

行业迎来巨大上升期，凯盛科技顺势而上

——凯盛科技（600552）首次覆盖报告

买入（首次）

日期：2020年06月29日

报告关键要素：

凯盛科技是一家主营新材料与光电显示业务的公司，新材料业务属于国家七大战略新兴产业之一，国家支持政策优厚，公司业务有望维持稳定发展；光电显示业务随着液晶显示、平板电脑、智能穿戴的普及发展前景良好，公司2019年新增柔性屏触控模组、超大屏等高科技项目，配合产能布局有望占据更大市场份额。公司近年来业绩成长性好，境内外业务协同发展，业务良性运转，订单数量增多，光电显示业务营收增速近67%；凯盛科技研发投入稳定增长，新材料业务多个产品处于国内领先地位；公司将在未来1-3年新增大量产能，配合新品研发双轮驱动，有望迅速抢占光线显示市场。

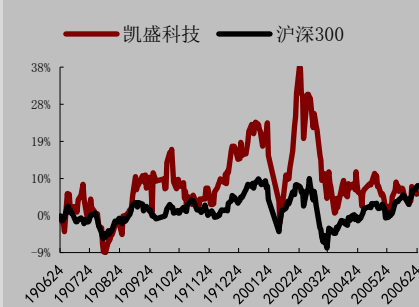
投资要点：

- **主营业务属于国家重点发展行业，市场前景光明：**新材料位于七大战略新兴产业的核心，随着国家产业升级加快，新材料产品在高端技术行业领域应用发展较快，行业逐渐迎来新的广阔市场；光电显示业务部具有从玻璃原片到一体化模组较为完整的产业链布局，业务稳定性和盈利性有保障，行业内竞争力较强。
- **业绩提升加快，正向驱动公司发展：**2010到2019年，公司营业收入从6.11亿元增长至45.18亿元，复合增长率为24.89%，其中新型显示业务营收同比2018年增长67%，对公司业绩的拉动力量更显著；业绩提升带来公司经营现金流量的好转，对公司日后的发展有正向积极作用。
- **产能+潮流，凯盛科技将迎来巨大增长：**凯盛科技正在积极布局新产能，新增产能与研发新品双轮驱动，公司将在市场竞争中占得更大市场份额；新材料产业属于国家重点支持的战略性新兴产业，未来仍有很大发展空间；随着5G通信技术逐步落地，光电显示业务的需求必将有大幅度提升，公司顺势而上即将迎来收获期。
- **盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润1.4亿元、1.7亿元和2.8亿元，对应EPS分别为0.19元、0.23元和0.37元，对应当前股价的PE分别为29倍、24倍和15倍。对应公司当前股价，我们认为公司属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险因素：**新冠疫情加大宏观经济风险、管理能力不及内外部环境日益复杂程度的风险、新增产能无法消化的风险、液晶显示模组原材料成本上涨风险

基础数据

| | |
|------------|-----------------------------|
| 行业 | 电子 |
| 公司网址 | http://www.triumphltd.cn/ |
| 大股东/持股 | 安徽华光光电材料科技集团有限公司 /21.83% |
| 实际控制人/持股 | 国资委/27.22% |
| 总股本(百万股) | 763.88 |
| 流通A股(百万股) | 763.88 |
| 收盘价(元) | 5.37 |
| 总市值(亿元) | 41.02 |
| 流通A股市值(亿元) | 41.02 |

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020年06月24日

分析师：夏清莹

执业证书编号：S0270520050001

号：

电话：075583228231

邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：贺潇翔宇

电话：13305506080

邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315

邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

| | 2019年 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 45.18 | 49.22 | 56.04 | 66.30 |
| 增长比率(%) | 48.2% | 8.9% | 13.9% | 18.3% |
| 归母净利润(亿元) | 0.97 | 1.42 | 1.73 | 2.83 |
| 增长比率(%) | 124.0% | 47.2% | 22.0% | 63.1% |
| 每股收益(元) | 0.13 | 0.19 | 0.23 | 0.37 |
| 市盈率(倍) | 43.1 | 29.2 | 24.0 | 14.7 |

资料来源：Wind，万联证券研究所

目录

| | |
|---|-----------|
| 1、凯盛科技产业背景：国家产业升级加快，新材料与光电显示占据重要地位 | 4 |
| 1.1 我国新材料与光电显示发展现状 | 4 |
| 1.2 凯盛科技新材料：品类众多，集中应用于制造业 | 8 |
| 1.3 凯盛科技光电显示：较为完整的一体化产业链 | 9 |
| 2、凯盛科技公司基本面：稳健向好，业绩增幅明显 | 10 |
| 2.1 财务状况：业绩实现大幅增长，有望快速抢占市场 | 10 |
| 2.2 估值水平：回调见底，或迎来向上修复时机 | 13 |
| 2.3 机构持仓：基金持仓占比平稳，配置价值较好 | 14 |
| 2.4 业绩拐点：创新产品与产能双重支持，业绩拐点已现 | 15 |
| 3、凯盛科技核心竞争力：贯彻创新驱动发展，培育经济增长点 | 16 |
| 3.1 产能扩张迅速：快速新增大规模产能，占领更广阔市场 | 16 |
| 3.2 上下游渠道布局，低成本、保销量 | 17 |
| 3.3 坚持研发创新为本，提高竞争门槛 | 19 |
| 4、凯盛科技两大机遇：主营产品顺应时代潮流，行业增速发展势头不减 | 20 |
| 4.1 新材料加速进入高端技术行业 | 20 |
| 4.2 随着万物互联加速到来，光电显示具有广阔增长空间 | 22 |
| 5、关键假设和盈利预测 | 24 |
| 6、风险提示 | 25 |
| 图表 1：七大新兴产业 | 4 |
| 图表 2：支持新材料发展的相关政策 | 4 |
| 图表 3：2016-2019 年全球新材料产值与增速 | 5 |
| 图表 4：2011-2019 年中国新材料市场规模与增速 | 5 |
| 图表 5：2011-2019 年中国新材料行业投资数量与规模 | 6 |
| 图表 6：光电显示产业发展历程 | 6 |
| 图表 7：主流平板显示技术 | 7 |
| 图表 8：Micro LED 显示器 | 7 |
| 图表 9：曲面液晶显示器 | 7 |
| 图表 10：中国液晶显示模组行业产量 | 8 |
| 图表 11：凯盛科技新材料分类与应用范围 | 8 |
| 图表 12：2019 年凯盛科技新材料生产量与销量增速 | 9 |
| 图表 13：光电显示产品分类 | 9 |
| 图表 14：公司营业收入及同比增速 | 10 |
| 图表 15：公司归母净利润及同比增速 | 10 |
| 图表 16：公司期间费用率及三费 | 11 |
| 图表 17：公司存货周转天数、应收账款周转天数 | 12 |
| 图表 18：公司应收账款及预收账款 | 12 |
| 图表 19：公司短期及长期偿债能力 | 12 |
| 图表 20：公司经营活动现金流 | 12 |
| 图表 21：公司估值水平及 2010-2019 年估值平均值 | 13 |
| 图表 22：公司 ROE 水平 | 14 |
| 图表 23：公募基金持股数量及比例 | 14 |

| | |
|--|----|
| 图表 24: 2019 公司主营业务收入分产品情况 | 16 |
| 图表 25: 2019 公司主营业务收入分地区情况 | 16 |
| 图表 26: 凯盛科技新增产能情况 | 16 |
| 图表 27: 凯盛科技销量增加前三产品 | 17 |
| 图表 28: 中国锆矿和锆英砂进口量与增速 | 17 |
| 图表 29: 全球锆英砂产量前三名 | 18 |
| 图表 30: 凯盛科技光电显示业务营收与毛利润 | 18 |
| 图表 31: 凯盛科技境内外营业收入 | 18 |
| 图表 32: 凯盛科技近 5 年研发费用与增速 | 19 |
| 图表 33: 凯盛科技研发成就 | 20 |
| 图表 34: 新材料产业分类 | 20 |
| 图表 35: 2017 年至今公司取得与新材料产业相关的专利情况 | 21 |
| 图表 36: 万物互联主要应用场景 | 22 |
| 图表 37: 2018-2019 年主要智能终端出货量 | 23 |
| 图表 38: 盈利预测 | 24 |

万联证券

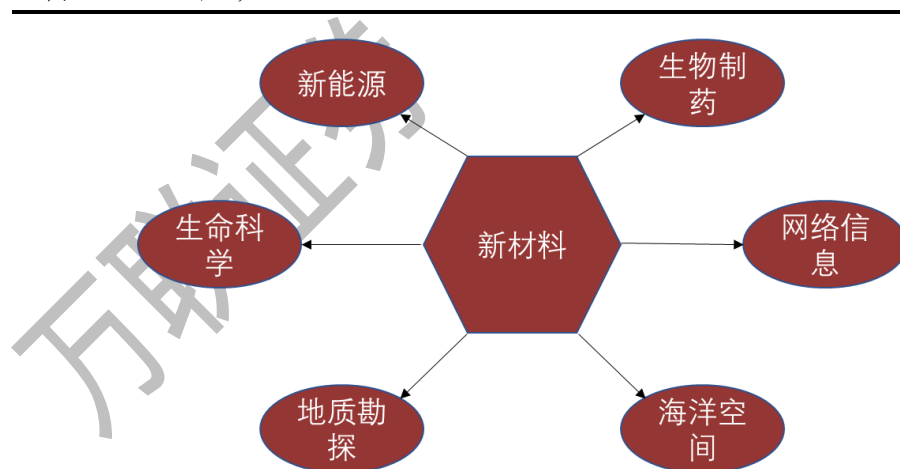
1、凯盛科技产业背景：国家产业升级加快，新材料与光电显示占据重要地位

1.1 我国新材料与光电显示发展现状

1) 新材料产业概述：七大战略性新兴产业发展的基础和保障，处于“黄金发展”前期

新材料是指在性能上优于传统材料或者具有特殊功能的材料，作为新兴产业的基础和先导，新材料的应用范围广泛，它与信息技术、生物技术一起成为二十一世纪最重要和最具发展潜力的领域。作为七大新兴产业之一的新材料尤为瞩目，新材料涵盖了其它六大新兴产业的大部分内容，是新兴产业发展的根基和先导。加快新材料产业的发展将是国家顺利发展新兴产业的前提和重要组成部分。

图表1：七大新兴产业



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

政策方面，政府通过国家自然科学基金、973 计划、863 计划、火炬计划等 7 个专项计划来支持新材料产业的发展，材料领域的项目数和投资金额在各项科技计划中都占到 15%~30%。市场需求的日益扩大，加之政策的支持，新材料将在新兴产业中得到优先发展。

图表2：支持新材料发展的相关政策

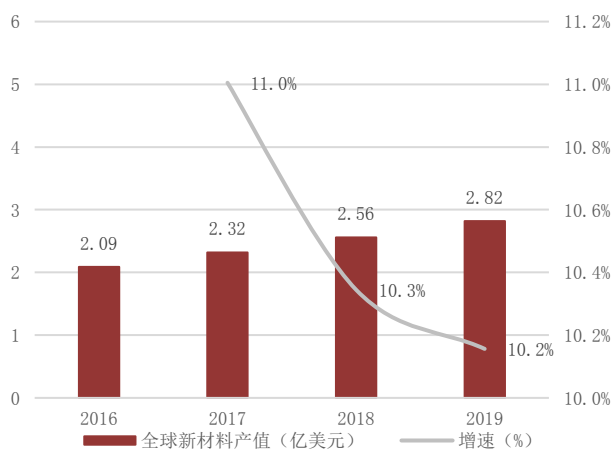
| 政策名称 | 发布时间 | 发文单位 | 目标 |
|--------------------|-----------|-----------------|--|
| 《新材料产业发展指南》 | 2017/1/23 | 工信部、发改委、科技部、财政部 | <ul style="list-style-type: none"> 到2020年，新材料产业规模化、集聚化发展态势基本形成，在碳纤维复合材料、高品质特殊钢、先进轻合金材料等领域实现70种以上重点新材料产业化及应用； 建成与我国新材料产业发展水平相匹配的工艺装备保障体系； 建成较为完善的新材料标准体系，具有一批有国际影响力的新材料企业。 |
| 国家新材料产业发展专家咨询委员会成立 | 2017/2/28 | 国务院 | —— |

| | | | |
|---------------------------------------|-----------|---------|--|
| 两会政府工作报告 | 2017/3/5 | 人大、政协 | 全面实施战略性新兴产业发展规划，加快新材料、人工智能、集成电路、生物制药、第五代移动通信等技术研发和转化，做大做强产业集群。 |
| 《重点新材料首批次应用示范指导目录（2017年版）》 | 2017/9/12 | 工信部 | 为贯彻落实《新材料产业发展指南》，做好重点新材料首批次应用保险补偿机制试点工作。 |
| 《国家新材料生产应用示范平台建设方案》、《国家新材料测试评价平台建设方案》 | 2018/1/16 | 工信部、财政部 | 国家新材料生产应用示范平台以新材料生产企业和应用企业为主联合组建，吸收产业链相关单位，衔接已有国家科技创新基地，打破技术与行业壁垒，实现新材料与终端产品协同联动。 到2020年： • 完成国家新材料测试评价平台总体布局，初步形成测试评价服务网络体系。 • 建设具备统筹协调、资源共享和认证服务等功能的主中心。 • 在先进基础材料、关键战略材料和前沿新材料等领域，建成若干个行业中心。 • 根据产业集聚现状，布局一批区域中心。 • 重点新材料的测试评价问题得到基本解决。 |
| 两会政府工作报告 | 2019/3/5 | 人大、政协 | 深化大数据、人工智能等研发应用，培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群，壮大数字经济。 |

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

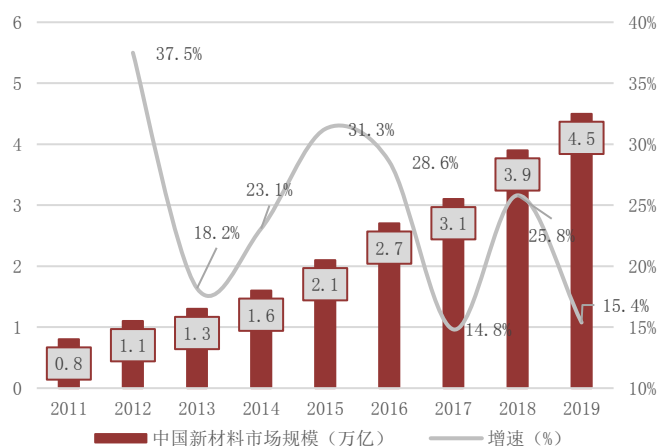
近年来，随着我国在能源、生物、电子以及建筑等众多领域的飞速发展，新材料产业正进入一个充满机遇的黄金发展阶段。统计显示，近5年以来全球新材料产业产值以每年约10%的速度增长，我国新材料市场规模近10年来CAGR达到21.16%，在经济强劲复苏和高新技术产业迅猛发展的拉动下，未来我国新材料市场将保持稳速增长与高质量竞争。

图表3：2016-2019年全球新材料产值与增速



资料来源：前瞻经济学人、万联证券研究所

图表4：2011-2019年中国新材料市场规模与增速

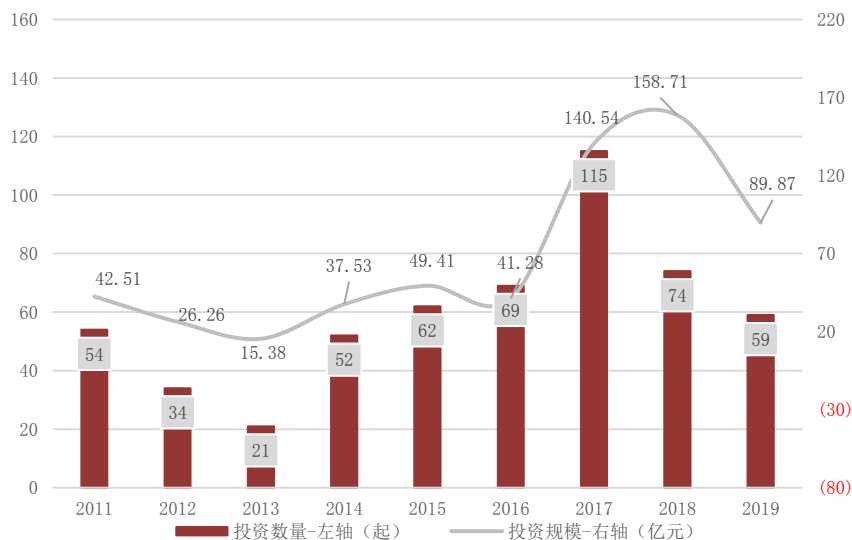


资料来源：前瞻经济学人、万联证券研究所

由于新材料的战略地位以及对其他新兴产业的支持、推动作用，新材料行业发展一直

以来得到国家的大力支持，民间资本看好新材料的发展前景也大量涌入。2019 年我国新材料行业投资数量为 59 起，单笔投资规模相比 2011 年增加近一倍，投资规模达到 89.87 亿元。

图表5：2011-2019年中国新材料行业投资数量与规模

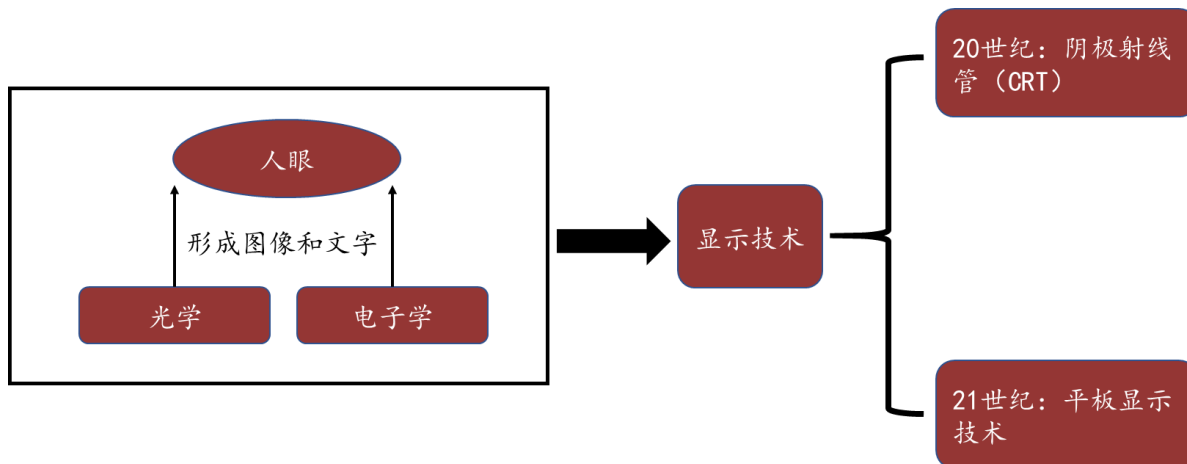


资料来源：前瞻经济学人、万联证券研究所

2) 光电显示发展现状：尺寸大型化和形态柔性化成为主要驱动力

光电子技术是当今世界上竞争最为激烈的高新技术领域之一，光电显示技术是将电子设备输出的电信号转化为视觉可见的图像、图形、数码及字符等光信号。光电显示产业位于信息产业一个十分重要的位置，是 IT 终端产品“人机互动”的界面，具有以下特点：1) 技术含量高，2) 应用终端广泛，3) 在 IT 终端产品的成本占比高、价值量大，4) 具有高成长性。

图表6：光电显示产业发展历程

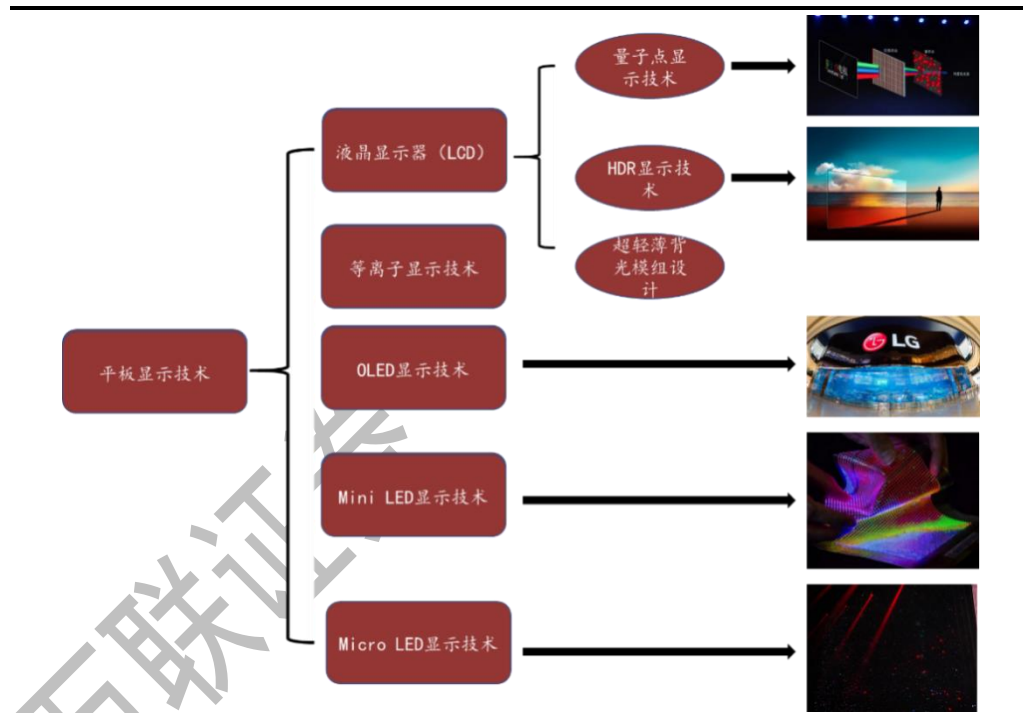


资料来源：公开资料、万联证券研究所

阴极射线管造价低廉、最早投入应用，是最为大众所熟悉的一种光电显示技术，随着

时代的发展，它由于体积太大、重量太重逐步退出人们的视野；机身轻薄、便携耗电少的液晶显示器占据主要市场，等离子体显示比液晶显示更高一级，更加轻薄和便携，有着极好的分辨率，但是耗电多、造价高，因此未大规模普及。

图表7：主流平板显示技术



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

尺寸大型化、柔性化成未来发展主流。光电显示产业伴随科技革命的到来，规模持续扩大，营收增长相对较快，进入 2018 年，智能手机和电视市场逐渐转变为存量竞争阶段，再加上全球经济不确定性加剧，全球新型显示产业虽然出货面积仍在持续增长，但面板价格下降较快，2018 年全球新型显示产业总出货面积 2.16 万平方米，同比增长 8% 以上，营收规模 1236 亿美元，呈现下降趋势。在存量竞争背景下，尺寸大型化和形态柔性化成为当前显示产品市场的主要驱动力，全球电视面板出货平均尺寸在过去几年中增长较为迅速，折叠手机、弯曲腕表、卷曲电视等产品在 2019 年下半年已经开始陆续上市，市场的反映非常热烈。

图表8：Micro LED显示器



图表9：曲屏液晶显示器

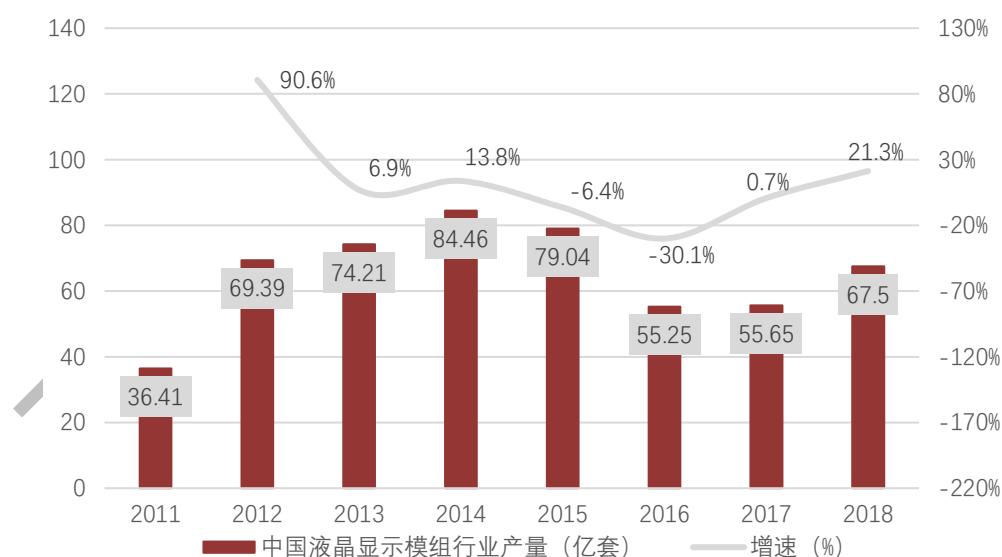


资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

市场显性需求和隐形需求巨大。光电显示产业是资金密集、技术密集、人才密集，高投入、高风险、高回报，典型的规模化高新技术产业。新型显示行业的发展状况和未来前景，与液晶电视、液晶显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机等各类消费电子行业，以及车载显示器、工控显示器等终端行业的市场状况密切相关，同时也受益于我国液晶模组行业的不断发展。**全球液晶产业向我国转移、我国液晶面板行业的持续增长将进一步推动了我国平板显示光电系统市场需求的快速增长。**至2020年我国背光模组光电系统市场规模将达到572.15亿元，同时量子点显示技术、Mini LED显示技术、Micro LED显示技术等新型显示技术的应用市场也将得到快速发展。

图表10：中国液晶显示模组行业产量



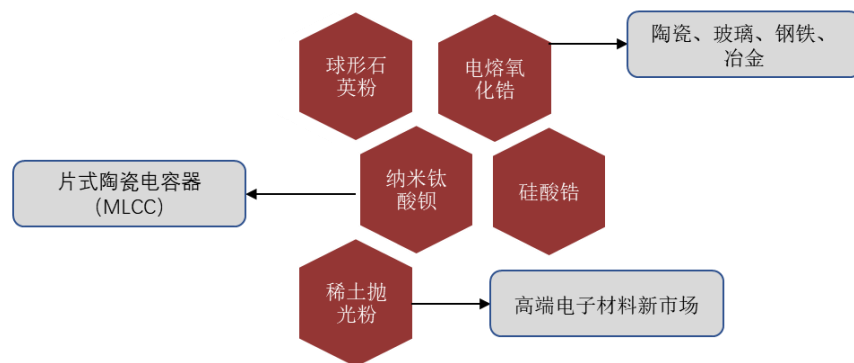
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

1.2 凯盛科技新材料：品类众多，集中应用于制造业

1) 新材料分类

凯盛科技新材料产品主要包括电熔氧化锆、纳米钛酸钡、球形石英粉、硅酸锆和稀土抛光粉等，广泛应用于电子信息、通讯元器件、特种陶瓷、精密陶瓷、新型建材、化工等制造行业。氧化锆系列产品是新材料板块的旗舰产品，其中电熔氧化锆产品已连续多年保持全球行业龙头地位，2019年被认定为国家制造业单项冠军产品。

图表11：凯盛科技新材料分类与应用范围



资料来源：公司公告、万联证券研究所

2) 新材料业务发展状况

克服不利因素，总体收益保持稳定。2019 年新材料事业部克服下游市场萎缩、产品价格回落以及行业产能持续增长的不利因素，总体效益保持基本稳定，销售量增幅显著。电熔锆产品经工艺改进目前在陶瓷过滤器领域逐渐开始使用，钒蓝色料级电熔锆 2019 年出货量大幅度增长；活性氧化锆良品率已提升至 90% 以上；稳定锆出货量同比增长 50% 以上。球形石英粉和球形氧化铝粉产品开发了第二代全氧焰高温熔融球化技术，质量大幅度提升，成本大幅度下降。纳米钛酸钡产品质量稳步提高，抛光粉一线已实现稳定量产，产品已经稳定供应长信、盛诺等客户。

图表12：2019年凯盛科技新材料生产量与销量增速

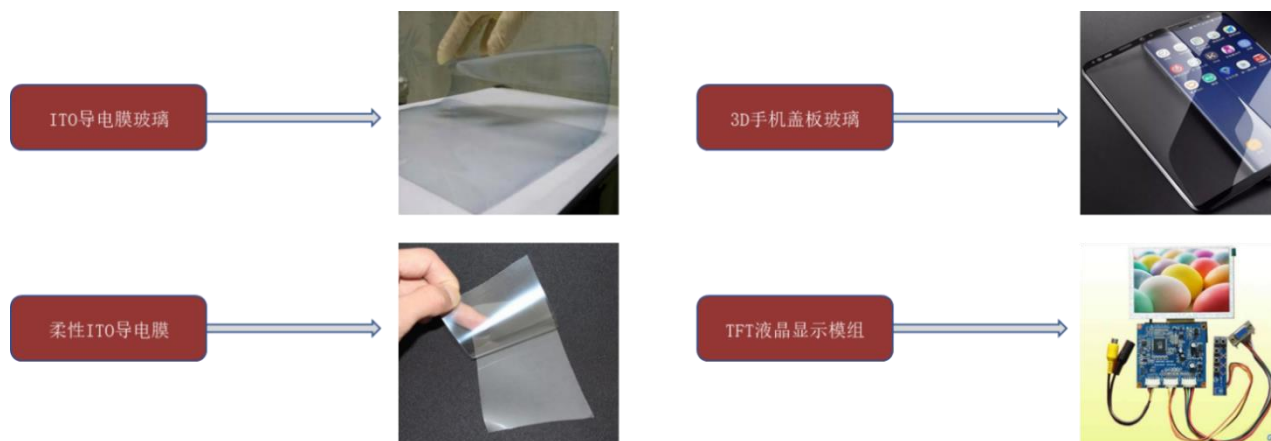
| 主要产品 | 单位 | 生产量 | 销售量 | 生产量比上年增减 (%) | 销售量比上年增减 (%) |
|------|----|----------|----------|--------------|--------------|
| 氧化锆 | 吨 | 18846.94 | 19061.44 | -1.53 | 6.65 |
| 硅酸锆 | 吨 | 15101.53 | 14504.15 | 45.3 | 19.8 |
| 稳定锆 | 吨 | 3291.62 | 2462 | 85.83 | 86.39 |
| 抛光粉 | 吨 | 730.89 | 677.51 | 24.91 | 111.61 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 凯盛科技光电显示：较为完整的一体化产业链

主要产品介绍及发展现状。光电显示业务包括：TN 型及 STN 型 ITO 导电膜玻璃主要用于车载显示、医疗器械显示等液晶显示屏；ITO 柔性导电薄膜主要应用于柔性触摸屏、薄膜太阳能电池封装等；2.5D/3D 曲面盖板、炫彩手机玻璃后盖，主要用于手机、平板电脑等产品上的保护屏，高端手机玻璃后盖；TFT 液晶显示模组和触摸屏模组应用于各类电子信息显示终端产品，主要应用于汽车电子、智能穿戴、智慧家居及其他工控产品等领域。

图表13：光电显示产品分类



资料来源：公司公告、万联证券研究所

全产业链发力，更好迎接万物互联新市场。一方面，公司内部从 ITO 导电膜玻璃、玻璃盖板、触摸屏面板、触控模组、TFT-LCD 玻璃减薄、显示模组直至全贴合产品，直接与终端大客户接触，从而在成本控制、质量一致性、缩短市场推广周期等方面获得明显的竞争优势。另一方面，公司拥有雄厚的科研能力和优质的矿产资源，量产了最薄的 0.12mm 超薄玻璃、高强度盖板玻璃、薄膜太阳能电池，即将投产高世代 TFT 液晶基板玻璃等，一系列填补国内空白、国际先进的信息显示源头材料，不仅为公司提供可靠的技术和资源保障，还能更好的迎接 5G 技术带来的万物互联新市场。

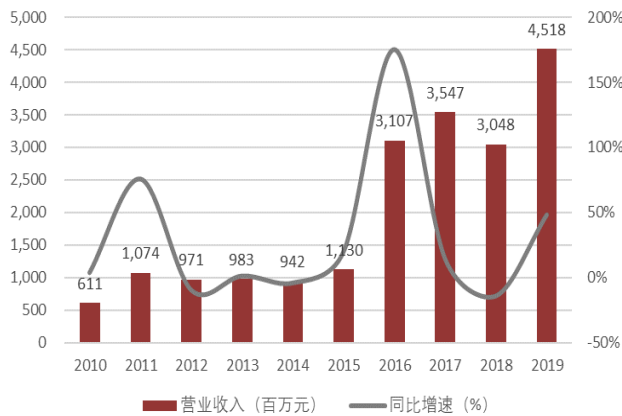
2、凯盛科技财务基本面：稳健向好，业绩增幅明显

2.1 财务状况：业绩实现大幅增长，有望快速抢占市场

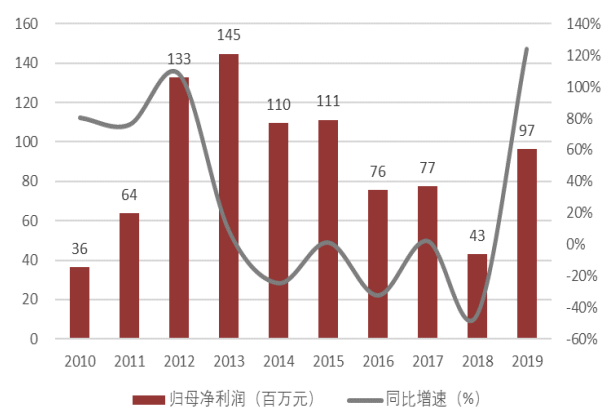
营业收入略有波动，归母净利润实现翻倍，预计迎来快速增长期。从2010到2019年，公司营业收入从6.11亿元增长至45.18亿元，复合增长率为24.89%，尤其到了2016年，蚌埠玻璃转移安徽华光的所有股权，凯盛科技从凯胜集团的三级子公司调整为二级子公司，重点开发大客户，营业收入实现飞跃式上涨，实现近3倍的收入涨幅；归母净利润从0.36亿元增长至0.97亿元，复合增长率为11.49%，2018年曾一度受贸易摩擦影响，材料成本上升，毛利率下降，归母净利润下跌至0.43亿元；2019年新型显示业务回暖，智能终端尤其是智能可穿戴设备全球出货量增长将近90%，前五名客户销售额占比从27%上涨到52%，归母净利润实现翻倍，增速高达121.04%。

图表14：公司营业收入及同比增速

图表15：公司归母净利润及同比增速



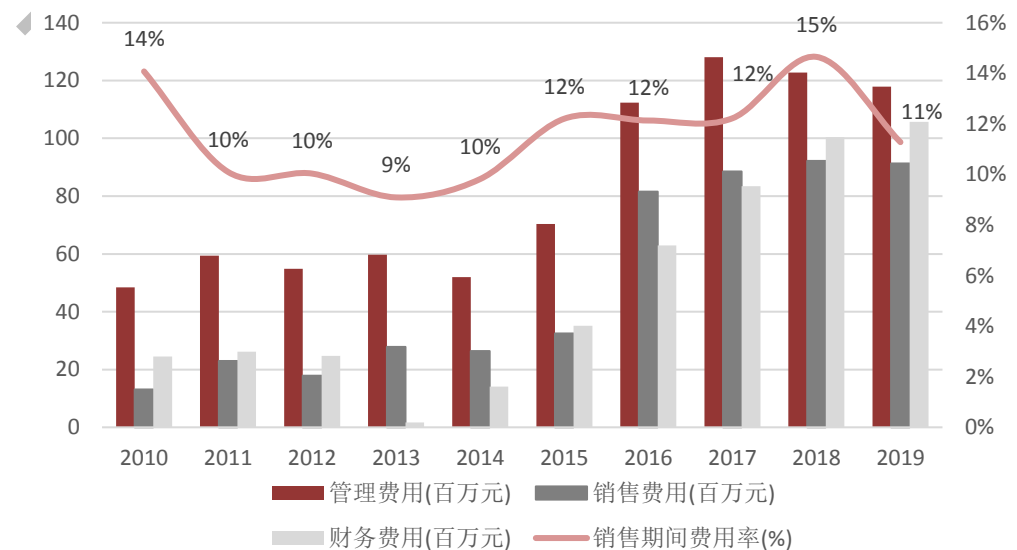
资料来源：公司公告，万联证券研究所



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司经营效率保持较高水平，销售期间费用率相对较低，费用上升速度基本稳定。2019年三费总和同比上一年相比小幅上升，同比增长15.20%，主要原因在于研发费用的增长。2019年管理费用从1.23亿元下降到1.18亿元，同比下降4%；财务费用从1.01亿元增加到1.06亿元，同比上升5.26%；销售费用基本持平，变动率不到1%；加大研发与开发费支出，同比增长近50%。预计未来公司将提高研发效率，通过提高营业收入降低期间费用率。

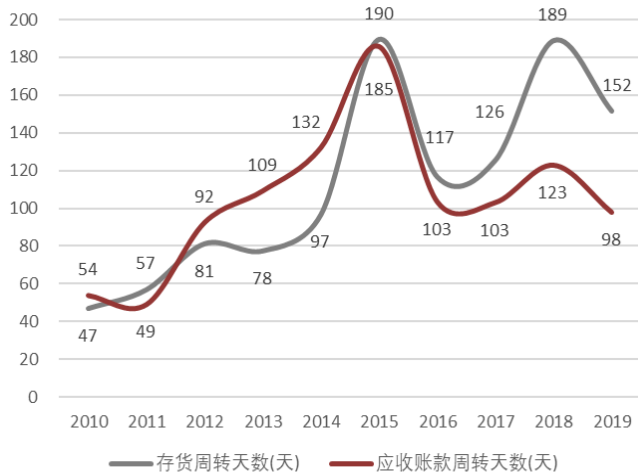
图表16：公司期间费用率及三费



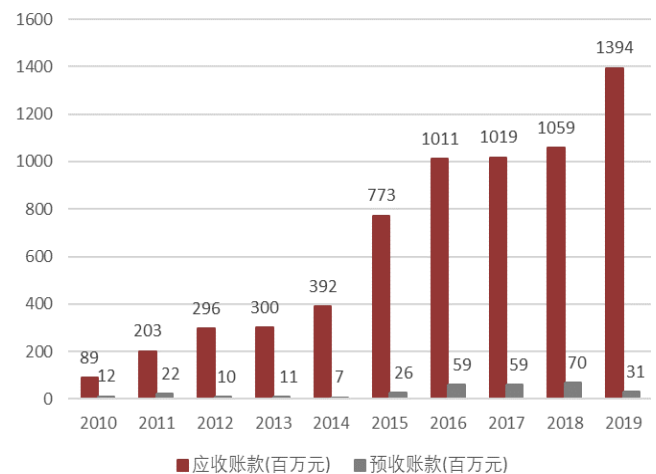
资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司业务良性运转，订单数量逐渐放大。2015年-2017年，公司存货周转天数不断缩短，2018年受国际环境影响略有回升，随后也回复到下滑态势，存货周转速度较快，营运能力稳步提高。应收账款周转天数与存货周转天数变动趋势基本相同，也证明了以上观点。公司业务不断扩张，订单数量持续增加，应收账款实现了从2010年的0.89亿元到2019年的13.94亿元超过15倍的增长，2019年应收账款同比增长31.59%。2016年公司股权结构发生变化后，预收账款实现数倍增长，议价能力快速提高，行业地位逐渐稳固。

图表17: 公司存货周转天数、应收账款周转天数



图表18: 公司应收账款及预收账款

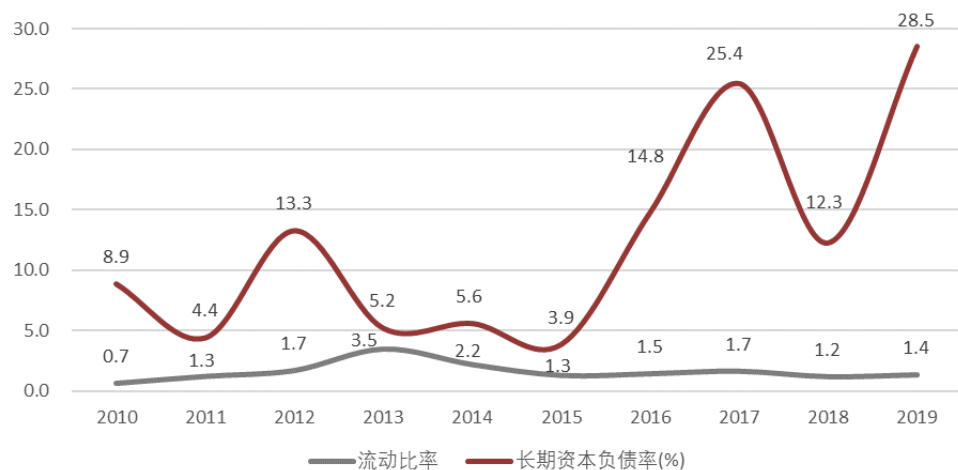


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司短期偿债能力良好, 长期负债总体呈上升趋势。从短期偿债能力角度看, 公司流动比率基本保持在1.5左右, 上下波动较小, 比率基本稳定, 表明公司短期偿债能力较强, 财务状况良好。从长期偿债能力角度看, 近年来公司的长期资本负债率波动较大, 除2018年外, 2015年到2019年呈现不断上升趋势, 主要原因在于从2016年开始公司将大量资金投入研发创新等周期较长项目, 导致经营资金流转速度降低, 2019年研发产出效率提高, 在研项目实现技术突破, 研究成果落地速度加快, 预计随着新产品逐步实现量产, 回收研发投入资金, 长期偿债能力有所回升, 资本负债率趋于稳定。

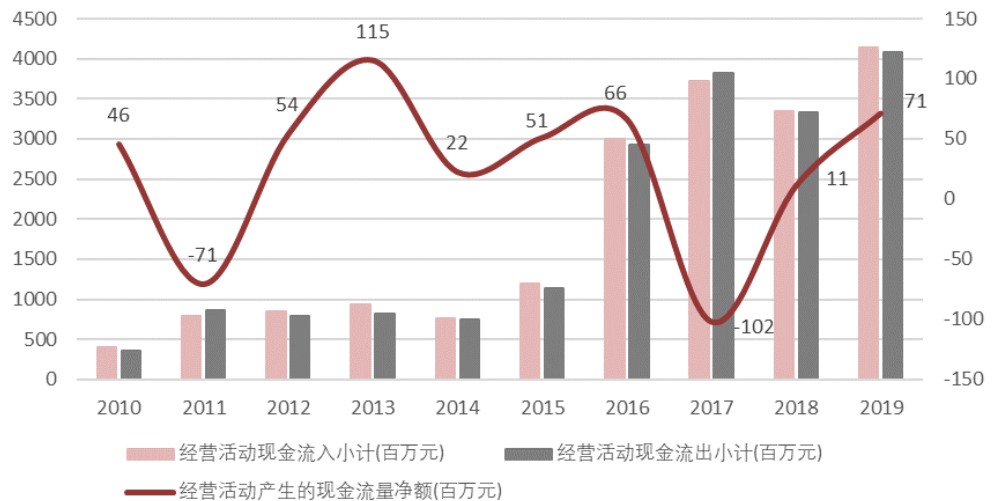
图表19: 公司短期及长期偿债能力



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司经营活动现金流出现波动。与2018年相比, 2019年公司经营活动现金流入量保持上升态势, 全年共流入41.46亿元, 同比增长23.9%。经营活动现金流变动趋势与营业收入大致相同。2018年, 受外部经济环境影响导致营业收入受到冲击, 经营活动现金流有所下滑, 但现金流量净额已实现正向流入。随着5G技术普及和全球智能终端市场回暖, 公司营业收入增长情况乐观, 预计经营活动现金流仍将保持稳步上升趋势。

图表20: 公司经营活动现金流

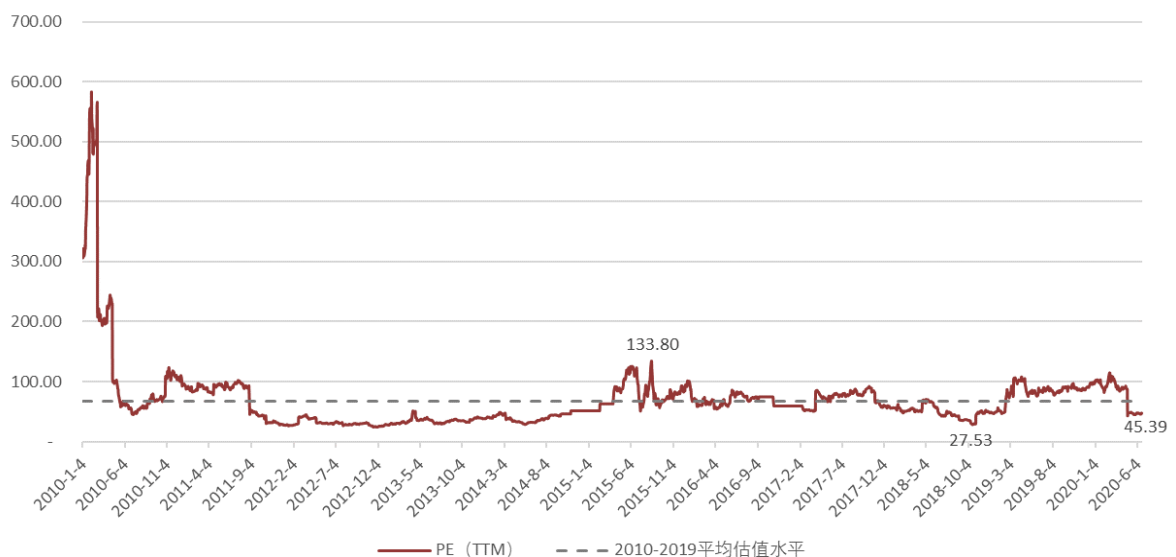


资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 估值水平：回调见底，或迎来向上修复时机

公司估值水平短期回调，具备向上修复条件。近年来，公司估值水平基本保持稳定，围绕十年均值上下波动，估值回归均值现象明显，公司十年平均估值为67.71倍，目前约为45.39倍。公司估值倍数与业绩相关性较显著，2016-2017年，公司业绩处于稳中带升趋势，估值基本高于十年均值；2018年由于受到外部经济环境影响，公司业绩增长速度放缓，估值也逐渐回落；2020年由于受到疫情冲击，公司估值在最近出现断崖式下跌。随着新材料和新型显示产业机遇不断显现，同时研发投入取得不错成效，预计公司在新产品投入市场与产品线扩张的双重利好带动下，在今年迎来业绩拐点，估值水平或将回归十年均值，目前估值水平体现配置机遇。

图表21：公司估值水平及2010-2019年估值平均值

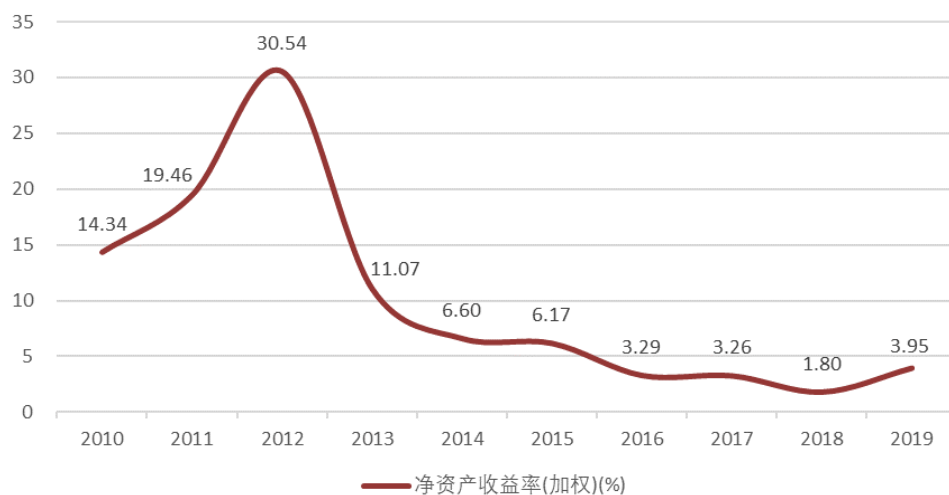


资料来源：Wind，万联证券研究所

公司盈利能力趋于平稳，ROE或迎向上走势。加权ROE变动趋势基本与归母净利润一致，从2016年至今，公司加权ROE基本维持在3%以上，波动幅度较小。2018年由于受到贸易摩擦等因素影响，新型显示产品原材料进口价格上浮，产品成本上升，毛利率下滑

明显，同时新型显示产品占营业收入比重超过80%，加权ROE受到冲击。2019年ROE同比2018年增长率达119.4%，估值水平重返高位；从长期来看，随着5G技术商用，应用场景的融合拓展将提高智能终端全球普及度，有助于推动公司新型显示业务加速发展，加权ROE或出现不断攀升趋势，估值水平或与ROE同步上升。

图表22：公司ROE水平

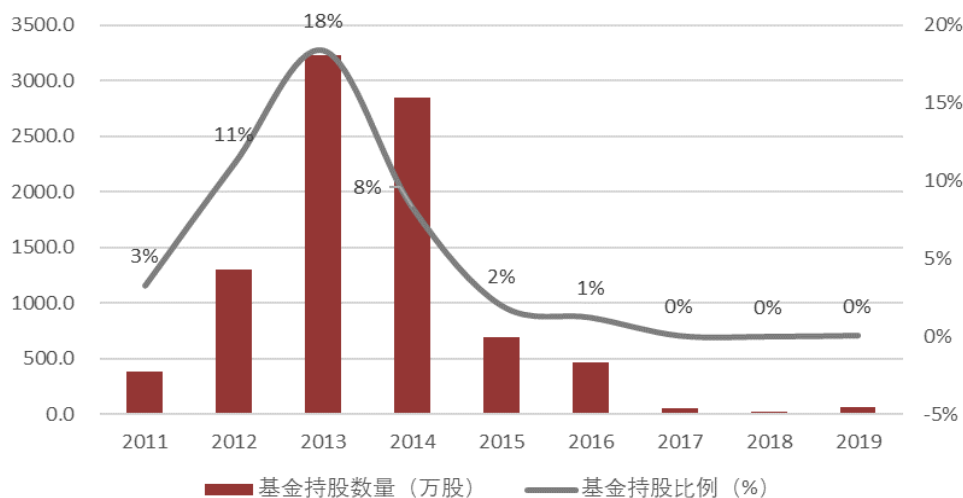


资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.3机构持仓：基金持仓占比平稳，配置价值较好

公募基金持股比例基本稳定，配置机遇突显。公募基金对公司持仓数量和比例在2013年均抵达近年最高点，持股数量超过3000万股，比例高达18%，此后开始持续下行，2018年持仓数量抵达历史低位，基金持股数量仅为19.9万股，2019年略有上升，数量提高到69.9万股，但近三年基金持股比例均不超过1%，目前处于低配。长期而言，公司核心业务收入能力稳定，境内外业务发展均衡，研发效率提升，产能不断提高，赛道优势显现。随着新材料产业与高端技术行业的不断融合发展、5G通信技术带来的万物互联推动新型显示业务增长，预计今年公司将迎来业绩突破式增长，基金持仓或将回升至平均水平，配置价值较好。

图表23：公募基金持股数量及比例



资料来源: Wind, 万联证券研究所

随着公司两大业务发展成熟,业绩稳定向好,预计基金持仓将会上升,2019年业绩拐点已现,出现配置时机。由于2018年的贸易摩擦,公司业绩出现下滑,基金持股数量同步小幅下降,2019年业绩回升基金持股同步上升,可以看出基金持股与公司业绩挂钩,随着公司自身研发能力增强、产能扩张完善,万物互联时代的到来,利好公司业绩稳步上升,基金持股数量也将上升,目前已现配置时机。

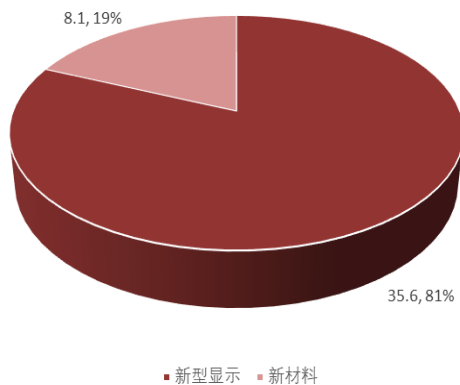
2.4 业绩拐点: 创新产品与产能双重支持, 业绩拐点已现

研发投入取得成效,多款新产品实现稳定量产,已经出现业绩拐点。新技术研发方面,高密度铝研发已取得较大进展,目前正在进一步攻关改善;可用于生物陶瓷、背板陶瓷的钕稳定氧化铝项目中试产品各项指标均达到研发及设计要求,正在计划量产;自主研发车载屏幕正式进入车载产品市场,2020年车载业务有望实现放量,新产品投入市场,业绩取得新的增长点。产能提升方面,活性氧化铝良品率已提升至90%以上,纳米钛酸钡产品质量稳步提高,抛光粉一线已实现稳定量产,并与多家国内外知名品牌客户达成合作,订单数量稳定,有助于扩张产能,提高市场份额。同时贸易摩擦得到缓解,原材料供应价格波动相对平稳,产品成本有所下滑,整体利润将稳步提升。预计今年公司将获得创新产品与产能双重支持,实现业绩突破性增长。

从公司主营业务收入产品分类来看,2019年新型显示产品业务收入占81%,营业收入同比增长66.88%,毛利率为13.80%;新材料产品业务收入占19%,营业收入同比增长1.54%,毛利率为18.62%。从公司主营业务收入地区分类来看,境外销售实现营业收入19.71亿元,同比增长61.73%,占比将近一半,海外市场拓展力度较大。目前,新材料产品广泛应用在电子信息、通讯元器件等行业,有效推动客户与公司新型显示业务的合作,随着万物互联时代到来,新型显示业务增长情况乐观,拉动新材料业务发展。

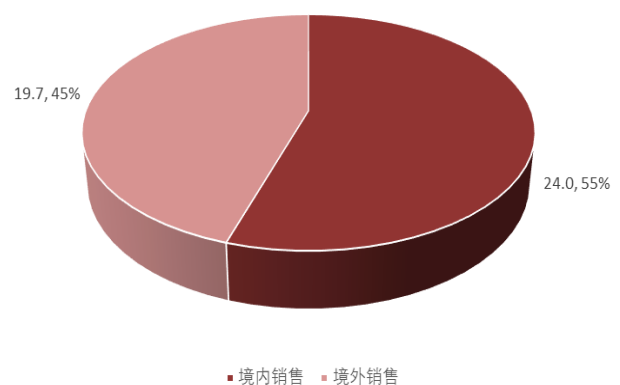
2019年各项业绩指标已经出现拐点,预计2020年将以稳健速度增长。2019年,公司营业收入与归母净利润增幅均由负转正,分别为48%和124%,创下近三年增幅新高,期间费用率从2013年开始首次下降,下降幅度达4%;各项资产利用率均有不同幅度提升,短期偿债能力有所提高;新增产能收获期即将到来,有助于提高市占率。各项业绩指标均出现拐点,未来新品研发与产能布局双轮驱动,稳定向好局面已形成,业绩或将保持平稳增长。

图表24：2019公司主营业务收入分产品情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表25：2019公司主营业务收入分地区情况



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3、凯盛科技核心竞争力：贯彻创新驱动发展，培育经济增长点

3.1 产能扩张迅速：快速新增大规模产能，占领更广阔市场

预计凯盛科技将在 2020 年-2022 年陆续完成新增产能的投产，新增产能覆盖公司 3D 玻璃盖板、触控显示模组和抛光粉等高销售量产品，有助于提高新产品品质，同时通过市场推广提高市场占有率。目前凯盛科技正在积极协调内外资源争取新建项目的客户端认证资格，确保以最快的速度满足客户对“量、价、质”的需求。

图表26：凯盛科技新增产能情况

| 开始年份 | 工程名称 | 新增产能 | 投产年份 |
|-------------|---------------------------------------|--------------|--------------|
| 2018 年 1 月 | 蚌埠国显科技有限公司 TFT-LCD 玻璃面板减薄生产线产能提升项目 | —— | 在建 |
| 2018 年 10 月 | 安徽中创电子信息材料有限公司年产 3500 吨 CMP(抛光研磨材料)项目 | 3500 吨 CMP/年 | 已建成 2000 吨产能 |
| 2018 年 10 月 | 安徽省蚌埠华益导电膜玻璃有限公司手机保护盖板二期工程扩建项目 | —— | 2019 年 9 月 |
| 2019 年 3 月 | 蚌埠中恒新材料科技有限责任公司球形石英粉生产线扩建项目 | —— | 在建 |
| 2019 年 3 月 | 安徽方兴光电新材料科技有限公司柔性触控模组项目 | —— | 在建 |
| 2019 年 6 月 | 凯盛信息显示材料(池州)有限公司超大屏触控模组项目 | —— | 在建 |

| | | | |
|------------|--|----------------------------------|--------------|
| 2019 年 6 月 | 凯盛信息显示材料（黄山）有限公司 年产 3000 万片 5G 手机后盖炫彩镀膜 项目 | 3000 万片 5G 手机后 盖炫彩镀膜 /年 | 已完成一条生 产线 |
|------------|--|----------------------------------|--------------|

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表27：凯盛科技销量增加前三产品

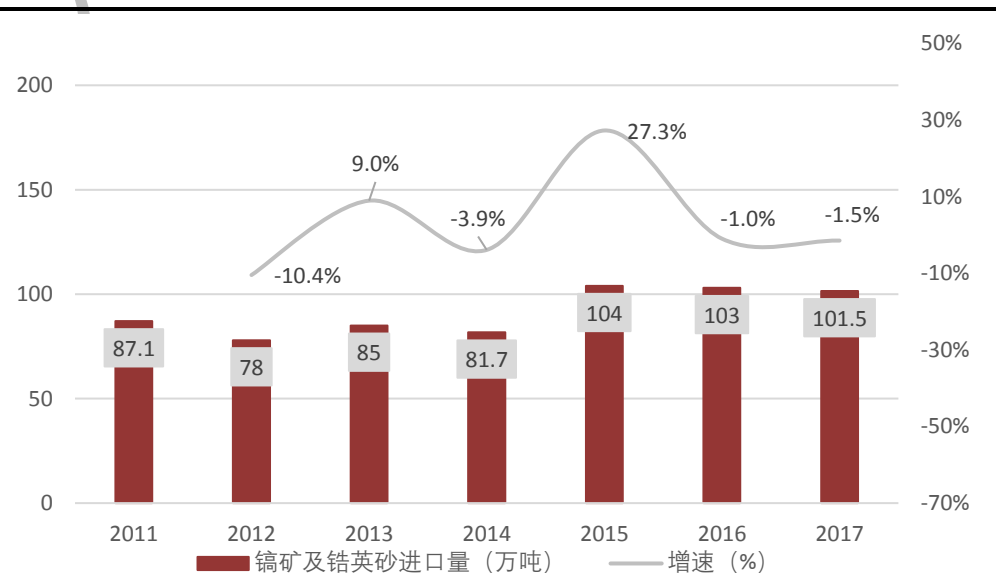
| 主要产品 | 单位 | 销售量 | 销售量比上年增减 (%) |
|--------|----|---------|-----------------|
| 手机盖板 | 万片 | 1960.45 | 91.16 |
| 液晶显示模组 | 万片 | 3600 | 96.59 |
| 抛光粉 | 吨 | 677.51 | 111.61 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

3.2 上下游渠道布局，低成本、保销量

国内锆矿与锆英砂市场进口需求大。我国锆资源储量排名全球第五，仅占全球 0.68%，主要分布在内蒙古自治区和海南省，内蒙古自治区的岩矿因其选矿困难、开采成本高而尚未开采利用。由于资源禀赋差，储量低，中国每年需要进口大量锆矿及锆英砂，根据公开资料测算，近三年进口量均超过 100 万吨。

图表28：中国锆矿和锆英砂进口量与增速



资料来源：公开资料测算、万联证券研究所

凯盛科技长期稳定合作锆英砂供应商，保证原材料质优价廉。公开资料显示，2017 年全球锆资源储量约 7,400 万吨（以 ZrO₂ 计），主要分布澳大利亚和南非两地，分别占全球储量的 63%和 19%，合计控制着全球超过 80%锆资源；凯盛科技与澳大利亚最大的锆英砂供应商 ILUKA 公司形成了长期战略合作伙伴关系，保证锆原材料的质优价廉与稳定供给。

图表29：全球锆英砂产量前三名

| 公司 | 储量（万吨） | 资源量（万吨） | 产能（万吨） | 2017 产量（万吨） |
|----------|--------|---------|--------|-------------|
| ILUKA | 307.5 | 1753.3 | 50 | 31.23 |
| TRONOX | 690 | 22 | 18.5 | —— |
| RIOTINTO | 595.2 | 410.1 | 25 | 16 |

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

光电显示布局下游：深耕大客户，业务销量有保障。光电显示业务深耕大客户，突破重要客户，2019 年，除了维系亚马逊等重要客户外，成功向京瓷、Wacom、百度等客户供货，量产笔记本 COF 产品、手机盲孔屏产品、8 寸、10.1 寸 CHD IN-CELL 产品等多个优质项目；在金融领域的人脸支付方面，与国内知名互联网金融公司达成合作意向，在安防、商业等领域项目进入预研阶段，助力大数据中心建设。光电显示业务增长率可观，近 5 年 CAGR 达到 47.8%，2019 年光电显示营业收入 35.63 亿，同比增加 67%，创历史新高，毛利增加 160%，近三年前五大客户占年度销售总额在 25%左右，占有稳定份额但不会过度依赖。

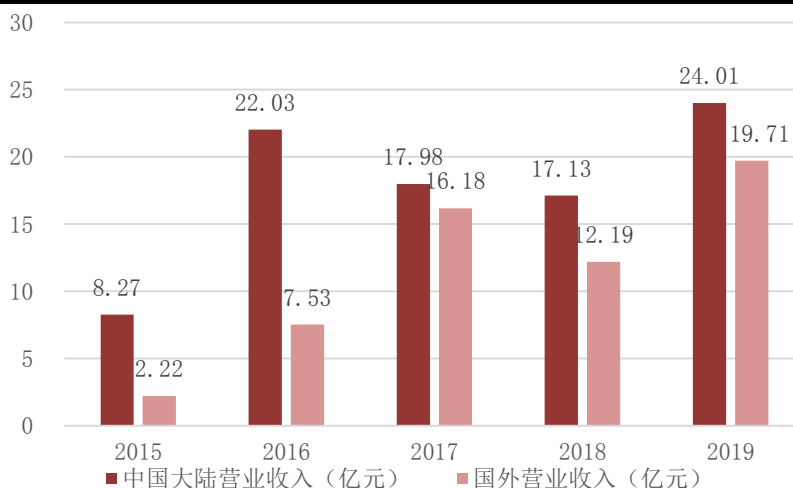
图表30：凯盛科技光电显示业务营收与毛利润



资料来源：公司公告、万联证券研究所

境外客户重要性提升，积极开拓境外客户。境外收入占比达，客户重要性上升，凯盛科技自主研发生产的人工智能用液晶显示模组，已与多家国外知名品牌客户达成合作，下一步将扩张产能，力求在智能显示行业获取更高的市场份额。

图表31：凯盛科技境内外营业收入



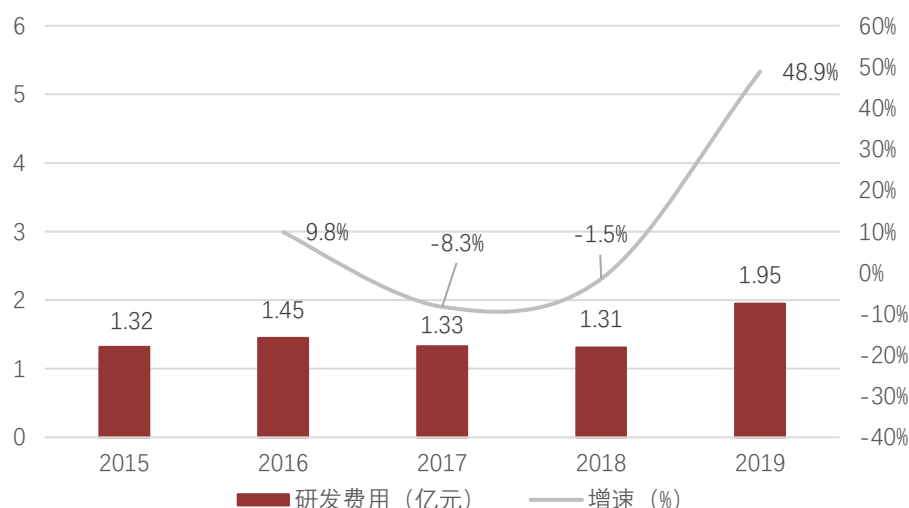
资料来源：公司公告、万联证券研究所

光电显示业务部整合降本增效，有望带动公司整体业绩水平提升。光电显示通过业务整合，积极开展降本增效工作，对柔性盖板、柔性触控、大尺寸触控产品等领域技术瓶颈进行攻关，在手写板和智能会议系统产品方面实现突破。华益公司通过了TS16949汽车行业的技术规范认证，正式进入车载产品市场，2020年车载业务有望实现放量。

3.3 坚持研发创新为本，提高竞争门槛

大力支持产品研发，研发投入逐年递增。公司2019年新增授权专利50件，其中发明专利4件，累计授权专利227件，其中发明专利31件，美国发明专利1件，软件著作权3件。公司拥有较强的自主研发创新能力，在集团公司科技平台的支持下，2019年研发投入增加达48.9%，致力于新材料、新型显示产品的开发和新技术研究运用的提升，为公司产品更新换代和质量提高提供保障。

图表32：凯盛科技近5年研发费用与增速



资料来源：公司公告、万联证券研究所

大力支持研发资产投入，科研成就令人瞩目。在蚌埠和深圳等地建设了光电显示、光电材料和新材料共三大研发基地和中试基地，配备各类研发仪器设备280余台套，总价值5000万元以上；拥有国家火炬计划项目团队2支、省火炬计划项目团队4支、

省高层次人才团队 2 支、省 3221 和 115 产业创新团队等其他省级创新人才团队 9 支，中高级技术研发人才 170 余人；获得了国家科技进步二等奖 1 项，省科学技术奖、行业技术革新奖等 10 项；承担国家火炬计划项目、省火炬计划项目和科技攻关项目 10 余项。

图表33：凯盛科技研发成就

| 部门或产品 | 获得荣誉 |
|-----------------------------------|---------------------|
| 企业技术中心 | 国家级企业技术中心分中心 |
| 安徽中创 | 蚌埠市企业技术中心&战略性新兴产业企业 |
| 蚌埠中恒-电熔氧化锆 | “国家制造业单项冠军产品” |
| “硅基功能材料梯级加工关键技术研发及产业化”项目 | 安徽省科技进步二等奖 |
| “片式多层陶瓷电容器用纳米功能陶瓷粉体材料成套技术与装备开发”项目 | 安徽省科技进步三等奖 |
| “高纯超细电子功能粉体材料技术与产业化开发”项目 | 中国建材集团技术革新奖三等奖 |
| “13.3 寸超薄窄边框液晶显示模组”产品 | 安徽省工业精品称号 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

4、凯盛科技两大机遇：主营产品顺应时代潮流，行业增速发展势头不减

4.1 新材料加速进入高端技术行业

新材料产业属于国家重点发展的战略性新兴产业，得到国家产业政策鼓励与支持。根据国家统计局发布的《战略性新兴产业分类（2018）》，新材料产业下包括 7 个二级分类，其中先进有色金属材料产业下又包括 9 个三级分类，实现从钢材、金属到无机非金属材料、纤维复合材料、前沿新材料的全覆盖。公司主要产品包括电熔氧化锆、纳米钛酸钡、球形氧化铝粉等产品的锻造和加工，近年来通过自身积极研发以及与相关科研院所和下游企业合作，产品基本涵盖先进有色金属材料产业，在建材、金属、化工、玻璃等工业领域应用广泛，是支撑相关产业发展的重要原材料，其中电熔氧化锆产品已连续多年在全球范围内保持领先地位。

图表34：新材料产业分类

| 一级分类 | 二级分类 | 三级分类 |
|------|--------|---|
| | 先进钢材材料 | 先进制造基础零部件、高技术船舶及海洋工程、先进轨道交通、新型高强塑汽车、能源、能源油气钻采集储、石化压力容器、新一代功能复合化建筑、高性能工程、矿山及农业机械、高品质不锈钢及耐蚀合金、其他先进钢铁材料制造、先进钢铁材料制品制造 |

| | | |
|-------|---------------|--|
| 新材料产业 | 先进有色金属材料 | 铝及铝合金、铜及铜合金、钛及钛合金、镁及镁合金、稀有金属材料、贵金属材料、稀土新材料、硬质合金及制品、其他有色金属材料 |
| | 先进石化化工新材料 | 高性能塑料及树脂、聚氨酯材料及原料、氟硅合成材料、高性能橡胶及弹性体、高性能膜材料、专用化学品及材料、新型功能涂层材料、生物基合成材料、生命基高分子材料及功能化合物、其他化工新材料 |
| | 先进无机非金属材料 | 特种玻璃、特种陶瓷、人工晶体、新型建筑材料、矿物功能材料 |
| | 高性能纤维及制品和复合材料 | 高性能纤维及制品、高性能纤维复合材料、其他高性能复合材料 |
| | 前沿新材料 | 3D打印用材料、超导材料、智能、仿生与超材料、纳米材料、生物医用材料、液态金属 |
| | 新材料相关服务 | 新材料研发与设计服务、质检技术服务、科技推广和应用服务 |

资料来源：国家统计局，万联证券研究所

战略性新兴产业是指，以重大技术突破和重大发展需求为基础，对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用的产业，是新兴科技和新兴产业的深度融合。公司坚持创新驱动，在集团公司科技平台的支持下，将科技创新作为企业的核心竞争力，长期保持较高投入，2019 年公司研发支出高达 2.14 亿元，同比增长 51%。同时，以蚌埠中恒、安徽中创两家子公司为核心，与重点实验室开展紧密的产学研合作，致力于新材料产品的开发和新技术研究运用的提升，2019 年实现新增授权专利 50 件，其中发明专利 4 件，累计授权专利 227 件，其中发明专利 31 件，美国发明专利 1 件，软件著作权 3 件，公司在新材料行业研发投入较大，创新产出效果显著。

图表35：2017年至今公司取得与新材料产业相关的专利情况

| 授权公告日 | 专利类型 | 发明名称 |
|------------|------|--------------------------|
| 2020-5-15 | 实用新型 | 一种用于生产活性氧化锆的搅拌装置 |
| 2020-5-5 | 实用新型 | 一种制备高纯纳米材料的装置 |
| 2020-1-10 | 实用新型 | 一种制备高纯钛酸钡的装置 |
| 2019-2-15 | 实用新型 | 一种研磨机用研磨盘片 |
| 2018-11-20 | 发明专利 | 一种用于制取氢氧化钛溶液的装置 |
| 2018-11-13 | 发明专利 | 一种制取氢氧化钛溶胶的生产装置 |
| 2018-8-14 | 发明专利 | 一种尺寸均匀的球形钇稳定氧化锆纳米粉体的制备方法 |

| | | |
|------------|------|---|
| 2018-8-3 | 发明专利 | 一种具有粘性物料刮去功能的链斗输送机 |
| 2018-5-18 | 实用新型 | 一种制取氢氧化钛溶胶的生产装置 |
| 2018-4-20 | 实用新型 | 一种超细复合氧化锆纳米粉体的制备装置 |
| 2018-4-10 | 实用新型 | 一种研磨效率高的搅拌磨装置 |
| 2018-3-23 | 实用新型 | 一种用于制取氢氧化钛溶液的装置 |
| 2017-12-8 | 实用新型 | 一种微米及亚微米级别粉体水力分级装置 |
| 2017-11-28 | 实用新型 | 一种筛网清理毛刷 |
| 2017-11-28 | 实用新型 | 一种氧氯化钛溶液的生产装置 |
| 2017-5-3 | 实用新型 | 一种组装式陶瓷分级轮 |
| 2017-4-26 | 实用新型 | 中位粒径 $\leq 2\mu\text{m}$ 的超细粉体干法规模化表面处理装置 |
| 2017-4-19 | 实用新型 | 一种用于气体输送粉体的下料阀 |
| 2017-4-19 | 实用新型 | 一种斗式提升机堵塞的快速清理装置 |

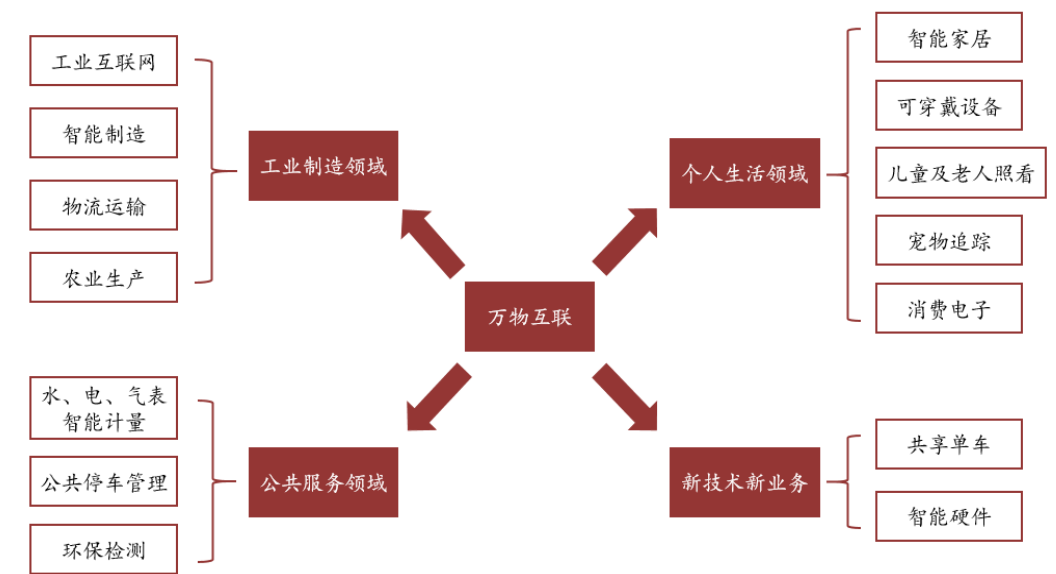
资料来源：国家知识产权局，万联证券研究所

随着国家新兴产业升级加快，新材料产业加速进入集成电路、电子、芯片、高端光学、生物医疗等高端技术行业领域，融合发展速度较快，行业未来具有广阔的前景和增长空间。新材料知识技术密集、成长潜力大、综合效益好，其在高端技术行业中的大范围应用，代表着科技创新的方向，也代表着产业发展的方向。随着高端技术产品国产化，作为高端技术行业领域基础产品的新材料行业，将获得更大的增长空间和更广阔的前景。预计未来公司将借助时代潮流发展趋势，利用自身在新材料产业中的先发优势，巩固自身核心产品优势外，通过新产品研发实现产品多样化，顺应新材料产业与高端技术行业融合趋势，紧抓新材料产业发展红利。

4.2 随着万物互联加速到来，光电显示具有广阔增长空间

随着 5G 通信技术逐步落地，万物互联概念越来越接近现实。万物互联是指将人、流程、数据和事物结合在一起，使得网络连接变得更加相关，更有价值，主要应用在工业制造领域、公共服务领域、个人生活领域和新技术新业务，在 5G 技术支持下具有广覆盖、大连接、低功耗特点，对上下游产业链带动作用较为明显。目前，公司形成一系列自主知识产权的高质量玻璃产品，解决了行业关键原材料受进口限制问题，产业自主性和安全性较好。公司新型显示业务形成了从玻璃原片到一体化模组较为完整的产业链布局，以产业集群优势共同面向 5G 技术带来的智慧城市、智慧农业、智慧生活、车联网等万物互联的新市场，以期实现公司的整体发展。

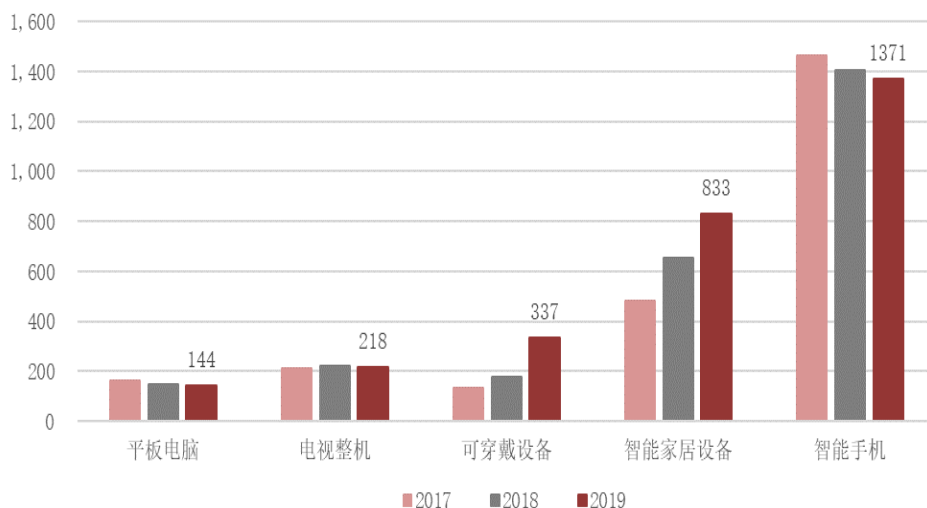
图表36：万物互联主要应用场景



资料来源：工信部，万联证券研究所

5G 通信技术的逐渐普及，引起智能终端新一轮换机潮。目前便携式智能终端普及度较高，新增用户数量较少，平板电脑、智能手机等出货量已趋于饱和，近几年出现略微下降，5G 通信技术的逐渐普及将引起智能终端的换机潮，公司发挥在平板电脑、笔记本电脑显示模组市场的优势，紧抓赛道红利。**万物互联的到来，推动可穿戴设备和智能家居设备出货量的增长。**智能家居对于各个产品整体联动性的要求较高，5G 通信技术使智能家居，带动电视整机尤其是 LCD 电视迎来新一轮增长，突显公司长期以来优势；同时可穿戴设备体积更小、携带更方便，也将迎来快速增长，符合公司柔性触控产品布局。**新型显示产品需求市场空间广阔。**

图表37：2018-2019年主要智能终端出货量



资料来源：IDC咨询，TrendForce咨询，万联证券研究所

公司未来布局主要集中在显示触控模组和保护盖板两个细分领域。在显示触控模组方面，万物互联使显示屏的应用领域不断丰富，显示场景有较大扩充，公司突出在平板电脑、笔记本电脑显示模组市场占据的较大优势，以 LCD 面板为抓手，提高自身与

车载、智慧医疗、智能家居、智慧城市等高端技术行业融合的能力。在保护盖板业务方面，随着 5G 时代到来，原有金属材质盖板或无法满足终端对于信号稳定性、快捷性的需求，玻璃材质的消费电子产品后盖板已逐渐取代金属材质，产业渗透率在逐步提升，同时可折叠手机逐渐进入人们视野，柔性可折叠玻璃盖板备受关注。随着万物互联加速到来，公司光电显示业务预计具有广阔增长空间。

5、关键假设和盈利预测

(一) **新型显示器材**：2019 年新型显示业务营收占公司总营收达 78.9%，是拉动公司营业收入增长的主要动力。新型显示业务具有优质的客户资源，凯盛科技在 2019 年新建了柔性触控模组、手机触控显示模组、5G 用超大屏、炫彩镀膜等高科技项目，联合集团上游产业已形成除液晶/OLED 面板之外新型显示产业的全产业链布局，同时积极进行产能布局，未来 1-3 年是产能增加的聚集期，随着未来电子消费品和大尺寸柔性屏的需求旺盛，公司新型显示业务板块也将迎来需求爆发，预计能够有效消化新增产能，凯盛科技有望赶上本次科技浪潮，进一步提高市场占有率。我们预计 2020-2022 年，新型显示业务的营收增长率为 10%、15%和 20%，对应毛利率为 14.5%、15%和 15.8%。

(二) **新材料业务**：新材料是凯盛科技的主营业务之一，多个子分类产品一直保持行业内领先地位。新材料业务属于国家重点发展的战略性新兴产业，随着国家产业升级加快，新材料产品近年来在集成电路、电子、生物医药等高端技术行业领域应用发展较快，公司新材料业务不断研发创新，以实现产品的多样化、减少市场变化对业绩的冲击，同时与澳大利亚最大的锆英砂供应商形成长期战略合作，保证锆原材料质优价廉与稳定供给，新材料业务整体需求与供给保持平衡，业务维持稳定发展。我们预计 2020-2022 年，新材料业务的营收增长率为 5%、10%和 12%，毛利率为 17%左右小于 0.5%的浮动。

图表38：盈利预测

| 主营业务 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 新型显示器件 | | | | |
| 营业收入(百万) | 3563.12 | 3919.43 | 4507.35 | 5408.82 |
| 增速 | 66.90% | 10.00% | 15.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 13.80% | 14.50% | 15.00% | 15.80% |
| 新材料 | | | | |
| 营业收入(百万) | 809.61 | 850.09 | 935.10 | 1047.31 |
| 增速 | 1.50% | 5.00% | 10.00% | 12.00% |
| 毛利率 | 18.62% | 17.00% | 17.00% | 17.00% |
| 其他业务 | | | | |
| 营业收入(百万) | 145.58 | 152.86 | 162.03 | 173.37 |
| 增速 | 25.70% | 5.00% | 6.00% | 7.00% |
| 毛利率 | 9.58% | 10.00% | 9.00% | 8.00% |
| 合计 | | | | |
| 营业收入(百万) | 4518.31 | 4922.38 | 5604.48 | 6629.50 |
| 增速 | 48.23% | 8.94% | 13.86% | 18.29% |
| 毛利率 | 14.53% | 14.79% | 15.16% | 15.79% |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

预计 2020、2021、2022 年公司分别实现归母净利润 1.4 亿元、1.7 亿元和 2.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.19 元、0.23 元和 0.37 元，对应当前股价的 PE 分别为 29 倍、24 倍和 15 倍。2020 年或将迎来业绩上涨，新显示业务模块需求与产能搭配，有助于公司在新科技浪潮中占据更多市场份额，公司在新材料业务领域研发能力强，国家新兴产业升级支持力度大，有望保持平稳发展。**对应公司当前股价，我们认为公司属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“买入”评级。**

6、风险提示

新冠疫情加大宏观经济风险。受国际经济形势及新冠肺炎疫情的影响，全球宏观经济风险正在加大，中国的对外出口、关键原材料进口都会面临较大风险，而凯盛科技境外市场营收占总营收近一半，境外市场占有重要地位，公司需对可能面临的不利情况进行充分预估，以减少大环境的不利因素对公司的冲击，最大限度降低对公司的负面影响。

管理能力不及内外部环境日益复杂程度的风险。公司产品品种及生产能力大幅度增加，对管理层的内部考验有：新产品的良率、市场的开拓、产能的达产达效，对管理层的外部考验包括：疫情影响下客户、供应链、生产成本的剧烈变化等因素，这些都对公司的生产营运能力和管理能力提出了更高的要求，否则面临管理失效的风险。

新增产能无法消化的风险。凯盛科技积极布局产能生产线，预计在未来 2-3 年新增大量产能，一方面市场的传统产品需求趋于饱和，新型产品方能打开市场，另一方面由于大势所趋行业竞争者一直在增多，面临的竞争也在加剧，公司新增产能如果不能配合新产品一起打入市场，将会面临新增产能堆积无法消化和前期项目建设资金无法收回的风险。

液晶显示模组原材料成本上涨风险。液晶显示行业的产业链中，液晶显示模组的上游基础原材料及零部件主要包括液晶玻璃基板、ITO 等，上游产业需要以较高的化工技术、材料技术、半导体技术为基础，许多原材料和零部件被日本、台湾企业所垄断，上游企业往往具有更强的议价能力，液晶显示模组企业则面临较高的成本和较大的利润波动风险。

资产负债表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4,402 | 4,867 | 5,395 | 6,226 |
| 货币资金 | 545 | 591 | 620 | 790 |
| 应收票据及应收账款 | 1,443 | 1,632 | 1,827 | 2,089 |
| 其他应收款 | 24 | 30 | 43 | 42 |
| 预付账款 | 207 | 294 | 342 | 391 |
| 存货 | 1,688 | 1,816 | 2,045 | 2,386 |
| 其他流动资产 | 495 | 505 | 517 | 528 |
| 非流动资产 | 2,513 | 2,591 | 2,748 | 3,045 |
| 长期股权投资 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 1,535 | 1,635 | 1,755 | 2,030 |
| 在建工程 | 337 | 382 | 417 | 442 |
| 无形资产 | 340 | 272 | 272 | 267 |
| 其他长期资产 | 300 | 300 | 302 | 304 |
| 资产总计 | 6,916 | 7,458 | 8,143 | 9,271 |
| 流动负债 | 3,203 | 3,525 | 3,678 | 4,189 |
| 短期借款 | 1,345 | 1,725 | 2,005 | 1,705 |
| 应付票据及应付账款 | 1,601 | 1,517 | 1,368 | 2,141 |
| 预收账款 | 31 | 44 | 48 | 53 |
| 其他流动负债 | 226 | 239 | 258 | 290 |
| 非流动负债 | 993 | 1,393 | 1,993 | 2,643 |
| 长期借款 | 889 | 1,289 | 1,889 | 2,539 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 104 | 104 | 104 | 104 |
| 负债合计 | 4,196 | 4,919 | 5,671 | 6,832 |
| 股本 | 764 | 764 | 764 | 764 |
| 资本公积 | 960 | 960 | 960 | 960 |
| 留存收益 | 767 | 529 | 397 | 270 |
| 归属母公司股东权益 | 2,490 | 2,252 | 2,121 | 1,993 |
| 少数股东权益 | 229 | 287 | 351 | 445 |
| 负债和股东权益 | 6,916 | 7,458 | 8,143 | 9,271 |

现金流量表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 71 | -148 | -235 | 686 |
| 净利润 | 139 | 200 | 237 | 377 |
| 折旧摊销 | 141 | 70 | 80 | 85 |
| 营运资金变动 | -386 | -476 | -627 | 151 |
| 其它 | 177 | 58 | 74 | 73 |
| 投资活动现金流 | -364 | -516 | -525 | -771 |
| 资本支出 | -315 | -520 | -535 | -780 |
| 投资变动 | 0 | -2 | -1 | -1 |
| 其他 | -49 | 6 | 11 | 10 |
| 筹资活动现金流 | 318 | 710 | 790 | 255 |
| 银行借款 | 2,676 | 780 | 880 | 350 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -2,359 | -70 | -90 | -95 |
| 现金净增加额 | 23 | 46 | 29 | 170 |
| 期初现金余额 | 218 | 545 | 591 | 620 |
| 期末现金余额 | 241 | 591 | 620 | 790 |

利润表

单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4,518 | 4,922 | 5,604 | 6,630 |
| 营业成本 | 3,862 | 4,194 | 4,755 | 5,583 |
| 营业税金及附加 | 24 | 26 | 29 | 33 |
| 销售费用 | 91 | 123 | 129 | 139 |
| 管理费用 | 118 | 148 | 157 | 172 |
| 研发费用 | 195 | 217 | 241 | 272 |
| 财务费用 | 106 | 119 | 162 | 166 |
| 资产减值损失 | -44 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -10 | 5 | 11 | 11 |
| 资产处置收益 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 148 | 216 | 267 | 414 |
| 营业外收入 | 4 | 10 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 2 | 5 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 150 | 221 | 267 | 414 |
| 所得税 | 11 | 21 | 29 | 37 |
| 净利润 | 139 | 200 | 237 | 377 |
| 少数股东损益 | 43 | 58 | 64 | 94 |
| 归属母公司净利润 | 97 | 142 | 173 | 283 |
| EBITDA | 369 | 285 | 374 | 515 |
| EPS (元) | 0.13 | 0.19 | 0.23 | 0.37 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 48.2% | 8.9% | 13.9% | 18.3% |
| 营业利润 | 150.8% | 45.9% | 23.4% | 55.2% |
| 归属于母公司净利润 | 124.0% | 47.2% | 22.0% | 63.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 37.66% | 14.5% | 14.8% | 15.2% |
| 净利率 | 3.1% | 4.1% | 4.2% | 5.7% |
| ROE | 3.9% | 6.3% | 8.2% | 14.2% |
| ROIC | 4.2% | 3.4% | 4.0% | 5.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 60.7% | 65.9% | 69.6% | 73.7% |
| EBIT利息保障倍数 | 67.0% | 100.7% | 137.9% | 147.1% |
| 营运能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.37 | 1.38 | 1.47 | 1.49 |
| 速动比率 | 0.78 | 0.78 | 0.82 | 0.82 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.13 | 0.19 | 0.23 | 0.37 |
| 每股经营现金流 | 0.09 | -0.19 | -0.31 | 0.90 |
| 每股净资产 | 3.26 | 2.95 | 2.78 | 2.61 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 43.06 | 29.24 | 23.98 | 14.70 |
| P/B | 1.67 | 1.84 | 1.96 | 2.08 |
| EV/EBITDA | 17.10 | 23.58 | 20.21 | 15.04 |

资料来源：公司公告、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：王思敏

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场