

合力泰 (002217.SZ)

着眼中期高成长，放眼未来大格局

 评级：**增持**

 前次：**增持**

 目标价(元)：**23.2**

分析师

联系人

李伟

耿琛

S0740516110001

021-20315180

0755-22660860

liwei@r.qizq.com.cn

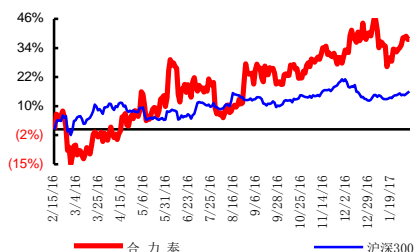
gengchen@r.qizq.com.cn

2017年2月12日

基本状况

总股本(百万股)	1,564
流通股本(百万股)	467
市价(元)	17.72
市值(百万元)	27,717
流通市值(百万元)	8,269

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,053	4,953	10,891	18,465	28,995
营业收入增速	162.5%	62.2%	119.9%	69.5%	57.0%
归属于母公司的净利润	147	218	882	1,340	2,037
净利润增长率	2.5%	48.1%	304.5%	51.9%	52.0%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.14	0.56	0.86	1.30
前次预测每股收益(元)	0.09	0.14	0.56	0.86	1.30
市场预测每股收益(元)	0.09	0.14	0.56	0.86	1.30
市盈率(倍)	74.8	115.6	31.4	20.7	13.6
PEG			0.10	0.40	0.26
每股净资产(元)	1.16	3.54	5.75	8.19	9.49
每股现金流量	-0.11	0.13	-0.15	-0.72	-1.59
净资产收益率	8.1%	3.9%	9.8%	10.5%	13.7%
市净率	10.3	4.5	3.0	2.1	1.8
总股本(百万股)	1,078	1,422	1,564	1,564	1,564

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **与市场不同的观点。**在智能手机增速放缓的大背景下，市场对公司未来成长性存有质疑。我们通过对公司成本、客户基础等多方面分析后，看好公司的成长性，预计未来两年净利润增速高达 50% 以上。**1) 领先地成本控制能力：**模组厂商成本控制是关键，公司通过上游产业链延伸、工厂向中部地区转移、采购国产设备等多种形式确保成本领先优势，目前公司毛利率水平较欧菲、信利等高 3 个百分点左右。**2) 差异化定位，逐步向中高端市场拓展：**公司目前主要定位于国产品牌中低端机型，主要竞争对手是一些中小型模组厂，无论是产品质量、供应保障、成本控制等多方面优势明显，市场地位稳固，未来将逐渐向中高端市场拓展，并持续扩充品类，加速成长；**3) 细分市场成长性凸出：**印度、非洲等新兴市场仍处于快速增长期，且 70% 以上是以千元机为代表的中低端机型，国产品牌在该细分市场优势明显，预计 2018 年国产品牌中低端机型出货量有望达到 5 亿部，空间足够大，同时公司全品牌覆盖，降低客户集中风险。
- **“1+N”战略叠加精准定位，带动中期业绩高增长。**国产手机品牌海外市场拓展加速，在印度、非洲等新兴市场带动下，我们预计 2018 年国产手机品牌出货量将达 9 亿部左右，年均增速 20% 左右，其中约 5 亿部为“千元机”。公司依托领先的成本控制能力，且已实现触控、液显、摄像头、指纹识别全线产品供货能力，主要国产品牌均已成为公司客户，随着“1+N”产品策略加速落地，2018 年有望实现 2-3 亿部手机产品配套出货，对应 300 亿元收入，带动公司未来 2 年实现 50% 以上年均增速。同时双摄、3D 玻璃等新产品蓄势待发，有望进一步带动公司业绩超预期。
- **大力布局汽车电子，长期发展再添动力。**国内 ADAS 系统整体渗透率低于 3%，中汽协预计 2020 年渗透率将超过 15%，对应出货量将超过 450 万套。目前 ADAS 系统主要传感器是摄像头，单车摄像头数量达到 6-12 个，对应车载摄像头需求量达到 2700-5400 万颗，按照 200 元/颗单价计算，到 2020 年车载摄像头市场空间将达到 54-108 亿元。车载摄像头对质量要求更高，需要系列认证，公司目前深度绑定比亚迪，为其车载摄像头模组的主要供应商，并已切入北汽等其它整车厂供应链，为公司长期发展增添动力。

- **电子标签蓄势待发，布局入口再拓空间。**目前大型卖场电子标签年化成本在 20 万元左右，与传统纸质标签年化费用相当，但由于初始投资超百万，影响产品推广。公司依托强大的硬件制造能力，通过租赁方式推广，有效解决用户初始投资过高的痛点，加速行业爆发。公司在行业爆发初期通过硬件产品销售将首先受益，后期随着规模扩张后，还可借助海量数据，通过广告、供应链管理等多种形式获得增值收益，实现由硬件到平台的跨越。
- **投资建议：**智能手机夯实增长基础，汽车电子与电子标签再拓成长空间，我们预计公司 2016/17/18 年净利润为 8.8/13.4/20.4 亿元，增速为 305%/52%/52%，摊薄 EPS 为 0.56/0.86/1.30 元，当前股价对应 2016/17/18 年 PE 为 31.4/20.7/13.6X，参考可比公司估值，给予 2017 年 27 倍估值，目标价 23.2 元，“增持”评级。
- **风险提示：**印非等地智能手机渗透低预期、国产品牌在海外市场拓展进度低预期、电子标签拓展进度低预期。

内容目录

一、产品线日趋完善，员工持股彰显发展信心	- 5 -
二、“1+N”战略落地促爆发，中期业绩高增长	- 7 -
2.1 印非智能机市场空间广，国产品牌有望再创辉煌	- 7 -
2.2 差异化竞争避红海，5 亿部空间撑未来	- 9 -
2.3 “1+N”战略加速落地，50%以上复合增速	- 11 -
2.4 三大新品待发，有望锦上添花	- 15 -
三、大力布局汽车电子，长期发展再添动力	- 16 -
3.1 ADAS 应用逐渐兴起，摄像头为其中关键	- 16 -
3.2 车载摄像头要求高，提前卡位享爆发红利	- 18 -
四、电子标签蓄势待发，布局入口再拓空间	- 19 -
4.1 智能电子标签优势渐显，带动电子纸模组放量	- 19 -
4.2 创新模式解决用户痛点，全产业链布局享爆发红利	- 21 -
五、投资建议：智能手机夯实增长基础，新业务再拓成长空间	- 23 -
六、风险提示：	- 24 -

图表目录

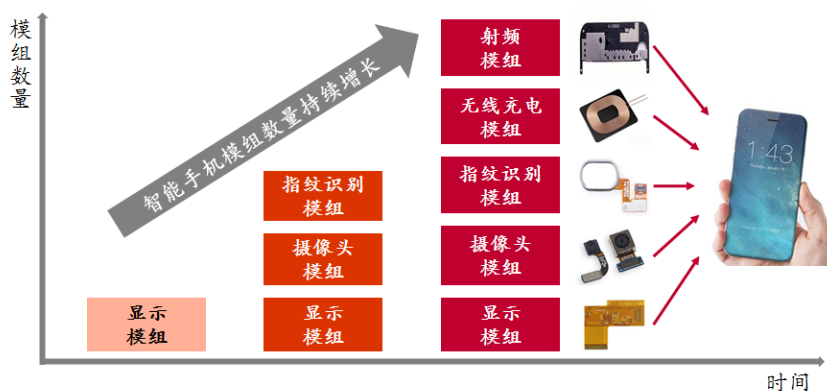
图表 1：手机模组化趋势推动单机模组价值量不断提升	- 5 -
图表 2：以触显为基，已全面拓展到摄像头、指纹识别等智能硬件产品	- 5 -
图表 3：2016 年前三季度收入同比增 167%	- 6 -
图表 4：2016 年前三季度利润同比增 235%	- 6 -
图表 5：公司智能硬件收入占比已超 90%	- 6 -
图表 6：公司盈利能力较同类公司高 3-4 个百分点	- 7 -
图表 7：公司 2016 年已完成两期员工持股计划	- 7 -
图表 8：智能手机普及潮已至印度、非洲等市场	- 8 -
图表 9：2020 年印度智能机出货量将超过 2.7 亿部	- 8 -
图表 10：智能机渗透初期国内也以千元机为主	- 9 -
图表 11：目前非洲畅销品牌均价在千元以下	- 9 -
图表 12：国产品牌出货量有望保持 20% 的年均复合增速	- 9 -
图表 13：综合性模组厂商或是未来趋势	- 10 -
图表 14：公司主要定位于中低端智能机市场	- 10 -
图表 15：2016 年 3 季度国内千元机占比 42%	- 11 -

图表 16: 现阶段公司目标市场空间达到 5 亿部左右	- 11 -
图表 17: 2017 年国内指纹识别模组仍让保持 30%左右增速	- 11 -
图表 18: 指纹识别模组盖板方案	- 12 -
图表 19: 指纹识别模组 coating 方案	- 12 -
图表 20: 公司全贴合出货规模达到业内前三	- 12 -
图表 21: 公司触控出货规模达到业内前二	- 12 -
图表 22: 公司摄像头模组已大批量出货	- 13 -
图表 23: 公司指纹识别模组已批量出货	- 13 -
图表 24: 华为、小米等厂商采用 ODM 方式出货占比超过一半	- 13 -
图表 25: 公司目前已实现国内外主流终端品牌与 ODM 厂商全方位覆盖	- 14 -
图表 26: 公司产品 “1+N” 战略	- 14 -
图表 27: 公司在中低端机型市场上竞争优势明显	- 15 -
图表 28: 未来 2 年公司业绩有望保持 50% 以上复合增速	- 15 -
图表 29: 柔性 OLED 出货量将迎来快速增长期	- 16 -
图表 30: 无线充电模组示意图	- 16 -
图表 31: 涉及摄像头的 ADAS 技术	- 17 -
图表 32: 大陆集团 360 度全景系统	- 17 -
图表 33: ADAS 多摄像头位置	- 17 -
图表 34: 2015 年国内 ADAS 系统整体渗透率低于 3%	- 18 -
图表 35: 车载摄像头的硬性要求	- 18 -
图表 36: 电子纸模组主要用于智能电子标签、一次性电子产品等领域	- 19 -
图表 37: ESL 的五大优势	- 19 -
图表 38: 电子标签助力零售业进行数据挖掘	- 20 -
图表 39: 目前电子标签与传统纸质标签年化成本已基本相当	- 20 -
图表 40: 国内 ESL 模组需求量超过 10 亿个	- 21 -
图表 41: 公司在电子标签领域已实现全产业链布局	- 21 -
图表 42: 租赁方案解决了用户初始投资大的痛点	- 22 -
图表 43: 公司电子标签客户已涵盖国内主要卖场品牌	- 22 -
图表 44: 公司有望借助智能标签打通线上线下, 提供闭环服务	- 23 -
图表 45: 分项收入拆分预测	- 24 -
图表 46: 可比公司估值列表	- 24 -

一、产品线日趋完善，员工持股彰显发展信心

- **手机模组化趋势推动单机模组价值量不断提升，模组厂商发展前景长期向好。**功能机时代，手机零部件几乎没有模组产品存在，进入智能手机时代后，手机功能日趋增加，零部件数量急剧增加，为了在有限的空间里实现更多功能，并简化供应链管理，零部件模组化成为了重要手段。从近年来智能手机发展历史来看，从最初的显示模组到现在的触显、摄像头、指纹识别，未来无线充电、射频等零部件也有望以模组的方式置入手机，单机模组价值量不断提升，使得消费电子模组厂商可接触的市场规模持续扩大。

图表 1：手机模组化趋势推动单机模组价值量不断提升



来源：中泰证券研究所

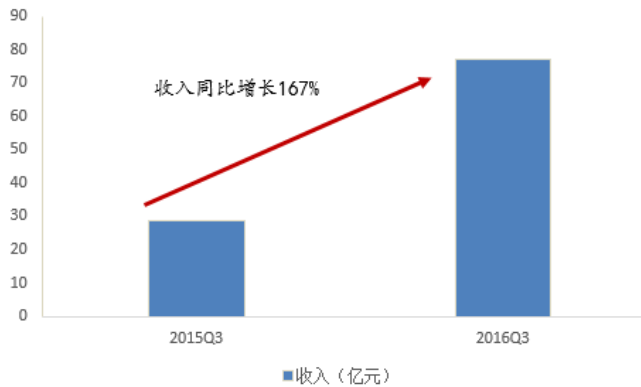
- **公司产品线日趋完善，为“1+N”战略实施打下坚实基础。**公司 2014 年通过借壳实现上市，主营由化工产品转为触显业务，2015 年通过并购比亚迪部品件、业际光电及平波电子实现了触显规模与客户质量的双重提升，并将产品线进一步拓展至摄像头模组等领域，2016 年进一步将产品线拓展至指纹识别、无线充电、电子纸模组等新领域，为公司“1+N”战略的顺利实施打下了坚实的基础。

图表 2：以触显为基，已全面拓展到摄像头、指纹识别等智能硬件产品

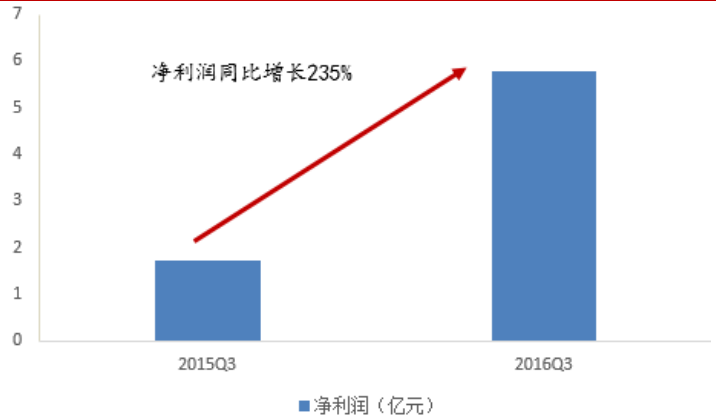


来源：中泰证券研究所

- **通过并购及自身产能扩张，公司收入规模快速扩张。**公司一方面在江西合力泰扩大产能，另一方面完成对比亚迪部品件等公司的并购后，收入与利润规模均实现了快速扩张，截止 2016 年三季度，公司实现收入 77 亿元，同比增长 167%；实现利润 5.78 亿元，同比增长 235%。

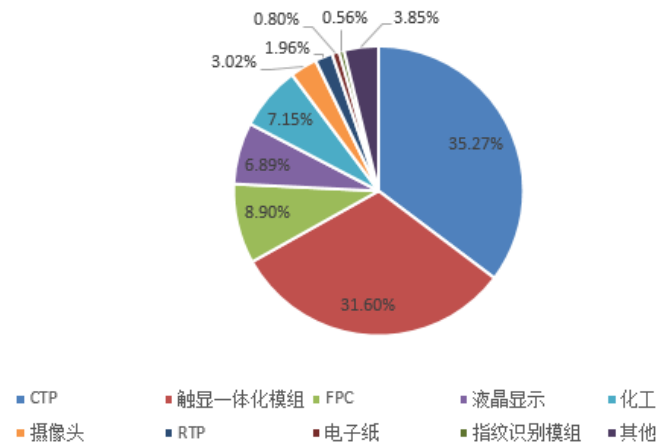
图表 3：2016 年前三季度收入同比增 167%


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 4：2016 年前三季度利润同比增 235%


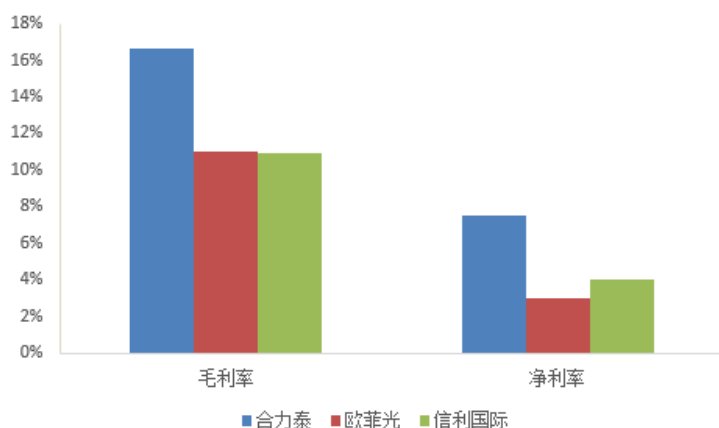
来源：WIND、中泰证券研究所

- **持续剥离化工资产，目前智能硬件收入占比超 90%。**公司自重组上市以来持续剥离严重亏损的化工资产，目前化工板块业务已能实现盈利。同时公司智能硬件产品规模持续扩张，截止 2016 年 6 月 30 日，公司智能硬件产品占比已经达到 91%，未来随着摄像头、指纹识别等新产品持续放量，智能硬件收入占比将进一步扩大。

图表 5：公司智能硬件收入占比已超 90%


来源：Wind，中泰证券研究所（数据取自 2016 年中报）

- **产业链整合优势助力高毛利。**公司主要业务环节在于模组环节，但是公司持续向上游拓展，目前已经实现 FPC、盖板玻璃等核心零部件产品的自产，同时下游客户主要是中低端机型，公司相对议价能力较强，使得公司盈利能力较行业平均水平高。

图表 6：公司盈利能力较同类公司高 3-4 个百分点


来源：Wind，中泰证券研究所（数据取自 2016 年三季报）

- **员工持股计划彰显未来发展信心。**2016 年公司推行了两期员工持股计划，均为结构化产品，其中第一期员工持股计划目前已完成，共购买 1722 万股，成本 13.13 元/股；目前第二批员工持股计划也已完成，共计购买 757 万股，成本 17.39 元/股。连续两次大比例员工持股计划充分彰显了管理层对公司未来发展的信心。

图表 7：公司 2016 年已完成两期员工持股计划

期数	员工持股计划详情	产品类型	目前进展
1	16 年 7 月 20 日，第一期员工持股计划完成股票购买，购买本公司股票 1722 万股，均价 13.13 元/股，占总股本的比例为 1.21%。	结构化产品	已于 16 年 7 月 5 日完成。
2	16 年 12 月 31 日，第二期员工持股计划完成股票购买，购买公司股票 757 万股，均价 17.39 元/股，占总股本的 0.53%。	结构化产品	截止 16 年 12 月 31 日完成。

来源：公司公告、中泰证券研究所

二、“1+N”战略落地促爆发，中期业绩高增长

2.1 印非智能机市场空间广，国产品牌有望再创辉煌

- **智能机普及潮已至印度、东南亚与非洲市场。**从全球智能手机发展历史来看，Iphone 首先在美国市场逐步替代功能机，随后安卓系统兴起，加速了美国智能机渗透潮；随后是欧洲市场，然后是以中日韩为代表的东亚市场，目前中国等市场智能机渗透率已接近饱和，未来发展重点将梯次转移至印度、东南亚及非洲市场。

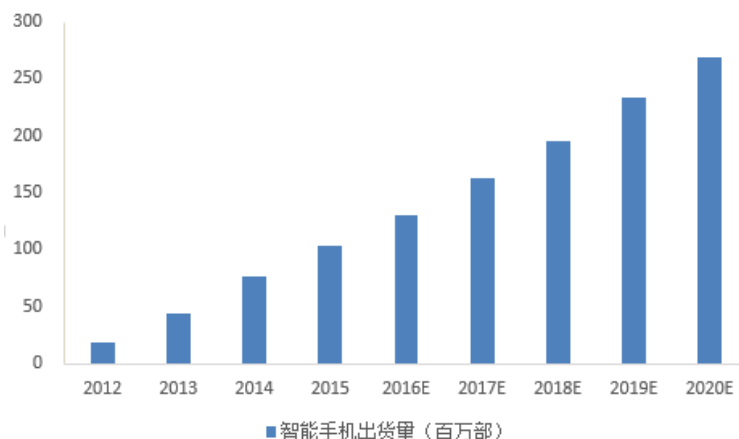
图表 8：智能手机普及潮已至印度、非洲等市场



来源：来源：中泰证券研究所

- **印度市场智能机空间大，预计 2020 年出货量将超 2.7 亿部。**印度人口数量超过 13 亿，市场潜力巨大。2015 年印度手机出货量（包括功能机）2.8 亿部左右，其中智能机出货 1 亿部左右，渗透率在 35%左右。随着印度市场 3G/4G 网络建设加速以及智能机均价下降，新购机人群或将跳过功能机直接进入智能机时代。参考 IDC 的预测数据来看，预计到 2020 年，印度市场智能机出货量将达到 2.7 亿部以上，较 2016 年将实现翻倍以上增长。

图表 9：2020 年印度智能机出货量将超过 2.7 亿部



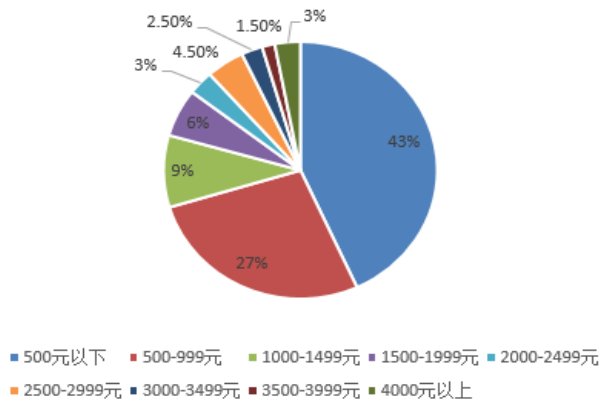
来源：IDC、中泰证券研究所

- **东南亚市场正加速，6 亿人口成长空间足。**东南亚主要包括新家坡、马来西亚、泰国、印尼、菲律宾、越南及柬埔寨等国家，除新加坡与马来西亚智能手机渗透率较高外，其余国家渗透率均在 50%以下，印尼、越南、菲律宾等 3 国人口数量超过 4 亿，目前智能手机渗透率略超 3 成，预计 2016 年出货量在 5500 万部（其中印尼 3700 万，越南 1300 万部，菲律宾 1500 万部），IDC 预计到 2020 年，以上 3 国智能手机渗透率将达到 70-80%，届时智能机年化出货量将达到 1.2 亿部以上。
- **非洲市场智能机占比仅 2 成，未来 5 年将迎翻倍增长。**非洲大陆人口超过 10 亿，2015 年手机出货量超过 2 亿部，其中智能机占比 25%左右，非洲当地 3G 网络正加速铺开，叠加智能手机价格的下探，未来渗透率

将进入快速上升期。据 Pyramid Research 的预测，到 2020 年非洲市场智能机出货量将超过 1.5 亿部以上，实现翻倍以上增长。

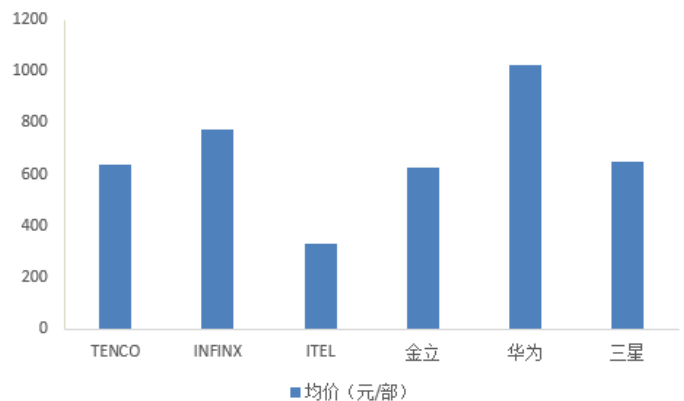
- **印非等地收入相对较低，国产品牌性价比优势凸显。**从国内智能手机发展历史来看，在智能机渗透率快速提升初期，70%左右的产品集中于千元机价位。同时印度、非洲等地收入水平较低，也难以承受更高价位的智能机产品。参考第一手机研究院统计数据来看，目前非洲市场畅销机型也主要集中于 1000 元以下定位。国产手机品牌借助国内完善的供应链，相对于三星等品牌，在性价比方面优势凸显，有望进一步抢占三星等品牌的市场份额，成为印度、非洲等地智能机渗透率快速提升浪潮中最大的受益者。

图表 10：智能机渗透初期国内也以千元机为主



来源：中国信息通信研究院，第一手机研究院、中泰证券研究所

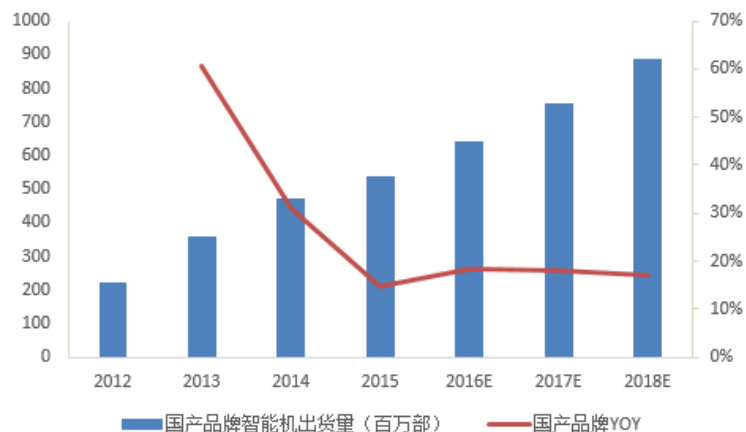
图表 11：目前非洲畅销品牌均价在千元以下



来源：中国信息通信研究院，第一手机研究院、中泰证券研究所

- **国产品牌出海拓空间，出货量有望持续高增长。**印度、东南亚（主要是印尼、越南及菲律宾）及非洲市场目前智能机出货量达到 3 亿部左右，同时未来 3-5 年内，以上市场增量空间也有望超过 3 亿部，其中 70% 为中低端机型，国产品牌在这一细分领域竞争优势明显，将成为印、非等市场智能机渗透率提升的最大受益者。参考 IDC 预测数据来看，2018 年国产品牌出货量占比将超过 50%，有望达到 9 亿部左右，保持 20% 的年均复合增速。

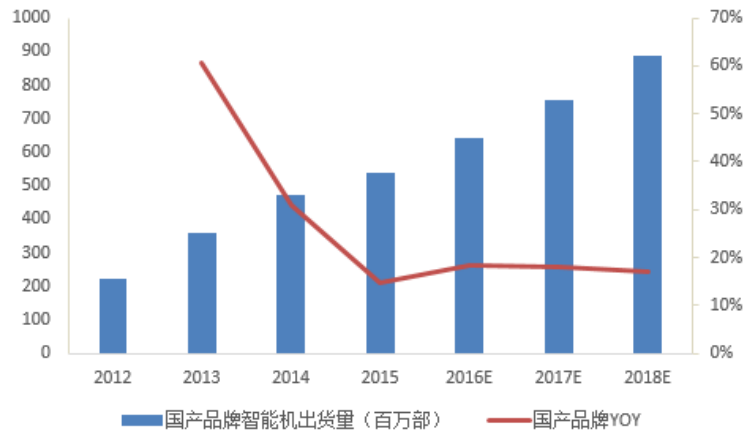
图表 12：国产品牌出货量有望保持 20% 的年均复合增速



来源：IDC、中泰证券研究所

2.2 差异化竞争避红海，5 亿部空间撑未来

- **综合性模组厂商是趋势。**目前国内手机零部件模组厂商分为两大类：1) 综合性模组厂商：例如欧菲光、信利国际、合力泰等；2) 专业化模组厂商：摄像头的舜宇光学、丘钛科技、东聚及光宝等、指纹识别的江苏凯尔等。从目前行业趋势来看，因不同模组产品下游客户高度一致，客户拓展增量成本极低，同时下游客户也可降低供应链管理成本，综合化模组厂商或是大势所趋，提前卡位的企业将具备一定先发优势。

图表 13：综合性模组厂商或是未来趋势


来源：中泰证券研究所

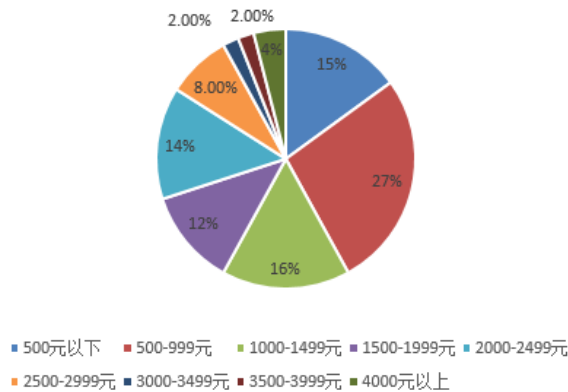
- **精准定位，避开竞争红海。**从三大综合性模组厂商目标客户定位来看，公司与欧菲光、信利国际形成了明显的差异化竞争。欧菲光与信利国际主要定位于国内外客户的中高端机型，而合力泰目前主要定位于以“千元机”为代表的中低端市场（国内中低端机型及出口机市场，包括一部分功能机）。对比来看，公司通过差异化设备采购、相对于低端客户更强的议价能力等多方面优势，使得公司在相对低端的市场获得了较高的盈利能力。

图表 14：公司主要定位于中低端智能机市场


来源：中泰证券研究所

- **5 亿部市场空间支撑未来。**2016 年国内智能手机出货 4.65 亿部，按照 5-10% 的年均增速测算，未来 2-3 年内将超 5 亿部，其中 40% 左右为“千元机”。参考前文测算来看，2018 年国内手机品牌出货量 9 亿部左右，其中海外市场出货量将达到 4 亿部左右（70% 以上为千元机），对应出货量接近 3 亿部，公司当前阶段主要目标市场空间合计接近 5 亿部。

图表 15：2016 年 3 季度国内千元机占比 42%



来源：中国通信研究院，中泰证券研究所

图表 16：现阶段公司目标市场空间达到 5 亿部左右

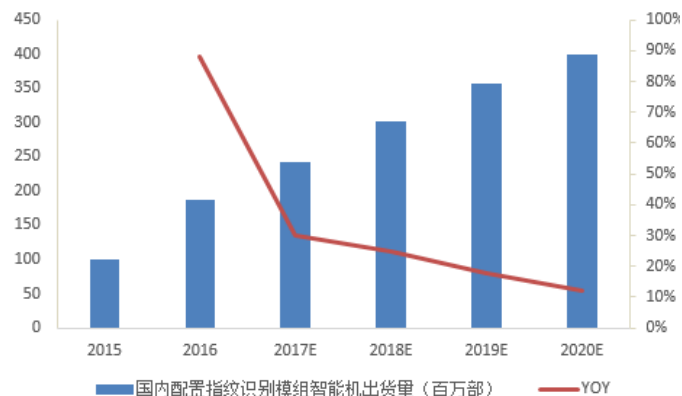


来源：中泰证券研究所

2.3 “1+N”战略加速落地，50%以上复合增速

- **指纹识别模组仍将保持快速增长，中低端机型是增长主力。**自 2013 年苹果发布首款按压式指纹识别手机苹果 iPhone 5s 后，指纹识别在中高端市场上逐渐成为标配功能。参考旭日产研预测数据来看，2016 年国内智能手机市场上，配置指纹识别功能智能机出货量达到 1.86 亿台左右，渗透率在 40%左右，其中 85%以上的中高端智能机型已配置指纹识别功能。2017 年后随着“千元机”为代表的中低端机型加速采用指纹识别，指纹识别模组行业未来仍将保持 30%以上稳定增长。同时随着下游客户由 coating 方案逐步向盖板方案切换，单个模组价值提升 8-10 元左右，将带动行业规模进一步扩大。

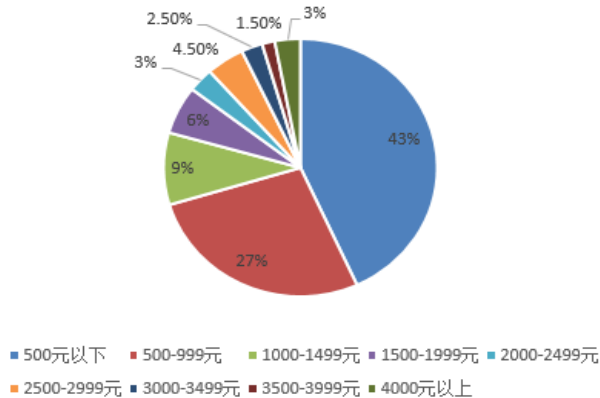
图表 17：2017 年国内指纹识别模组仍将保持 30%左右增速



来源：旭日产研，中泰证券研究所

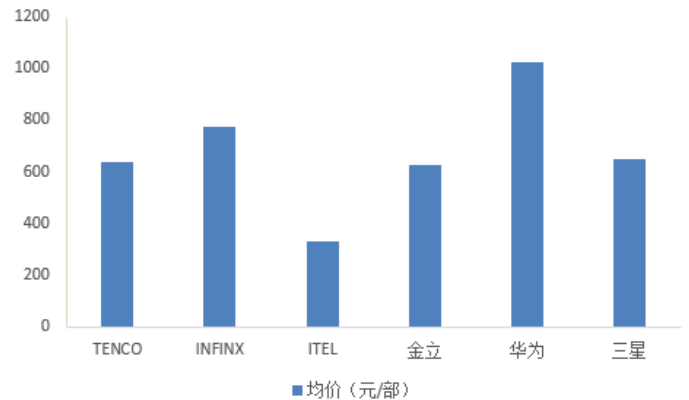
- 借目标客户指纹识别渗透率提升春风，加速扩产弯道超车。公司目前主要目标客户群体以“千元机”为主，在其指纹识别模组渗透率快速提升的关口，公司加速扩张指纹识别模组产能，coating 与盖板两种方案的产品均已实现量产并批量出货，目前产能已达到 4KK/月以上，未来还将根据下游客户订单情况随时扩产，有望实现弯道超车。

图表 18：指纹识别模组盖板方案



来源：公开资料、中泰证券研究所

图表 19：指纹识别模组 coating 方案



来源：公开资料、中泰证券研究所

- 产品线日趋完善，三大模组业务均已达到或接近行业领先水平。公司触显业务规模最大，综合产能超过 20KK/月，未来将以全贴合产品为主，全贴合产品出货量已经达到行业前三水平。同时公司通过收购比亚迪部品件将产品线由液晶显示、触摸屏拓展至摄像头模组等领域，目前基于主流工艺（COB 工艺）的摄像头模组产能已经达到 13KK/月；在江西合力泰加速投资建设指纹识别模组生产线，目前产能已达到 10KK/月以上。未来随着摄像头模组与指纹识别模组业务快速成长，公司三大模组业务都将达到行业领先水平。

图表 20：公司全贴合出货规模达到业内前三

排名	企业名称	出货量
01	信利	7.40 KK
02	欧菲光	6.50 KK
03	合力泰股份	3.90 KK
04	TPK	2.80 KK
05	帝晶	2.70 KK

来源：手机报、中泰证券研究所

图表 21：公司触控出货规模达到业内前二

排名	企业名称	出货量	同比	环比
01	欧菲光	18.0 KK	18.4% ↑	12.5% ↑
02	合力泰	7.00 KK	66.7% ↑	16.7% ↑
03	信利	6.50 KK	4.4% ↓	10.2% ↑
04	业际	4.20 KK	10.5% ↑	40.0% ↑
05	帝晶	3.85 KK	35.1% ↑	1.3% ↑

来源：手机报、中泰证券研究所

图表 22：公司摄像头模组已大批量出货

排名	企业名称	出货量	5-18M 摄像头所占百分比	同比
01	欧菲光	30.89 _{KK}	96%	48.2% ↑
02	舜宇	26.68 _{KK}	97%	20.9% ↑
03	丘钛微	16.56 _{KK}	96%	51.2% ↑
04	信利	14.56 _{KK}	94%	64.5% ↑
05	东聚	11.00 _{KK}	97%	10.3% ↑
06	光宝	10.56 _{KK}	98%	23.0% ↓
07	富士康	9.86 _{KK}	45%	50.4% ↑
08	群光	9.85 _{KK}	48%	40.1% ↑
09	桑莱士	8.00 _{KK}	37%	1.0% ↑
10	亿威利	7.32 _{KK}	34%	34.1% ↑
11	凯木金	7.02 _{KK}	41%	7.0% ↓
12	三赢兴	7.00 _{KK}	52%	1.7% ↑
13	盛泰	6.50 _{KK}	64%	1.8% ↓
14	合力泰股份	6.50 _{KK}	56%	-

来源：手机报、中泰证券研究所

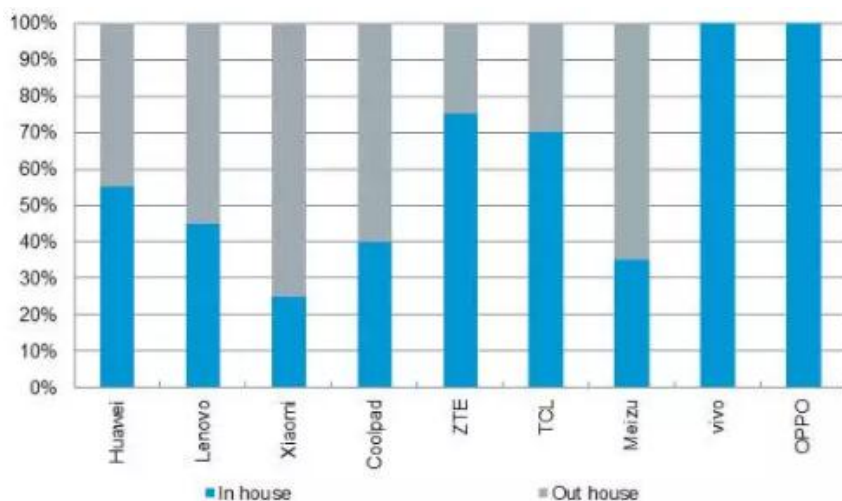
图表 23：公司指纹识别模组已批量出货

排名	企业名称	出货量	sensor	盖板
01	欧菲光	21.5 _{KK}	FPC、 汇顶、新思	45%DAF 胶
02	东聚	6.4 _{KK}	FPC、高通、 汇顶（新思）	80% 水胶 DAF 胶
03	丘钛微	5.5 _{KK}	汇顶、 FPC、其他	40% DAF 胶
04	信利光电	5.0 _{KK}	汇顶、信伟、新思 思立微、敦泰	80%
05	CrucialTec	4.0 _{KK}	FPC	打样
06	江苏凯尔	3.8 _{KK}	汇顶、思立微、 迈瑞微、信伟	90% 水胶
07	合力泰股份	2.5 _{KK}	汇顶、思立微、 迈瑞微、集创	40% 水胶
08	深越光电	1.3 _{KK}	贝特莱、思立微、 汇顶、集创（打样）	40% 水胶
09	桑莱士	800 _K	迈瑞微、汇顶、 思立微（信伟）	25% 水胶、DAF 胶

来源：手机报、中泰证券研究所

- 终端品牌商与 ODM 厂全方位覆盖，客户资源大获改善。目前国内大多数手机品牌（除 OPPO 与 Vivo 外）均是采用自主设计与 ODM 相结合的方式，主要是将部分中低端机型交予 ODM 厂商，扣除 OPPO 与 Vivo 出货量数据后，2016 年国内手机品牌出货量中采取 ODM 方式的占比达到 55%以上。以华为为例，其荣耀等中低端机型主要依靠 ODM 厂商，2016 年采取 ODM 方式出货量超 7000 万部，占比超过 50%。江西合力泰主要客户包括联想、中兴、传音、TCL、酷派等国内二三线品牌及闻泰、华勤、龙旗等 ODM 龙头厂商，通过收购比亚迪部品件与业际光电，进一步切入了华为、OPPO、Vivo 等国内一线品牌供应链，在客户资源上形成了良好的互补关系，实现了国内主流终端品牌及主要 ODM 厂商的全方位覆盖。

图表 24：华为、小米等厂商采用 ODM 方式出货占比超过一半



来源：中泰证券研究所

图表 25：公司目前已实现国内外主流终端品牌与 ODM 厂商全方位覆盖



来源：中泰证券研究所

- **客户资源与产品线兼具，加速“1+N”战略落地。**公司目前产品线与客户资源均已搭建完毕，为“1+N”战略的顺利实施打下了坚实基础。公司此前主要以触显产品为主，随着 2016 年摄像头模组与指纹识别模组的量产，凭借良好的客户资源，可将新产品快捷导入，实现单个客户“液晶显示+触摸屏+指纹识别+摄像头模组”全方位覆盖。由于公司主要面对的是中低端机型，下游客户成本控制需求强烈，公司通过打包出货一方面可以降低客户供应链管理难度，另一方面也可以降低其采购成本。例如目前主流 5 寸手机“触显+指纹+摄像头”打包出货单套价格约 150 元，较分开采购便宜 10% 左右，对于客户吸引力巨大。

图表 26：公司产品“1+N”战略

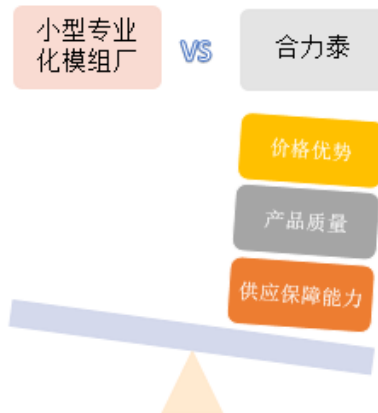


来源：中泰证券研究所

- **配套能力同步提升，未来两年业绩高增长。**公司主要竞争对手为部分小的专业化模组厂，与其相比，无论是供应保障能力、产品质量等各方面公司均具备明显优势。目前公司已初步形成 1 亿套手机匹配能力（触显配套能力大大超过 1 亿套，主要欠缺的是指纹识别模组，主要是因为低端机中指纹识别渗透率较低，未来下游客户需求爆发，公司将快速扩产品），考虑到指纹识别 2016 年全年出货较少，暂不考虑，我们预计公司全年收入有望超过百亿元。目前公司模组产品综合配套产能接近 2 亿套/年，2018 年公司有望实现 2-3 亿部手机全套模组产品配套出货，对应收

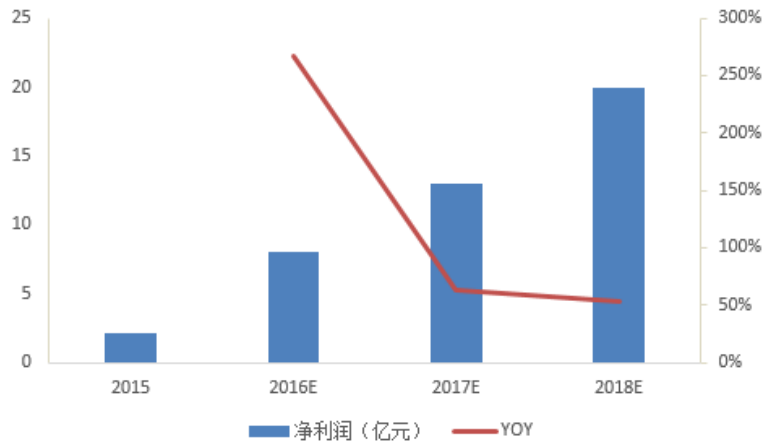
入接近 300 亿元，按照目前公司 7 个点的净利率水平测算，对应利润 20 亿元左右，未来 2 年将保持 50% 的年均复合增速。

图表 27：公司在中低端机型市场上竞争优势明显



来源：中泰证券研究所

图表 28：未来 2 年公司业绩有望保持 50% 以上复合增速

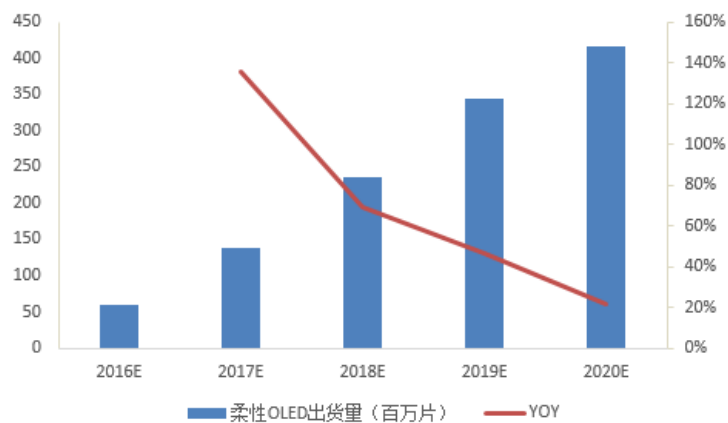


来源：中泰证券研究所（2016 年合并范围增加了比亚迪部品件、平波电子与业际光电）

2.4 三大新品待发，有望锦上添花

- **3D 玻璃、双摄、无线充电模组已完成技术储备。**公司目前在消费电子创新领域主要储备了 3D 玻璃、双摄及无线充电模组三大产品，计划依托现有客户渠道，向中高端机型拓展。目前均处于前期试产阶段，后续放量后有望带动业绩超预期。
- **柔性 OLED 兴起，带动 3D 玻璃爆发。**智能手机外观创新已成为微创新时代的主线之一。近期以来，多款柔性 OLED 屏幕配合 3D 玻璃的旗舰机型已陆续发布，大获消费者认可。目前影响 3D 玻璃渗透率提升的关键在于柔性 OLED 产能有限，参考 HIS 的预测数据，柔性 OLED 屏幕出货量有望从 2016 年的 5900 万片上升至 2020 年的 4.17 亿片，进而带动 3D 玻璃需求爆发，公司与成熟技术团队成立合资公司拓展 3D 玻璃市场，目前 3D 玻璃产能达到 600K/月，后续随着下游需求爆发，有望成为潜在超预期点。

图表 29：柔性 OLED 出货量将迎来快速增长期



来源：HIS，中泰证券研究所

- **双摄提前卡位，17 年有望小规模量产。** iPhone7 Plus 搭载双摄后，双摄已成为旗舰机型标配，行业趋势已经确立。从行业调研信息来看，主要摄像模组厂商如丘钛科技等，双摄产能储备不足，直至 iPhone 7Plus 发布后才开始搭建产能，预计 2017 年双摄模组将供需偏紧。公司已经完成双摄产线搭建，正处于小批量试样阶段，后续如能大规模供货，将进一步带动公司业绩超预期。
- **无线充电储备完毕，静待产业爆发。** 无线充电技术目前使用最多的为三星旗下机型，根据产业链调研信息，苹果明年有望推出配置无线充电技术的机型，借助其行业领导者的带动作用，促使无线充电行业爆发。公司目前在无线充电方面已经取得实质性进展，无线充电线圈已经出货三星，同时公司与上海蓝沛合作成立合资公司，进一步拓宽无线充电产品线，后期行业爆发，公司将率先受益。

图表 30：无线充电模组示意图



来源：中泰证券研究所

三、大力布局汽车电子，长期发展再添动力

3.1 ADAS 应用逐渐兴起，摄像头为其中关键

- **摄像头是 ADAS 系统的主要传感器。** ADAS 系统是利用安装于车上各式各样的传感器，在第一时间收集车内外的环境数据，进行静、动态物体的辨识、侦测与追踪等技术上的处理，从而能够让驾驶者在最短时间内

察觉可能发生的危险，以引起注意和提高安全性的主动安全技术。ADAS 功能第一步是感知，目前感知所采用的传感器包含各种形式的雷达、红外探测器、单双目摄像头等，或是由这些传感器进行不同组合形成的感知系统。其中摄像头是一个非常重要的解决方案，超过 80% 的 ADAS 技术都会运用到摄像头，或者将摄像头作为一种解决方案。

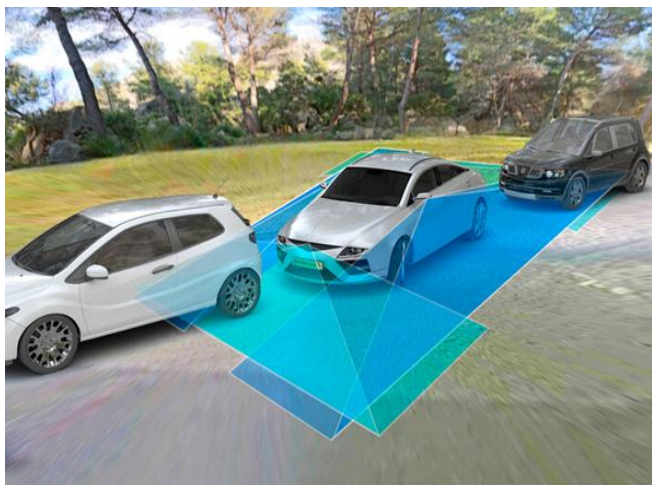
图表 31：涉及摄像头的 ADAS 技术

ADAS 技术	传感器
自适应巡航 ACC	车距传感器（毫米波雷达、激光雷达、摄像头等）
车道偏离预警 LDW	车道线传感器（摄像头、立体相机、红外线、激光雷达等）
前撞预警 FCW	车距传感器（毫米波雷达、激光雷达、摄像头等）
自动紧急制动 AEB	车距传感器（毫米波雷达、激光雷达、摄像头等）
交通标志识别 TSR	摄像头
智能远光控制 IHC	摄像头
自动泊车 AP	雷达传感器、摄像头等
行人/障碍物/车辆探测 PDS	摄像头、雷达、红外传感器
盲点探测 BSD	雷达传感器、摄像头等
驾驶员疲劳检测 DSM	红外传感器、摄像头
全景泊车系统 SVC	摄像头
自适应远光控制 AHBC	摄像头
夜视 NV	红外传感器、热成像摄像头

来源：中泰证券研究所

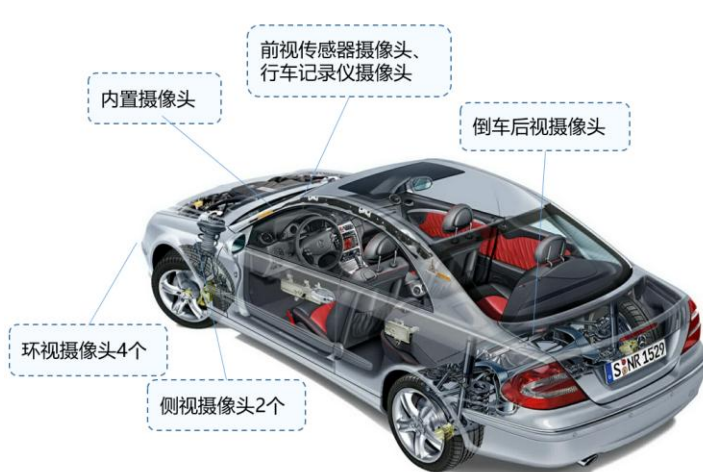
- **单车摄像头搭载量可达 6-12 个。**ADAS 需要车身不同位置的多个摄像头来实现全景泊车、盲点监测、代替后视镜等功能。从目前行业情况来看，根据实现自动驾驶程度的不同，单车摄像头可以达到 6-12 个。

图表 32：大陆集团 360 度全景系统



来源：手机报、中泰证券研究所

图表 33：ADAS 多摄像头位置



来源：手机报、中泰证券研究所

- **国内渗透率提升空间大，百亿市场蓄势待发。**根据 AutoLab 的数据，截止 2015 年 10 月，国内市场各种功能的 ADAS 的渗透率分别为：BSD 3.8%、AP 2.6%、FCW 2.6%、AEB 2.4%、SVC 2.3%、LDW 1.7%、ACC 1.3%、LKS 0.8%，总体来看，ADAS 系统渗透率低于 3%。参考中汽协预测数据来看，2020 年国内汽车销量将达到 3000 万辆以上，

ADAS 系统渗透率按照 15% 计算，对应出货量将达到 450 万套以上，对应车载摄像头需求量达到 2700-5400 万颗，按照 200 元/颗单价计算，到 2020 年车载摄像头市场空间将达到 54-108 亿元。

图表 34：2015 年国内 ADAS 系统整体渗透率低于 3%



来源：中国产业研究中心，中泰证券研究所

3.2 车载摄像头要求高，提前卡位享爆发红利

- **车载摄像头质量要求更高。**与手机摄像头不同，车规级摄像头需要应对各种严峻的驾驶环境，例如在低照度下的性能、动态范围、近红外线（NIR）敏感性、在摄氏-40 到+105℃宽温度范围下的图像品质、长期可靠性、图像资料完整性和稳健性等方面。对车规级摄像头要求更加严格。出货给汽车应用的图像传感器都要求符合 AEC-Q100 以及在 ISO/TS 16949 认证的设施中生产。

图表 35：车载摄像头的硬性要求



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

- **深度绑定 BYD 助力爆发。**公司在汽车电子领域通过收购的部品件公司切入到比亚迪汽车供应链，目前是比亚迪各类车型车载摄像头最大的供

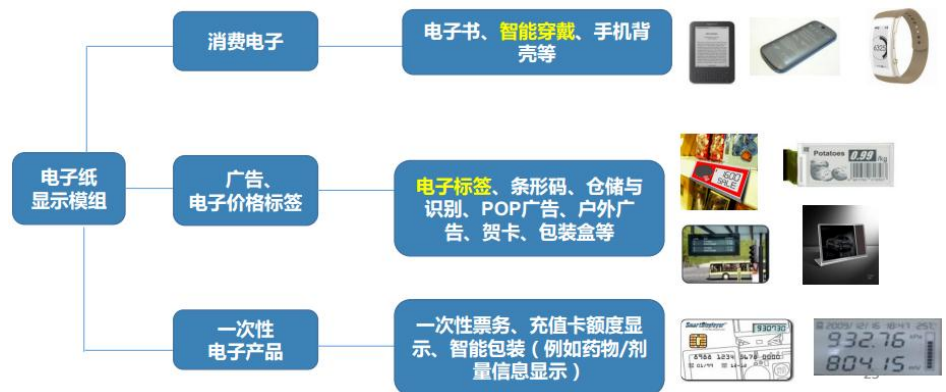
应商，同时比亚迪作为公司第二大股东，已经与公司在车载摄像头、中控显示屏等汽车电子领域形成了深度合作。此外，公司持续加大新客户拓展力度，有望切入北汽等整车厂商供应链，加速公司汽车电子业务爆发，为公司长期发展再添引擎。

四、电子标签蓄势待发，布局入口再拓空间

4.1 智能电子标签优势渐显，带动电子纸模组放量

- **电子纸模组主要用于智能电子标签、一次性电子产品等领域。**电子纸（E-paper）是一种新型的显示材料，基于电泳原理的双稳态显示技术，通过颜色的黑白、深浅变化来表现文字和图画，具有超低能耗、薄如纸张、可以弯曲和类似书本的清晰度等优越性能。现实可行的应用领域主要包括消费电子、广告与电子价格标签、一次性电子产品等领域。

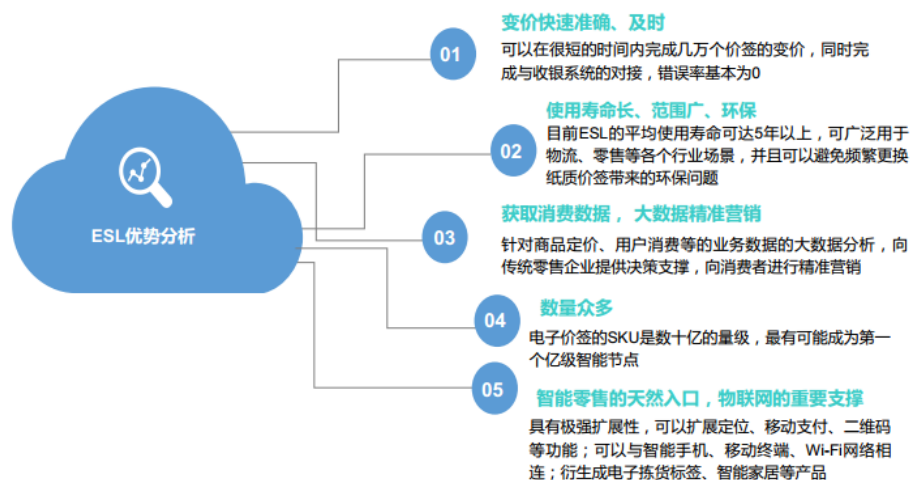
图表 36：电子纸模组主要用于智能电子标签、一次性电子产品等领域



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **电子标签优势渐显。**智能电子价格标签是一种可替代传统纸质价格标签的电子显示装置。每一个电子价格标签通过有线或者无线网络与商场计算机数据库相连，并将最新的商品价格通过电子价格标签上的屏显示出来。电子标签具备变价快速准确、及时；使用寿命长、范围广、环保；获取消费数据，大数据精准营销；智能零售的天然入口等五大优势，有望成为线下零售商转型 O2O 的重要抓手。

图表 37：ESL 的五大优势



来源：中泰证券研究所

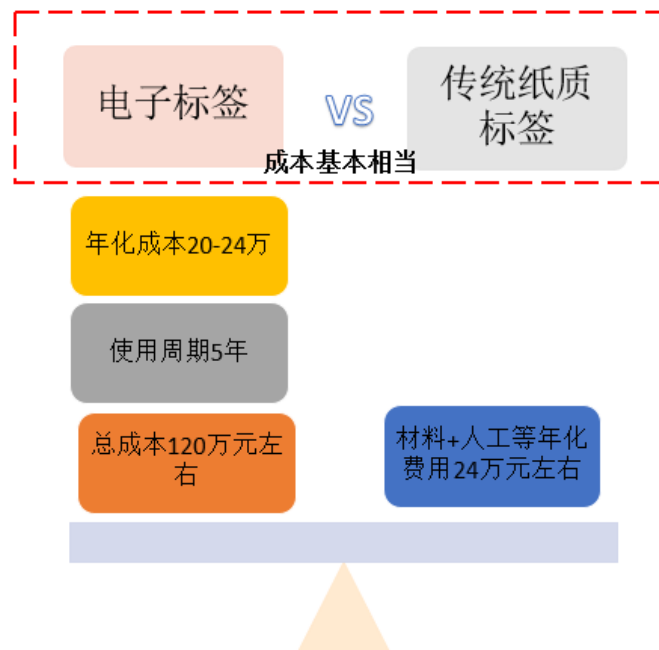
图表 38：电子标签助力零售业进行数据挖掘



来源：中泰证券研究所

- **电子标签已进入经济性临界区间。**根据草根调研信息来看，目前电子纸模组价格在 50-60 元/个左右，按照单个卖场 1 万商品计算，加上系统成本后，总投资在 100-120 万左右，按照 5 年的使用期计算，年化成本在 20-24 万元左右。而目前以上规模的卖场一年标签更换的材料、人工费用合计也达到 24 万元/年左右，成本已经基本相当。

图表 39：目前电子标签与传统纸质标签年化成本已基本相当



来源：中泰证券研究所

- **规模化应用带动成本下降，打开千亿市场。**未来随着人工成本逐年上行及电子标签规模化后带来的成本下降，电子标签经济性优势有望进一步扩大。参考 IDC 分析数据来看，2015 年国内零售百强企业门店数量共计约 10 万家，大卖场比例达到 28.9%，门店数量近 30,000 家，便利店近 70,000 家，大卖场单店按照 2.5 万 SKU、便利店按照 0.3 万 SKU 计算，对 ESL 模组的需求超过 10 亿个，对应市场超过 500 亿元。全球市场对 ESL 模组需求超过 20 亿个，市场规模近千亿。

图表 40：国内 ESL 模组需求量超过 10 亿个

类别	门店数量	平均SKU	陈列数量	ESL需求数量
大卖场	30,000	25,000	28,750	862,500,000
便利店	70,000	3,000	3,300	231,000,000

来源：中泰证券研究所

4.2 创新模式解决用户痛点，全产业链布局享爆发红利

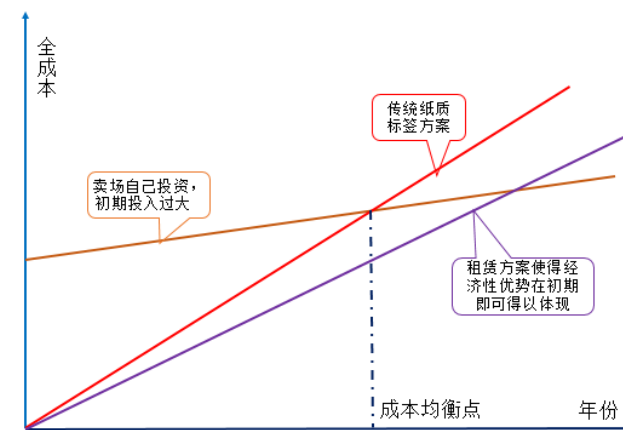
- **三年积淀完善产业链布局。**公司自 2014 年开始布局电子纸模组行业以来，至今已历时三年。公司在产业链上游与广州奥翼（全球两家生产电子纸膜片的公司之一）达成战略合作，锁定上游电子纸膜片资源；设立江西新泰科技负责电子纸模组生产；与电子标签解决方案龙头企业——汉朔科技合资成立麦丰网络（持股 51%），布局电子标签系统建设、运营和数据挖掘市场，下游成立子公司云泰传媒采取负责经营性租赁、电子价格显示标签的物理实体表面广告资源应用及销售等相关广告传媒业务。

图表 41：公司在电子标签领域已实现全产业链布局


来源：中泰证券研究所

- **创新模式解决初始投资过高痛点。**电子标签虽然在全生命周期成本与纸质标签相当，未来随着规模化后成本优势将进一步凸显。但由于单个大卖场初始投资普遍百万元以上，初始投资金额大，影响智能电子标签推广。公司借助上市公司的融资优势，结合制造端品质管控优势，通过经营性租赁的方式，解决用户初始投资过高的痛点。目前公司产品使用寿命能够达到 8 年左右，超过行业平均水平，采取融资租赁方式后，公司年化收费在 12 万元左右，使得电子标签经济性优势能够得到充分体现，有望加速业务拓展进程。

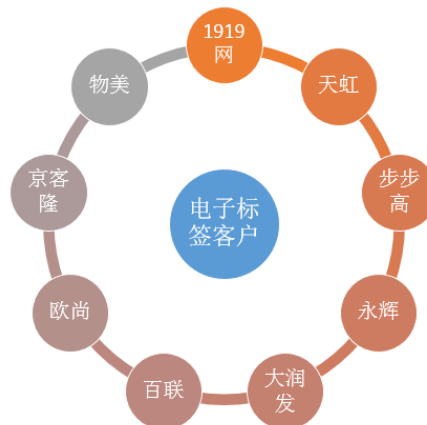
图表 42：租赁方案解决了用户初始投资大的痛点



来源：中泰证券研究所

- **下游客户拓展初见成效，硬件销售率先受益。**目前国内主流商业零售企业都开始采用电子价格标签牌，永辉、物美、1919 网、百联、天虹、步步高、京客隆、大润发、欧尚等均已成为公司智能价格标签牌产品的终端用户，未来公司将持续扩张在客户卖场中的渗透率，并进一步推广至中小超市及便利店。截止 2016 年上半年，公司电子纸模组销售额已接近 4000 多万元，后续随着规模扩张，公司硬件销售规模将迎来爆发式增长。

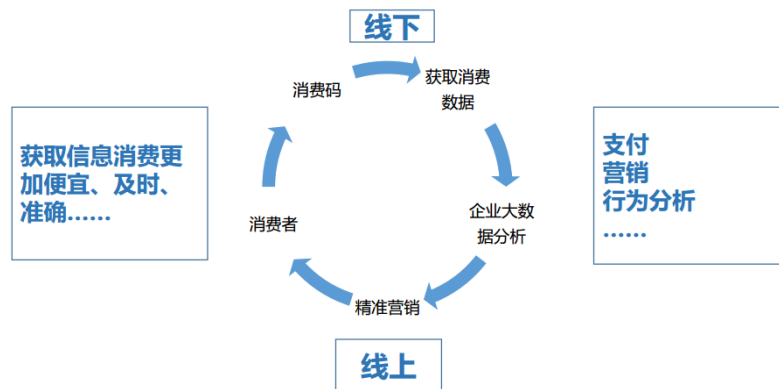
图表 43：公司电子标签客户已涵盖国内主要卖场品牌



来源：中泰证券研究所

- **卡位入口，由硬件转向平台。**公司通过硬件产品布局有望抢占零售企业消费者与企业数据入口，利用基础物联网的数据和库存以及时间数据，进行大数据分析，加快实体门店和线上的有机融合，以实现智能零售管理、智能库存管理、智能配送管理，真正协助实体门店及线上商家实现最后一公里的信息共通、享、配送。同时还可实现针对消费者的精准营销、精准零售、便捷消费，转型平台型企业，通过广告、供应链管理等多种方式获得增值收益。

图表 44：公司有望借助智能标签打通线上线下，提供闭环服务



来源：中泰证券研究所

五、投资建议：智能手机夯实增长基础，新业务再拓成长空间

- **“1+N”战略叠加精准定位，带动中期业绩高增长。**国产手机品牌海外市场拓展加速，在印度、非洲等新兴市场带动下，我们预计 2018 年国产手机品牌出货量将达 9 亿部左右，年均增速 20% 左右，其中约 5 亿部为中低端机型。公司依托领先的成本控制能力，目前已实现触控、液显、摄像头、指纹识别全线产品供货能力，主要国产品牌均已成为公司客户，随着“1+N”产品策略加速落地，2018 年有望实现 2-3 亿部手机产品配套出货，对应 300 亿元收入，带动公司未来 2 年实现 50% 以上年均增速。同时双摄、3D 玻璃等新产品蓄势待发，有望进一步带动公司业绩超预期。
- **大力布局汽车电子，长期发展再添动力。**国内 ADAS 系统目前整体渗透率低于 3%，中汽协预计 2020 年渗透率将超过 15%，对应出货量将超过 450 万套。从目前 ADAS 系统配置来看，摄像头为主要传感器，单套系统配置摄像头数量达到 6-12 个，对应车载摄像头需求量达到 2700-5400 万颗，按照 200 元/颗单价计算，到 2020 年车载摄像头市场空间将达到 54-108 亿元。车载摄像头对质量要求更高，需要系列认证，公司目前深度绑定比亚迪，为其车载摄像头模组的主要供应商，并成功切入北汽等整车企业供应链，为公司长期发展增添动力。
- **电子标签蓄势待发，布局入口再拓空间。**目前大型卖场电子标签年化成本在 20-24 万元左右，与传统纸质标签年化费用相当，但由于初始投资超百万，影响产品推广。公司依托强大的硬件制造能力，通过租赁方式推广，有效解决用户初始投资过高的痛点，加速行业爆发。公司在行业爆发初期通过硬件产品销售将首先受益，后期随着规模扩张后，还可借助海量数据，通过广告、供应链管理等多种形式获得增值收益，实现由硬件到平台的跨越。
- **盈利预测：**智能手机夯实增长基础，汽车电子与电子标签再拓成长空间，我们预计公司 2016/17/18 年净利润为 8.8/13.4/20.4 亿元，增速为 305%/52%/52%，摊薄 EPS 为 0.56/0.86/1.30 元，当前股价对应 2016/17/18 年 PE 为 31.4/20.7/13.6X，参考可比公司估值，给予 2017 年 27 倍估值，目标价 23.2 元，“增持”评级！

图表 45：分项收入拆分预测

单位（亿元）	2015	2016E	2017E	2018E
CTP-电容式触摸屏	15.27	31	46	69
毛利率	20.10%	17.77%	17.36%	17.22%
TLI 触显一体化模组	9.41	37.8	66	99
毛利率	17.53%	14.23%	14.11%	14.03%
液晶显示类	7.99	6.5	7	7.5
毛利率	18.65%	18.31%	18.14%	18.08%
化工	7.97	8	8	8
毛利率	7.78%	16.38%	16%	16%
FPC	2.35	11	13	15
毛利率	20.43%	15%	15%	15%
电阻式触摸屏	1.72	2.3	2	2
毛利率	28.49%	28.26%	28%	28%
智能穿戴	1.41	0.24	0.35	0.45
毛利率	31.21%	20.83%	17.14%	17%
盖板玻璃	0.66	1	2.8	6
毛利率	23.40%	20%	25.36%	25%
摄像头模组	0.47	7	25	50
毛利率	23.40%	12.86%	12.88%	12.80%
电子纸	0.22	1.7	4	8
毛利率	27.27%	25.29%	26.25%	26%
指纹识别模组	0.21	2	10.5	25
毛利率	19.05%	12%	12.29%	12.19%

来源：中泰证券研究所

图表 46：可比公司估值列表

公司	2015	2016E	2017E	2018E
欧菲光	67	43	26	18
联创电子	113	44	27	18
莱宝高科	-16	45	34	27
安洁科技	35	26	20	17
平均 PE	72	40	27	20

来源：Wind，中泰证券研究所（估值数据取自 Wind 一致预期，2015 年均值数据剔除负值）

六、风险提示：

- **印非等地智能手机渗透低预期。**印度、非洲等地因宏观经济等因素导致购买力下降，智能机替代功能机进度低于预期。
- **国产品牌在海外市场拓展进度低预期。**因为关税、本地保护等因素，导致国产手机品牌海外市场出货量低预期。
- **电子标签业务拓展进度低预期。**下游大卖场、超市等客户对电子标签接受程度低预期，导致公司产品出货量低预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4833	9488	15398	22068	营业收入	4953	10891	18465	28995
货币资金	864	2831	3708	2191	营业成本	4066	8975	15496	24563
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	21	34	54	78
应收账款	1611	3104	5039	8692	销售费用	64	111	166	232
其他应收款	323	283	612	1207	管理费用	352	632	1034	1537
存货	1354	1899	3571	6344	财务费用	84	222	209	273
非流动资产	4322	4686	5125	5111	资产减值损失	191	22	27	36
可供出售金融资产	7	2	3	4	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	8	4	6	5	投资收益	49	17	22	29
投资性房地产	2	0	0	0	营业利润	224	912	1501	2306
固定资产	1447	1617	1848	1747	营业外收入	69	104	42	39
在建工程	196	248	324	324	营业外支出	5	3	3	4
油气资产	0	0	0	0	利润总额	288	1014	1540	2341
无形资产	269	307	396	443	所得税	71	132	200	304
资产总计	9155	14173	20523	27179	净利润	217	882	1339	2036
流动负债	3332	4486	6595	10697	少数股东损益	-1	-0	-0	-1
短期借款	1333	1500	1500	2496	归属母公司净利润	218	882	1340	2037
应付票据	252	369	746	1238	EPS(元)	0.15	0.56	0.86	1.30
应付账款	1064	1987	3508	5809					
其他	684	630	841	1155	主要财务比率				
非流动负债	290	687	1123	1640	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	27	227	477	777	成长性				
其他	263	460	646	863	营业收入增长率	62.2%	119.9%	69.5%	57.0%
负债合计	3622	5173	7718	12337	营业利润增长率	50.1%	308.1%	64.5%	53.6%
股本	1422	1564	1564	1564	净利润增长率	48.1%	304.5%	51.9%	52.0%
资本公积	3577	6043	8509	8509	盈利能力				
未分配利润	460	1187	2326	4058	毛利率	17.9%	17.6%	16.1%	15.3%
少数股东权益	2	2	2	1	净利率	4.4%	8.1%	7.3%	7.0%
股东权益合计	5533	9000	12805	14842	ROE	3.9%	9.8%	10.5%	13.7%
负债及权益合计	9155	14173	20523	27179					
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	39.6%	36.5%	37.6%	45.4%
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	流动比率	1.45	2.11	2.33	2.06
净利润	217	882	1340	2037	速动比率	1.04	1.68	1.78	1.46
折旧和摊销	192	98	118	132					
资产减值准备	191	-58	71	109	营运能力				
无形资产摊销	47	20	26	31	资产周转率	80.1%	93.4%	106.4%	121.6%
公允价值变动损失	0	0	0	0	应收帐款周转率	430.5%	449.7%	449.0%	418.1%
财务费用	83	222	209	273					
投资损失	-49	-17	-22	-29	每股资料(元)				
少数股东损益	-1	-0	-0	-1	每股收益	0.15	0.56	0.86	1.30
营运资金的变动	-476	1271	2874	5002	每股经营现金	0.13	-0.15	-0.72	-1.59
经营活动产生现金	201	-236	-1123	-2484	每股净资产	3.54	5.75	8.19	9.49
投资活动产生现金	-968	-457	-526	-68					
融资活动产生现金	1389	2660	2525	1035	估值比率(倍)				
现金净变动	623	1966	877	-1517	PE	115.6	31.4	20.7	13.6
现金的期初余额	133	864	2831	3708	PB	5.0	3.1	2.2	1.9
现金的期末余额	755	2831	3708	2191					

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。