

福光股份 (688010.SH)

军民融合企业，全球光学镜头重要制造商

核心观点:

- 公司是军民融合的光学镜头行业国内领先企业

公司是专业从事军用特种光学镜头及光电系统、民用光学镜头、光学元组件等产品科研生产的高新技术企业,产品包括激光、紫外、可见光、红外系列全光谱镜头及光电系统,广泛应用于军用需求、安防监控、AIoT、车载和红外等领域。据公司招股意向书引用的 TSR 数据,2017 年公司在全球安防视频监控镜头销量市占率达到 11.8%,全球排名第三。

- 行业空间持续打开,公司未来发展前景明朗

安防镜头市场方面,摄像机持续渗透和高清化迭代推动行业规模稳定增长;AIoT 镜头市场方面,机器视觉和车载市场未来有望快速放量。公司本次 3 个募投项目,包括全光谱精密镜头智能制造基地项目(一期)、AI 光学感知器件研发及产业化建设项目和精密及超精密光学加工实验中心建设项目,总投资约 6.51 亿元。募投项目升级拓展主营产品及加工工艺,扩大公司产品应用领域,促进公司从安防、车载成像到国防军工等多领域的业务布局,有望提升公司的市场份额和竞争力,发展前景较为明朗。

- 预计 19-21 年 EPS 0.69/0.88/1.07 元,合理价值 24.84~28.98 元/股

我们预计 19~21 年公司收入分别为 6.4/7.7/9.0 亿元,预计归母净利润分别 1.1/1.4/1.6 亿元,对应 IPO 后总股本 EPS 为 0.69/0.88/1.07 元/股。

参考可比公司估值水平,考虑公司为全球安防监控镜头领域龙头企业,军民融合背景带来行业领先的技术能力,深度布局车载、红外、机器视觉等新兴市场未来具备持续成长动能,我们认为以 2019 年业绩给予公司 36~42 倍 PE 估值是合理的,对应的每股合理价值区间为 24.84~28.98 元/股。

- 风险提示

技术竞争力变化风险;市场竞争加剧风险;依赖核心技术人员的风险;经营业绩下滑风险;中美贸易摩擦加剧风险;对主要客户收入下滑的风险。

盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	580	552	644	773	898
增长率(%)	23.7	-4.9	16.7	20.0	16.2
EBITDA(百万元)	127	117	127	160	197
增长率(%)	24.2	-7.8	8.7	25.5	23.2
归母净利润(百万元)	91	91	107	135	164
增长率(%)	26.8	0.1	16.8	26.3	21.4
EPS(元/股)	0.80	0.80	0.69	0.88	1.07
每股经营性现金流(元)	0.77	0.85	0.72	0.91	1.16
ROE(%)	13.4	11.8	5.9	7.0	7.8

数据来源:公司招股意向书,广发证券发展研究中心

注:2019 年及以后每股指标按 IPO 后总股本计算(未考虑超额配售选择权)

合理价值区间: 24.84~28.98 元/股

报告日期: 2019-07-15

最近财年财务数据

研发投入(万元)	4531
研发投入占营业收入比(%)	8.2
研发投入资本化比率(%)	0
毛利率(%)	34.3
销售费用率(%)	2.4
管理费用率(%)	6.9
净利率(%)	16.6
资产负债率(%)	17.8

发行资料

发行股数: 不超过 3880 万股

发行前股本: 11478 万股

所属行业细分领域: 仪器仪表制造业

核心技术来源: 自主研发创新

选择的上市标准: 预计市值不低于人民币 10 亿元,最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元,或者预计市值不低于人民币 10 亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元

分析师: 许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师: 王亮



SAC 执证号: S0260519060001



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

请注意,王亮并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

联系人: 王昭光 021-60750632

wangzhaoguang@gf.com.cn

目录索引

投资要点	4
福光股份：军民融合，国内光学镜头领先企业	5
业务情况：军民两用双轨发展，在安防用镜头领域名列前茅	5
财务表现：2018 年受安防市场景气度影响业绩持平，毛利率维持稳定	7
股权结构：IPO 后实际控制人现任董事长何文波间接持股 30.09%	9
行业空间持续打开，公司未来发展前景明朗	10
安防镜头行业：摄像机持续渗透和高清化迭代推动行业规模稳定增长	10
AIoT 镜头行业：机器视觉和车载市场有望迎来快速成长	12
募投项目升级拓展产品及技术，公司未来发展前景明确	13
盈利预测	16
公司合理价值区间	18
风险提示	18

图表索引

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司 2018 年主营产品营收占比.....	6
图 3: 公司主营产品.....	6
图 4: 公司近三年营业收入(分产品).....	7
图 5: 公司高端技术产品收入及占营收比例.....	7
图 6: 公司近三年毛利率、净利率及 ROE.....	8
图 7: 公司近三年各产品毛利率.....	8
图 8: 公司近三年净利润及增速.....	8
图 9: 公司近三年研发投入及研发费用率.....	8
图 10: 全球安防监控镜头销量.....	10
图 11: 全球安防监控设备市场规模持续快速增长.....	11
图 12: 全球安防监控摄像机出货量持续快速增长.....	11
图 13: 全球安防镜头出货结构中变焦占比不断提高.....	12
图 14: 全球安防镜头出货结构中高清占比不断提升.....	12
图 15: 全球车载镜头出货量.....	13
图 16: 全球车载摄像头市场规模.....	13
表 1: 公司 2018 年前五大客户.....	6
表 2: 公司 IPO 前后股权结构变化.....	9
表 3: 全球安防监控镜头市场格局.....	10
表 4: 公司核心技术.....	14
表 5: 公司近三年研发投入及研发费用率.....	14
表 6: 募投项目投资额、拟用募集资金投入金额及建设期.....	15
表 7: 公司 2019 年归母净利润对于非定制产品收入增速和毛利率的敏感性分析(金额单位:百万元).....	16
表 8: 公司分业务盈利预测(单位:百万元).....	17
表 9: 可比公司估值表.....	18

投资要点

公司是国内领先的光学镜头企业，军民融合背景带来行业领先的技术实力，在安防监控用镜头行业中市占率全球排名第三。未来安防监控用镜头行业受益于安防监控在全球范围内的应用渗透率提升以及高清/超高清迭代趋势，仍将具备发展空间。此外公司积极布局车载、机器视觉等新兴市场，未来具备持续成长动能。

估值分析:

我们预计19~21年公司收入分别为6.4/7.7/9.0亿元，对应同比增速分别为17%/20%/16%，预计归母净利润分别1.1/1.4/1.6亿元，对应IPO发行后总股本的EPS分别为0.69/0.88/1.07元/股。

参考可比公司估值水平，对应2019年业绩来看联合光电PE为42x，中光学为30x。考虑公司为全球安防监控镜头领域龙头企业，军民融合背景带来行业领先的技术能力，深度布局车载、机器视觉等新兴市场未来具备持续成长动能，我们认为以2019年业绩（对应IPO发行后总股本的EPS为0.69元/股）来看给予公司36~42倍PE估值是合理的，对应的每股合理价值区间为24.84~28.98元。

支持我们投资建议的关键性因素:

- (1) 摄像机持续渗透和高清/超高清迭代推动安防监控用镜头行业继续增长;
- (2) 车载、机器视觉等新兴光学镜头应用领域未来将呈现快速发展。

风险提示:

技术竞争力变化风险;
市场竞争加剧风险;
依赖核心技术人员的风险;
经营业绩下滑风险;
中美贸易摩擦加剧引发的经营风险;
对主要客户收入下滑的风险。

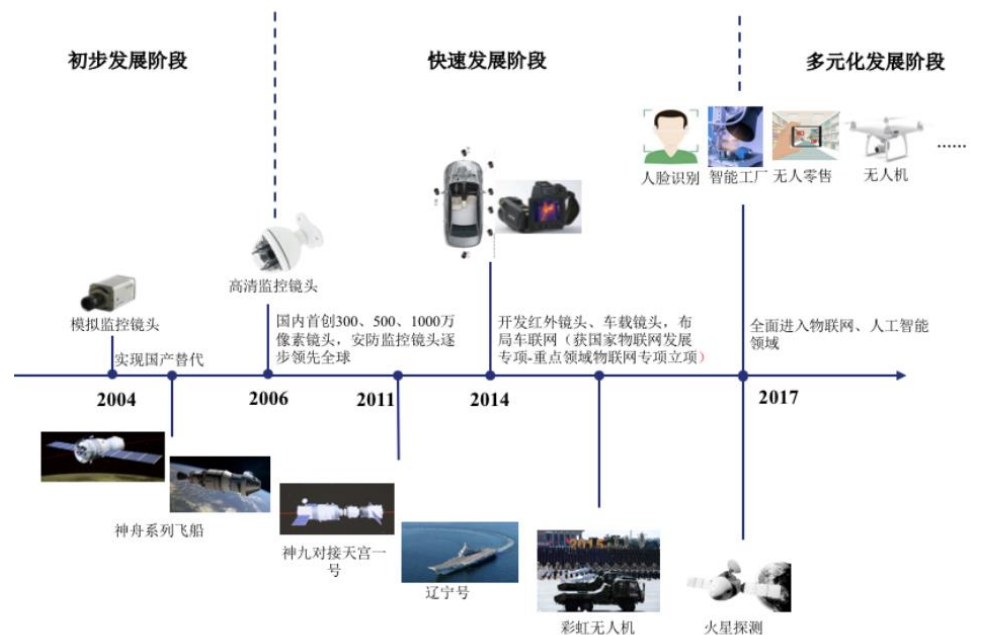
福光股份：军民融合，国内光学镜头领先企业

业务情况：军民两用双轨发展，在安防用镜头领域名列前茅

福建福光股份有限公司是基于原福建师范院校办工厂（成立于1958年）混合所有制改革于2004年成立。公司自设立以来，积极践行军民融合的发展道路，将军品技术应用到民用领域，已逐步发展为国内领先的专业光学镜头供应商。

- 2004年-2006年，公司处于初步发展阶段，聚焦于安防监控市场，实现安防监控镜头的国产化。
- 2006年公司步入快速发展阶段，精准把握安防镜头数字高清化的风口，率先推出300万、500万、1000万像素高清监控镜头，推动了我国安防产业的发展，奠定了公司在安防行业的地位。
- 2017年进入多元化阶段，继续引领超高清视频在安防监控领域的技术突破和应用，率先设计开发出25-300mm、8K高清的连续变焦镜头，全面进入物联网、人工智能等战略性新兴产业的各个应用场景，如人脸识别、车载成像、机器视觉、智慧城市、智能家居等。

图1：公司发展历程

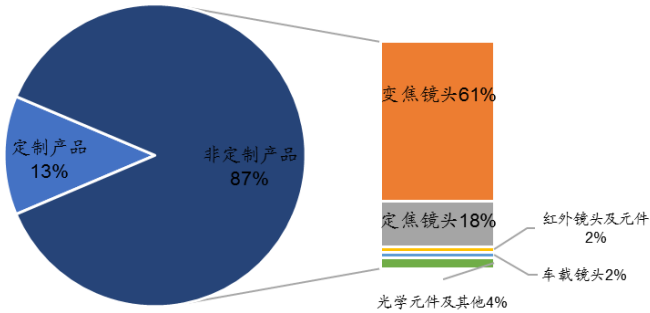


数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

公司是专业从事军用特种光学镜头及光电系统、民用光学镜头、光学元器件等产品科研生产的高新技术企业。公司产品包括激光、紫外、可见光、红外系列全光谱镜头及光电系统，主要分“定制产品”、“非定制产品”两大系列。2018年定制化产品和非定制化产品分别占营收的比例为12.74%和87.26%。其中，变焦镜头和定焦镜头在营收中的占比分别为61.3%和17.6%，为公司主要收入来源。红外镜头和车载

镜头为公司新布局产品，正处于发展阶段，在营收中占比较少，随着募投项目的落地，加快公司在新产品的研发速度，有望为公司打造新的盈利增长点。2018年，公司前五大客户分别为大华股份、海康威视、Jabil Poland Sp.zo.o、长春师凯科技和同为数码，占总销售收入的39.76%。

图2：公司2018年主营产品营收占比



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

表1：公司2018年前五大客户

排名	客户名称	销售收入(万元)	占比
1	浙江大华科技有限公司	8240.03	14.93%
	浙江大华技术股份有限公司	67.99	0.12%
	浙江大华关联公司小计	8308.02	15.05%
2	杭州海康威视电子有限公司	2931.49	5.31%
	杭州海康威视科技有限公司	2120.96	3.84%
	重庆海康威视科技有限公司	511.67	0.93%
	海康威视关联公司小计	5564.12	10.08%
3	Jabil Poland Sp.zo.o	3457.61	6.26%
4	长春师凯科技产业有限责任公司	2333.63	4.23%
5	深圳同为数码科技股份有限公司	2282.22	4.14%
	惠州同为数码科技有限公司	0.24	0.00%
	同为数码关联公司小计	2283.46	4.14%
	合计	21946.85	39.76%

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

公司定制化产品系列主要包含军用特种光学镜头及光电系统，广泛应用于重大国防任务及无人机、武装直升机、远望3号测量船、“红旗”、“红箭”系列等尖端武器装备，客户为中国科学院及各大军工集团下属科研院所、企业，为国内最重要的军用光学镜头、光电系统提供商之一。

图3：公司主营产品



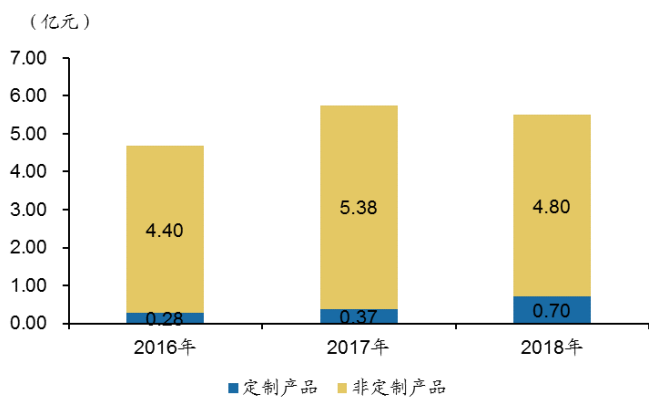
数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

公司“非定制产品”主要包括安防监控镜头、物联网及 AI 镜头、车载红外镜头系列，广泛应用于平安城市、智慧城市、物联网、车联网、智能制造等领域，客户群体主要为华为、安讯士、博世、霍尼韦尔、海康威视、大华股份等国内外优质企业。其中，物联网镜头和AI 镜头是公司当前重点布局的新兴领域，客户主要为华为、旷视科技、依图科技、云从科技、地平线、海康威视等人工智能知名企业。据公司招股意向书引用的TSR数据，2017年公司在全球安防视频监控镜头销量市场占有率达到11.8%，全球排名第三。其中，变焦镜头是公司优势产品，全球销量排名第二，市场占有率约为8.9%。公司引领安防监控领域超高清视频技术的创新应用，2016年在全球4K 高清镜头的市场占有率达到65.8%，并率先设计开发出8K高清连续变焦镜头。

财务表现：2018 年受安防市场景气度影响业绩持平，毛利率维持稳定

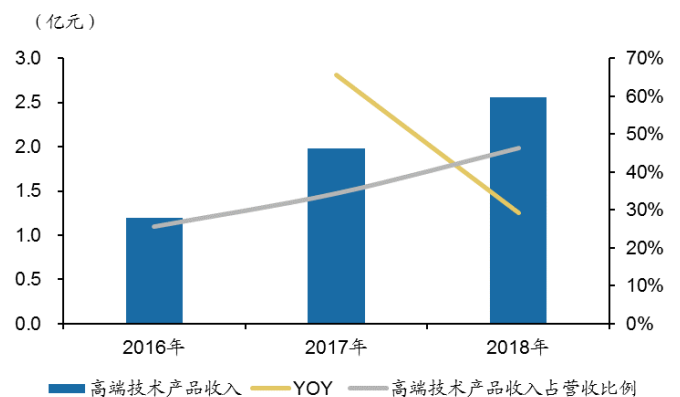
近年来，公司业绩基本保持稳定，2018年公司实现主营业务收入和净利润55200万元和9139万元，同比2017年有小幅下降，主要为下游安防市场景气度下降，行业竞争加剧所致。分产品看，2018年定制产品在营收中占比12.74%，较前两年的6.03%、6.48%有所提升；非定制产品是公司收入的主要来源，占营收的87.26%。

图4：公司近三年营业收入（分产品）



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

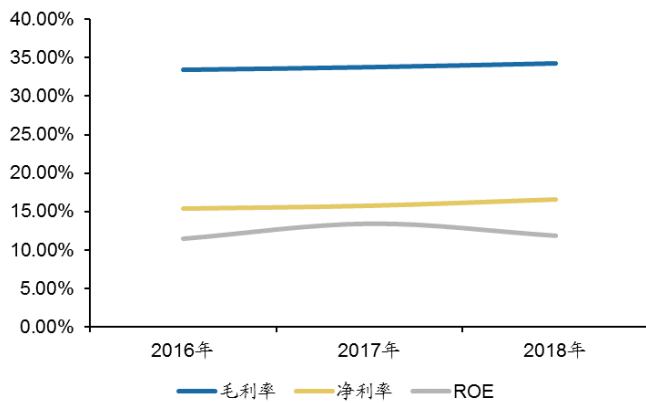
图5：公司高端技术产品收入及占营收比例



数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

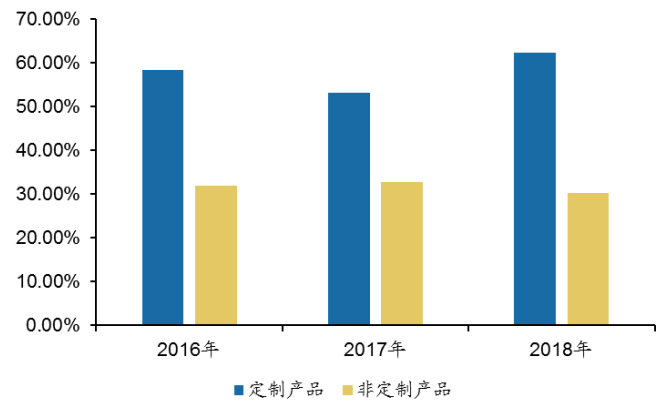
随着公司研发投入的增加，高端技术取得突破，相应产品获得下游客户质量认证，高端产品的收入在营收中的占比逐渐上升（高端技术产品包括定制产品、高清产品、大广角产品、大光圈产品、车载及红外产品）。报告期内，高端技术产品收入占比从2016年的25.53%增长到46.43%。未来，公司研发投入加速，高端技术产品收入有望进一步提升。

图6: 公司近三年毛利率、净利率及ROE



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

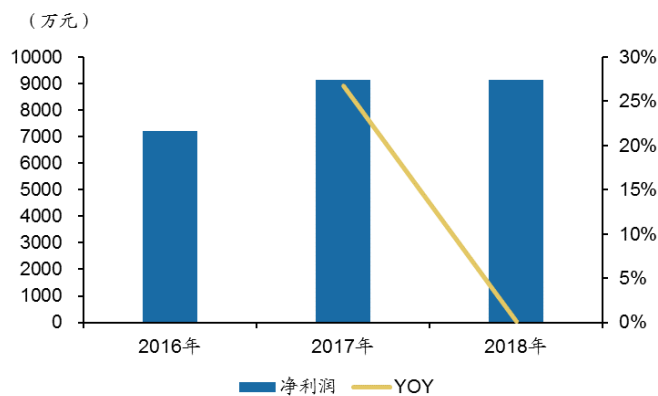
图7: 公司近三年各产品毛利率



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

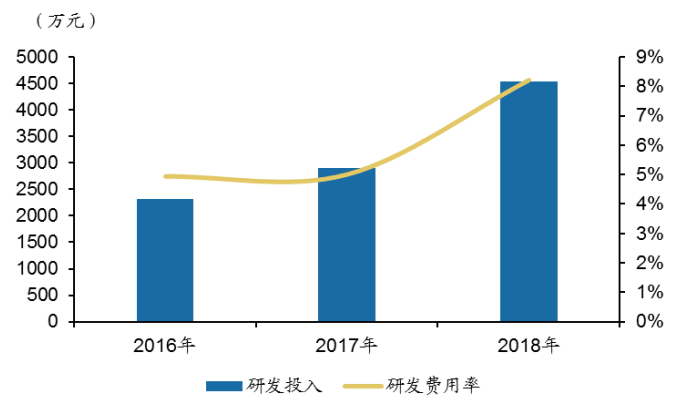
从盈利指标看, 公司2016年至2018年毛利率分别为33.45%、33.79%和34.27%, 有小幅增长, 稳定维持在30%以上, 高于行业平均水平; 净利润分别为15.35%、15.73%和16.56%; ROE分别为11.45%、13.41%和11.84%。细分到定制产品和非定制产品, 毛利率差异较大。公司定制产品的毛利率较高, 2016年至2018年分别为58.30%、53.05%及62.30%, 而非定制产品毛利率仅为31.85%、32.66%和30.16%, 其主要原因为定制产品根据客户的要求进行研发和生产, 其毛利率水平会受到客户需求差异、产品差异的影响。

图8: 公司近三年净利润及增速



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

图9: 公司近三年研发投入及研发费用率



数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

公司近三年研发费用分别为2315.76万元、2905.56万元及4530.51万元, 呈逐年上涨的趋势。2018年的研发费用较2017年增加1624.95万元, 主要是2018年新增“超星光系列塑胶摄像镜头研制”、“超精度玻塑混合摄像镜头研制”及“一体式智能分析高清摄像镜头研制”三个大型研发项目。

股权结构：IPO 后实际控制人现任董事长何文波间接持股 30.09%

公司本次公开发行新股总数为3880万股，占发行后总股本的比例为25.26%，发行后公司总股本为15358.19万股。

表2：公司IPO前后股权结构变化

序号	股东名称	IPO 前持股比例 (%)	IPO后持股比例 (%)
1	中融集团	36.73%	27.45%
2	信息集团	29.62%	22.14%
3	恒隆投资	7.84%	5.86%
4	兴杭投资	4.36%	3.26%
5	丰茂运德	4.17%	3.11%
6	聚诚投资	3.72%	2.78%
7	众盛投资	3.66%	2.74%
8	远致富海	1.79%	1.33%
9	华福光晟	1.74%	1.30%
10	兴晟福光	1.57%	1.17%
11	福州创投	1.43%	1.07%
12	瑞盈投资	1.33%	0.99%
13	穗晟投资	1.05%	0.78%
14	黄文增	1.00%	0.75%
15	公众投资者		25.26%
	合计	100%	100%

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

IPO发行前，公司实际控制人何文波，现任董事长，通过控股中融投资控制公司36.73%的股份，同时通过聚诚投资、众盛投资、瑞盈投资间接持有公司0.96%的股份，合计持有公司37.69%的股份，IPO发行后预计实际控制人持股比例降低至30.09%。

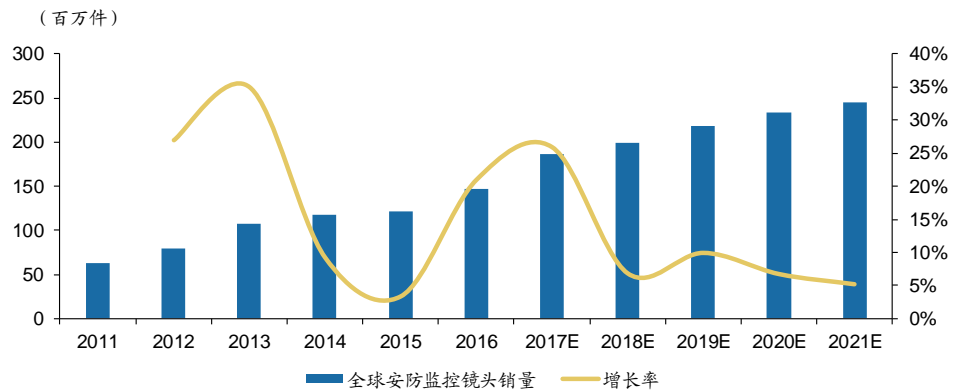
行业空间持续打开，公司未来发展前景明朗

安防镜头行业：摄像机持续渗透和高清化迭代推动行业规模稳定增长

安防镜头市场保持稳定增长，公司行业地位突出

全球范围来看，安防镜头市场总体保持稳定发展态势。根据公司招股意向书引用的TSR数据，2011年全球安防视频监控镜头市场销量约为6300万件，2016年迅速增长到1.47亿件，年均增速达17.97%。预计2021年市场销量将从2017年的1.85亿件增长至2.45亿件，复合增速为7.2%；预计销售金额将从2017年的6.4亿美元增长至2021年的8.27亿美元，复合增长率为6.6%左右。

图10：全球安防监控镜头销量



数据来源：TSR，公司招股意向书，广发证券发展研究中心

现有格局方面，公司行业地位突出。据公司招股意向书引用的TSR数据，2017年公司在全球安防视频监控镜头销量市场占有率达到11.8%，全球排名第三。其中，变焦镜头是公司优势产品，全球销量排名第二，市场占有率约为8.9%。公司在安防监控领域引领超高清视频的技术创新和应用，2016年在全球4K高清镜头的市场占有率达到65.8%，2018年率先设计开发出25-300mm、8K高清连续变焦镜头。

表3：全球安防监控镜头市场格局

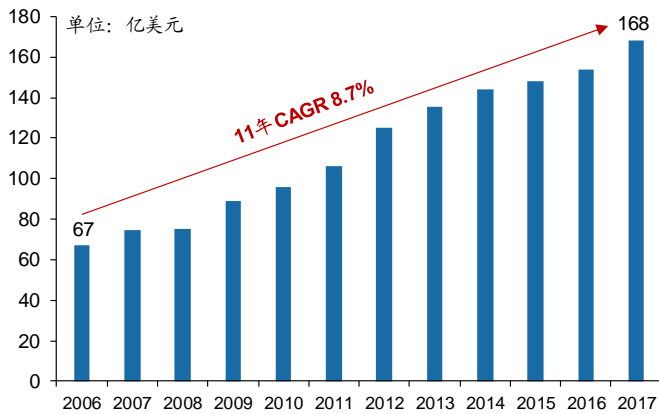
全球安防监控镜头销量市场占有率			全球安防变焦镜头销量市场占有率		
排名	企业名称	市场占有率	排名	企业名称	市场占有率
1	宇瞳光学	38.10%	1	宇瞳光学	37.70%
2	舜宇光学科技	16.10%	2	福光股份	8.90%
3	福光股份	11.80%	3	联合光电	8.30%
4	福特科	8.30%	4	福科特	6.30%
5	厦门力鼎	4.60%	5	富士	5.80%

数据来源：TSR，公司招股意向书，广发证券发展研究中心

发达国家市场具有较大的更新换代空间，发展中国家市场新增需求广阔

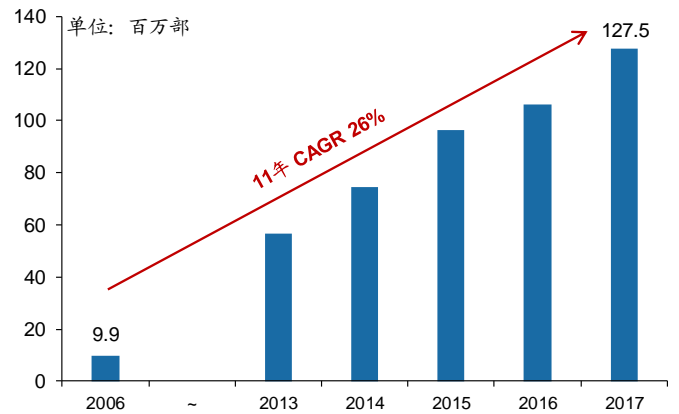
随着全球各政府以及企业、家庭等对安防视频监控产品和服务的需求，全球安防视频监控市场将保持持续较快增长。欧美市场发展成熟，正经历高清化和网络化的升级。摄像机的使用寿命一般在3-5年之间，美国、英国监控摄像机密度较高，存量市场更新换代空间巨大。而亚洲和南美等新兴市场，随着社会安保意识和消费能力的逐步提升，以中国、印度、东南亚等国家为代表的安防新增市场将保持持续高速增长。

图11: 全球安防监控设备市场规模持续快速增长



数据来源: IHS Markit, 广发证券发展研究中心

图12: 全球安防监控摄像机出货量持续快速增长



数据来源: IHS Markit, 广发证券发展研究中心

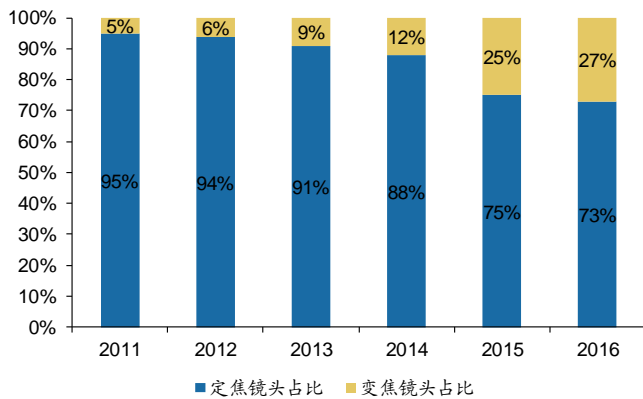
从国内安防市场来看，随着“平安城市”、“雪亮工程”、“智慧城市”的推进，安防镜头仍然具有较大需求空间。视频监控应用已经呈现从重点领域向社会各经济领域全面铺开的态势，既涉及到金融、能源、电信、交通等传统领域，也涉及智能楼宇、文教卫、司法监狱等新兴领域。其中，传统的金融、能源市场趋于饱和，政府、交通市场还在持续快速增长，尤其是中小城市安防基础建设工作正处于蓬勃发展阶段。

对比而言，虽然海外市场整体增速显著慢于中国市场，但新兴国家市场快速增长。根据IHS Markit数据，近三年中国安防监控设备市场的增速均显著高于海外其他大区（美洲、EMEA和亚洲），2015年-2017年海外整体市场和中国市场的同比增速分别为0.0%vs4.9%、1.7%vs7.2%、5.5%vs14.7%。但是新兴国家市场近年来呈现出较好的增长势头，印度市场2017年增速为24%，东南亚地区2017年增速为13%，拉美地区2017年摄像头出货量增长在70%以上。

高清化迭代趋势明确，安防镜头价值量不断增加

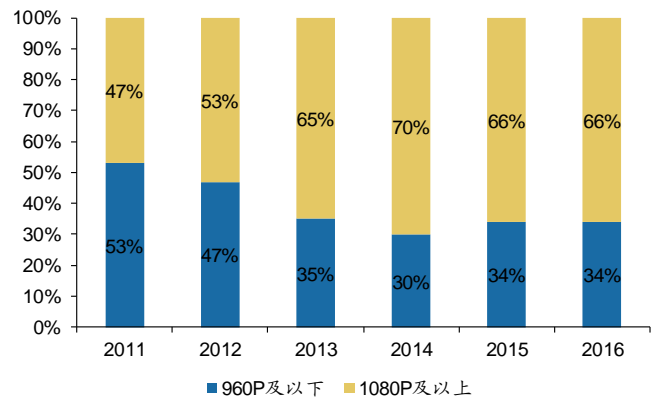
性能提升方面，监控镜头在历史上主要沿着分辨率提升和变焦倍率增大两条主要路径进行迭代，其中分辨率提升可以让安防监控摄像机“看的更清”，而变焦倍率增大则可以实现“看的更远”，二者均促进了安防监控的应用场景拓宽和产业规模的扩张。具体来看，根据联合光电招股说明书引用的TSR数据，从2011年至2016年，全球安防监控用光学镜头的出货量结构中，1080P及以上的镜头占比从47%提升至66%，同时变焦镜头占比从5%提升至27%。监控镜头的分辨率提升和变焦倍率增大直接促进了安防监控产业的高清化迭代过程。

图13: 全球安防镜头出货结构中变焦占比不断提高



数据来源: TSR, 联合光电招股说明书, 广发证券发展研究中心

图14: 全球安防镜头出货结构中高清占比不断提升



数据来源: TSR, 联合光电招股说明书, 广发证券发展研究中心

2019年初, 工信部印发《超高清视频产业发展行动计划(2019-2022年)》, 明确将按“4K先行、兼顾8K”的总体技术路线, 大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用, 加快推进超高清监控摄像机等研发量产, 推进安防监控系统升级改造。高清化智能化的性能要求, 推动光学镜头技术升级, 单镜头价值量增加。

据公司招股意向书引用的赛迪研究院测算, 2017年国内超高清监控采集设备的销售收入约43亿元, 预计2022年行业销售收入787亿元, 出口315亿元。2017年至2022年, 超高清监控采集设备市场复合增长率79%。当前, 4K超高清安防镜头全球销量已超过200万台, 预计2017-2021年复合增速将达31%。上游光学镜头组件将充分受益国内超高清监控设备的采购需求, 实现快速增长。

AIoT 镜头行业: 机器视觉和车载市场有望迎来快速成长

AIoT镜头方面, 数据是人工智能发展的基石, 而光学产品则是其感知外界搜集数据的重要组成部分, 其采集数据的精度直接关系到智能运算的精度和效率。因此, 人工智能技术的创新突破和推广应用也有赖于光学镜头技术的发展。当前, 世界正处在新技术革命和新工业革命的前夜, 移动互联网、物联网、云计算、大数据、人工智能为代表的新一代信息技术蓬勃发展, 人类社会从传统信息社会向智能社会过渡, 而光学产品也正随着新一代信息技术的推广而深入应用到社会的各个角落。物联网、人工智能信息系统将视频图像信息作为重要的数据来源, 从而为光学镜头使用场景带来了更大的想象空间。

目前来看, AIoT光学镜头行业市场中, 机器视觉和车载应用两大细分领域未来有望迎来快速成长。

机器视觉是通过计算机来模拟人类视觉功能, 即用机器替代人眼做测量与判断。机器视觉是人工智能快速发展的一个分支, 被誉为智能制造的“眼睛”, 是提高智能自动化水平的关键。机器视觉的软硬件构成一般包括光源、光学镜头、图像采集卡、图像处理单元和视觉处理软件。其中, 光学镜头是机器视觉系统的重要组件, 对成像质量起到至关重要的作用。

中国机器视觉处于快速成长期, 下游行业应用发展迅速, 目前已成为继美国和日本后的第三大应用市场。机器视觉应用渗透各个行业, 包括工业、交通、天文、科

研等淋雨。从规模看，国内机器视觉应用下游中，电子制造、汽车、制药及包装机械市场份额占比较高。光学镜头作为重要组件，将充分受益机器视觉市场的快速增长。

车载镜头方面，车联网及ADAS双重驱动车载镜头需求放量。在汽车交通领域，智能网联化已成为科技发展的必然趋势，车联网、ADAS（高级辅助驾驶系统）是目前创新应用的重点。车联网技术借助于人、车、路、云平台之间的全方位连接和信息交互，催生了大量新的产品应用，其中包括了以车辆驾驶为核心的汽车智能化应用，利用车上传感器，随时感知行驶中的周围环境，收集数据、动静态辨识、侦测与追踪，并结合导航地图数据，进行系统运算与分析。车载镜头将作为车联网信息的重要入口，帮助车辆可以完成自身环境和状态信息的采集，将受益于车联网市场的发展。

ADAS技术作为一种主动安全技术以及人工智能驾驶的过渡，最初仅应用于奔驰和宝马等豪华车中，正在快速进入中级甚至入门级乘用车。ADAS 装配率的提高带动了车载镜头的发展。ADAS 系统初期以前视镜头为主，而完善的ADAS至少需要7枚车载镜头的辅助。

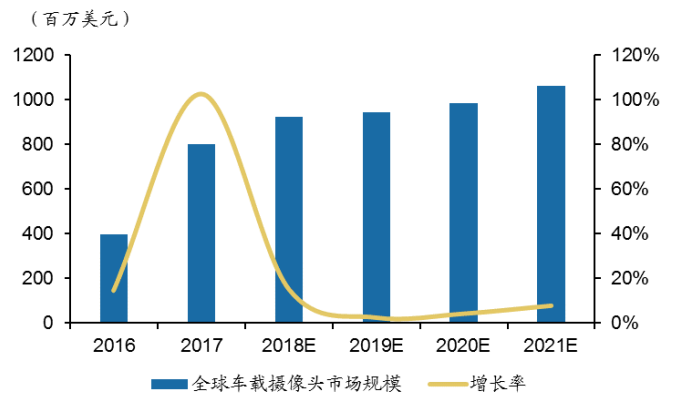
在车联网及 ADAS 技术应用的驱动下，车载镜头需求放量。根据宇瞳光学招股书（申报稿）引用的TSR数据，2011年全球车载镜头出货量为1834万件，2017年增长为8880万件，预计2021年全球市场出货量将达到 1.43 亿件。

图15: 全球车载镜头出货量



数据来源: TSR, 宇瞳光学招股书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

图16: 全球车载摄像头市场规模



数据来源: TSR, 宇瞳光学招股书 (申报稿), 广发证券发展研究中心

募投项目升级拓展产品及技术，公司未来发展前景明确

公司光学镜头技术处于行业领先水平

公司是专业从事光学镜头研发生产的军民融合企业，实践军民融合机制，加速军品、民品的技术创新和先进技术的产业化。公司与国内知名的光学科研究所、军工集团及下属科研单位具有长期合作的关系，军用光学科研背景深厚，公司践行军民融合机制的建立，通过军用技术转民用以及民用技术转军用等各项措施，极大提升了军品和民品的高效创新及技术进步。截至2019年3月，公司共拥有175项发明专利、166项实用新型专利和4项外观专利。

公司拥有多项首创技术，具备全球竞争优势，研发出了 15-300mm 高清自动聚

焦镜头、40-1000mm、12.5-750mm 等系列变焦镜头，使民用安防监控镜头在超长焦距、高变倍、红外夜视等性能上实现技术飞跃，达到国内先进水平，部分产品可以取代国外知名品牌。公司在安防监控领域引领超高清视频的技术创新和应用，2016年在全球4K高清镜头的市场占有率达到 65.8%，2018 年率先设计开发出 25-300mm、8K高清连续变焦镜头。

表4：公司核心技术

序号	技术名称	技术先进性及具体表征	应用的主要产品	获得奖项	相关知识产权
1	大口径透射式天文观测镜头的设计与制造技术	填补我国天文观测、空间目标精确定位系统探测能力的空白。	定制品系列	军队科技进步一等奖；军队科技进步二等奖	15 项发明专利
2	复杂变焦光学系统设计技术	在国内率先替代日本进口产品，拥有二组元到多组元的设计技术，掌握校正特殊二级光谱的设计技术，特别是在高变倍比、长焦距变焦镜头的设计等领域，具备完整的工艺加工流程。	定制品和非定制品系列	福建省科学技术进步奖二等奖、三等奖；福建省专利奖二等奖。	1 项国防发明专利；22 项发明专利
3	多光谱共口径镜头的研制生产技术	光谱范围覆盖面广，包括紫外光、可见光、多波段红外光及激光等，同时具备多光谱镜头系统集成技术，提高无人机光电吊舱等武器系统性能。	定制品和非定制品系列		18 项发明专利
4	小型化定变焦非球面镜头的设计及自动化生产技术	非球面镜头提高光学性能，解决了大光圈镜头象差补偿、超广角镜头的影像扭曲补偿、以及定变焦镜头的小型化技术，在军民领域均有广泛运用空间。	定制品和非定制品系列		17 项发明专利

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

表5：公司近三年研发投入及研发费用率

	2016年	2017年	2018年
研发投入（万元）	2315.76	2905.56	4530.51
研发费用率	4.94%	5.01%	8.21%

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

募投项目升级拓展主营产品及加工工艺，布局未来

公司本次3个募投项目，包括全光谱精密镜头智能制造基地项目（一期）、AI 光学感知器件研发及产业化建设项目和精密及超精密光学加工实验中心建设项目，总投资约6.51亿元。募投项目升级拓展主营产品及加工工艺，扩大公司产品应用领域，促进公司从安防、车载成像到国防军工等多领域的业务布局，提升公司的市场份额和竞争力。

- 全光谱精密镜头智能制造基地项目（一期）：拟通过新建专业化生产厂房，引进新装备，研发新技术，建设新生产线，扩大产能，丰富公司产品结构，实现从可见光到红外光的多谱系镜头产品制造能力的提升，以满足快速增长的市场需求和公司业务扩张需要。
- AI 光学感知器件研发及产业化建设项目：构建良好的研发环境进行一系列适用于 AI 领域的光学镜头产品的研发扩大公司产品在 AI 领域的应用。
- 精密及超精密光学加工实验中心建设项目：整合公司现有科技研发力量，装修改造专业的研发场所，添置先进的检测、试验仪器以及超精密光学加工设备，

引进高端研发技术人才，进行红外镜片加工、非球面玻璃镜片加工、非球面塑料镜片加工、球面镜片高精度加工、紫外镜片加工等超精密光学加工技术的突破。

表6: 募投项目投资额、拟用募集资金投入金额及建设期

序号	项目	实施主体	总投资额 (亿元)	拟用募集资金投入 金额(亿元)	建设期(月)
1	全光谱精密镜头智能制造 基地项目(一期)	福光天瞳	4.81	3.80	18
2	AI 光学感知器件研发及产 业化建设项目	福光股份	1.06	1.06	12
3	精密及超精密光学加工实 验中心建设项目	福光股份	1.65	1.65	18
合计			7.51	6.51	

数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

盈利预测

公司主营业务可以分成定制产品（主要军用）和非定制产品（主要民用）两大类，其中非定制产品可以继续分拆为安防用产品（定焦镜头和变焦镜头）和其他非定制产品（红外镜头、车载镜头、光学元件及其他）。

定制产品方面，近两年公司收入增速较快，2018年受益于军改增速达到88%。考虑公司在军品市场具备丰富的客户资源，其收入增速有望伴随我国军费开支的扩大以及各类军用光学系统的创新升级需求实现持续性增长，假设19~21年公司军品业务收入增速分别为30%/25%/20%，假设毛利率稳定维持在62.0%。

安防用产品方面，近两年公司收入增速与下游安防市场景气度高度相关，2017年由于下游景气度良好，公司安防用产品收入增速达到22%，而2018年由于下游安防市场景气度明显回落，下游安防厂商去库存行为明显，因此公司安防用产品收入下滑15%。

2019年我们判断在国内雪亮工程建设临近考核期背景下，安防项目落地速度有望加快，行业景气度相比2018年有望复苏（具体可参考6月22日报告《电子行业2019中期投资策略》）。根据公司招股意向书披露，2019年上半年公司预计整体收入区间为2.7~3.1亿元，同比增速在0~15%区间。其中，2019上半年公司对海康威视的收入同比出现增长，对大华股份的收入仍为下滑，但是公司对大华股份的新产品导入过程顺利，公司合理预计该事项不存在较大不确定性。

基于对未来三年下游安防市场景气度的判断，我们假设19~21年公司定焦镜头和变焦镜头销量增速分别为6%/8%/5%和7%/12%/8%；考虑安防行业高清/超高清迭代趋势持续进行，假设19~21年公司定焦镜头和变焦镜头ASP保持每年3%的增长；并且假设19~21年公司定焦镜头和变焦镜头毛利率分别维持在15%和36%。基于以上假设，我们预计19~21年公司安防用产品收入增速分别为10%/14%/11%，毛利率分别为31.3%/31.5%/31.6%。

其他非定制产品方面，近两年公司收入增速较快，主要原因在于公司该项业务尚处于起步阶段基数较低，考虑红外、车载、机器视觉等光学应用均属于新兴市场领域，未来发展前景广阔，因此伴随公司在该领域的加大投入有望形成持续性的收入增长。假设19~21年公司其他非定制产品收入增速分别为60%/50%/40%，假设毛利率稳定维持在30.0%。

基于以上拆分假设，我们预计19~21年公司收入分别为6.4/7.7/9.0亿元，对应同比增速分别为17%/20%/16%，预计归母净利润分别1.1/1.4/1.6亿元，对应IPO发行后总股本的EPS分别为0.69/0.88/1.07元/股。

表7：公司2019年归母净利润对于非定制产品收入增速和毛利率的敏感性分析（金额单位：百万元）

2019年收入的敏感性分析		非定制产品收入增速				
		5%	10%	15%	20%	25%
非定制产品毛利率	29%	92	94	96	98	99
	30%	97	99	101	103	105
	31%	102	104	106	108	110
	32%	106	109	111	113	116
	33%	111	113	116	119	121

数据来源：公司招股意向书，广发证券发展研究中心

表8: 公司分业务盈利预测 (单位: 百万元)

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	收入	469.07	580.22	552.00	644.16	772.96	897.94
	增长率 (YoY)		24%	-5%	17%	20%	16%
	成本	312.16	384.18	362.85	415.16	496.37	575.10
	毛利	156.91	196.04	189.15	229.00	276.59	322.84
	毛利率	33.5%	33.8%	34.3%	35.5%	35.8%	36.0%
定制产品	收入	28.26	37.30	70.10	91.13	113.91	136.70
	增长率 (YoY)		32%	88%	30%	25%	20%
	成本	11.78	17.51	26.43	34.63	43.29	51.94
	毛利	16.48	19.79	43.67	56.50	70.63	84.75
	毛利率	58.3%	53.1%	62.3%	62.0%	62.0%	62.0%
非定制产品	收入	440.14	538.31	480.28	551.25	657.08	759.09
	增长率 (YoY)		22%	-11%	15%	19%	16%
	成本	299.97	362.47	335.44	379.43	451.87	521.82
	毛利	140.17	175.84	144.84	171.82	205.22	237.27
	毛利率	31.8%	32.7%	30.2%	31.2%	31.2%	31.3%
安防用非定制产品	收入	422.09	513.69	434.23	477.57	546.56	604.36
	增长率 (YoY)		22%	-15%	10%	14%	11%
	成本	286.47	346.38	303.13	327.85	374.51	413.51
	毛利	135.62	167.31	131.10	149.72	172.06	190.85
	毛利率	32.1%	32.6%	30.2%	31.3%	31.5%	31.6%
定焦镜头	收入	84.49	111.85	96.86	105.75	117.64	127.23
	增长率 (YoY)		32%	-13%	9%	11%	8%
	销量 (百万件)	11.06	13.30	10.35	10.97	11.85	12.44
	增长率 (YoY)		20%	-22%	6%	8%	5%
	ASP (元)	7.6	8.4	9.4	9.6	9.9	10.2
	增长率 (YoY)		10%	11%	3%	3%	3%
	成本	72.41	89.99	84.49	89.89	99.99	108.14
	毛利	12.08	21.86	12.37	15.86	17.65	19.08
	毛利率	14.3%	19.5%	12.8%	15%	15%	15%
	变焦镜头	收入	337.60	401.84	337.37	371.82	428.93
增长率 (YoY)		19%	-16%	10%	15%	11%	
销量 (百万件)	5.62	6.99	5.77	6.17	6.91	7.47	
增长率 (YoY)		24%	-17%	7%	12%	8%	
ASP (元)	60.1	57.5	58.5	60.2	62.0	63.9	
增长率 (YoY)		-4%	2%	3%	3%	3%	
成本	214.06	256.39	218.64	237.96	274.51	305.37	
毛利	123.54	145.45	118.73	133.85	154.41	171.77	
毛利率	36.6%	36.2%	35.2%	36%	36%	36%	
其他非定制产品	收入	18.05	24.62	46.05	73.68	110.52	154.73
	增长率 (YoY)		36%	87%	60%	50%	40%
	成本	13.50	16.09	32.31	51.58	77.36	108.31
	毛利	4.55	8.53	13.74	22.10	33.16	46.42
	毛利率	25.2%	34.6%	29.8%	30.0%	30.0%	30.0%
非主营业务	收入	0.67	4.61	1.62	1.78	1.96	2.16
	增长率 (YoY)		588%	-65%	10%	10%	10%
	成本	0.41	4.20	0.98	1.10	1.22	1.34
	毛利	0.26	0.41	0.64	0.68	0.74	0.82
	毛利率	38.8%	8.9%	39.5%	38.0%	38.0%	38.0%

数据来源: 公司招股意向书, 广发证券发展研究中心

公司合理价值区间

我们采用市盈率（PE）相对估值法对公司进行估值。目前A股市场中与公司业务相近，具备可比性的主要为联合光电（300691.SZ）和中光学（002189.SZ）。中光学的主要业务为微显示投影系统光学元件，下游涵盖数码光学、薄膜光学、安防车载光学以及军用光学等领域，与福光股份同属泛光学行业并且下游市场具备一定重合性。联合光电主要业务为光学镜头，下游主要为安防、手机、车载、视讯等领域，与福光股份同为安防监控镜头行业的头部企业。两家可比公司中，我们认为联合光电与公司的业务相似度更高，其估值更具备参考性。

参考可比公司估值水平，对应2019年业绩来看联合光电PE为42x，中光学为30x。考虑公司为全球安防监控镜头领域龙头企业，军民融合背景带来行业领先的技术能力，深度布局车载、机器视觉等新兴市场未来具备持续成长动能，我们认为以2019年业绩（对应IPO发行后总股本的EPS为0.69元/股）来看给予公司36~42倍PE估值是合理的，对应的每股合理价值区间为24.84~28.98元。

表 9：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元)	每股收益(元)				市盈率(X)			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
联合光电	300691.SZ	18.63	0.52	0.44	0.66	0.82	36	42	28	23
中光学	002189.SZ	23.05	0.68	0.77	0.94	1.21	34	30	25	19
平均值							35	36	26	21

资料来源：Wind，广发证券发展研究中心。可比公司盈利预测均来自Wind一致预期。股价采用2019/7/15收盘价。

风险提示

1. 技术竞争力变化风险

公司所处的光学行业属于技术密集型行业。企业的工艺技术和生产管理直接水平直接影响产品质量和生产效率，直接决定企业的生产能力和在市场竞争中的成本优势。若出现公司研发投入不足、未能准确把握行业技术发展趋势、重大研发项目未能如期取得突破，或技术人才大量离职或核心技术泄密、不能及时引进各类急需人才等状况，均可能导致公司逐步失去技术优势，进而影响公司核心竞争力。

2. 市场竞争加剧风险

光学镜头产品应用广泛，在不同应用领域呈现不同的行业竞争特点。在安防监控领域，光学镜头是高度市场化行业，近年来，国产品牌企业把握趋势，在民用领域强劲发力，纷纷加大研发力度，光学设计和加工能力快速提升，市场竞争逐步加剧。随着国内镜头企业整体技术水平和产品质量的不断提升，公司未来面临的竞争压力也可能有所增加，从而影响公司的盈利水平。

3. 下游市场较为集中的风险

公司下游安防监控领域市场集中度较高，若公司不能满足下游主要客户需求，则存在经营业绩下滑的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	542	467	1,400	1,446	1,698	经营活动现金流	88	98	110	140	178
货币资金	188	105	982	946	1,120	净利润	91	91	107	135	164
应收及预付	218	192	226	271	314	折旧摊销	22	28	31	42	50
存货	125	150	171	204	236	营运资金变动	-37	-28	-35	-47	-46
其他流动资产	11	20	22	25	28	其它	12	6	8	10	11
非流动资产	357	473	589	712	657	投资活动现金流	-107	-174	-155	-175	-5
长期股权投资	0	2	2	2	2	资本支出	-107	-173	-155	-175	-5
固定资产	213	242	262	371	423	投资变动	0	-2	0	0	0
在建工程	86	167	267	287	187	其他	0	0	0	0	0
无形资产	34	33	37	41	45	筹资活动现金流	-49	2	922	0	0
其他长期资产	24	30	22	12	1	银行借款	0	2	0	0	0
资产总计	899	940	1,989	2,158	2,355	股权融资	0	0	922	0	0
流动负债	200	153	173	207	240	其他	-49	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	-68	-74	877	-35	173
应付及预收	165	112	126	150	174	期初现金余额	246	175	105	982	946
其他流动负债	35	41	48	57	66	期末现金余额	175	101	982	946	1,120
非流动负债	19	15	15	15	15						
长期借款	0	2	2	2	2						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	19	13	13	13	13						
负债合计	218	168	188	222	255						
股本	115	115	154	154	154						
资本公积	360	360	1,243	1,243	1,243						
留存收益	206	297	404	539	702						
归属母公司股东权益	681	772	1,801	1,936	2,099						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	899	940	1,989	2,158	2,355						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	580	552	644	773	898
营业成本	384	363	415	496	575
营业税金及附加	5	4	5	6	6
销售费用	13	13	15	18	21
管理费用	44	38	48	58	67
研发费用	29.06	45.31	64.42	77.30	80.81
财务费用	-0.07	-4.40	-13.51	-24.03	-25.75
资产减值损失	9.76	6.50	8.00	10.00	11.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.36	102.15	119.09	150.42	182.54
营业外收支	0.35	-0.17	0.00	0.00	0.00
利润总额	107	102	119	150	183
所得税	15	11	12	16	19
净利润	91	91	107	135	164
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	91	91	107	135	164
EBITDA	126.92	117.00	127.19	159.58	196.67
EPS (元)	0.80	0.80	0.69	0.88	1.07

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	23.7	-4.9	16.7	20.0	16.2
营业利润增长	36.3	-4.0	16.6	26.3	21.4
归母净利润增长	26.8	0.1	16.8	26.3	21.4
获利能力					
毛利率	33.8	34.3	35.5	35.8	36.0
净利率	15.7	16.6	16.6	17.4	18.2
ROE	13.4	11.8	5.9	7.0	7.8
ROIC	18.2	11.9	10.5	10.6	13.4
偿债能力(%)					
资产负债率	24.3	17.8	9.5	10.3	10.8
净负债比率	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
流动比率	2.71	3.06	8.07	6.97	7.06
速动比率	2.08	2.07	7.08	5.98	6.07
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.60	0.44	0.37	0.40
应收账款周转率	2.74	2.71	2.87	2.87	2.87
存货周转率	3.69	2.64	2.43	2.43	2.43
每股指标(元)					
每股收益	0.80	0.80	0.69	0.88	1.07
每股经营现金流	0.77	0.85	0.72	0.91	1.16
每股净资产	5.93	6.73	11.73	12.60	13.67

广发证券电子元器件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：分析师，复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心
- 王璐：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王帅：研究助理，上海交通大学机械与动力工程学院学士、安泰经济与管理学院硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。