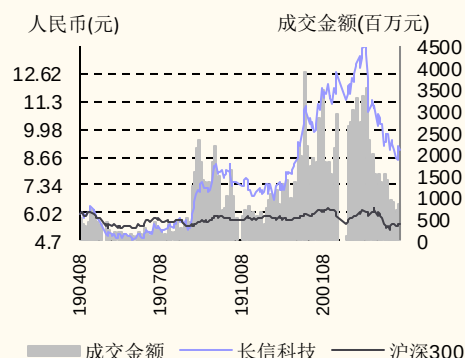


长信科技 (300088.SZ) 买入 (首次评级)
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.00 元
目标价格 (人民币): 13.60-13.60 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	24.40
已上市流通 A 股(亿股)	24.09
总市值(亿元)	219.61
年内股价最高最低(元)	11.08/8.52
沪深 300 指数	3713
创业板指	1907


发力可穿戴，UTG 迎新机，发展迈入快车道
公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,884	9,615	6,017	9,000	11,500
营业收入增长率	27.43%	-11.66%	-37.42%	49.58%	27.78%
归母净利润(百万元)	544	712	855	1,100	1,460
归母净利润增长率	56.84%	30.79%	20.06%	28.65%	32.75%
摊薄每股收益(元)	0.237	0.310	0.352	0.452	0.600
每股经营性现金流净额	0.27	0.35	0.65	0.70	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.49%	14.66%	15.92%	18.24%	21.14%
P/E	33.06	13.40	25.60	19.90	14.99
P/B	4.13	1.96	4.08	3.63	3.17

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **触显龙头业绩稳健增长，兼具全产业链、客户、技术三重优势。**公司是国内触控显示龙头，上市以来公司归母业绩 CAGR 达 25%。2018、2019 年公司营收下降、净利提升主要系部分业务模式由 Buy and sell 转为 OEM 所致。公司在智能穿戴显示模组、面板高端薄化及 ITO 导电玻璃等业务多年市占率第一。公司兼具全产业链、客户、技术三重优势，营收规模、盈利能力远超同业水平。
- **独供 AppleWatch 柔性 OLED 模组，2020 年逐步放量、助业绩高增。**1) 2019 年全球智能手表出货量达 0.9 亿台，同增 83%，实现快速增长。其中 AppleWatch 市占率近 50%，预计 2018-2022 年 AppleWatch、其他品牌智能手表销量 CAGR 达 20%、32%，保持高速增长。2) 苹果系：2019 年公司大客户 JDI 开始为 AppleWatch5 供应 OLED 屏幕，公司凭借与 JDI 多年合作基础，成功切入 AppleWatch 供应链。2019 年公司发行可转债 12.3 亿元，拟为北美大客户供应全球首家柔性 OLED 可穿戴模组，该项目已于 2019 年下半年逐步投产，预计 2020 年贡献营收约 30 亿元，匹配净利润 1.5 亿元。3) 非苹果系：公司是国内智能穿戴触显模组行业龙头，下游客户涵盖三星、OPPO、Fibit 等公司，并独供华为、步步高主流智能手表 (GT2、小天才 Z 系) 触显模组，预计未来公司非苹果系可穿戴模组持续高增长。
- **减薄业务受益显示面板国产化率提升，折叠屏 UTG 玻璃打造新增长点。**1) 2016 年、2019 年中国显示面板产能占全球产能的比例为 29%、46%，预计 2022 年中国产能占比达 61%，未来三年是国内显示面板厂投产高峰期，伴随下游面板产能东移，预计公司减薄业务保持快速增长。2) 2019 年是折叠屏手机元年，以三星、华为为首的多家手机品牌推出折叠屏手机。2019 年第一代折叠屏以 PI 膜为主，但 PI 膜存在屏幕折痕的问题，预计 2020 年第二代折叠屏将采用 UTG 超薄柔性玻璃。公司作为减薄龙头，有望深度参与 UTG 玻璃薄化、化强及切割多环节核心制程，打造新增长点。

盈利估值与估值：预计公司 2019-2021 年归母业绩为 8.6、11.0、14.6 亿元，同增 20%、29%、33%。给予公司 2020 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 13.6 元，给予“买入”评级。

风险：贸易政策、汇率波动风险、客户集中风险、消费电子出货量不及预期。

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 联系人
liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 联系人
dengxiaolu@gjzq.com.cn

内容目录

一、触显龙头业绩稳健增长，兼具全产业链、客户、技术三重优势	4
1.触显龙头业绩稳健增长，业务模式转变提升盈利能力	4
2.公司兼具全产业链、客户、技术三重优势，营收规模、盈利能力远超同业	6
二、消费电子触显模组：Apple Watch 模组放量、助力业绩高增	9
1.智能穿戴：独供 Apple Watch 柔性 OLED 模组，产能扩张助业绩高增	9
2.智能手机、平板电脑：模组需求总量平稳，绑定大客户助销量稳增	12
三、减薄：受益面板国产化率提升，折叠屏 UTG 玻璃薄化打造新增长点	13
四、车载触显模组：总量平稳，携手特斯拉、比亚迪未来高增可期	14
五、盈利预测与投资建议	16
1.盈利预测：预计公司 2019-2021 年归母业绩为 8.6、11、14.6 亿元	16
2.投资建议及估值：给予公司目标价 13.6 元，现价安全边际较高	16
六、风险提示	17

图表目录

图表 1：近年来公司业绩稳步增长	4
图表 2：近年来公司盈利能力持续提升	4
图表 3：2019 年公司现金流量表大幅改善	4
图表 4：近年来公司负债率持续下降	4
图表 5：公司主营产品一览	5
图表 6：消费电子触显模组业务贡献了主要营收	6
图表 7：TFT 面板减薄、消费电子触显模组业务贡献了主要净利	6
图表 8：长信科技产业链完整程度远超同业	6
图表 9：长信科技实现了触控显示中游模组产业链全覆盖	7
图表 10：公司客户优势显著	7
图表 11：2019 年全球电动车竞争格局	8
图表 12：2019 年全球智能手机竞争格局	8
图表 13：2019 年全球平板电脑竞争格局	8
图表 14：2019 年全球智能穿戴竞争格局	8
图表 15：2018 年各公司触控显示业务营收对比	8
图表 16：2018 年各公司触控显示业务毛利率对比	8
图表 17：2019 年 Q3 各公司盈利能力对比	9
图表 18：2019 年 Q3 各公司负债率对比	9
图表 19：全球智能穿戴出货量快速增长（百万台）	9
图表 20：全球智能手表、手环显示屏快速增长	9
图表 21：智能手表行业集中度高	10
图表 22：预计未来 Apple Watch 出货量快速增长	10
图表 23：近年来 Apple Watch 出货量快速增长	10

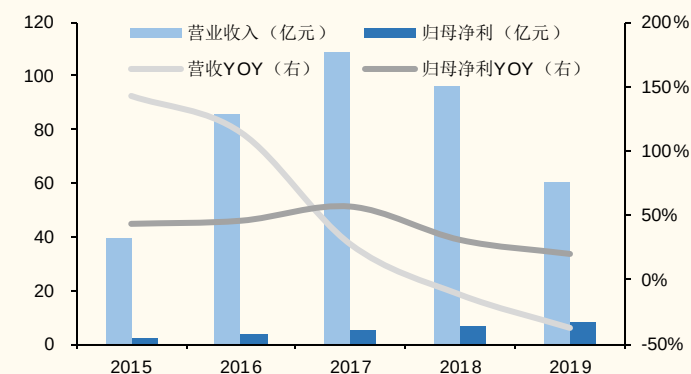
图表 24: 2018 年 JDI 贡献的营收占公司总营收的 32%	10
图表 25: 2019 年 9 月苹果发布 Apple Watch 5	11
图表 26: 预计转债项目营收及利润	11
图表 27: 国内智能穿戴行业 CR5 市占率持续提升	11
图表 28: 近年来华为、步步高智能穿戴产品快速增长	11
图表 29: 华为 GT2	11
图表 30: 步步高小天才 Z6	11
图表 31: 全球智能手机出货量维持在 14 亿部的水平	12
图表 32: 预计未来几年 5G 手机渗透率快速提升	12
图表 33: 智能手机行业市场集中度较高	12
图表 34: 公司智能手机大客户 HOM 智能手机出货量稳步增长 (百万台)	12
图表 35: 全球平板电脑出货量持续下滑	13
图表 36: 公司平板电脑大客户出货量稳定 (百万台)	13
图表 37: 中国显示面板产能占比持续提升	13
图表 38: 预计未来 LCD 产能低速增长、OLED 产能快速增长 (百万平米) ..	13
图表 39: 中国 LCD 产能占比持续提升	14
图表 40: 中国 OLED 产能占比持续提升	14
图表 41: 2019 年三星推出 Galaxy Fold, 采用 PI 膜	14
图表 42: 2020 年三星 Galaxy Z Flip 采用 UTG 玻璃	14
图表 43: 全球汽车销量疲软	15
图表 44: 2019 年全球车载显示面板出货量略有下降	15
图表 45: 全球电动车销量快速增长	15
图表 46: 特斯拉、比亚迪电动车销量快速增长 (万辆)	15
图表 47: 特斯拉中控模组屏	15
图表 48: 比亚迪中控模组屏	15
图表 49: 预计 2019-2021 年归母业绩为 8.6、11、14.6 亿元, 同增 20%、 29%、33%	16
图表 50: 采用 PE 估值, 给予目标价 13.6 元	16
图表 51: 公司目前 PE (TTM) 估值位于历史低位	17
图表 52: 公司目前 PB (MRQ) 估值位于历史低位	17

一、触显龙头业绩稳健增长，兼具全产业链、客户、技术三重优势

1. 触显龙头业绩稳健增长，业务模式转变提升盈利能力

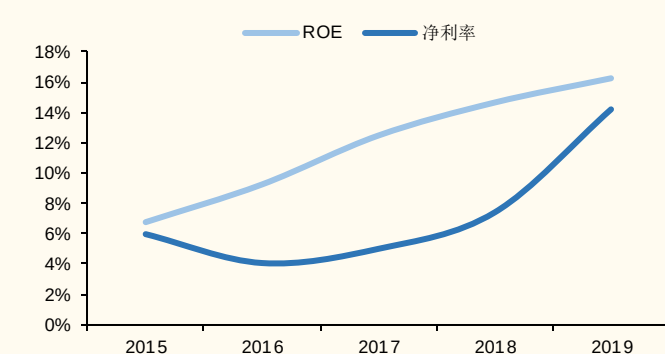
- 触显龙头业绩稳步增长、盈利能力持续提升、经营性现金流持续改善、负债率持续下降。1) 公司是国内触控显示龙头，于 2000 年成立，2010 年上市，上市以来公司归母业绩 CAGR 达 25%。2) 2018、2019 年公司营收为 96、60 亿元，同减 12%、37%，归母业绩为 7.1、8.6 亿元，同增 31%、20%。公司营收持续下降主要系公司业务模式由以 Buy and sell 模式为主逐步向 Buy and sell 模式和 OEM 模式并行，OEM 模式增利不增收（公司 OEM 为代工模式，仅计算加工费，故而盈利能力更强，2018 年公司 OEM 模式毛利率达 23%、公司综合毛利率仅 15%），导致公司营收下行、净利率提升、盈利能力提升。3) 得益于业务模式改变，2019 年公司经营性现金流持续改善。4) 得益于公司持续盈利及可转债转股等因素，公司负债率持续下降，2019 年负债率降至 29%。

图表 1：近年来公司业绩稳步增长



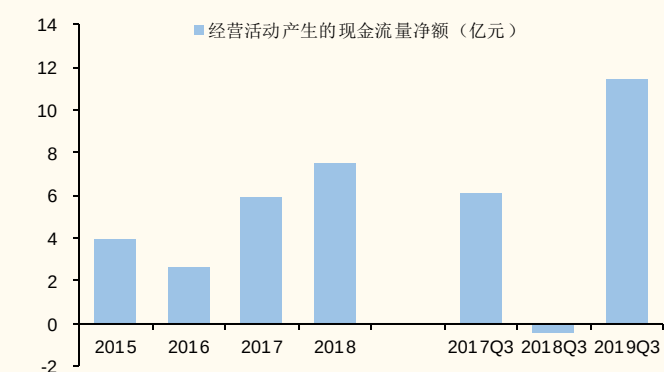
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：近年来公司盈利能力持续提升



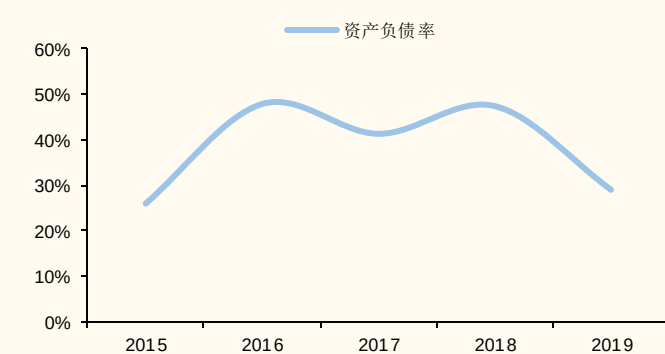
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：2019 年公司现金流量表大幅改善



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：近年来公司负债率持续下降



来源：wind，国金证券研究所

- 公司是全产业链触显企业，主营业务涵盖 ITO 导电玻璃、触控 Sensor、触控模组、TFT 面板减薄、车载触显一体化模组、消费电子触控显示一体化（智能手机触控显示模组、笔记本电脑平板电脑触控显示模组、智能穿戴显示模组）。其中公司的 ITO 导电玻璃、TFT 面板减薄、智能穿戴显示模组业务连续多年保持行业市占率第一。
- ITO 导电玻璃：在玻璃或其他基材表面镀上一层透明的金属导电物质（氧化铟锡，通称 ITO），即可制成，是触控显示器的关键基础材料。业务运营主体为公司本部。

- **触控 Sensor**：指触控感应器，通过黄光蚀刻等工艺对 ITO 导电玻璃加工，即可制成。业务运营主体为公司本部。
- **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进行组装，即可制成。业务运营主体为公司本部和赣州德普特。
- **TFT 面板减薄**：用化学蚀刻或物理研磨的方法对显示面板进行减薄，以达到显示面板轻薄化。业务运营主体为公司本部、重庆永信和天津美泰。
- **车载触显一体化模组**：1) 将触控模组、显示面板、偏光片、玻璃盖板等通过切割、邦定、贴合等工艺进行组装，即可制成。业务运营主体为公司本部和赣州德普特。2) 车载触显一体化模组业务的客户涵盖特斯拉、比亚迪、大众汽车、福特等公司。
- **消费电子触控显示一体化业务**：1) 涵盖智能手机触控显示模组、笔记本电脑平板电脑触控显示模组、智能穿戴显示模组。2) 将触控模组、显示面板、偏光片、玻璃盖板等通过切割、邦定、贴合等工艺进行组装，即可制成。业务运营主体为东莞德普特。3) 下游涵盖智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴，客户涵盖华为、OPPO、vivo、小米、苹果等公司。

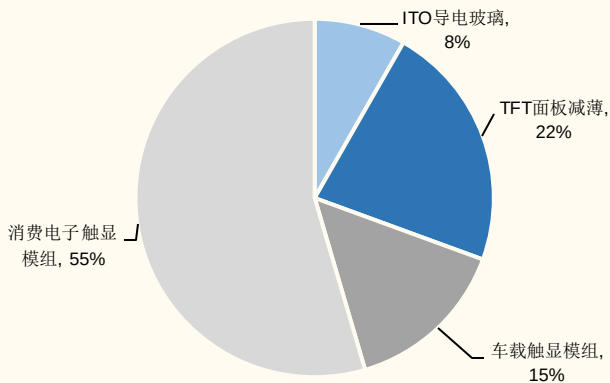
图表 5：公司主营产品一览

产品	下游	公司本部	赣州德普特	东莞德普特	市占率	终端客户
ITO 导电玻璃	显示模组、触控模组	√			第一	-
触控 Sensor	触控模组	√			-	-
触控模组	触控显示一体化	√	√		-	-
TFT 面板减薄	显示面板	√			第一	-
车载触显一体化模组	汽车	√	√		-	特斯拉、比亚迪、大众汽车、福特
消费电子触控显示一体化	智能手机触显模组			√	-	华为、OPPO、VIVO、小米
	笔记本、平板电脑触显模组			√	-	联想、华硕、华为
	智能穿戴显示模组			√	第一	三星、谷歌、华为、小米、苹果

来源：公司公告，国金证券研究所

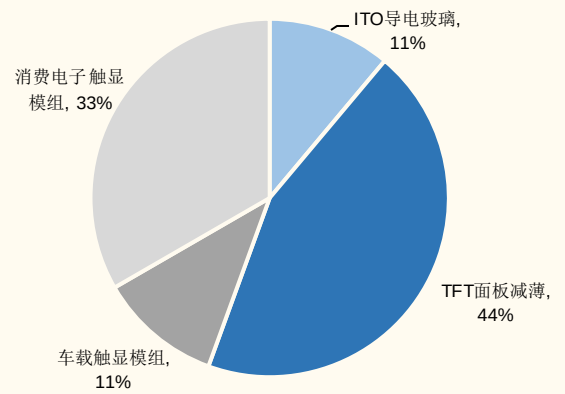
- **TFT 面板减薄、消费电子触显模组业务是公司主要的利润来源**。我们预测：1) 从营收结构来看，2019 年 ITO 导电玻璃、TFT 面板减薄、车载触显模组、消费电子触显模组业务营收占比为 8%、22%、15%、55%，消费电子触显模组业务贡献了大部分营收。2) 从净利结构来看，2019 年 ITO 导电玻璃、TFT 面板减薄、车载触显模组、消费电子触显模组业务净利占比为 11%、44%、11%、33%，消费电子触显模组业务和盈利能力较强的 TFT 面板减薄业务贡献了大部分净利。

图表 6：2019 年各项业务营收占比预测



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：2019 年各项业务利润占比预测



来源：公司公告，国金证券研究所

2. 公司兼具全产业链、客户、技术三重优势，营收规模、盈利能力远超同业

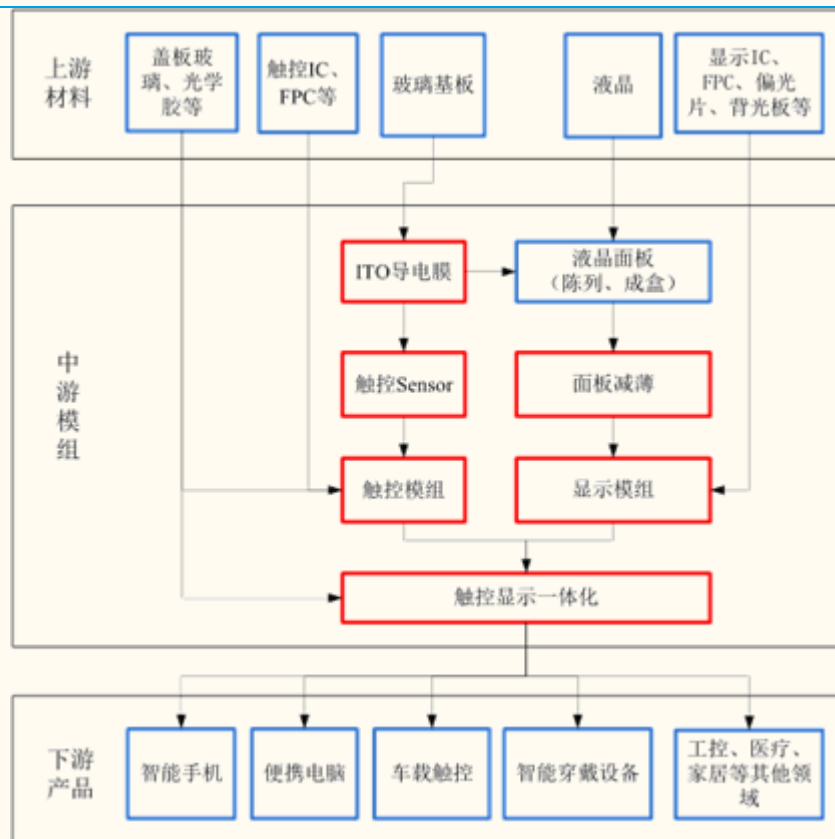
- **公司全产业链优势明显。**触控显示产业链由上游材料、中游模组、下游产品构成，公司业务涵盖 ITO 导电玻璃、触控 Sensor、触控模组、TFT 面板减薄、触控显示一体化业务，实现了中游模组产业链全覆盖，产业完整度超过同业。

图表 8：长信科技产业链完整程度远超同业

	ITO 导电玻璃	触控 Sensor	触控模组	TFT 面板减薄	触显一体化模组
长信科技	√	√	√	√	√
欧菲光					√
莱宝高科	√				√
凯盛科技	√				√
合力泰					√
星星科技					√

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：长信科技实现了触控显示中游模组产业链全覆盖



来源：公司公告，国金证券研究所

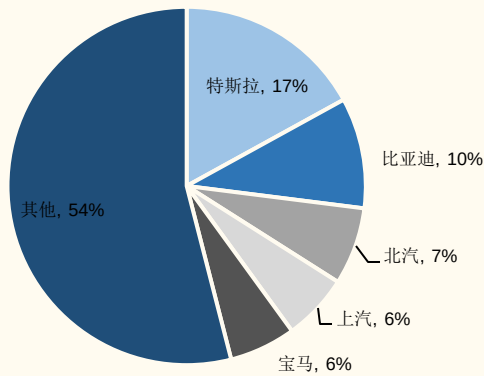
- **公司客户优势显著。**1) 公司终端下游客户涵盖特斯拉、比亚迪、华为、OPPO、VIVO、小米、苹果等企业，覆盖了电动车、智能手机、平板电脑、智能穿戴行业的主流企业，客户优势显著。2) 且公司是比亚迪热销车型中控屏模组、华为 Matebook XPro 和 Matebook 14 笔记本的独家供应商，是苹果柔性 OLED 可穿戴模组的首家供应商，凸显公司产品竞争力。

图表 10：公司客户优势显著

	重要终端客户	备注
车载触控显示模组	特斯拉	Model S、Model X 等旗舰车型提供中控屏模组
	比亚迪	独供比亚迪唐、宋、秦等热销车型的中控屏模组
	大众、福特	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、福特等车载供应链体系
智能手机触控显示模组	华为	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，最新力作即为 Mate20 手机模组
	OPPO、VIVO、小米	向 OPPO、VIVO、小米提供 A 系列、Y 系列、NOTE 系列高端机种手机模组
笔记本电脑、平板电脑触控显示模组	华为	独供华为最新款 Matebook XPro 和 Matebook 14 笔记本模组产品
智能穿戴显示模组	苹果	为苹果提供全球首家基于柔性 OLED 面板的可穿戴模组产品
	三星、谷歌、华为、小米	为三星、Fibit、华为、小米提供系列中高端可穿戴产品

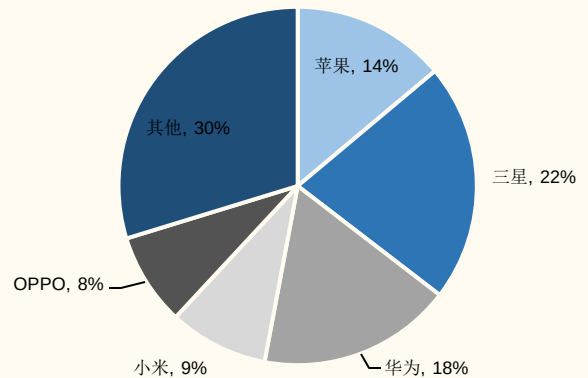
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：2019 年全球电动车竞争格局



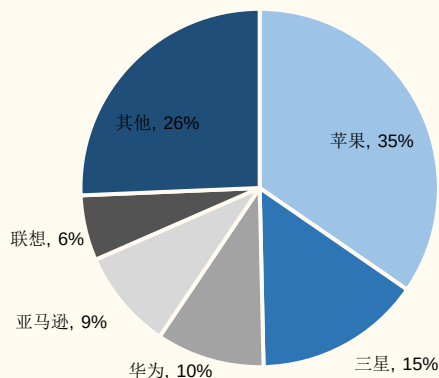
来源：EV Sales，国金证券研究所

图表 12：2019 年全球智能手机竞争格局



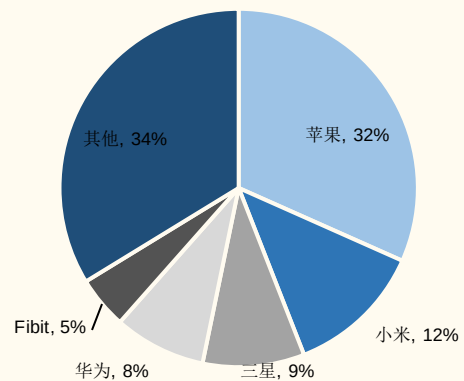
来源：IDC，国金证券研究所

图表 13：2019 年全球平板电脑竞争格局



来源：IDC，国金证券研究所

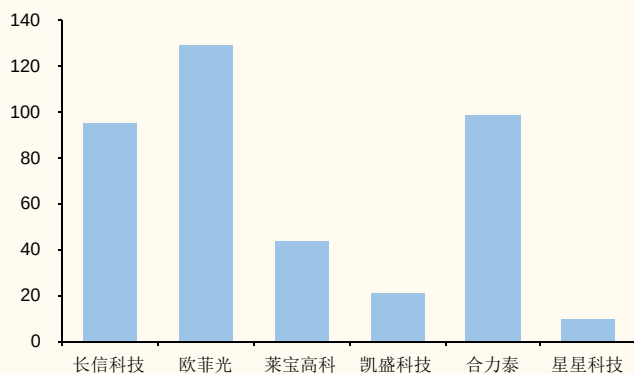
图表 14：2019 年全球智能穿戴竞争格局



来源：IDC，国金证券研究所

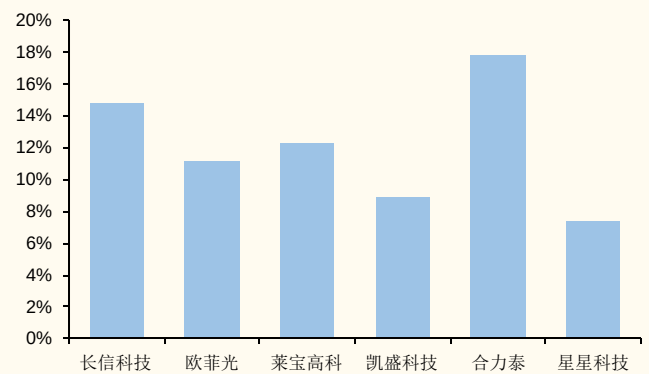
- **公司技术实力突出。**公司长期专注于触控显示关键器件的研发、生产和销售，在触控显示领域形成了深厚的技术储备。公司拥有发明专利 20 余项。目前公司已成功研制出搭载在柔性 OLED 显示屏上的可折叠 20 万次的柔性触控 sensor，是全球为数不多掌握柔性触控核心技术的企业。
- **得益于全产业链优势、客户优势、技术优势，**公司营收规模、盈利能力远超同业，资产负债率优于同业。

图表 15：2018 年各公司触控显示业务营收对比



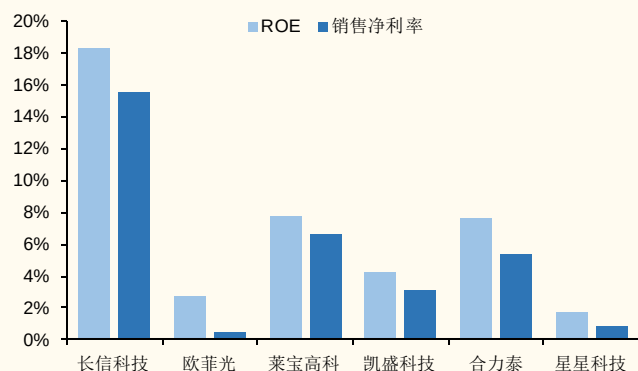
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 16：2018 年各公司触控显示业务毛利率对比



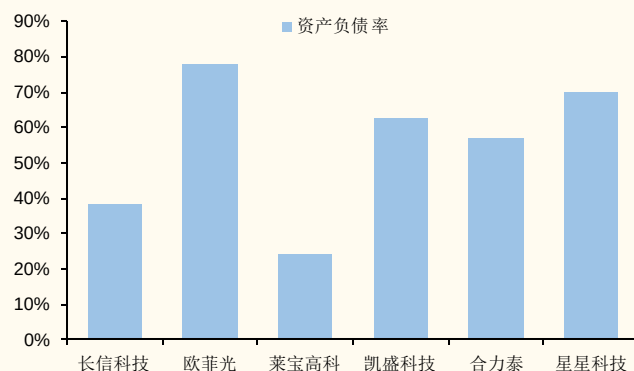
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：2019 年 Q3 各公司盈利能力对比



来源：wind，国金证券研究所

图表 18：2019 年 Q3 各公司负债率对比



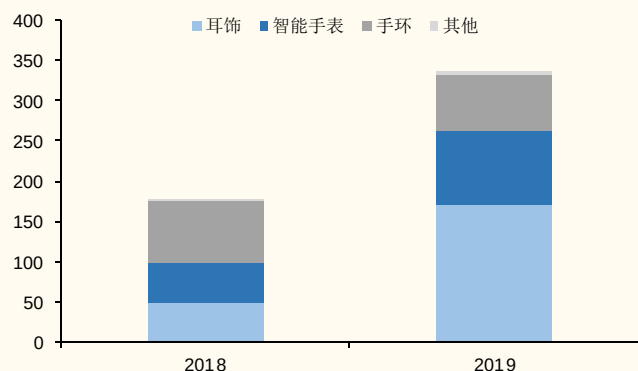
来源：wind，国金证券研究所

二、消费电子触显模组：Apple Watch 模组放量、助力业绩高增

1. 智能穿戴：独供 Apple Watch 柔性 OLED 模组，产能扩张助业绩高增

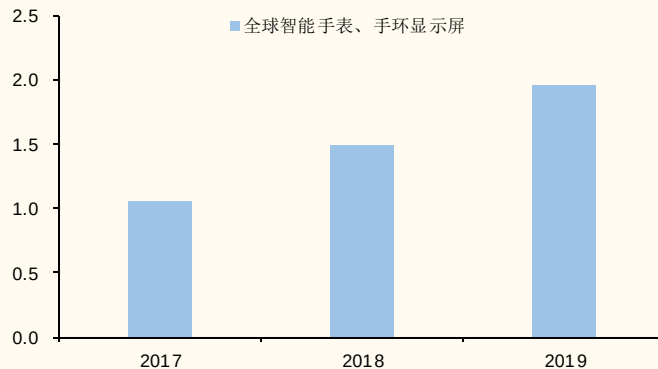
- 智能穿戴市场快速增长。1) 根据 IDC，2018、2019 年全球智能穿戴设备出货量达 1.8 亿、3.4 亿台，同增 39%、89%，快速增长。其中智能手表出货量达 0.9 亿台，同增 83%。2) 根据 DSCC，2019 年全球智能手表、手环显示屏近 2 亿片，同增 31%，实现快速增长。

图表 19：全球智能穿戴出货量快速增长（百万台）



来源：IDC，国金证券研究所

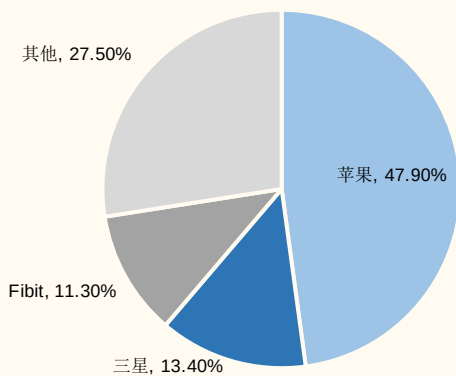
图表 20：全球智能手表、手环显示屏快速增长



来源：DSCC，国金证券研究所

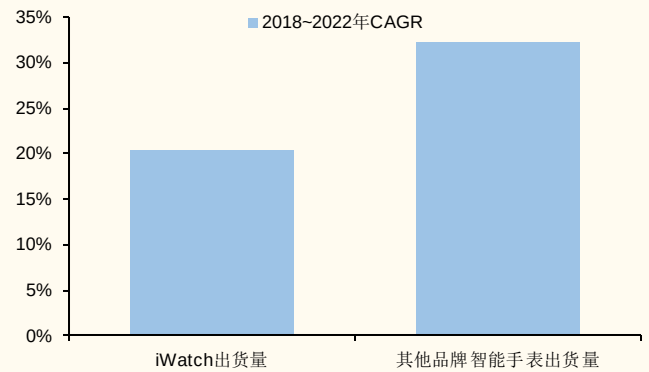
- 智能手表行业集中度高，预计未来持续高速增长。1) 从竞争格局来看，全球智能手表的主流企业包括苹果、三星、Fitbit，2019 年三者市占率超 70%，行业集中度较高。2) TrendForce 预计 2018~2022 年 Apple Watch、其他品牌智能手表出货量 CAGR 达 20%、32%，苹果系、非苹果系智能手表出货量快速增长。
- Apple Watch 市占率超 50%，预计未来保持高速增长。1) 从竞争格局来看，智能手表的主流企业包括苹果、三星、Fitbit，根据 TrendForce，2018 年 Apple Watch 销量达 2200 万台、市占率超 50%，预计 2018~2022 年 CAGR 达 20%，保持高速增长。2) 2019 年 9 月 11 日苹果公司发布 Apple Watch 5，加强了健康检测能力，售价 399 美元起，根据 Statista 预测，2019 年 Apple Watch 销量达 3000 万台，同增 36%。

图表 21：智能手表行业集中度高



来源：Statista，国金证券研究所

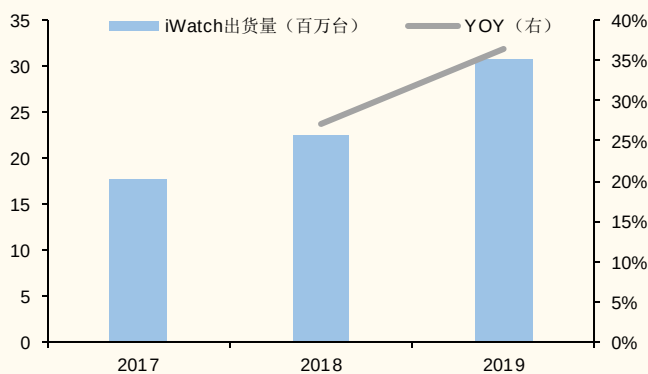
图表 22：预计未来 Apple Watch 出货量快速增长



来源：TrendForce，国金证券研究所

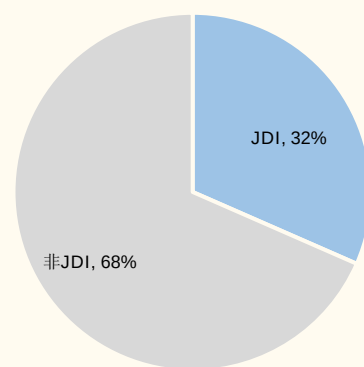
- **苹果系：携手 JDI 切入 Apple Watch 柔性 OLED 触控显示模组，2019 年开始量产，预计 2020 年产能进一步扩张，贡献净利达 1.5 亿元。** 1) 长期以来 Apple Watch 都是智能手表领军者，市占率近 50%，2019 年 9 月 11 日苹果公司发布 Apple Watch 5，加强了健康检测能力，售价 399 美元起，根据 Statista 预测，2019 年 Apple Watch 销量达 3000 万台，同增 36%。2) Apple Watch 前四代产品的 OLED 显示屏幕的主要供应商为韩国 LG Display。2019 年日本 JDI 开始为 Apple Watch 5 供应柔性 OLED 屏幕。2) 一直以来 JDI 均为长信科技第一大客户，2018 年 JDI 贡献的营收占公司总营收的 32%。凭借与 JDI 多年合作基础，公司成功切入柔性 OLED 触控显示模组领域，2019 年公司发行可转债 12.3 亿元，拟投资智能穿戴柔性 OLED 触控显示模组项目，为北美大客户提供全球首家基于柔性 OLED 面板的可穿戴模组产品。预计可转债项目建设期为 1 年，产能逐步投产，项目投产后营收达 57 亿元，净利达 1.5 亿元。我们认为 2020 年公司 OLED 触控显示模组逐步放量、助力公司业绩高速增长。

图表 23：近年来 Apple Watch 出货量快速增长



来源：Statista，国金证券研究所

图表 24：2018 年 JDI 贡献的营收占公司总营收的 32%



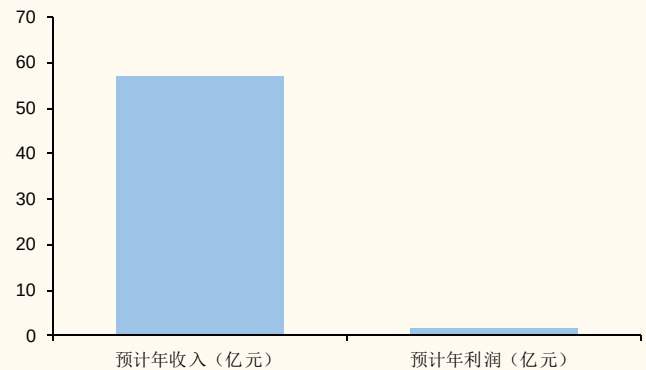
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：2019 年 9 月苹果发布 Apple Watch 5



来源：公司官网，国金证券研究所

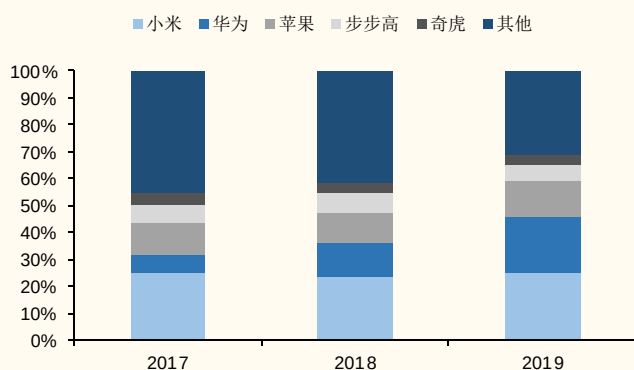
图表 26：预计转债项目营收及利润



来源：公司公告，国金证券研究所

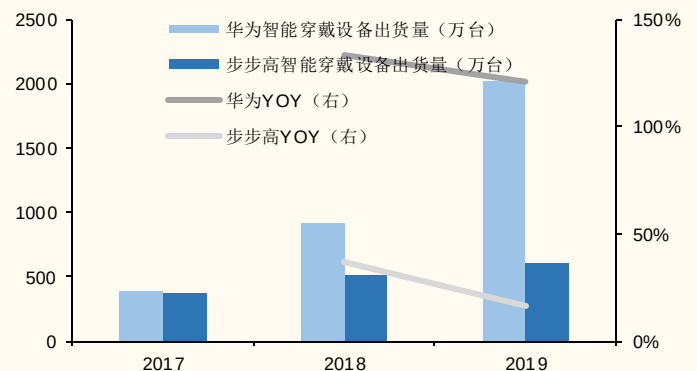
- 非苹果系：公司是华为 GT2、步步高小天才电话手表独家供应商，预计未来持续高增。1) 2018、2019 年国内智能穿戴设备出货量达 7240、9924 万台，同增 27%、37%，中国智能穿戴行业 CR5 为小米、华为、苹果、步步高、奇虎，2019 年 CR5 近 70%、且市占率持续提升。2) 公司是国内智能穿戴触显模组行业龙头，下游客户涵盖三星、Fibit、华为、华米等企业。公司是华为 GT2 和步步高小天才 Z 系列智能手表触显模组的独家供应商，GT2 和小天才电话手表分别为华为、步步高智能手表主要产品。2018、2019 年华为智能穿戴出货量达 917、2025 万台，同增 133%、121%，实现翻倍增长；2019 年步步高智能穿戴出货量达 514、600 万台，同增 37%、17%。

图表 27：国内智能穿戴行业 CR5 市占率持续提升



来源：IDC，国金证券研究所

图表 28：近年来华为、步步高智能穿戴产品快速增长



来源：IDC，国金证券研究所

图表 29：华为 GT2



图表 30：步步高小天才 Z6



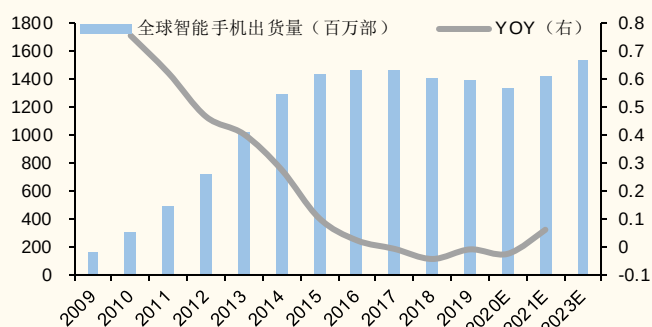
来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

2. 智能手机、平板电脑：模组需求总量平稳，绑定大客户助销量稳增

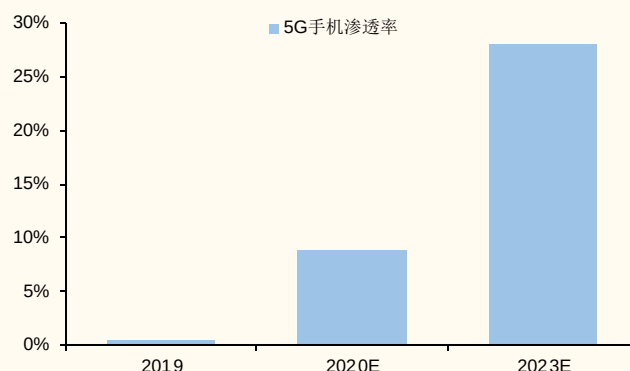
- **5G 加速助力智能手机 2021 年恢复增长，深度绑定 HOM 大客户、预计 2020 年疫情影响较小。**1) 近年来，智能手机出货量表现疲软、维持在 14 亿部的水平，2019 年智能手机出货量为 13.9 亿部，同减 1%。根据 IDC 预测，2020 年受 COVID-19 爆发影响，全球智能手机出货量下滑 10.6%，换机需求进一步被延迟。同时预计在 5G 加速发展的推进下，2021 年全球智能手机将出货量恢复至 14.2 亿台。伴随 5G 渗透率持续提升，预计 2023 年 5G 手机渗透率近 30%，全球智能手机出货量达 15 亿台，智能手机出货量稳中有增、智能手机显示屏总量需求稳定。2) 智能手机行业集中度较高，2019 年手机供应商 CR5 市占率达 70%。公司智能手机终端客户主要为华为、OPPO、VIVO、小米，近年来，在总需求疲软的背景下，HOM 智能手机销量呈现稳步增长，2019 年 HOM 智能手机销量达 4.8 亿部，同增 8%，预计 2020 年疫情将进一步加速行业集中度提升，公司触控模组出货量受疫情影响相对可控。

图表 31：全球智能手机出货量维持在 14 亿部的水平



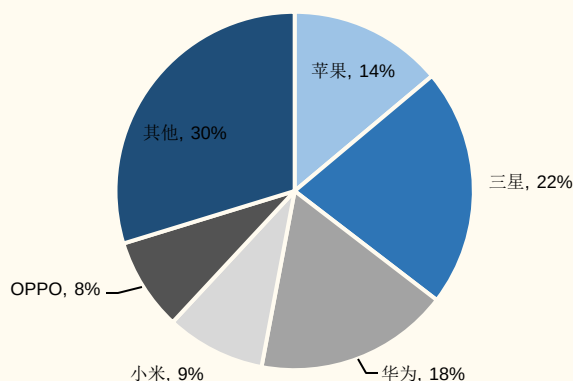
来源：IDC，国金证券研究所

图表 32：预计未来几年 5G 手机渗透率快速提升



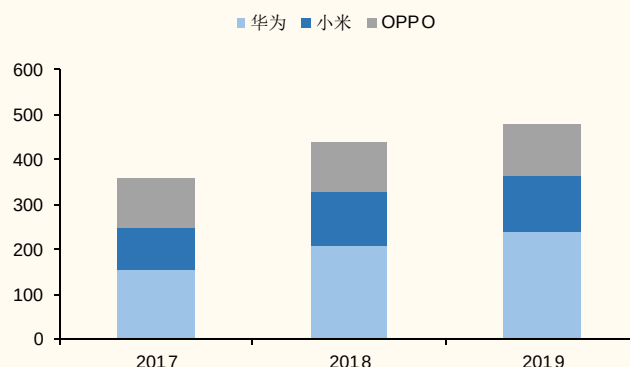
来源：IDC，国金证券研究所

图表 33：智能手机行业市场集中度较高



来源：IDC，国金证券研究所

图表 34：公司智能手机大客户 HOM 智能手机出货量稳步增长 (百万台)

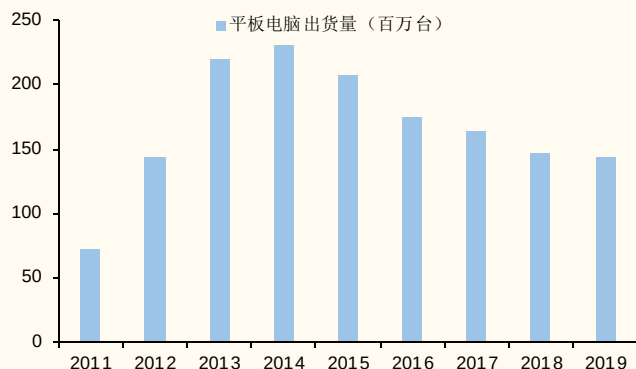


来源：IDC，国金证券研究所

- **平板电脑出货量降幅大幅收窄，华为联想销量稳健。**1) 平板电脑出货量在 2014 年达到 2.3 亿台的高峰后持续下滑，2019 年出货量为 1.44 亿台，同减 1%，降幅大幅收窄，预计未来在大屏手机的冲击下，平板电脑出货量

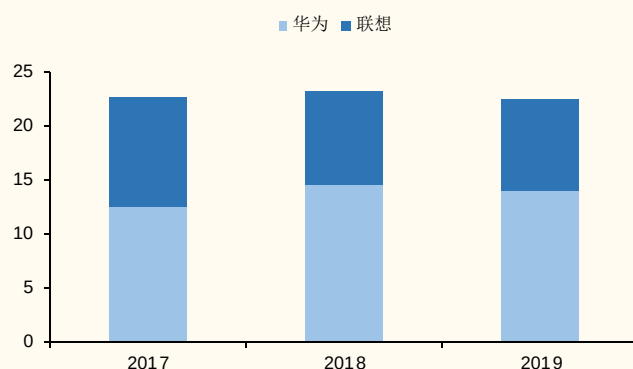
稳中有跌。2) 公司平板电脑终端客户主要为华为、联想等企业，近年来华为、联想平板电脑销量稳健。

图表 35：全球平板电脑出货量持续下滑



来源：IDC，国金证券研究所

图表 36：公司平板电脑大客户出货量稳定 (百万台)

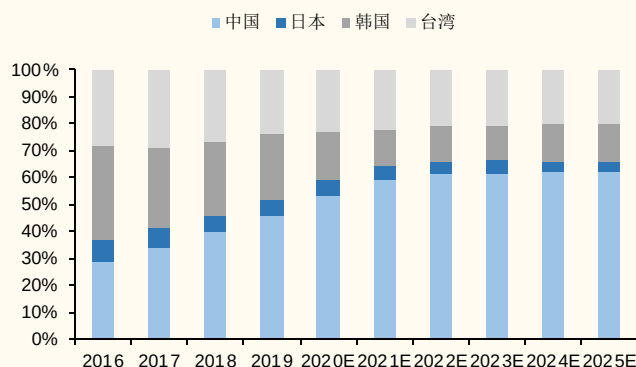


来源：IDC，国金证券研究所

三、减薄：受益面板国产化率提升，折叠屏 UTG 玻璃薄化打造新增长点

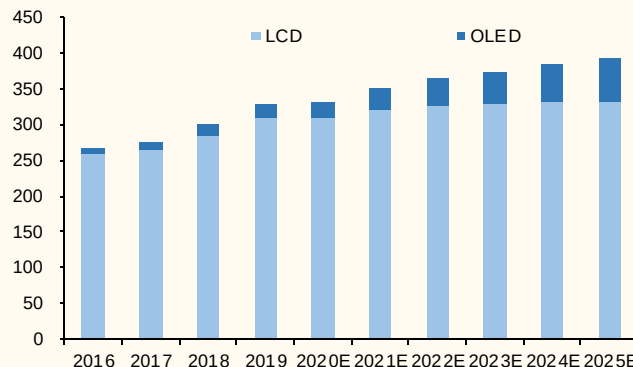
- 减薄是在平板显示板制程完成后，用化学蚀刻或物理研磨的方法对显示面板进行减薄，以达到显示面板轻薄化。公司凭借技术优势、规模优势稳居国内减薄行业龙头，下游主要为国内外主流面板企业，包括京东方、天马、夏普等企业。
- 未来三年深度受益下游显示面板国产化率提升。1) 从下游显示面板行业来看，近年来国内显示面板厂持续扩产、产能市占率持续提升。2016 年中国显示面板产能占比为 29%，2019 年中国显示面板产能占比为 46%，预计 2022 年中国显示面板产能占比达 61%，预计 2025 年中国显示面板产能占比达 62%。2) 显示面板可分为 LCD、OLED，预计未来 LCD 产能低速增长，OLED 产能快速增长。中国 LCD、OLED 产能占比快速提升，2016 年中国 LCD 产能占比为 30%，OLED 产能占比为 3%；2019 年中国 LCD 产能占比为 48%，OLED 产能占比为 17%；预计 2022 年中国 LCD 产能占比达 62%，OLED 产能占比达 45%；预计 2025 年中国 LCD 产能占比达 64%，OLED 产能占比达 51%。3) 预计未来三年是国内显示面板厂投产高峰期，伴随下游面板产能东移，预计公司减薄业务保持稳健增长。

图表 37：中国显示面板产能占比持续提升



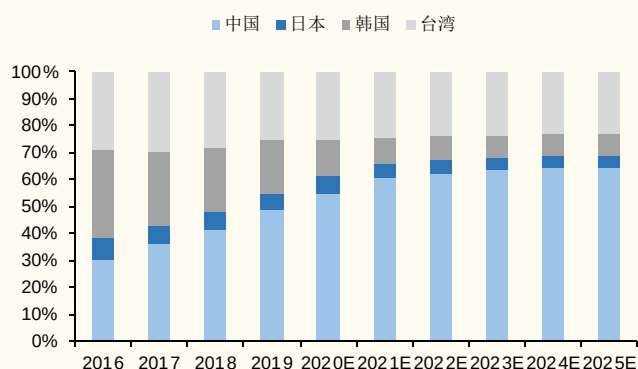
来源：DSCC，国金证券研究所

图表 38：预计未来 LCD 产能低速增长、OLED 产能快速增长 (百万平米)



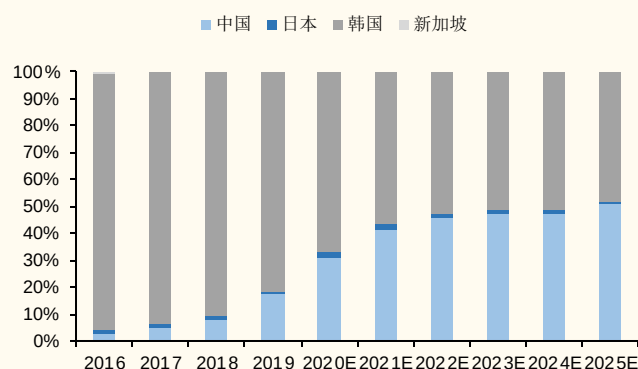
来源：DSCC，国金证券研究所

图表 39：中国 LCD 产能占比持续提升



来源：DSCC，国金证券研究所

图表 40：中国 OLED 产能占比持续提升



来源：DSCC，国金证券研究所

- **UTG 玻璃优势突出，未来有望在更多折叠屏手机应用，减薄龙头有望深度参与 UTG 玻璃减薄。**1) 2019 年是折叠屏手机元年，多家智能手机企业推出折叠屏手机，三星推出 Galaxy Fold、华为推出 Mate X，根据 HIS，2020 年全球折叠屏出货量超 800 万台，2025 年折叠屏出货量达 5000 万台。2) 可折叠屏手机的盖板材质主要包括 PI 膜和 UTG 两种，第一代折叠屏手机（2019 年的 Galaxy Fold、Mate X）均采用 PI 膜，但由于 PI 膜的折叠屏容易产生折叠铰链凸起、屏幕折痕和黑屏等问题，第二代折叠屏手机（2020 年的 Galaxy Z Flip）采用 UTG 超薄柔性玻璃，UTG 具备透明度高、耐久性好、无折痕的优势，预计未来 UTG 方案将在更多折叠屏机型中应用。3) 公司作为减薄龙头，目前正在深度参与 UTG 玻璃减薄等制程。UTG 玻璃减薄技术门槛更高、盈利能力更强，参与 UTG 减薄有望进一步提振公司盈利能力。

图表 41：2019 年三星推出 Galaxy Fold，采用 PI 膜



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 42：2020 年三星 Galaxy Z Flip 采用 UTG 玻璃

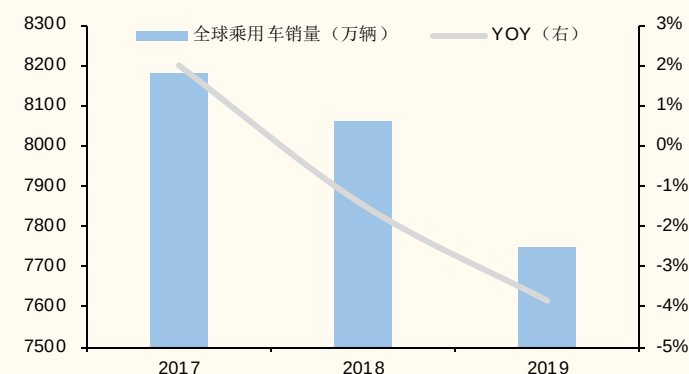


来源：公司官网，国金证券研究所

四、车载触显模组：总量平稳，携手特斯拉、比亚迪未来高增可期

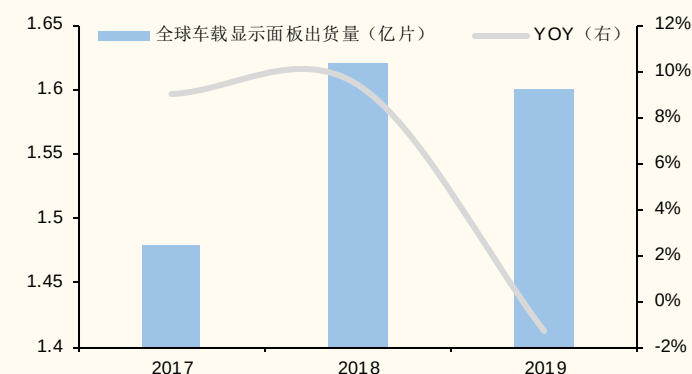
- **汽车销量略有下滑，拖累车载显示面板出货量。**车载显示屏包括中控显示屏、仪表显示屏、抬头显示屏、电子后视镜显示屏。2019 年全球汽车销量为 7750 万辆，同减 4%，受汽车销量拖累，2019 年全球车载显示面板出货量为 1.6 亿片，同减 1%。预计未来全球汽车销量疲软，车载显示面板需求稳定。

图表 43：全球汽车销量疲软



来源：Fitch，国金证券研究所

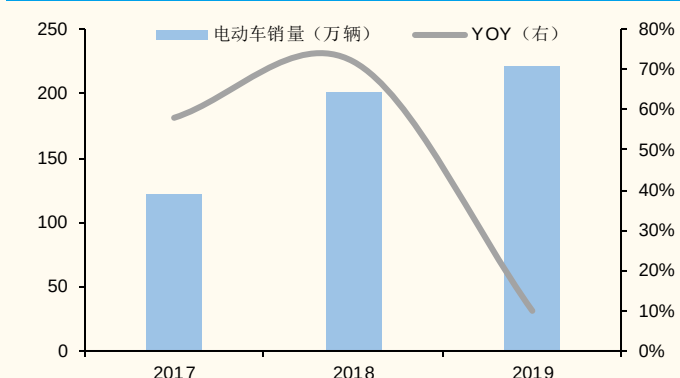
图表 44：2019 年全球车载显示面板出货量略有下降



来源：IHS，国金证券研究所

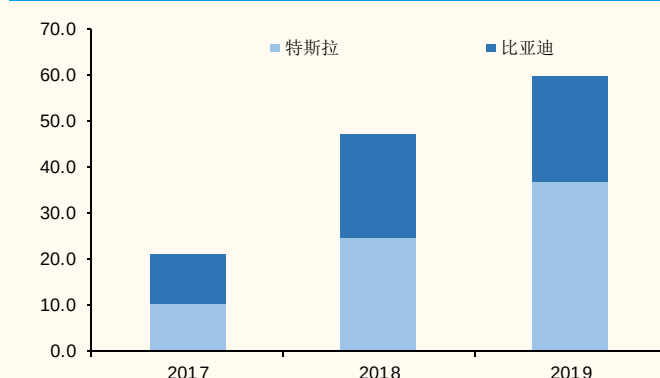
- 供货电动车领军企业，或将受益特斯拉上海工厂投产。公司车载显示面板的客户涵盖日系、欧系、美系、德系品牌；并且是电动车领军企业特斯拉、比亚迪的重要供应商，公司为特斯拉 Model S、Model X 等旗舰车型提供中控屏，并且为比亚迪唐、宋、秦等热销车型独供中控屏模组。近年来电动车市场呈现快速增长，2019 年电动车销量达 221 万辆，同增 10%，其中特斯拉电动车销量达 37 万辆，同增 50%，比亚迪电动车销量达 23 万辆，同增 1%。随着特斯拉上海工厂产能的逐步释放，未来公司有望积极导入相关车型。

图表 45：全球电动车销量快速增长



来源：EV Sales，国金证券研究所

图表 46：特斯拉、比亚迪电动车销量快速增长 (万辆)



来源：EV Sales，国金证券研究所

图表 47：特斯拉中控模组屏



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 48：比亚迪中控模组屏



来源：公司官网，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测：预计公司 2019-2021 年归母业绩为 8.6、11、14.6 亿元

- 预计公司可转债项目 2020 年投产，公司营收快速增长，毛利率有所下降；考虑公司可转债成功发行，财务费用持续下降；假设公司加大研发投入，研发费率维持在 3.2% 的水平。预计公司 2019~2021 年营收为 60、90、115 亿元，归母业绩为 8.6、11、14.6 亿元，同增 20%、29%、33%。

图表 49：预计 2019-2021 年归母业绩为 8.6、11、14.6 亿元，同增 20%、29%、33%

	2015	2016	2017	2018	2017Q3	2018Q3	2019Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入	39.87	85.42	108.84	96.15	87.65	71.30	46.44	60.17	90.00	115.00
YOY	143%	114%	27%	-12%	78%	-19%	-35%	-37%	50%	28%
营业成本	34.93	77.49	97.98	81.66	79.57	60.14	34.17	43.92	67.50	86.25
毛利	4.94	7.93	10.86	14.49	8.08	11.16	12.27	16.25	22.50	28.75
毛利率	12.39%	9.28%	9.98%	15.07%	9.22%	15.65%	26.42%	27.00%	25.00%	25.00%
税金及附加	0.15	0.33	0.39	0.29	0.28	0.21	0.17	0.21	0.32	0.40
税金及附加率	0.38%	0.39%	0.36%	0.30%	0.32%	0.29%	0.37%	0.35%	0.35%	0.35%
销售费用	0.53	0.72	0.79	0.96	0.68	0.77	0.60	0.78	1.17	1.50
销售费率	1.33%	0.84%	0.73%	1.00%	0.78%	1.08%	1.29%	1.30%	1.30%	1.30%
管理费用	1.39	1.97	2.46	1.96	1.71	1.33	1.42	1.93	2.88	3.68
管理费	3.49%	2.31%	2.26%	2.04%	1.95%	1.87%	3.06%	3.20%	3.20%	3.20%
研发费用				0.98		0.68	1.34	1.81	2.88	3.68
研发费率					1.02%		0.95%	2.89%	3.00%	3.20%
财务费用	0.16	0.63	0.80	1.40	0.51	1.05	0.38	0.44	0.53	0.63
财务费率	0.40%	0.74%	0.74%	1.46%	0.58%	1.47%	0.82%	0.73%	0.58%	0.55%
加：其他收益				0.14	0.19	0.33	0.19	0.14	0.20	0.20
投资净收益	0.13	0.10	0.53	0.24	0.28	0.15	-0.28	-0.50	-0.50	0.00
公允价值变动净收益			0.01	-0.04	2.42	-0.01	0.03	0.01	0.00	0.00
资产减值损失	0.17	0.56	0.74	3.38	0.05	0.05	0.06	0.74	1.35	1.56
营业利润	2.66	3.81	6.32	8.39	5.44	7.45	8.56	10.04	13.08	17.50
营业外收支	0.27	0.31	0.23	0.33	0.03	0.00	0.01	0.30	0.30	0.30
利润总额	2.94	4.12	6.55	8.72	5.47	7.46	8.57	10.34	13.38	17.80
减：所得税	0.53	0.58	1.07	1.46	0.87	1.27	1.37	1.65	2.14	2.85
所得税率	18%	14%	16%	17%	16%	17%	16%	16%	16%	16%
净利润	2.41	3.54	5.48	7.26	4.60	6.19	7.21	8.69	11.24	14.95
减：少数股东损益	0.03	0.07	0.04	0.14	0.02	0.11	0.09	0.14	0.24	0.35
归母净利	2.38	3.47	5.44	7.12	4.57	6.08	7.12	8.55	11.00	14.60

来源：wind，国金证券研究所

2. 投资建议及估值：给予公司目标价 13.6 元，现价安全边际较高

- 采取 PE 估值，给予目标价 13.6 元。我们选取为欧菲光、京东方、立讯精密、歌尔股份作为公司的可比公司，可比公司 2020 年平均 PE 估值为 22 倍，考虑公司盈利稳定性较高，给予公司 2020 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 13.6 元，给予买入评级。

图表 50：采用 PE 估值，给予目标价 13.6 元

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300088.SZ	长信科技	9.00	220	0.31	0.35	0.45	29	26	20
002456.SZ	欧菲光	14.12	383	-0.19	0.61	0.82	-74	23	17
000725.SZ	京东方 A	3.82	1329	0.10	0.08	0.15	39	48	25

002475.SZ	立讯精密	41.23	2205	0.66	1.20	1.57	62	34	26
002241.SZ	歌尔股份	18.52	601	0.27	0.60	0.79	69	31	24

来源：wind，国金证券研究所

- 纵向来看，公司上市以来平均 PE (TTM) 达 42 倍，目前 PE (TTM) 仅为 25 倍；上市以来平均 PB (MRQ) 达 4.2 倍，目前 PB (MRQ) 仅为 3.6 倍，安全边际较高。

图表 51：公司目前 PE (TTM) 估值位于历史低位



来源：wind，国金证券研究所

图表 52：公司目前 PB (MRQ) 估值位于历史低位



来源：wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 贸易政策、汇率波动风险：公司营收以海外客户营收为主、海外营收占比超 50%。未来中美贸易摩擦若进一步加剧、或汇率出现较大波动时，或对公司业绩造成不利影响。
- 客户集中风险：公司前五大客户营收占比超 70%，未来若终端客户销售不佳或对公司、销售回款造成冲击
- 消费电子出货量不及预期：消费电子是公司的主要下游，若受经济下行、疫情影响，消费电子需求大幅下行或对公司业绩造成冲击。

关键指标	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)						
收入增长率	114.24%	27.43%	-11.66%	-37.42%	49.58%	27.78%
归母净利润增长率	46.01%	56.84%	30.79%	20.02%	28.67%	32.79%
EBITDA 增长率	54.15%	46.07%	38.02%	11.28%	29.83%	26.84%
EBIT 增长率	71.56%	47.61%	42.58%	3.00%	3.20%	3.20%
估值指标						
PE				29.06	22.58	17.01
PB				4.62	4.12	3.60
EV/EBITDA				15.83	12.19	9.61
EV/EBIT				20.66	15.60	12.21
EV/NOPAT				27.09	20.09	15.20
EV/Sales				3.96	2.64	2.07
EV/IC				2.85	2.46	2.17
盈利能力 (%)						
毛利率	9.27%	9.98%	15.07%	27.00%	25.00%	25.00%
EBITDA 率	7.85%	8.99%	14.05%	24.99%	21.69%	21.53%
EBIT 率	5.73%	6.64%	10.72%	19.15%	16.95%	16.95%
税前净利润率	4.82%	6.02%	9.07%	17.18%	14.86%	15.48%
税后净利润率 (归属母公司)	4.06%	5.00%	7.41%	14.20%	12.22%	12.70%
ROA	4.80%	7.27%	7.64%	8.66%	9.20%	10.52%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.25%	12.49%	14.66%	15.91%	18.24%	21.14%
ROIC	8.46%	9.96%	11.66%	11.58%	13.25%	14.95%
偿债能力						
流动比率	0.97	0.99	1.09	1.09	1.02	1.04
速动比率	0.68	0.79	0.96	0.95	0.87	0.89
归属母公司权益/有息债务	3.10	2.59	1.98	1.84	1.70	1.76
有形资产/有息债务	5.60	4.16	3.57	3.19	3.21	3.39
每股指标 (按最新预测年度股本计算历史数据)						
EPS	0.30	0.24	0.31	0.37	0.48	0.63
每股经营现金流	0.23	0.27	0.35	0.65	0.69	0.82
每股股利	0.05	0.10	0.13	0.15	0.19	0.25
每股自由现金流 (FCFF)	-0.54	-0.02	0.11	-0.23	0.18	0.33
每股净资产	3.26	1.90	2.11	2.32	2.61	2.99
每股销售收入	7.43	4.73	4.18	2.60	3.89	4.97

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	8,542	10,884	9,615	6,017	9,000	11,500
增长率		27.4%	-11.7%	-37.4%	49.6%	27.8%
主营业务成本	-7,749	-9,798	-8,166	-4,392	-6,750	-8,625
%销售收入	90.7%	90.0%	84.9%	73.0%	75.0%	75.0%
毛利	792	1,087	1,448	1,625	2,250	2,875
%销售收入	9.3%	10.0%	15.1%	27.0%	25.0%	25.0%
营业税金及附加	-33	-39	-29	-21	-32	-40
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-72	-79	-96	-78	-117	-150
%销售收入	0.8%	0.7%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-197	-246	-196	-193	-288	-368
%销售收入	2.3%	2.3%	2.0%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	0	0	-98	-181	-288	-368
%销售收入	0.0%	0.0%	1.0%	3.0%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	490	723	1,030	1,152	1,526	1,949
%销售收入	5.7%	6.6%	10.7%	19.2%	17.0%	17.0%
财务费用	-63	-80	-140	-44	-53	-63
%销售收入	0.7%	0.7%	1.5%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-56	-74	-338	-74	-135	-156
公允价值变动收益	1	-4	242	0	0	0
投资收益	10	53	24	-50	-50	0
%税前利润	2.4%	8.1%	2.8%	n.a	n.a	0.0%
营业利润	381	632	839	1,004	1,308	1,750
营业利润率	4.5%	5.8%	8.7%	16.7%	14.5%	15.2%
营业外收支	31	23	32	30	30	30
税前利润	412	655	872	1,034	1,338	1,780
利润率	4.8%	6.0%	9.1%	17.2%	14.9%	15.5%
所得税	-58	-107	-146	-165	-214	-285
所得税率	14.0%	16.3%	16.7%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	354	548	726	869	1,124	1,495
少数股东损益	7	4	14	14	24	35
归属于母公司的净利润	347	544	712	855	1,100	1,460
净利率	4.1%	5.0%	7.4%	14.2%	12.2%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	354	548	726	869	1,124	1,495
少数股东损益	7	4	14	14	24	35
非现金支出	237	330	659	426	562	683
非经营收益	12	47	-179	175	176	164
营运资金变动	-334	-313	-402	31	-265	-445
经营活动现金净流	269	612	804	1,500	1,596	1,898
资本开支	-617	-830	-622	-1,574	-1,140	-1,140
投资	-847	-10	13	-400	0	0
其他	570	179	67	-50	-50	0
投资活动现金净流	-894	-661	-542	-2,024	-1,190	-1,140
股权募资	0	12	0	0	0	0
债权募资	894	74	706	367	631	371
其他	-184	-157	-292	-490	-597	-780
筹资活动现金净流	709	-70	414	-123	33	-410
现金净流量	84	-120	676	-647	439	348

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	747	643	1,442	795	1,235	1,582
应收账款	1,209	1,403	1,979	1,743	2,386	3,108
存货	950	567	531	481	740	945
其他流动资产	358	192	436	652	656	660
流动资产	3,265	2,806	4,388	3,672	5,016	6,296
%总资产	45.1%	37.5%	47.1%	37.2%	42.0%	45.4%
长期投资	889	1,022	772	772	772	772
固定资产	2,364	2,972	3,493	4,654	5,339	5,925
%总资产	32.7%	39.7%	37.5%	47.2%	44.7%	42.7%
无形资产	432	466	501	529	537	545
非流动资产	3,970	4,683	4,936	6,191	6,937	7,582
%总资产	54.9%	62.5%	52.9%	62.8%	58.0%	54.6%
资产总计	7,235	7,488	9,325	9,863	11,953	13,877
短期借款	1,208	1,517	2,164	1,850	2,630	3,101
应付款项	1,577	1,211	1,676	1,325	2,035	2,601
其他流动负债	595	114	188	182	247	324
流动负债	3,379	2,842	4,029	3,356	4,912	6,026
长期贷款	0	165	294	94	44	44
其他长期负债	85	87	99	983	883	783
负债	3,464	3,094	4,422	4,434	5,840	6,853
普通股股东权益	3,751	4,359	4,857	5,370	6,029	6,905
其中：股本	1,149	2,299	2,299	2,312	2,312	2,312
未分配利润	1,162	1,634	2,059	2,572	3,231	4,108
少数股东权益	20	35	46	60	84	119
负债股东权益合计	7,235	7,488	9,325	9,863	11,953	13,877

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.302	0.237	0.310	0.351	0.452	0.600
每股净资产	3.263	1.896	2.113	2.208	2.479	2.839
每股经营现金净流	0.234	0.266	0.350	0.649	0.690	0.821
每股股利	0.050	0.100	0.130	0.148	0.190	0.253
回报率						
净资产收益率	9.25%	12.49%	14.66%	15.91%	18.24%	21.14%
总资产收益率	4.80%	7.27%	7.64%	8.66%	9.20%	10.52%
投入资本收益率	8.46%	9.96%	11.66%	11.58%	13.25%	14.95%
增长率						
主营业务收入增长率	114.24%	27.43%	-11.66%	-37.42%	49.58%	27.78%
EBIT增长率	71.56%	47.61%	42.58%	11.82%	32.39%	27.78%
净利润增长率	46.01%	56.84%	30.79%	20.02%	28.67%	32.79%
总资产增长率	49.48%	3.50%	24.52%	5.77%	21.19%	16.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.1	37.7	55.3	90.0	85.0	90.0
存货周转天数	27.2	28.3	24.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	40.0	46.6	50.4	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	95.2	88.0	119.4	200.5	157.8	138.9
偿债能力						
净负债/股东权益	12.20%	23.63%	15.79%	34.61%	33.87%	29.80%
EBIT利息保障倍数	7.8	9.0	7.3	26.1	29.1	30.9
资产负债率	47.88%	41.32%	47.43%	44.95%	48.86%	49.39%

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	1	7	20
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	1.00	1.00	1.00

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

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH