

公司研究/首次覆盖

2019年11月21日

电子元器件/光学光电子 II

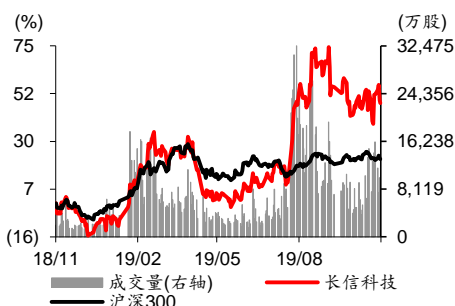
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 7.07  
合理价格区间(元): 10.07~10.60

**胡剑** 执业证书编号: S0570518080001  
研究员 021-28972072  
hujian@htsc.com

**刘叶** 执业证书编号: S0570519060003  
研究员 021-38476072  
liuye@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 可穿戴市场兴起, 触显龙头迎新机

## 长信科技(300088)

### 传统主业受益 LCD 产业中心转移, 可穿戴 OLED 触控成为发展新动能

长信科技成立于 2000 年, 是我国重要的触控显示关键器件生产商, 减薄及触显模组业务实力全球领先。随着国内面板大厂加速扩产, 全球 LCD 产业不断向中国转移, 长信有望从中受益获得 LCD 减薄及触控贴合业务增量订单。大屏、多屏车载显示发展趋势及客户资源拓展也将利好长信车载显示业务扩张。此外, 可穿戴设备的强劲增长将显著加快柔性 OLED 市场渗透, 而长信作为全球唯一能够联合提供 TFT、硬屏/柔性 OLED 触显模组的专业生产企业有望获得全新增长引擎。我们预计长信 19/20/21 年 EPS 为 0.39/0.53/0.65 元, 目标价 10.07~10.60 元, 首次覆盖给予买入评级。

### iWatch 柔性 OLED 模组独家供应, 产能扩张为业务增长注入强劲动能

根据 IDC 数据, 2019 年全球可穿戴设备将同比增长 29.4% 至 2.23 亿, 其中 41% 为智能手表; 据 Strategy Analytics 最新数据, 3Q19 全球智能手表出货量同比增长 42% 至 1420 万只, 其中 iWatch 市占率高达 47.9%, 独占霸主地位。凭借在 LCD 触显领域的技术积累, 长信已实现硬屏 OLED 显示模组批量出货, 独供华为 GT2 和小天才 Z 系列可穿戴显示模组; 同时, 长信协同日系高端 OLED 面板供应商加快柔性 OLED 触控模组产线建设, 成为 iWatch 柔性 OLED 触控显示模组独家供应商。我们认为在可穿戴市场蓬勃发展的之际, 柔性 OLED 产能释放将为长信注入强劲增长动力。

### 本土面板大厂持续扩产, 减薄及触显贴合主业订单水涨船高

随着消费电子产业链深耕中国, 以京东方为首的大陆面板厂商加速产线扩张。Witsview 数据显示中国大陆已成为全球 LCD 产能中心, 2Q19 产能占全球 41%。凭借多年技术积累长信已实现触显贴合全产业链布局, 面板减薄实力居国内前列, 并为 HOVM 提供高端机种触控模组。作为全球减薄和高端触显模组的双料龙头, 我们认为在中国抢占全球 LCD 中心之际, 消费电子轻薄、大屏发展方向将为长信减薄、触控显示贴合业务带来显著增量。

### 智能驾驶兴起加速车载显示渗透, 卡位技术风口独供热销车型显示模组

智能驾驶兴起之际, 用户对于汽车人机交互功能需求提升, 车载显示加速向触控高清、大屏多屏趋势发展, 且车载显示对产品质量要求更高。Global Market Insights 预计 2025 年全球汽车显示屏市场规模将达到 300 亿美元 (20-25 年 CAGR: 12%)。长信在车载显示模组领域布局较早, 通过卡位车载显示技术独供比亚迪唐、宋、秦等热销车型车载显示模组, 并与国际新能源汽车巨头 T 进行研发合作, 为其旗舰 S、X 车型提供中控屏模组。

### 目标价 10.07~10.60 元, 首次覆盖给予“买入”评级

我们认为市场或低估了在消费电子持续向轻薄大屏方向发展、中国抢占 LCD 产能中心、可穿戴设备 OLED 触控模组及车载显示加速渗透机遇中, 长信作为触显龙头的增长潜能。我们参考可比公司 20 年平均 PE 19.6 倍, 给予 19-20 倍 PE, 目标价 10.07~10.60 元, 首次覆盖给予买入评级。

风险提示: 柔性 OLED 扩产不及预期; 市场竞争加剧拖累利润增长。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	2,312
流通 A 股 (百万股)	2,270
52 周内股价区间 (元)	4.15-8.35
总市值 (百万元)	16,346
总资产 (百万元)	9,063
每股净资产 (元)	2.39

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,884	9,615	7,578	11,985	13,739
+/-%	27.43	(11.66)	(21.18)	58.14	14.63
归属母公司净利润 (百万元)	544.41	712.03	901.68	1,228	1,511
+/-%	56.85	30.79	26.64	36.17	23.09
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.31	0.39	0.53	0.65
PE (倍)	29.46	22.81	18.13	13.31	10.81

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心推荐逻辑及区别市场的观点 .....	3
公司概况：全球触控显示龙头，触显产业链业务全面开花 .....	4
发展历史：内生增长+外延并购双管齐下，打造触控显示一体化业务链条 .....	4
股权结构：三级国资背景的铁元投资为第一大股东 .....	4
财务表现：归母净利润增长稳健，产业链东移提升中国地区收入 .....	5
竞争优势：技术、人才、资金、规模、客户五大壁垒构筑行业护城河 .....	7
本土面板大厂坚定扩产，减薄及触显贴合主业订单水涨船高 .....	8
消费电子“轻薄化+全面屏”趋势下，触控面板减薄需求提升 .....	8
TFT-LCD 为主流面板应用，国内厂商扩产加速全球 LCD 产能向中国转移 .....	9
全球减薄及触控显示双料龙头，LCD 产能持续向中国转移带来业务增量 .....	10
智能驾驶加速车载显示渗透，卡位技术风口把握增长契机 .....	12
智能驾驶兴起，车载显示市场规模不断扩大 .....	12
前瞻卡位技术风口进入热销车型独供体系，渗透加速或带来业务增量 .....	13
柔性 OLED 渗透方兴未艾，产能释放为长信再添增长动能 .....	14
可穿戴设备增长强劲，iWatch 独占智能手表市场霸主地位 .....	14
独供 iWatch 柔性 OLED 触显模组，产能释放为长信注入强劲增长动能 .....	14
智能手机面板升级推动中国 OLED 扩产，面板厂业务外包或为新机遇 .....	16
盈利预测与投资建议 .....	17
盈利预测：预计 19/20/21 年 EPS 为 0.39/0.53/0.65 元 .....	17
投资建议：目标价 10.07~10.60 元，首次覆盖给予买入评级 .....	19
风险提示 .....	19
PE/PB - Bands .....	19

## 核心推荐逻辑及区别市场的观点

长信科技成立于2000年，是我国重要的触控显示关键器件生产商。凭借多年技术积累，长信在触控显示行业积累了丰富的生产经验和充足的人才储备，生产规模也已达到行业领先，为公司构建了有效的技术、人才、资金、客户及规模护城河。长信科技当前股价交易在14倍2020年一致预期市盈率，低于可比公司平均估值，我们认为市场或低估了在长信作为减薄及触显模组双料龙头的增长潜能，主要增长潜能来自于以下几个方面：

**LCD 产能持续向中国转移位长信带来减薄及触控贴合业务增量：**凭借多年技术积累长信已实现触显贴合全产业链布局，面板减薄实力居国内前列，并为HOVM提供高端机种触控模组。随着消费电子产业链不断深耕中国地区，以京东方为首的大陆面板厂商加速国内产线扩张。Witsview数据显示中国大陆已成为全球LCD产能中心，2Q19产能占全球41%。作为全球减薄和高端触显模组的双料龙头，我们认为在中国抢占全球LCD中心之际，消费电子轻薄、大屏发展方向将为长信减薄、触控显示贴合业务带来显著增量。

**车载显示前瞻布局卡位技术风口，客户资源拓展加速车载显示收入增长：**长信在车载显示模组领域布局较早，通过卡位行业技术风口独供比亚迪唐、宋、秦等热销车型车载显示模组，并与国际新能源汽车巨头T进行研发合作，为其旗舰S、X车型提供中控屏模组。智能驾驶兴起之际，用户对于汽车人机交互功能需求提升，车载显示加速向触控高清、大屏多屏趋势发展，且车载显示对产品质量要求更高。Global Market Insights预计2025年全球汽车显示屏市场规模将达到300亿美元（20-25年CAGR：12%），而我们认为随着客户资源拓展带来业务增量，长信有望实现优于行业的收入增长。

**独供iWatch柔性OLED触控显示模组，积极扩产把握可穿戴设备发展契机：**根据IDC数据，2019年全球可穿戴设备将同比增长29.4%至2.23亿，其中41%为智能手表；据Strategy Analytics最新数据，3Q19全球智能手表出货量同比增长42%至1420万只，其中iWatch市占率高达47.9%，独占霸主地位。凭借在LCD触显领域的技术积累和产业链优势，长信已实现硬屏OLED显示模组批量出货，在三星、华为等可穿戴设备中已用应用，公司独供华为GT2可穿戴显示模组，小天才Z系列可穿戴显示模组；同时，长信协同日系高端OLED面板供应商加快柔性OLED触控显示模组产线建设，成为iWatch柔性OLED触控显示独家供应商。我们认为在可穿戴市场蓬勃发展之际，柔性OLED产能释放将为长信注入强劲增长动力。

**柔性OLED触控Sensor已获认证，中长期OLED面板厂外包或为发展新机遇：**此外，为把握智能手机柔性OLED需求增长机遇，长信积极开发柔性OLED配套的柔性触控Sensor产品，目前已经研制出搭载柔性OLED显示屏上可折叠20万次的柔性触控sensor，并已通过国内和国际大客户的认证审核，即将进入量产阶段。作为全球唯一能够联合提供TFT、硬屏OLED、柔性OLED可穿戴模组的专业生产企业，我们看好长信在可穿戴设备需求放量OLED模组加速渗透、以及智能手机柔性面板需求提升带来的增长潜能。另一方面，在行业发展不断向精细化分工格局演进的情况下，OLED面板厂商或通过外包显示模组以提高其自身生产运营效率，这将为以长信带来新的发展契机。

长信科技是全球唯一能够联合提供TFT、硬屏/柔性OLED触显模组的专业生产企业，我们看好其在消费电子持续向轻薄大屏方向发展、中国抢占世界LCD产能中心、可穿戴设备OLED触控模组及车载显示加速渗透机遇中的增长潜能。我们参考可比公司20年平均PE 19.6倍，给予19~20倍PE，得到目标价10.07~10.60元，首次覆盖给予买入评级。

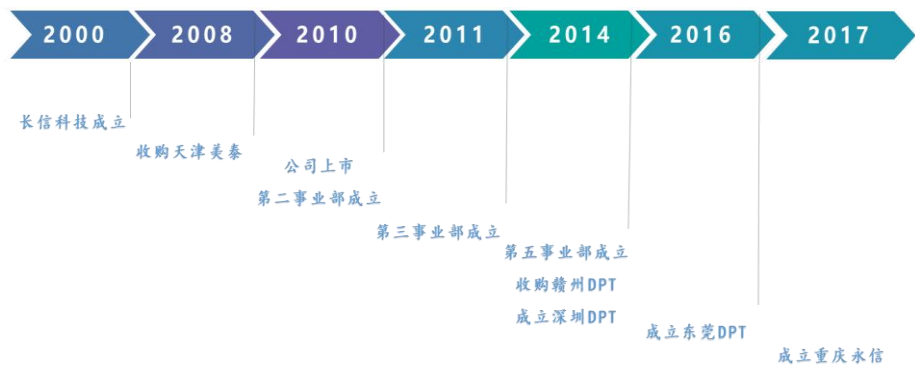
## 公司概况：全球触控显示龙头，触显产业链业务全面开花

### 发展历史：内生增长+外延并购双管齐下，打造触控显示一体化业务链条

长信科技（前身为长信薄膜科技）成立于2000年，是我国重要的触控显示关键器件生产商，从事显示器件材料及模组的研究、生产和销售，在触控显示一体化、TFT 面板减薄、ITO 导电玻璃领域居行业龙头地位，产品广泛应用于触控显示领域、车载智能网联领域。

长信以真空镀膜起家，不断通过内生增长和外延并购相结合的方式，逐步向触控显示一体化高端制造产业链拓展。2010-11年，公司利用IPO募集资金先后建设了高端ITO导电玻璃项目和电容式触摸屏项目，并切入轻薄化显示屏化学减薄领域。2014年，依托触控Sensor的坚实基础，公司通过新设车载工控事业部进入中大尺寸车载触控显示屏领域，同时收购赣州德普特涉足触控模组、并由赣州德普特收购南泰电子，以此为基础新设深圳德普特拓展中小尺寸显示屏模组业务，成功打通触控显示产业链。至今，长信已形成了从导电玻璃、触控玻璃、减薄加工、触控模组、显示模组、触控显示一体化全贴合、显示模组和盖板玻璃全贴合的业务链条，并与下游客户JDI、京东方、SHARP、天马及终端品牌华为、小米、OPPO均形成了长期稳定合作关系。

图表1：长信科技发展历程



资料来源：公司宣讲材料，华泰证券研究所

图表2：长信科技主要业务介绍

业务	介绍
中小尺寸触控显示一体化业务板块	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 高端LCD手机全面屏触控显示模组业务，客户包括华为、OPPO、VIVO、小米、SHAR等，覆盖产品包括华为高端LCD屏P系列、M系列和终端荣耀系列等手机模组，OPPO、VIVO、小米高端机种A系列、Y系列、NOTE系列手机模组</li> <li>2. 可穿戴显示模组，客户包括国际前五大智能可穿戴终端客户如Samsung、Fitbit、华为、华米等</li> <li>3. 柔性OLED智能穿戴业务，通过在LCD全面屏模组领域的积累，按照终端客户北美电子消费巨头的既定进度，协同日系高端OLED面板供应商加快OLED可穿戴显示模组产线建设，目前第二条产线已建成</li> </ol>
中大尺寸触控显示一体化	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 业务涵盖车载Sensor、车载触控模组、车载触控改版、车载触显一体化模组，客户覆盖日系、欧系、美系、德系品牌车商，特别是中大尺寸车载中控屏模组在国际、国内高端新能源智能电动车客户供应链中占据重要位置</li> <li>2. 利用手机模组所确定的技术优势，为联想、华硕、华为提供高端Notebook、Pad模组及其全贴合业务，独供华为最新款Matebook Xpro和Matebook 14笔记本模组产品</li> </ol>
TFT面板减薄业务	凭借技术和规模优势稳居国内减薄行业首位，特有的功能镀膜技术保证了对高端客户的黏性
ITO导电玻璃	公司的传统业务，产品通用性好，库存风险低，连续多年保持行业市占率、产销规模、盈利能力首位

资料来源：公司2019年年报，华泰证券研究所

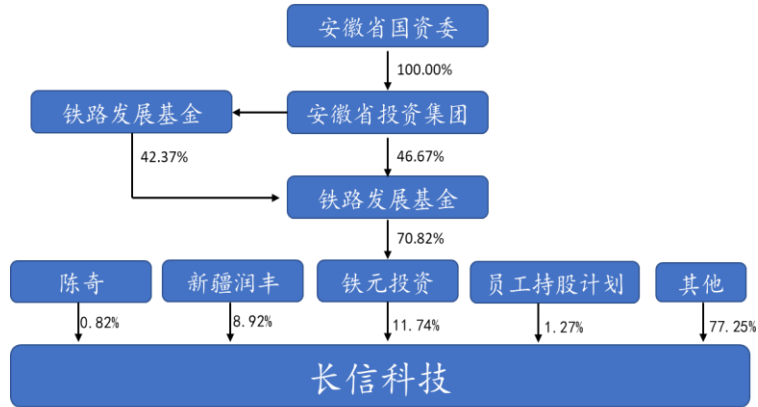
### 股权结构：三级国资背景的铁元投资为第一大股东

**铁元投资为第一大股东。**根据公司年报，2018年10月25日，公司股东新疆润丰及赣州德普特投资将其分别持有的10.00%和1.81%股权转让给三级国资背景的芜湖铁元投资，且新疆润丰将其所持有的5%表决权委托给铁元投资行使。截至2018年末，铁元投资合计持有长信11.81%股外加5%股份对应的表决权，为长信第一大股东。



此外，公司于2018年实施了第二期员工持股计划，以期提升公司员工工作积极性，实现股东、管理层和员工利益统一。本次员工持股计划参与对象包括13名公司董事、高级管理人员及公司及附属子公司中层以上管理人员及骨干员工。根据公司年报，截至2018年末，公司第二期员工持股计划持股比例占公司总股本的1.28%（成交均价6.63元/股）。

**图表3：长信科技股权结构图（截至2019年9月）**



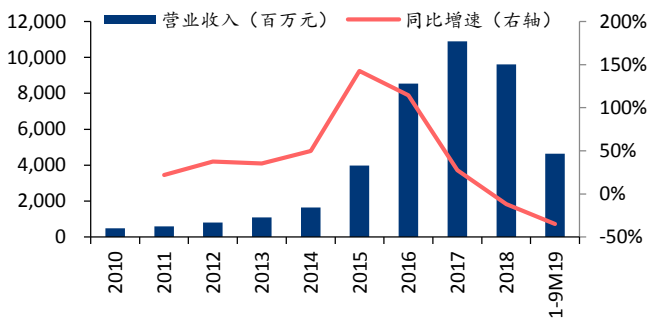
资料来源：公司季报，华泰证券研究所

**财务表现：归母净利润增长稳健，产业链东移提升中国地区收入**

公司自2014年涉足中小尺寸触控显示一体化业务后，营收规模显著提升。根据公司年报，2018年营业收入同比下降11.7%至96.15亿元，因公司调整了中小尺寸触控显示业务的结算方式，由过去的Buy and Sell逐步向Buy and Sell和纯加工模式转换。2018年长信归母净利润同比增长30.8%至7.12亿元，剔除因参股公司深圳比克动力2017年末业绩承诺，相应计提长期股权投资减值损失2.62亿元因素，公司2018年扣非净利润同比增长27.3%至6.49亿元。

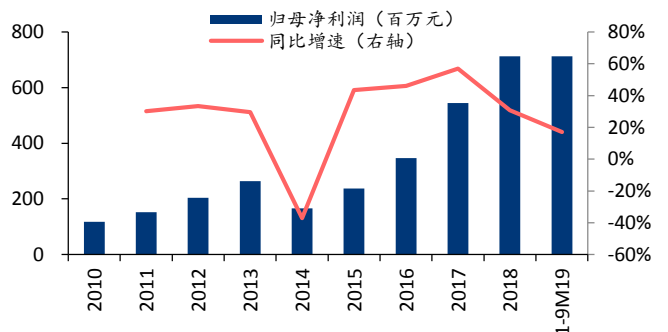
根据公司季报，受业务结算方式转换影响，1-9M19公司营业收入同比下降34.9%至46.44亿元，但归母净利润和扣非归母净利润分别同比增长17.1%和19.6%至7.12亿元和6.96亿元，可见业务结算方式调整并不影响长信的盈利能力。

**图表4：长信营业收入及同比增速**



资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

**图表5：长信归母净利润及同比增速**

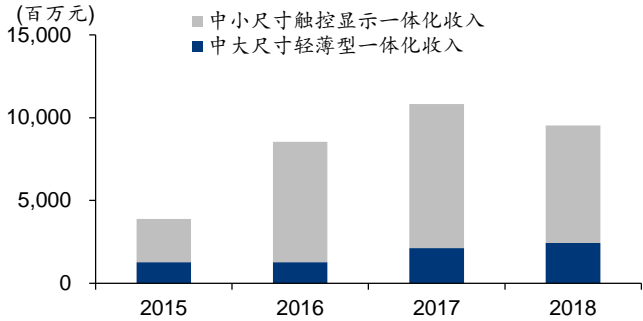


资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

**业务结算模式调整致收入下滑，但不影响盈利能力。**根据公司年报，2018年中大尺寸轻薄型一体化业务收入同比增长13.7%至24.24亿元，贡献当期收入的26%，主要由于全球产能向中国转移，客户订单增加所致；中小尺寸触控显示一体化业务收入同比下降18.2%至71.15亿元，贡献当期收入的73.2%，主因公司将业务结算模式有Buy and Sell逐步向Buy and Sell和纯加工模式并行切换，对该业务盈利能力无负面影响。

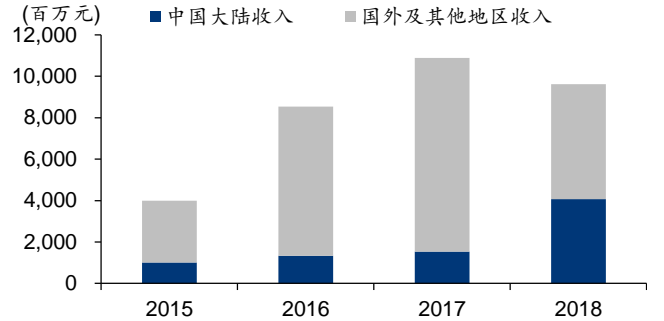
**下游产业链东移提升中国地区收入。**受下游产业分部影响，公司过去几年对海外地区客户提供的产品及服务较多，2015/2016/2017年海外及其他地区收入占总收入比例为74.5%/84.3%/85.8%。但随着下游产业链不断向中国地区转移，长信收入结构发生相应调整。2018年，公司中国大陆地区收入同比增长163.6%至40.67亿元，占收入的42.3%。

**图表6：长信营业收入按业务分布**



资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

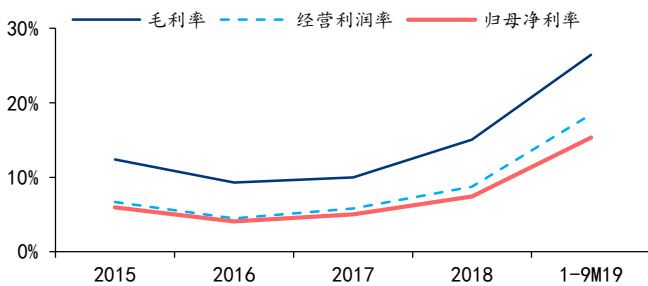
**图表7：长信营业收入按地区分布**



资料来源：公司年报，Wind，华泰证券研究所

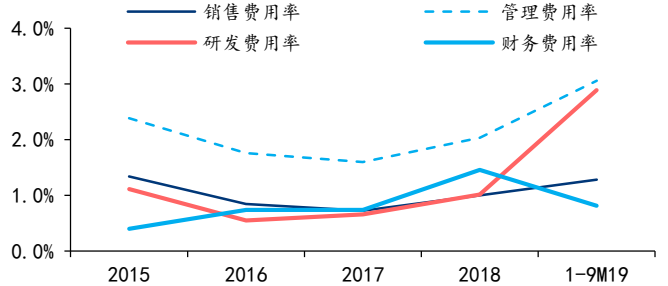
**工艺优化、效率提升改善公司盈利能力。**受业务结算模式改变影响，1-9M19长信毛利率同比提升10.8pt至26.4%，经营利润率和归母净利率分别同比增加8.0pct和6.8pct至18.4%和15.3%。由于业务结算方式转变导致公司收入同比下降，1-9M19长信期间费用率同比增长2.7pct至8.0%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为1.3%、3.1%、2.9%、0.8%；但随着公司研发投入增加，1-9M19公司研发费用同比增长97.5%至1.34亿元。

**图表8：长信利润率情况**



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

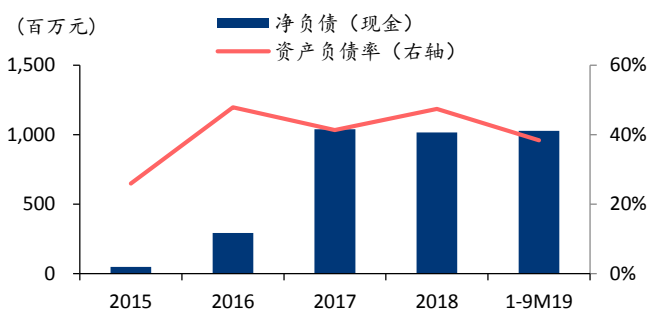
**图表9：长信营业期间费用率**



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

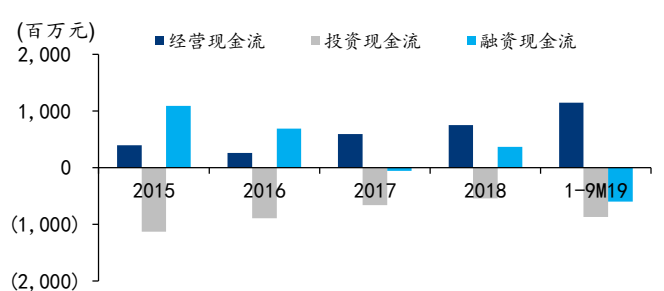
根据公司年报，2018年净负债为10.17亿元，资产负债率低于50%；截止2019年9月末，长信净负债为10.27亿元，资产负债率下降将至38%，表明公司资产负债结构健康。现金流方面，随着公司产线项目逐渐投产、业务规模扩大、盈利能力提升，1-9M19年长信经营性现金流入达11.5亿元，远高于同期公司投资性现金流出(8.7亿元)，表明公司经营所需现金已进入自给自足的良性发展阶段。

**图表10：长信净负债及资产负债率**



资料来源：公司年报及季报，Wind，华泰证券研究所

**图表11：长信现金流**



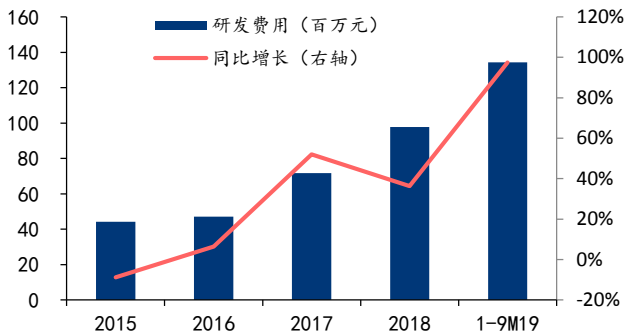
资料来源：公司年报及季报，Wind，华泰证券研究所

**竞争优势：技术、人才、资金、规模、客户五大壁垒构筑行业护城河**

长信不断加大研发投入以加强技术储备优化核心技术。根据公司季报，1-9M19长信研发费用同比增长97.5%至1.34亿元，占当期收入的2.9%。至今，长信已掌握了大面积真空平面磁控溅射技术、大型真空磁控溅射镀膜设备研制技术、大面积多层光学薄膜制备技术、柔性OLED可穿戴模组封装技术、5G条件下手机模组封装等核心技术。公司中报显示，截至2019年6月末，长信已获得授权且处于专利维护状态的发明专利20余项，实用新型专利100余项。

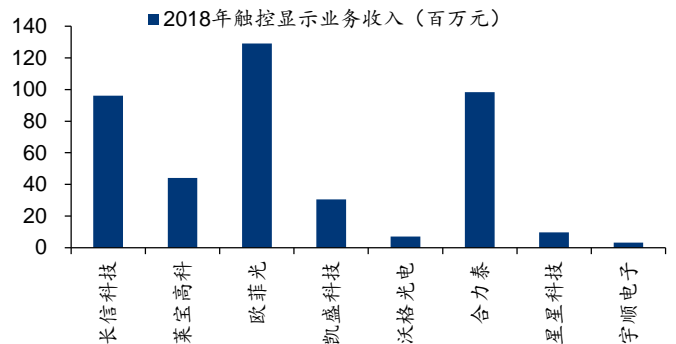
**规模化生产及高客户黏性保障原材料及订单持续性。**由于消费电子产业链产品更新迭代快、下游客户议价能力较强，因而需要产业链供应商保证规模化生产提高对原材料供应商的议价能力，同时降低企业期间费用和固定成本分摊，进而提升盈利水平。另一方面，由于下游客户对供应商选择较为谨慎、认证周期长，通常企业在保持持续稳定供货能力的前提下，一旦进入客户供应链体系便能够保证较为稳定的订单增长。长信作为我国起步较早的触控显示一体化生产商，企业生产规模显著高于同行，且已经与下游知名智能终端品牌华为、OPPO、VIVO、小米形成稳定的合作关系，构建了较高的规模及客户资源壁垒。

图表12：长信研发费用逐年上升



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13：可比公司2018年触控显示相关业务收入对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**触控显示生产对工艺流程、人才积累及资金投入提出较高要求。**公司所从事的触控显示关键器件生产工艺较为复杂，需要掌握蚀刻、贴合、切割、邦定等多个工艺流程，并且触控显示关键器件的生产需要大量的自动化设备和工艺技能较高的工人才能胜任复杂工序，对企业技术、人才积累提出较高要求。根据公司2019可转债募集说明书披露，建设触控显示关键器件无尘车间需要数千万元投入，而建设一条完整的触摸屏生产线需要数亿元投入。

长信成立至今已有19年历史，在触控显示行业积累了丰富的生产经验和充足的人才储备，生产规模也已达行业领先，为公司构建了有效的技术、人才、资金、客户及规模护城河。

图表14：长信下游及终端品牌客户概览



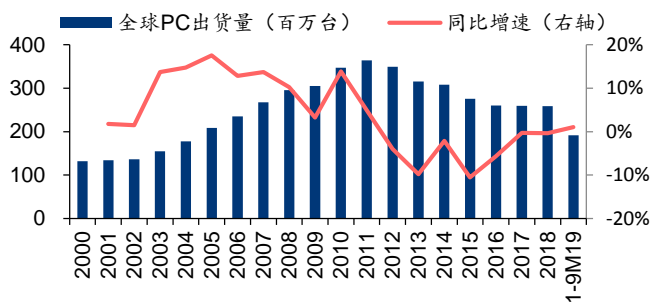
资料来源：公司宣讲材料，华泰证券研究所

## 本土面板大厂坚定扩产，减薄及触显贴合主业订单水涨船高 消费电子“轻薄化+全面屏”趋势下，触控面板减薄需求提升

**全球 PC 市场出货量止跌企稳。**根据 IDC 数据，2011 年全球 PC 出货量曾达到历史最高 3.64 亿台，随着移动互联网时代的到来，全球 PC 出货量呈现同比下降趋势，2018 年全球 PC 出货量同比下降 0.4% 至 2.59 亿台。受 Windows 服务更新驱动，2019 年全球 PC 出货量止跌企稳，1-9M19 全球 PC 出货量同比增长 1.1% 至 1.92 亿台。

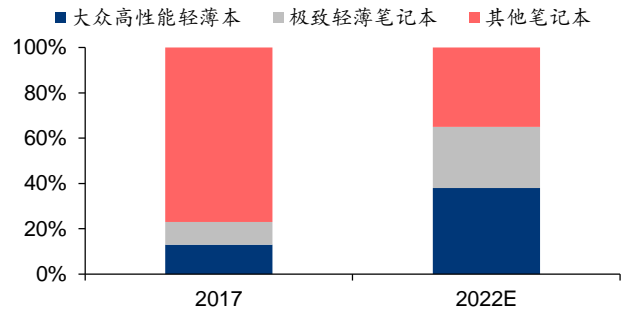
**轻薄化仍然为笔记本重要发展方向，渗透率有望不断提升。**尽管如此，作为移动便携式电子设备，轻薄型笔记本仍然是用户最为关注的产品。根据 Trendforce 调研，2019 年笔记本电脑关注度中轻薄本的关注占比为 34.6%，位列第一；而根据 IDC 数据，2022 年大众高性能轻薄本(机身厚度介于 15-35mm 之间)、极致超薄笔记本(机身厚度小于 15mm)渗透率将从 2017 年的 13%、10% 增加到 38%、27%。根据 2019 年 6 月 IHS Markit 发布的报告，2019 年全球笔记本电脑显示屏出货量中，超薄显示器(厚度小于 3mm)占比将达到 77%。

图表 15: 全球 PC 出货量自 2011 年起同比下降，2019 年止跌企稳



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

图表 16: 以中国市场为例，轻薄型笔记本渗透率将不断增加

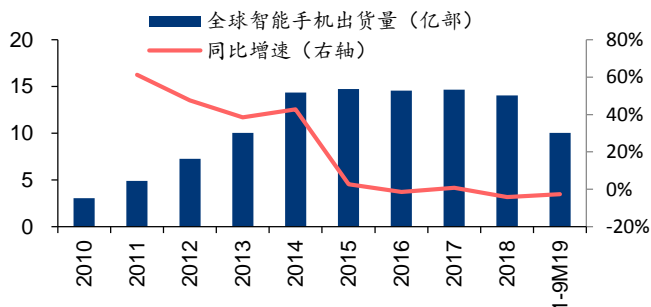


资料来源: IDC, 华泰证券研究所

随着用户对消费电子产品便携式的需求不断提升，“轻薄+全面屏”已经成为智能手机必要的发展方向。2007 年，苹果发布 3.5 英寸全触控屏幕的初代 iPhone 重新定义智能手机；2012 年，OPPO 推出 4.3 英寸、机身厚度为 6.65mm 的 Finder 开启智能手机超薄时代；2016 年，小米发布第一款 6.4 英寸的全面屏手机 MIX 将智能手机创新引入全面屏时代。

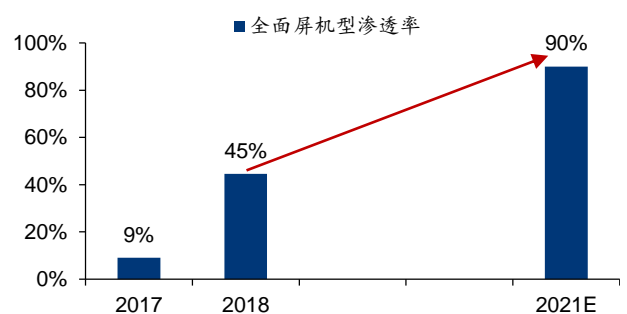
根据 IDC 数据，2018 年全球智能手机出货量同比下降 4.1% 至 14.0 亿部，1-9M19 同比下降 2.6% 至 10.0 亿部。尽管全球智能手机整体需求仍然疲弱，但智能手机终端应用向轻薄、全面屏发展的趋势仍然非常显著。根据 WitsView 数据，2017 年全球智能手机市场全面屏机型渗透率约为 9%，2018 年达到 44.6%，2021 年有望突破 90%。智能手机全面屏的普及有望为面板厂商及上游供应商带来业务增量。另一方面，由于触控式消费电子产品在内存、配件等升级以及电池扩容会增加机身厚度，故厂商纷纷选择减薄面板以满足用户对于设备便携化的需求，由此也带动了面板产业链减薄业务的发展空间。

图表 17: 全球智能手机出货量



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

图表 18: 全球智能手机全面屏渗透率



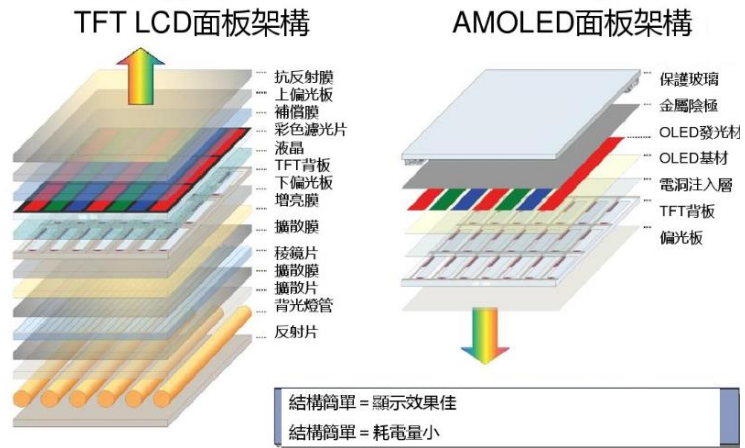
资料来源: WitsView, 华泰证券研究所



**TFT-LCD 为 主流 面板 应用，国内 厂商 扩产 加速 全球 LCD 产能 向 中国 转移**

移动互联网时代，显示器件承载着信息传输的重要使命，而加入触控功能的触控显示器件成为人机交互的关键媒介，在智能手机、笔记本电脑、可穿戴设备、车载显示等领域应用广泛。显示面板包括 LCD（液晶显示器）和 OLED（有机发光显示器）两大类，目前主流显示面板为 TFT-LCD（薄膜晶体管液晶显示器）和 AMOLED（有源矩阵式 OLED）两种。TFT-LCD 是有源矩阵 LCD 的一种，通过在液晶背部设置特殊光管主动控制值屏幕上的独立像素，将屏幕反应时间压缩至 80ms（低于 STN 的 200ms），并呈现更高色彩饱和度，在电视及中小尺寸显示设备中有广泛应用；AMOLED 作为主动式 OLED，具有更轻薄、反应速度更快、对比度更高等特点，符合消费电子便携式发展需求，但成本也相对较高。

**图表19： TFT-LCD 与 AMOLED 面板架构对比**

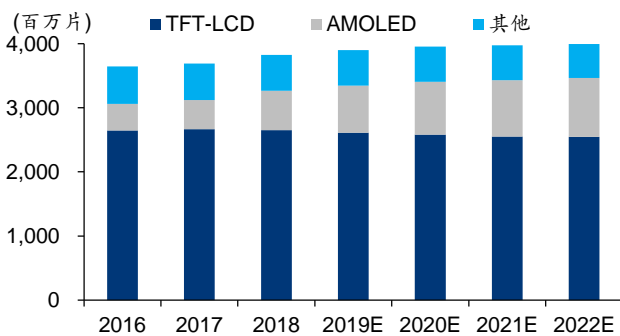


资料来源：中国电子网，华泰证券研究所

**全球 TFT-LCD 需求稳定，仍为 主流 面板 应用。**根据 IHS Markit 数据，2018 年全球显示面板出货量同比增长 3.7%至 38.3 亿片，其中 TFT-LCD 和 AMOLED 出货量分别占全球出货量的 69%和 16%。IHS Markit 预计 2022 年全球显示面板出货量将达到 40.0 亿片，对应 19-22 年复合增速为 1.1%，其中 TFT-LCD 仍为 主流 应用，渗透率维持在 64%以上。

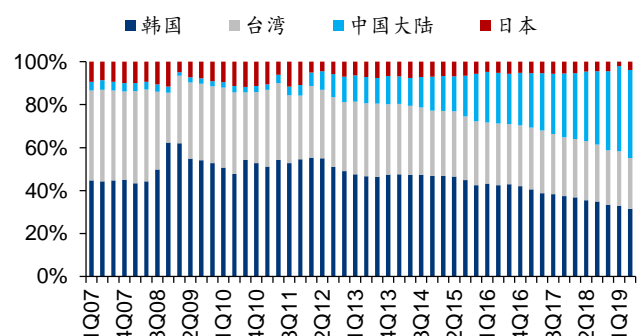
**国内 面板 厂商 持续 扩产，中国 地区 成为 全球 LCD 产能 中心。**根据 WitsView 数据，2010 年中国大陆 TFT-LCD 产能仅占全球产能的 3%，而从 2011 年起，随着消费电子产业链不断向中国地区转移，以京东方为首的国内面板厂商开始加大面板产能投资，全球 TFT-LCD 面板产能由此呈现明显的东移趋势。自 4Q18 起，中国大陆已成为全球 TFT-LCD 产能最大的地区。2Q19 中国大陆 TFT-LCD 产能占全球产能比例达到 41%，高于韩国（31%）和日本（24%），产能转移主要是因为对于终端品牌客户而言，选择国产本土供应商一方面能够降低原材料成本，另一方面则能够受益于距离优势享受深度合作、更快响应的服务。

**图表20： 全球显示面板出货量**



资料来源：IHS Markit，华兴源创招股说明书，华泰证券研究所

**图表21： 全球 TFT-LCD 面板产能分布**

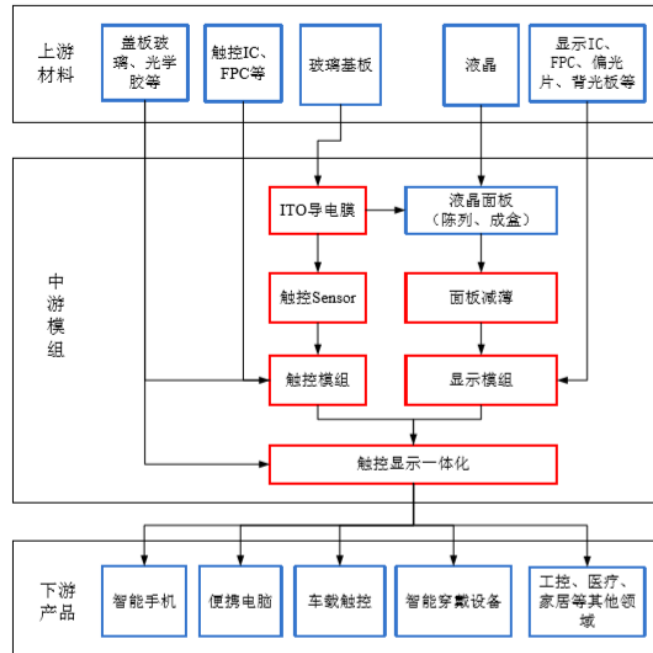


资料来源：WitsView，华泰证券研究所

**全球减薄及触控显示双料龙头，LCD 产能持续向中国转移带来业务增量**

凭借多年来在触控显示的积累，长信在立足 ITO 导电玻璃的基础上，形成了 LCD 业务领域从 ITO 导电玻璃、触控显示、面板减薄加工到触控模组、显示模组，再到触控显示一体化全贴合、显示模组和盖板玻璃全贴合的业务链条，用于智能手机、便携电脑、车载触控、智能穿戴设备、工控、医疗、家居等领域。根据公司中报披露，长信 ITO 导电玻璃业务占据行业高端市场，连续多年保持行业市占率、产销规模、盈利能力首位，在 TFT-LCD 面板减薄领域的业务实力已居国内前列。

图表22：长信科技 LCD 业务内容及上下游概览



资料来源：2019 年创业板可转债募集说明书，华泰证券研究所

ITO 导电玻璃是触控显示器件的关键基础材料，指通过在钠钙基或硅硼基基片玻璃上利用磁控溅射法镀一层氧化铟锡膜加工制成透明导电玻璃，然后通过蚀刻方法将 ITO 导电层蚀刻出多个区块或纹路，用黄光蚀刻对 ITO 导电玻璃进一步加工形成触控 Sensor，并与控制 IC、柔性电路板等元器件通过邦定、贴合等工艺进行组装，制成触控模组。TFT-LCD 面板减薄指在平板显示面板制程完成后，用化学蚀刻或物理研磨方法对显示面板进行减薄，达到显示屏轻薄化的要求，以实现更清晰的画质；而显示面板经减薄、研磨、抛光、切割等加工后，可与触控模组、偏光片、玻璃盖板等通过切割、偏光片贴附、邦定、贴合等工艺进行组装，形成具备触控和显示功能的触控显示一体化模组。

图表23：长信 LCD 业务内容及原理介绍

业务名称	工艺原理
ITO 导电玻璃	在显示模组和触控器件中，需要在玻璃或其他基材表面上镀一层透明的金属导电物质作为电极材料以传递电信号；ITO 导电玻璃是在钠钙基或硅硼基基片玻璃的基础上，利用磁控溅射的方法镀上一层氧化铟锡膜加工制作成的一种透明导电玻璃，是触控显示器件的关键基础材料。
触控 Sensor	触控感应器是电容式触控屏的电信号功能层，即在 ITO 导电玻璃的基础上，通过蚀刻方法将 ITO 导电层蚀刻出多个区块或纹路，然后通过黄光蚀刻对 ITO 导电玻璃进一步加工，形成触控 Sensor，作为生产触控模组的原材料
触控模组	在触控 Sensor 基础上，进一步与控制 IC、柔性电路板等元器件通过邦定、贴合等工艺进行组装，制成触控模组。
TFT 面板减薄	在平板显示面板制程完成后，用化学蚀刻或物理研磨方法对显示面板进行减薄，达到显示屏轻薄化的要求，以实现更清晰的画质；显示面板经减薄、研磨、抛光、切割等加工后可进一步用于制作显示模组或触控显示一体化产品。公司同时拥有化学蚀刻和物理研磨两种减薄技术，能够提供大、中、小尺寸面板减薄加工服务无，减薄厚度可减至 0.1mm。
触显一体化模组	将触控模组、显示面板、偏光片、玻璃盖板等通过切割、偏光片贴附、邦定、贴合等工艺进行组装，形成具备触控和显示功能的触控显示一体化模组

资料来源：公司中报，华泰证券研究所

根据公司中报披露，在高端 LCD 手机全面屏触控显示模组业务领域，长信在已覆盖了包括华为、OPPO、VIVO、小米、SHARP 等在内的国际知名品牌客户，所涉及产品包括华为高端 P 系列、M 系列和荣耀系列等手机模组，以及 OPPO、VIVO、小米品牌 A 系列、Y 系列、NOTE 系列高端机种手机模组。此外，利用在手机模组领域所积累的技术优势，长信还为国内外知名消费电子客户将触控显示业务拓展至电脑领域，为联想、华硕、华为提供高端 Notebook、Pad 模组及其全贴合业务，其中华为最新款 Matebook XPro 和 Matebook 14 笔记本模组产品为长信独家供应。

根据 IDC 数据，长信手机显示模组核心客户华为、OPPO、小米 3Q19 单季度在全球智能手机市场占有率分别达到 18.6%、8.7%、9.1%，且国产品牌在全球智能手机市场占有率仍在不断提升。笔记本电脑模组核心客户联想 3Q19 在全球笔记本电脑市场中市占率为 24.6%，居龙头地位；华为虽然目前尚未跻身全球 PC 市场前五大厂商，但据中关村在线讯，2019 年 4 月 30 日华为 Matebook 14 在上市后 1 分钟销售额破千万，京东 618 期间华为 Matebook 14 再次全线断货，销售行情火热。

考虑到长信消费电子 LCD 触控业务核心客户如华为、OPPO、小米、联想等市占率领先，消费电子产品不断向轻薄、大屏等方向发展，我们认为长信作为全球减薄及触控双料龙头，将显著受益于全球 LCD 产能转移所带来的订单增量，并凭借其行业领先的技术实力及优质且稳定的下游客户资源实现强劲增长。

图表24：长信高端 LCD 手机全面屏触控显示模组业务覆盖产品



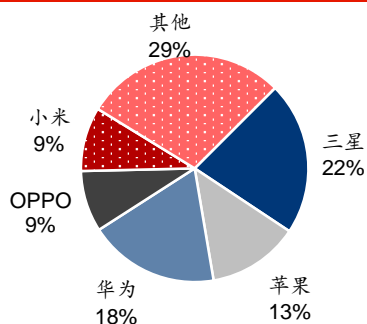
资料来源：公司中报，华泰证券研究所

图表25：长信独供华为 Matebook XPro 和 Matebook 14 笔记本模组



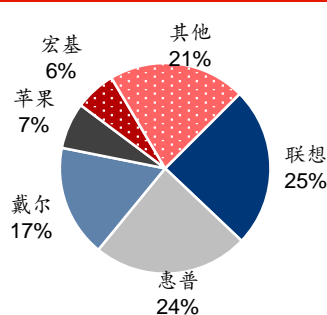
资料来源：华为官网，华泰证券研究所

图表26：全球智能手机出货量市占率分布（3Q19 单季）



资料来源：IDC，华泰证券研究所

图表27：全球 PC 出货量市占率分布（3Q19 单季）



资料来源：IDC，华泰证券研究所

## 智能驾驶加速车载显示渗透，卡位技术风口把握增长契机

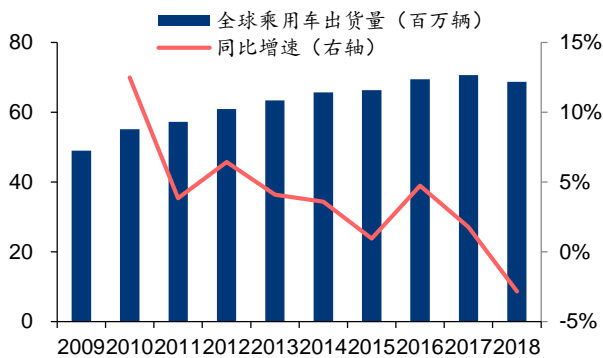
### 智能驾驶兴起，车载显示市场规模不断扩大

随着科技时代智能驾驶的发展，消费者对于汽车智能化的需求也在不断提升，车载显示屏便是实现这一人机交互功能的重要窗口，用于车载导航系统、控制面板、后座视频播放等等。根据 IHS Markit 数据，2009 年全球车载面板出货量仅有 0.18 亿片，而至 2018 年，全球车载显示面板出货量已达到 1.62 亿片，同比增长 9.4%，对应 2010-2018 年复合增速高达 27.6%。并且，中控显示面板已成为车载面板中最重要的应用，2018 年中控显示面板出货量占比为 48%，仪表盘显示次之（38%）。

受宏观经济疲弱影响，根据 Wind 数据，2018 年全球乘用车销量同比下降 2.8%，且疲弱趋势持续，但随着用户对于屏幕交互要求提高，车载显示也在向着触控、高清、大屏、多屏等趋势发展。

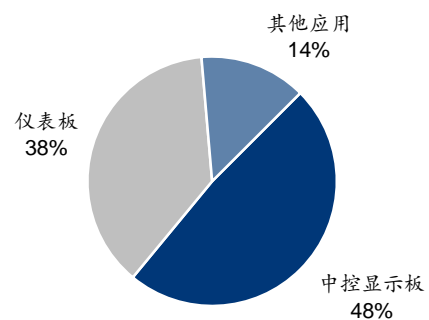
虽然车载显示面板出货量不及手机面板出货量的 10%，但由于车载面板产品质量要求高、相应单价也高，目前车载显示面板市场规模仅次于手机显示面板市场。Global Market Insights 预计 2019 年全球汽车显示屏市场规模约为 150 亿美元，2025 年有望增长至 300 亿美元，对应 2020-2025 年年复合增速达到 12%。

图表28： 2018 年全球乘用车销量同比下降 2.8%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 2018 年全球车载显示按产品分布



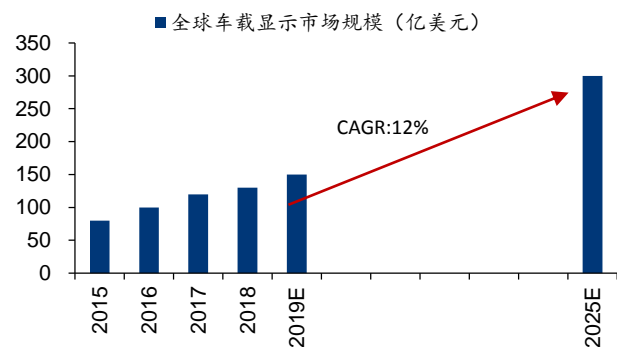
资料来源：IHS Markit，华泰证券研究所

图表30： 车载显示向着大屏、多屏、高清方向发展



资料来源：搜狐汽车网，华泰证券研究所

图表31： 2020-2025 全球汽车显示屏市场规模年复合增速为 12%



资料来源：Global Market Insights，亚洲新能源汽车网，华泰证券研究所



**前瞻卡位技术风口进入热销车型独供体系，渗透加速或带来业务增量**

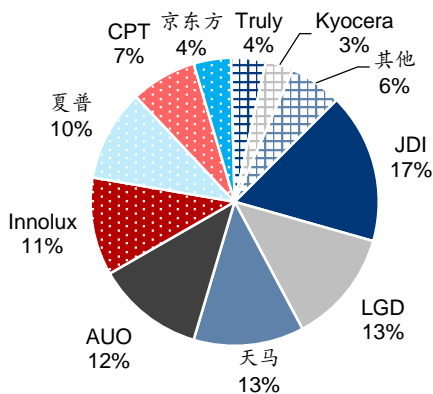
长信在车载显示面板领域早有布局，如今已覆盖了车载 Sensor、车载触控模组、车载盖板、车载触显一体化模组等产品，在国内新能源领军车企比亚迪供应链中占据重要地位，独供比亚迪唐、宋、秦等热销车型；同时也通过国际知名 Tier1 汽车供应商阿尔派、伟世通、哈曼、大陆电子和夏普等进入大众汽车、福特、菲亚特插在供应链体系。

与此同时，随着我国不断放宽对汽车产业外商投资的股比限制，特斯拉等外资厂商开始加大在华地区的投资建设。2019年，特斯拉超级工厂在上海投建，规划25万辆年产能。长信作为我国触控显示一体化全产业链布局的领军企业，有望受益于地域优势切入外商汽车触控显示屏供应链。根据公司中报披露，长信近年来积极与国际新能源汽车巨头T进行研发合作，并为其旗舰S、X车型提供中控屏模组。

根据 IHS Markit 数据，2018 年全球车载显示面板市场中，JDI 市占率为 16.9%，排名第一；天马市占率为 12.4%，排名第三，同时也是中国最大的 TFT 车载面板厂商；夏普市占率为 10.3%，排名第六；京东方市占率为 4.2%，首次进入全球车载显示面板前十名，排名第八。根据公司 2019 年可转债募集说明书披露，车载显示面板 Japan Display(JDI)、京东方、夏普、天马均为公司重要客户。

我们认为，长信有望凭借其在 Sensor、车载触控模组、车载盖板、车载触控显示一体化模组领域的积累，丰富的客户资源及长期稳定的客户关系，深耕在优质客户端的车在触控显示市占率，跟随下游客户从全球车载显示面板市场需求放量中受益，为收入增长带来全新增量。

图表32：全球车载显示面板出货市占率（2018）



资料来源：IHS Markit，华泰证券研究所

图表33：长信车载显示屏业务覆盖客户

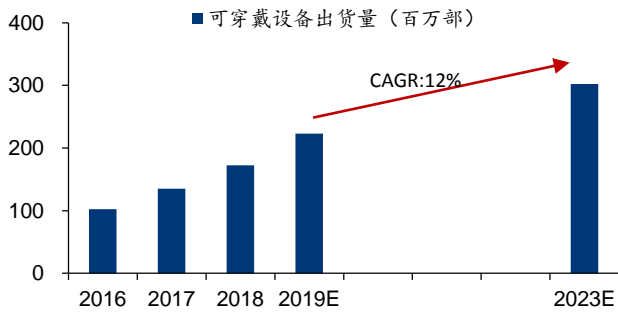


资料来源：公司宣讲材料、华泰证券研究所

## 柔性 OLED 渗透方兴未艾，产能释放为长信再添增长动能 可穿戴设备增长强劲，iWatch 独占智能手表市场霸主地位

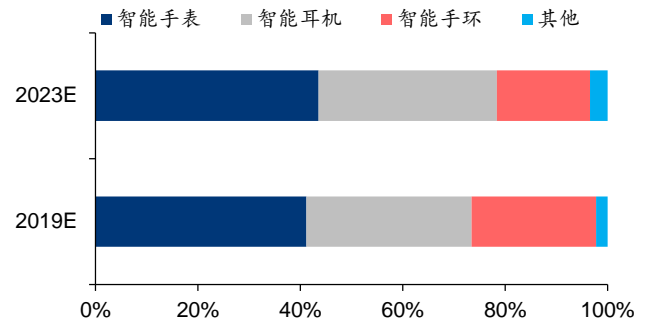
当智能手机成为生活标配，终端用户对设备全面智能化的需求随之提升，智能手表、智能手环、智能耳机等产品进入用户视野且迅速获得认可。根据 IDC 数据，2018 年全球可穿戴设备出货量同比增长 27.5% 至 1.72 亿部，IDC 预计 2019 年全球可穿戴设备出货量将同比增长 29.4% 至 2.23 亿部，其中智能手表和智能耳机将分别占据 41% 和 32% 的市场份额；2023 年全球可穿戴设备出货量将达到 3.02 亿部，对应 2019-2023 年复合增速为 11.9%，届时智能手表和智能耳机的市场份额将分别达到 44% 和 35%。

图表34：全球可穿戴设备出货量增长



资料来源：IDC，华泰证券研究所

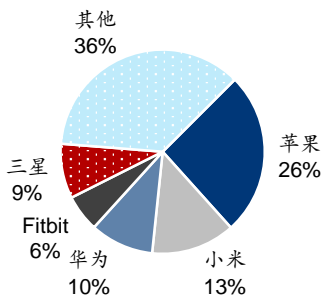
图表35：全球可穿戴设备按类型分布 (2019E)



资料来源：IDC，华泰证券研究所

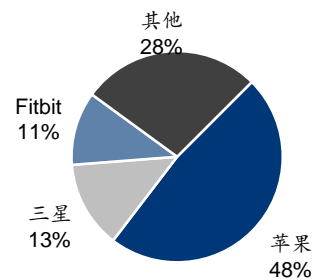
**苹果领跑全球可穿戴设备市场。**从季度出货量来看，根据 IDC 数据，1Q19 全球可穿戴设备出货量同比增长 55% 至 4960 万部，其中苹果、小米可穿戴设备出货量分别同比增长 49.5%、68.4% 至 1280 和 660 万部，市占率为 26%、13%，位列第一、第二。华为 1Q19 出货量为 500 万部，市占率 10%，排名第三，但同比增幅高达 282%，增势强劲。而在智能手表领域，根据 Strategy Analytics 最新数据，3Q19 单季度全球智能手表出货量同比增长 42% 至 1420 万只，其中苹果市占率高达 48%，居龙头地位，远高于三星 (13%) 和 Fitbit (11%)。

图表36：1Q19 苹果在全球可穿戴设备市场中市占率为 26%



资料来源：IDC，华泰证券研究所

图表37：3Q19 单季度苹果独占全球智能手表市场霸主地位



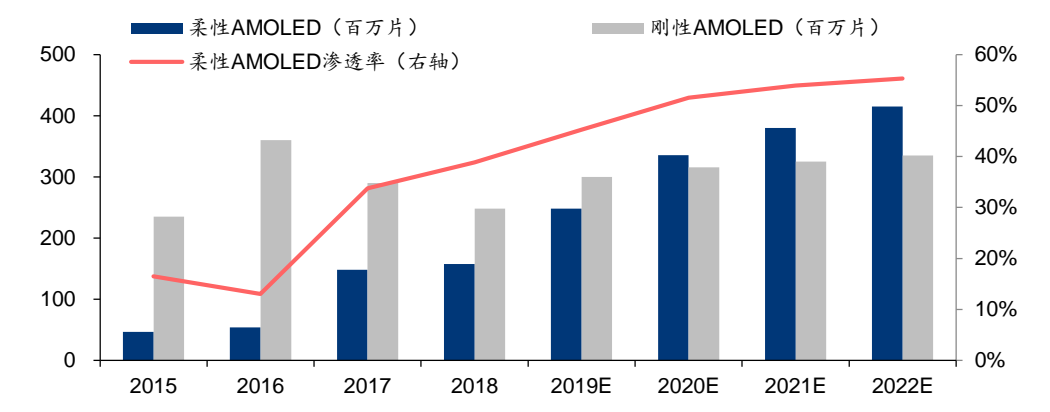
资料来源：Strategy Analytics，华泰证券研究所

## 独供 iWatch 柔性 OLED 触显模组，产能释放为长信注入强劲增长动能

**OLED 是可穿戴设备最佳选择。**相比于 LCD，OLED 屏幕具有超轻薄、色彩鲜艳、耐高低温性能高、刷新速度快、功耗低等特点。尽管受制于技术成熟度和成本压力，柔性 OLED 并未在笔记本电脑和智能手机得到广泛应用，但随着 OLED 生产工艺成熟良率提升带动成本下降，超轻薄及柔性显示的特点使得 OLED 成为可穿戴设备屏幕显示的最佳选择。目前，主流智能手表如苹果和三星的标杆智能手表、Moto360 智能手表、华为 watch、LGG watchR 智能手表、中兴 AXON WATCH 等均采取了 OLED 屏幕。

我们认为，以智能手表为首可穿戴设备行业需求放量有望为柔性 OLED 行业发展注入强劲增长动力。相比于硬屏 OLED，柔性 OLED 具有更轻薄、不易破碎、便于携带、可弯曲、可折叠的特点，更加符合可穿戴设备的发展方向。根据 IHS Markit 数据，2018 年全球柔性 AMOLED 出货量约为 1.58 亿片，2016-2018 年复合增速超过 50%；随着曲面屏手机、可折叠手机、可穿戴设备等搭载柔性 AMOLED 设备出货量不断增长，柔性 OLED 渗透率有望不断提升，2020 年全球柔性 AMOLED 出货量将首次超过刚性 AMOLED 出货量达到 3.36 亿片，占 AMOLED 面板出货总量的 51.5%，高于 2018 年的 38.9%。

图表38：全球柔性 AMOLED 出货量及渗透率



资料来源：IHS Markit, 华泰证券研究所

凭借在 LCD 触控显示领域的技术积累和产业链优势，长信推出的 OLED 触控显示模组已实现批量出货，为国际主要可穿戴设备终端客户（三星、Fitbit、华为、华米等）提供中高端可穿戴显示模组。根据调研反馈，公司独供华为 GT2 可穿戴显示模组，小天才 Z 系列可穿戴显示模组。同时，为应对下游客户快速增长的订单需求，长信积极进行 TFT 和硬屏 OLED 可穿戴显示模组产能，预计 2019 年底产能将从年初的 1.2KK/月提升至 3.0kk/月。

同时，公司协同日系高端 OLED 面板供应商成为 iWatch 柔性 OLED 独家供应商，正加速 OLED 可穿戴显示模组的产线建设。2019 年，公司在创业板公开发行可转债 12.3 亿，用于扩充可穿戴设备柔性 OLED 触控显示模组产能，主要用于满足 JDI 未来预计的采购计划，为北美消费电子巨头提供全球首家基于柔性 OLED 面板的可穿戴模组产品。根据建设规划，长信预计 2021 年柔性 OLED 显示模组产能将达到 2kk/月。

除此之外，为把握智能手机柔性 OLED 需求增长机遇，长信还积极开发柔性 OLED 配套的柔性触控 Sensor 产品。根据公司中报披露，长信目前已经研制出搭载柔性 OLED 显示屏上可折叠 20 万次的柔性触控 sensor，并已通过国内和国际大客户的认证审核，即将进入量产阶段。

图表39：长信为可穿戴终端客户提供中高端 OLED 显示模组



资料来源：公司中报，各公司官网，华泰证券研究所

图表40：可穿戴 OLED 显示模组扩产计划

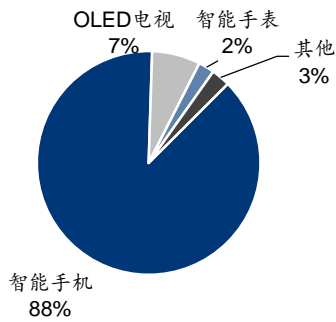


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**智能手机面板升级推动中国 OLED 扩产，面板厂业务外包或为新机遇**

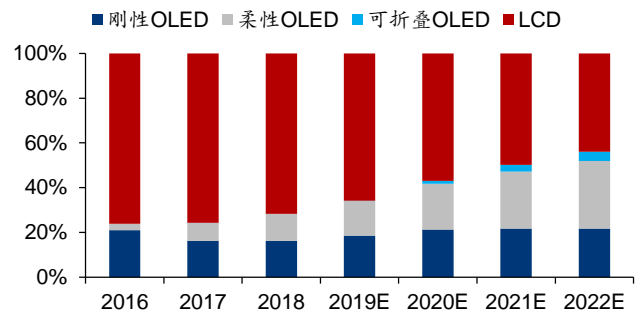
随着消费者对于智能手机轻薄、高清、大屏及屏下指纹等需求不断提升，全球主流智能手机厂商如三星、苹果、华为、OPPO、VIVO、小米等纷纷在旗舰机型中选用 OLED 面板，面板升级趋势十分明显。根据中国产信息网数据，2018 年 OLED 机种在全球智能手机市场渗透为 28.3%，其中刚性/柔性 OLED 渗透率分别为 16.3%/12.0%，预计至 2020 年全球 OLED 屏幕渗透率 56.1%，其中刚性/柔性 OLED 渗透率将分别达到 21.7%/30.2%。据速途研究院测算，2018 年全球 88% 的 OLED 出货来自于智能手机。

图表41：全球 OLED 出货按应用分布（2018 年）



资料来源：速途研究院，华泰证券研究所

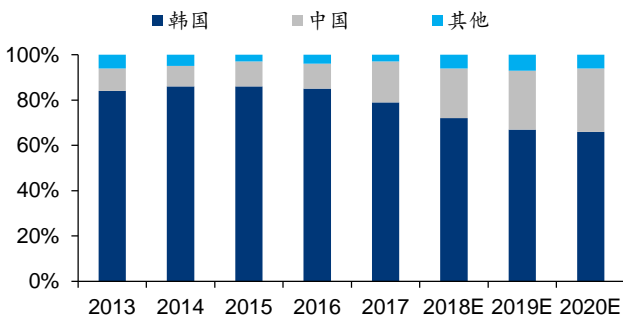
图表42：全球智能手机出货量按面板类型分布



资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

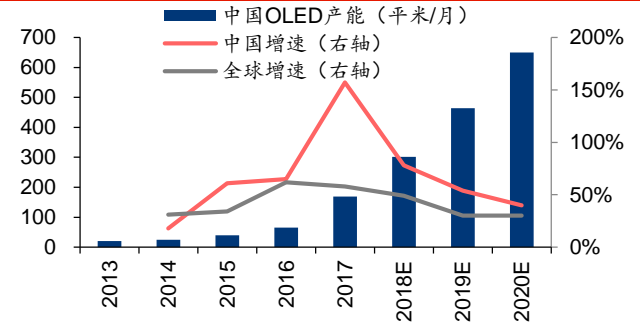
根据长信 2019 年创业板可转债募集说明书统计，截至 2017 年末，全球已实现量产或投产的柔性 OLED 面板生产线及设计产能合计 377 千片/月，其中 61% 产能（231 千片/月）由三星掌握，其他分布在 LGD、JDI、京东方、天马、友达、鸿海等面板厂商。根据中商情报网数据，2013 年全球 OLED 市场仍由韩国企业主导，中国 OLED 产能仅展全球产能的 10%，但 2017 年起国内企业在 OLED 领域的扩产速度显著加快，预计至 2020 年中国 OLED 产能将占全球 OLED 总产能的 28%，成为仅次于韩国的全球第二大 OLED 供应国。

图表43：中国 OLED 产能占全球比例不断提升



资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

图表44：2017 中国 OLED 产能增长提速



资料来源：中商情报网，华泰证券研究所

我国 OLED 尚处于发展早期阶段，投产产线还在陆续投产中；面板厂基于对技术、专利的要求以及对利润空间的保护，目前仍然将模组制造相关环节控制在其自有的生产链条中。但随着 OLED 行业持续发展，大规模的 OLED 模组生产对 OLED 面板厂商劳动力密集度和生产管理均提出较高要求。

根据 Wind 数据计算可得，2018 年京东方资本开支占收入比例达到 56%，人均固定资产为 188 万元，人均收入为 142 万元；而长信科技资本开支占收入比例为 7%，人均资产只有 21 万元，人均收入为 65 万元。通过对比可以看出，京东方属于资本密集型企业，而长信科技则侧重于劳动密集型。我们认为，在行业发展不断向精细化分工格局演进的情况下，OLED 面板厂商或通过外包 OLED 显示模组以提高其自身的生产运营效率，而这将为上游触控显示模组生产厂商带来发展契机。



## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：预计 19/20/21 年 EPS 为 0.39/0.53/0.65 元

长信是我国领先的触控显示全产业链布局的模组厂商，根据公司年报披露，18 年长信 96.2 亿元营业收入中包括 95.4 亿元的显示器件材料和 0.8 亿元的其他业务收入。根据调研反馈，我们估算 18 年长信显示器件业务收入中包括 6.0 亿元 ITO 导电玻璃收入，12.5 亿面板减薄收入，6.0 亿元车载显示收入和 70.9 亿元消费电子显示模组收入。我们基于此业务分类对长信未来三年的收入及毛利率进行预测，具体如下：

**ITO 导电玻璃：**ITO 导电玻璃为公司的传统主业，占据行业高端市场，连续多年保持行业市占率、产销规模、盈利能力首位。目前 ITO 导电玻璃行业发展较为成熟，由于消费电子领域产品技术成熟阶段往往会面临终端客户的降价要求，在供需关系相对稳定的情况下我们认为长信或面临出货量小幅增长但价格有所下降的压力。因此，我们预计收入规模将在价微降量微增的情况下整体维持稳定，预测 19/20/21 年 ITO 导电玻璃收入为 6.00/6.00/5.99 亿元，但毛利率将受价格下降影响小幅下降至 44.0%/43.0%/42.0%。

**面板减薄：**IHS Markit 预计 19/20/21 年全球 TFT-LCD 面板出货量为 26.1/25.8/25.5 亿片。根据 WitsView 数据，2017/2018/2Q19 年末中国地区 TFT-LCD 产能占全球产能比例为 30%/37%/41%。基于 LCD 持续向中国地区转移预期，我们假设 19/20/21 年末中国地区 LCD 产能占比每年增加 6pct 达到 43%/49%/55%，由此带动中国 LCD 出货量同比增长 14.5%/12.6%/10.9%，因此我们预计 19/20/21 年长信面板减薄收入将同比增长 14.5%/12.6%/10.9% 至 14.3/16.2/17.9 亿元。而在下游需求持续增长及单片减薄收入提升的情况下，我们认为长信有望维持减薄业务毛利率水平稳定在 45.0%。

**车载显示：**长信在国内新能源领军车企比亚迪供应链中占据重要地位，通过国际知名 Tier1 汽车供应商进入大众汽车、福特、菲亚特车载供应链体系，并开始为国际新能源汽车巨头 T 旗舰 S、X 车型提供中控屏模组。Global Market Insights 预计 25 年全球汽车显示屏市场规模有望增长至 300 亿美元，对应 20-25 年 CAGR 为 12%。根据调研反馈，2019 年长信新客户拓展订单逐步转为量产，同时考虑到车载显示不断向多屏化趋势发展，我们认为长信将实现显著优于行业的增长，预计 19/20/21 年车载显示收入达到 10.0/13.2/16.2 亿元，同比增长 66.7%/32.0%/22.5%。我们认为在下游需求持续增长的情况下，长信将维持车载显示业务毛利率水平稳定在 20.0%

**消费电子显示模组：**受收入结算方式转换，18 年消费电子显示模组（以手机显示模组为主）收入同比下降。根据调研反馈，18 年消费电子显示模组以纯加工方式结算的订单约占 60%，19 年该比例将小幅增加随后企稳，因此我们预计 19 年长信手机显示模组收入将同比下降，20 年起随着订单结算方式稳定公司手机显示模组收入恢复增长。另一方面，长信根据客户需求扩产硬屏 OLED 触控显示模组和柔性 OLED 触控显示模组，以把握可穿戴发展机遇，拓展公司显示模组收入来源。

根据公司调研反馈，我们预计 19 年末公司可穿戴硬屏 OLED 月产能将从年初的 1.2kk 提升到 3.0kk，预计至 19/20/21 年末柔性 OLED 触控显示模组月产能将达到 1.2kk/1.6kk/2.0kk。由于 19 年手机模组客户结算方式仍在转换期，因此我们预计 19 年显示模组收入同比下降 37.0% 至 44.6 亿元，而随着手机显示模组订单结算方式趋于稳定，可穿戴柔性 OLED 触控显示模组逐步投产，我们预计 20/21 年消费电子显示模组收入将同比增加 87.3%/15.2% 至 83.6/96.3 亿元，而随着公司新增产能爬坡、良率提升，我们预计消费电子显示模组毛利率将同比提升至 12.0%/13.5%/15.0%。

**图表45：长信科技收入及毛利率拆分**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入（百万元）	10,884	9,615	7,578	11,985	13,739
ITO 导电玻璃	550	600	600	600	599
面板减薄	1,100	1,250	1,431	1,612	1,788
车载显示	482	600	1,000	1,320	1,617
消费电子显示模组	8,698	7,089	4,464	8,362	9,633
其他	54	76	84	92	101
收入增速		-11.7%	-21.2%	58.1%	14.6%
ITO 导电玻璃		9.1%	0.0%	0.0%	0.0%
面板减薄		13.6%	14.5%	12.6%	10.9%
车载显示		24.4%	66.7%	32.0%	22.5%
消费电子显示模组		-18.5%	-37.0%	87.3%	15.2%
其他		41.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	10.0%	15.1%	21.9%	19.9%	20.7%
ITO 导电玻璃	45.0%	45.0%	44.0%	43.0%	42.0%
面板减薄	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
车载显示	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
消费电子显示模组	2.8%	6.5%	12.0%	13.5%	15.0%
其他	14.7%	49.8%	15.0%	15.0%	15.0%

注：2017/2018 年细分业务收入及毛利率数据为根据调研反馈估算结果

资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合公司 1-9M19 期间费用率情况，以及公司在柔性 OLED 模组、触控 Sensor 等领域持续的研发投入，我们预计 19/20/21 年公司销售/管理费用率将分别维持在 1.2%/2.5%，同比较 18 年提升主因 19 年结算方式持续改变导致收入同比下降。研发方面，为积极把握柔性 OLED 显示模组、触控 Sensor，长信将继续加大研发投入以逐步完善在柔性触控显示领域的产业链布局，我们预计 19/20/21 年长信研发费用率将提升至 2.5%/3.0%/3.0%。根据三季报，长信财务费用主要来自于利息费用，结算方式改变后公司对于短期流动资金需求减弱，因此短期负债同比下降，带动利息费用出现同比下降，我们预计 19/20/21 年公司财务费用率为 1.2%/0.6%/0.4%。

综上，我们预计 19/20/21 年长信营业收入为 75.8/119.9/137.4 亿元，归母净利润为 9.0/12.3/15.1 亿元，对应 EPS 为 0.39/0.53/0.65 元。

**图表46：长信科技财务数据预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入（百万元）	10,884	9,615	7,578	11,985	13,739
YoY	27.4%	-11.7%	-21.2%	58.1%	14.6%
毛利率	10.0%	15.1%	21.9%	19.9%	20.7%
销售费用（百万元）	79	96	91	144	165
YoY	9.2%	21.9%	-5.2%	58.1%	14.6%
销售费用率	0.7%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用（百万元）	174	196	189	300	343
YoY	16.0%	12.6%	-3.3%	58.1%	14.6%
管理费用率	1.6%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用（百万元）	72	98	189	360	412
YoY	52.0%	36.4%	93.9%	89.8%	14.6%
研发费用率	0.7%	1.0%	2.5%	3.0%	3.0%
财务费用（百万元）	80	140	88	78	60
YoY	27.6%	74.4%	-37.3%	-11.6%	-23.2%
财务费用率	0.7%	1.5%	1.2%	0.6%	0.4%
归母净利润（百万元）	544	712	902	1,228	1,511
YoY	30.8%	26.4%	36.2%	23.1%	11.9%
归母净利润率	5.0%	7.4%	11.9%	10.2%	11.0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**投资建议：目标价 10.07~10.60 元，首次覆盖给予买入评级**

长信成立至今已有 19 年历史，在触控显示行业积累了丰富的生产经验和充足的人才储备，生产规模也已达到行业领先，为公司构建了有效的技术、人才、资金、客户及规模护城河。我们认为市场或低估了在消费电子持续向轻薄大屏方向发展、中国抢占世界 LCD 产能中心、可穿戴设备 OLED 触控模组及车载显示加速渗透机遇中，长信作为触显龙头的增长潜能。

根据公司主营业务内容（触控显示贴合全产业链布局）、所涉及产品（LCD 显示模组、硬屏 OLED 及柔性 OLED 显示模组）及所在供应链体系（知名手机品牌供应链体系），我们选取了触控显示领域竞争公司莱宝高科、蓝思科技、京东方 A 和合力泰作为可比公司。我们参考可比公司 20 年平均 PE 19.6 倍，基于长信行业龙头地位和下游需求释放、尤其是独家供应 iWatch 柔性 OLED 模组带来的增长动能，给予长信 19-20 倍 PE，目标价 10.07~10.60 元，首次覆盖给予买入评级。

图表47：可比公司一致预期估值表（截至 2019 年 11 月 21 日）

公司	收盘价 (人民币元)	总市值 (人民币亿元)	PE			EPS (元)		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002106.SZ 莱宝高科	8.85	62.5	20.3	24.0	20.0	0.32	0.37	0.44
300433.SZ 蓝思科技	13.93	578.8	10.1	34.8	24.4	0.16	0.40	0.57
000725.SZ 京东方 A	3.67	1,264.8	17.5	36.2	25.0	0.10	0.10	0.15
002217.SZ 合力泰	4.80	149.6	9.0	9.7	9.1	0.43	0.49	0.53
平均数	-	-	14.2	26.2	19.6	0.25	0.34	0.42

资料来源：Wind，华泰证券研究所

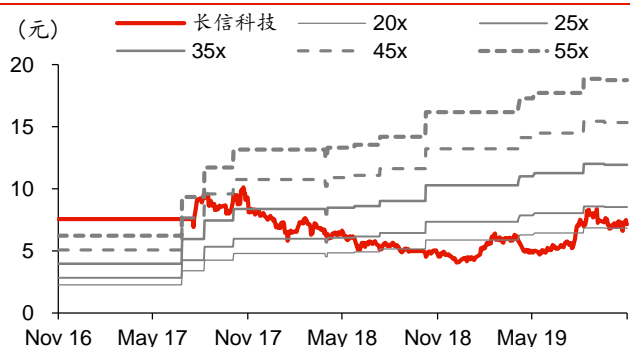
**风险提示**

**柔性 OLED 产能扩张不及预期的风险。**为积极把握可穿戴设备在 OLED 显示模组领域的发展机遇，长信通过可转债募集资金积极扩张柔性 OLED 模组产能，从而为公司收入及利润增长提供持续增长动能。如果公司柔性 OLED 产能扩张不及预期，在行业竞争日趋激烈的环境中，长信或面临营收及利润增长放缓的风险。

**市场竞争加剧拖累利润的风险。**长信是我国触控显示贴合领域全产业链布局的龙头企业，ITO 导电玻璃市占率领先，减薄业务实力居国内前列，并且成为全球唯一能够联合提供 TFT、硬屏 OLED、柔性 OLED 可穿戴模组专业生产企业。尽管如此，长信仍然面临因行业新进入者技术实力领先而改变市场格局，削弱长信市场份额或压低长信利润空间，进而影响长信盈利水平的风险。

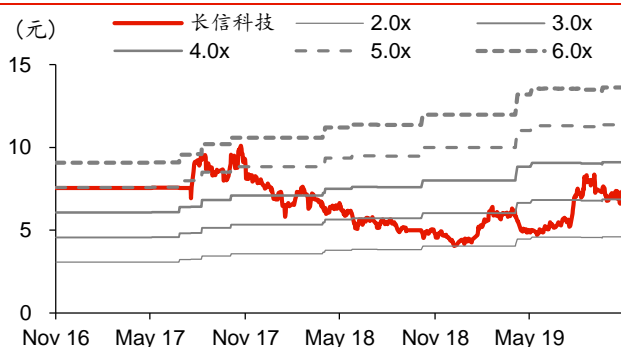
**PE/PB - Bands**

图表48：长信科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49：长信科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,806	4,388	3,941	4,540	5,558
现金	643.16	1,442	779.11	953.09	1,650
应收账款	1,370	1,953	2,154	2,506	2,744
其他应收账款	33.05	25.36	25.36	25.36	25.36
预付账款	16.29	4.24	4.24	4.24	4.24
存货	567.22	531.32	545.75	618.95	703.05
其他流动资产	175.69	432.06	432.06	432.06	432.06
非流动资产	4,683	4,936	5,392	5,769	6,058
长期投资	1,005	766.13	766.13	766.13	766.13
固定投资	2,625	3,146	3,628	3,958	4,241
无形资产	146.51	143.95	139.21	134.30	129.32
其他非流动资产	906.39	880.88	859.07	910.64	921.95
资产总计	7,488	9,325	9,333	10,309	11,616
流动负债	2,842	4,029	3,393	3,464	3,704
短期借款	1,517	2,164	1,706	1,365	1,092
应付账款	1,165	1,608	1,440	1,788	2,275
其他流动负债	159.83	255.96	247.68	311.19	336.47
非流动负债	252.13	393.81	393.81	393.81	393.79
长期借款	165.10	294.42	294.42	294.42	294.42
其他非流动负债	87.03	99.39	99.39	99.39	99.37
负债合计	3,094	4,422	3,787	3,857	4,097
少数股东权益	35.34	45.56	59.61	78.73	102.28
股本	2,299	2,299	2,312	2,312	2,312
资本公积	240.43	255.74	255.74	255.74	255.74
留存公积	1,820	2,302	2,919	3,805	4,849
归属母公司股东权益	4,359	4,857	5,487	6,373	7,417
负债和股东权益	7,488	9,325	9,333	10,309	11,616

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	594.01	753.47	977.38	1,730	2,253
净利润	544.41	712.03	901.68	1,228	1,511
折旧摊销	256.24	320.76	356.06	418.65	467.49
财务费用	86.29	120.45	87.97	77.74	59.68
投资损失	(53.34)	(24.20)	10.00	0.00	0.00
营运资金变动	(313.11)	(401.54)	(395.06)	(94.38)	147.94
其他经营现金	73.52	25.97	16.73	100.18	66.79
投资活动现金	(661.39)	(542.17)	(910.07)	(873.34)	(815.99)
资本支出	(829.82)	(622.25)	(812.10)	(795.60)	(756.30)
长期投资	(10.26)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	178.69	80.08	(97.97)	(77.74)	(59.70)
筹资活动现金	(56.17)	364.70	(730.11)	(682.73)	(740.55)
短期借款	476.88	647.76	(458.39)	(341.19)	(272.95)
长期借款	165.10	129.32	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,149	0.00	13.09	0.00	0.00
资本公积增加	(1,064)	15.31	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(783.63)	(427.69)	(284.81)	(341.55)	(467.60)
现金净增加额	(137.83)	625.72	(662.80)	173.98	696.77

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,884	9,615	7,578	11,985	13,739
营业成本	9,798	8,166	5,922	9,595	10,899
营业税金及附加	39.46	28.51	26.54	41.96	48.11
营业费用	78.69	95.89	90.94	143.82	164.86
管理费用	245.71	293.62	378.92	659.16	755.63
财务费用	80.44	140.25	87.97	77.74	59.68
资产减值损失	74.19	338.12	10.96	17.55	17.96
公允价值变动收益	0.07	2.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.32	284.90	10.00	20.00	20.00
营业利润	631.51	839.29	1,071	1,469	1,814
营业外收入	33.30	33.65	33.12	33.36	33.38
营业外支出	10.07	1.29	4.22	5.19	3.57
利润总额	654.74	871.65	1,100	1,498	1,843
所得税	106.76	145.86	184.03	250.60	308.48
净利润	547.98	725.79	915.73	1,247	1,535
少数股东损益	3.57	13.76	14.05	19.13	23.54
归属母公司净利润	544.41	712.03	901.68	1,228	1,511
EBITDA	991.42	1,333	1,544	1,994	2,371
EPS (元, 基本)	0.24	0.31	0.39	0.53	0.65

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.43	(11.66)	(21.18)	58.14	14.63
营业利润	65.83	32.90	27.59	37.22	23.42
归属母公司净利润	56.85	30.79	26.64	36.17	23.09
获利能力 (%)					
毛利率	9.98	15.07	21.85	19.94	20.67
净利率	5.00	7.41	11.90	10.25	11.00
ROE	12.39	14.52	16.26	19.03	20.10
ROIC	8.96	9.67	11.95	15.14	16.97
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.32	47.43	40.58	37.42	35.27
净负债比率 (%)	23.63	20.74	22.02	10.94	(3.51)
流动比率	0.99	1.09	1.16	1.31	1.50
速动比率	0.79	0.96	1.00	1.13	1.31
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.03	0.81	1.16	1.18
应收账款周转率	7.94	4.92	3.52	4.78	5.01
应付账款周转率	8.41	5.08	4.11	5.37	4.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.39	0.53	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.33	0.42	0.75	0.97
每股净资产(最新摊薄)	1.94	2.13	2.40	2.79	3.25
估值比率					
PE (倍)	29.46	22.81	18.13	13.31	10.81
PB (倍)	3.65	3.31	2.95	2.53	2.17
EV_EBITDA (倍)	16.49	12.27	10.59	8.20	6.90



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com