

电子

2015年11月05日

合力泰 (002217)

—— 以稀缺硬件为入口，打造大数据平台

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2015年11月04日

收盘价(元)	16.47
一年内最高/最低(元)	28.76/9.45
市净率	6.5
息率(分红/股价)	0.09
流通A股市值(百万元)	6071
上证指数/深证成指	3459.64/11884.90

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015年09月30日

每股净资产(元)	2.53
资产负债率%	52.02
总股本/流通A股(百万)	1354/369
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《综合版 110915》 2011/09/14
《金色梧桐晨会推荐 110914》 2011/09/14

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

徐进 A0230115010001
xujin@swsresearch.com
王谋 A0230115080009
wangmou@swsresearch.com

联系人

王谋
(8621)23297818×7321
wangmou@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **电子标签硬件市场空间超过 500 亿元，目前国内渗透率刚刚起步。**电子纸屏幕在耗电、阅读和厚度等关键指标优于液晶屏幕，为电子标签（ESLs）屏幕首选。国内零售百强企业门店数量共计约 10 万家，卖场平均 SKU（单品数量）为 10900 种，以此测算国内 ESLs 需求总量为 10.9 亿个。保守假设 2.5-3 英寸电子纸模组价格在 50-70 元/件之间，则整个市场空间至少有 550 亿元以上，目前国内渗透率仅 2% 左右。
- **依托电子标签打造线下零售企业的大数据网络平台，转型以用户和流量为核心的互联网企业。**合力泰与汉朔电子合资设立麦丰网络科技，未来将开发基于电子货架标签的大数据和互联网电商平台价值。用户可通过运营商 APP 扫描电子标签二维码，实现线下购物体验 and 线上支付购物便利，解决线上线下比价和配送痛点；商超可在 APP 平台实现社区电商，充分挖掘快消品、生鲜产品等刚需。此外，基于线上线下商超的比价和消费数据，可实现为客户定制的商品推送；商家可以此改善产品性能、合理改变价格，促进销售。
- **“多产品线，多层次客户结构”成为传统业务高速增长的核心驱动力。**触显行业空间有限，竞争激烈，大量中小企业停产或倒闭，而垂直整合以及触显一体化成为竞争趋势。合力泰先后投资盖板玻璃、FPC、背光和膜切等生产线，于 2015 年前后收购了捷晖光学、深新隆，并与日本 JDI 合作，逐步实现了产业垂直整合以及触显一体化布局。
- **比亚迪与合力泰强强联合。**比亚迪部品公司是比亚迪旗下唯一从事液晶显示模组、摄像头模组的经营主体，合力泰收购部品公司实现了摄像头模组量产，拓展了公司的业务领域。此外，部品件的主要客户包括三星、TCL、微软、华为、联想等大型厂商，合力泰因此获得了除苹果以外几乎所有消费电子大厂的客户资源。
- **公司执行力强，各种业务的推进超出市场预期。**公司主营液晶显示产品（TN/STN/TFT）和触摸屏（CTP/RTP/TLI）。2014 年液晶显示产品营收占比 21.79%，触摸屏 CTP/RTP/TLI 营收占比 22.85%/7.22%/14.77%，CTP/TLI 产品收入未来将维持高速增长。此外，公司未来将分别投资 8.2 亿、9.5 亿于指纹识别模组和触显一体化模组及配套 2.5/3D 玻璃盖板，考虑到项目前景良好，公司执行力强，未来收入增长动力十足。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 15-17 年收入为 98.28、125.13、147.28 亿元，净利润为 5.64、7.97、10.71 亿元，每股收益为 0.42、0.59、0.79 元，当前股价对应 2015-2017 年 PE 为 39x、28x、21x。考虑到合力泰 16 年净利润增速维持 40%，转型互联网企业，给予公司行业可比企业 42x 历史估值，对应 2016 年公司目标市值为 324 亿；稳态成长估值假设，半显性阶段 7 年收入增速 10%，永续收入增长率 2%，息税前利润率 8% 估算，市值 306 亿元，给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2014	15Q1-Q3	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,053	2,892	9,828	12,513	14,728
同比增长率(%)	155.95	31.68	221.87	27.32	17.70
净利润(百万元)	147	173	564	797	1,071
同比增长率(%)	-	47.18	283.09	41.31	34.38
每股收益(元/股)	0.14	0.13	0.42	0.59	0.79
毛利率(%)	15.7	16.9	12.4	13.8	13.8
ROE(%)	8.1	5.0	23.7	25.1	25.2
市盈率	121		39	28	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计公司 15-17 年收入为 98.28、125.13、147.28 亿元，净利润为 5.64、7.97、10.71 亿元，每股收益为 0.42、0.59、0.79 元，当前股价对应 2015-2017 年 PE 为 39x、28x、21x。

考虑到合力泰 16 年净利润增速维持 40%，转型互联网企业，给予公司行业可比企业欧菲光 42x 历史估值，对应 2016 年公司目标市值为 324 亿；稳态成长估值假设，半显性阶段 7 年收入增速 10%，永续收入增长率 2%，息税前利润率 8%估算，市值 306 亿元，给予“买入”评级。

关键假设点

触显行业景气维持，电子纸项目建设顺利，订单起量

有别于大众的认识

市场对合力泰的认识停留在触摸屏模组和液晶显示屏业务，弹性有限。

我们认为：1) 合力泰布局电子纸产业链上下游，未来有望挖掘基于电子货架标签的大数据和电商价值。公司与广州奥义合作，锁定电子纸上游产能，并与下游方案商合资成立公司，未来将基于电子标签，开发 O2O 购物应用新平台，实现用户精准营销和为生产服务的大数据变现。2) 合力泰收购比亚迪部品件以及与 Iphone 面板商 JDI 合作，进一步完善触摸屏与显示面板产业链一体化整合，极大夯实公司客户基础，公司主营业务有望以此创新高。

股价表现的催化剂

电子货架标签订单放量，JDI 面板供应协议实施

核心假设风险

触显行业景气下滑，电子标签市场竞争加大

目录

1. 电子纸货架标签未来存 6-10 亿个需求.....	5
2. 布局产业上下游，挖掘电子标签大数据和电商价值	6
3. 公司主营液晶模组和触摸屏，新增指纹识别	8
4. 收购比亚迪部品件，客户囊括除苹果外大厂	10
5. 与 iphone 面板商 JDI 合作，加速触显一体化运作.....	11
6. 15-17 年 PE 对应为 39/28/21x，目标市值 320 亿	13

图表目录

图 1: ESL 技术实现了货架价格信息化	5
图 2: 电子纸（上）与反射式 TN 液晶显示器比较（下）	5
图 3: 电子货架标签的大数据应用和平台价值.....	7
图 4: 公司化工业务收入平稳，主营 LCD 和触摸屏	8
图 5: 2014 年公司触摸屏产品收入占比 44%以上	9
图 6: 2014 年公司产能扩张，LCD、电容屏和 TLI 收入大幅增长（单位：百万）	9
图 7: 2.5D 盖板玻璃在边缘有弧边，能够有效改善用户体验	10
图 8: 比亚迪部品件公司产品领域、客户资源丰富.....	11
图 9: 公司目前已实现较完善的触显产业链布局	12
表 1: 电子纸在货架电子标签领域有天然优势.....	5
表 2: 电子纸屏幕未来需求有望达到 10 个.....	6
表 3: 合力泰在上游硬件、下游方案分别与广州奥翼和汉朔电子合作.....	7
表 4: 全球主要 ESLs 方案运营商.....	8
表 5: 公司积极布局触显产业链上下游	12
表 6: 合力泰利润表（单位：百万元）	13

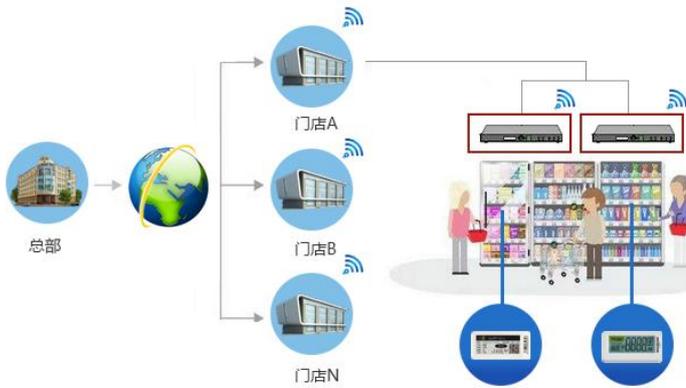
合力泰科技股份有限公司系原山东联合化工股份有限公司和原江西合力泰科技股份有限公司重组后成立，重组后公司的经营范围包括基础化工原料和电子触控显示产品两部分。公司是触控显示产品一站式服务商，长期专注于触摸屏和中小尺寸液晶显示屏及模组的研究、生产和销售，主要产品包括电容式触摸屏、电阻式触摸屏、触控显示一体化模组、TN/STN 液晶显示屏及模组、TFT 液晶显示模组，以及配套的 FPC、盖板玻璃、背光等产品，广泛应用于通讯设备、消费电子、数码产品、汽车电子、智能穿戴等诸多领域。公司与三星、富士康、松下、佳能、海尔、中兴等国内外知名厂商建立了长期的良好合作关系。

1. 电子纸货架标签未来存 6-10 亿个需求

电子货架标签系统 (ESLs)，是一种放置于货架上、可替代传统纸质价格标签的电子显示系统，每一个电子货架标签 (ESL) 通过无线网络与商场计算机数据库相连，并将最新的商品价格通过 ESL 显示出来。ESL 成功地将货架纳入了计算机程序，摆脱了手动更换价格标签的状况，实现了收银台与货架之间的价格一致性。

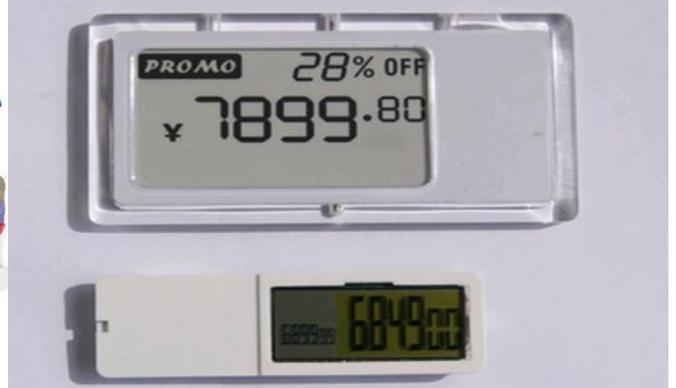
传统的超市纸质标签虽已使用多年，但有着非常明显的缺点和不足：(1) 6% 的手动更换失误差率；(2) 2% 的标签丢失率；(3) 修改一个标签需要 2 分钟；(4) 人力、纸、油墨等成本逐年上升。电子标签将可靠有效解决以上问题，更重要的是电子标签能够实现商品价格实时信息化，替代趋势势不可挡。

图 1: ESL 技术实现了货架价格信息化



资料来源：汉朔科技官网，申万宏源研究

图 2: 电子纸 (上) 与反射式 TN 液晶显示器比较 (下)



资料来源：申万宏源研究

ESLs 目前可选的屏幕包括 LCD 液晶屏幕和电子纸屏幕。相较于 LCD 液晶显示屏，由于货架标签对色彩要求不高，电子纸屏幕在货架标签领域有极大的优势。首先电子纸相较于液晶屏幕省电节能，一般超市都要求 ESL 标签能维持 3 年以上不更换电池。由于货架商品价格不需要全时更新，电子纸恰好只在显示信息变化时才耗电，而液晶屏幕则一直需要供电。其次电子纸更加轻薄灵活。电子纸不管是在厚度还是重量上都有明显的优势，天生柔韧、可弯曲；另外，它还可以根据需要任意裁切成各种形状，几乎可以灵活地“贴”在任何产品的表面。最后，电子纸具有较好的显示效果和可视角度。电子纸具有纸张印刷般的效果，即使是在阳光底下屏幕依然清晰可视，且可视角度几乎达到了 180°。

表 1: 电子纸在货架电子标签领域有天然优势

特性/屏幕类型	CPAPER 液晶屏幕	E-ink 电子纸屏幕
---------	-------------	-------------

色彩	同屏显示 26 万种彩色色	同屏显示 16 种灰色
耗电	1 个月左右更换电池	非常省电, 1 年左右更换电池
视觉效果	柔和护眼	柔和护眼
长时间阅读	合适	合适
屏幕翻页速度	纳秒级, 可以忽略	毫秒级, 会出现黑屏闪烁, 但无碍于价格显示
强光下阅读	差	阅读和显示效果非常好
暗处阅读	能	不能, 但卖场一般有充足光源
成本	低	中等, 成本在下降
寿命	较长	较长
厚度	薄	超薄

资料来源: 申万宏源研究

根据 IDC 的报告, 国内零售百强企业门店数量共计约 10 万家, 大卖场比例达到 28.9%, 门店数量近 3 万家, 便利店近 7 万家。假设大卖场 SKU (单品) 为 25000 种/门店, 便利店 3000 种/门店, 考虑到损坏、遗失等, 陈列数量分别上浮 15% 和 10%, 则大卖场陈列数量为 2.87 万个, 便利店陈列数量为 3300 个, 以此测算国内 ESLs 需求总量总和为 10.9 亿个。目前 2.5-3 英寸电子纸标签价格在 50-70 元/件之间, 整个市场空间至少有 550 亿元以上。

表 2: 电子纸屏幕未来需求有望达到 10 个

单位: 个	门店数量	平均 SKU	陈列数量	ESL 需求数量
大卖场	30,000	25,000	28,750	862,500,000
便利店	70,000	3,000	3,300	231,000,000
		2.5-3 英寸价格		50-70 元/件
		规模总计		550 亿元以上

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

目前电子货架标签在欧美市场的渗透率在 10%-15% 之间, 法国最高达到 30-35%。截止 2014 年初, 国内仅有北京物美超市、乐成未来超市使用电子货架标签, 华润、伊藤洋华堂和家乐福有部分分店试点, 预计国内电子货架标签渗透率不足 1%, 未来替换空间巨大。

2. 布局产业上下游, 挖掘电子标签大数据和电商价值

2014 年 4 月, 公司与广州奥翼电子签署战略合作协议。合力泰将投资模组生产线, 广州奥翼逐步将客户转移到合力泰, 最终广州奥翼只进行电子纸的生产及研发, 且只提供给合力泰, 合力泰生产成电子纸模组产品自行进行销售。

广州奥翼是市场上除了台湾元太以外唯一一家可以量产电子纸屏幕的公司, 合力泰与之独家合作, 锁定了电子纸屏幕技术, 建立产能壁垒。公司 2015 年拟投资 5.7 亿于电子纸模组生产线, 可年产电子纸模组 1600 万套, 初步满足市场需要。此外, 2015 年 10 月公司与台湾元太达成合作, 元太将向合力泰销售电子纸膜片及电子纸模组产品, 合力泰则为客户提供高性价比的电子纸模组产品。根据台湾元太的年报, 其 2014 年产能为 7300 万片/年, 完全能够满足当前电子标签市场的增长需求。

表 3: 合力泰在上游硬件、下游方案分别与广州奥翼和汉朔电子合作

时间	合作方	内容	意义
2014 年 4 月	广州奥翼电子	双方协议分三个阶段，最终广州奥翼将所有客户转移到合力泰，奥翼只进行电子纸的生产及研发，且只提供江西合力泰，江西合力泰生产成电子纸模组产品自行进行销售。	上游产能布局, 锁定电子纸硬件稀缺产能
2015 年 9 月	汉朔电子	双方合作开发基于物联网、移动互联网的主流信息化方案	下游方案布局, 开发基于电子纸的物联网数据价值

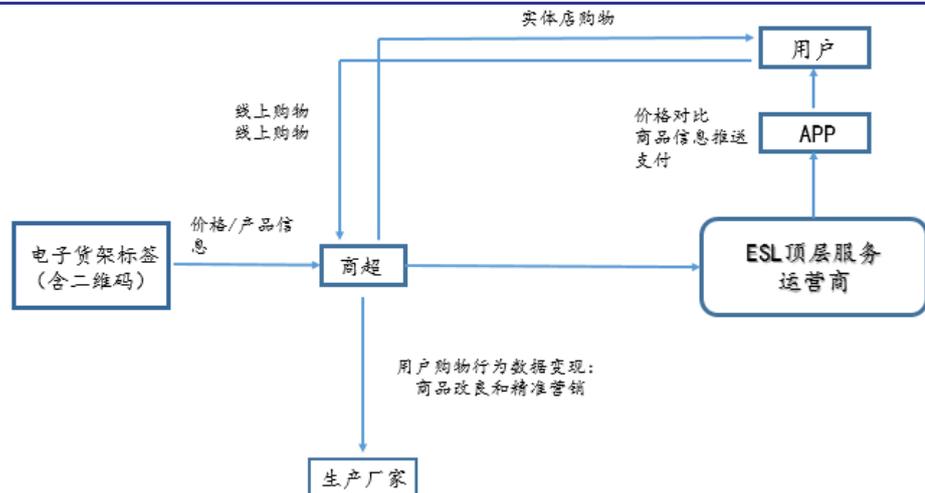
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2015 年 6 月，合力泰与浙江汉朔电子科技有限公司共同投资设立麦丰网络科技，布局基于电子标签的下游方案运营。汉朔科技是国内知名的商业智能解决方案提供商，基于电子纸标签，汉朔设计了包括零售、物流、仓储、医药、酒店等多个领域的商业智能解决方案，并获得国内外大型连锁零售企业、物流企业和电子商务企业的认可。

公司与汉朔电子的合作未来将开发基于电子货架标签的大数据和电商平台价值。

首先，基于电子纸的显示特征，运营商可以在电子纸屏幕显示二维码，为 O2O 应用提供新的载体，形成新的基于购物的社交网络。用户可以通过运营商开发的 APP 扫描电子标签二维码，实现线下购物体验 and 线上支付购物便利，解决线上线下比价和配送痛点。运营商以此模式可以将实体超市加入 APP 平台，帮助线下超市兼顾社区电商，充分挖掘快消品、生鲜产品等刚需。

图 3: 电子货架标签的大数据应用和平台价值



资料来源：申万宏源研究

其次，运营商可以通过 APP 平台大数据实现用户精准营销和为生产服务的大数据变现。运营商可以分析线上线下商店和超市的用户比价和消费行为数据，实现为不同需求客户的商品推送。此外，运营商也可以基于这些数据，改善商家产品性能、合理改变价格，以实现有效促销。

全球领先的 ESLs 方案运营商包括 Pricer 和 SES，其客户主要集中在欧美地区，Pricer 是全球最大的供应商。国内零售商合作的 ESLs 运营商主要包括中瑞思创、汉朔和汉朗。汉朔科技研发实力较为雄厚，也是合力泰选择其作为合作方的原因之一，汉朔和汉朗均曾经为物美集团超市提供电子标签解决方案。中瑞思创为 A 股上市公司，2012 年其与苏宁电器达成 ESLs 系统合作。

表 4：全球主要 ESLs 方案运营商

厂商	所在国家	主要客户和特点
Pricer	瑞典	ESL 全球最大供应商，产品主要应用区域欧美、东南亚国家
SES	法国	产品主要应用法国本土及欧美地区
寺冈	日本	国内客户为乐城未来超市采用该厂产品
中瑞思创	中国	国内客户为苏宁乐购士广场店、杭州西湖龙井店等
汉朔	中国	研发实力比较雄厚，国内客户为物美，京客隆等
汉朗	中国	国内客户为物美、山东易捷便利店

资料来源：申万宏源研究

对商超而言，假设单品种类平均为 1 万件/门店，以传统方式更换产品价格标签需要 2 人力，以目前的人力成本，并考虑到标签纸成本等，1 家门店至少花费 10-15 万元/年。假设电子纸标签价格为 50 元/件，则 1 个门店的电子货架标签投资在 50 万左右，商超可以再 3-5 年内收回成本。合力泰电子纸模组生产线建设期为 2 年，达产后硬件平均年新增销售收入 6.08 亿元，平均年新增净利润 8437 万元，该生产线建成前公司将在广州奥翼、台湾元太原有的产能和客户基础上销售电子纸模组，考虑广州奥翼的历史收入和增长，我们预计 2016 年公司该项业务收入将达 8 亿元，其中 50% 以上订单来自国外客户，净利润将达 1 亿元。

此外，对于更换电子货架标签较为犹豫，认为投入成本高的商超，合力泰也将通过电子标签租赁的模式加速产品推广，快速抢占标签市场份额。对于规模 1 万件的门店，假设以 1 万元/月的租赁价格租用电子货架标签，相等于传统人力成本，考虑到电子标签的诸多优势，商超替换电子标签的动力充足。租赁模式将加速电子标签的普及，公司将更快实现平台用户积累和大数据价值挖掘。

3. 公司主营液晶模组和触摸屏，新增指纹识别

合力泰成立于 2004 年，自成立以来公司便专注于触摸屏和中小尺寸液晶模组的研发、生产和销售，公司是国内鲜有的从液晶模组、触摸屏到触控组件一体化供应商。

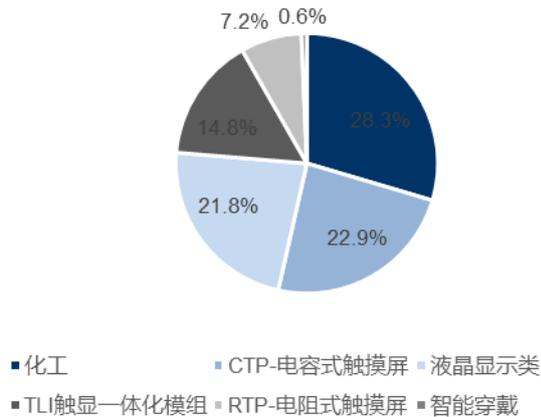
图 4：公司化工业务收入平稳，主营 LCD 和触摸屏

类型	合力泰主要产品名称	产品图片	主要应用终端
触控类	触控显示一体化模组		主要应用于高端智能手机、平板电脑等领域
	电容式触摸屏		主要应用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑等领域
	电阻式触摸屏		主要应用于手机、车载导航、教育、办公设备、工业控制等领域
液晶显示类	TN/STN 液晶显示屏及模组		主要应用于消费电子、仪器仪表、家用电器、通讯终端、数码产品、办公设备、医疗器械等领域
	TFT 液晶显示模组		主要应用于手机、平板电脑、数码产品、家电、车载、工业控制等领域

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司主营液晶显示产品（TN/STN/TFT），触摸屏（CTP/RTP/TLI）。液晶显示产品 2014 年营收占比 21.79%，触摸屏 CTP/RTP/TLI 营收分别占比 22.85%/7.22%/14.77%；2013 年 TN/STN 液晶显示屏、模组和 TFT 模组在液晶显示产品中营收占比 61.14%/31.7%⁶/7.08%；

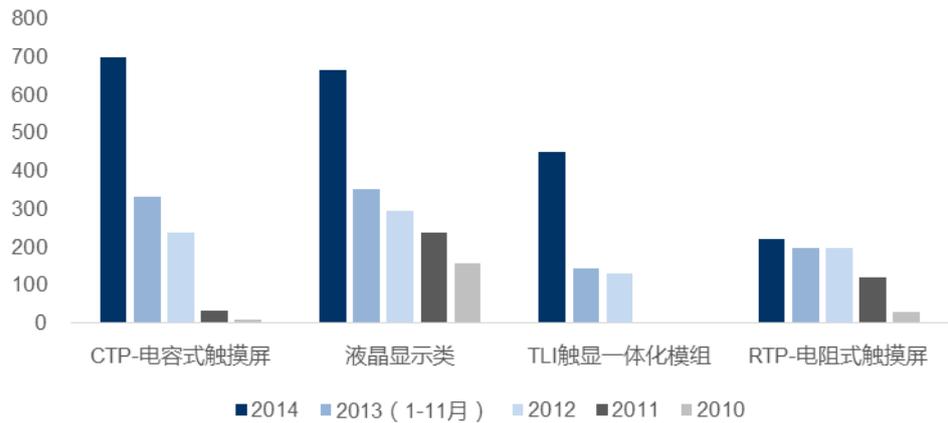
图 5：2014 年公司触摸屏产品收入占比 44%以上



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2014 年公司触控显示业务大幅增长，2014 年 CTP/TLI/RTP/液晶显示类营收增速（以 2013 年 1-11 月为基准）分别为 109.42%/216.43%/11.60%/88.68%。增速较快的原因是 2014 年合力泰各生产线产能扩张。考虑到 RTP 需求下滑，而 CTP/TLI 景气依旧，预计 2016 年三类产品增速为-10%/30%/80%；由于 TN/STN 液晶显示屏逐渐过时，预计公司液晶显示业务收入 2016 年将下滑 10%。

图 6：2014 年公司产能扩张，LCD、电容屏和 TLI 收入大幅增长（单位：百万）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

2015年，公司拟用非公开发行股份投资指纹识别模组。项目投资总额为8.2亿元，用于建设年产1800万套生物识别模组生产线，主要产品用于智能穿戴设备、智能硬件、智能手机等智能终端，建设期2年。

指纹识别不管是在屏幕解锁还是移动支付等领域都大大地提高了用户的效率。假设到2020年，智能手机中苹果手机按每年2亿部、非苹果阵营假设达到30-40%的渗透率测算，则合计需求为5-6亿部。平板电脑按照1-2亿台的用量计算，总计移动终端上指纹识别模块潜在需求规模6-8亿颗，对应市场规模约50亿美元，市场空间巨大。

图7：2.5D盖板玻璃在边缘有弧边，能够有效改善用户体验



资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，公司拟用非公开发行股份募集资金9.5亿投资于触显一体化模组及配套2.5/3D玻璃盖板项目。投资项目将建设年产1200万片的曲面盖板玻璃生产线，主要产品包括用于智能穿戴设备、智能硬件、智能手机的触显模组。建成后公司将迎来盖板玻璃新产品的爆发成长。

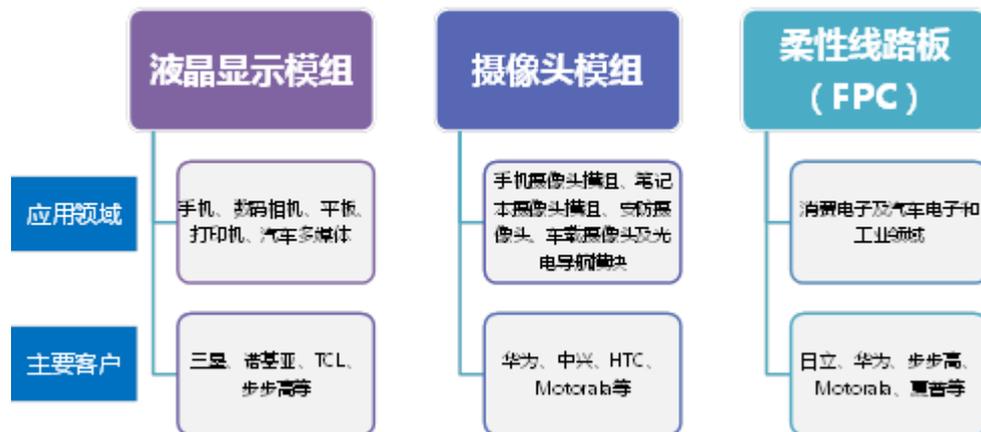
4. 收购比亚迪部品件，客户囊括除苹果外大厂

公司还通过外延并购，补充产品线，扩张市场规模，提高规模化优势。2015年初，合力泰发行股份收购了业际光电、平波电子和比亚迪部品件公司。业际光电的主要产品是应用于智能手机与平板电脑的中小尺寸电容式触摸屏和触控显示一体化模组，而平波电子的

主要产品是中大尺寸的电容触摸屏，并于 2014 年 8 月正式投入批量生产中大尺寸以及中小尺寸触摸屏钢化玻璃。

比亚迪部品件公司是比亚迪旗下唯一从事液晶显示模组、摄像头模组及 FPC 三项业务的经营主体。收购部品件公司，合力泰实现了摄像头模组的量产，并拓展公司的业务领域和客户范围。合力泰之前的产品主要集中于消费电子，而部品件公司的液晶显示模组、摄像头模组及 FPC 技术不仅仅广泛应用于手机、数码相机、平板电脑等消费电子领域，且在汽车电子领域有着广泛的应用与丰富的客户积淀。部品件的收购整合将打开合力泰在汽车电子领域的布局，并借助客户拓展其他领域的业务。

图 8：比亚迪部品件公司产品领域、客户资源丰富



资料来源：公司公告，申万宏源研究

此外，收购部品件公司、业际光电、平波电子为公司奠定了更为深厚的客户基础，在产业整合背景下，公司将逐步吸收被淘汰企业的客户资源。部品件的主要客户包括三星、步步高、TCL、微软、诺基亚、华为、联想、酷派、海信等知名大型厂商，均已与标的公司形成稳定的合作关系。合力泰因此获得了除苹果以外几乎所有消费电子大厂的客户资源，未来随着产业整合加速，小型企业客户外吐，公司容易吸收更多客户资源，促进公司业务实现跨越式发展。

5. 与 iPhone 面板商 JDI 合作，加速触显一体化运作

我国触显行业近几年高速发展，国内大量企业蜂拥而至，触显产能短期过剩。随着 PC、平板和智能手机市场增速放缓，中国触控产业目前已步入整合期。行业开始由低阶无序竞争模式步入触摸屏和显示屏一体化产业链竞争转变，而处于弱势的小型企业正在面临淘汰出局的压力。

公司于 2012 年投资盖板玻璃生产线，2013 年投资 FPC、背光和膜切等生产线，并于 2015 年前后公司收购了捷晖光学、深新隆，实现触显一体化产业链进一步布局。产业链优势能

有效压缩产品生命周期，降低生产成本，公司未来也将受益于产业整合趋势，吸收小型企业客户，扩大市场份额。

表 5：公司积极布局触显产业链上下游

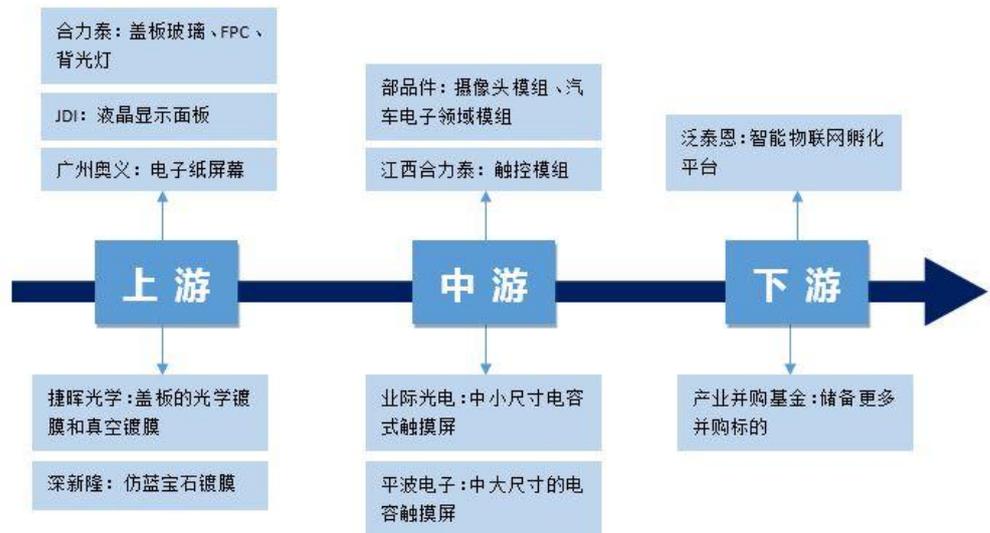
时间	事件	内容和目的
2014.7	收购捷晖光学 100%股权	布局盖板的上游光学镀膜和真空镀膜领域，将有效补充公司本身面板玻璃生产线，精细化其光学处理，提升综合竞争力。
2015.1	收购深新隆 100%股权	布局仿蓝宝石玻璃镀膜、金属机壳镀膜技术
2015.2	收购部品件三标的	延伸和完善公司的产业链，提升触控显示产品一站式服务能力
2015.9	与 JDI 达成战略合作	帮助公司把握更多话语权，JDI 直接出售显示屏给合力泰，公司配合相关模组再销售给终端手机厂商

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司于 2014 年 7 月收购了捷晖光学 100% 股份，布局盖板的上游光学镀膜和真空镀膜领域，将有效补充公司本身面板玻璃生产线，精细化其光学处理，提升综合竞争力。公司于 2015 年 1 月收购深新隆 100% 股权，布局智能穿戴和智能手机玻璃盖板上游仿蓝宝石镀膜领域，预计公司传统盖板玻璃业务 2015 年收入将达 5000 万，毛利 1000 万，16-17 年增速分别为 100% 和 50%；智能穿戴触显模组 2015 年收入将达 1 亿，毛利 3100 万，16-17 年增速分别为 150%、50%。

进一步的，2015 年 9 月公司与全球手机用屏幕标杆企业 JDI 签订战略合作协议。JDI 全称为 Japan Display Inc.，是索尼、东芝、日立三家企业中小尺寸显示器业务合并后的企业，具有深厚的面板行业资历。JDI 面板技术全球领先，目前领先于韩国 LG Display，为苹果第一大面板供应商，份额占比 35.9%；在智能手表面板市场，JDI 仅次于三星排名第三。

图 9：公司目前已实现较完善的触显产业链布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据公司与 JDI 的战略合作协议，JDI 未来将直接向合力泰出售 In-cell 显示面板，合力泰结合自身 In-cell 模组技术生产整块触显产品，最终销售给终端手机厂商。合力泰与 JDI 的合作，弥补了液晶显示屏领先技术和产品短板，并借助 JDI 面板的业内地位和口碑，提高

公司在整个触显供应体系的话语权和竞争力，加快了公司实现触显一体化运作的进程，紧跟行业整合趋势。

此外，JDI 主要客户均是国际一线手机品牌厂商。我们预计除核心客户如苹果以外，其他客户均有可能按协议模式来操作。除苹果外，JDI 主要客户在中国，包括华为、小米、联想、OPPO、vivo 等。目前为止，合力泰是唯一一家与 JDI 签署类似合作协议的公司，合力泰凭借收购比亚迪部品件以及和 JDI 的战略合作打开了进入一线客户体系的大门，未来业务有望以此创新高。

6. 15-17 年 PE 对应为 39/28/21x，目标市值 320 亿

预计公司 15-17 年收入为 98.28、125.13、147.28 亿元，净利润为 5.64、7.97、10.71 亿元，每股收益为 0.42、0.59、0.79 元，当前股价对应 2015-2017 年 PE 为 39x、28x、21x。

考虑到合力泰 16 年净利润增速维持 40%，转型互联网企业，给予公司行业可比企业欧菲光 42x 历史 PE (TTM) 估值，对应 2016 年公司目标市值为 324 亿；稳态成长估值假设，半显性阶段 7 年收入增速 10%，永续收入增长率 2%，息税前利润率 8% 估算，市值 306 亿元，给予“买入”评级。

表 6：合力泰利润表（单位：百万元）

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	1183.21	1192.97	3053.44	9827.94	12512.58	14728.48
二、营业总成本	410.91	379.90	2905.18	9204.90	11619.50	13693.12
其中：营业成本	1091.68	1099.40	2575.53	8568.17	10721.89	12602.58
营业税金及附加	4.84	2.72	12.37	34.88	45.85	54.83
销售费用	20.98	24.85	50.10	94.95	135.99	166.54
管理费用	84.35	91.36	195.00	422.14	582.86	703.19
财务费用	9.31	13.63	40.44	43.76	64.91	79.44
资产减值损失	3.08	34.03	31.74	41.00	68.00	86.54
加：公允价值变动收益	1.58	0.41	0.76	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.58	0.41	0.76	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	-29.45	-72.61	149.00	623.04	893.08	1035.36
加：营业外收入	18.92	11.95	42.26	70.21	96.12	113.91
减：营业外支出	1.83	1.80	2.79	3.92	6.50	8.27
四、利润总额	-12.35	-62.45	188.47	689.34	982.70	1141.00
减：所得税	0.18	5.45	41.25	125.11	186.19	70.26
五、净利润	-12.53	-67.91	147.22	564.23	796.51	1070.74
少数股东损益	-0.87	-4.50		0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	-11.66	-63.41	147.22	564.23	796.51	1070.74
六、基本每股收益	-0.03	-0.19	0.15	0.42	0.59	0.79
全面摊薄每股收益	-0.03	-0.19	0.15	0.42	0.59	0.79

资料来源：申万宏源研究

财务摘要

合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	637	1,512	3,865	5,375	7,080
现金及等价物	85	204	425	1,122	2,140
应收款项	407	902	2,144	2,636	3,043
存货净额	140	380	1,269	1,591	1,871
其他流动资产	5	26	26	26	26
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	233	1,381	1,294	1,206	1,119
无形资产及其他资产	37	318	310	310	309
资产总计	907	3,210	5,468	6,892	8,508
流动负债	450	1,269	2,963	3,589	4,135
短期借款	179	505	465	465	465
应付款项	269	740	2,474	3,101	3,646
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	15	121	121	121	121
负债合计	465	1,390	3,084	3,711	4,256
股本	156	1,078	1,078	1,078	1,078
资本公积	105	411	411	411	411
盈余公积	18	40	122	239	395
未分配利润	163	289	770	1,450	2,364
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	442	1,820	2,382	3,179	4,249
负债和股东权益合计	907	3,210	5,466	6,889	8,506

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	144	147	564	797	1,071
加：折旧摊销减值	25	157	88	88	88
财务费用	8	39	44	65	79
非经营损失	1	-3	0	0	0
营运资本变动	-159	-499	-398	-187	-141
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	18	-171	298	762	1,097
资本开支	141	228	-7	0	0
其它投资现金流	0	1	0	0	0
投资活动现金流	-131	-124	7	0	0
吸收投资	0	279	0	0	0
负债净变化	144	136	-40	0	0
支付股利、利息	7	32	44	65	79
其它融资现金流	13	-34	0	0	0
融资活动现金流	149	349	-84	-65	-79
净现金流	36	54	221	697	1,018

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.11	0.42	0.59	0.79
每股经营现金流	0.01	-0.13	0.22	0.56	0.81
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	0.33	1.34	1.76	2.35	3.14
关键运营指标(%)					

ROIC	22.8	6.6	21.4	29.4	38.8
ROE	32.5	8.1	23.7	25.1	25.2
毛利率	22.3	15.7	12.4	13.8	13.8
EBITDA Margin	14.1	10.3	7.7	8.4	8.2
EBIT Margin	12.5	6.2	6.8	7.7	7.6
收入同比增长	-1.7	162.5	221.9	27.3	17.7
净利润同比增长	-	2.5	283.2	41.2	34.4
资产负债率	51.3	43.3	56.4	53.8	50.0
净资产周转率	2.63	1.68	4.13	3.94	3.47
总资产周转率	1.28	0.95	1.80	1.82	1.73
有效税率	13.6	22.0	18.1	18.9	6.2
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	155.2	151.5	39.5	28.0	20.8
P/B	50.5	12.3	9.4	7.0	5.3
EV/Sale	19.3	7.4	2.3	1.7	1.4
EV/EBITDA	136.2	72.4	29.8	20.8	17.3

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。