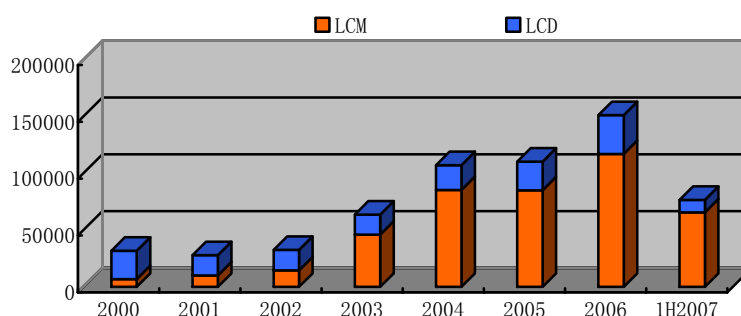
技术专利方面，第 4.5 代 TFT-LCD 生产线所涉及的技术专利相对较少，一般工艺制造专利可由引进 TFT-LCD 制造设备时设备供应商提供的相关技术专利使用授权解决；对于应用 TN 模式的中小尺寸 TFT-LCD 产品的制造可不涉及专利使用权，从而可不涉及技术专利。即使对部分需要宽视角的产品，也可采用膜补偿的方式加以解决；至于液晶快速滴注技术，只要购买其设备，设备供应商即提供该技术专利使用授权，亦可不付专利许可费。

从以上特点比较可以看出，4.5 代与 5 代及以上各世代所面向的目标产品不同，因而产品特点、营销特点存在较大差异，4.5 代更适于中小尺寸领域，以客制化、个性化产品为主。同时，4.5 代生产线技术、设备更加成熟，涉及专利少、投资规模较小、风险程度较低。

三、主营业务长期稳步发展

公司主营由液晶显示器（LCD）和液晶显示模块（LCM）构成，近几年的主营构成如下图。

图15： 主营构成 单位：万元



数据来源：公司报表

公司专注于中小尺寸 LCD 产品领域，主要应用于移动终端、车载显示、便携式 DVD、数码相机、摄像机、工控仪器仪表、游戏机等领域，经过多年的稳健经营，公司已经成为国内 LCD 行业规模最大的液晶显示器及模块专业制造厂家之一。

（一）LCD 行业背景及市场需求

作为一种先进的显示方式，LCD 正处于高速增长阶段，CSTN-LCD 和 TFT-LCD 已经抢占了无源产品（TN、STN）的中高端市场，成为主流产品，尤其是 TFT-LCD 市场需求旺盛，其产业规模正在快速增长，成为现在乃至今后相当长的时间内平板显示的主流产品。

笔记本电脑、台式电脑监视器、LCDTV 等大尺寸产品方面需求庞大，在中小尺寸显示产品方面，随着移动终端、数码相机、车载显示、便携式 DVD、工业仪表、游戏机等产品的兴起，中小尺寸 LCD 的市场需求更是持续增长。

1、国际市场需求

目前 TFT-LCD 在笔记本电脑、台式电脑监视器、电视等大尺寸产品方面需求庞大，而且在移动终端、车载显示、便携式 DVD、数码相机、摄像机、工控仪器仪表、游戏机、钓鱼器等方面亦获得广泛应用。由于 TFT-LCD 具有轻、薄和可悬挂等优点，致使在许多无法使用 CRT 的地方均可使用 TFT-LCD 用于信息显示；除了信息显示用途外，TFT-LCD 还可拓展至娱乐广告、甚至装饰显示领域，广泛应用于宾馆、酒楼、娱乐场所、机场、车站、码头、飞机、火车、轮船、长途大巴、轿车、商场、银行金融、医院等。

图16: 世界液晶显示器市场预测

单位: 亿美元

世界液晶显示器市场预测 (亿美元)

	2006年	2008年	2010年
中小尺寸显示	180	240	300
电脑显示	320	360	400
电视显示	210	250	300
合计	710	850	1000

数据来源: iSuppli

(1) 手机市场需求: 未来几年内, 手机产量因显示屏彩色化已成潮流, 预计彩屏将以 5.3% 的年均复合增长率并占绝对优势地位, 至 2008 年彩屏部分占手机市场需求的 87.2%。预计 2008 年 TFT 型手机市场份额约占 43.2%, 市场需求较 2004 年增长 35.4%。

表4: 全球手机显示屏市场规模及预测

单位: 千台

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
MSTN	316,202	356,208	220,439	144,138	118,172	108,271	98,724	91,537
CSTN	30,894	45,390	162,889	269,745	204,467	185,574	176,870	170,120
OLED	171	15	0	18	14,269	33,653	67,819	90,927
AMLCD	17,445	49,318	129,058	235,515	295,163	326,118	346,783	360,026
合计	364,712	450,931	512,386	649,416	632,071	653,616	690,196	712,610
彩屏占比	13.3%	21.0%	57.0%	77.8%	81.3%	83.4%	85.7%	87.2%
TFT 占比	4.8%	10.9%	25.1%	35.0%	43.3%	41.0%	42.1%	43.2%

数据来源: DisplaySearch

(2) 车载显示市场需求: 目前 TFT-LCD 产品广泛应用于汽车的汽车卫星导航系统 (GPS)、电子多功能显示 (NAVI)、监视器、电视、里程表、音响、后座娱乐设施、空调显示、数字钟等。

据国际汽车制造商协会 (OICA) 统计资料显示, 全球汽车市场 1980 ~ 2003 年以 2% 的年均复合增长率稳定增长, 2004 年全球汽车总产量约 5,577 万台, 其中约 332 万台 (约占总产量的 6%) 汽车应用了 GPS 或 NAVI, 约 980 万台 (约占总产量的 17.6%) 汽车配置了 5.8 英寸以上 (主要是 7 英寸宽屏) 的 TFT-LCD 监视器, 包括中国在内的亚洲将成为未来几十年内最具增长潜力的车载显示市场。

未来数十年全球车载显示市场将快速增长, 其中用于车载监视器和车载电视的 TFT-LCD 产品需求亦将逐年快速增长。以小轿车用液晶电视为例, 预计 2004 ~ 2008 年其所用 5.8 ~ 8 英寸 TFT-LCD 产品的市场需求量将以 10% 的年均复合增长率成长, 至 2008 年全球小轿车液晶电视需求量将达到

1,561 万台，比 2004 年增长 46.9%。

表5: 轿车用液晶电视市场需求预测

单位: 千台

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
5.8"	1,521	816	1,218	1,371	693	387	96	0
6.5"	1,263	2,046	2,544	3,594	3,708	3,974	4,068	3,922
7.0"	1,716	2,838	3,744	4,692	5,518	6,106	7,276	8,312
8.0"	111	315	522	975	2,102	2,794	3,066	3,381
合 计	4,611	6,015	8,028	10,632	12,021	13,261	14,506	15,615

数据来源: DisplaySearch

(3) 便携式 DVD 市场需求: 预计 2005 ~ 2008 年便携式 DVD 用 TFT-LCD 产品年均复合增长率达到 6.3%，至 2008 年将达到 1,162 万台，较 2004 年增长 27.6%，未来呈现出稳定增长的态势。

表6: 便携式DVD的市场需求预测

单位: 千台

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
≤6.5"	0	512	2,573	2,985	3,186	3,637	4,000	4,400
7.0"	177	1,409	4,553	4,824	5,336	4,981	4,912	5,288
8.0"	0	144	450	522	482	636	522	310
≥9.0"	0	121	129	775	1,226	1,544	1,519	1,621
合 计	177	2,186	7,705	9,106	10,230	10,798	10,953	11,619

数据来源: DisplaySearch

(4) 游戏机市场需求: 预计 2005 年 TFT-LCD 游戏机产品市场需求较 2004 年将翻一番，2005 ~ 2008 年其市场需求的年均复合增长率将达到 25.0%，呈现出快速增长的趋势。

表7: TFT-LCD游戏机市场需求预测

单位: 千台

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
3.0"	21,149	28,026	21,336	25,050	42,782	48,546	52,430	54,527
4.0"	0	0	0	600	7,600	6,900	9,350	8,080
其它	6,733	710	42	0	0	0	0	0
合 计	27,882	28,736	21,378	25,650	50,382	55,446	61,780	62,607

数据来源: DisplaySearch

(5) 数码相机/摄像机市场需求: 预计 2005 ~ 2008 年数码相机及数码摄像机用 TFT-LCD 显示产品年均复合增长率达到 5.1%，至 2008 年市场需求达到 11,082 万台，呈现出稳定小幅增长的态势。

表8: DSC/DVC市场需求预测

单位: 千台

年 度	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
1.5"	5,889	20,205	47,955	55,175	60,092	60,942	60,505	58,865
1.8"	9,852	6,165	12,531	13,575	14,426	15,306	15,789	16,359
2.0"	1,140	1,380	1,565	2,822	4,202	6,288	8,312	9,643
2.5"	10,527	13,782	18,450	18,880	20,794	22,289	22,616	23,280
3.5"	1,368	1,734	1,074	324	1,318	1,721	2,172	2,678
合 计	28,776	43,266	81,575	90,776	100,832	106,546	109,394	110,825

数据来源: DisplaySearch

2、国内市场需求

国内大尺寸 TFT-LCD 产品市场正由原来主要应用于笔记本电脑逐步向台式电脑、电视等应用领域扩展。国内中小尺寸 TFT-LCD 产品, 诸如手机、PDA、车载显示、摄像机、数码照相机等消费类产品也逐渐开始广泛应用, 具有庞大的市场需求。

A、车载显示: 据国家统计局统计资料显示, 2006 年国内汽车产量 727.9 万辆, 较 2005 年增长 27.62%, 其中轿车产量为 386.9 万辆, 同比增长 39.7%, 总销量为 721.6 万辆, 2007 年 1-10 月份国内汽车产销量分别为 722.3 万辆和 715 万辆, 预计 2007 年国内汽车产量将超过 850 万辆。车载监视器、GPS/NAVI 及多媒体等显示应用 TFT-LCD 的速度逐渐加快, 2006 年全球 GPS 市场预计规模可达 1,700 万~1,800 万台。日本目前使用率达 59%, 欧美 25%。而中国不到 2%, 预计 2006 年~2009 年中国汽车 GPS 导航系统市场年增长率将超过 50%, 2009 年中国汽车 GPS 导航系统终端的销售额将接近 100 亿元。

未来车载显示对 TFT-LCD 将有很大的需求。

B、手机市场: 据国家发改委公布信息, 国内移动通信网络的规模 and 用户总量均居世界第一, 截至 2006 年底国内手机用户已达 4.61 亿户, 较 2005 年新增约 6767 万用户, 2007 年 10 月, 国内手机用户已达 5.23 亿户。同时中国已成为全球最大的手机制造基地, 2006 年度累计生产手机 4.8 亿部, 同比增长 58.2%, 约占全球手机产量的 47%; 2007 年 1-9 月累计生产手机 4.05 亿部, 同比增长 25.4%。

在彩屏手机中, TFT-LCD 将随着价格的下降逐渐占据主导地位。预计未来几年国内彩屏手机的比重将迅速提高, 市场对 TFT-LCD 的需求亦会越来越大, 巨大的潜在市场将会逐渐转化为现实市场。

中国是世界上人口最多的国家, 随着全面小康社会的到来, 对电视、电脑、手机、便携移动终端等的需求将极大增加, 中国将成为全球最大的 TFT-LCD 产品消费市场, 因此中小尺寸 TFT-LCD 细分市场前景广阔大有可为。

3、中小尺寸 TFT 市场容量

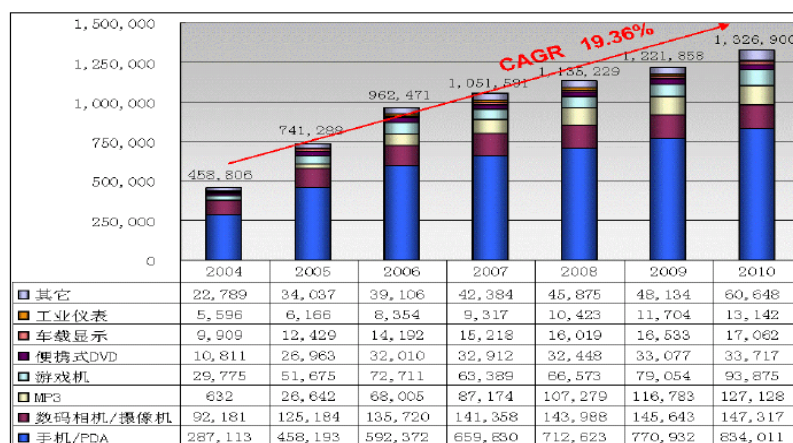
TFT-LCD 产品一般按产品对角线长度划分为大尺寸产品和中小尺寸产品两类。习惯上以10.4 英寸为分界线，10.4 英寸（含10.4 英寸）以下为中小尺寸产品。大尺寸TFT-LCD 产品主要应用于笔记本电脑、监视器、电脑显示器和液晶电视等方面，大多为标准产品，其生产技术要求、工艺路径选择、市场开发及销售模式均与中小尺寸产品有着显著的差别。

中小尺寸显示产品主要应用于移动终端、数码相机、车载显示、便携式DVD、工业仪表、游戏机、MP3、打印机、掌上电脑等方面，大多为客户定制型产品。2004年中小尺寸TFT-LCD 产品销售规模已达到150 亿美元，预计2010 年可达到260 亿美元，较2004 年增长73%。

中小尺寸TFT-LCD 产品按其应用类型划分的需求预测，2004~2010 年各类型产品市场需求的年均复合增长率：手机/PDA 为19.5%，数码相机/摄像机为8.1%，MP3 为142.0%，游戏机为21.1%，便携式DVD 为20.9%，车载显示为9.5%，工业仪表为15.3%，中小尺寸TFT-LCD 显示产品总体年均复合增长率达到19.4%。

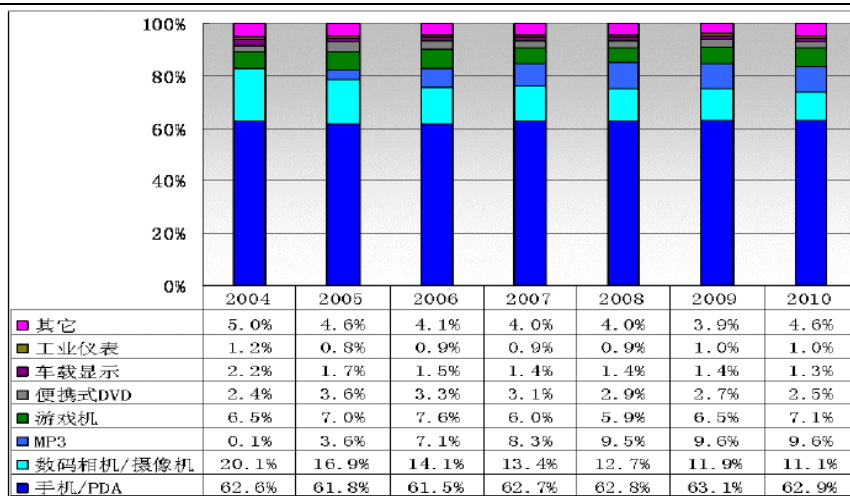
图17：中小尺寸TFT-LCD 产品需求预测

单位：千片



数据来源：DISPLAYSEARCH

图18：中小尺寸TFT-LCD 产品需求预测（市场份额）

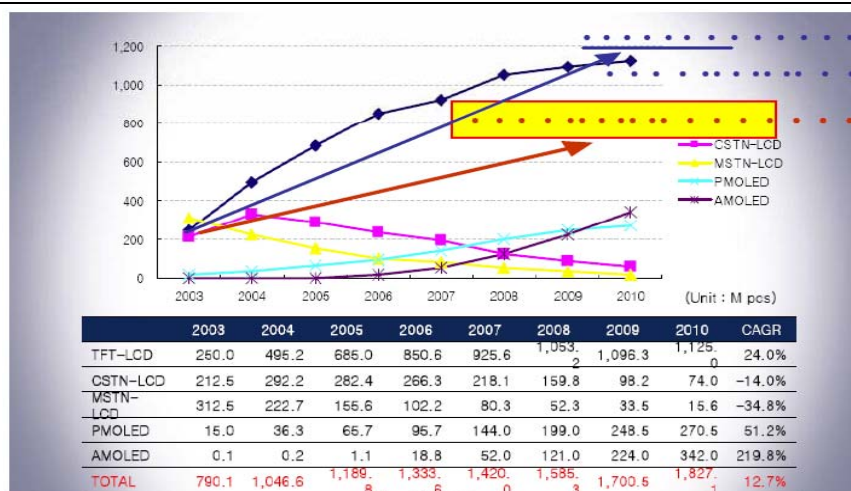


数据来源：DISPLAYSEARCH

由 Displaysearch 预测中小尺寸 TFT-LCD 产品需求的应用类型比重来看,自 2004 年到 2008 年,尽管各类型应用产品绝对量在增长,但所占比重有所变化:手机、PDA、便携式 DVD、工业仪表所占比重基本保持不变,MP3、游戏机所占比重有不同程度的上升,数码相机、数码摄像机、车载显示所占比重有不同程度的下降。

手机用中小尺寸显示产品所应用的多种技术类型,据 Displaybank 对手机用中小尺寸显示产品应用技术类型预测,2003~2010 年总体年均复合增长率为 12.7%,其中采用 TFT-LCD 显示技术的产品年均复合增长率为

图19: 手机用中小尺寸显示产品应用技术类型分析



数据来源: DISPLAYBANK

24%, 2010 年市场占有率上升至 61.6%。有源驱动有机发光显示器 (PMOLED) 及无源驱动有机发光显示器 (AMOLED) 年均复合增长率虽然很高,但绝对量仍然偏小,2010 年 TFT-LCD 显示技术在中小尺寸显示领域仍属占据绝对优势的主流技术。

(二) 主营业务分析

公司主营由 LCD 和 LCM 构成, LCD 方面,包括 TN、黑白 STN、彩色 STN,目前生产能力为黑白显示屏 20 万平方米/年,彩色显示屏 (CSTN) 5.6 万平方米/年, LCM 方面,包括普通模块、快速响应模块和 TFT 模块,生产能力 6000 万片/年,其中 COG5500 万片/年。

随着 STN, CSTN 产业在国内的成熟,其技术的相对先进性和投资规模也在下降,日本即将淘汰的旧 CSTN 线有向大陆转移的趋势,在该领域必将面对国内小厂的竞争。经验表明,与他们相比,在某些低端应用领域,天马不具备竞争优势。

模块方面,由于投资小,技术门槛相对较低,众多厂商介入 TN-LCD 和 STN-LCD 的模块生产领域,早期的模块厂以个人或小企业投资为主,规模较小。但近几年,随着中国内地手机生产数量的大幅增长,对配套器件本地化需求的增加,以及模块产值较大和直接面对终端客户的吸引力,使很多拥有屏生产线的厂家和下游整机厂家也都开始兴建自己的模块厂。

在 TFT 模块方面, LG.Philips、翰宇彩晶、友达在苏州、中华映管、日立、夏普等一些企业也纷纷将生产线转移到我国内地。

公司在上海张江建设的 4.5 代 TFT-LCD 生产线已经建成, 开始试生产。

1、公司产品应用领域分析

公司产品应用领域主要是手机市场、MP3/MP4/PMP、无绳电话、车机前装等方面。手机市场多年来一直保持快速增长; MP3 整体市场彩色化速度加快, 出货量不断增加; 无绳电话彩色化逐步推进, 车机前装具有庞大且稳定的市场, 且有一定的进入壁垒。日系供应商占绝对优势, 但其他厂家也都看好这一市场, 如精电、超声等公司在低端产品上都有了一定的基础。信利 2006 年 5 月专门成立了车载显示器产品事业部, 加大这一市场开发力度。天马在全球车机前装领域市场占有率还不到 1%, 具有较大的拓展潜力。

表9: 公司产品应用领域

应用领域	2006 年度		2005 年度		2004 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
MP3/MP4	18,281	12.10%	5,140	4.66%	5,977	5.58%
车载后装	603	0.40%	752	0.68%	455	0.42%
车载前装	11,880	7.86%	10,610	9.62%	6,280	5.86%
手机行业	61,960	41.00%	56,243	51.01%	61,208	57.15%
无绳电话	20,699	13.70%	13,637	12.37%	8,354	7.80%
其他	37,696	24.94%	23,865	21.65%	24,818	23.17%
小计	151,118	100.00%	110,247	100.00%	107,091	100.00%

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

根据前面的分析, 各应用领域对 TFT-LCD 需求快速增加, 公司产品收入的构成比例显示, 在 2006 年之前, 公司收入以 MSTN-LCM, CSTN-LCM 及 TN-LCD 类产品为主力产品, 2006 年起 TFT-LCD 增长迅速, 已成为公司主力产品。

表10: 公司产品收入结构

产品类别		2006 年度		2005 年度		2004 年度	
		金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
TN	LCD	16,926	11.20%	15,181	13.77%	13,572	12.67%
	LCM	6,710	4.44%	5,802	5.26%	12,550	11.72%
MSTN	LCD	5,869	3.88%	7,534	6.83%	6,107	5.70%
	LCM	32,952	21.81%	24,968	22.65%	40,086	37.43%
CSTN	LCD	7,038	4.66%	2,640	2.39%	2,148	2.01%
	LCM	41,653	27.56%	41,043	37.23%	30,669	28.64%
TFT	LCD	4,004	2.65%	87	0.08%	0	0.00%
	LCM	35,965	23.80%	12,992	11.78%	1,959	1.83%
小计	LCD	33,838	22.39%	25,442	23.08%	21,827	20.38%
	LCM	117,280	77.61%	84,806	76.92%	85,264	79.62%
总计		151,118	100.00%	110,247	100.00%	107,091	100.00%

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

2007年上半年公司主要受到TFT-LCD屏资源紧缺价格上涨的影响，造成综合毛利率出现下降，随着公司4.5代TFT-LCD线的投产，预计TFT-LCD、TFT-LCM将成为公司收入增长最快的产品，毛利率也将出现明显的回升。

公司产品的价格总体呈现下降趋势

公司产品的价格总体呈现下降趋势，新型产品比旧产品高，但由于产品类型不同，近三年 TN-LCM 单价较 MSTN-LCM 单价高，主要原因为公司主要 TN-LCM 产品类型是车载仪表用模块，产品档次较高，产品面积较大（对角尺寸约 3.5 英寸），而 MSTN-LCM 主要产品的面积较小（对角尺寸在 1.8 英寸至 2.5 英寸之间），因此 TN-LCM 平均单价比较高。

2006 年 MSTN-LCD 大部分应用于税控机和出口欧美的工业仪器仪表类产品，产品面积大（对角尺寸在 3-5 英寸之间），大幅拉高了平均单价，所以价格比前两年高出不少。

公司目前的 CSTN-LCD、CSTN-LCM 和 TFT-LCM 主要用于手机类产品，全球手机行业的激烈竞争导致成本压力向上传导，公司产品价格总体逐步走低。2006 年 CSTN-LCM 和 TFT-LCM 的平均价格与上年相比有大幅下滑的原因还包括产品结构的因素：2006 年公司 MP3/MP4 类产品与无绳电话类产品销售增幅较大，且 MP3/MP4 类产品主要为彩色（CSTN-LCM 和 TFT-LCM），无绳电话也由黑白向彩色升级；上述两类产品与手机类产品相比屏尺寸较小，单价较低。此外，2006 年部分手机制造公司推出低价产品争夺市场，舍弃了部分功能，导致对液晶显示屏和液晶显示模块的档次要求也有所降低、尺寸相对较小，拉低了平均单价。

表11：公司产品价格变化情况

单位：元/片

产品类别		2006 年	2005 年	2004 年
TN	LCD	5.32	5.15	4.85
	LCM	39.45	31.99	30.58
MSTN	LCD	17.52	11.43	12.59
	LCM	18.86	20.83	20.89
CSTN	LCD	14.19	21.48	22.67
	LCM	38.29	82.69	64.83
TFT	LCD	30.03	28.99	29.59
	LCM	90.35	143.88	133.90

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

另一方面，公司通过与原材料供应商结成战略伙伴关系，争取到具有市场竞争力的原材料采购价格。液晶显示屏主要材料为导电玻璃、液晶、偏光片。液晶显示模块主要材料构成为液晶显示屏、集成电路（IC）、印刷线路板（PCB）、背光源、柔性印刷线路板（FPC）等其他电器元件。一般而言，公司主要原材料的价格呈逐年下降趋势：导电玻璃年均降幅 2% 左右、偏光片年均降幅 4% 左右、液晶年均降幅在 8% 左右、IC 年均降幅在 16% 左右、背光源年均降幅在 13% 左右。

近三年分产品毛利率及综合毛利率情况显示，尽管产品价格总体呈下降趋势，但由于产品的不断更新换代和调整产品结构，公司仍能保持稳定的

盈利能力。

表12: 分产品毛利率及综合毛利率情况

产品类别		2006 年度	2005 年度	2004 年度
TN	LCD	26.00%	21.32%	23.58%
	LCM	19.00%	18.50%	21.46%
MSTN	LCD	25.75%	20.32%	22.00%
	LCM	20.15%	18.70%	21.25%
CSTN	LCD	22.20%	18.74%	17.00%
	LCM	15.50%	14.63%	18.00%
TFT	LCD	20.00%	16.00%	19.60%
	LCM	14.60%	14.00%	17.20%
加权平均 毛利率	LCD	24.46%	20.74%	22.50%
	LCM	16.73%	16.00%	20.02%
综合毛利率		18.47%	17.09%	20.52%

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

2、收入增长的主要驱动因素分析

根据对主营收入增长因素的分析, 深天马收入增长的主要驱动因素来自规模增长和产品更新换代。

图20: 规模增长 - 手机用LCM 单位: K

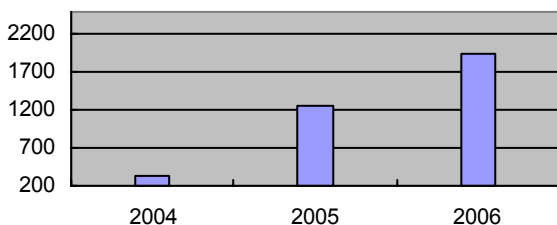
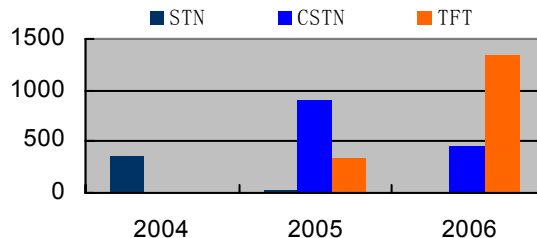


图21: 产品更新换代 - 手机用LCM 单位: K

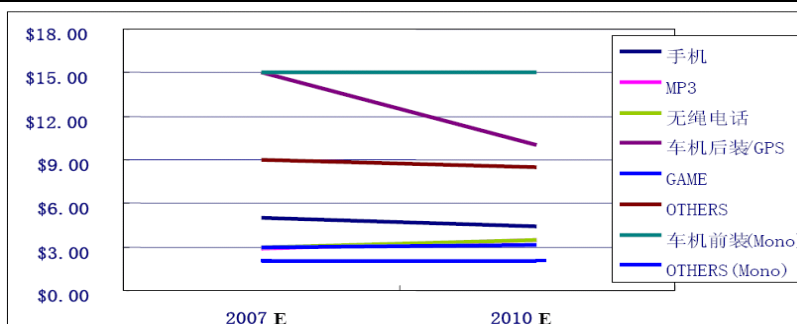


数据来源: 公司报表

作为电子消费品, LCD 产品的价格总体处于不断下降过程中, 但由于下游需求不断更新换代, 公司的盈利能力仍能保持稳定的状态。

图22: 2007 ~ 2010年产品单价变化预测

单位: 美元



数据来源: 广发证券发展研究中心

根据权威机构的预测，手机市场 2006 年全球 9~10 亿部，2010 年增长 20%，至 12 亿部；无绳电话 2006 年全球 9000 万~1 亿部，2010 年增长至 1 亿~1.2 亿部；MP3：2006 年全球 2000 万台，后续将保持增长，同时彩色化的趋势使 MP4/PMP 出现快速增长。

针对主营收入主要驱动因素，公司对产品结构和客户结构进行调整。

3、产品结构的调整

公司产品调整的方向是彩色化、模块化和 TFT 化。

彩色化：是指将黑白产品转化为 CSTN 产品，进入该市场的中高端产品领域。目标市场定位于无绳电话、MP3、游戏机/学习机/数码相机等。这些市场之前一直以黑白屏为主流，但近两年已开始彩色化的转换，天马的目标是抢占市场先机，争取客户彩色产品的市场份额。一方面，从产品角度看，彩色产品较黑白产品有较好的市场价格与利润；另一方面，从市场角度，彩色产品是这些市场的高端产品，除了销售额与利润的提升外，对天马品牌形象的提升也很有帮助。目前在无绳电话、MP3 市场彩色化的推进已取得较好成绩，在游戏机、学习机、数码相机市场的彩色化产品也进入批量阶段。

图23：公司产品结构调整方向



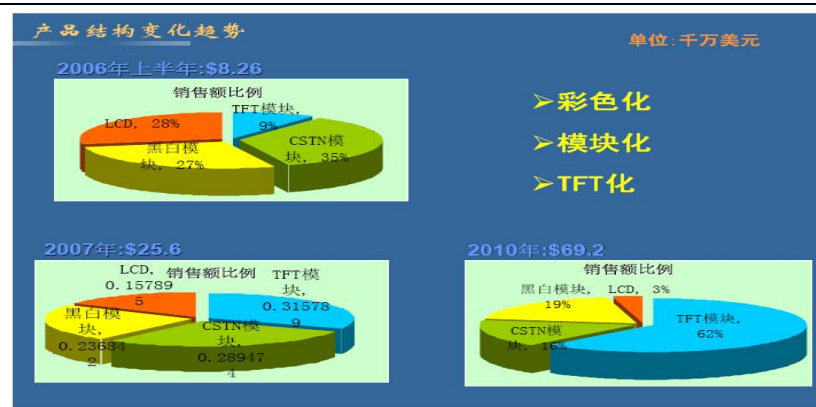
数据来源：天马微电子

模块化：是指将 LCD 产品转化为 LCD 模块产品。这一结构调整主要是针对黑白产品。黑白产品中目前有许多仅卖 LCD，如果制成模块出售，售价和利润都会上升，对提高公司的销售规模和利润水平有很大作用。

目标市场定位于办公自动化产品、工业仪表类产品、以及车载前装产品。尤其是车载前装产品，如果将目前的 LCD 产品制成模块，从而提高产品的附加值。

TFT 化：是指将 CSTN 产品转化为 TFT 产品。目标市场定位于手机、GPS、车载后装市场。手机市场的中高端产品都已开始 TFT 转换，天马目前已经进入。

图24：产品结构变化趋势



数据来源：天马微电子

2007年~2010年天马产品出货量及出货金额预测。

表13：2007~2010年产品出货量及出货金额预测

单位：KK

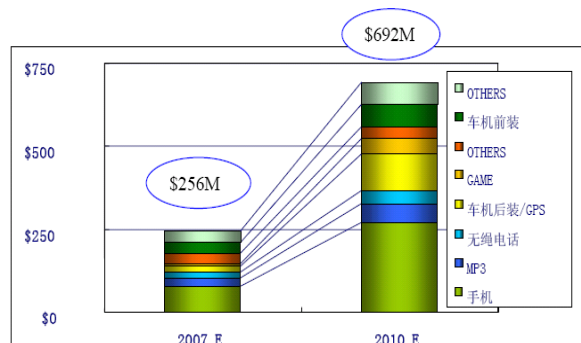
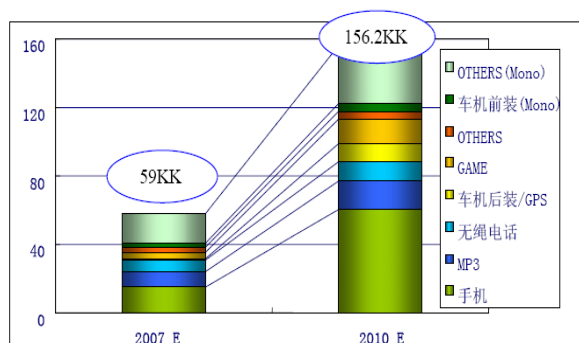
类型/年度	2007年E			2010年E		
	数量(KK/Y)	单价(\$)	金额(\$M)	数量(KK/Y)	单价(\$)	金额(\$M)
手机	15.4	\$5.00	\$77.00	60.5	\$4.45	\$269.50
MP3	8.8	\$2.88	\$25.30	16.5	\$3.50	\$57.75
无绳电话	6.6	\$3.00	\$19.80	11	\$3.50	\$38.50
车机后装/GPS	1	\$15.00	\$15.00	11	\$10.00	\$110.00
GAME	3.3	\$3.00	\$9.90	14.3	\$3.15	\$45.10
OTHERS	3.3	\$9.00	\$29.70	4.4	\$8.50	\$37.40
车机前装(Mono)	2.2	\$15.00	\$33.00	4.4	\$15.00	\$66.00
OTHERS(Mono)	17.6	\$2.00	\$35.20	34.1	\$2.00	\$68.20
总计	58.2	\$4.21	\$244.90	156.2	\$4.43	\$692.45

数据来源：广发证券发展研究中心

2007年~2010年产品总量的变化和产品销售额的变化预测。

图25：2007~2010年产品总量变化预测

图26：2007~2010年产品销售额变化预测



数据来源：广发证券发展研究中心

4、客户结构的调整

根据市场发展趋势，专注细分市场，提供个性化服务，细分市场方面，重点是手机客户国际化、提高车机产品的市场占有率、关注其它行业标杆客户。

图27：客户结构调整－手机市场



图28：客户结构调整－MP3市场



数据来源：天马微电子

综上所述，公司的市场策略是：

- (1)、在原有手机等细分市场中开展大客户战略，扩大市场份额
- (2)、同时开拓车载后装等新兴细分市场，寻找新的发展机遇
- (3)、通过实现产品结构彩色化、模块化、TFT化，提高产品附加值。

图29：客户结构调整－无绳电话市场



图30：客户结构调整－车载后装/GPS市场



数据来源：天马微电子

图31：客户结构调整－游戏机市场



图32：客户结构调整－车机前装市场



数据来源：天马微电子

针对市场的风险，公司还采取了下列对策：

(1)、市场波动的风险

通过细分市场的均衡发展，避免单一市场波动造成的影响。

(2)、中尺寸 LTPS 对 a-Si 的市场冲击

Mobile TV 市场未来采用 LTPS 的 PANEL 趋势明显，必须同 LTPS 制造商建立战略合作关系，转移技术。

(3)、原材料价格波动

市场跌价作为重要的因素加以考虑，同时通过与关键供应商建立战略合作关系转移和化解风险。

在新的增长点方面，根据公司的战略规划，2006 年以前，无源显示的中高端产品仍是公司的主要利润来源；2006 年之后，TFT 产品将成为公司新的利润增长点。

随着 3G 的启动，新的电子消费品不断涌现，公司的的新产品体系会更加丰富，MP4、PMP 等显示产品领域也是公司未来的重要增长点。

随着国防信息化水平的不断提高，飞机座舱仪表、航空设备显示、坦克、舰艇仪表、信息终端、头盔显示、GPS 等国内航空电子和军用电子对高端显示屏需求迫切，由于高端显示屏是航空及军用电子设备中的关键部件，现几乎全部依赖进口，作为中国航空工业电子业务平台，深天马在这些领域将大有作为。

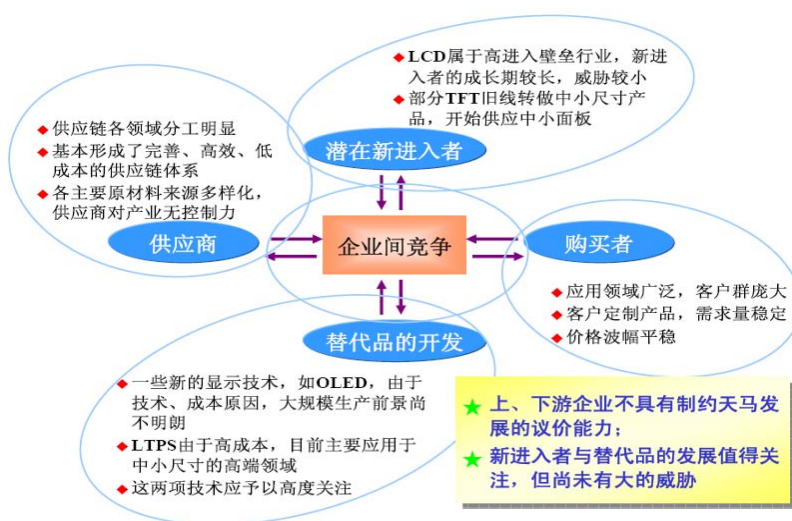
(三) 竞争环境和竞争对手分析

1、竞争环境

公司的主要竞争对手是台湾地区和韩国、日本的厂商。

中小尺寸市场前景广阔，随着电子加工制造业向中国大陆的转移和中国消费类电子产品需求的迅猛增长，中小尺寸产品客制化、个性设计与服务的特点将使本土化优势更为突出。

图33: 公司竞争环境分析



数据来源：广发证券发展研究中心

中国企业的竞争优势表现在：

(1)、低成本的个性化技术支持优势

优秀的工程师队伍，能够为客户提供全面、快速的技术支持与服务。

(2)、多方面的服务优势

针对 LCD 广泛的应用领域，国内企业为客户提供从原料供应到售后服务的完整供应链服务能力，已逐步确立了企业在无源显示领域的优势。

(3)、生产成本优势

中国大陆低成本的劳动力，使国内企业具有较强的生产成本优势。

(4)、靠近需求市场的产地优势和快捷服务的优势

全球终端整机生产企业向国内转移，国内企业可更好的发挥产地优势和快捷服务的优势。

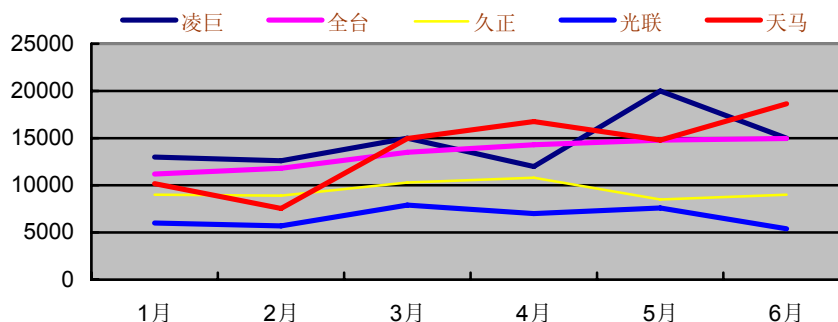
(5)、LCD 产业格局的转移，为国内企业提供了快速发展的机会。

2、竞争对手分析

公司在中小尺寸LCD显示屏和LCM领域的主要竞争对手是胜华科技、信利国际、凌巨、久正等。

主要竞争对手的销售情况比较见下图。

图34：公司主要竞争对手2006上半年销售情况 单位：千美元



数据来源：各公司报表

图35：竞争对手分析 - LCD月产能对比

竞争对手分析 LCD月产能对比					
胜 华			信 利		
面板规格	数量	月产能	面板规格	数量	月产能
MSTN(300*350)	4	94万片	TN(355*406)	1	15万片
CSTN(300*350)	3	54万片	STN(355*406)	1	15万片
CSTN(300*370)	2	20万片	CSTN(370*400)	1	10万片
CSTN(300*400)	1	15万片	CSTN(370*470)	1	10万片
TFT(320*400)	1	5万片(未量产)	TFT线建设中, 预计07年2月完工		
总计	11	188万片	总计	4	50万片
天 马					
面板规格	数量	月产能			
TN (300*300)	1	15万片			
STN(300*360)	1	10万片			
CSTN(355*406)	1	10万片			
总计	3	25万片			

数据来源：各公司报表

深天马与胜华、信利等主要竞争对手 LCD 月产能、模块月产能和产品出货结构的详细比较如下:

图36: 竞争对手分析 - 模块月产能对比

竞争对手分析

模块月产能对比			
技术类型	胜 华	信 利	天 马
COG	20KK	4.2KK	3KK
COF	6.2KK	0	0.5KK
COB	3.9KK	4.5KK	0.5KK
MDS(手机显示模块)	—	1.2KK	—
总计	30.1KK	9.9KK	4KK

图37: 竞争对手分析 - 产品出货结构对比

竞争对手分析

产品出货结构

产品类型	胜 华		信 利		天 马	
MSTN	8KK	35%	2KK	40%	1.8KK	64%
CSTN	12KK	53%	2KK	40%	0.8KK	28%
TFT	2.5KK	12%	1KK	20%	0.2KK	7%
总计 (月出货)	22.5KK		5KK		2.8KK	

注: 胜华由于06年销售下滑较大, TFT代工停止, 所取数值为05Q4平均月出货情况。其余为06年6月份数据。

数据来源: 各公司报表

天马 4.5 代 TFT-LCD 线的主要竞争对手分析

自 1991 年日本率先实现 TFT-LCD 量产后至 2006 年间, TFT-LCD 生产线已由第 1 代发展到第 8 代。各世代 TFT-LCD 生产线的划分以制造产品用基板尺寸大小为依据, 并不完全代表技术水平的高低。目前国内投产的 TFT-LCD 生产线主要有上广电、京东方两条 5 代线, 5 代以上 TFT-LCD 生产线由于布线规划及经济性等原因一般只能生产大尺寸 LCD 产品。

国内中小尺寸 TFT-LCD 除吉林彩晶的第 1 代生产线和京东方 2002 年收购的韩国现代电子第 2 代生产线有少量中小尺寸产品供应外, 基本依靠从台湾地区进口, 公司 4.5 代 TFT-LCD 线是国内真正意义上的第一条专注于中小尺寸的 TFT-LCD 生产线, 将全面替代该领域产品的进口, 其市场定位与目标产品基本上与上广电、京东方产品形成市场互补, 更有利于国内制造商之间的非竞争性合作及协同发展。

目前全球第 4.5 代以下 (含第 4.5 代) TFT-LCD 生产线主要集中在日本、韩国和台湾地区, 2006 年中小尺寸产品全球供应实际产出预计约 426 万平方米, 而市场需求预计为 390 万平方米, 总体供略过于求, 但国内市场的供货则略显紧张。

由于设备老化的原因, 全球第 1、2 代 TFT-LCD 生产线在未来 3 年左右时间将逐步退出市场, 预计 2008 年中小尺寸产品市场供求基本达到平衡。

天马 4.5 代 TFT-LCD 线在全球范围内的主要竞争对手包括:

日本: 三洋爱普生映像元器件株式会社、夏普电子部品、东芝松下显示技术公司、日立显示、卡西欧电子部品、NEC; 韩国: 三星电子、LG-Philips、三星 SDI、LG 光电、现代 LCD; 中国台湾地区: 友达光电股份有限公司、群创光电股份有限公司、统宝光电股份有限公司、中华映管股份有限公司、元太科技工业股份有限公司、胜华科技股份有限公司; 中国香港: 信利半导体股份有限公司。

由于 LCD 行业市场前景被普遍看好, 随着消费类电子产品不断推出升级, 中小尺寸液晶产品的市场潜力巨大, 必将不断吸引投资资金进入, 发

行人 TFT-LCD 项目可能面临主要或潜在厂商的竞争,存在潜在市场风险。

主要或潜在竞争对手新建 4.5 代及以下世代 TFT-LCD 生产线对公司的 TFT 业务冲击有限,其影响在短期内较难显现。由于主要或潜在竞争对手暂时并无投资新建 4.5 代线的计划;即使主要或潜在竞争对手决定兴建 TFT-LCD 生产线,从投资到量产至少需要 18 到 24 个月的时间,加上前期的准备工作,需时更久,届时天马在成本控制、销售网络、客户关系服务方面已确立了先发竞争优势。

此外,全球绝大多数第 1、2 代 TFT-LCD 生产线将于 2009 年前全面退出市场,第 3 代生产线则将于 2010 年左右逐步退出市场。由于在生产线改造、盈利模式和客户关系管理模式的转换上面临较大障碍,4.5 代及以下世代 TFT-LCD 生产线转产对上海天马 4.5 代线的冲击也不会很大。

面对资金实力雄厚、技术全面领先的强劲对手,天马将以全球电子加工制造业向中国大陆转移为契机,把握国内消费类电子产品需求迅猛增长的对有利因素,发挥自身的本土化优势。

对于客户定制的中小尺寸产品,强调个性化设计与服务,要求新品开模周期短、产品交付快、技术服务便捷快速,本土化企业在这方面将比国外企业具有明显的竞争优势。

同时,中小尺寸产品品种多且成系列化,其客户数量亦很多,其所要求的产品设计、销售及售后服务人员相对较多,一般工程师队伍可达到数百人规模,国内拥有丰富廉价的研发设计及销售方面的人力资源,其薪酬仅为国外同类 TFT-LCD 工程师薪酬的 1/8 左右。

中小尺寸 LCD 产品中后工序的特性决定了难以进行全面自动化操作,手工操作成为必然,因而需要雇佣大批劳动力,而中国大陆劳动力成本远低于日本、韩国、台湾地区等竞争对手的劳动力成本。一般而言,日本、韩国、台湾地区制造商中小尺寸产品生产成本中的人力成本约占生产成本的 7%~12%,而天马项目中同类产品的人力成本约占生产成本的 3%,因此在人力成本方面的优势将大大增强产品的竞争能力。

(四) 公司建立了全球营销网络体系

对于客户定制型中小尺寸产品,强调个性化设计与服务,要求新品开模周期短、生产转换快、产品交付快、技术服务便捷快速、原材料品种与工夹具储备要多,要求拥有比较稳定的销售渠道。一般情况下中小尺寸产品的品种很多且成系列化其客户数量亦很多,其所要求的产品设计、销售及售后服务人员相对较多,因此公司销售方式以直销为主。

经过长期的建设,公司已经形成以中国、欧洲、美国、韩国为基地,覆盖全球的营销网络,未来将不断完善全球销售网络,充实销售力量,由单纯的产品提供商向方案服务商转化,进一步提高盈利水平。

图38：公司全球营销网络体系



数据来源：天马微电子

（五）增发项目已经建成，正在试生产

以深天马公司为主导引入战略合作投资者，在上海合资兴建了一条第4.5代 TFT-LCD 生产线。目前已经建成，正在试生产。

该条线产品市场定位于以 10.4 英寸以下的移动终端、车载显示、便携式 DVD、工业仪表、游戏机等中小尺寸产品，产品销售以欧美、日、韩及港台等地区为主，部分销往国内市场。

项目建设规模拟定为月产 3.0 万张 730mm×920mm 玻璃基板，相应配置所需的生产设备与动力设施，同时整体规划并建设生产厂房及配套辅助设施，形成月产 3.0 万张 730mm×920mm 玻璃基板的生产能力，代表产品为 3.5~10.4 英寸显示屏及模块。

项目定位于中小尺寸显示领域的全球市场。中小尺寸 TFT-LCD 前景广阔，广泛应用于移动终端（手机等产品）、车载显示、便携式 DVD、数码相机、摄像机、工控仪器仪表、游戏机、钓鱼器等方面，并逐步运用于 MP4、PMP（个人数字助理）等电子产品上，随着信息时代的来临，具有很高的成长性。

市场定位于中小尺寸显示产品领域的全球市场，重点聚焦于 TFT 模块的个性化设计领域。

四、公司财务状况分析

（一）公司主要财务指标

表14：公司主要财务指标

	2004	2005	2006	1H2007
毛利率（%）	20.52	17.09	18.47	16.50
净利率（%）	8.72	5.03	6.21	5.79
净资产收益率（%）	12.40	7.09	10.91	5.29
主营收入增长率（%）	68.44	2.95	20.73	22.02
应收帐款周转率（次）	3.38	2.89	3.90	2.18
存货周转率（次）	3.97	4.06	5.37	2.76
流动比率（倍）	1.32	1.59	1.24	3.00
速动比率（倍）	0.95	1.14	0.94	2.67
资产负债率（%）	50.10	40.78	44.04	60.55
每股经营现金流（元）	0.146	0.387	0.660	0.26

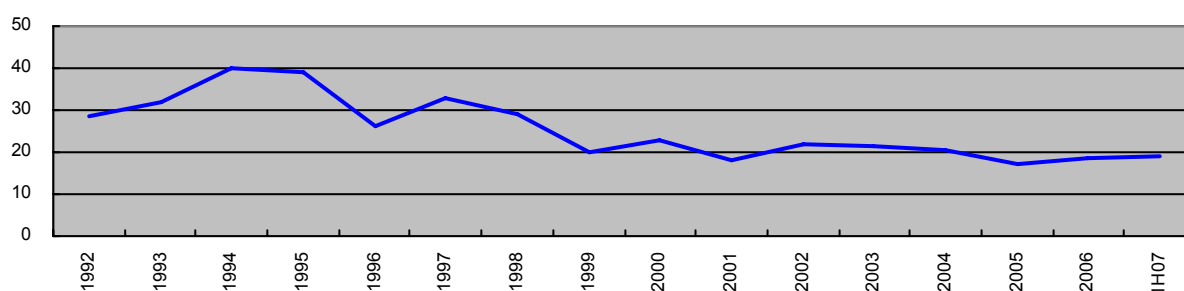
数据来源：公司报表

（二）盈利能力稳定

公司尽管处于周期性波动行业，但与行业周期相比，销售毛利率和主营业务利润率波幅较小，基本保持稳定，净资产收益率高于行业平均水平，表明与同行业上市公司相比，公司的盈利能力稳定。

图39：主营业务毛利率走势

单位：%



数据来源：公司报表

（三）经营效率较高

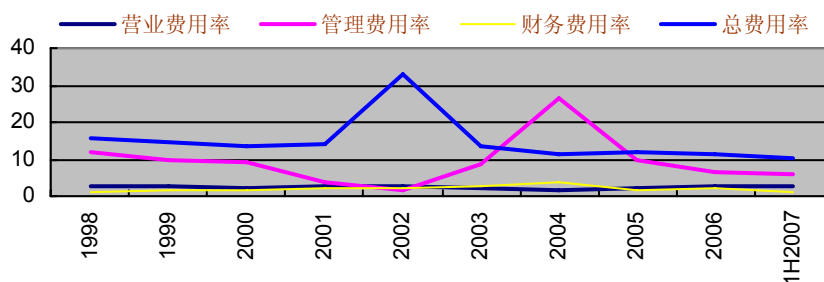
在行业平均水平不断下降的情况下，公司存货周转率和净资产周转率逐步上升，表明公司的经营效率不断提高。公司一直重视加强营销的管理和创新，使得内部管理水平不断提高，销售能力也不断提高，从而不断提升公司的经营效率和竞争能力。

（四）费用率呈逐步下降趋势

多年以来，公司三项费用率呈振荡下降的走势，2007 上半年，公司的总费用率为 10.26%，继续呈现下降走势。在主营业务不断快速增长的情况下，费用率不断下降，表明了公司通过不断加强管理来提高盈利水平取得了较好的效果。

图40：费用率走势

单位：%



数据来源：公司报表

(五) 主要财务指标的同行业比较

沪深股市中目前约有 60 余家电子元器件行业上市公司，为了保证样本代表性，我们在剔除了一些异常样本（主要是亏损公司）后，筛选出 50 家电子元器件类同行业上市公司进行比较，主要财务指标比较如表 9 所示。

表15：深天马与电子元器件行业部分财务数据比较

年 度	公司 行业	主营毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益 率 (%)	资产负债率 (%)	存货周转 率 (次)
2006	深天马	18.47	6.21	10.91	44.04	5.37
	行业平均	22.23	8.13	10.85	27.01	5.54
2005	深天马	16.85	5.03	7.09	40.78	4.06
	行业平均	21.29	3.09	5.88	43.20	5.51
2004	深天马	20.41	8.72	12.40	50.10	3.97
	行业平均	24.54	8.40	10.89	43.62	5.66

数据来源：广发证券信息资源管理系统

与同行业平均指标相比，在盈利能力方面，尽管公司所处的 LCD 子行业的毛利率水平与电子元器件行业整体水平有一定差距，但公司的净资产收益率仍高于行业平均水平，体现了公司具有较强的盈利能力；前几年公司存货周转率与行业平均水平有一定差距，但由于一直处于上升趋势，

2006 年已经与行业平均水平相近,表明公司经营效率不断提高;总费用率明显低于行业平均水平,且呈不断下降趋势;每股经营性现金流保持在正常水平,表明经营质量有保证。

总体上看,公司的财务指标正常稳定,公司的经营效率较高,财务状况良好。

五、盈利预测

(一) 盈利预测假设

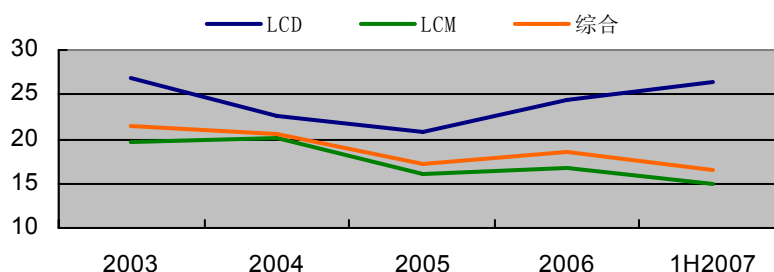
1、主营业务毛利率

公司主营由 LCD 和 LCM 构成,从分产品的毛利率走势来看,两者均处于小幅下降趋势,长期走势呈现周期性波动,且小幅下降。由于公司把产品定位在中小尺寸的中高端,随着公司 4.5 代 TFT-LCD 线的建成,毛利率将出现明显的上升,因此预计未来各分产品毛利率稳定,2008 年之后出现回升的可能性较大。

在预测时我们假设 2007 年综合毛利率仍下降,2008 年开始小幅回升,主营业务综合毛利率分别假设为:2007 年 16.80%、2008 年 18.00% 和 2009 年 18.20%。

图41: LCD与LCM毛利率走势

单位: %



数据来源: 公司报表

2、所得税

公司天龙分公司 06—08 年所得税率为 7.5%,其它子公司的所得税率为 15%。

(二) 盈利预测

表 16: 利润表					
					单位: 万元
项目/年度	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	110247	151118	161248	204642	292643
LCD	25268	34143	23217	39005	62408
LCM	84979	116975	138031	165637	230235
主营业务成本	91409	123201	134158	167806	239382
主营业务税金	256	315	368	468	669
主营业务利润	18582	27602	26721	36368	52592
其它业务利润	181	202	100	200	200
营业费用	2406	4118	4160	5280	7550
管理费用	8583	9417	10481	13302	19022
财务费用	2211	3621	1935	2456	3512
营业利润	5562	10648	10245	15531	22709
投资收益	-164	34	34	45	55
补贴收入	371	10	30	30	30
营业外收支	43	41	40	40	40
利润总额	5812	10734	10349	15646	22834
所得税	144	1246	1035	1877	2854
少数股东权益	128	108	380	420	520
净利润	5540	9380	8934	13348	19459
总股本 (万股)	26554	33193	38283	38283	38283
每股收益摊薄 (元)	0.209	0.283	0.233	0.349	0.508

数据来源: 广发证券发展研究中心

(三) 敏感性分析

在盈利预测中, 影响预测结果的主要因素为主营业务的毛利率假设, 下面给出有关敏感性分析的结果。

表 17: 主营业务毛利率变化对 EPS 的影响							
主营业务毛利率 (%)	18.30	17.80	17.30	16.80	16.30	15.80	15.30
2007EPS (元)	0.290	0.271	0.252	0.233	0.214	0.195	0.177

数据来源: 广发证券发展研究中心

六、风险分析

（一）原材料供应风险

公司生产所需的主要原材料包括导电玻璃、液晶、偏光片和集成电路(IC)等,大部分原材料主要从日、韩、美等国进口,供应渠道比较集中。原材料成本占产品制造成本的70%以上,原材料的质量、价格及供货发生波动,可能影响本公司的正常生产。

（二）汇率变动风险

公司大部分产品外销,主要原材料和设备又需要进口,在生产经营和项目投资的过程中都涉及外汇的收付,而且出口销售和进口采购都将随公司业务的发展而逐步增加,外汇汇率的波动将直接影响到公司出口产品的销售价格和进口原材料采购成本,从而影响到公司产品的价格竞争力,为公司的经营带来一定风险。

（三）行业周期波动风险

LCD产品作为电子元器件,是一个中间产品,对下游行业如通讯、仪器仪表、家电等具有一定的依赖性,因此产业市场因产品供求关系变化而出现的明显周期性变化,主要体现在产品价格的周期性波动,相对而言,笔记本电脑和台式电脑监视器等大尺寸标准产品价格的周期性波动更加明显,而中小尺寸产品价格因其具有客户定制型及个性化设计与服务的特点,价格波动幅度相对较小且平缓。

七、估值分析与投资评级

由于沪深股市中同类上市京东方(000725.SZ)目前仍处于初步扭亏状态,不具有直接可比性,因此我们选择沪深股市同行业和世界同行业两个方面进行相对估值的比较。

（一）与沪深50家电子元器件类公司比较

我们在沪深股市中筛选出50家电子元器件类同行业上市公司进行比较,为了保证样本代表性,我们在计算各行业平均指标时已经剔除了一些异常样本,主要是亏损和微利公司。

与沪深同行业或相近行业的平均水平比较,深天马2007和2008年的动态市盈率低于同行业平均水平,公司的近三年平均净资产收益率(ROE)高于行业平均水平,体现了公司高于行业平均水平的盈利能力。

公司的市净率（P/B）也已经低于行业的平均水平。

表18: 深天马与沪深50家电子元器件类公司部分估值参数比较 基准日20071126

类 别	07P/E	08P/E	P/B	近三年平均 ROE(%)
深天马	54.77	37.14	3.22	10.13
电子元器件平均	65.97	43.18	5.37	8.58

数据来源：广发证券信息资源管理系统，广发证券发展研究中心

（二）与国际同类或相近上市公司的比较

我们选取了 370 家在全球不同国家上市的电子元器件类公司作为比较样本，为了保证样本的代表性，我们在计算各平均值时已经剔除了少数异常样本，下表列出了部分估值参数的比较结果。

与国际同行业公司比较，深天马的市净率已经低于国际平均水平，动态市盈率方面明显高于国际平均水平。

盈利能力方面，深天马净资产收益率略低于国际平均水平，与美国平均水平相近。

表19: 国际370家电子元器件类上市公司部分估值参数

名 称 类 别	07P/E	08P/E	P/B	近 3 年平均 ROE(%)
深天马	54.77	37.14	3.22	10.13
国际 370 家平均	25.38	19.40	4.11	14.80
美国平均	27.24	22.78	5.07	11.38
德国平均	30.20	16.91	4.92	17.51
日本平均	16.01	15.11	2.09	12.15
韩国平均	26.40	21.43	8.42	13.33
中国台湾平均	17.79	14.21	3.97	14.67
中国香港平均	16.64	13.51	5.90	23.33
中国大陆平均	65.97	43.18	5.37	8.58

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

（三）给予持有的投资评级

按照我们的盈利预测，公司目前的股价对应 2007 年动态 PE 为 54.77 倍，对应 2008 年动态 PE 为 37.14 倍，对应 2009 年动态 PE 为 29.01 倍，尽管与同行业平均水平相比仍偏低，考虑到公司的成长性可能在 2008 年以后才能体现，因此给予持有的投资评级，目标位 12.80 元。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

深天马A (000050) 行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。