

长信科技 (300088)

证券研究报告

2019年09月04日

可穿戴、车载、柔性屏驱动未来持续成长

1. 国内高端触控显示行业龙头

长信科技主导产品包括液晶显示用 ITO 导电膜玻璃、触摸屏用 ITO 导电膜玻璃、手机面板视窗材料等。2019H1, 长信科技营收 32.3 亿元, 同比下滑 26.2%; 归母净利润 4.4 亿元, 同比增长 21.2%。2018 年国资背景的芜湖铁元投资控股公司, 以“赋能投资”促进公司发展。

2. 可穿戴行业高成长, Apple Watch 驱动业务高速增长

根据 IDC 数据, 预计 2019 年全球耳机、手表和手环的出货量分别为 0.92/0.72/0.54 亿台, 未来三年的复合增长率分别为 9.4%/10.0%/0.3%, 行业成长性很高。根据 Strategy Analytics 数据, Apple Watch 在 2019Q2 的全球出货量为 570 万部, 全球市场占有率 46.4%。作为新款 Apple Watch 柔性 OLED 智能穿戴显示模组的独供企业, Apple Watch 驱动业务将高速增长。

3. 车载显示需求旺盛, 公司保持领先地位

根据 IHS 数据, 从 2017Q1 至 2019Q1, 全球车载显示面板出货量一直保持在 3500 万片以上, 具有很强的市场需求。公司一方面与 JDI、京东方、SHARP、天马等大型面板厂商紧密合作, 另一方面为特斯拉 Model S/X 旗舰车提高中控模组, 独供比亚迪的唐、宋、秦等热销车型的中控屏模组, 并且进入大众汽车, 福特、菲亚特车载供应链体系, 在车载显示领域保持领先地位。

4. 柔性 OLED 模组&触控 Sensor 打开成长空间

根据 DSCC 数据, 2018 年柔性 OLED 面板出货量为 2.02 亿片, 预计 2022 年出货量将达到 5.70 亿片, 具有很大的成长空间。公司在 OLED 模组专业生产领域的技术具有垄断性和唯一性, 并成功研制出柔性 OLED 显示屏用的可折叠 20 万次的柔性触控 sensor, 是全球为数不多掌握柔性触控核心技术的企业, 打开了柔性 OLED 模组&触控 Sensor 的市场成长空间。

5. 供需持续改善, 减薄业务稳定增长

随着 LCD 面板行业供需持续改善, 以及 Sharp、LGD、BOE 等面板领导厂商对公司减薄技术的认可, 作为具有技术和规模优势而稳居国内减薄行业首位和市占率第一的长信科技, 传统的减薄业务稳定增长。

6. 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.5/12.5/15.0 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.41/0.54/0.65 元/股。参考同行业公司估值 (立讯、歌尔、景旺等) 给予公司 2020 年 22 倍 PE, 对应的目标价为 11.88 元, 首次覆盖, 给予买入评级。

风险提示: 市场需求和产线建设不及预期; 海外营收减少风险; 行业竞争加剧风险;

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,884.37	9,614.88	9,634.10	12,603.34	16,079.34
增长率(%)	27.43	(11.66)	0.20	30.82	27.58
EBITDA(百万元)	1,017.48	1,358.39	1,364.38	1,690.08	1,965.05
净利润(百万元)	544.40	712.02	950.75	1,250.73	1,500.90
增长率(%)	56.84	30.79	33.53	31.55	20.00
EPS(元/股)	0.24	0.31	0.41	0.54	0.65
市盈率(P/E)	30.07	22.99	17.22	13.09	10.91
市净率(P/B)	3.75	3.37	2.98	2.62	2.28
市销率(P/S)	1.50	1.70	1.70	1.30	1.02
EV/EBITDA	18.47	7.44	11.74	9.01	7.36

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	7.5 元
目标价格	11.88 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,298.88
流通 A 股股本(百万股)	2,256.67
A 股总市值(百万元)	17,241.60
流通 A 股市值(百万元)	16,925.05
每股净资产(元)	2.17
资产负债率(%)	40.78
一年内最高/最低(元)	7.86/4.14

作者

潘暉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
张健	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010002	
zjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告



内容目录

1. 长信科技：国内高端触控显示龙头	4
1.1. 产业布局紧密，国资背景加强业务发展.....	4
1.2. 长信科技发展经营良好，利润不断增长.....	5
1.3. 长信科技与国内外知名企业合作紧密.....	7
2. 可穿戴行业高成长，Apple Watch 驱动业务高速成长	7
2.1. 智能可穿戴设备市场多元化发展.....	7
2.2. 智能可穿戴行业成长性高.....	8
2.3. Apple Watch 驱动长信科技业务高速成长.....	9
3. 车载显示需求旺盛，公司保持领先地位	10
3.1. 车载显示市场需求旺盛.....	10
3.2. 长信科技车载显示业务处于行业领先地位.....	11
4. 柔性 OLED 模组&触控 Sensor 打开成长空间	14
4.1. 柔性 OLED 面板市场需求旺盛.....	14
4.2. 全球面板厂商积极布局 OLED 产线.....	14
4.3. OLED 产业国产化速度加快.....	15
4.4. 柔性 OLED 模组&触控 Sensor 打开成长空间.....	16
5. 供需持续改善，减薄业务稳定增长	16
5.1. 产能扩张是 LCD 面板行业供需失衡的主要因素.....	16
5.2. 海外产能正加速退出竞争市场，全球 LCD 市场供需将持续改善.....	17
5.3. TFT-LCD 面板轻薄化是 FDP 行业的发展趋势.....	18
5.4. 长信科技减薄业务引领行业发展.....	19
6. 盈利预测和投资建议	19
7. 风险提示	20

图表目录

图 1：2010-2019H1 长信科技营业收入（单位：亿元）.....	5
图 2：2010-2019H1 长信科技归母净利润（单位：亿元）.....	5
图 3：2010-2019H1 长信科技销售毛利率和净利率（单位：%）.....	6
图 4：2010-2019H1 长信科技经营活动现金净流量（单位：亿元）.....	6
图 5：长信科技存货周转天数（单位：天）.....	6
图 6：长信科技应收账款周转天数（单位：天）.....	6
图 7：2010-2018 年长信科技产品营收结构（单位：%）.....	7
图 8：2010-2018 年长信科技地区营收结构（单位：%）.....	7
图 9：长信科技客户群体.....	7
图 10：长信科技产品应用案例.....	7
图 11：可穿戴设备发展.....	8

图 12: 全球可穿戴设备出货量和市场占有率预测	9
图 13: 2018 年中国可穿戴设备市场各产品份额	9
图 14: 2018-2023 年中国可穿戴设备市场 (单位: 百万台)	9
图 15: 2019Q1 中国前五大可穿戴设备厂商情况 (单位: 千台)	9
图 16: 18Q2 和 19Q2 全球主要智能手表供应商出货量统计 (单位: 百万部)	10
图 17: 18Q2 全球主要智能手表供应商出货量占比 (单位: %)	10
图 18: 19Q2 全球主要智能手表供应商出货量占比 (单位: %)	10
图 19: 2017-2019Q1 车载显示面板出货量及同比增长率 (单位: 百万片)	11
图 20: 2018 年车载显示面板构成 (单位: 百万片)	11
图 21: 长信科技车载显示业务	12
图 22: 2017-2018 年车载显示面板供应商出货量排名	12
图 23: 长信科技中控屏模组在比亚迪和特斯拉汽车上的应用	13
图 24: 长信科技车载显示产品供应的汽车厂商	13
图 25: 2016-2022 年全球 OLED 面板出货量及预测值 (单位: 亿片)	14
图 26: 2017-2023 年 AMOLED 产线规划	15
图 27: 2016-2022 年各国 OLED 产能及预测情况 (单位: 万平方米)	16
图 28: 2016-2022 年中国和韩国 OLED 产能全球占比 (%)	16
图 29: 全球 TFT-LCD 面板产能 (单位: 百万平方米)	17
图 30: 全球面板需求及增长率预测 (单位: 百万平方米)	17
图 31: 2017-2019 年产能退出/转产情况	18
图 32: 面板减薄前后画质对比	18
图 33: 使用薄玻璃和常规玻璃的面板生产工艺对比	19
图 34: 显示面板化学薄化过程示意图	19
表 1: 长信科技发展历史	4
表 2: 长信科技业务板块介绍	4
表 3: 长信科技前十大股东情况	5
表 4: 全球柔性 OLED 产线及规划统计 (截止 2019.08)	14
表 5: 长信营收结构拆分	19
表 6: 可比公司估值	20

1. 长信科技：国内高端触控显示龙头

国内高端触控显示行业龙头。长信科技成立于 2000 年，是一家专业从事平板显示真空薄膜材料的研发、生产、销售和服务的公司，主导产品包括液晶显示用 ITO 导电膜玻璃、触摸屏用 ITO 导电膜玻璃、手机面板视窗材料等。公司曾被评选为中国电子信息百强企业。2010 年 5 月，长信科技在创业板成功上市，股票代码为 300088。

1.1. 产业布局紧密，国资背景加强业务发展

触控产业密集布局，处于行业领先地位。目前，公司主营业务的四大板块 ITO 导电玻璃业务、TFT 面板减薄业务、中大尺寸触控显示一体化业务、中小尺寸触控显示一体化业务均位居行业龙头。新业务柔性 OLED 智能穿戴业务和高端 Notebook、Pad 模组及其全贴合业务也在持续发力。

表 1：长信科技发展历史

时间	事件
2000	长信科技成立
2008	收购天津美泰 100%股权
2010	创业板上市；成立第一事业部，主要致力于 ITO 导电玻璃生产
2011	成立第二事业部，从事电容式触摸屏生产业务；成立第三事业部，生产薄型化显示屏减薄产品
2013	收购赣州德普特科技
2014	成立第五事业部，从事车载触控显示屏业务；成立深圳德普特电子
2016	成立东莞德普特电子
2017	成立重庆永信科技
2018	引入安徽省国资委下属的芜湖铁元投资有限公司，并成为长信科技第一大股东

资料来源：公司官网，公司招股说明书，2019 年中报，天风证券研究所

表 2：长信科技业务板块介绍

业务板块	说明
高端 LCD 手机全面屏触控显示模组业务	华为高端 LCD 屏 P 系列、M 系列和中端荣耀系列，如 Mate20 手机模组；向 OPPO、VIVO、小米提供 A 系列、Y 系列、NOTE 系列高端机种手机模组
中小尺寸触控显示一体化业务板块	可穿戴显示模组：为国际前五大智能可穿戴终端客户如：Sumsang、Fitbit、华为、华米等提供一系列的中高端可穿戴产品 OLED 智能穿戴业务：目前为生产 Apple Watch 模组的第一条产线已建成，其他产线部分已完成安装，整体测试和量产前工作进展顺利
中大尺寸触控显示一体化业务板块	业务涵盖车载 Sensor、车载触控模组、车载盖板、车载触显一体化模组等，客户覆盖日欧美德系品牌车商
高端 Notebook、Pad 模组及其全贴合业务	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
TFT 面板减薄业务板块	公司凭借着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粘性
ITO 导电玻璃板块	公司传统业务的发展基石，牢牢占据行业高端市场，连续多年保持行业市场占有率、产销规模、盈利能力首位

资料来源：公司 2019 年中报，天风证券研究所

国资背景助力公司业务快速发展。鉴于未来三至五年仍将是公司业绩的快速增长期，公司将进一步在汽车显示屏版块、OLED 模组贴合等高精尖领域加大布局力度，但新疆润丰由于其资本实力特别是资金实力难以满足公司发展需要。2018 年，公司引入安徽省国资委下属公司芜湖铁元投资做为上市公司的控股股东，以“赋能投资”做为上市公司高效发展的基石，以积极支持并参与长信科技的重大资本项目做为参与上市公司经营的方式之一，有

利于公司可借助本地国资优势资源，做大做强。

表 3：长信科技前十大股东情况

2017 年年报			2019 年中报	
排名	股东名称	占总股本比例(%)	股东名称	占总股本比例(%)
1	新疆润丰股权投资企业(有限合伙)	18.9700	芜湖铁元投资有限公司	11.8100
2	赣州市德普特投资管理有限公司	2.8100	新疆润丰股权投资企业(有限合伙)	8.9700
3	鹏华资产管理-浦发银行-鹏华资产大 产大拇指泰然 1 号资产管理计划	1.2100	中国工商银行股份有限公司-易方达创业 板交易型开放式指数证券投资基金	1.5800
4	中央汇金资产管理有限责任公司	1.2000	芜湖长信科技股份有限公司-第二期员工 持股计划	1.2800
5	东亚真空电镀厂有限公司	1.0800	鹏华资产管理-浦发银行-鹏华资产大拇 指泰然 1 号资产管理计划	1.2100
6	陈奇	0.8000	中央汇金资产管理有限责任公司	1.2000
7	高前文	0.6700	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交 易型开放式指数证券投资基金	0.9600
8	蔡倩	0.5400	中国建设银行股份有限公司-华安创业板 50 交易型开放式指数证券投资基金	0.8700
9	陈夕林	0.5300	陈奇	0.8200
10	杨春美	0.4800	张跃军	0.7900
	合 计	28.2900	合 计	29.4900

资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 长信科技发展经营良好，利润不断增长

长信科技盈利能力持续增强。2010 年，长信科技上市以来，公司营业收入不断增长，盈利能力持续增强。2018 年，长信科技营收 96.1 亿元，同比下滑 11.7%；归母净利润 7.1 亿元，同比增加 30.8%。2019H1，长信科技营收 32.3 亿元，同比下滑 26.2%；归母净利润 4.4 亿元，同比增长 21.2%。

结算模式改变拉低营收，业务强化增加盈利能力。公司中小尺寸手机显示模组业务是销售收入的主要贡献业务，18 年以来，业务的结算模式由先前单独的 Buy And Sell 模式变为 Buy And Sell 模式和 OEM 模式并存，并且 OEM 模式的占比进一步提升，导致公司收入下降。公司各业务板块均处于行业龙头、全产业链优势明显、同一客户多业务版块合作持续深化、产品出货量持续保持增长、精细化管理和规模化生产共同促进了净利润增长。

图 1：2010-2019H1 长信科技营业收入（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2010-2019H1 长信科技归母净利润（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率和净利率近几年持续提升，现金流稳定增长。2016 年以来，公司毛利率和净利率分别从 9.3%和 4.2%的历史低位增长至 2019H1 的 24.9%和 13.9%，盈利能力持续提升。长信科技对现金流控制水平较高，公司应收账款管的控效果显著，销售资金回笼加快，现金流净额逐渐增加。

图 3：2010-2019H1 长信科技销售毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2010-2019H1 长信科技经营活动现金净流量（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

长信科技存货和应收账款项目健康发展。公司重视存货和应收账款项目的管理。近几年，公司的存货周转天数维持在平均 30 天左右，应收账款周转天数降低至 85 天以下。同时，公司持续加大客户应收账款管控力度，以及提升子公司东莞德普特电子业务中的 OEM 模式业务比例，存货和应收账款项目健康发展。

图 5：长信科技存货周转天数（单位：天）



资料来源：wind，天风证券研究所

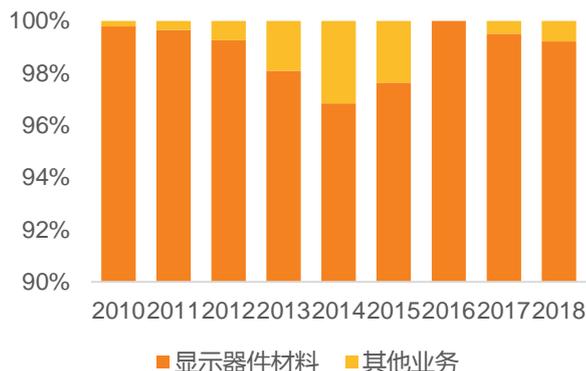
图 6：长信科技应收账款周转天数（单位：天）



资料来源：wind，天风证券研究所

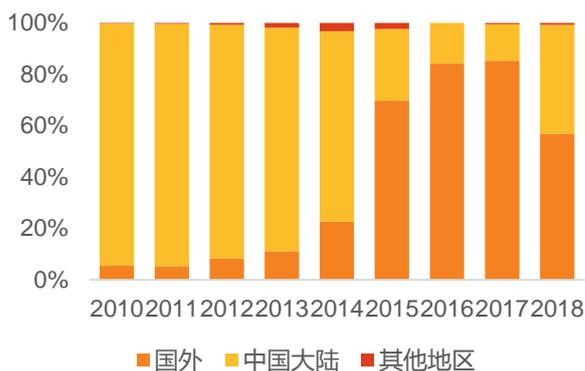
显示器件材料是公司核心业务，国外营收占比较大。长信科技从 2010 年上市以来，显示器件材料业务是公司核心业务，占主营业务收入的 95%以上。2015 年以来，长信科技从事液晶显示模组的生产和销售的控股子公司深圳德普特电子，与世界知名显示屏生产商开展深度合作，客户订单充足，业务规模迅速扩大。

图 7：2010-2018 年长信科技产品营收结构（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2010-2018 年长信科技地区营收结构（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 长信科技与国内外知名企业合作紧密

长信科技与国内外知名企业紧密合作，引领高端市场。在高端 LCD 手机全面屏触控显示模组业务，公司与华为、OPPO、VIVO、小米、SHARP 等紧密合作，向华为提供高端 LCD 屏 P 系列、M 系列和中端荣耀系列等手机模组；同时向 OPPO、VIVO、小米提供 A 系列、Y 系列、NOTE 系列高端机种手机模组。在可穿戴显示模组，公司为 Sumsang、Fitbit、华为、华米等提供一系列的中高端可穿戴产品。在高端 Notebook、Pad 模组及其全贴合业务，公司为联想、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。

图 9：长信科技客户群体



资料来源：2019 年中报，天风证券研究所整理

图 10：长信科技产品应用案例



资料来源：2019 年中报，天风证券研究所整理

2. 可穿戴行业高成长，Apple Watch 驱动业务高速增长

2.1. 智能可穿戴设备市场多元化发展

智能科技发展推动可穿戴设备市场多元化发展。2012 年，全球科技巨头谷歌推出的第一款智能眼镜“Google Project Glass”，打开智能可穿戴设备市场的大门。行业领先的科技公司对日常穿戴设备进行智能化设计和开发，促进穿戴设备往智能化方向发展。目前，我们常见的穿戴设备包括智能手表、智能头盔、AR 眼镜，无线耳机等。伴随着智能设备技术的不断创新，可穿戴设备正向多样化方向发展。

图 11：可穿戴设备发展



资料来源：shenzhenware，天风证券研究所

2.2. 智能可穿戴行业成长性高

手表、手环和耳机引领智能可穿戴市场。根据 IDC 数据，预计 2019 年全球手表、耳机和手环的出货量分别为 9180 万台、7200 万台和 5420 万台，三者的市场占有率累计为 97.8%，是可穿戴市场的核心产品。预计到 2023 年，全球手表、耳机和手环的出货量分别为 13160 万台、10530 万台和 5500 万台，年复合增长率分别为 9.4%、10.0%和 0.3%。具有较高的行业成长性，满足人们不断拓展的应用场景需求。

图 12：全球可穿戴设备出货量和市场占有率预测

Worldwide Wearables Forecast by Product Category, including Shipments, Market Share, and 2019-2023 CAGR (shipments in millions)

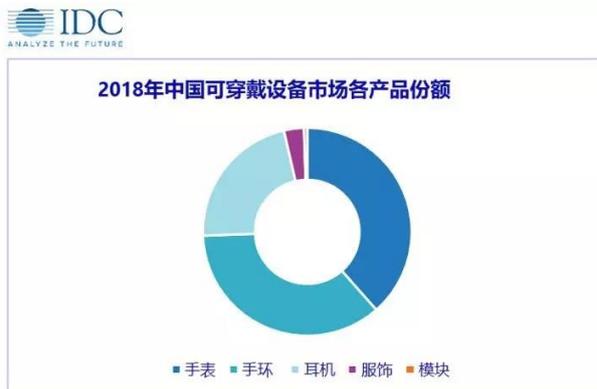
Product Category	2019 Shipments*	2019 Market Share*	2023 Shipments*	2023 Market Share*	2019-2023 CAGR*
Watch	91.8	41.2%	131.6	43.5%	9.4%
Earwear	72.0	32.3%	105.3	34.8%	10.0%
Wrist Band	54.2	24.3%	55.0	18.2%	0.3%
Others	5.0	2.2%	10.4	3.4%	20.3%
Total	222.9	100.0%	302.3	100.0%	7.9%

Source: IDC Quarterly Wearable Device Tracker, June 19, 2019

* Note: All figures represent forecast data.

资料来源：IDC，天风证券研究所

图 13：2018 年中国可穿戴设备市场各产品份额

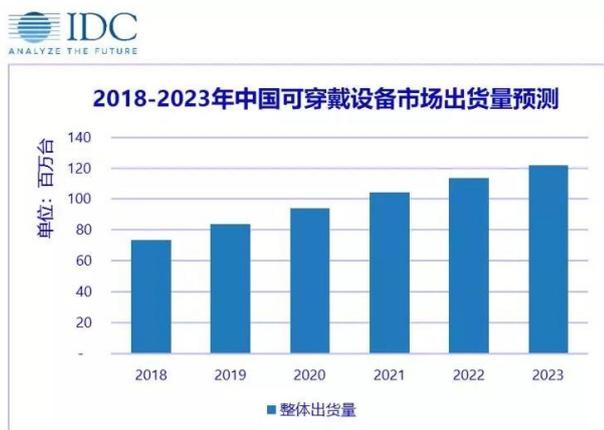


来源：IDC中国，2019

资料来源：IDC，天风证券研究所

中国智能可穿戴设备市场需求持续增长，小米和华为引领中国市场。根据 IDC 数据，2019 年预计可穿戴设备市场整体出货量超过 8000 万台，约占全球智能可穿戴设备市场的 36%；预计到 2023 年，中国可穿戴设备市场整体出货量超过 1.2 亿台，在全球智能可穿戴设备市场的占有率将上升至 40%。2019 年 Q1，小米和华为的产品出货量同比增长 34.3%和 214.0%，市场占有率累计为 40.4%，引领者中国智能可穿戴市场的发展。

图 14：2018-2023 年中国可穿戴设备市场（单位：百万台）



来源：IDC中国，2019

资料来源：IDC，天风证券研究所

图 15：2019Q1 中国前五大可穿戴设备厂商情况（单位：千台）

2019年第一季度中国前五大可穿戴设备厂商——出货量、市场份额、同比增长率

公司	2019年第一季度出货量 (单位：千台)	2019年第一季度市场份额	2018年第一季度出货量 (单位：千台)	2018年第一季度市场份额	出货量同比增长率
1. 小米	4,279	21.9%	3,186	22.0%	34.3%
2. 华为	3,605	18.5%	1,148	7.9%	214.0%
3. 苹果	1,993	10.2%	1,707	11.8%	16.8%
4. 步步高	1,448	7.4%	946	6.5%	53.1%
5. 五洲无线	492	2.5%	475	3.3%	3.8%
其他	7,680	39.4%	7,008	48.4%	9.6%
合计	19,497	100.0%	14,471	100.0%	34.7%

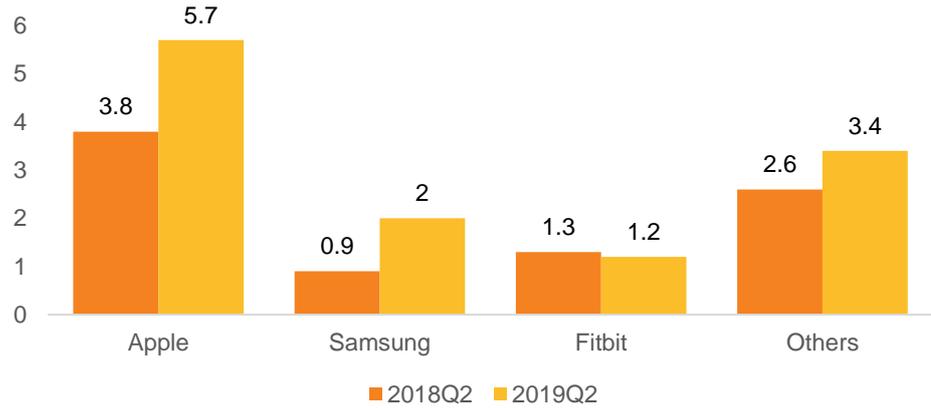
来源：《IDC中国可穿戴设备市场季度跟踪报告，2019年第一季度》

资料来源：IDC，天风证券研究所

2.3. Apple Watch 驱动长信科技业务高速增长

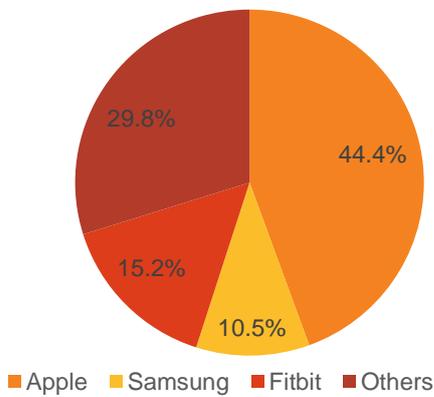
Apple Watch 引领全球智能手表市场。根据 Strategy Analytics 数据，Apple Watch 在 2019Q2 的全球出货量为 570 万部，相较于 18Q2 的 380 万部，全球出货量增长 50%以上。全球智能手表市场占有率从 18Q2 的 44.4%增长至 19Q2 的 46.4%，仍然保持智能手表市场的领先地位。

图 16：18Q2 和 19Q2 全球主要智能手表供应商出货量统计（单位：百万部）



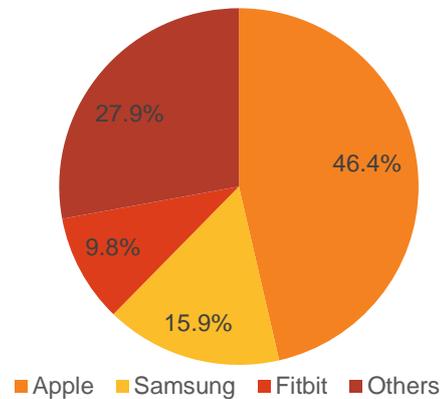
资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

图 17：18Q2 全球主要智能手表供应商出货量占比（单位：%）



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

图 18：19Q2 全球主要智能手表供应商出货量占比（单位：%）



资料来源：Strategy Analytics，天风证券研究所

长信科技智能可穿戴显示业务与国际主要终端客户联系紧密。在可穿戴显示模组板块，公司为国际前五大智能可穿戴终端客户如：Sumsang、Fitbit、华为、华米等提供一系列的中高端可穿戴产品。该业务板块在国内起步最早、市占率高。为应对客户急速增长的订单需求，公司加快 TFT 和硬屏 OLED 可穿戴显示模组产线的建设进度，从目前的 1.2KK/月产能提升至年底的 2.5KK/月产能。

长信科技为新款 Apple Watch 独供柔性 OLED 智能穿戴显示模组。日本显示面板供应商 Japan Display Inc (JDI) 将为苹果公司 19 年秋季即将发布的新一代 Apple Watch 智能手表提供 OLED 屏幕，长信科技将独供显示模组。长信科技 19 年中报显示，公司按照终端客户北美电子消费品巨头既定进度，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，目前第一条产线已建成，其他产线部分已完成安装，整体测试和量产前工作进展顺利。

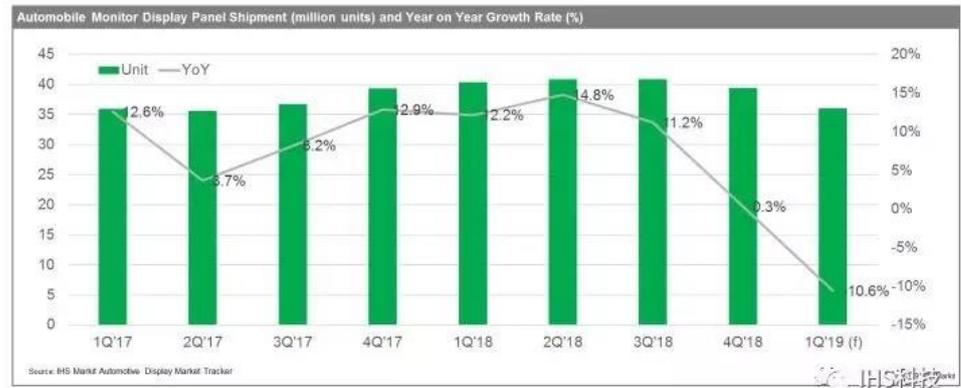
长信科技受益于 Apple Watch 采用 OLED 屏幕的发展。Apple Watch 作为智能手表领域的领先品牌，将伴随着智能可穿戴设备市场的发展而快速发展。长信科技作为新款 Apple Watch 柔性 OLED 智能穿戴显示模组的独供厂商，将受益于 Apple Watch 的发展。

3. 车载显示需求旺盛，公司保持领先地位

3.1. 车载显示市场需求旺盛

车载显示市场需求旺盛。根据 IHS Markit 数据，从 2017 年 Q1 至 2019 年 Q1，全球车载显示面板出货量一直保持在 3500 万片以上，具有很强的市场需求。随着 5G 应用的发展，车载触控显示面板将成为汽车发展的标配，满足客户对车载显示的应用需求。

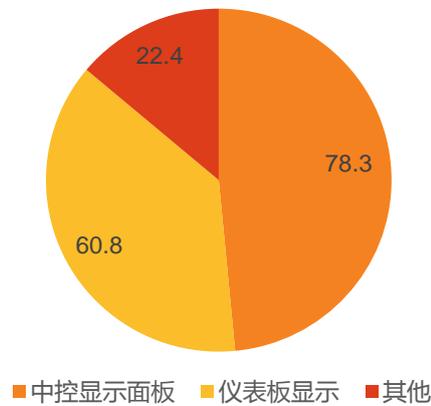
图 19：2017-2019Q1 车载显示面板出货量及同比增长率（单位：百万片）



资料来源：IHS Markit，天风证券研究所

中控显示面板是车载显示的最大应用市场。根据 IHS Markit 数据，2018 年车载显示面板出货达 1.62 亿片，同比增长 9.4%。其中，中控显示面板出货量为 7830 万片，占车载显示面板出货量的 48.5%，是车载显示面板最大的应用市场；仪表板显示则为 6080 万片，占比 37.6%，是第二大应用场景。

图 20：2018 年车载显示面板构成（单位：百万片）



资料来源：IHS Markit，天风证券研究所

3.2. 长信科技车载显示业务处于行业领先地位

公司车载显示业务和客户覆盖面广。长信科技车载显示业务涵盖车载 Sensor、车载触控模组、车载盖板、车载触显一体化模组等，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业务在国际、国内高端新能源智能电动车客户供应链中占据重要地位。

图 21：长信科技车载显示业务



资料来源：OFweek，公司官网，天风证券研究所

公司产品定位于中高端群体，与国内外大型面板厂商合作紧密。主要客户为国内外大型的面板生产商，主要客户包括 JDI、京东方、SHARP、天马等。2018 年，公司分别获得了夏普“累计生产 100 万达成感谢状”、BOE“卓越品质奖”和“2018 年第一届 BOE OEM 品质管理创新案例大赛二等奖”、群创“优良供应商”等荣誉。

公司合作面板厂商的发展带动公司车载业务成长。根据 IHS Markit 数据，2018 年车载显示面板出货量 JDI 排名第一，占总出货量的 16.9%，天马和 SHARP 的出货量占比分别为 12.4% 和 10.3%。公司与 JDI、京东方、SHARP、天马等的良好合作关系，带动着公司车载业务的健康发展。

图 22：2017-2018 年车载显示面板供应商出货量排名

Total Automobile Monitor Panel Shipment Share by Suppliers				
Maker	2017	Rank	2018	Rank
Japan Display	17.9%	1	16.9%	1
LG Display	11.9%	4	12.8%	2
Tianma	9.9%	6	12.4%	3
AUO	12.1%	2	12.1%	4
Innolux	11.7%	5	11.0%	5
Sharp	11.9%	3	10.3%	6
CPT	9.0%	7	7.4%	7
BOE	n.a.		4.2%	8
Truly	5.5%	8	3.9%	9
Kyocera	3.8%	9	3.1%	10

Source: IHS Markit

资料来源：IHS Markit，天风证券研究所

公司质控严格，产业链条完善。由于车载产品生产及管控要求较消费类电子更加严格，公司已经建立了汽车行业最严格的 IATF16949 质量管理体系。同时，公司将原在赣州德普特的车载盖板业务转移至芜湖本部，完善了车载全业务链条，并优化了车载事业部群的组织架构，为客户提供更快捷、更高标准的产品。

公司在比亚迪和特斯拉等顶级新能源汽车的中控屏模组中占据重要地位，独供比亚迪的唐、宋、秦等热销车型的中控屏模组。近年来，公司与全球高端新能源汽车巨头 T 公司积极开展研发合作，为其 Model S、Model X 等旗舰车型提供中控屏模组。同时，公司产品在国内新能源领军车企比亚迪的供应链中也占据重要地位，独供比亚迪的唐、宋、秦等热销车型的中控屏模组。

图 23：长信科技中控屏模组在比亚迪和特斯拉汽车上的应用



资料来源：比亚迪官网，特斯拉官网，天风证券研究所

公司积极进入知名汽车厂商车载供应链体系。公司也通过国际知名 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、菲亚特车载供应链体系。未来，公司将依托积累的高端技术经验和优质客户资源，不断提升在车载触控显示模组的市占率。

图 24：长信科技车载显示产品供应的汽车厂商



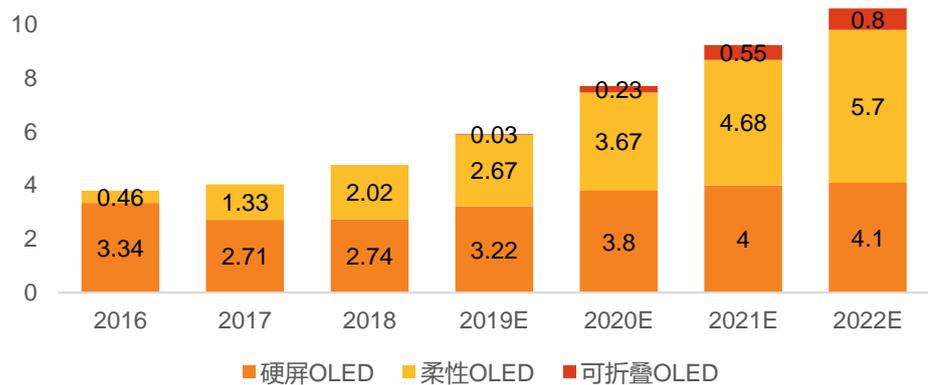
资料来源：各汽车公司官网，天风证券研究所

4. 柔性 OLED 模组&触控 Sensor 打开成长空间

4.1. 柔性 OLED 面板市场需求旺盛

柔性 OLED 持续快速增长，2019 年可折叠 OLED 开启成长模式。根据 DSCC 数据，硬屏 OLED 面板由于受限于应用场景的需求，出货量预计在未来的增长较为缓慢，2019 年预计全年出货量为 3.22 亿片。柔性 OLED 面板市场需求旺盛，行业发展速度加快，出货量从 2016 年的 0.46 亿片到 2018 年已经增长了 4 倍，达到 2.02 亿片。而且未来的成长空间巨大，预计 2022 年出货量将达到 5.70 亿片。2019 年预计可折叠 OLED 的市场需求为 300 万片，到 2022 年将达到 8000 万片，具有很大的市场需求潜力。

图 25：2016-2022 年全球 OLED 面板出货量及预测值（单位：亿片）



资料来源：DSCC，天风证券研究所

4.2. 全球面板厂商积极布局 OLED 产线

中国和韩国是未来 OLED 面板的主要产能贡献区。由于 OLED 行业的高成长性和巨大的行业需求，全球主要面板厂商加快了高世代 OLED 产线的布局，目前全球主要的 OLED 产线设置在中国大陆、中国台湾、韩国和日本，其中以中国和韩国的显示面板厂商引领全球 OLED 产业的发展。目前全球 6 世代线 OLEM 产线累计将有 19 条，其中中国大陆有 12 条，日韩共计 7 条。随着中国大陆高世代产线产能的释放，将会大力提升大陆厂商在全球 OLED 行业的竞争力。

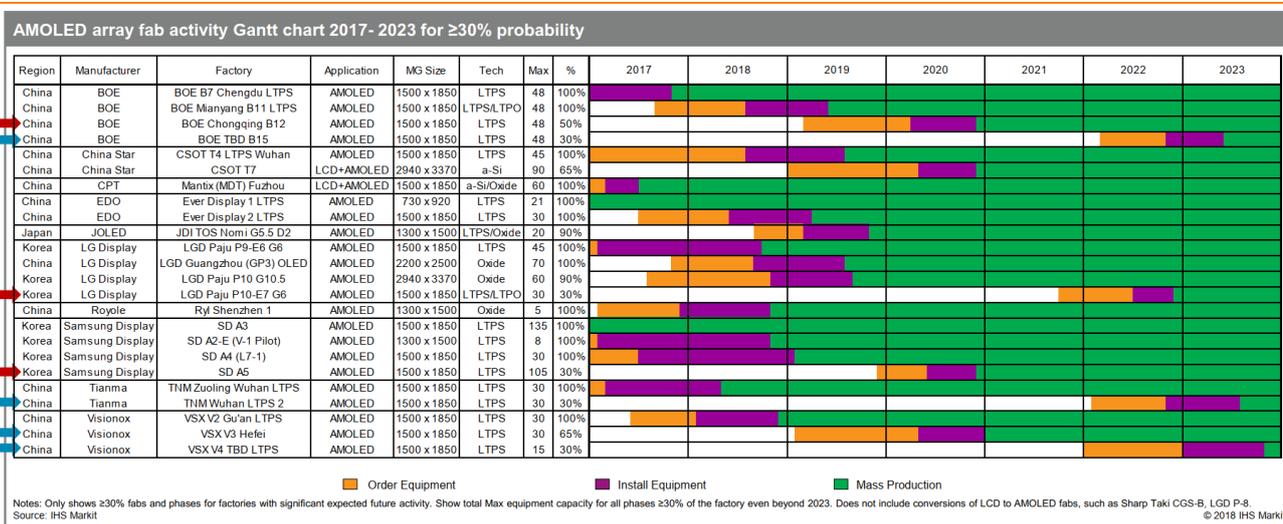
表 4：全球柔性 OLED 产线及规划统计（截止 2019.08）

地区	公司	产线名称	设计产能 (K/每月)	世代线	地点	类型	规划和进展	投产额
韩国	Samsung	A3	135	6 代	韩国	柔性	已量产	
		A4	30	6 代	韩国	柔性	已量产	-
		A5	180	6 代	韩国	柔性	规划中	-
	LGD	E5	22.5	6 代	韩国	柔性	已量产	-
		E6	45	6 代	韩国	柔性	在建	-
大陆	BOE	B7	48	6 代	成都	柔性	已量产	465 亿
		B11	48	6 代	绵阳	柔性	已量产	465 亿
		B12	48	6 代	重庆	柔性	在建	465 亿
		B15	48	6 代	福清	柔性	规划中	465 亿
	Visionox	昆山线	15	5.5 代	昆山	刚/柔性	已量产	60 亿
		固安线	30	6 代	固安	柔性	产能爬坡	300 亿

	合肥线	30	6代	合肥	柔性	在建	440亿
CSOT	T4	45	6代	武汉	柔性	产能爬坡	350亿
Tianma	-	30	6代	武汉	柔性	已量产	120亿
	-	48	6代	厦门	柔性	在规划	480亿
Hehui	-	30	6代	上海	柔性	已量产	273亿
Truly	-	15	4.5代	惠州	柔性	已量产	110亿
	-	30	6代	眉山	柔性	已点亮	280亿
群显	-	30	6代	浏阳	柔性	在建	360亿
Royal	-	-	5.5代	深圳	柔性	在建	110亿
日本	JDI	15	6代	日本	柔性	在建	103亿
	Sharp	30	6代	日本	柔性	在建	-
中国台湾	AUO	8	4.5代	新加坡	刚性	已量产	60亿

资料来源：公司公告，公司官网，只统计 RGB 柔性产能，天风证券研究所

图 26：2017-2023 年 AMOLED 产线规划



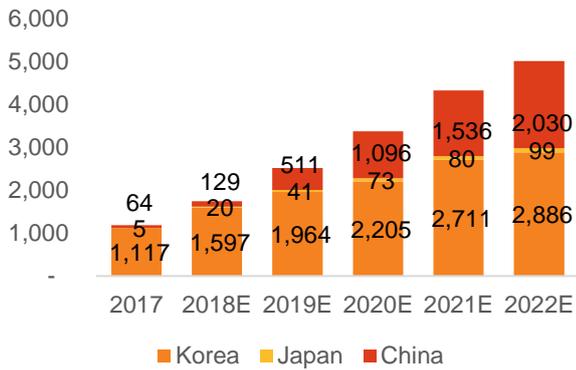
资料来源：IHS，天风证券研究所

4.3. OLED 产业国产化速度加快

国产 OLED 面板行业发展迅猛。根据 DSCC 统计及预测数据，2018 年前，韩国是 OLED 面板的主要产地，占据全球绝大部分市场。从 2018 年开始，随着中国 OLED 面板产能的释放，中国 OLED 面板行业与韩国企业的行业竞争力度将加大。2018 年，中国 OLED 面板产能为 129 万平方米，全球 5.0% 的产能比例，同比增长 100.3%。预计 2019-2020 年，OLED 产能同比增长率分别为 297.0% 和 114.3%，至 2020 年，中国 OLED 产能将达到 1096 万平方米，全球占比 20.3%。预计 2022 年，中国 OLED 产能将进一步扩大至 2030 万平方米，占全球 OLED 总产能的 40.4%，进一步缩小与韩国 OLED 产业产能的差距。

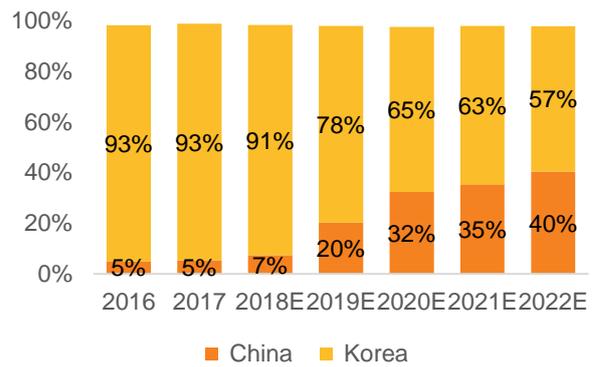
长信科技在柔性 OLED 模组&触控 Sensor 领域市场环境优势明显。随着 OLED 国产化的发展，加上中美贸易摩擦的全球政治经济环境，国内上下游企业的合作将得到加强。具有安徽省国资委的背景的长信科技在与国内主要 OLED 面板厂商的合作中，具有明显的市场和背景优势。

图 27：2016-2022 年各国 OLED 产能及预测情况(单位：万平方米)



资料来源：DSCC，天风证券研究所

图 28：2016-2022 年中国和韩国 OLED 产能全球占比 (%)



资料来源：DSCC，天风证券研究所

4.4. 柔性 OLED 模组&触控 Sensor 打开成长空间

柔性 OLED 模组产线建设进展顺利。公司依托于原有的高端手机用 LCD 全面屏和硬屏 OLED 显示模组（包括手机、可穿戴产品）优势，顺势布局可穿戴产品用柔性 OLED 触控显示模组。目前，按照终端客户北美电子消费品巨头既定进度，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，目前第一条产线已建成，其他产线部分已完成安装，整体测试和量产前工作进展顺利。

柔性触控核心技术处于全球领先地位。目前已成功研制出搭载在柔性 OLED 显示屏上的可折叠 20 万次的柔性触控 sensor，是全球为数不多掌握柔性触控核心技术的企业，该产品已通过国内和国际大客户的认证审核，即将进入量产阶段。同时，公司与终端客户群协同研发，已掌握并不断精进柔性 OLED 可穿戴模组产品和 5G 手机模组产品的工艺、技术。

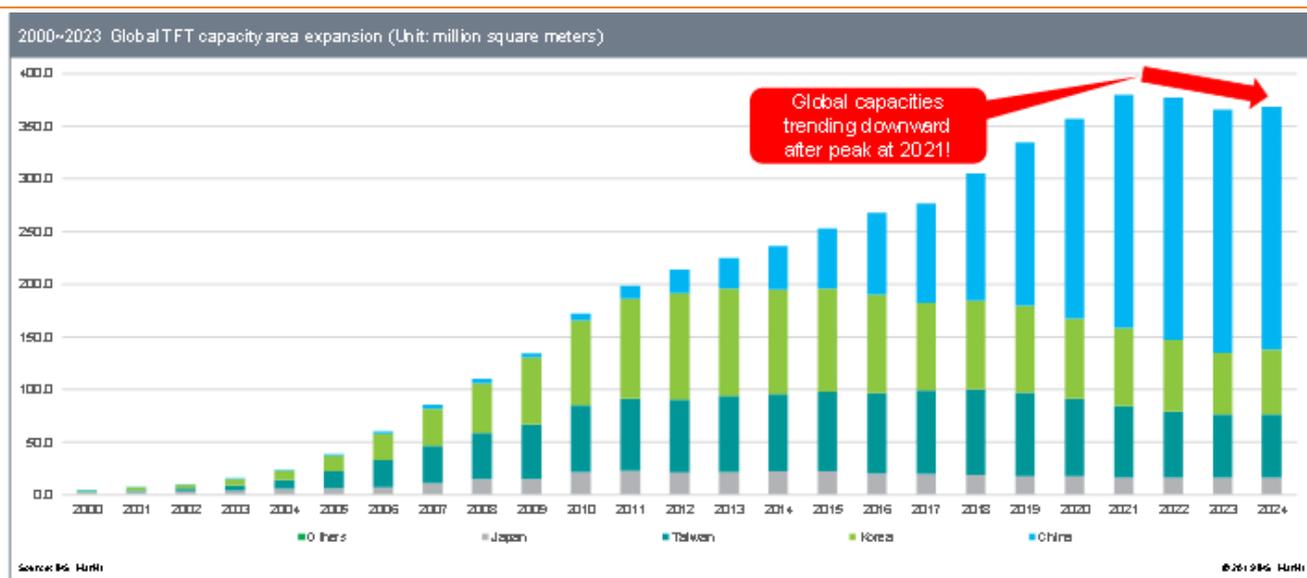
公司在 OLED 模组专业生产领域技术的垄断性和唯一性在 OLED 领域具有广阔的市场前景。目前，OLED 模组制造等相关生产环节基于前期获取垄断利润和保密模组制造相关技术等要素，仍封闭在面板厂商的产业链条中。未来，随着 OLED 产线的不断点亮和投产，加之 OLED 面板制造良率的不断提升，进而促进搭载 OLED 面板的手机模组渗透率持续提升。公司在 OLED 模组专业生产领域具备技术垄断性和唯一性，凭借在产业链配套、核心技术独享等方面的优势，为积极进入柔性 OLED 手机模组市场打下坚实基础。

5. 供需持续改善，减薄业务稳定增长

5.1. 产能扩张是 LCD 面板行业供需失衡的主要因素

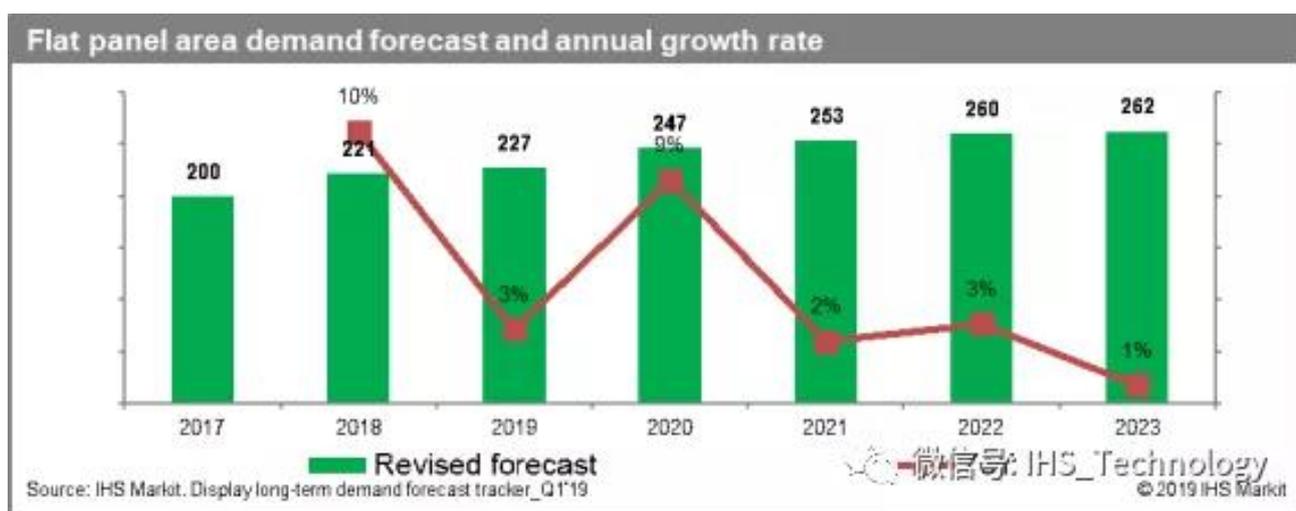
产能大力扩张导致 LCD 面板行业供需失衡。面板行业下游 LCD 需求增长较为稳定，并且长期未能出现流行应用，产能的增加是影响面板行业的景气度的主要因素。根据 IHS 数据，随中国大陆面板厂商产能的释放，全球面板的产能不断增长，预计从 2018 年的超过 3 亿平方米到 2021 年将达到顶峰，约为 3.8 亿平方米左右。但行业需求不振的现状还将维持，预计 2019 年全球面板需求为 2.27 亿平方米，未来面板的需求增长率预计维持个位水平，到 2021 仅达到 2.53 亿平方米。

图 29：全球 TFT-LCD 面板产能（单位：百万平方米）



资料来源：IHS，天风证券研究所

图 30：全球面板需求及增长率预测（单位：百万平方米）



资料来源：IHS，天风证券研究所

5.2. 海外产能正加速退出竞争市场，全球 LCD 市场供需将持续改善

海外公司进行产业调整应对面板行业价格下行压力。未来将持续的产能过剩问题带来的价格下行压力，面板价格持续低位将使得公司面板业务处于亏损状态，迫使全球面板厂商进行产能调整。韩、台面板厂及早就开始产能调整，应对市场变化。

韩国面板厂商产能退出持续推进。自 2014 年起，韩国面板厂陆续关停老旧产能，2016 年年初三星关闭其 L7-1 产线，并在继 2016 年关停部分 7 代线产能后，2019 年 8 月，三星显示已经关闭了 L8-1 产线，未来还计划关闭 L8-2 产线，推动 QD-OLED 面板生产线发展。而 LG 也于 19 年 6 月份开始将其 5 代、6 代、7.5 代、8.5 代面板厂进行 10—20% 减产。

中国台湾厂商不断退出竞争。19 年 8 月初，富士康集团已于惠科金渝和华星光电 (CSOT) 等少数中国大陆面板制造商进行会谈，准备出售其位于广州的全新 10.5G 产线，退出大陆 LCD 市场。根据 IHS Markit 调查显示，友达光电六代线以上面板从 2018 年的满载状态下调到约 90% 的产能利用率；群创也开始调整产线配置，将陷入低价竞争的中低阶产品产线进行维护和升级。

图 31：2017-2019 年产能退出/转产情况

Possible fab restructures (shutdowns or convert), 2017-2019

Fab restructure schedule, 2017-2019										
Panel Maker	Fab	Gen/Glass Size	Original capacity	Tech.	Current utilization	Products	Ramp-up year	Depreciated year	Original EOL Year	Shutdown & Convert
Samsung Display	L7-1	Gen 7	155 K/M	a-Si	95%	40" TV	2005	2011	2018	December 2016
	L7-2	Gen 7	165 K/M	a-Si	95%	TV, Monitor	2006	2011	2019	
	L8-1	Gen8	195 K/M	a-Si	85%	TV	2007	2013	2022	New QD OLED TV panels
AUO	L3C	Gen 3.25	60 K/M	a-Si	40%	Mobile	1999	2006	2018	
	L4A	Gen 3.5	25 K/M+ 35 K/M Touch	a-Si	60%	Mobile, Touch	2001	2008	2018	
Innolux	T0	Gen 4	20 K/M	a-Si+EPD	70%	Mobile	2004	2009	2018	
	T1	Gen 5	60 K/M	a-Si	70%	Mobile	2004	2010	2018	
	Fab 1	Gen 3.25	70 K/M	a-Si	60%	Mobile	1999	2005	2018	
	Fab 2	Gen 3.5	85 K/M	a-Si	50%	Mobile	2001	2007	2018	
	Fab 3	Gen 5	145 K/M	a-Si	85%	Mobile, NB	2003	2010	2018	
LG Display	P3	Gen 3.5	92 K/M	a-Si	50%	Mobile, NB	2000	2004	2018	March 2018
	P5	Gen 5	100 K/M	a-Si	62%	Mobile, NB	2002	2007	2018	Shift to OLED lighting
	P8-1	Gen8	83/M	a-Si	85%	TV	2009	2013	N/A	Convert to OLED TV
	P8-2	Gen8	120K/M	a-Si	85%	TV	2010	2014	N/A	Convert to OLED TV
BOE	B1	Gen 5	75 K/M	a-Si	50%	Shift to E-Ink	2004	2012	2016	Shift to e-paper
	B2	Gen 4	45 K/M	a-Si	70%	Mobile	2008	2016	2016	
Sharp	Taki No.2C	Gen 3.5	45 K/M	a-Si	80%	Auto, Mobile	2000	2005	2017	
	Taki CGS B	Gen 4	95 K/M	a-Si, In-Cell	30%	Mobile	2003	2010	2019	To OLED backplanes
JDI	Nanomi	Gen 5.5	22 K/M	LTPS	<50%	Mobile	2011	2017	2018	January 2018

Source: IHS Markit
Confidential © 2018 IHS Markit™ All Rights Reserved. © 2018 IHS Markit

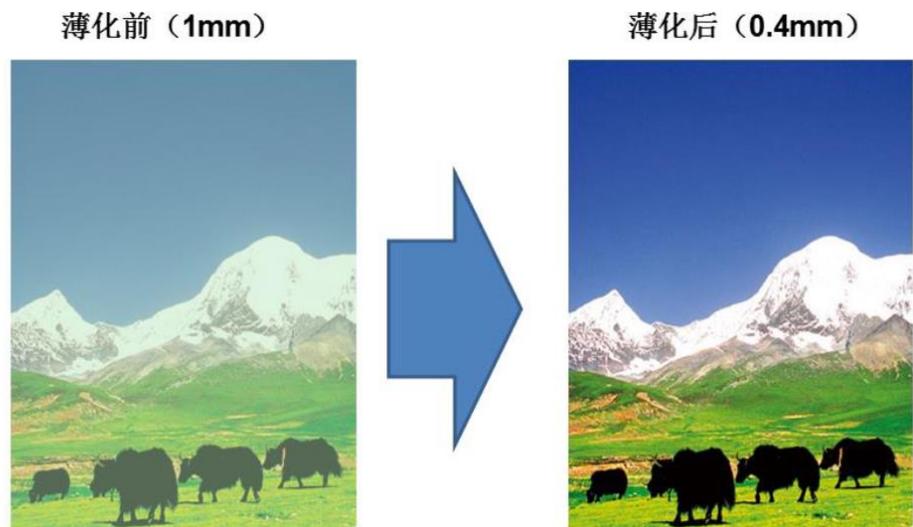
资料来源：IHS，天风证券研究所

5.3. TFT-LCD 面板轻薄化是 FDP 行业的发展趋势

消费需求驱动 TFT-LCD 面板向轻薄化方向发展。随着信息技术的发展和消费者需求的升级，消费者对移动终端轻薄化的需求日益增加。也是未来 FDP 行业主流产品 TFT-LCD 的发展趋势。使用 TFT-LCD、OLED 或其他平板显示技术的各类终端消费电子产品，轻、薄是其两大核心竞争要素。为了达到轻、薄诉求，业界普遍采用缩减显示器件的玻璃基板厚度，以达到同时少与重量效果。

面板减薄能减少重量和提升画质。显示面板薄化后不仅重量及厚度减少 40% 以上，而且面板显示质量大幅提升，能供更清晰明亮的画质。

图 32：面板减薄前后画质对比



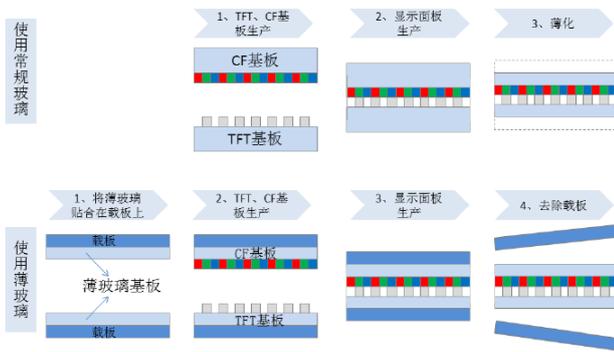
资料来源：沃格光电招股说明书，天风证券研究所

面板减薄业务：玻璃生产成本低，面板贴合良品率高。相比于面板减薄技术，较薄白玻璃

的生产不仅成本高，而且在传送过程中，大片轻薄玻璃容易出现漂浮效应，加工时容易弯曲变形，导致两块玻璃难以准确贴合，影响产品良率。面板生产后再进行薄化是更优的选择。

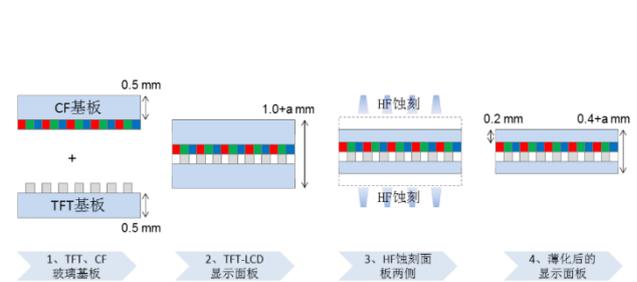
显示面板玻璃薄化分为氢氟酸化学蚀刻技术和物理机械研磨技术。目前，显示面板玻璃薄化使用较为广泛的是两者相结合方式，即以化学蚀刻为主，辅以物理研磨的方式对蚀刻后的玻璃表面进行修复。

图 33：使用薄玻璃和常规玻璃的面板生产工艺对比



资料来源：沃格光电招股说明书，天风证券研究所

图 34：显示面板化学薄化过程示意图



资料来源：沃格光电招股说明书，天风证券研究所

5.4. 长信科技减薄业务引领行业发展

公司凭借着技术和规模优势稳居国内减薄行业首位，市占率 NO.1。公司一直服务于国际、国内最高端客户群体，凭借高稳定性、高良率和成本优势赢得 Sharp、LGD、BOE 的一致认可，上述三家面板巨头目前均是全球顶尖智能电子产品领导者 A 公司（其 NB 和 PAD 产品）所用面板的供应商。公司已于 2016 年通过 Sharp 成功打入 A 公司 NB&PAD 的供应链，成为国内唯一通过 A 公司认证的减薄业务供应商。

公司加快产线建设满足面板行业龙头企业需求。目前，公司正在加紧“年产 260 万片 G5 LTPS TFT 液晶面板薄化项目”建设，并积极推进减薄七期项目所需的基础资源要素准备工作进展，以满足韩系和台湾地区知名面板客户群的业务需求，并积极配合全球 TFT 龙头京东方的业务布局。

伴随着 LCD 产业国内行业全球市场占有率的提升和供需状况的持续改善，作为国内面板减薄行业的龙头，长信科技面板减薄业务将迎来快速的发展时期。

6. 盈利预测和投资建议

我们看好车载显示的旺盛需求，智能可穿戴市场和业务的快速发展，以及柔性 OLED 元器件市场的成长性。长信科技作为全球唯一能够联合提供 TFT、硬屏 OLED、柔性 OLED 可穿戴模组的生产企业，并且在 OLED 模组专业生产领域的技术垄断性和唯一性。看好公司未来 3 年保持业绩高成长性和持续提升的盈利能力。

我们预计 2019-2021 年公司的营业收入分别为 96.3 亿、126.0 亿和 160.8 亿。其中：（1）消费电子-手机业务车载显示业务 2019-2021 年营业收入分别为 50.0 亿、46.0 亿和 42.0 亿；（2）智能可穿戴业务 2019-2021 年营业收入分别为 13.0 亿、43.0 亿和 78.0 亿；（3）车载显示业务分别为 2019-2021 年营业收入分别为 8.0 亿、10.0 亿和 12.0 亿；（4）减薄业务 2019-2021 年营业收入分别为 12.6 亿、14.0 亿和 15.5 亿；（5）ITO 导电玻璃业务 2019-2021 年营业收入分别为 13.2 亿、13.5 亿和 13.8 亿。

表 5：长信营收结构拆分

营收结构拆分	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收 (亿元)	108.8	96.1	96.3	126.0	160.8
YoY (%)	-	-11.7%	0.2%	30.8%	27.6%
消费电子-手机业务	81.0	65.0	50.0	46.0	42.0
智能可穿戴业务	-	1.0	12.5	42.5	77.5
车载显示业务	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0
减薄业务	11.0	11.3	12.6	14.0	15.5
ITO 导电玻璃业务	12.8	12.8	13.2	13.5	13.8

资料来源：公司年报，天风证券研究所测算

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 9.5 亿、12.5 亿和 15.0 亿元，对应的 EPS 分别为 0.41 元、0.54 元和 0.65 元。我们用可比公司的相对估值方法进行估值，选取的可比公司有立讯精密、歌尔股份和景旺电子，可比公司的 2020 年市盈率平均预测估计值为 24.37。公司 2020 年 EPS 为 0.54 元/股，给予公司 2020 年 22 倍 PE，对应的目标价为 11.88 元，首次覆盖，给予买入评级。

表 6：可比公司估值

代码	证券简称	最新收盘价	总市值	2019EPS	2020EPS	2019PE	2020PE
002475.SZ	立讯精密	24.74 元	1323.34 亿元	0.72 元	0.97 元	34.38	25.63
002241.SZ	歌尔股份	13.58 元	440.69 亿元	0.39 元	0.53 元	34.78	25.77
603228.SH	景旺电子	46.61 元	280.77 亿元	1.68 元	2.15 元	27.79	21.72
预测 PE 平均值						32.32	24.37

资料来源：预测采用 wind 一致预期，天风证券研究所

7. 风险提示

在中美贸易摩擦、LCD 产能供过于求、以及 OLED 显示行业快速发展的大背景下，长信科技可能存在海外市场营收减少、LCD 和车载显示市场需求疲软、柔性 OLED 显示模组产线建设不及预期，以及行业竞争加剧的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	643.16	1,441.91	1,330.00	1,510.14	1,886.29
应收票据及应收账款	1,370.39	1,953.20	612.01	2,244.05	1,399.72
预付账款	16.29	4.24	13.42	10.46	20.04
存货	567.22	531.32	514.21	853.19	922.69
其他	208.73	457.42	510.65	486.28	503.91
流动资产合计	2,805.80	4,388.09	2,980.30	5,104.12	4,732.63
长期股权投资	1,004.65	766.13	766.13	766.13	766.13
固定资产	2,625.00	3,145.51	3,169.21	3,153.17	3,100.30
在建工程	347.49	347.76	244.66	194.80	146.88
无形资产	146.51	143.95	138.71	133.47	128.23
其他	558.90	533.12	564.98	521.71	492.47
非流动资产合计	4,682.55	4,936.47	4,883.69	4,769.29	4,634.01
资产总计	7,488.35	9,324.56	7,863.99	9,873.41	9,366.64
短期借款	1,516.57	2,164.33	1,298.60	649.30	259.72
应付票据及应付账款	1,165.30	1,608.23	402.39	2,394.78	1,327.84
其他	159.84	255.96	424.21	291.05	359.90
流动负债合计	2,841.70	4,028.52	2,125.20	3,335.12	1,947.46
长期借款	165.10	294.42	99.06	117.77	49.53
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	87.03	99.39	90.32	92.25	93.99
非流动负债合计	252.13	393.81	189.38	210.02	143.52
负债合计	3,093.84	4,422.33	2,314.58	3,545.14	2,090.98
少数股东权益	35.34	45.56	59.49	78.68	99.62
股本	2,298.88	2,298.88	2,298.88	2,298.88	2,298.88
资本公积	240.43	255.74	255.74	255.74	255.74
留存收益	2,062.17	2,559.60	3,191.03	3,950.70	4,877.15
其他	(242.30)	(257.54)	(255.74)	(255.74)	(255.74)
股东权益合计	4,394.51	4,902.23	5,549.40	6,328.26	7,275.66
负债和股东权益总	7,488.35	9,324.56	7,863.99	9,873.41	9,366.64

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	547.97	725.78	950.75	1,250.73	1,500.90
折旧摊销	256.24	320.75	144.65	151.14	156.04
财务费用	86.29	120.45	91.80	45.33	12.96
投资损失	(53.34)	(24.20)	(25.08)	(28.14)	(32.69)
营运资金变动	(560.78)	(274.15)	161.27	(1.87)	(225.70)
其它	317.63	(115.17)	13.93	19.19	20.94
经营活动现金流	594.01	753.47	1,337.32	1,436.37	1,432.45
资本支出	1,025.30	569.80	69.06	78.08	48.26
长期投资	173.21	(238.51)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,859.90)	(873.46)	(103.99)	(129.93)	(65.57)
投资活动现金流	(661.39)	(542.17)	(34.92)	(51.86)	(17.31)
债权融资	1,681.67	2,458.76	1,453.75	785.77	334.18
股权融资	4.94	(124.88)	(89.99)	(45.33)	(12.96)
其他	(1,742.78)	(1,969.17)	(2,778.08)	(1,944.82)	(1,360.22)
筹资活动现金流	(56.17)	364.70	(1,414.31)	(1,204.38)	(1,038.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(123.55)	576.00	(111.92)	180.14	376.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,884.37	9,614.88	9,634.10	12,603.34	16,079.34
营业成本	9,797.76	8,166.39	7,157.18	9,419.73	12,172.06
营业税金及附加	39.46	28.51	28.56	37.37	47.67
营业费用	78.69	95.89	934.43	1,222.42	1,559.56
管理费用	173.88	195.93	196.32	256.83	327.66
研发费用	71.84	97.69	97.88	128.05	163.37
财务费用	80.44	140.25	91.80	45.33	12.96
资产减值损失	74.19	338.12	25.08	28.14	32.69
公允价值变动收益	(3.95)	241.72	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.34	24.20	25.08	28.14	32.69
其他	(112.79)	(553.10)	(50.15)	(56.29)	(65.38)
营业利润	631.51	839.28	1,127.94	1,493.61	1,796.06
营业外收入	33.30	33.65	31.91	32.82	32.92
营业外支出	10.07	1.29	1.29	1.29	1.29
利润总额	654.73	871.64	1,158.56	1,525.14	1,827.69
所得税	106.76	145.86	193.87	255.22	305.85
净利润	547.97	725.78	964.69	1,269.92	1,521.84
少数股东损益	3.57	13.76	13.93	19.19	20.94
归属于母公司净利润	544.40	712.02	950.75	1,250.73	1,500.90
每股收益(元)	0.24	0.31	0.41	0.54	0.65

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	27.43%	-11.66%	0.20%	30.82%	27.58%
营业利润	65.83%	32.90%	34.39%	32.42%	20.25%
归属于母公司净利润	56.84%	30.79%	33.53%	31.55%	20.00%
获利能力					
毛利率	9.98%	15.07%	25.71%	25.26%	24.30%
净利率	5.00%	7.41%	9.87%	9.92%	9.33%
ROE	12.49%	14.66%	17.32%	20.01%	20.92%
ROIC	15.36%	15.84%	-157.44%	-25.89%	112.65%
偿债能力					
资产负债率	41.32%	47.43%	29.43%	35.91%	22.32%
净负债率	23.63%	20.74%	2.23%	-11.45%	-21.33%
流动比率	0.99	1.09	1.40	1.53	2.43
速动比率	0.79	0.96	1.16	1.27	1.96
营运能力					
应收账款周转率	8.53	5.79	7.51	8.83	8.83
存货周转率	14.34	17.50	18.43	18.43	18.11
总资产周转率	1.48	1.14	1.12	1.42	1.67
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.31	0.41	0.54	0.65
每股经营现金流	0.26	0.33	0.58	0.62	0.62
每股净资产	1.90	2.11	2.39	2.72	3.12
估值比率					
市盈率	30.07	22.99	17.22	13.09	10.91
市净率	3.75	3.37	2.98	2.62	2.28
EV/EBITDA	18.47	7.44	11.74	9.01	7.36
EV/EBIT	24.41	9.57	13.13	9.90	7.99

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com