

市场价格(人民币): 70.20元  
 目标价格(人民币): 110.00-110.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	17.83
总市值(百万元)	5,005.68
年内股价最高最低(元)	109.45/19.44
沪深300指数	3337.70

## 立足 OLED 产业机遇, 趁势国内模组设备需求高增长

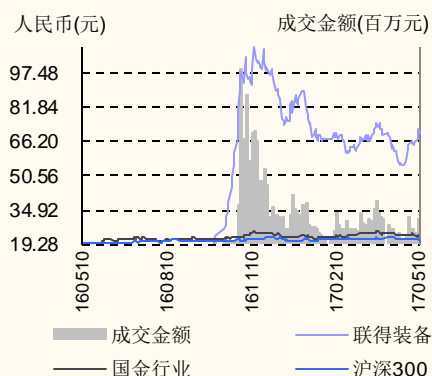
### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.960	0.539	1.353	1.942	2.627
每股净资产(元)	4.11	6.51	7.86	9.80	12.43
每股经营性现金流(元)	0.52	-0.05	0.17	1.13	1.77
市盈率(倍)	N/A	159.20	51.90	36.14	26.72
行业优化市盈率(倍)	108.69	99.89	111.51	111.51	111.51
净利润增长率(%)	6.96%	-25.11%	150.99%	43.60%	35.23%
净资产收益率(%)	23.36%	8.28%	17.21%	19.82%	21.14%
总股本(百万股)	53.48	71.31	71.31	71.31	71.31

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 国内领先的电子专用设备供应商, 短期业绩波动不改长期增长预期。公司主营平板显示模组组装设备, 于 2016 年 9 月在深交所上市, 产品包括全自动偏光片贴附机、COG 邦定机、FOG 邦定机、全自动水胶贴合机等, 广泛应用于平板显示器件中显示模组以及触摸屏等相关零组件的模组组装生产过程中。公司是国内少数几家具备全自动模组组装设备研发制造能力的企业之一, 在平板显示领域积累了富士康、欧菲光、京东方等优质客户。16 年受成本上升以及部分产品未能确认收入的影响, 公司业绩增速明显低于行业。我们认为公司业绩下降是短期因素, 不改长期增长的预期: 16 年公司持续拓展业务布局, 推出基于 OLED 技术应用的新设备, 期末订单增加、预收款同比增长 50%, 17Q1 业绩实现大幅增长, 收入增速达 140%, 净利润增速 344%。公司 3 月发布针对管理层及核心技术人员的股权激励计划, 解锁条件为 17-19 年收入相对于 16 年分别增长 60%/100%/140%, 未来业绩增长确定性增强。
- 全球平板产业加速向中国大陆转移, 国内面板产线投资扩张将带动 200 亿以上模组设备需求。平板显示器的主要下游产品仍将呈现出持续发展的局面, 智能手机、平板电脑等新兴电子产品的兴起带动平板显示器及相关产品的市场需求。根据 Displaysearch 的统计, 2014 年全球平板显示行业收入为 1310 亿美元, 预计到 2020 年将达到 1945 亿美元。目前全球平板显示产业正在加速向中国大陆转移, 全球平板显示行业生产设备 70% 的投资发生在中国, 京东方、华星光电等已开始建设高世代 LCD 和 AMOLED 生产线。根据主要面板厂商的公告, 我国目前在建和拟建的产线投资规模达到 5095 亿元, 将带动 200 亿以上的 Module 制程设备需求, 市场空间可观。
- 受益 OLED 产业机遇, 乘势国内模组设备需求高增长。国内主流手机厂商华为、OPPO、小米等陆续推出搭配 OLED 屏的智能手机, 苹果今年也有可能在新世代 iPhone 中导入 OLED 屏幕。2016 年全球 OLED 占显示产品营收比例约为 17%, 相比 15 年提高约 5 个百分点, 2020 年有望达到 46%。OLED 市场规模预计从 16 年的 150 亿美元增长到 2020 年达到 670 亿美元, 年均复合增速达 45%。OLED 显示屏的快速发展将带来模组设备的需求机遇, 联得装备于 2016 年自主研发出基于 OLED 技术应用的高精度偏贴设



潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004  
 (8621)60230252  
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨曦 联系人  
 bianxy@gjzq.com.cn

备、绑定设备、曲面贴合设备，全自动 COF 邦定机和全自动封点胶进入样机试制阶段，公司正全面切入 AMOLED 显示器件模组设备的研发销售，有望借助 OLED 应用产业机遇实现产品收入的新高。

### 盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 5.78/8.45/11.31 亿元，分别同比增长 126%/46%/34%；归母净利润 96/139/187 百万元，分别同比增长 151%/44%/35%；EPS 分别为 1.35/1.94/2.63 元，对应 PE 分别为 52/36/27 倍。

### 投资建议

- 我们认为全球平板显示产业加速向国内转移，OLED 技术快速发展将成为未来显示行业主流，国内平板显示行业产能扩张将会带来对模组设备的大量需求，公司借助面板行业投资需求扩张趋势，并全面切入 AMOLED 显示器件模组设备领域，有望实现高速发展。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 110 元。

### 风险提示

- 行业竞争加剧，平板显示行业投资放缓，OLED 应用低于预期。

## 内容目录

1、国内领先的平面显示模组组装设备供应商.....	5
1.1、公司致力于提供高性能的电子专用设备和解决方案.....	5
1.2、近年经营业绩良好，16年业绩短期下滑.....	6
2、行业受益于下游拉动，有望进入快速发展通道.....	8
2.1、平板显示模组设备处于产业链中游.....	8
2.2、下游消费类电子产品市场规模扩大带来发展契机.....	9
2.3、立足 OLED 产业机遇，借势国内模组设备需求高增长.....	11
3、国产设备性价比优势突出，公司行业地位领先.....	12
3.1、模组组装设备市场集中度不高，本土企业发展迅速.....	12
3.2、公司在国内模组组装设备制造领域居于前列.....	13
3.3、募投项目加码主业，解决产能不足瓶颈.....	15
3.4、发布股权激励计划，业绩高增长确定性增强.....	16
4、盈利预测和投资建议.....	17
4.1、盈利预测.....	17
4.2、投资建议.....	17
5、风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1：公司代表产品.....	5
图表 2：显示面板制程工艺.....	6
图表 3：显示面板及触摸屏模组组装工序.....	6
图表 4：公司近年营业收入.....	7
图表 5：公司近年归母净利润.....	7
图表 6：2017Q1 营业收入和净利润.....	7
图表 7：公司分产品收入情况.....	8
图表 8：2016 年各产品占比.....	8
图表 9：公司分产品毛利率情况.....	8
图表 10：公司整体盈利能力较强.....	8
图表 11：平板显示行业产业链.....	9
图表 12：全球智能手机出货量持续增长.....	10
图表 13：全球触摸屏销售收入增长趋势.....	10
图表 14：全球平板显示行业收入.....	11
图表 15：在建和规划面板产线.....	12
图表 16：公司主要竞争对手.....	13
图表 17：上市模组设备公司业务对比.....	13
图表 18：公司代表产品更新进程.....	14
图表 19：公司核心技术.....	14

图表 20: 公司下游客户 .....	15
图表 21: 公司募投项目情况 .....	16
图表 22: 公司股权激励方案解锁条件 .....	16
图表 23: 公司分产品收入预测 .....	17

## 1、国内领先的平面显示模组组装设备供应商

### 1.1、公司致力于提供高性能的电子专用设备和解决方案

- **联得装备是国内领先的电子专用设备与解决方案供应商。**公司拥有完整的研发、制造、销售和服务体系，致力于提供专业化、高性能的电子专用设备和解决方案。公司目前产品主要为平板显示模组组装设备，可分为液晶模组显示产品和触控模组产品两大类，广泛应用于平板显示器件中显示模组以及触摸屏等相关零组件的模组组装生产过程中，下游领域包括智能手机、移动电脑、平板电视、液晶显示器在内的新兴消费类电子产品和其他需要显示功能的终端产品。

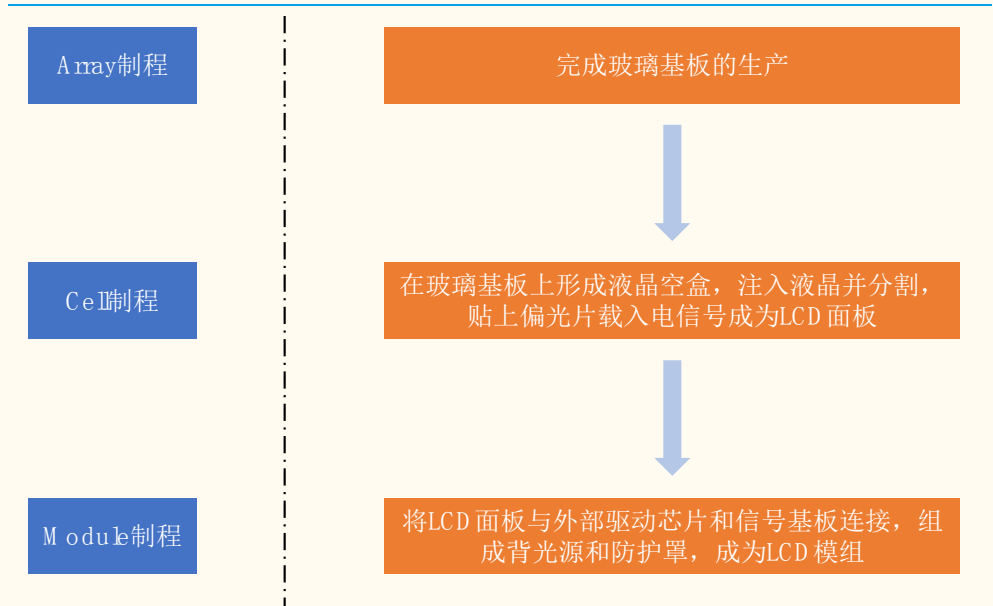
图表 1：公司代表产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- 以 LCD 为代表的显示面板生产工艺主要分为三个工序：**Array 制程**、**Cell 制程**和 **Module 制程**。Array 制程的主要目的是完成玻璃基板的生产；Cell 制程在玻璃基板上形成液晶空盒以注入液晶并分割，贴上偏光片并经载入电信号作图像检查后即成为 LCD 面板；Module 制程是把 LCD 面板与外部驱动芯片和信号基板相连接，并组装背光源和防护罩，经检测后即成为 LCD 模组。联德装备产品主要处在 Module 制程工序，涉及清洗、COG、FOG、贴合及检测等设备。
- 平板显示器件及相关零组件主要包括显示面板、显示模组、触摸屏等。显示面板具备最基本的显示功能，显示模组则是将显示面板与集成电路、驱动芯片、印刷电路板、背光源等其他配套部件组合形成的功能丰富的显示组件。赋予显示面板以显示功能需要通过模组组装工序，因此模组组装设备是显示模组等平板显示器件生产过程中的关键性设备，其本身的技术含量和所需要的操作精度也是平板显示生产技术的难点之一。

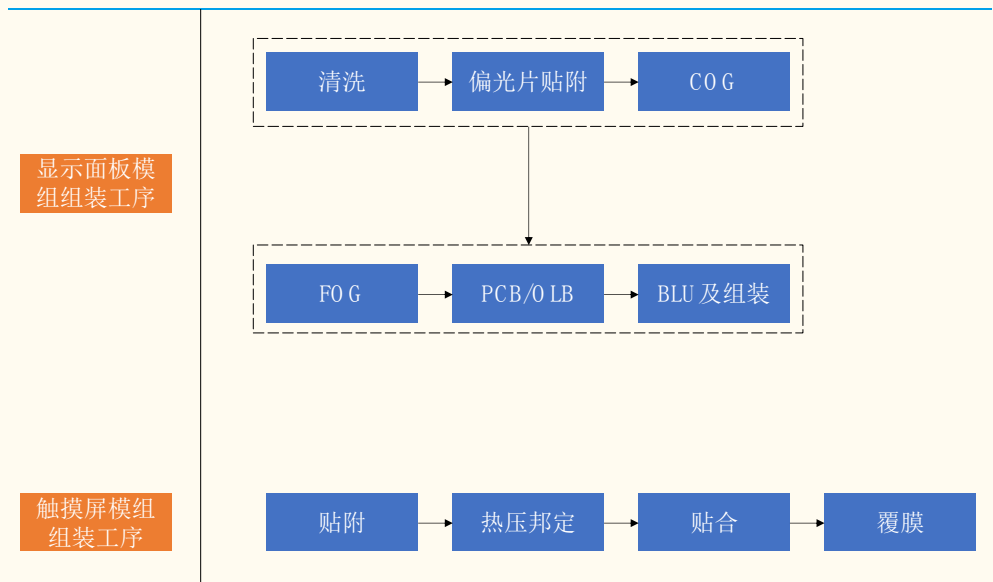
图表 2：显示面板制程工艺



来源：精测电子招股书，国金证券研究所

- 根据终端应用发展及市场需求，在显示模组基础上集成不同的功能部件，可以使平板显示装备适应前沿科技的进展并应用于更为广泛的领域：例如与触摸屏配套后，可以增加平板显示器的触控功能，形成具备触控功能的平板显示模组（触控型平板显示器），应用于触摸式智能手机、平板电脑等新兴消费类电子领域。

图表 3：显示面板及触摸屏模组组装工序



来源：公司招股书，国金证券研究所

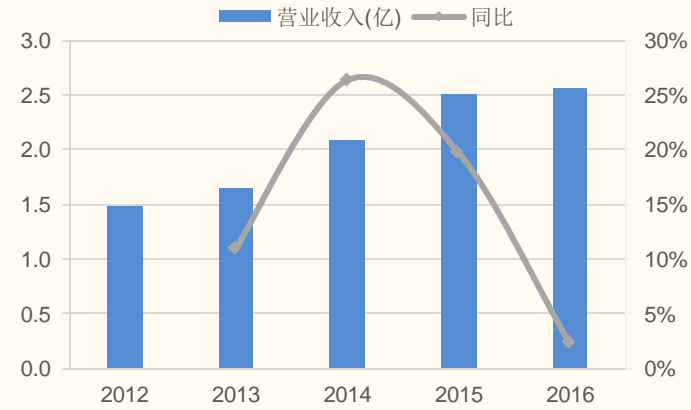
### 1.2、近年经营业绩良好，16年业绩短期下滑

- 经营业绩总体保持增长，16年业绩短期下降不改长期增长预期。2012-2015年公司业绩实现了较快增长，营业收入年均复合增长率为18.86%，归母净利润年均复合增长率达到18.44%。2016年公司实现营业收入2.56亿元，同比增长2.28%，归母净利润3843万元，同比下降25%。公司业绩的下降一是由于经济下行、成本上升，使得产品毛利率下降；另一方面由于报告期部分发出商品未能验收无法确认收入影响了业绩增长。



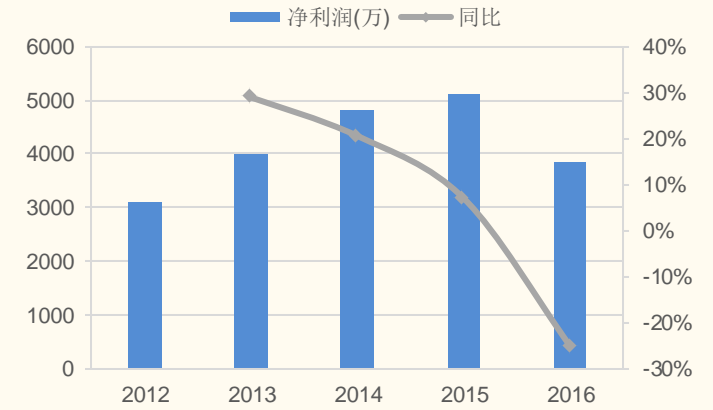
- 2016 年公司持续进行市场开拓和新品研发，报告期内预收款同比增加 50%，反应订单明显增长；今年逐步进入兑现期，17Q1 收入利润实现大幅增长。我们认为 16 年业绩的短期波动不改公司长期增长预期，随着后续的订单落地以及收入确认，公司今年业绩大概率实现高增长。

图表 4：公司近年营业收入



来源：公司年报，国金证券研究所

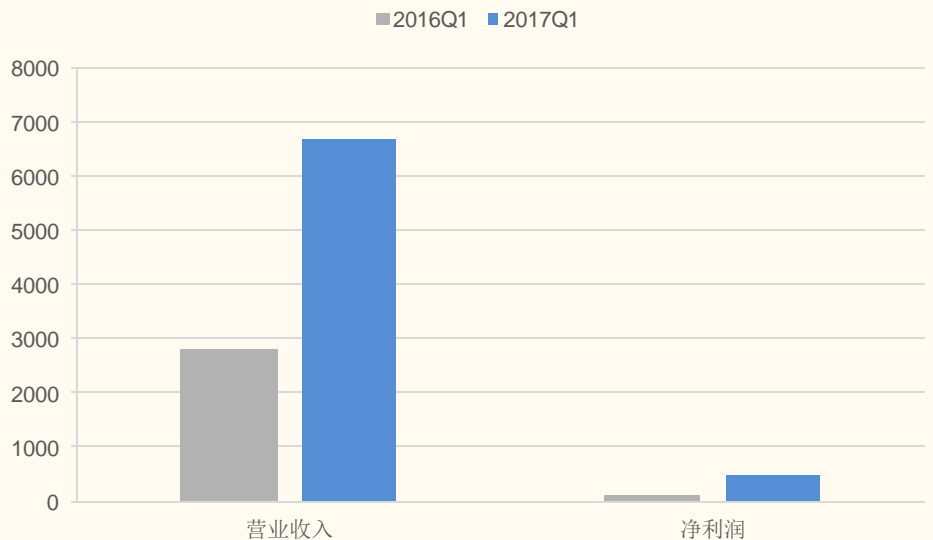
图表 5：公司近年归母净利润



来源：公司年报，国金证券研究所

- 17Q1 订单增长，收入利润大幅增加。2017 年公司加大新产品的研发，开拓新的市场领域，巩固市场领先地位，一季度公司实现营业收入 6683.78 万元，同比增长 139.95%，实现净利润 489.96 万元，同比增长 344.39%。由于公司下游客户主要在上半年提交订单，在下半年完成设备验收，因此公司更多产品收入的确认集中在下半年。公司以往年度上半年销售收入占全年营业收入的比重在 35%左右，预期公司 2017 年全年业绩将有较大的增长。

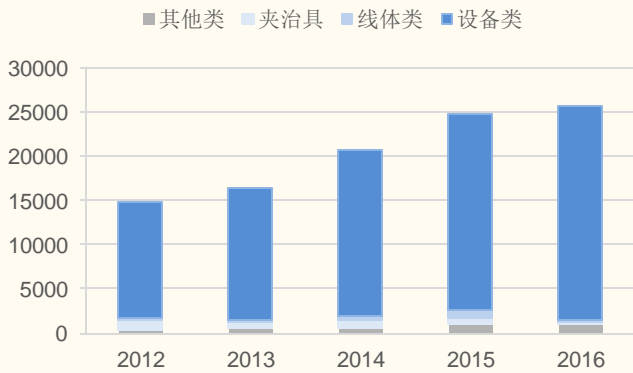
图表 6：2017Q1 营业收入和净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

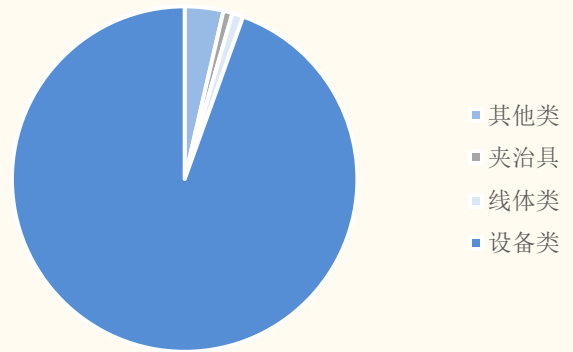
- 分产品来看，设备类产品构成公司的核心业务。近年公司设备类产品营业收入占比一直在 90%左右，构成公司的核心产品。2016 年设备类产品实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 8.89%，占总营收的比重为 94.5%。相比之下，夹治具、线体类、其他产品占比较小，营业收入分别为 218.33 万元、265.79 万元、925.98 万元。

图表 7：公司分产品收入情况



来源：公司年报，国金证券研究所

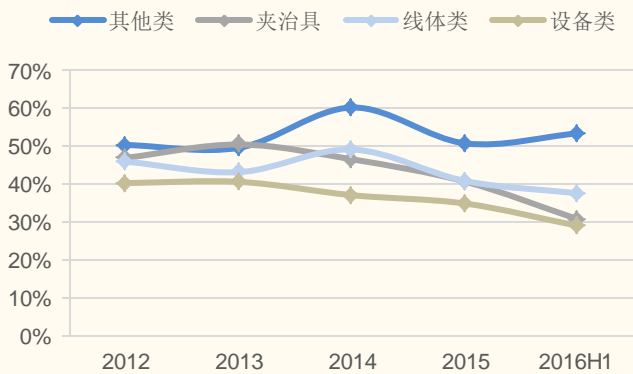
图表 8：2016 年各产品占比



来源：公司年报，国金证券研究所

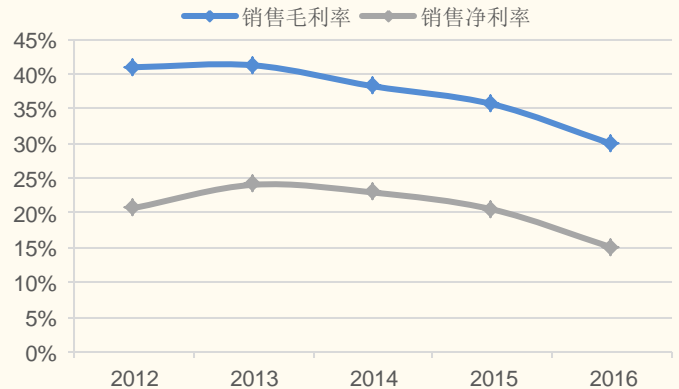
- **产品毛利率较高、盈利能力强。**2012-2015 年公司综合毛利率在 35%以上，净利率在 20%以上，2016 年公司毛利率为 29.91%，净利率为 15%，均出现一定程度的下滑。分产品来看，其他类产品具有最高的毛利率水平，2012-2015 年均稳定在 50%左右，夹治具和线体类产品毛利率次之，设备类产品毛利率稳定在 35%-40%左右的水平。

图表 9：公司分产品毛利率情况



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 10：公司整体盈利能力较强



来源：公司年报，国金证券研究所

## 2、行业受益于下游拉动，有望进入快速发展通道

### 2.1、平板显示模组设备处于产业链中游

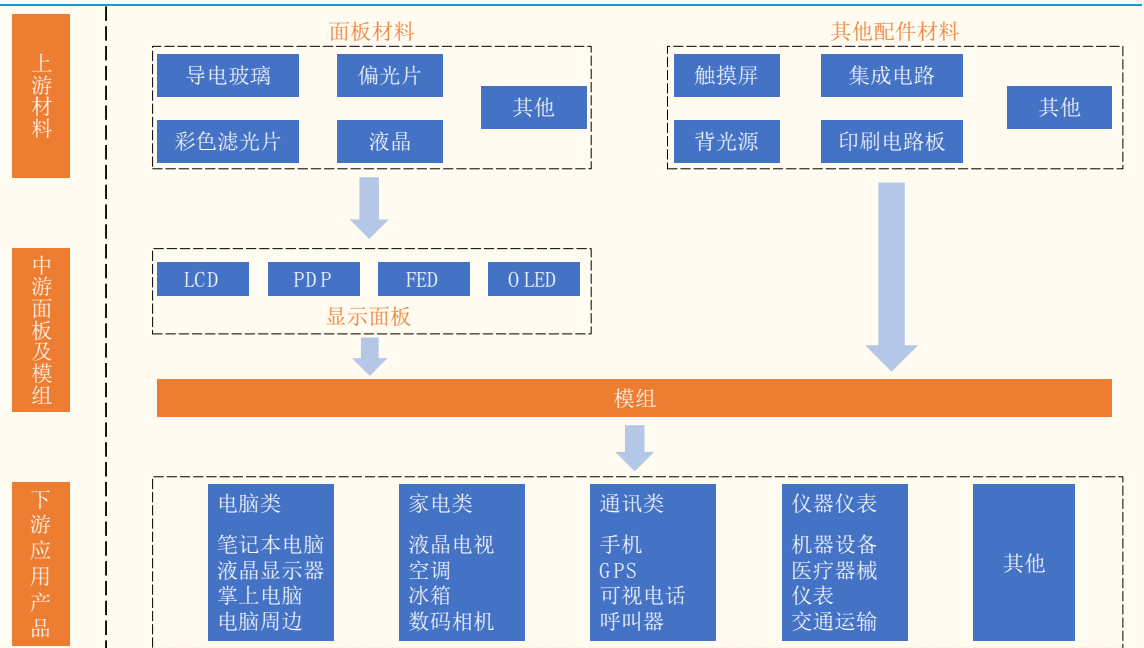
- **模组组装设备属于产业链中游平板显示器件生产环节。**在平板显示行业产业链中，上游为原材料和零组件，主要原材料和零组件有 ITO 导电玻璃、液晶材料、彩色滤光片、偏光片、集成电路、背光源、印刷电路板、触摸屏等；中游为平板显示器件的生产，包括显示面板生产和显示模组生产；下游为各类电子整机产品，涵盖智能手机、移动电脑、平板电视、液晶显示器等众多电子产品领域。联得装备主营的显示模组组装设备属于中游平板显示器件生产环节。

- 目前我国精密部件的制造水平仍相对不足，一些关键零部件产品仍依赖于进口。由于国际供应链中机械和电气零部件的可选品牌较多，没有对我国平板显示器件及相关零组件生产设备制造业的发展形成较大制约。下游行业对平板显示器件及相关零组件生产设备行业的影响主要体现在两个方面：第一，下游市场需求的持续增长不断扩大平板显示器件及相关零组件生产设备行业的发展空间；第二，平板显示产业



工艺技术的不断革新将导致平板显示器件及相关零组件生产设备规格、类型及功能的不断变化。

图表 11：平板显示行业产业链

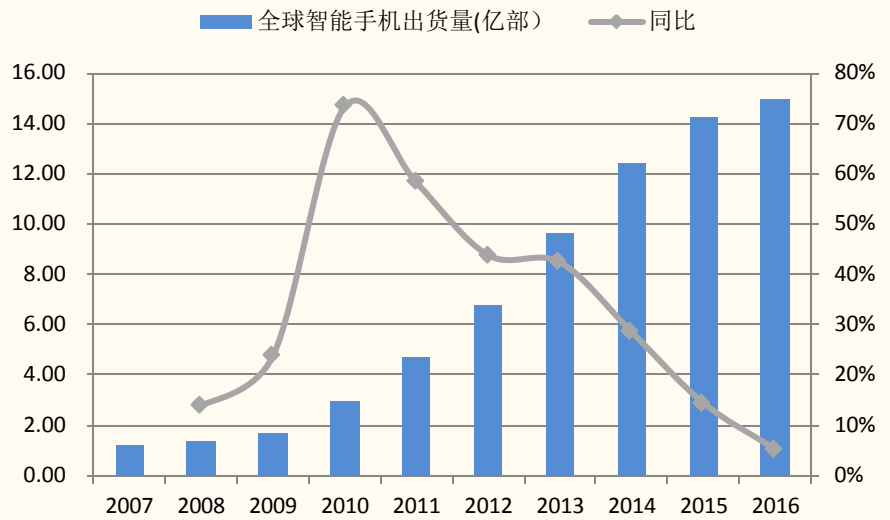


来源：公司招股书，国金证券研究所

## 2.2、下游消费类电子产品市场规模扩大带来发展契机

- **电子整机产品市场规模不断增长，平板显示行业前景广阔。**随着全球电子产业的发展，平板显示器的主要下游产品仍将呈现出持续发展的局面，尤其是智能手机、平板电脑、平板电视、液晶显示器等新兴电子产品的兴起，将带动平板显示器及相关产业的市场需求，为平板显示产业及上下游延伸行业的发展提供更好的市场契机。
- 根据 Displaysearch 分析，全球智能手机出货量 2013 年达到 9.6 亿台，预计到 2017 年将增长到 17 亿台。全球移动电脑总出货量 2013 年为 4.31 亿台，预计 2017 年增长到 6.62 亿台；全球液晶显示器 2012 年出货量将接近 1.9 亿台，到 2017 年将增长到 2.23 亿台。未来下游消费电子产品仍将保持增长，但增速趋于平稳，消费升级的大背景下，消费电子的低端市场趋于下降，产品将向高端市场靠拢。

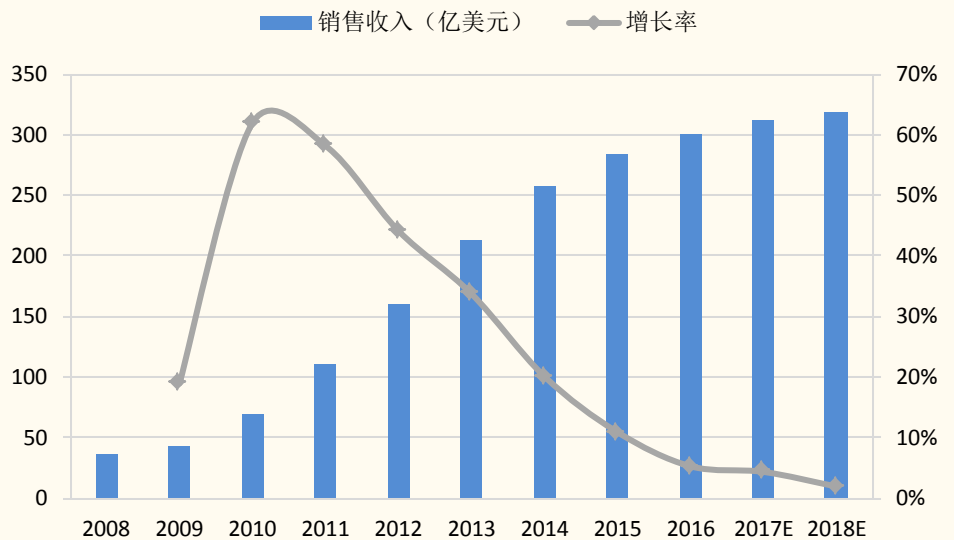
图表 12：全球智能手机出货量持续增长



来源：Gartner，国金证券研究所

- 触控型显示器件是平板显示行业应用领域的重要组成部分，而触摸屏是触控型显示器的重要部件。随着平板显示产业的迅猛发展，作为触控型显示器中的重要部件，触摸屏的应用也得到迅速扩大。尤其是智能手机、平板电脑以及触控笔记本电脑等新型产品的兴起，对触控型显示界面带来了巨大的市场需求，触摸屏市场需求量呈现出井喷式发展局面。根据 Displaysearch 研究统计，全球触摸屏销售收入 2008 年为 36.42 亿美元，2012 年增长到 160 亿美元，预计到 2018 年将达到 319 亿美元。

图表 13：全球触摸屏销售收入增长趋势

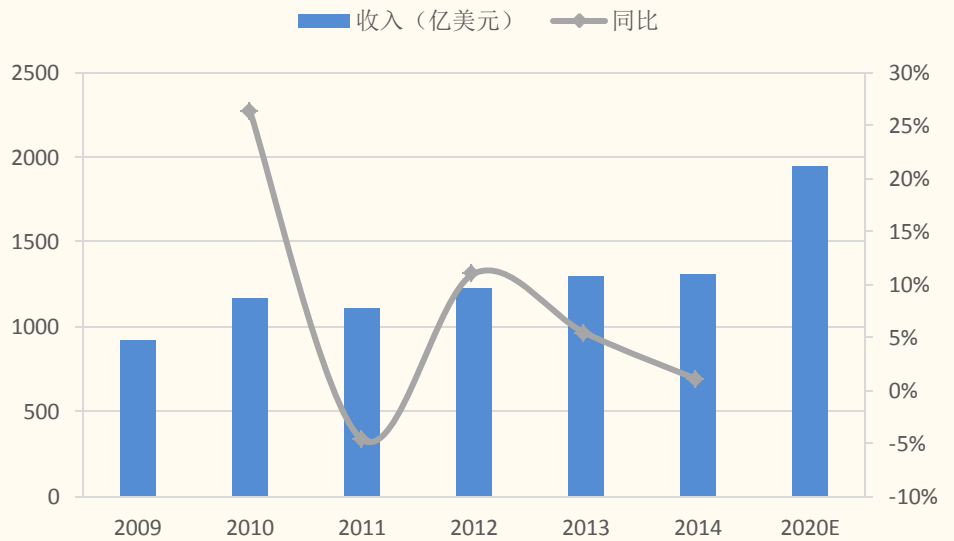


来源：Displaysearch，国金证券研究所

- 全球平板显示行业营业收入预计在 2020 年达到 1945 亿美元。受益于下游智能手机、移动电脑、平板电视、液晶显示器等新兴消费类电子行业发展，平板显示产业规模快速增长，与大规模集成电路产业和软件产业一起成为信息产业中的三大支柱产业。根据国际调研机构 Displaysearch 的统计，2009-2014 年，全球平板显示行业收入从 921.12 亿美元增长至 1310 亿美

元，产值规模不断扩大，已经成为产值超过千亿美元的成熟产业，预计到2020年全球平板显示行业营业收入将达到1945亿美元。

图表 14：全球平板显示行业收入



来源：Displaysearch，国金证券研究所

### 2.3、立足 OLED 产业机遇，借势国内模组设备需求高增长

- **OLED 需求增长迅速，国内已开始投建产线。**2016 年全球 OLED 占显示产品营收比例约为 17%，相比 15 年提高约 5 个百分点，2020 年有望达到 46%；AMOLED 市场规模预计从 16 年的 150 亿美元增长到 2020 年达到 670 亿美元，年均复合增速达 45%，AMOLED 显示屏需求快速增长。目前，三星在 OLED 市场处于绝对领先地位，出货量占比超过 95%，国内面板企业正在加速追赶，京东方、华星光电等已开始建设 AMOLED 和高世代 LCD 生产线。
- **下游厂商加大产线投资，将带动模组设备 200 亿以上的市场空间。**根据富士康、京东方等主要面板厂商发布的规划，目前我国在建或规划中的面板生产线投资额大约为 5095 亿元。根据 Displaysearch 数据，Module 制程设备投资在生产设备总投资的比重为 10%左右，生产线投资中约 70%用于设备投资，假设在建产线平均建设周期为 24 个月、设备投资额在建设周期均摊，那么可以测算出已有在建和规划中面板生产线对 Module 制程设备的需求为 240 亿元左右，市场空间巨大。

图表 15：在建和规划面板产线

厂商	面板产线	开工时期	建设周期	投资额 (亿元)
富士康	10.5 代 8K 面板生产线	2017.03	24 个月	610
富士康	第 6 代低温多晶硅(LTPS)薄膜晶体管液晶生产线	2015.11	24 个月	280
富士康	在郑州工厂内建设一条 OLED 屏幕生产线	2017.01	24 个月	59.79
富士康	液晶电视所用的大尺寸面板厂	2019 (E)	24 个月	482.545
京东方	10.5 代液晶面板生产线	2015.12	27 个月	400
京东方	第 6 代 LTPS(低温多晶硅)/AMOLED 生产线	2015.05	25 个月	220
京东方	6 代 LTPS/AMOLED 生产线二期投资	2016.03	24 个月	245
京东方	第 6 代 AMOLED (柔性) 生产线	2016.12	24 个月	465
华星光电	11 代新型液晶显示面板生产线	2016.12	24 个月	500
华星光电	6 代 LTPS-AMOLED 项目	2017.06 (E)	30 个月	350
中国电子	8.6 代液晶面板生产线	2015.12	20 个月	280
中国电子	8.6 代液晶面板生产线项目	2016.05	24 个月	280
鸿海	第 6 代 LTPS 面板厂	2015.11	27 个月	350
鸿海	六代低温多晶硅 (LTPS) 厂	2015.12	24 个月	300
和辉光电	第 6 代 AMOLED 生产线	2016.12	24 个月	272.78

来源：网络整理，国金证券研究所

- **公司全面进入 AMOLED 显示器件模组设备市场，收入增长有望创新高。**公司 2015 年自主研发基于智能穿戴设备的弯曲成形设备、3D/2.5D 曲面贴合设备，2016 年自主研发出基于 OLED 技术应用的高精度偏贴设备、绑定设备、曲面贴合设备，全自动 COF 邦定机和全自动封点胶进入样机试制阶段，公司正全面切入 AMOLED 显示器件模组设备的研发销售，有望借助 OLED 应用产业机遇实现产品收入的新高。

### 3、国产设备性价比优势突出，公司行业地位领先

#### 3.1、模组组装设备市场集中度不高，本土企业发展迅速

- **本土企业模组组装设备制造水平接近国际标准，市场份额逐渐提高。**我国的平板显示器件及相关零组件生产设备制造业发展相对较晚，目前仅在模组组装设备领域实现了较大的突破，而在显示面板生产设备领域还比较薄弱。目前我国在模组组装设备领域市场集中度不高，参与市场竞争的国际企业有日本的 TEL、芝浦、松下，台湾的旭东机械、易发精机等。本土企业包括联德装备、太原风华等，进入上市公司体系内相关模组设备企业还包括鑫三力（智云股份于 2015 年 11 月完成收购）、集银科技（正业科技于 2016 年 3 月完成收购）。国内部分企业显示模组组装设备制造水平已经接近国际先进企业，质量性能完全可以满足模组生产工序的需求。我国模组组装设备市场中，国产设备的市场份额正在不断提高。

图表 16：公司主要竞争对手

东京电子株式会社	全球领先的半导体制造设备、液晶显示器制造设备制造商之一。主要产品有：涂布/显像设备、热处理成膜设备、干法刻蚀设备、CVD、湿法清洗设备、测试设备及平板液晶显示设备等。在日本、美国、欧洲、台湾、韩国及中国等地都建立了子公司或分支机构
日本东丽	综合性的工程及自动化生产设备制造，可以在包括半导体、FPD、二次电池/太阳能电池的制造、检查装置在内的广泛领域内提供解决方案。主营业务分为“工程事业”和“电子事业”两大部分，其中电子事业领域的主要产品包括：液晶及半导体相关贴片机、真空印刷封装等
日本芝浦	主要产品包括 FPD 制造设备（剥离设备/洗净设备/显影设备/喷墨设备/ODF/高速贴片涂布设备/检测设备）、半导体制造设备）干法蚀刻设备/灰化/单片）、OLB/PCB（用于液晶生产线/用于太阳能发电）、倒装贴片设备、真空设备（贴合设备/用于 BD 生产线的设备）、激光应用设备等
旭东机械	2001 年成立电子设备事业部，目前旭东机械电子设备事业部主要产品包括：点胶/涂胶专用设备、各式 LED 封装、半导体封装设备、超声波芯片倒装(Flip-Chip)设备、TFT-LCD 制程设备等
易发精机	下设易发精机和东野精机，其中易发精机主要从事工业设备的研发和制造，业务领域涉及 LCD 产业、半导体产业、触摸屏产业、DISK 产业、储能设备产业等；东野精机主要从事设备组件的研发和制造，产品包括铝材组件系列、一般配件系列、共用配件系列、封板组件系列等
太原风华	产品类型包括：平板显示器件生产设备、新型电子元器件生产设备、真空设备、表面处理设备、微电子专用设备、低温共烧陶瓷 LTCC 生产设备等。其中平板显示器件模组组装设备包括切割机、裂片机、偏贴机、ACF 粘贴机、FOG 设备等

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 17：上市模组设备公司业务对比

	2016年收入 (亿)	2016年净利润 (万)	收购对价 (亿)	主营业务
联得装备	2.56	3843	--	全自动偏光片贴附机、COG邦定机、FOG邦定机、全自动水胶贴合机
鑫三力	3.13	8246	8.3	全自动COG设备、全自动FOG设备、ACF预贴机等系列模组封装设备
集银科技	2.03	5396	5.3	LCM全自动绑定系列、TLI全贴合系列、背光源叠片系列、ACF贴附机

来源：各公司公告，国金证券研究所

- 从市场发展情况来看，国产模组组装设备的市场竞争力和市场地位未来有望继续提升。一方面，在国家产业政策的支持下，我国本土企业的研发能力和制造水平正在不断提高；其次，随着平板显示行业的发展，国产设备在运输成本、售后服务方面的本土化优势更加明显；第三，由于金融危机、欧债危机等因素的影响，近几年全球经济形势比较严峻，给国内外企业带来了较大的成本和生存压力，国产设备良好的性价比优势赢得了越来越多的平板显示生产企业的青睐。因此，未来我国模组组装设备的国产化进程将会进一步深入发展。

### 3.2、公司在国内模组组装设备制造领域居于前列

- 公司自成立以来专注于平板显示器件及相关零组件生产设备的研发、生产、销售和服务，积累了深厚的技术储备和丰富的市场经验。目前公司已经成为我国模组组装设备领域的领先企业之一，具有强力的市场竞争优势。
- 较强研发创新能力使得公司产品制造水平位居国内同行业前列。公司历来重视研发投入与技术创新，近年公司的研发投入占营业收入的比

重一直保持在 5%以上；此外设立了研发中心，下设电气开发部、视觉系统开发部、AOI 软体开发部、电子资讯开发部、物流线体开发部、开发一部、开发二部、开发三部、开发四部等部门，构建了比较完善的研发体制，形成了持续、较强的研发创新能力。

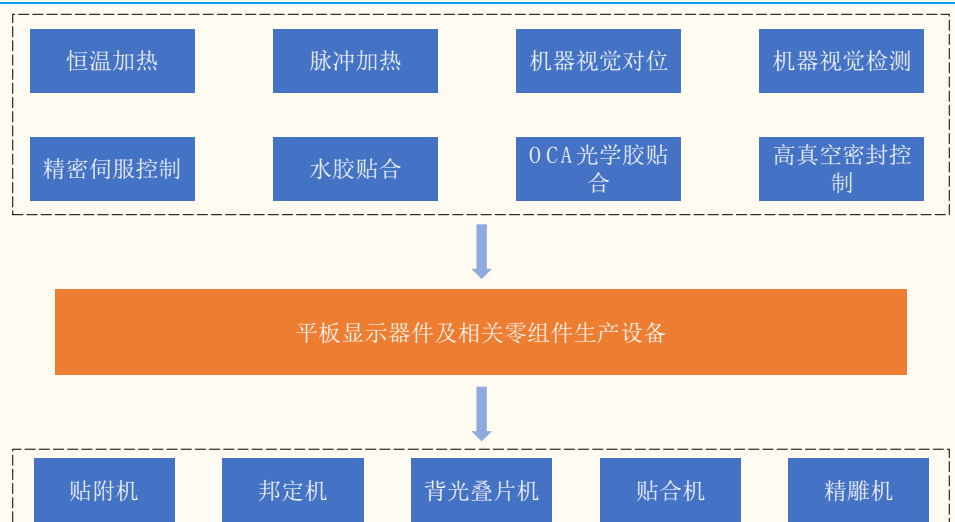
图表 18：公司代表产品更新进程

2002	自主研发开发出 ACF 粘贴机，成为飞利浦液晶显示系统的合格供应商
2006	自主研发的中尺寸基于 TFT 技术的 FOG 邦定机，被深天马 A、京东方广泛应用，成功进入高端产品领域
2009	推出基于 CTP 技术的自动邦定机、薄膜对玻璃贴合机、玻璃对玻璃贴合机等产品，被富士康等企业用于苹果公司相关智能手机和平板电脑产品的生产中
2012	推出全自动背光叠片机、全自动背光-模组组装机、水胶贴合机、软膜贴合机、OGS FPC 邦定机、薄膜 FPC 邦定机等新产品
2013	将玻璃对玻璃、薄膜对玻璃贴合设备等在工艺结构上进行全面升级换代，推出基于 In-Cell、On-Cell 内嵌式触控技术的热压设备
2015	自主研发弯曲成形设备、3D (2.5D) 曲面贴合设备，紧跟穿戴式智能设备行业发展的趋势并保持在自动化装备领域的优势地位

来源：公司招股书，国金证券研究所

- 公司具有较强的核心技术。**公司是国内较早专业从事平板显示器件及相关零组件生产设备制造的企业之一，经过十余年的研究开发和技术沉淀，积累了大量的技术成果和丰富的行业经验。目前公司已全面掌握恒温加热技术、脉冲加热技术、机器视觉对位技术、机器视觉检测技术、精密伺服控制技术、OCA 光学胶贴合技术、水胶贴合技术、高真空密封控制等装备制造技术，可以通过综合应用上述技术开发出多种先进的平板显示器件及相关零组件生产设备，如全自动偏光片贴附机、COG 邦定机、FOG 邦定机、背光叠片机、背光-模组组装机、薄膜对玻璃贴合机、玻璃对玻璃贴合机、全自动水胶贴合机、精雕机等，成为我国少数具备供应全套模组工艺设备和制造能力的企业之一。

图表 19：公司核心技术



来源：公司招股书，国金证券研究所

- 与富士康、京东方、深天马、华为等多家下游厂商建立了长期稳定合作关系。**凭借公司在不断发展过程中积累形成的先进的技术、优质的产品、全面及时的售后服务、丰富的行业经验以及良好的市场形象，公司与包括富士康、欧菲光、信利国际、京东方、深天马、蓝思科技、



超声电子、南玻、长信科技、胜利精密、宇顺电子、华为、苹果等在内众多知名平板显示领域制造商建立了良好的合作关系。这有利于公司紧密把握下游应用产业发展的最新动向和发展趋势，使公司平板显示器件及相关零组件生产设备研发设计的水平一直保持行业领先。

图表 20：公司下游客户



来源：公司年报，国金证券研究所

### 3.3、募投项目加码主业，解决产能不足瓶颈

- **产能不足制约公司规模发展。**由于近年来平板显示生产设备行业市场需求旺盛，公司营业收入快速增长，生产能力已经不能满足公司业务发展的需要，公司近年来无论是在产能利用率方面还是在产销率方面均达到或接近100%，产能不足较大程度上制约了公司在相关市场的进一步扩张和国际化竞争力的建立。公司募集资金投资项目建成后公司现有平板显示生产设备的产能将进一步扩大，有效地解决公司订单增加而产能不足的问题，提升市场份额并扩大规模化效应。此外，研发中心的建设能够对下游市场需求和技术变动进行前瞻性研究、紧密把握市场变动方向；营销服务中心则服务于构建覆盖全国的营销服务网络、扩大市场规模和市场占有率。
- **募投项目加码主业，突破产能限制、扩大市场领先优势。**公司首发上市公开发行人民币普通股不超过 1783 万股，实际募集资金扣除发行费用后的净额为 20440.14 万元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。募集资金投资项目中平板显示自动化专业设备生产基地建设项目、年产 80 台触摸屏与模组全贴合自动水胶贴合机项目、研发中心建设项目、营销服务中心建设项目实施主体为发行人全资子公司衡阳联得，发行人将以募集资金对衡阳联得进行增资，并由衡阳联得运用该增资资金进行投资项目建设。

**图表 21：公司募投项目情况**

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）	建设期（月）	经济效益（按照企业所得税税率 25%计算）
平板显示自动化专业设备生产基地建设项目	18,088.59	9,018.54	24	本项目正常生产年平均利润为 4,706.08 万元，投资净利率为 23.15%，全部投资税后内部收益率为 29.55%，投资回收期为 4.72 年
年产 80 台触摸屏与模组全贴合自动水胶贴合机项目	4,588.26	2,657.96	24	本项目正常生产年平均利润为 1,515.95 万元，投资净利率为 33.04%，全部投资税后内部收益率为 36.97%，投资回收期为 4.50 年
研发中心建设项目	4,115.05	1,923.64	36	在提高产品技术含量、扩大产品应用范围、降低产品制造成本等方面，间接为公司创造经济效益
营销服务中心建设项目	2,982.19	840	24	扩展公司的销售网络，增强公司的品牌知名度
补充营运资金项目	6,000.00	6,000.00		满足业务不断发展的需要、提高公司短期偿债能力、优化财务结构
合计	35,774.09	20,440.14		

来源：公司招股书，国金证券研究所

### 3.4、发布股权激励计划，业绩高增长确定性增强

- 发布股权激励计划，绑定核心员工利益。**公司 3 月公告拟以定向增发方式授予公司核心业务骨干 147 人合计 95 万份限制性股票，占公司股本总额 7130.59 万股的 1.33%，授予价格为 36.68 元。其中首次授予 79.05 万份，预留 15.95 万份。为达到解锁条件，2017-2019 年公司实现的营业收入较 2016 年分别同比增长不低于 60%、100%、140%，并且激励对象上一年度个人绩效考核必须合格，否则当年度限制性股票的解锁额度不可解锁，限制性股票由公司统一回购注销。公司推出股权激励计划绑定核心员工利益，未来业绩增长确定性增强。

**图表 22：公司股权激励方案解锁条件**

解锁期	解锁条件	解锁时间	解锁比例
第一个解锁期	公司 2017 年实现的营业收入金额较 2016 年同比增长不低于 60%	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第二个解锁期	公司 2018 年实现的营业收入金额较 2016 年同比增长不低于 100%	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解锁期	公司 2019 年实现的营业收入金额较 2016 年同比增长不低于 140%	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 4、盈利预测和投资建议

### 4.1、盈利预测

- 我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 5.78/8.45/11.31 亿元，分别同比增长 126%/46%/34%；归母净利润 96/139/187 百万元，分别同比增长 151%/44%/35%；EPS 分别为 1.35/1.94/2.63 元，对应 PE 分别为 52/36/27 倍。

### 4.2、投资建议

- 我们认为全球平板显示产业加速向国内转移，OLED 技术快速发展将成为未来显示行业主流，国内平板显示行业产能扩张将会带来对模组设备的大量需求，公司借助面板行业投资需求扩张趋势，并全面切入 AMOLED 显示器件模组设备领域，有望实现高速发展。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 110 元。

## 5、风险提示

- 行业竞争加剧，平板显示行业投资放缓，OLED 应用低于预期。

图表 23：公司分产品收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）

项 目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>设备类</b>					
销售收入（百万元）	222.31	242.07	544.56	797.78	1,077.00
增长率（YOY）	18.14%	8.89%	124.96%	46.50%	35.00%
毛利率	34.71%	29.39%	31.00%	32.00%	32.00%
<b>其他类</b>					
销售收入（百万元）	9.48	9.26	22.00	32.96	45.12
增长率（YOY）	66.90%	-2.32%	137.58%	49.82%	36.90%
毛利率	50.60%	42.34%	59.00%	49.89%	58.32%
<b>夹治具</b>					
销售收入（百万元）	8.29	2.18	5.38	7.12	8.94
增长率（YOY）	-2.47%	-73.70%	146.79%	32.34%	25.56%
毛利率	40.48%	44.86%	50.00%	48.32%	42.56%
<b>线体类</b>					
销售收入（百万元）	8.83	2.66	6.45	7.56	0.02
增长率（YOY）	65.05%	-69.88%	142.48%	17.21%	-99.69%
毛利率	40.65%	43.86%	52.00%	48.59%	42.87%
销售总收入（百万元）	248.91	256.17	578.39	845.42	1131.09
销售总成本（百万元）	160.00	178.96	390.55	566.57	756.32
毛利（百万元）	88.91	77.21	187.84	278.85	374.77
平均毛利率	35.72%	30.14%	32.48%	32.98%	33.13%

来源：公司年报，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>209</b>	<b>250</b>	<b>256</b>	<b>578</b>	<b>845</b>	<b>1,131</b>	货币资金	71	70	184	190	200	210
增长率		19.7%	2.3%	125.8%	46.2%	33.8%	应收账款	99	120	155	299	406	480
<b>主营业务成本</b>	<b>-129</b>	<b>-161</b>	<b>-180</b>	<b>-391</b>	<b>-567</b>	<b>-756</b>	存货	103	71	140	241	323	400
%销售收入	61.8%	64.3%	70.1%	67.5%	67.0%	66.9%	其他流动资产	1	0	103	16	16	16
<b>毛利</b>	<b>80</b>	<b>89</b>	<b>77</b>	<b>188</b>	<b>279</b>	<b>375</b>	流动资产	275	262	582	746	946	1,106
%销售收入	38.2%	35.7%	29.9%	32.5%	33.0%	33.1%	%总资产	90.0%	88.2%	94.6%	86.1%	82.6%	80.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	11	15	14	91	161	216
<b>营业费用</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-29</b>	<b>-42</b>	<b>-57</b>	%总资产	3.7%	5.0%	2.3%	10.5%	14.1%	15.8%
%销售收入	5.4%	5.1%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%	无形资产	18	18	17	27	36	45
<b>管理费用</b>	<b>-26</b>	<b>-29</b>	<b>-28</b>	<b>-55</b>	<b>-79</b>	<b>-102</b>	非流动资产	31	35	33	121	199	263
%销售收入	12.5%	11.7%	11.0%	9.5%	9.3%	9.0%	%总资产	10.0%	11.8%	5.4%	13.9%	17.4%	19.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>41</b>	<b>44</b>	<b>31</b>	<b>98</b>	<b>149</b>	<b>205</b>	<b>资产总计</b>	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>615</b>	<b>867</b>	<b>1,145</b>	<b>1,369</b>
%销售收入	19.6%	17.7%	12.3%	17.0%	17.7%	18.1%	短期借款	5	0	0	79	87	36
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	应付款项	89	55	138	194	304	384
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.2%	0.0%	其他流动负债	12	15	11	34	55	62
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	流动负债	106	69	148	306	446	482
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	16	7	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>122</b>	<b>77</b>	<b>151</b>	<b>306</b>	<b>446</b>	<b>483</b>
<b>营业利润</b>	<b>40</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>97</b>	<b>147</b>	<b>205</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>183</b>	<b>220</b>	<b>464</b>	<b>560</b>	<b>699</b>	<b>886</b>
营业利润率	19.2%	16.1%	11.5%	16.8%	17.4%	18.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>305</b>	<b>297</b>	<b>615</b>	<b>867</b>	<b>1,145</b>	<b>1,369</b>
<b>税前利润</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>44</b>	<b>112</b>	<b>163</b>	<b>223</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.3%	23.9%	17.3%	19.4%	19.3%	19.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	<b>-24</b>	<b>-36</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.7%	14.2%	13.1%	14.0%	15.0%	16.0%	每股收益	0.897	0.960	0.539	1.353	1.942	2.627
<b>净利润</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>38</b>	<b>96</b>	<b>139</b>	<b>187</b>	每股净资产	3.430	4.109	6.507	7.859	9.802	12.429
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.713	0.516	-0.047	0.168	1.131	1.765
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>38</b>	<b>96</b>	<b>139</b>	<b>187</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	22.9%	20.5%	15.0%	16.7%	16.4%	16.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	26.16%	23.36%	8.28%	17.21%	19.82%	21.14%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	15.71%	17.30%	6.25%	11.13%	12.10%	13.68%
净利润	48	51	38	96	139	187	投入资本收益率	19.01%	17.28%	5.90%	13.21%	16.17%	18.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	3	7	6	7	11	17	主营业务收入增长率	26.37%	19.75%	2.28%	125.78%	46.17%	33.79%
非经营收益	-1	0	0	-12	-11	-14	EBIT增长率	5.85%	7.89%	-28.86%	211.77%	52.26%	37.20%
营运资金变动	-13	-30	-48	-79	-59	-64	净利润增长率	20.53%	6.96%	-25.11%	150.99%	43.60%	35.23%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>38</b>	<b>28</b>	<b>-3</b>	<b>12</b>	<b>81</b>	<b>126</b>	总资产增长率	39.63%	-2.89%	107.46%	40.87%	32.09%	19.59%
资本开支	-6	-8	-2	-78	-73	-62	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-90	-1	0	0	应收账款周转天数	109.4	114.5	174.6	145.0	148.0	120.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	249.4	197.0	214.5	225.0	208.0	193.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>-8</b>	<b>-92</b>	<b>-79</b>	<b>-73</b>	<b>-62</b>	应付账款周转天数	120.5	91.4	148.9	122.0	139.0	132.0
股权募资	0	0	241	0	0	0	固定资产周转天数	19.5	21.7	20.2	25.3	30.4	30.7
债权募资	5	-5	0	76	8	-50	<b>偿债能力</b>						
其他	-3	-16	-33	-3	-5	-4	净负债/股东权益	-36.12%	-31.82%	-39.59%	-19.82%	-16.21%	-19.53%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2</b>	<b>-21</b>	<b>208</b>	<b>73</b>	<b>2</b>	<b>-54</b>	EBIT利息保障倍数	-350.2	-141.1	-98.4	-77.0	106.4	-1,128.5
<b>现金净流量</b>	<b>34</b>	<b>-2</b>	<b>112</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	资产负债率	39.95%	25.92%	24.60%	35.35%	38.96%	35.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	2
增持	0	0	0	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD