

公司研究

引领国内 UTG 发展，集团定位打开想象空间

——凯盛科技（600552.SH）投资价值分析报告

要点

中国建材集团旗下显示材料、应用材料核心运营平台：公司主营液晶显示模组、ITO 导电膜玻璃、电熔氧化锆、硅酸锆等产品，近年来规模不断扩大，业绩稳步向好。公司定位是凯盛集团的显示材料业务核心运营平台，目前集团内部与公司业务具备高度相关协同的资产包括：1、洛玻集团下属蚌埠中显、龙门、龙海公司的 3 条超薄玻璃产线；2、蚌埠院下属蚌埠光材公司 1 条用于触摸屏盖板的高铝玻璃产线；3、成都中光电科技有限公司 2 条 TFT-LCD 玻璃生产线；4、蚌埠中光电科技有限公司 1 条 8.5 代 TFT 产线。

UTG（超薄柔性玻璃）—估值提升催化剂：折叠屏手机市场环境逐渐成熟，正处加快推广阶段，2024 年出货量有望达到 3800 万部。UTG 是理想的折叠屏盖板材料，随着工艺不断成熟、成本持续下降，将进入快速发展通道。凯盛科技是国内可量产 UTG 盖板企业，国内手机厂商已大举进军折叠屏手机领域，需求即将放量，公司具备先发优势，尽享产业发展红利。我们推测公司目前 UTG 产能 150 万片/年，二期项目在建 1500 万片/年的产能，未来将持续推动业绩增长。

显示模组业务迎发展良机，新材料业务稳中前行：5G 时代的来临，液晶显示模组行业进入加速成长赛道，此外随着显示面板产能逐步向中国聚拢，相应也会带动国内液晶显示模组市场规模扩容。2020 年，公司显示模组销量再创新高，且仍在扩大产能，并向大尺寸领域进军，抢占智慧显示市场份额，规模有望持续增长。公司新材料业务近年来整体表现平稳，2018-2020 年，板块营收分别为 7.97、8.10 和 7.91 亿元，电熔氧化锆已处行业龙头地位，继续挖潜稀土抛光粉、球形石英粉等产品。

盈利预测、估值与评级：我们预计，21-23 年公司归母净利润分别为 2.35/3.43/4.23 亿元。Wind 一致预期可比公司 2021 年平均 PE 为 30X，根据我们预测，凯盛科技 21 年 PE 为 30X，与行业平均水平相当。公司当前 PE (TTM) 为 55X，处于近十年中位区间，考虑到公司 UTG 已实现量产，市场推广工作进展顺利，作为全球领先、国内可量产 UTG 盖板生产商，理应享有较高估值溢价。此外公司显示模组业务伴随市场扩容，且产能亦在稳步扩张，业绩增长确定性较强。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：UTG 业务市场开拓不及预期，疫情反弹和贸易摩擦风险，显示模组和新材料下游需求不及预期，资产和信用减值风险，汇率波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,518	5,068	6,077	6,872	7,911
营业收入增长率	48.23%	12.16%	19.92%	13.08%	15.12%
净利润（百万元）	97	121	235	343	423
净利润增长率	124.04%	25.15%	94.92%	45.59%	23.35%
EPS（元）	0.13	0.16	0.31	0.45	0.55
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.88%	4.77%	8.62%	11.38%	12.61%
P/E	73	58	30	21	17
P/B	2.8	2.8	2.6	2.3	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-05

增持（首次）

当前价：9.26 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebscn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.64
总市值(亿元)	70.74
一年最低/最高(元)	5.98/9.94
近 3 月换手率	148.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	48.09	35.20	36.41
绝对	40.09	31.25	38.29

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

UTG 业务：随着折叠屏手机市场日臻成熟，国内厂商亦加快布局，作为折叠屏优质盖板材料的 UTG 将迎来发展机遇，公司现已实现 UTG 量产，且产能仍在扩建当中。假设至 2024 年有 3000 万部折叠屏手机选用 UTG 盖板，按照每片 200 元计算，则市场空间将达到 60 亿，其中国内市场 15 亿。凯盛科技作为国内可量产 UTG 盖板企业，假设在 2024 年仍占据国内 80% 的市场份额，该业务体量将是 12 亿元。结合下游需求和公司产能扩张进度，我们假设 21-23 年，公司 UTG 销量分别为 30/100/500 万片，每片均价为 200/200/150 元；对应营收 0.6/2/7.5 亿元。

显示模组和新材料业务：随着 5G 时代来临，公司顺应趋势继续扩大显示模组产能，产品销量有望持续增长。新材料产品下游应用广泛，随着国家产业结构加快升级，预计保持稳中向好趋势。我们假设：21-23 年，公司新型显示产品销量（主要为显示模组）分别为 3869/4256/4469 万片，每片均价为 110/110/110 元；新材料销量为 4.78/5.26/5.26 万吨，每吨售价 1.82/1.82/1.82 万元。综合而言，新型显示业务收入 50.76/57.84/68.23 亿元；毛利率为 14.70%/15.00%/15.50%。新材料业务收入 8.70/9.57/9.57 亿元；毛利率为 17.50%/18.00%/18.00%。

根据假设，我们预测公司 21-23 年综合营业收入分别为 60.77/68.72/79.11 亿元；增速为 19.92%/13.08%/15.12%。综合毛利率为 15.00%/15.32%/15.71%。归母净利润为 2.35/3.43/4.23 亿元；增速为 94.92%/45.59%/23.35%；对应 EPS 为 0.31/0.45/0.55 元。

报告创新之处

系统分析公司 UTG 业务，并对公司产品售价和未来业务发展空间进行测算。凯盛科技是国内可量产 UTG 盖板企业，国内手机厂商已大举进军折叠屏手机领域，需求即将放量，至 2024 年市场空间或在 15 亿左右，公司具备先发优势，将尽享产业发展红利。我们测算公司目前 UTG 产能 150 万片/年，售价或将在 200 元/片左右，二期项目在建 1500 万片/年的产能，未来将持续推动业绩增长。

股价上涨的催化因素

- 1、UTG 市场拓展顺利，产品批量供应下游终端
- 2、显示业务类资产超预期扩张

投资建议

我们预计，21-23 年公司归母净利润分别为 2.35/3.43/4.23 亿元。Wind 一致预期可比公司 2021 年平均 PE 为 30X，根据我们预测，凯盛科技 21 年 PE 为 30X，与行业平均水平相当。公司当前 PE (TTM) 为 55X，处于近十年中位区间，考虑到公司 UTG 已实现量产，市场推广工作进展顺利，作为全球领先、国内可量产 UTG 盖板生产商，理应享有较高估值溢价。此外公司显示模组业务伴随市场扩容，且产能亦在稳步扩张，业绩增长确定性较强。首次覆盖给予“增持”评级。

目 录

1、公司概况	5
1.1、凯盛集团旗下显示材料、应用材料核心运营平台	5
1.2、规模不断扩大，业绩稳步向好.....	7
1.3、凯盛集团旗下显示类资产梳理.....	9
2、新型显示业务—UTG 成最大亮点，显示模组持续向好	10
2.1、UTG—需求即将放量，具备先发优势.....	10
2.1.1、折叠屏手机加快推广，出货量或将快速提升.....	10
2.1.2、UTG 是理想的折叠屏盖板材料，有望进入快速发展期.....	11
2.1.3、凯盛科技是国内可量产 UTG 盖板企业	12
2.2、拥抱 5G 时代，显示模组业务迎发展良机	13
2.2.1、5G 时代来临，国内显示模组市场扩容.....	13
2.2.2、公司积极扩大产能，业务规模有望持续增长.....	15
3、新材料业务—稳中前进，探索新品类	17
3.1、公司新材料产品概览	17
3.2、电熔氧化锆引领全球，新产品逐渐放量.....	17
4、盈利预测与投资建议	19
4.1、关键假设及盈利预测	19
4.2、估值与投资建议	20
4.2.1、相对估值法.....	20
4.2.2、绝对估值法.....	21
4.2.3、投资建议	22
5、风险分析	23

图目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 6 月 30 日)	6
图 3: 公司子公司情况 (截至 2021 年 6 月 30 日)	6
图 4: 2020 年公司各业务收入占比.....	7
图 5: 2020 年公司境内外收入占比.....	7
图 6: 公司营收与增速 (单位: 亿元)	7
图 7: 公司归母净利润与增速 (单位: 亿元)	7
图 8: 公司新型显示和新材料收入情况 (单位: 亿元)	8
图 9: 公司综合毛利率与各业务板块毛利率	8
图 10: 公司所获政府补助收入情况 (单位: 亿元)	8
图 11: 公司信用和资产减值损失情况 (单位: 亿元)	8
图 12: 全球折叠手机屏出货量预测 (单位: 百万片)	11
图 13: UTG 生产工艺流程.....	12
图 14: 我国手机出货量占据全球比例 (单位: 亿部)	13
图 15: 液晶显示模组构造.....	14
图 16: 我国液晶显示组件行业产量 (单位: 亿套)	14
图 17: 我国液晶显示模组市场规模 (单位: 亿元)	14
图 18: 深圳国显科技产品.....	15
图 19: 公司显示模组销量及增速 (单位: 百万片)	15
图 20: 新型显示业务营业收入与毛利率 (单位: 亿元)	15
图 21: 公司新材料产品分类.....	17
图 22: 新材料各产品销量 (单位: 吨)	18
图 23: 新材料业务营业收入情况 (单位: 亿元)	18
图 24: 近十年凯盛科技估值变动情况.....	20

表目录

表 1: 凯盛集团旗下显示材料非上市资产一览.....	9
表 2: 主流手机厂商折叠机型一览	10
表 3: CPI 和 UTG 盖板材料各参数对比	11
表 4: 凯盛科技盈利预测关键假设.....	19
表 5: 凯盛科技可比公司估值比较.....	20
表 6: 绝对估值核心假设表	21
表 7: 现金流折现及估值表	21
表 8: 敏感性分析表.....	21
表 9: 绝对估值法结果汇总表	22

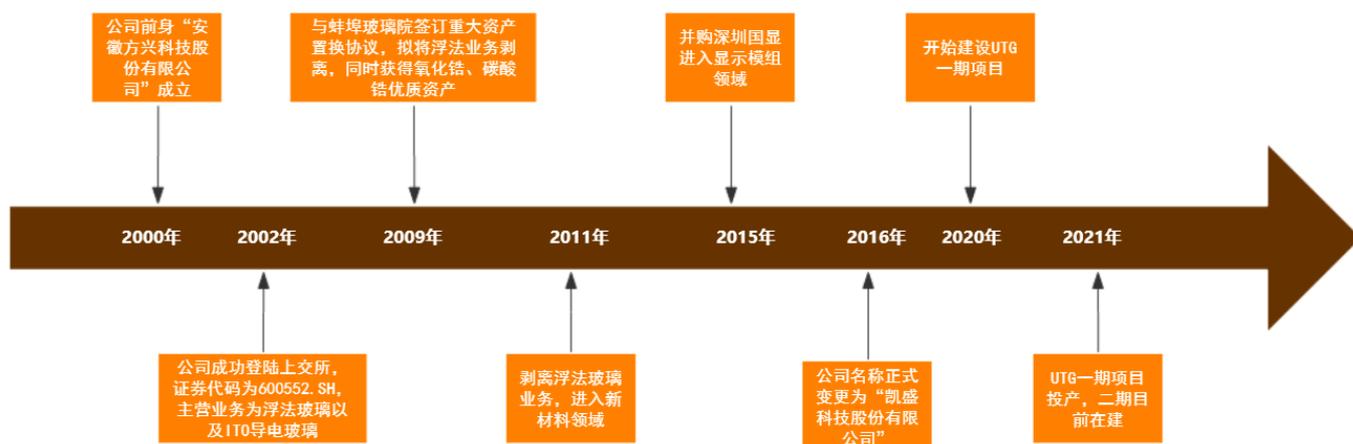
1、公司概况

1.1、凯盛集团旗下显示材料、应用材料核心运营平台

凯盛科技股份有限公司成立于2000年，曾用名“安徽方兴科技股份有限公司”，是由安徽华光玻璃集团作为主要发起人，联合蚌埠玻璃工业设计研究院、浙江大学、蚌埠市建设投资有限公司、蚌埠市珠光复合材料有限责任公司发起设立。

公司于2002年在上交所上市，证券代码为600552.SH，2015年通过收购深圳国显，进入显示模组行业，2016年4月，公司名称正式变更为“凯盛科技股份有限公司”。公司是凯盛科技集团显示材料和应用材料板块的重要产业化平台，依托集团公司资源优势，新型显示板块业务延伸出ITO导电膜玻璃、柔性触控、面板减薄、保护盖板、显示触控一体化模组的较完整显示产业链，新材料产品包括电熔氧化锆、纳米钛酸钡、球形石英粉、硅酸锆和稀土抛光粉等。

图 1：公司发展历程

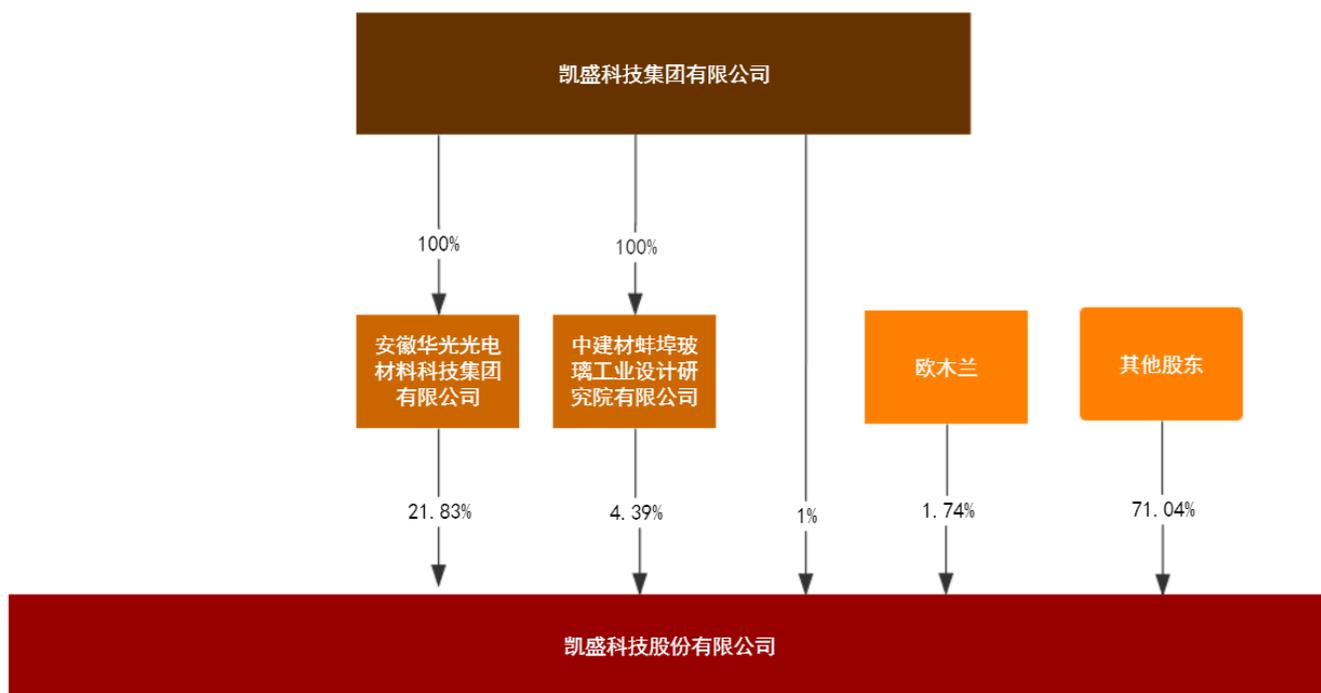


资料来源：公司公告，光大证券研究所

截至2021年6月底，公司总股本7.64亿股，第一大股东是安徽华光光电材料科技集团，持股比例为21.83%。凯盛科技集团直接持有公司1%的股份，并通过华光光电和蚌埠玻璃工业设计院间接持有公司26.22%股份，合计27.22%。公司副总经理、深圳国显总经理欧木兰持股1.74%，是公司第三大股东。

2018年，凯盛科技集团采用托管华光集团持有公司全部股权的形式，获得公司管理权，将公司管理层级提升为其二级企业。中国建材集团控股凯盛科技集团，是公司实际控制人。

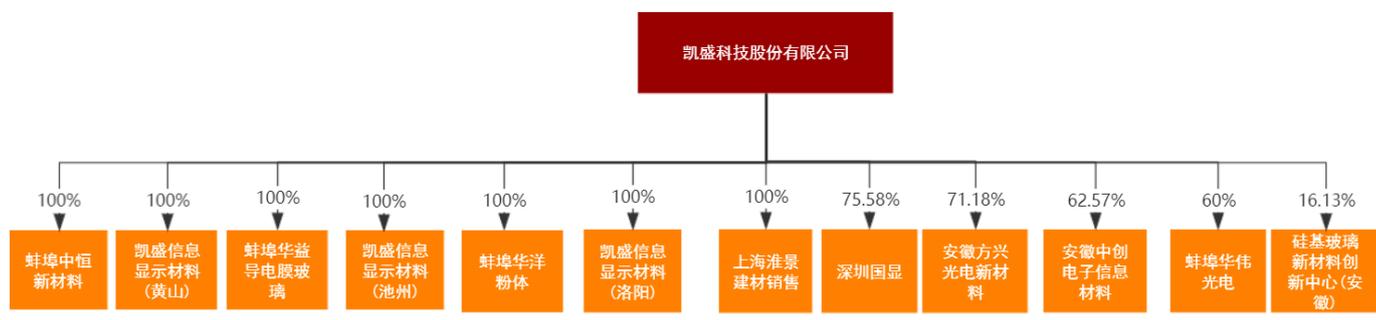
图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司主要控股子公司包括：深圳国显科技有限公司——公司持股比例为 75.58%，主要产品为液晶显示模组；蚌埠中恒新材料科技有限责任公司——公司全资子公司，主要产品为电熔氧化锆、硅酸锆；安徽中创电子信息材料有限公司——公司持股比例为 62.57%，主要产品为纳米钛酸钡、稀土抛光粉；安徽方兴光电新材料科技有限公司——公司持股比例为 71.18%，主要产品柔性镀膜、触控模组等。

图 3：公司子公司情况（截至 2021 年 6 月 30 日）

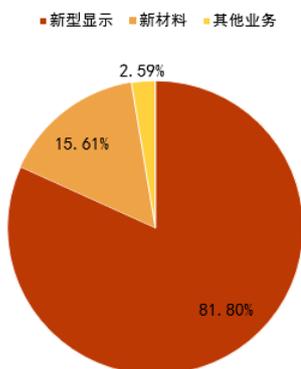


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、规模不断扩大，业绩稳步向好

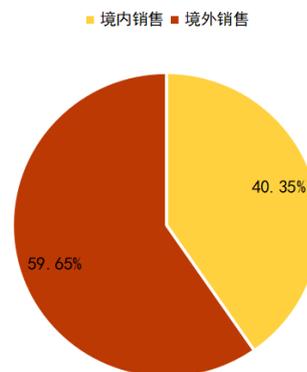
新型显示是公司支柱业务，产品境外销售占比较高。2020年，公司新型显示业务收入41.46亿元（其中以显示模组为主），占总营收的81.80%；新材料业务收入7.91亿元，占比15.61%。从销售区域看，境外收入占比高于境内，达到59.65%。

图4：2020年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图5：2020年公司境内外收入占比

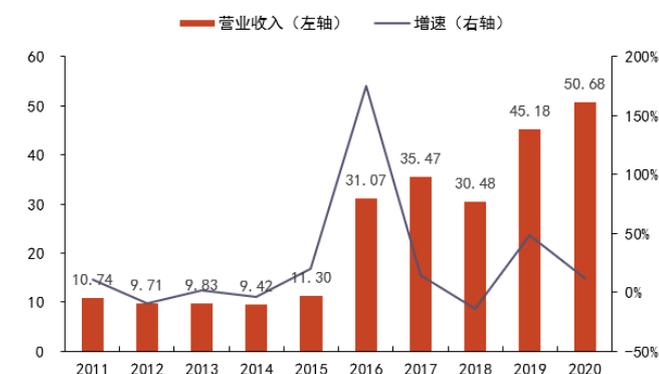


资料来源：Wind，光大证券研究所

2016年之前，公司营业收入和净利润整体较为稳定，在2015年并购深圳国显之后，新增显示模组业务，规模体量迅速扩大，2016年，公司实现营业收入31.07亿元，同比增加175.01%。但由于显示模组业务毛利率相对较低，盈利能力下滑明显，2016年毛利率为15.99%、净利率为3.23%，分别较2014年（无显示模组业务）下滑8.66和8.56个百分点。

由于公司境外业务占比较高，2018年受国际贸易摩擦影响，业绩下滑较快。但此后由于公司管理层级提升为中国建材集团三级企业后，利用平台优势，通过重点开发大客户，营业收入和利润逐年增长，且毛利率基本维持在15%左右，盈利能力整体保持稳定。2020年公司实现营收50.68亿元，同比增长12.16%；实现归母净利润1.21亿元，同比增长25.15%。

图6：公司营收与增速（单位：亿元）



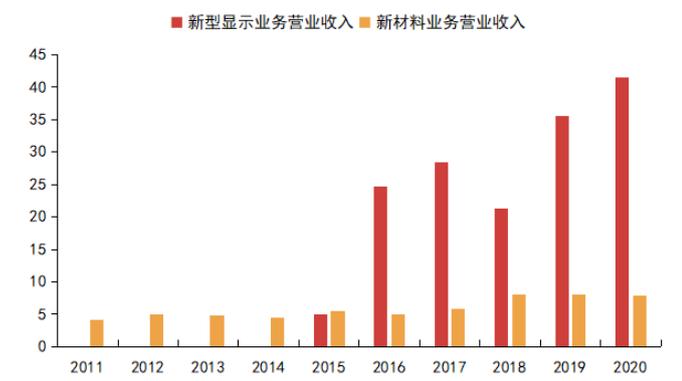
资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：公司归母净利润与增速（单位：亿元）



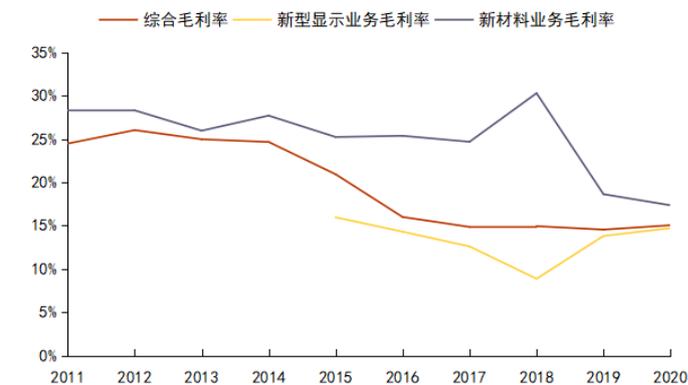
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：公司新型显示和新材料收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

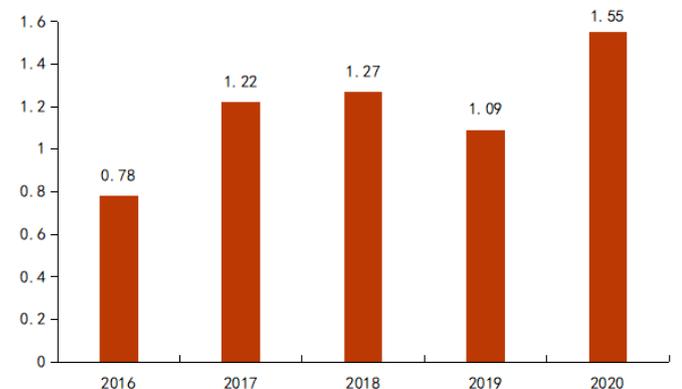
图 9：公司综合毛利率与各业务板块毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

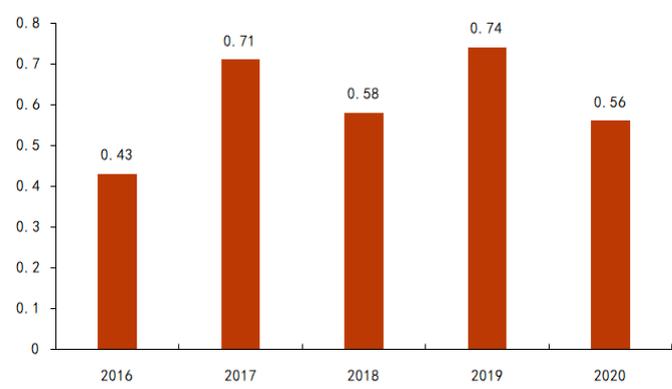
政府补助、资产及信用减值损失，对公司业绩具有较大影响。公司每年均会获得相关政府补助收入，同时也会计提较大规模坏账和存货跌价准备。2017—2020年，公司计入当期损益的政府补贴分别为 1.22 亿元、1.27 亿元、1.09 亿元、1.55 亿元，信用和资产减值损失（主要为应收账款坏账准备和存货跌价准备）合计为 0.71 亿元、0.58 亿元、0.74 亿元、0.56 亿元。而同期公司归母净利润分别为 0.77 亿元、0.43 亿元、0.97 亿元、1.21 亿元，受上述因素影响较大。

图 10：公司所获政府补助收入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：公司信用和资产减值损失情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、 凯盛集团旗下显示类资产梳理

凯盛科技股份定位是凯盛集团旗下显示材料和应用材料的核心运营平台，目前与公司业务具备协同的集团非上市资产包括：

- 1) 洛玻集团下属蚌埠中显、龙门、龙海公司的 3 条超薄玻璃产线；
- 2) 蚌埠院下属蚌埠光材公司 1 条用于触摸屏盖板的高铝玻璃产线；
- 3) 成都中光电科技有限公司 2 条 TFT-LCD 玻璃生产线；
- 4) 蚌埠中光电科技有限公司 8.5 代 TFT 产线。

根据凯盛集团债券募集说明书，2020 年凯盛集团旗下显示材料业务产能情况（包括上市公司与非上市公司）如下：1、超薄玻璃—580t/d；2、ITO 导电玻璃—7550 万片/年；3、TFT-LCD 玻璃—510 万片/年；4、高铝玻璃—70t/d；5、8.5 代 TFT—33t/d；6、液晶显示模组板块，产能为 4148.86 万片/年；7、TFT—LCD 玻璃—510 万片/年。

表 1：凯盛集团旗下显示材料非上市资产一览

产品	子公司名称	产线数量	产能
TFT-LCD 玻璃基板	成都中光电科技有限公司（玻璃基板）	2	20.8 万片/月
8.5 代 TFT	蚌埠中光电科技有限公司	1	33 吨/日
超薄玻璃	蚌埠中建材信息显示材料有限公司	1	150 吨/日
	洛玻集团洛阳龙海电子玻有限公司	1	180 吨/日
	洛玻集团龙门玻璃有限责任公司	1	250 吨/日
高铝玻璃	中建材(蚌埠)光电材料有限公司	1	70 吨/日

资料来源：凯盛集团债券募集说明书，光大证券研究所

2、新型显示业务—UTG 成最大亮点，显示模组持续向好

凯盛科技的新型显示业务主要产品包括两大类：1、新型显示产品—液晶显示模组；2、新型显示材料产品—ITO 导电膜、TFT-LCD 玻璃减薄和手机盖板。2020 年，新型显示业务合计贡献收入 41.46 亿元，其中深圳国显科技为液晶显示模组运营主体，实现营收 38.87 亿元。由此测算，新型显示材料产品营收在 2.6 亿元左右，占比较小。

未来公司在新型显示业务重点发力的方向将是**柔性玻璃盖板 (UTG) 和液晶显示模组**两大领域。

2.1、 UTG—需求即将放量，具备先发优势

2.1.1、 折叠屏手机加快推广，出货量或将快速提升

随着信息传播速度不断加快，小尺寸的智能移动终端屏幕已越来越无法满足人们的获取信息需求，在此背景下折叠屏手机应运而生。2018 年，柔宇科技率先发布全球首款折叠屏手机，随后 2019 年华为、三星、摩托罗拉等企业发布自己第一代折叠屏机型 Mate X、Galaxy Fold 和 Razr。2020 年，大部分主流厂商也均发布了自己的折叠屏手机机型，而华为和三星再次升级推出二代折叠机型 Mate Xs 和 Galaxy Z Flip。

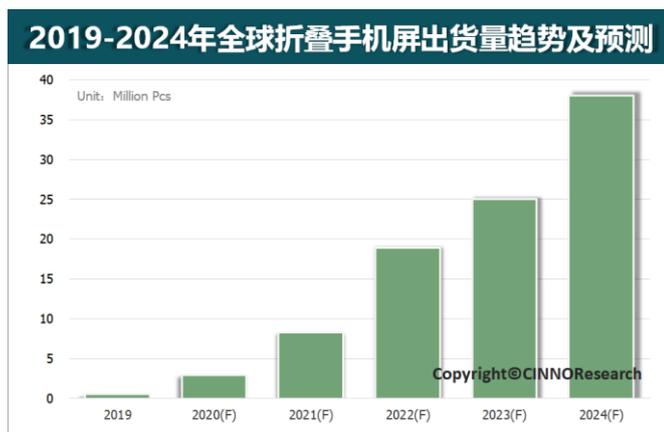
表 2：主流手机厂商折叠机型一览

品牌	三星		华为		柔宇科技	摩托罗拉
机型	Galaxy Fold	Galaxy Z Flip	Mate X	Mate X2	FlexPai 2	Moto Razr
上市时间	2019 年 11 月	2020 年 2 月	2019 年 11 月	2021 年 02 月	2020 年 09 月	2020 年 09 日
盖板类型	CPI	UTG+PET	CPI	CPI	CPI	CPI

资料来源：中关村在线，光大证券研究所

当前折叠屏手机市场环境已趋于成熟，因具备手机、平板电脑、笔记本等多终端融合产品形态特征，市场接受度在不断提高，正处于大规模推广阶段，未来有望成为智能手机显示终端的主流方向之一。根据 CINNO Research《OLED 智能手机月度市场报告》数据，2020 年全球折叠手机屏出货量为 290 万片，较 2019 年同比增长 517%，预测 2024 年有望上升至 3800 万片。

图 12: 全球折叠手机屏出货量预测 (单位: 百万片, CINNO Research 预测)



资料来源: CINNO Research, 光大证券研究所

2.1.2、UTG 是理想的折叠屏盖板材料，有望进入快速发展期

折叠屏手机盖板所用材料目前主要有两种路径：**CPI（无色透明聚酰亚胺薄膜）**和**UTG（柔性超薄玻璃）**。

CPI 量产技术成熟，性能比较稳定，价格相对具备优势，2019 年三星、华为等厂商发布的第一代折叠屏机型均采用此种材料。但 CPI 的缺点同样明显，如硬度差、透光率不足、易刮伤，且反复折叠易出现折痕，因此 CPI 并非折叠屏手机最理想的盖板材料。

UTG 在耐刮性、硬度和屏幕呈现效果等方面全面优于 CPI，且可连续弯折不易出现折痕，被认为是柔性折叠盖板重要的发展方向，有望成为下游手机厂商的主流选择。当前三星第二代折叠屏手机机型（Galaxy Z Flip、Galaxy Z Fold 2）已采用 UTG 做为手机盖板。但由于 UTG 目前仍存在易碎的问题，三星采用在 UTG 表面覆盖 PET 保护膜，增强其抗冲击性。

表 3: CPI 和 UTG 盖板材料各参数对比

盖板材料	CPI	UTG
厚度 (mm)	0.22	小于 0.1
可见光透过率	87%-90%	91.5%-92%
材料特质	易刮伤，不耐撞，易产生折痕	硬度高，耐刮擦，可弯曲性强，不易产生折痕，但较 CPI 易碎
量产可行性	已量产	小批量量产
耐温情况	玻璃化转变温度 300°C 左右，热膨胀系数较高	玻璃化转变温度大于 600°C，较 CPI 更耐高温
应用机型	华为 Mate X2、柔宇 FlexPai 2 等	三星 Galaxy Z Flip
价格	低	高
主要供应商	KC Kolon PI (韩国)、住友化学 (日本)	Dowoo Insys (韩国)

资料来源: Orndia, 光大证券研究所整理

当前 UTG 产品的良率还有待提升，整体使用成本要高于 CPI，因此未来一段时间将呈现两种材料在折叠屏市场并存的局面。不过随着 UTG 生产工艺的不断成熟，良率提升和大规模量产，将带来成本的下降，从而加速打开推广应用空间。国内外的相关企业均在积极布局，未来伴随折叠屏需求扩容，UTG 将进入快速发展通道。Trandbank 预计 2020 年折叠屏盖板选用 CPI 的数量是 UTG 的两倍左右，但至 2023 年 UTG 需求量将超过 CPI。

2.1.3、凯盛科技是国内可量产 UTG 盖板企业

凯盛科技联合凯盛集团旗下的蚌埠院打造和开发出内唯一全国产化的“原片配方开发、原片生产、UTG 减薄、UTG 成型、柔性贴合”全套超薄柔性玻璃 (UTG) 生产工艺技术，自主开发出全流程化 30-70 微米 UTG 产品。其中蚌埠院旗下的中建材 (蚌埠) 光电材料有限公司主要提供玻璃原片，而公司负责进行后段工艺加工，包括 UTG 减薄、成型和柔性贴合。

目前公司已托管中建材 (蚌埠) 光电材料有限公司，利用其现有的 70t/d 触摸屏用超薄高铝盖板玻璃生产线，开展产业链协同，进一步保证供货的稳定性，并提升经营效益。

图 13: UTG 生产工艺流程

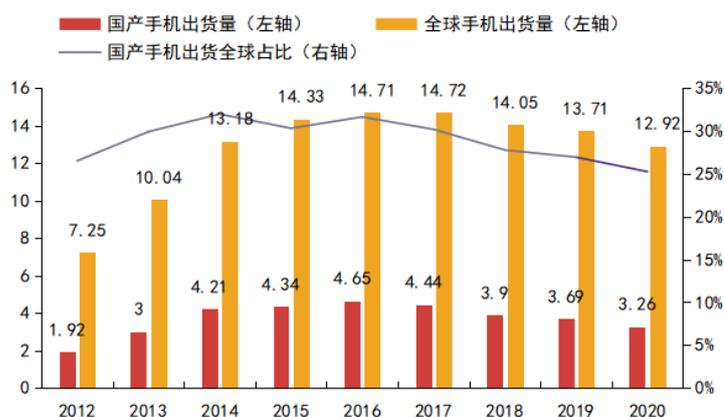


资料来源：公司公告，光大证券研究所

国内可量产 UTG 盖板厂商，具备先发优势，尽享产业发展红利。2020 年 12 月，凯盛科技投建 UTG 一期项目，并在 2021 年上半年实现量产，可满足供货条件，公司建设公告中预测该项目销售收入约 3 亿元/年。公司并未披露 UTG 一期项目具体产能，但我们预测约为 150 万片/年。测算如下：除凯盛科技外，市场上具备量产 UTG 能力的是三星旗下的 Dowoosys，所用原片由德国肖特生产，再自行加工，主要供三星旗下折叠屏产品使用。三星 Galaxy Z Flip 所用 UTG 玻璃单价为 40 美金/片左右，约合人民币 260 元/片。我们给予新晋竞争者凯盛科技 UTG 产品折价 80%，则约为 200 元/片，3 亿营收指引对应 150 万片/年产量。

国内手机厂商大举进军折叠屏手机领域，凯盛科技国产化 UTG 技术保驾护航，广阔天地大有作为。华为在 2019、2020 年均推出折叠屏手机机型，据 Digitimes 报告，2021 年下半年华为将继续推出三款机型，显示拥抱折叠屏手机趋势的决心。小米在 2021 年春季正式发布首款折叠屏手机产品—MIX FOLD，盖板搭载为科隆工业的 CPI 产品，不过未来推出机型亦有望向 UTG 超薄玻璃盖板转变以提升屏幕耐用性。根据 IDC 数据，2020 年，我国手机出货量为 3.26 亿部，占全球总量的 25.23%，若按此比例计算，2024 年全球 3800 万部折叠屏手机中，我国将生产 959 万部。

图 14：我国手机出货量占据全球比例（单位：亿部）



资料来源：IDC，光大证券研究所

柔性屏应用领域并非局限于手机终端，或将持续拓展至笔记本、卷轴等显示产品，需求持续扩容，公司 UTG 二期项目在建，后续产能将大幅扩张，UTG 业务有望成为公司未来业绩重要增长极。由于 UTG 一期项目产能较小，公司根据市场和未来柔性折叠技术发展趋势判断，未来各大终端厂商可能会加大柔性可折叠终端的出货量，现有产能难以满足未来需求。故公司在 2021 年 3 月投资约 10.25 亿，建设超薄柔性玻璃（UTG）二期项目，新增 1500 万片/年的产能，计划 2022 年 12 月建成投产。

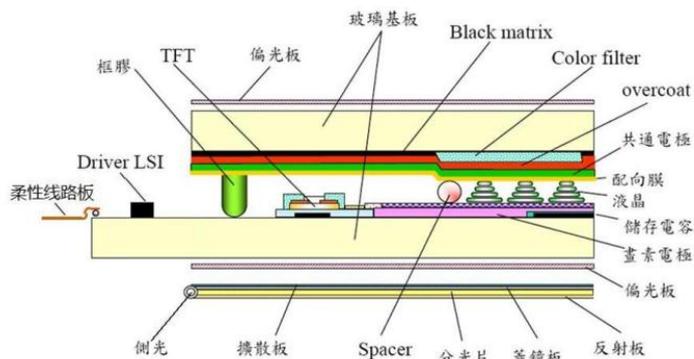
2.2、 拥抱 5G 时代，显示模组业务迎发展良机

2.2.1、 5G 时代来临，国内显示模组市场扩容

液晶显示模组是将液晶显示器件、连接件、控制与驱动等外围电路、印刷电路板、背光源、结构件等装配在一起的组件，主要应用于手机、平板电脑等电子设备，在中央处理器的控制下，实现显示功能。

5G 通讯技术的不断深入推广应用，将持续带动移动终端的替换需求，同时伴随万物互联的时代的到来，新型显示作为数字与信息交互的重要媒介，在技术进步和政策扶持下将迎来新的发展机遇，进而有望推动液晶显示模组行业进入加速成长赛道。

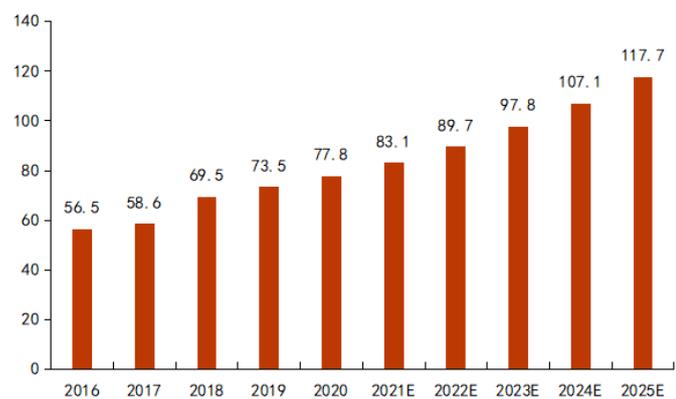
图 15: 液晶显示模组构造



资料来源: 同兴达招股说明书, 光大证券研究所

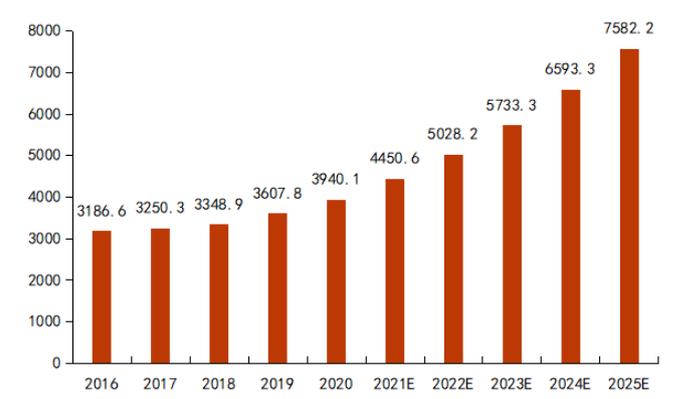
我国目前已成为全球主要液晶显示面板生产国,未来将持续推动国内液晶显示模组产量增长。近十年以来,国内液晶显示面板厂发展迅速,不断新增产线,尤其在大尺寸液晶显示面板领域逐渐形成明显竞争优势,目前该产品产能在全球市场占比超 50%。2018 年开始,日韩厂商受国内高世代产线冲击,盈利承压,逐渐退出液晶显示面板产线。由于液晶显示模组依托液晶显示面板生产,随着液晶显示面板产能逐步向中国聚拢,相应也会使得国内液晶显示模组市场规模增加。根据头豹研究院数据,2020 年中国液晶显示模组产量为 77.8 亿套,市场规模达到 3940.1 亿元,分别同比增长 5.85%和 9.2%,该机构预计到 2025 年产量将达到 117.7 亿套,市场规模 7582.2 亿元,2021-2025 年复合增长率分别为 8.6%和 14.0%。

图 16: 我国液晶显示组件行业产量 (单位: 亿套)



资料来源: 头豹研究院, 光大证券研究所整理

图 17: 我国液晶显示模组市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 头豹研究院, 光大证券研究所整理

2.2.2、公司积极扩大产能，业务规模有望持续增长

凯盛科技于 2015 年 11 月收购深圳国显科技有限公司，正式进入液晶显示模组领域，依托凯盛集团内部资源，如超薄电子玻璃基板、高强盖板玻璃以及高世代 TFT-LCD 基板玻璃等产业链企业，具备响应快速、成本控制能力强、服务质量优等竞争优势，为客户提供显示触控整体解决方案。公司显示模组产品可分为 5 大类：数码模块、车载工控、智能家居、手机模块、TP 模块，目前在平板电脑、笔记本电脑相关市场具备较大优势。

图 18：深圳国显科技产品



资料来源：深圳国显官网，光大证券研究所

深圳国显成立于 2006 年，在行业深耕已达 15 年，拥有丰富的销售渠道，并积累了稳定的客户资源，尤其在国内华南市场和海外市场具有较强的竞争力。2018 年凯盛科技调整为中建材集团三级子公司后，管理层级提升带来平台优势，有力支持了光电显示事业部实施大客户、大订单的市场战略，并且成效显著，在继续维系亚马逊等重要客户外，并成功打通京瓷、Wacom、百度等客户供货渠道。2019 年公司显示模组产量达到 3600 万片，同比增长 96.59%；2020 年新型显示业务（以显示模组为主）营业收入突破 41.46 亿元，同比增长 16.35%，经营情况逐步向好。

图 19：公司显示模组销量及增速（单位：百万片）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 20：新型显示业务营业收入与毛利率（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

顺应 5G 时代发展趋势，公司继续扩大显示模组产能，并向大尺寸领域进军，业务规模有望持续增长。

1) 公司于 2019 年投资 8762 万元，在安徽省池州经济技术开发区内建设两条超大屏触控模组产线，规划年产能为 20-55 寸超大屏触控模组 23 万片、55-100 寸超大屏触控模组 7 万片。公司预计项目建成后可实现年平均销售收入 2.92 亿元，生产期内年平均税后利润 1513 万元。目前厂房建设已完成，主要生产线设备正在陆续进场安装调试，后续有望正式投产。此前公司产品以中小尺寸显示模组为主，待项目正式投产后，产品将成功进入超大屏触控模组领域，顺应智慧商显发展趋势，抢占市场份额，提供新的业绩增长点。

2) 2020 年，深圳国显拟在深圳市龙岗区购置土地，建设新型显示研发生产基地，将现有全部生产线实施搬迁和改造升级，并新增生产线设备投资，购置技术领先的触控显示模组生产线。项目建设期 25 个月，投产后可实现年平均销售收入 36.97 亿元，生产期内年平均税后利润 1.58 亿元。

3、新材料业务—稳中前进，探索新品类

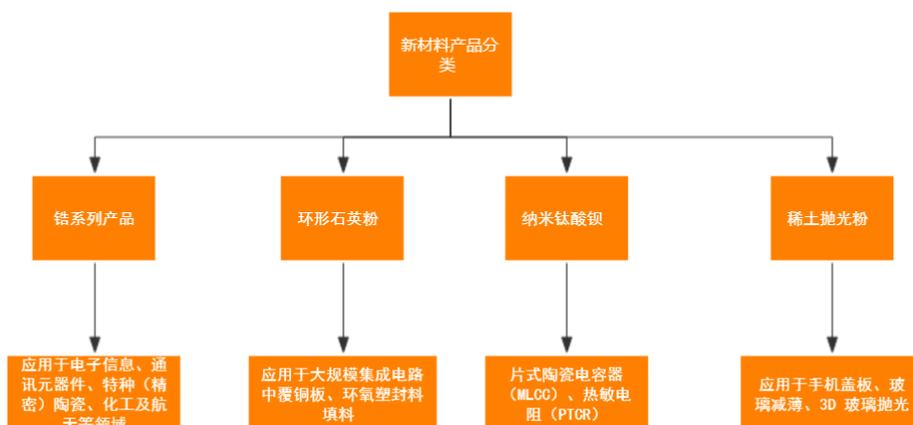
3.1、公司新材料产品概览

新材料是指具有特殊功能或优异性能的材料，以及传统材料改进后性能可以明显提高或产生新功能材料，被我国政府列为国家战略性新兴产业，广泛应用于各行各业，成为技术创新和产业升级的主要推动力。

凯盛科技新材料产品主要包括**锆系材料、球形石英粉、纳米钛酸钡和稀土抛光粉**等，主要应用于电子信息、通讯元器件、特种（精密）陶瓷、化工等制造行业。

- 1) 锆系列产品：作为新型粉体材料，由于其耐磨耐高温的特性可用于陶瓷、耐火材料、化工及航天等领域，是公司新材料板块旗舰产品，主要包括氧化锆、硅酸锆、稳定锆等。其中电熔氧化锆产品已连续多年保持行业龙头地位，2019年被认定为国家制造业单项冠军产品。
- 2) 球形石英粉：电子封装的重要原材料，主要用于大规模集成电路封装中覆铜板以及环氧塑封料填料。公司作为球形石英粉国家标准制定的主要参与者，生产的球形石英粉产品质量得到下游用户的充分认可，市场占有率逐年攀升。
- 3) 纳米钛酸钡：片式陶瓷电容器（MLCC）、热敏电阻（PTCR）等电子工业元件基础原材料。
- 4) 稀土抛光粉：主要用于手机盖板、玻璃减薄、3D玻璃抛光，公司产品已通过多家信息显示行业一流客户认证，市场反应良好。

图 21：公司新材料产品分类



资料来源：公司年报，光大证券研究所

3.2、电熔氧化锆引领全球，新产品逐渐放量

凯盛科技的应用材料板块运营主体包括，蚌埠中恒新材料科技有限责任公司（电熔氧化锆、硅酸锆、球形石英粉）和安徽中创电子信息材料有限公司（纳米钛酸钡、稀土抛光粉）。2020年，蚌埠中恒实现营业收入 7.75 亿元，净利润为 4618 万元；安徽中创实现营业收入 4.43 亿元，净利润为 4746 万元。

公司新材料业务近年来整体表现平稳，2018-2020年，板块营收分别为7.97、8.10和7.91亿元。从产品结构而言，氧化锆销量基本呈现上升趋势，稳定锆、抛光粉等产品也在逐渐放量。2020年，公司新材料业务并未披露细分产品的销量，但总销量从2019年的3.36万吨增长至4.34万吨，增速为29.43%，是近五年来最高值。

电熔氧化锆是公司新材料板块主打产品，处于行业领军者地位，2019年公司氧化锆销量为1.91万吨，与上年基本持平。锆英砂是生产锆制品的主要原材料，而我国资源极为匮乏、严重依赖进口。然而公司已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，根据长期合作协议，公司采购价要低于市场均价，并能保障供货的稳定性，使得公司在市场竞争中具备一定优势。近年来，公司新培育了稳定锆、活性锆等附加值高的产品，精密陶瓷、生物陶瓷等领域对于此类特种锆系产品的需求在逐年上升。

稀土抛光粉随着国内光学、显示、集成电路和芯片市场对自主高端产品的需求不断增加，市场前景较为广阔。另外，稀土抛光粉产品用于手机盖板、3D玻璃抛光、玻璃减薄也获得了公司诸多下游用户的认可，销量持续上涨。2019年公司抛光粉销量为677.51吨，同比增长111.61%。

球形石英粉市场此前一直由日本企业垄断，如日本电气化学、隆森、admatechs等，目前我国企业在该领域技术不断创新，产能增长较快，代表企业有江苏联瑞、浙江华飞、蚌埠中恒等。随着电子工业的飞速发展，目前球形石英粉行业正处于快速发展时期，需求量逐年提高。2021年，公司球形石英粉生产线扩建项目已顺利投产，年产能将升至4000吨，生产规模和产品品质进一步提升，持续提高市场占有率。

图 22：新材料各产品销量（单位：吨）



资料来源：公司年报，光大证券研究所 注：2020年未披露细分产量，故未体现

图 23：新材料业务营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设及盈利预测

公司主营业务包括两大类：新型显示业务和新材料业务。新型显示业务中，UTG 将是公司最大亮点，需求终端折叠屏手机出货将迎来快速渗透，假设至 2024 年 3800 万部折叠屏手机中有 3000 万部选用 UTG 盖板，按照每片 200 元计算，则市场空间将达到 60 亿，其中国内市场 15 亿。国内手机厂商已大举进军折叠屏手机领域，凯盛科技作为国内可量产 UTG 盖板企业，将充分受益，假设公司在 2024 年仍占据国内 80% 的市场份额，该业务体量将是 12 亿元。同时随着 5G 时代来临，公司顺应趋势继续扩大显示模组产能，产品销量有望持续增长。新材料产品下游应用广泛，随着国家产业结构加快升级，预计保持稳中向好趋势。

我们假设：21-23 年，公司新型显示产品销量（主要为显示模组）分别为 3869/4256/4469 万片，每片均价为 110/110/110 元；未来伴随 UTG 二期项目建设完成，产能将大幅增长，UTG 产销量分别为 30/100/500 万片，每片均价为 200/200/150 元；新材料销量为 4.78/5.26/5.26 万吨，每吨售价 1.82/1.82/1.82 万元。综合而言，新型显示业务收入 50.76/57.84/68.23 亿元；增速为 22.45%/13.94%/17.97%；毛利率为 14.70%/15.00%/15.50%。新材料业务收入 8.70/9.57/9.57 亿元；增速为 10.00%/10.00%/0%；毛利率为 17.50%/18.00%/18.00%。

表 4：凯盛科技盈利预测关键假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45.18	50.68	60.77	68.72	79.11
增速		12.17%	19.91%	13.08%	15.12%
新型显示业务	35.63	41.46	50.76	57.84	68.23
增速		16.35%	22.45%	13.94%	17.97%
新型显示销量（万片）	3,600.00	3,517.27	3,869.00	4,255.90	4,468.69
新型显示材料销量（万片）	3,888.58	3,488.38	3,523.26	3,558.50	3,594.08
其中：UTG 收入			0.60	2.00	7.50
增速				233.33%	275%
UTG 销量（万片）			30	100	500
新材料业务	8.10	7.91	8.70	9.57	9.57
增速		-2.30%	10.00%	10.00%	0.00%
新材料销量（吨）	36,705.10	43,444.59	47,789.05	52,567.95	52,567.95
其他业务	1.46	1.31	1.31	1.31	1.31
增速		-9.92%	0.00%	0.00%	0.00%
综合毛利率	14.53%	15.04%	15.00%	15.32%	15.71%
新型显示业务	13.80%	14.70%	14.70%	15.00%	15.50%
新材料业务	18.62%	17.34%	17.50%	18.00%	18.00%
其他业务业务	9.58%	11.80%	10.00%	10.00%	10.00%
归母净利润	0.97	1.21	2.35	3.43	4.23
增速		25.15%	94.92%	45.59%	23.35%
归母净利率	2.1%	2.4%	3.9%	5.0%	5.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测 注：除百分比及已标注单位外，其他单位均为亿元

根据假设,我们预测公司 21-23 年综合营业收入分别为 60.77/68.72/79.11 亿元;增速为 19.91%/13.08%/15.12%。综合毛利率为 15.00%/15.32%/15.71%。归母净利润为 2.35/3.43/4.23 亿元;增速为 94.92%/45.59%/23.35%;对应 EPS 为 0.31/0.45/0.55 元。

4.2、估值与投资建议

4.2.1、相对估值法

我们选取国内A股上市的相关显示类企业,如长信科技(主营车载触控显示模组、超薄液晶显示面板、消费电子触控显示模组等)、联创电子(主营光学镜头、摄像模组及触控显示一体化业务)、欧菲光(主营光学影像业务和微电子业务)等作为可比公司,采用市盈率相对估值法对凯盛科技进行估值。Wind一致预期可比公司2021年平均PE为30X,根据我们预测,凯盛科技21年PE为30X,与行业平均水平相当。

表 5: 凯盛科技可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
		20 年	21 年	22 年	23 年	20 年	21 年	22 年	23 年
长信科技	8.59	0.34	0.50	0.64	0.75	25	17	13	11
联创电子	20.28	0.16	0.39	0.54	0.73	127	52	38	28
欧菲光	7.64	-0.72	0.35	0.47	0.39	—	22	16	20
均值							30	22	20
凯盛科技	9.26	0.16	0.31	0.45	0.55	58	30	21	17

资料来源: wind, 光大证券研究所预测 股价时间为 2021-08-05 注: 除凯盛科技外, 其余公司数据均为 wind 一致预期

公司当前 PE (TTM) 为 55X, 处于近十年中位区间。

图 24: 近十年凯盛科技估值变动情况



资料来源: wind, 光大证券研究所

4.2.2、绝对估值法

- 1) 长期增长率：凯盛科技未来有望进入稳定增长阶段，假设长期增长率为 2%；
- 2) β 值选取：采用申万一级行业分类-电子行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
- 3) 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 10.34%。

表 6：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.70%
β ($\beta_{levered}$)	1.05
Rm-Rf	6.99%
Ke(levered)	10.04%
税率	10.34%
Kd	3.67%
Ve	7620.72
Vd	3117.72
目标资本结构	29.03%
WACC	8.19%

资料来源：光大证券研究所预测

表 7：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(975.61)	-7.16%
第二阶段	4518.51	33.17%
第三阶段 (终值)	10079.86	73.99%
企业价值 AEV	13622.76	100.00%
加：非经营性净资产价值	628.62	4.61%
减：少数股东权益 (市值)	508.96	-3.74%
减：债务价值	3117.72	-22.89%
总股本价值	10624.70	77.99%
股本 (百万股)	763.88	-
每股价值 (元)	13.91	-
PE (隐含)	45.13	-
PE (动态)	30.21	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 8：敏感性分析表

WACC	长期增长率 (g)				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.19%	15.91	17.27	18.90	20.88	23.33
7.69%	13.78	14.88	16.18	17.72	19.60
8.19%	11.96	12.86	13.91	15.14	16.61
8.69%	10.40	11.14	12.00	12.99	14.16
9.19%	9.04	9.66	10.37	11.18	12.12

资料来源：光大证券研究所预测

表 9：绝对估值法结果汇总表

估值方法	估值结果	估 值 区 间		敏感度分析区间
FCFF	13.91	9.04	— 23.33	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

基于上述假设，根据 FCFF 绝对估值得出公司每股价值区间为 9.04-23.33 元。

4.2.3、投资建议

考虑到公司 UTG 已实现量产，市场推广工作进展顺利，作为全球领先、国内可量产 UTG 盖板生产商，理应享有较高估值溢价。此外公司显示模组业务伴随市场扩容，且产能亦在稳步扩张，业绩增长确定性较强。首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险分析

UTG 业务市场开拓不及预期风险：UTG 盖板尚处于市场培育期，若后续公司产品应用推广过程缓慢，对公司业绩和估值推动力度将减弱。

疫情反弹和贸易摩擦风险：公司境外业务占比接近 60%，若海外疫情和国际贸易环境再次恶化，将对公司产品出口造成一定不利影响。

显示模组和新材料下游需求不及预期风险：若公司显示模组和新材料业务下游需求疲软，则公司盈利将会承压。

资产和信用减值风险：资产减值和信用减值损失历来对公司利润影响较大，未来仍会对业绩带来不确定性。

汇率波动风险：公司存在大量的对外销售业务，并以美元进行结算，若汇率出现波动，可能产生汇兑损失。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,518	5,068	6,077	6,872	7,911
营业成本	3,862	4,306	5,166	5,819	6,668
折旧和摊销	134	188	259	316	372
税金及附加	24	21	25	28	32
销售费用	91	83	109	124	142
管理费用	118	136	170	185	213
研发费用	195	230	273	309	356
财务费用	106	183	90	108	129
投资收益	-10	-2	0	0	0
营业利润	148	207	335	455	544
利润总额	150	209	337	457	546
所得税	11	22	35	47	56
净利润	139	188	302	410	490
少数股东损益	43	67	67	67	67
归属母公司净利润	97	121	235	343	423
EPS(元)	0.13	0.16	0.31	0.45	0.55

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	71	127	261	513	569
净利润	97	121	235	343	423
折旧摊销	134	188	259	316	372
净营运资金增加	182	257	553	448	588
其他	-342	-439	-787	-594	-813
投资活动产生现金流	-364	-308	-710	-735	-710
净资本支出	-315	-400	-710	-710	-710
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-49	92	0	-25	0
融资活动现金流	318	492	565	349	307
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	302	690	693	518	520
无息负债变化	462	-164	302	240	312
净现金流	23	303	116	127	166

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.5%	15.0%	15.0%	15.3%	15.7%
EBITDA 率	11.6%	13.4%	13.5%	14.0%	14.5%
EBIT 率	8.4%	9.6%	9.3%	9.4%	9.8%
税前净利润率	3.3%	4.1%	5.5%	6.6%	6.9%
归母净利润率	2.1%	2.4%	3.9%	5.0%	5.3%
ROA	2.0%	2.5%	3.4%	4.1%	4.4%
ROE (摊薄)	3.9%	4.8%	8.6%	11.4%	12.6%
经营性 ROIC	6.8%	7.5%	7.4%	7.5%	8.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	63%	65%	65%	66%
流动比率	1.37	1.12	1.17	1.20	1.25
速动比率	0.85	0.70	0.73	0.75	0.78
归母权益/有息债务	1.05	0.83	0.73	0.71	0.70
有形资产/有息债务	2.68	2.24	2.16	2.16	2.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	6,916	7,533	8,792	9,898	11,136
货币资金	545	857	972	1,100	1,266
交易性金融资产	89	0	0	0	0
应收帐款	1,394	1,316	1,551	1,754	2,019
应收票据	49	31	38	43	49
其他应收款 (合计)	24	26	32	36	41
存货	1,688	1,740	2,062	2,314	2,643
其他流动资产	406	450	530	594	677
流动资产合计	4,402	4,642	5,450	6,138	7,037
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,535	1,915	2,342	2,678	2,949
在建工程	337	278	230	216	212
无形资产	340	415	417	418	420
商誉	196	196	196	196	196
其他非流动资产	62	28	28	28	28
非流动资产合计	2,513	2,891	3,342	3,761	4,099
总负债	4,196	4,722	5,717	6,475	7,307
短期借款	1,345	1,723	1,916	2,135	2,354
应付账款	793	803	963	1,085	1,243
应付票据	808	584	723	815	934
预收账款	31	0	0	0	0
其他流动负债	0	7	7	7	7
流动负债合计	3,203	4,153	4,648	5,106	5,638
长期借款	889	477	977	1,277	1,577
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	104	92	92	92	92
非流动负债合计	993	569	1,069	1,369	1,669
股东权益	2,719	2,811	3,075	3,423	3,830
股本	764	764	764	764	764
公积金	990	994	1,017	1,052	1,094
未分配利润	737	777	951	1,197	1,495
归属母公司权益	2,490	2,535	2,732	3,013	3,352
少数股东权益	229	277	344	410	477

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.02%	1.63%	1.80%	1.80%	1.80%
管理费用率	2.61%	2.69%	2.80%	2.69%	2.69%
财务费用率	2.34%	3.60%	1.49%	1.57%	1.63%
研发费用率	4.31%	4.54%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	7%	10%	10%	10%	10%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.05	0.08	0.11	0.13
每股经营现金流	0.09	0.17	0.34	0.67	0.74
每股净资产	3.26	3.32	3.58	3.94	4.39
每股销售收入	5.91	6.63	7.96	9.00	10.36

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	73	58	30	21	17
PB	2.8	2.8	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	19	16	14	13	11
股息率	1.1%	0.5%	0.9%	1.2%	1.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE