深 科 达 (831314.OC)　其它专用设备行业

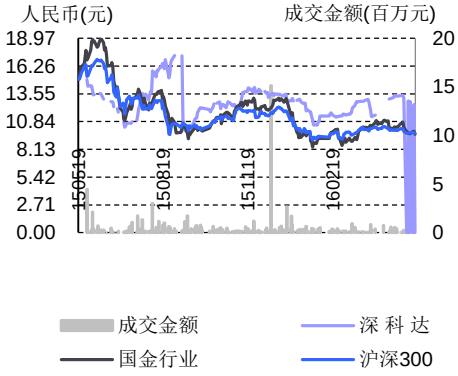
评级：买入　首次评级　　公司深度研究

市场价格（人民币）：12.50 元
目标价格（人民币）：17.00-19.00 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)	14.59
总市值(百万元)	618.75
年内股价最高最低(元)	17.30/9.40
沪深 300 指数	3068.04



孟鹏飞　联系人
(8621)61357479
mengpf@gjzq.com.cn

贺国文　分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

平板显示及触摸屏自动化设备先行者

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.569	0.690	0.929	1.255	1.651
每股净资产(元)	1.84	2.11	3.06	4.24	5.94
每股经营性现金流(元)	0.72	0.11	1.23	0.98	1.43
市盈率(倍)	N/A	18.68	14.18	10.49	7.98
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	72.43%	99.96%	38.12%	35.11%	31.55%
净资产收益率(%)	30.96%	32.74%	31.14%	30.34%	28.52%
总股本(百万股)	30.00	49.50	50.78	50.78	50.78

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球产业重心向中国转移，国产自动化设备增长潜力大。**平板显示是产值过千亿美元的大产业，触摸屏是平板显示的重要组成部分。2015 年我国产业规模升至全球第三，行业投资总额 1600 亿元，其中设备投资到 2016 年接近 500 亿元。目前平板显示行业设备国产化率约 15%，随着国内企业多条高世代线及 AMOLED 线的规划和投产，未来 3-5 年内国产化率有望突破 30%，带动国产自动化设备市场规模 400-500 亿。
- **公司技术领先，具备提供整体解决方案能力。**公司主要产品是显示模组的贴合和邦定设备，用于后段制程，占总体设备投入比重的 20%左右。公司注重研发，近年研发投入占比均在 10%以上，使公司始终保持行业领先地位，是国内少有的具备整体解决方案能力的企业。尤其是自动化贴合设备，这是触摸屏生产的最关键设备之一，公司产品在行业内具备较高知名度，2015 年贴合设备收入占公司总营收的 85.4%。
- **拥行业高端客户资源，处于高速发展期。**公司大客户战略见成效，已覆盖行业内最高端的客户群体，包括京东方、厦门天马、伯恩光学、欧菲光、莱宝高科等。公司处于高速发展期，2013-2015 年营收复合增长率 17.2%，净利润复合增长率 51.1%。2015 年公司与多个大客户签订重要合同，业绩快速增长，实现营收 1.74 亿元，同比增长 45%；净利润 3415 万元，同比增长 100%。
- **新设备未来成长空间大。**丰富的技术储备和大客户战略，使公司得以及时把握行业需求变动，研发新产品。针对指纹识别、智能穿戴、VR 终端以及大尺寸液晶的高景气度和增长潜力，公司积极投入，已研发出智能手表贴合装备、 曲面屏贴合设备、液晶电视 80 寸配套设备等新品。这些设备与显示设备具有较高的技术关联度，公司有望占据先发优势，未来成长空间大。

投资建议

- 结合以上分析，我们认为公司所在行业前景看好，具备研发优势和优质客户资源，面向的下游行业持续增长确定性强。公司技术领先，把握行业发展新趋势，积极开发新型自动化设备，未来成长空间大。

估值

- 我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 2.51 亿，3.46 亿，4.64 亿，净利润分别为 4700 万，6400 万，8400 万，EPS 分别为 0.930 元，1.258 元，

1.656 元。结合行业发展状况和公司未来成长空间，按 2016 年 PE20X 给予估值，目标价 17 元-19 元，给予买入评级。

风险

- **客户集中度过高：**公司对前五大客户的销售额占比从 2014 年的 45.41%升至 2015 年的 73.73%，2015 年前两大客户收入占比超过 60%。客户集中度风险过高，一旦客户流失，对公司业绩会造成较大影响。
- **应收账款占比大：**公司 2014 年应收账款净额占资产总额的 44.73%，2015 年应收账款净额占资产总额的 45.80%。尽管客户多是信用状况好的大企业，但应收账款回款周期长，带来坏账损失风险，给公司现金流量和运营能力带来不利影响。
- **其他风险：**研发投入大、人才流失、新产品开发不能适应市场需求。

内容目录

1、公司介绍 5
1.1、公司是专业的平板显示及触摸屏设备供应商 5
1.2、公司主要产品 5
1.3、公司近年经营情况 6
1.4、公司股权结构 7
1.5、公司融资情况 8
2、我国已成为全球平板显示产业中心 8
2.1、平板显示是产值超千亿美元的大产业 8
2.2、全球平板产业重心向中国大陆转移 9
2.3、平板显示设备投资快速增长 10
2.4、触摸屏行业进入稳定增长期 11
2.5、触摸屏自动化设备需求旺盛 13
2.6、行业竞争格局 13
3、公司：国内平板显示及触摸屏自动化设备先行者 14
3.1、技术业内领先，研发实力强 14
3.2、坚持大客户战略，拥行业高端客户资源 15
3.3、大客户和新兴需求带动，未来成长空间大 16
4、投资建议 18
5、风险提示 21

图表目录

图表 1：公司主要产品 5
图表 2：2013-2015 年公司营收及同比增速 6
图表 3：2013-2015 年公司净利润及同比增速 6
图表 4：公司 2013-2015 年毛利率和净利率变动情况 6
图表 5：公司 2013-2015 年三费占比变动情况 6
图表 6：公司 2013-2015 年营业收入构成（万元） 7
图表 7：2015 年公司前五名客户占总营收比情况 7
图表 8：挂牌时股权结构 8
图表 9：平板显示产业链 8
图表 10：全球平板显示行业收入变化情况（亿美元） 9
图表 11：中国大陆平板显示产业营收规模及同比增速 9
图表 12：中国大陆平板显示产业全球市场占有率变动 9
图表 13：2012~2020 年显示面板需求面积及年成长幅度 10
图表 14：2013~2020 年主要平板显示应用产品年成长幅度 10
图表 15：近年国内主要显示面板高世代线建设情况 10
图表 16：近年我国 AMOLED 生产线建设情况 10

图表 17：2010-2015 年各地区平板显示生产设备支出占比及中国的支出变动 11
图表 18：触摸屏结构 11
图表 19：触摸屏产业链 11
图表 20：全球智能手机出货量及增速 12
图表 21：近年触摸屏在手机面板中的渗透率 12
图表 22：2010-2016 年全球平板电脑出货量（亿台）变动情况 12
图表 23：全球触摸屏出货量变动情况 13
图表 24：行业主要竞争对手比较 14
图表 25：显示模组工艺流程 14
图表 26：面板及触控产业链 14
图表 27：公司的全自动真空贴合设备 15
图表 28：公司 2012-2015 研发投入及占比 15
图表 29：公司 2015 年前五大客户 16
图表 30：公司 2015 年重要合同 16
图表 31：中国大陆主要面板厂商 2015-2016 年产能变化情况 17
图表 32：截止 2015 年 11 月指纹模组出货量 17
图表 33：2016 年可穿戴设备在各主要应用领域的增长情况 18
图表 34：2015-2020 年中国 VR 设备出货量预计 18
图表 35：分产品的销售预测 20
图表 36：2015 年应收账款前五名 21

1、公司介绍

1.1、公司是专业的平板显示及触摸屏设备供应商

- 公司成立于 2004 年,是国内领先的平板显示、触摸屏专用生产设备及整体解决方案供应商,产品包括贴合设备、邦定设备、数控设备，广泛应用于平板显示器件中的显示模组及触摸屏相关零部件的组装。公司 2014 年 11 月 11 日挂牌三板市场。

1.2、公司主要产品

- 公司主要产品分为三类，贴合设备、邦定设备、数控设备。

图表 1：公司主要产品

类别	图片	名称	用途介绍
贴合设备		S84-CG组合自动线	主要应用于软对软、软对硬、硬对硬的全自动贴合；可实现自动上、下料，自动CCD对位，自动撕膜，自动翻转贴合。
		ACF预贴机S31-小尺寸、ACF预贴机S32-中尺寸	可应用于Glass Sensor、Film Sensor、FPC的ACF预贴。
邦定设备		FOG自动邦定线	可实现Sensor自动上料、ACF贴附、FPC与Sensor自动对位、预本压及本压后CCD尺寸精度检测。
		FOG自动双面邦定线	应用于电容屏后段制程，可实现Sensor自动上料、机构定位、ACF自动贴附、CCD对位、全自动预本压。
		S550-A 单头精雕机、S650-B 双头精雕机、S850-C 三头精雕机	主要应用于光电玻璃的磨边、倒角、打孔、光学窗口与基片，尤其针对丝印后的手机触摸屏、手机面板等。

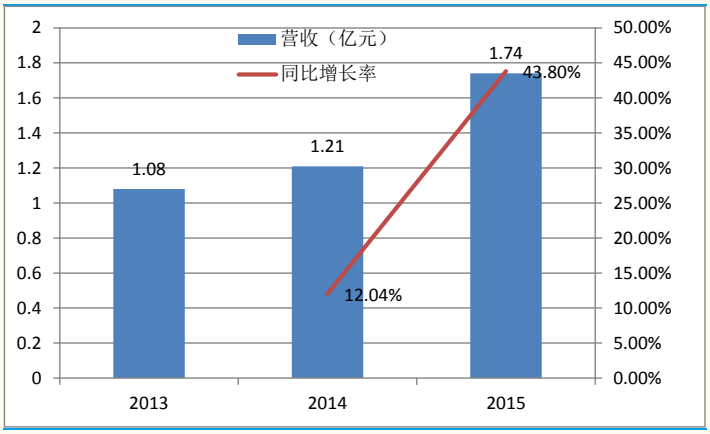
	数控设备		S105-F 全自动六轴精雕机	应用于光电玻璃磨边、倒角，尤其针对丝印的手机屏幕、手机面板等；可实现自动上料、自动下料、CCD自动对位、自动换刀。

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

1.3、公司近年经营情况

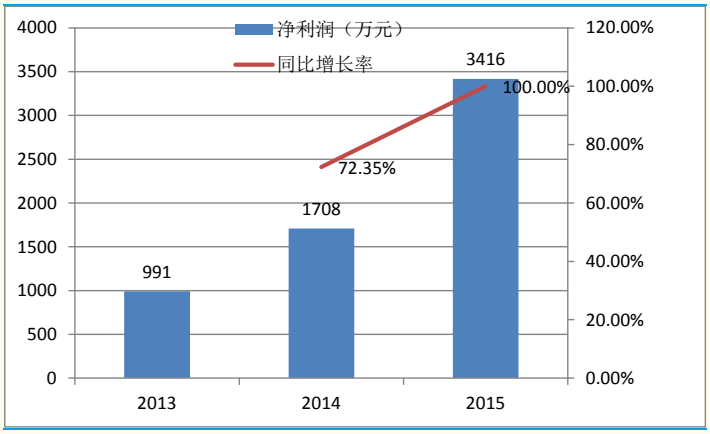
- 公司业绩增长快。2013-2015 年主营业务收入分别为 1.08 亿元、1.21 亿元、1.74 亿元，复合增长率 17.2%。2015 年公司研发的新型自动化贴合产品上线，订单激增，营收同比增长 45%。
- 公司盈利能力突出，2013 年至 2015 年净利润分别为 991 万、1708 万、3415 万，年复合增长率 51.1%，2015 年同比增长 100%。随着新产品订单放量和下游需求驱动，预计 2016 年净利润继续有望大幅增长。

图表 2：2013-2015 年公司营收及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

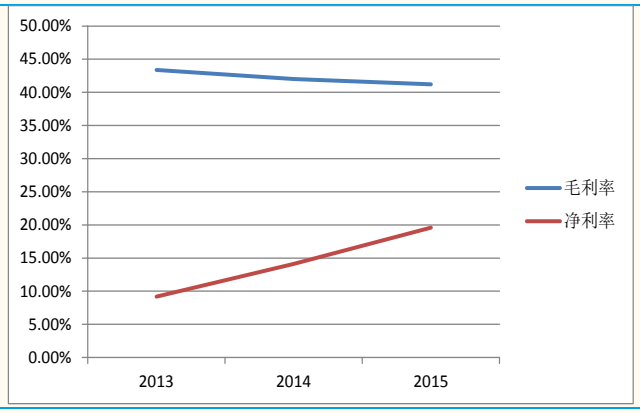
图表 3：2013-2015 年公司净利润及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

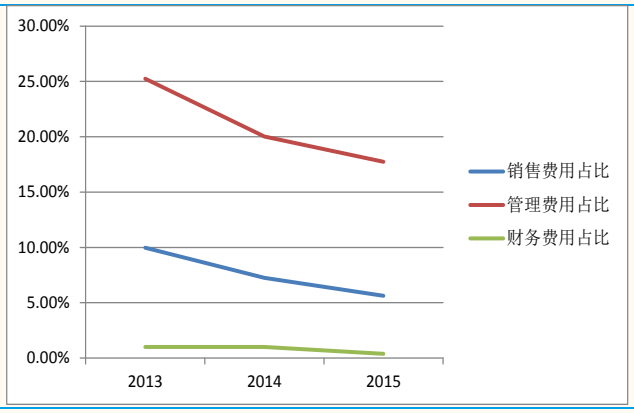
- 公司毛利率较高，近 3 年保持在 40%以上；在毛利率略有下降的情况下，公司净利率增长较快，从 2013 年的 9.18%提高至 2015 年的 19.6%。主要原因是公司营收规模增长较快，同时费用控制较好，三费占比均呈不同幅度的下降。

图表 4：公司 2013-2015 年毛利率和净利率变动情况



来源：wind，国金证券研究所

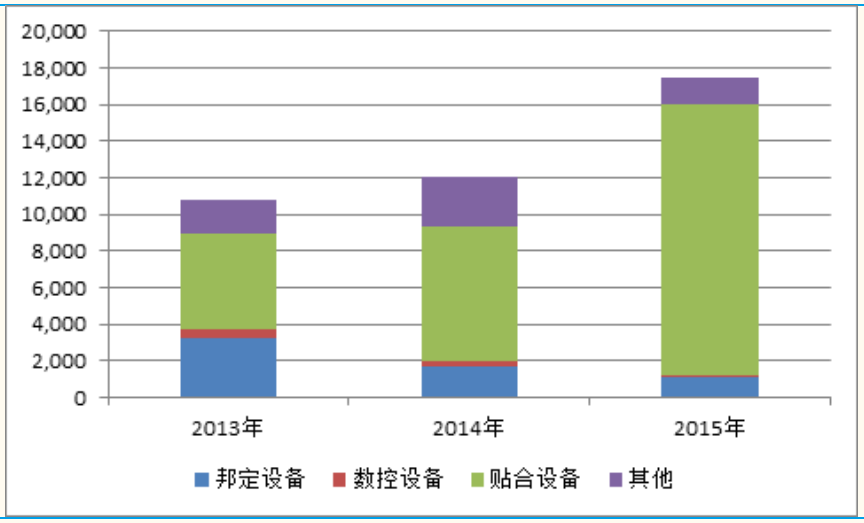
图表 5：公司 2013-2015 年三费占比变动情况



来源：wind，国金证券研究所

- 从收入构成来看，贴合设备一直占主要部分。2015 年公司着重推出新研发的 OCA 全自动贴合生产线，减少非标准设备的生产销售，致使贴合设备销售额大幅度增长。2015 年贴合设备收入达到 14883 万元，占总营收的 85.4%。

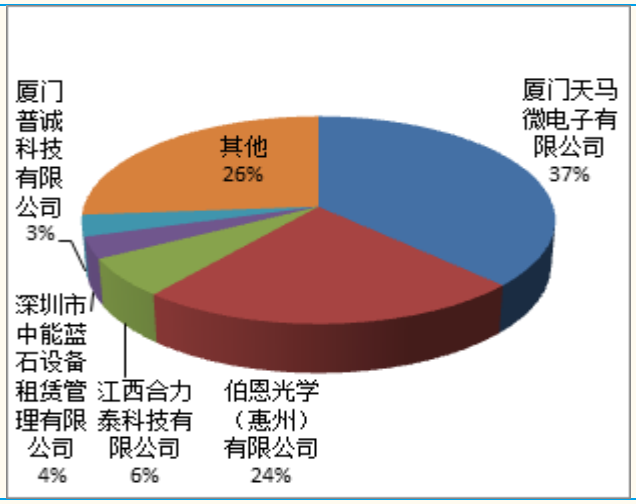
图表 6：公司 2013-2015 年营业收入构成（万元）



来源：wind，国金证券研究所

- 公司客户集中度较高。2015 年前五大客户营收占比达到 73.75%，其中厦门天马微电子有限公司 6513.66 万元，占公司全部营业收入的比例 37.37%；伯恩光学（惠州）有限公司 4098.60 万元，占比 23.51%。

图表 7：2015 年公司前五名客户占总营收比情况



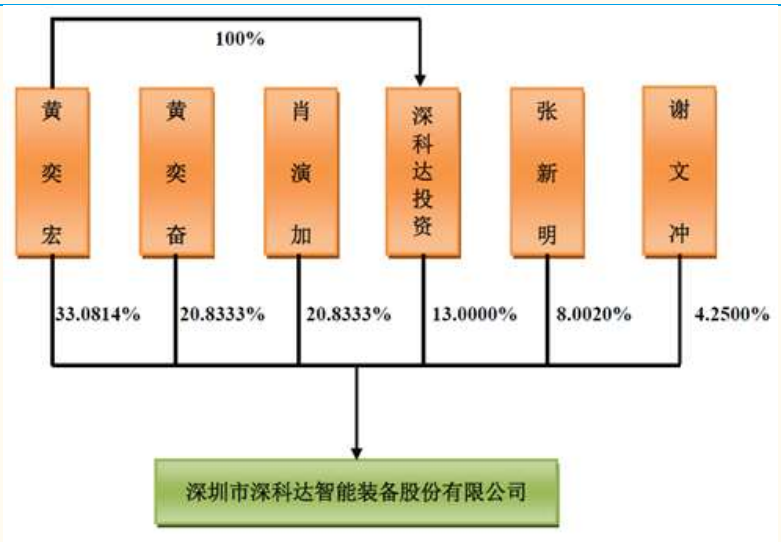
来源：wind，国金证券研究所

1.4、公司股权结构

- 公司股权稳定，董事长黄奕宏、董事副总经理黄奕奋及肖演加为公司一致行动人。其中股东之一的深科达投资是公司员工持股平台，对 39 位核心员工做了第一期员工激励。

- 2015 年 5 月完成首次定增，由协议交易变更为做市交易。做市商为安信证券、中国中投、红塔证券和华福证券五家。注册资本从 3,000 万元增加至 3,300 万元。2015 年 9 月份，总股本增至 4950 万股，2016 年总股本增至 5078 万。

图表 8：挂牌时股权结构



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

1.5、公司融资情况

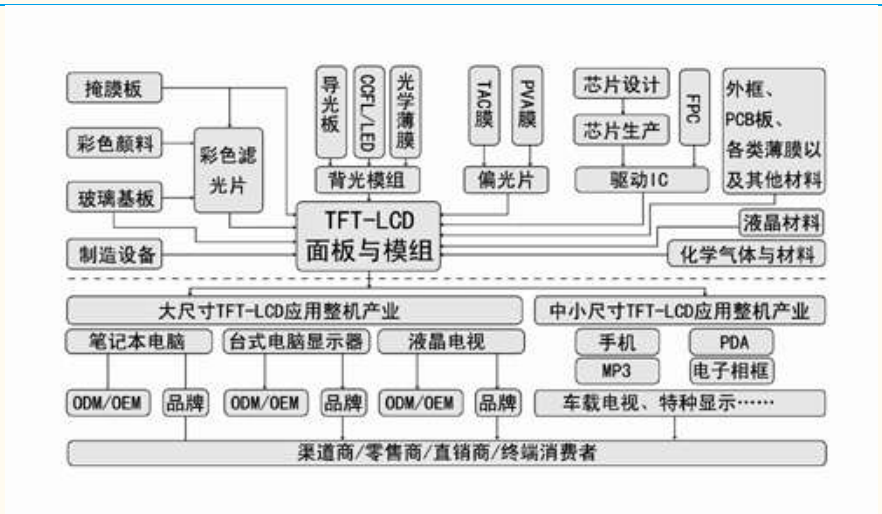
- 公司 2015 年 3 月份做了第一轮定增，发行 300 万股，发行价格 5 元，募集资金 1500 万元。2015 年 12 月做了第二轮定增，发行 128 万股，发行价格 12.50 元，募集资金 1600 万元。

2、我国已成为全球平板显示产业中心

2.1、平板显示是产值超千亿美元的大产业

- 平板显示产业是电子信息领域的核心支柱产业之一，包括玻璃基板、液晶材料、偏光片、彩色滤光片、光学薄膜、面板产业等众多细分领域，融合了光电子、微电子、化学、制造装备、半导体工程和材料等多个学科，具有产业链长、多领域交叉的特点，对上下游产业的拉动作用明显。

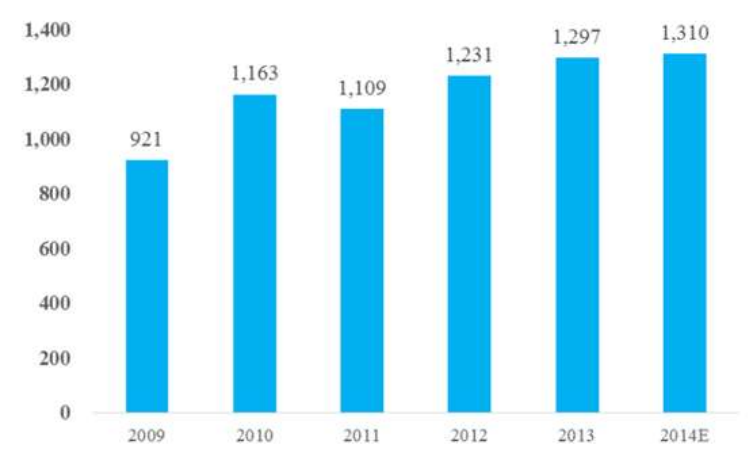
图表 9：平板显示产业链



来源：公开资料，国金证券研究所

- 平板显示近年来受益于下游智能手机、平板电脑、平板电视、液晶显示器等消费类电子带动，产业规模急剧扩大。根据国际调研机构 Displaysearch 统计，2009 年-2014 年，全球平板显示行业收入从 921.12 亿美元增长至 1,310 亿美元，预计到 2020 年达到 1,945 亿美元。

图表 10：全球平板显示行业收入变化情况（亿美元）



来源：Displaysearch，国金证券研究所

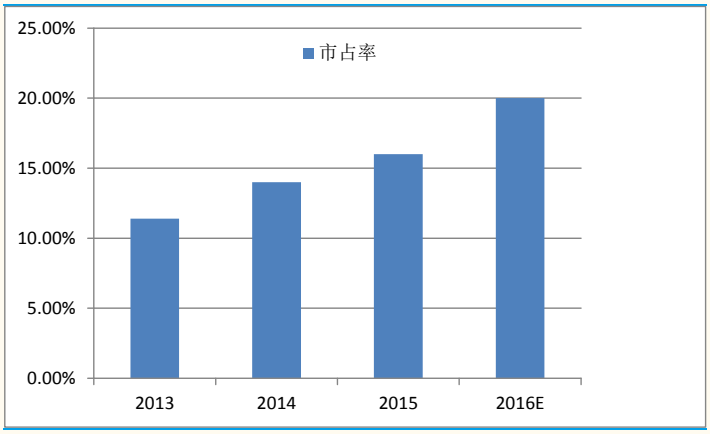
2.2、 全球平板产业重心向中国大陆转移

- 从产业规模来看，大陆企业已经超越日本并逼近了中国台湾和韩国。2014 年我国平板显示产业规模达到 1400 亿元人民币，同比增长 30%，成为全球第三大显示器件生产地区，市场占有率达到 14%。2015 年在全球放缓的情况下，我国平板显示器件产业投资总额超过 1600 亿元。
- 2014 年 10 月，国家发展改革委、工业化信息化部联合发布了《2014~2016 新型显示产业创新发展行动计划》，明确提出到 2016 年，我国新型显示产业按面积计算出货量力争达到世界第二，全球市场占有率超过 20%，总体规模超过 3000 亿元。

图表 11：中国大陆平板显示产业营收规模及同比增速

来源：工信部，国金证券研究所

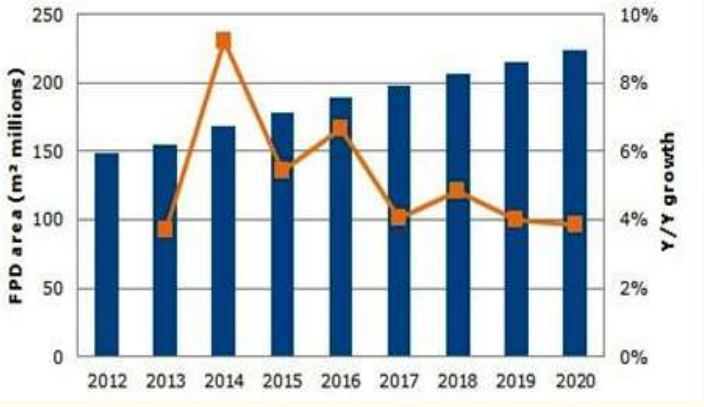
图表 12：中国大陆平板显示产业全球市场占有率变动



来源：工信部，国金证券研究所

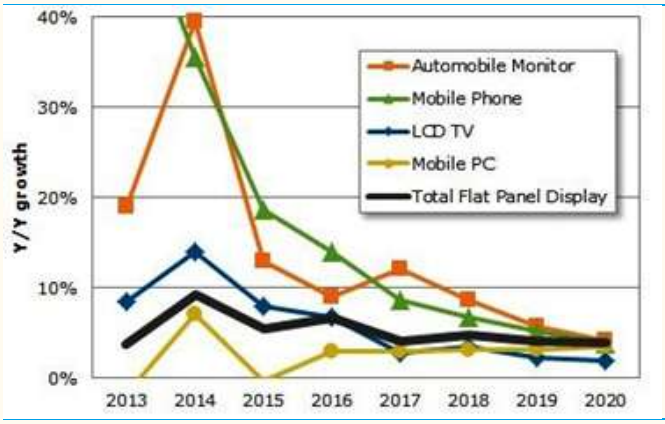
- 据 IHS DisplaySearch 数据，显示面板需求面积的复合年成长率(CAGR)在 2012 至 2020 年间将达 5%，到 2020 年成长至 2 亿 2360 万平方米。主要受 LCD 电视、智能手机、移动电脑、车载显示四个下游应用领域持续增长的驱动。

图表 13：2012~2020 年显示面板需求面积及年成长幅度



来源：IHS DisplaySearch，国金证券研究所

图表 14：2013~2020 年主要平板显示应用产品年成长幅度



来源：IHS DisplaySearch，国金证券研究所

- 全球平板显示产业整体增长趋缓，新技术产业化以及新产品量产化成为主要驱动力。目前我国高端面板生产能力取得明显进展，已建成高世代 TFT-LCD(第 6 代及以上)5 条，在建高世代线 7 条。2014 年以来又有两条 8.5 代线、一条低温多晶硅和氧化物 TFT-LCD 生产线投入量产，多条 AMOLED 生产线建成投产。

图表 15：近年国内主要显示面板高世代线建设情况

公司	地点	世代	采用技术	产能（K片/月）	产线建设情况
京东方	合肥	6	a-Si	100	量产
	北京	8.5	a-Si	120	量产
	合肥	8.5	IGZO	90	14 年初量产
	重庆	8.5	IGZO	50	15 年量产
中电熊猫	南京	6	a-Si	90	量产
	南京	8.5	IGZO	60	15 年量产
华星光电	深圳	8.5	a-Si	130	量产
	深圳	8.5	a-Si	100	15 年量产
三星	苏州	8.5	a-Si	110	投产，产能爬
LGD	广州	8.5	a-Si	120	14 年量产
AUO	昆山	8.5	a-Si	50	16 年量产

来源：群智咨询，国金证券研究所

图表 16：近年我国 AMOLED 生产线建设情况

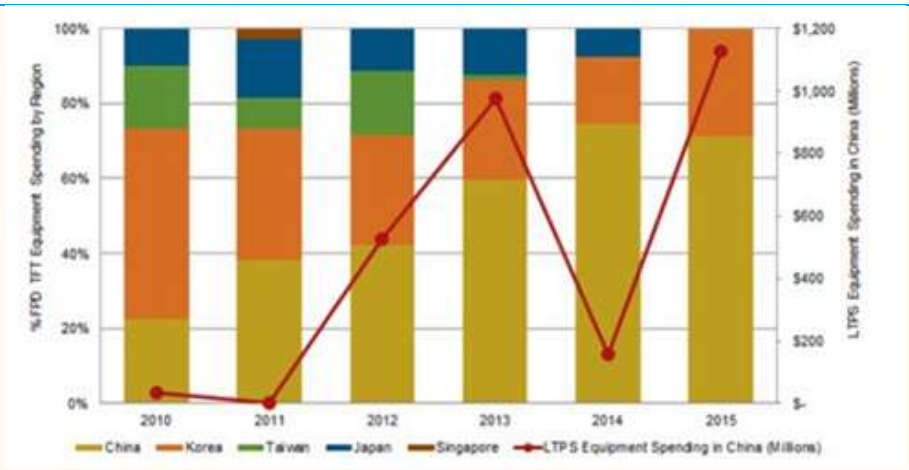
公司	地点	世代	玻璃基板尺寸	量产期
天马	上海	5.5	1300×1500	Q4'15
京东方	鄂尔多斯	5.5	1300×1500	Q1'15
维信诺	5.5G	5.5	1300×1500	Q4'15
和辉光电	4.5G	4.5	730X920	Q4'14

来源：显示世界，国金证券研究所

2.3、平板显示设备投资快速增长

- 与整体增速放缓的显示面板情况不同，平板显示设备行业目前处于最高上行周期的中段。据 IHS 预测，2016 年设备支出将达到 112 亿美元，是 2011 年以来的最高水平，2017 年将增至 116 亿美元。
- 主要推动因素是 AMOLED 面板的推出，其画质更加清晰，设计更加灵活，智能手机厂商对采用这一新技术有浓厚兴趣。平板显示供应链正对这种技术调整做出反应，预测到 2018 年每年将生产 3 亿片以上额外的柔性 AMOLED 面板。
- 在直接投资、技术补贴、低利率贷款、税收减免和其它政府政策的支持下，为扩大产能，尤其是加速 AMOLED 面板国产化，弥补产业链短板，中国厂商在平板显示生产设备的投资快速增长。2010 年中国厂商在平板显示生产设备上的花费仅占全球的 22%，到 2015 年超过已 70%，未来仍将继续增长。

图表 17：2010-2015 年各地区平板显示生产设备支出占比及中国的支出变动



来源：NPD DisplaySearch 平板显示器供需及资本支出季度报告，国金证券研究所

- 我国的平板显示模组设备行业相较日本、韩国等起步较晚，2008 年金融危机之前，平板显示模组设备市场以日本、韩国所产设备为主，2008 年之后，国产设备凭借良好的性价比优势逐渐获得模组厂商的认同和青睐，市场份额逐步提升。
- 与前端工序所用的生产设备相比，模组组装设备采购金额相对较小，但设备使用周期较短，设备更新和升级改造的要求也比较频繁，市场需求更加强劲。
- 目前平板显示材料国产化配套率约 31%，装备国产化率约 15%，从优化物流、降低生产成本、贴近客户及市场的角度考虑，国产设备有望进一步提升发展空间，未来 5 年装备国产化率有望达到 30%以上。

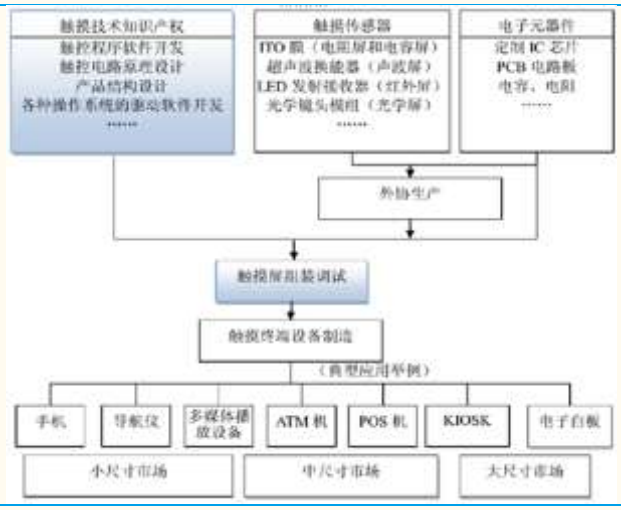
2.4、触摸屏行业进入稳定增长期

- 触控显示器件是平板显示应用领域的主要组成部分，而触摸屏是触控显示器的基本部件。触摸屏的主要下游应用领域有智能手机、平板电脑、超级本及一体机等。触摸屏结构及产业链如下：

图表 18：触摸屏结构

来源：网络资料，国金证券研究所

图表 19：触摸屏产业链



来源：公开资料，国金证券研究所

- 经历 2010-2012 年疯狂增长后，下游需求放缓和行业竞争激烈，触摸屏产业进入稳定增长期。

智能手机是触摸屏最主要的应用领域。当前智能手机出货量增速放缓，触摸屏在手机面板中的渗透率从 2009 年的 26%迅速增长到 2013 年达到 77%，预计到 2016 年底将超过 90%。

图表 20：全球智能手机出货量及增速

来源：IDC，国金证券研究所

图表 21：近年触摸屏在手机面板中的渗透率

来源：Displaysearch，国金证券研究所

触摸屏是平板电脑的标准配件。从全球范围来看，平板电脑的出货量也在放缓。

图表 22：2010-2016 年全球平板电脑出货量（亿台）变动情况

来源：IDC，国金证券研究所

触摸屏当前进入调整期，整体增速放缓。

图表 23：全球触摸屏出货量变动情况

来源：IHS，国金证券研究所

2.5、触摸屏自动化设备需求旺盛

- 在下游行业需求放缓的情况下，触摸屏生产企业降低生产成本、提高效率的意愿越发迫切。模组组装由手动为主向自动化设备的升级，以及自动化设备由单站走向全生产线的需求持续增长。
- 市场内生驱动，消化过剩产能。触摸屏不像高世代液晶面板线那样需要政府扶持，是政府介入很少的行业，产能过剩是低层次、低技术含量的同质化产品造成的。2012 年下半年至今，行业兼并重组越来越明显，向成立时间早、技术研发实力强的大企业集中，价格与成本控制成为首先要解决的问题，企业有动力也有资金实力进行自动化升级改造。
- 触摸屏技术升级频繁，推动生产设备不断更新。任何一个行业，都没有比触摸屏行业在技术升级的频率上更快的了。业界普遍认为 G+G，G+F、OGS、In-Cell 等触控技术此消彼长至少需要 3-5 年，但现在从终端的发展和变化来看，时间可能更短。新技术频繁换代，必然带动生产设备不断更新。
- 触摸屏下游应用范围扩张，增长后劲足。智能手机、PC 和电视等传统消费电子产品规模上依旧可观，POS 机、ATM 机、公共自助设备等大中尺寸触摸屏的主要应用市场的增长潜力，虚拟现实、可穿戴设备等新兴市场成长潜力大。

2.6、行业竞争格局

- 平板显示属于技术密集型，对生产工艺的精细度要求高，技术更新快，设备生产企业需要长期跟踪、研究才能深入理解与掌握生产工艺，进而研发出合适的设备。由于日本、台湾在平板显示领域长期领先，主流生产设备也多为日本、台湾企业提供。国内企业几乎从零起步，目前市场占有率约 15%，在单站设备上有所差距，在整线自动化方面已具备进口替代优势。

图表 24：行业主要竞争对手比较

公司名称	成立时间	国家及地区	主营业务	发展现状
东京电子株式会社	1963	日本	多种平板显示器生产设备	同类产品比重在日本占第一位，在世界上占第二位。2002年4月，在上海张江高科技园设立东电电子（上海）有限公司。
东丽工程株式会社	1960	日本	平板显示器及半导体生产线的自动化生产检测设备	2002年，在上海设立了全资子公司上海华丽咨询有限公司，从事华业务的相关咨询和自动化生产检测设备的维修、客户技术服务。
易发精机股份有限公司	1988	中国台湾	LCD后段模组製程设备	2002年，成立易发精机（上海）有限公司，积极拓展大陆地区业务； 2010年成立东野精机（昆山）有限公司
旭东机械工业股份有限公司	1979	中国台湾	各类检测及组装设备	2001年成立电子设备事业部，进入电子专用设备领域
太原风华信息装备股份有限公司	1998	中国大陆	液晶显示器及模块、触控面板、薄膜电容器、新型电子片式元件、光伏及半导体行业等电子专用生产工艺与技术装备的研发制造	在同行业内处于领先地位，成为信利国际、无锡夏普、深圳比亚迪等公司的重要供货商和合作伙伴，并有LCD贴片机等专用设备出口到日本本土，达到了国际先进水平。
深圳联得自动化装备股份有限公司	2002	中国大陆	平板显示模组组装设备，广泛应用于平板显示器件中的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	先后与富士康、蓝思科技、信利国际、欧菲光、超声电子等平板显示行业知名厂商建立合作关系
深科达	2004	中国大陆	平板显示模组组装设备，触摸屏模组组装设备	业内领先厂商，与厦门天马、京东方、欧菲光、伯恩光学、蓝思科技建立合作关系

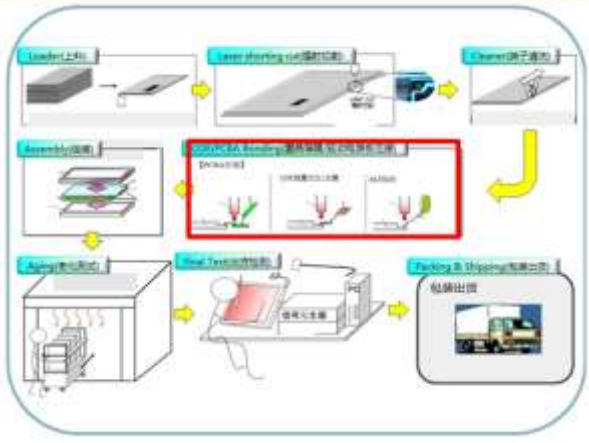
来源：国金证券研究所

3、公司：国内平板显示及触摸屏自动化设备先行者

3.1、技术业内领先，研发实力强

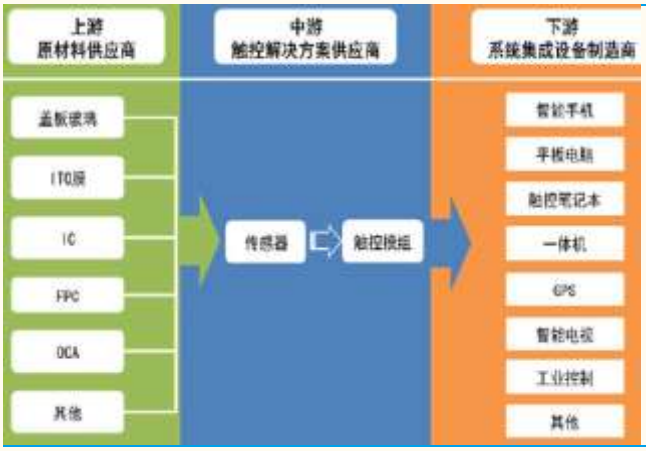
- 公司的主要产品是触摸屏贴合和邦定设备，用于将玻璃盖板和触摸屏贴在一起，是触摸屏生产过程中的关键设备。其他产品包括精雕设备、数控设备等，可用于平板显示和触摸屏组装环节。总体来看，公司产品属于生产流程中的后段制程，这部分的设备投入约占整体设备投入的 20%。
- 公司的客户群体处于面板及触控产业链中游。

图表 25：显示模组工艺流程



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 26：面板及触控产业链



来源：公开资料，国金证券研究所

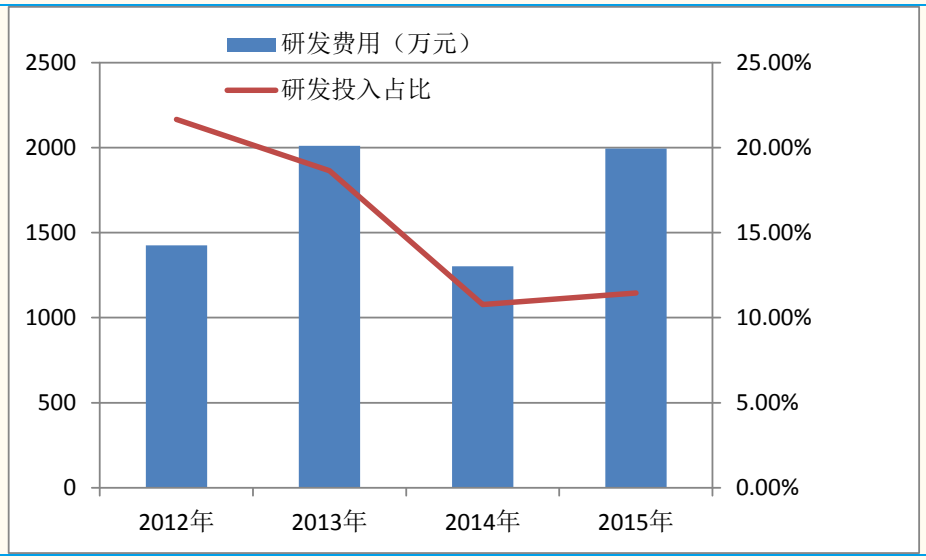
- 公司技术实力业内领先，尤其是全贴合设备。全贴合即是用水胶或光学胶将面板和触摸屏以无缝隙的方式完全黏贴在一起。相较于传统的框贴，具有显示效果好、隔绝灰尘和水汽、提升操作流畅感、使机身更薄等优势，是目前高端智能手机与平板电脑面板贴合的主流发展趋势。公司是国内第一家研发出自动化邦定贴合生产线的企业，也是少有的具备整体解决方案能力的企业。

图表 27：公司的全自动真空贴合设备

来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司以研发为核心竞争力，公司 2014 年以前研发投入占比在 20%左右，近两年随着研发体系成熟，研发费用占比下降，但仍保持在 10%以上。公司现已获得 67 项授权专利、9 项软件著作权、9 项软件登记证书、6 项发明专利（1 项独占许可取得、2 项已获授权、3 项已进入实审阶段）

图表 28：公司 2012-2015 研发投入及占比



来源：wind，国金证券研究所

3.2、坚持大客户战略，拥行业高端客户资源

- 公司坚持大客户战略，目前已覆盖行业内最高端的客户群体，包括京东方、厦门天马、伯恩光学、欧菲光、莱宝高科等。优质客户对选择供应商要求严格，一旦合作关系确立，不会轻易变更。

图表 29：公司 2015 年前五大客户

单位：元

序号	客户名称	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	厦门天马微电子有限公司	65,136,666.64	37.37%	否
2	伯恩光学（惠州）有限公司	40,986,025.62	23.51%	否
3	江西合力泰科技有限公司	10,705,931.61	6.14%	否
4	深圳市中能蓝石设备租赁管理有限公司	5,919,658.08	3.40%	否
5	厦门普诚科技有限公司	5,811,965.81	3.33%	否
合计		128,560,247.76	73.75%	-

来源：公司年报，国金证券研究所

- 2015 年公司与多个大客户签订重要合同。

图表 30：公司 2015 年重要合同

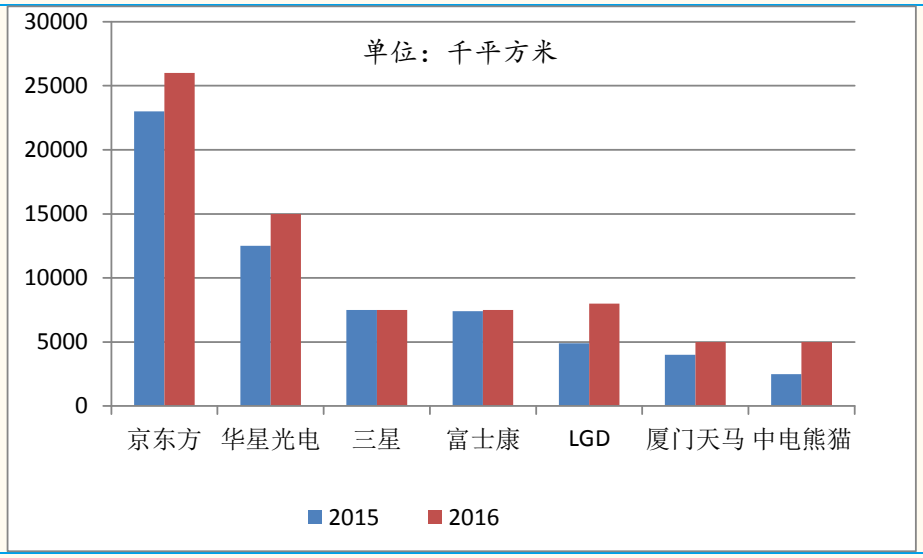
年份	客户	合同内容	合同金额（万元）
2015	厦门天马微电子	热熔机、自动OCA全贴合机	2267
	伯恩光学	自动PET贴膜机、自动贴合机	858.92
	江西合力泰科技	全自动真空贴合机	5730
	友达光电	自动OCA全贴合机	1138.41

来源：公司年报，国金证券研究所

3.3、大客户和新兴需求带动，未来成长空间大

- **重要客户投资扩产，业绩增长确定性强。**2016 年以京东方、厦门天马、昆山友达等为代表的国内大型企业纷纷投资扩产，抢占行业制高点。这些都已经是公司的既有客户，带来的示范效应也有利于公司开发更多行业客户。
- 截止至 2015 年底，中国大陆已经建成投产的面板生产线有 25 条，目前正在建设中的有 10 条，另外还有 5 条世代线正在规划中，预计到 2018 年我国总共可投产的面板生产线将高达到 40 条。

图表 31：中国大陆主要面板厂商 2015-2016 年产能变化情况



来源：OFweek 行业研究中心，国金证券研究所

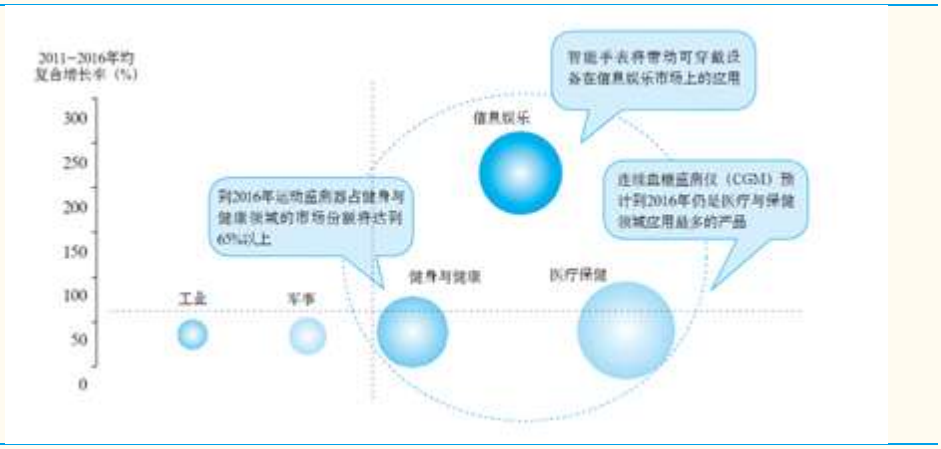
- **以贴合设备为核心，布局指纹识别、智能穿戴、VR 及大尺寸液晶新领域。**自指纹识别技术被苹果成功应用后，其安全性和易用性受到热捧。指纹识别模块在手机上的渗透率从 2013 年的 5%预计到 2016 年底增加到 45%。未来将成为手机和平板电脑标配。目前国内指纹识别模组出货量前 10 的企业中，排名第一的欧菲光和第七的合力泰都是公司既有客户。

图表 32：截止 2015 年 11 月指纹模组出货量

来源：《手机报生物识别应用》，国金证券研究所

- 智能可穿戴设备泛指内嵌在服装中，或以饰品、随身佩带物品形态存在的电子通信类设备，前景十分看好。根据 IMS 报告研究，智能穿戴设备的市场有望在 2016 年达到 1.71 亿的出货量，而 2011 年出货量仅为 0.14 亿。

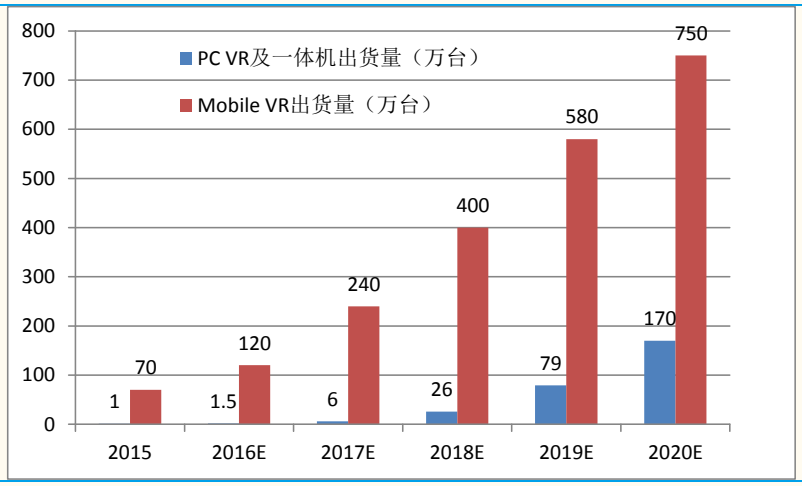
图表 33：2016 年可穿戴设备在各主要应用领域的增长情况



来源：IMS Research，国金证券研究所

VR 是虚拟现实的简称，是利用电脑模拟产生一个三维世界的虚拟空间，提供使用者关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟。让使用者如同身临其境一般，可以即时没有限制地观察这个虚拟空间内的物体。VR 终端潜力巨大，根据艾瑞咨询初步测算，预计 2020 年 VR 设备出货量 820 万台，用户量超过 2500 万人。

图表 34：2015-2020 年中国 VR 设备出货量预计



来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

- 这些新兴消费电子的制造设备与公司原有显示设备具有较高的技术关联度，尤其是都需要贴合工艺。公司基于技术储备和优质客户资源，积极投入，目前已研发出智能手表贴合装备、 曲面屏贴合设备、液晶电视 80 寸配套设备等新品。

4、投资建议

- **全球产业重心向中国转移，国产自动化设备增长潜力大。**平板显示是产值过千亿美元的大产业，触摸屏是平板显示的重要组成部分。2015 年我国产业规模升至全球第三，行业投资总额 1600 亿元，其中设备投资到 2016 年接近 500 亿元。目前平板显示行业设备国产化率约 15%，随着国内企业多条高世代线及 AMOLED 线的规划和投产，未来 3-5 年内国产化率有望突破 30%，带动国产自动化设备市场规模 400-500 亿。
- **公司技术领先，具备提供整体解决方案能力。**公司主要产品是显示模组的贴合和邦定设备，用于后段制程，占总体设备投入比重的 20%左右。公司注重研发，近年研发投入占比均在 10%以上，使公司始终保持行业领先地位，是国内少有的具备整体解决方案能力的企业。尤其是自动化贴合设备，

这是触摸屏生产的最关键设备之一，公司产品在行业内具备较高知名度，2015 年贴合设备收入占公司总营收的 85.4%。

- **拥行业高端客户资源，处于高速发展期。**公司大客户战略见成效，已覆盖行业内最高端的客户群体，包括京东方、厦门天马、伯恩光学、欧菲光、莱宝高科等。公司处于高速发展期，2013-2015 年营收复合增长率 17.2%，净利润复合增长率 51.1%。2015 年公司与多个大客户签订重要合同，业绩快速增长，实现营收 1.74 亿元，同比增长 45%；净利润 3415 万元，同比增长 100%。
- **新设备未来成长空间大。**丰富的技术储备和大客户战略，使公司得以及时把握行业需求变动，研发新产品。针对指纹识别、智能穿戴、VR 终端以及大尺寸液晶的高景气度和增长潜力，公司积极投入，已研发出智能手表贴合装备、 曲面屏贴合设备、液晶电视 80 寸配套设备等新品。这些设备与显示设备具有较高的技术关联度，公司有望占据先发优势，未来成长空间大。
- 结合以上分析，我们认为公司所在行业前景看好，具备研发优势和优质客户资源，面向的下游行业持续增长确定性强。公司技术领先，把握行业发展新趋势，积极储备和布局新型自动化设备，未来成长空间大。。

  我们预计公司 2016-2018 年收入分别为 2.51 亿，3.46 亿，4.64 亿，净利润分别为 4700 万，6400 万，8400 万，EPS 分别为 0.930 元，1.258 元，1.656 元。结合行业发展状况和公司未来成长空间，按 2016 年 PE20X 给予估值，目标价 17 元-19 元，给予买入评级。

图表 35：分产品的销售预测

项　　目	2014	2015	2016	2017E	2018E
贴合设备					
销售收入（百万元）	73.86	148.83	223.25	312.54	421.93
增长率（YOY）	*39.38%*	*101.50%*	*50.00%*	*40.00%*	*35.00%*
毛利率	46.15%	38.51%	37.50%	36.50%	35.50%
销售成本（百万元）	39.77	91.52	139.53	198.46	272.14
增长率（YOY）	*43.05%*	*130.09%*	*52.47%*	*42.24%*	*37.13%*
毛利（百万元）	34.09	57.31	83.72	114.08	149.79
增长率（YOY）	*35.34%*	*68.14%*	*46.07%*	*36.26%*	*31.30%*
占总销售额比重	61.12%	85.39%	88.87%	90.27%	90.97%
占主营业务利润比重	67.17%	79.97%	83.76%	85.26%	85.98%
邦定设备					
销售收入（百万元）	16.67	10.87	9.00	8.50	8.00
增长率（YOY）	*-48.79%*	*-34.79%*	*-17.20%*	*-5.56%*	*-5.88%*
毛利率	37.30%	48.00%	47.00%	47.00%	47.00%
销售成本（百万元）	10.45	5.65	4.77	4.51	4.24
增长率（YOY）	*-40.25%*	*-45.92%*	*-15.61%*	*-5.56%*	*-5.88%*
毛利（百万元）	6.22	5.22	4.23	4.00	3.76
增长率（YOY）	*-58.71%*	*-16.09%*	*-18.93%*	*-5.56%*	*-5.88%*
占总销售额比重	13.80%	6.24%	3.58%	2.45%	1.72%
占主营业务利润比重	12.25%	7.28%	4.23%	2.99%	2.16%
设备升级改造服务					
销售收入（百万元）	3.85	5.89	8.90	13.40	20.10
增长率（YOY）	*1183.33%*	*52.99%*	*51.10%*	*50.56%*	*50.00%*
毛利率	94.79%	81.30%	80.00%	75.00%	70.00%
销售成本（百万元）	0.20	1.10	1.78	3.35	6.03
增长率（YOY）	*121.47%*	*449.11%*	*61.61%*	*88.20%*	*80.00%*
毛利（百万元）	3.65	4.79	7.12	10.05	14.07
增长率（YOY）	*1642.55%*	*31.21%*	*48.69%*	*41.15%*	*40.00%*
占总销售额比重	3.19%	3.38%	3.54%	3.87%	4.33%
占主营业务利润比重	7.19%	6.68%	7.12%	7.51%	8.08%
零配件					
销售收入（百万元）	4.63	2.84	3.00	3.50	4.00
增长率（YOY）	*-68.00%*	*-38.66%*	*5.63%*	*16.67%*	*14.29%*
毛利率	51.24%	46.02%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本（百万元）	2.26	1.53	1.65	1.93	2.20
增长率（YOY）	*-80.84%*	*-32.09%*	*7.63%*	*16.67%*	*14.29%*
毛利（百万元）	2.37	1.31	1.35	1.58	1.80
增长率（YOY）	*-11.81%*	*-44.91%*	*3.29%*	*16.67%*	*14.29%*
占总销售额比重	3.83%	1.63%	1.19%	1.01%	0.86%
占主营业务利润比重	4.68%	1.82%	1.35%	1.18%	1.03%
精雕设备（数控设备）					
销售收入（百万元）	2.68	0.83	1.00	1.00	1.00
增长率（YOY）	*-36.04%*	*-69.03%*	*20.48%*	*0.00%*	*0.00%*
毛利率	19.39%	61.17%	50.00%	45.00%	40.00%
销售成本（百万元）	2.16	0.32	0.50	0.55	0.60
增长率（YOY）	*-16.76%*	*-85.08%*	*55.14%*	*10.00%*	*9.09%*
毛利（百万元）	0.52	0.51	0.50	0.45	0.40
增长率（YOY）	*-67.41%*	*-2.30%*	*-1.52%*	*-10.00%*	*-11.11%*
占总销售额比重	2.22%	0.48%	0.40%	0.29%	0.22%
占主营业务利润比重	1.02%	0.71%	0.50%	0.34%	0.23%
维修费					
销售收入（百万元）	0.22	0.11	0.15	0.20	0.25
增长率（YOY）	*175.00%*	*-50.00%*	*36.36%*	*33.33%*	*25.00%*
毛利率	63.33%	89.25%	88.50%	86.50%	85.00%
销售成本（百万元）	0.08	0.01	0.02	0.03	0.04
增长率（YOY）	*892.54%*	*-85.34%*	*45.88%*	*56.52%*	*38.89%*
毛利（百万元）	0.14	0.10	0.13	0.17	0.21
增长率（YOY）	*93.85%*	*-29.54%*	*35.22%*	*30.32%*	*22.83%*
占总销售额比重	0.18%	0.06%	0.06%	0.06%	0.05%
占主营业务利润比重	0.27%	0.14%	0.13%	0.13%	0.12%

来源：国金证券研究所

5、风险提示

- **客户集中度过高风险：**公司对前五大客户的销售额占比从 2014 年的 45.41%升至 2015 年的 73.73%，2015 年前两大客户收入占比超过 60%。客户集中度风险过高，一旦客户流失，对公司业绩会造成较大影响。
- **应收账款占比大的风险：**公司 2014 年应收账款净额占资产总额的 44.73%，2015 年应收账款净额占资产总额的 45.80%。尽管客户多是信用状况好的大企业，但应收账款回款周期长，带来坏账损失风险，给公司现金流量和运营能力带来不利影响。

图表 36：2015 年应收账款前五名

序号	公司	应收账款余额（元）	应收账款占比
1	厦门天马微电子有限公司	29,916,020.13	58.65%
2	江西合力泰科技	8,517,398.12	16.70%
3	深圳市中能蓝宝石设备租赁管理有限公司	6,330,428.21	12.41%
4	伯恩光学（惠州）有限公司	5,601,150.00	10.98%
5	厦门普诚科技有限公司	640,000.00	1.25%
总计		51,004,996.46	100.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

- **其他风险：**研发投入大、人才流失、新产品开发不能适应市场需求。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**108**	**121**	**174**	**251**	**346**	**464**
增长率		12.0%	44.2%	44.1%	37.8%	34.0%
主营业务成本	-61	-70	-103	-151	-212	-290
%销售收入	56.6%	58.0%	58.9%	60.2%	61.4%	62.4%
毛利	47	51	72	100	134	174
%销售收入	43.4%	42.0%	41.1%	39.8%	38.6%	37.6%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-3	-4
%销售收入	0.8%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-11	-9	-10	-11	-16	-19
%销售收入	10.0%	7.2%	5.6%	4.5%	4.5%	4.0%
管理费用	-27	-24	-31	-38	-48	-63
%销售收入	25.2%	20.0%	17.7%	15.0%	14.0%	13.5%
息税前利润（EBIT）	8	16	29	49	67	89
%销售收入	7.3%	13.6%	16.8%	19.4%	19.2%	19.2%
财务费用	-1	-1	-1	1	2	3
%销售收入	1.0%	1.0%	0.4%	-0.2%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-2	-3	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	5	12	27	49	68	91
营业利润率	4.5%	10.0%	15.4%	19.6%	19.7%	19.7%
营业外收支	5	8	12	5	5	5
税前利润	10	20	39	54	73	96
利润率	9.2%	16.6%	22.2%	21.6%	21.2%	20.8%
所得税	0	-3	-5	-7	-10	-13
所得税率	-0.2%	14.6%	11.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	10	17	34	47	64	84
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**10**	**17**	**34**	**47**	**64**	**84**
净利率	9.2%	14.1%	19.6%	18.8%	18.4%	18.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	10	17	34	47	64	84
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	4	3	2	3	4
非经营收益	1	1	1	-4	-5	-5
营运资金变动	-1	-1	-33	16	-13	-12
经营活动现金净流	**12**	**22**	**6**	**61**	**49**	**71**
资本开支	-2	0	-3	-15	-12	-15
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	1	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-1**	**0**	**-2**	**-16**	**-12**	**-15**
股权募资	0	9	15	0	-5	0
债权募资	-2	15	-10	-15	0	1
其他	-6	-31	-5	-1	0	0
筹资活动现金净流	**-9**	**-7**	**0**	**-15**	**-5**	**1**
现金净流量	**3**	**15**	**3**	**30**	**32**	**57**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	11	30	38	68	99	156
应收款项	53	71	85	97	128	166
存货	36	36	47	54	73	95
其他流动资产	1	5	1	10	13	16
流动资产	101	142	171	228	313	433
%总资产	94.1%	96.2%	95.2%	89.5%	88.5%	88.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	5	4	7	14	19	25
%总资产	4.8%	2.8%	4.1%	5.4%	5.4%	5.1%
无形资产	0	0	0	10	20	29
非流动资产	6	6	9	27	41	56
%总资产	5.9%	3.8%	4.8%	10.5%	11.5%	11.5%
资产总计	**108**	**148**	**180**	**254**	**354**	**490**
短期借款	6	23	15	0	0	0
应付款项	58	59	50	87	122	166
其他流动负债	9	11	10	15	20	27
流动负债	73	93	74	102	142	193
长期贷款	4	0	1	1	1	2
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
负债	**78**	**93**	**76**	**103**	**144**	**196**
普通股股东权益	29	55	104	151	210	294
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**108**	**148**	**180**	**254**	**354**	**490**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	1.457	0.569	0.690	0.929	1.255	1.651
每股净资产	4.311	1.839	2.107	3.060	4.245	5.938
每股经营现金净流	1.803	0.719	0.112	1.231	0.985	1.434
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	33.79%	30.96%	32.74%	31.14%	30.34%	28.52%
总资产收益率	9.21%	11.56%	18.98%	18.54%	18.02%	17.13%
投入资本收益率	19.91%	18.07%	21.53%	27.72%	27.41%	26.09%
增长率						
主营业务收入增长率	64.16%	11.96%	44.23%	44.12%	37.82%	33.95%
EBIT 增长率	-23.67%	108.24%	77.98%	65.92%	36.80%	33.37%
净利润增长率	19.49%	72.43%	99.96%	38.12%	35.11%	31.55%
总资产增长率	24.07%	37.38%	21.83%	41.36%	39.00%	38.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	134.5	172.9	155.5	130.0	125.0	120.0
存货周转天数	220.9	188.4	148.0	130.0	125.0	120.0
应付账款周转天数	154.6	179.8	109.9	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	17.5	12.4	15.4	20.0	20.1	19.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.27%	-13.94%	-20.93%	-43.83%	-46.61%	-52.31%
EBIT 利息保障倍数	7.3	13.5	43.1	-93.3	-40.7	-35.3
资产负债率	72.74%	62.65%	42.04%	40.46%	40.59%	39.96%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

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为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