

星星科技(300256.SZ)

冉冉升起的智能终端一站式服务新星

 评级: **买入**

首次

 目标价(元): **14.53**

分析师

联系人

王晔

张欣

S0740516060001

021-20315165

wangxian@r.qlzq.com.c

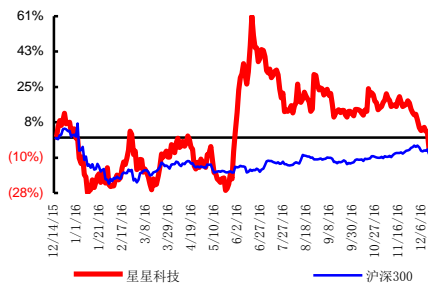
zhangxin@r.qlzq.com.cn

2016年12月14日

基本状况

总股本(百万股)	640
流通股本(百万股)	355
市价(元)	11.78
市值(百万元)	7,536
流通市值(百万元)	4,185

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,678.39	3,885.22	5,108.29	7,873.72	9,663.55
营业收入增速	291.00%	131.49%	31.48%	54.14%	22.73%
归母净利润(百万元)	26.90	65.08	188.77	367.59	503.86
净利润增长率	118.02%	141.95%	190.06%	94.73%	37.07%
摊薄每股收益(元)	0.12	0.20	0.30	0.44	0.60
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(PE)	124.51	125.65	40.40	27.07	19.75
PEG	1.05	0.89	0.21	0.29	0.53
每股净资产(元)	7.15	9.98	5.36	7.56	8.16
每股现金流量	-0.72	-0.13	1.60	0.61	0.89
净资产收益率	1.67%	2.01%	5.50%	5.83%	7.39%
市净率	2.07	2.52	2.22	1.58	1.46
总股本(百万股)	225.83	324.74	639.71	834.71	834.71

备注: 假设 17 定增顺利发行

投资要点:

■ 对公司的理解和未来业绩弹性的展望。

- 产线全面布局打造一站式服务护城河。**公司成立于 2003 年,最早在台州以手机盖板玻璃制造起家,随着客户诺基亚和摩托罗拉等衰落,公司业绩面临压力,2013 年、2015 年调整方向收购深越光电、深圳联懋拓展至触摸屏领域、CNC 精密结构件制造领域,客户陆续拓宽至三星、华为、酷派、小米等分散风险,16 年 9 月拟定增 23.4 亿元布局汽车电子等新型模组、指纹识别模组、3D 玻璃等,形成国内唯一具备基于全贴合技术的“显示面板+触控面板+指纹识别+3D 曲面玻璃+压力感应模组+曲面显示+金属 CNC 支架”等智能手机一体化服务能力的厂商,同时我们认为公司业务模式也比较契合当下苹果、华为等手机终端商对供应链整合趋势,为公司在同质化厂商竞争中构建一定的护城河。
- 公司业绩显著受益行业成长。**我们判断公司业绩未来几年仍存在较大弹性空间,一是公司拟定增 23.4 亿元打造的新型触控显示一体化模组、指纹识别模组、金属 CNC 精密结构件等(实际控制人叶仙玉认购不少于 20%),按照公司测算每年贡献近 45 亿的营收增量以及 2.87 亿的利润,项目完全投产后离百亿收入规模一步之遥;二是公司在智能手机的一体化服务技术可以迁移到汽车电子(奥迪、奔驰、宝马)、VR 设备(HTC 结构件)、可穿戴(华为手环)等智能终端设备有初步订单,后续市场需求空间较大;三是 3D 玻璃盖板和 OLED 显示模组组合革命性创新产品将对公司 3D 玻璃和金属 CNC 业务产生较大需求。

■ 行业发展给公司带来的机会。

- 行业发展三年定乾坤:**以智能手机变迁历程看,智能手机经历过初步发展(01-03)、市场崛起(04-06)、

市场爆发（07-10）和市场稳步增长期（10-今），在产品红利缩小、市场需求饱和的背景下，手机端的功能和体验式外观等供给侧的创新成为下一个新消费群体和新消费时代竞逐的焦点，我们认为遵循从“功能满足-体验升级-生态建设-个性配置”先后驱动的创新逻辑，目前阶段从近到远首先是 AOLED 柔性显示、3D 玻璃、无线充电等外观体验升级的创新，16 年的三星 GALAXY Note 7、华为 Mate 9 Pro、Vivo Xplay6 等中高端机的出现成为市场的焦点，而视创新为生命的苹果 16 年的停滞或为 17/18 年的创新蓄力，我们认为接下来 17/18/19 年将是智能手机市场格局重塑之年。

- **国产手机雄起，中高端市场渗透率加快。**2016 年国产手机出货量第三季度统计销量为 1.15 亿台，较 2015 年第三季度同比增长 5.8%，其中国产手机 OPPO、VIVO、华为、小米超越苹果、三星等位居前四，国产手机的替代浪潮已经从规模体量到产品差异化的竞争取胜；另一方面随着技术驱动、成本下降、消费升级，3D 玻璃等微创新将越来越出现在中高端手机中，我们预测随着 17 年热弯机、雕塑机等核心热备技术和成本的突破、OLED 的渗透，2018 年将成为 3D 盖板的爆发年，届时 3D 玻璃盖板手机渗透率将超过 50%，而“OLED+3D 玻璃+无线充电+金属中框”的标配的市场空间预计千亿规模。

■ 市场的关心和担忧：

- 公司在 3D 玻璃优势何在？我们认为主要是基于公司长期技术积累和贴合工艺支撑，公司一直专注于盖板玻璃领域，2009 年即已开始研究开发 3D 盖板玻璃，关键工序热弯技术及其配套的加工技术，目前公司已拥有完整的 3D 盖板玻璃相关的工艺技术，良率 30-40 市场中值水平以上；市场忽略的是公司成熟的贴合工艺将会对后续 AMOLED 和 3D 玻璃贴合等关键工艺的气密性质量起关键作用。
- 深圳联懋 16 年对赌业绩承诺能否完成？深圳联懋 15 年收购时承诺 15/16/17 扣非净利润 1.5/1.8/2.16 亿，复合增速为 20%，2014 年由于华为等新客户布局和研发需要导致产量放量较晚且叠加 2015 年智能终端市场进入饱和期，公司业绩仅完成 80%。16Q3 来看业绩承诺完成似乎不及一半，我们认为，随着深圳联懋子公司孙公司深圳锐鼎制工 CNC 金属加工业务开展以及自身定增扩产能后（目前产能已满）公司四季度的订单同比实现较大突破。

- **盈利预测：**基于公司定增投产后打造的“触控显示+指纹识别+CNC 金属加工+贴合“一站式服务能力和基于贴合工艺的 3D 玻璃技术储备和优质客户，看好公司在未来 2-3 年享受“OLED+3D 玻璃”、汽车、VR 设备等智能设备创新带来的千亿级的市场机会，假设募集项目顺利投产，我们预测未来三年营收分别为 51.08、78.73、96.63 亿元，同比分别增长 31.48%、54.14%、22.73%，归属母公司净利润分别 1.88、3.67、5.03 亿元，同比分别增长 190.06%、94.73%、37.07%，EPS 分别为 0.30、0.44、0.64，给予目标价 14.53 元，对应 17 年 33 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**市场竞争风险；业绩承诺不能实现风险；重组整合风险

内容目录

国内领先的智能终端部件一站式解决方案服务商.....	- 4 -
单一盖板玻璃到智能终端前后模板多元化前进.....	- 4 -
传统主业竞争激烈，收购完成后业绩稳步增长.....	- 4 -
智能手机进入体验创新时代，国产化手机成为主流.....	- 6 -
智能手机,创新进入体验升级时代，16-18 年为关键年.....	- 6 -
体验创新：3D 玻璃等外观设计率先突破，国产中高端手机渗透提升.....	- 7 -
定增完善一体化方案叠加技术和客户资源，业绩释放可期.....	- 9 -
定增增强消费终端一站式服务，实际控制人认购彰显信心.....	- 9 -
技术储备丰富，客户资源优质.....	- 10 -
盈利预测及估值.....	- 11 -
风险提示.....	- 13 -

图表目录

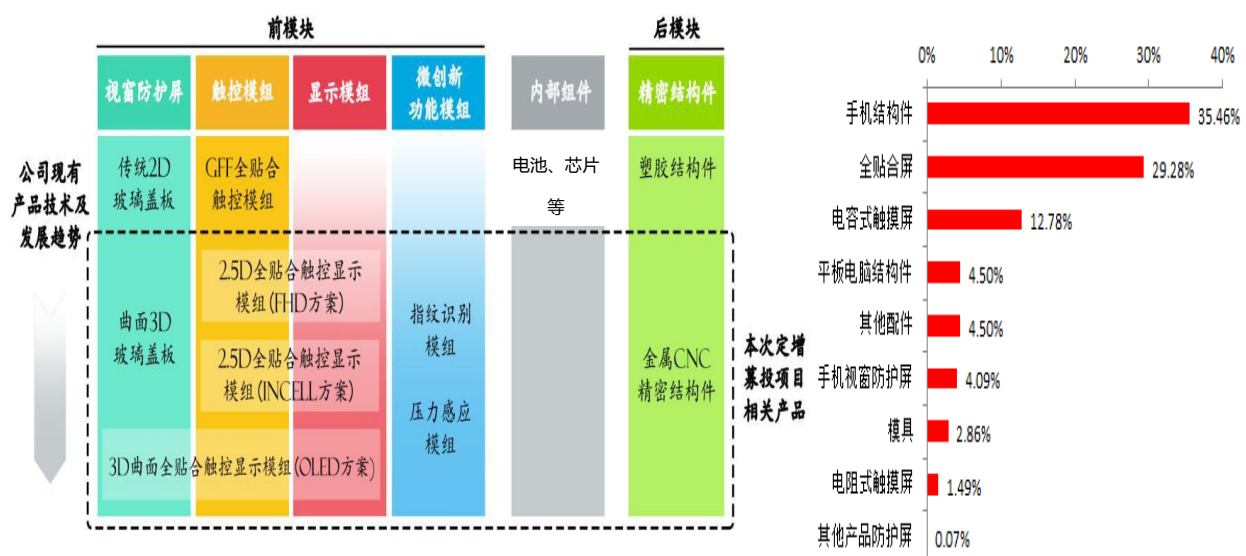
图表 1：公司的主要产品及营收结构（16H1）.....	- 4 -
图表 2：公司营收和净利润及同比增速一览.....	- 5 -
图表 3：公司盈利能力之毛利率和净利率.....	- 5 -
图表 4：深圳联懋业绩承诺及增速.....	- 5 -
图表 5：智能手机发展历程及阶段.....	- 6 -
图表 6：未来几年继续大规模普及的手机差异化创新点.....	- 7 -
图表 7：2016 年 AMOLED 等新款体验创新机型.....	- 7 -
图表 8：国内手机 16Q3 出货量（百万）及市场份额、同比增长.....	- 8 -
图表 9：中国 3D 玻璃盖板在智能手机中的渗透率.....	- 8 -
图表 10：公司定增项目基本面分析.....	- 9 -
图表 11：募投项目投资完成后公司产品线一览图.....	- 9 -
图表 12：公司研发产品技术储备.....	- 10 -
图表 13：公司研发产品生产状态.....	- 10 -
图表 14：公司优质客户.....	- 11 -
图表 15：主营业务业绩拆分预测（百万）.....	- 11 -
图表 16：可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）.....	- 13 -
图表 17：公司盈利预测.....	- 14 -

国内领先的智能终端部件一站式解决方案服务商

单一盖板玻璃到智能终端前后模板多元化前进

- 公司成立于 2003 年，最早在台州以窗口盖板玻璃制造起家，主要涉及手机领域，客户有诺基亚和摩托罗拉等，2013 年和 2015 年分别收购深越光电、深圳联懋，主营业务拓展至移动终端触摸屏领域、CNC 精密结构件制造领域。公司 16 年公告非公开发行预案，定增布局新型模组、指纹识别、3D 玻璃等，未来形成前模块及后模块两大产品板块：
 - 前模块将整合视窗防护屏（含 2D、2.5D 和 3D 曲面玻璃盖板产品）、触控模组、显示模组（含液晶显示模组和 OLED 柔性显示模组）、指纹识别、压力传感等产品；
 - 后模块将整合智能终端外部的塑胶、金属、玻璃后盖（含 2D、2.5D 和 3D 曲面玻璃盖板）及中框等产品，及智能终端内部的塑胶和金属精密支架及结构件等产品。

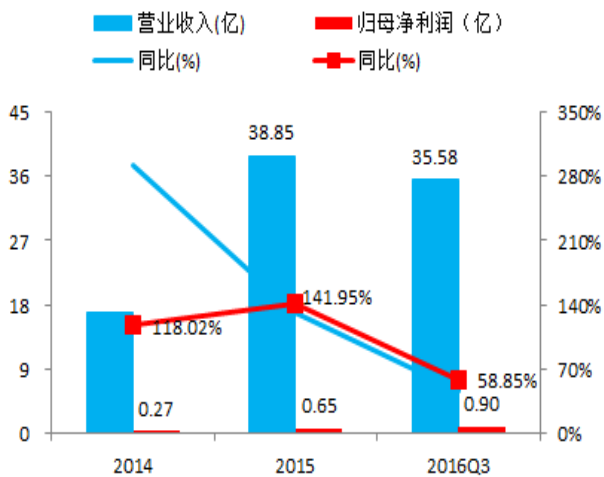
图表 1：公司的主要产品及营收结构（16H1）



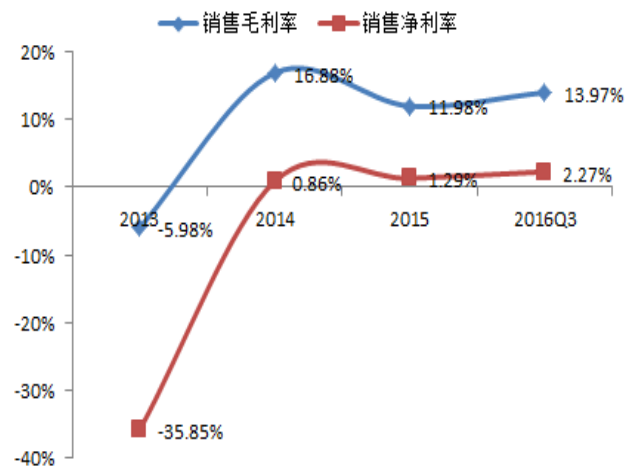
来源：公司公告，中泰证券研究所

传统主业竞争激烈，收购完成后业绩稳步增长

- 业绩增长下滑，盈利保持稳定：2013 年随着下游智能终端消费电子厂商的激烈竞争和市场需求放缓，行业进入洗牌时期，公司自 13 年业绩受损后（主要是诺基亚等客户需求放缓和竞争）扩大规模和加大研发后近三年的营收和利润保持稳步增长，但同比增长率呈现下滑趋势，盈利能力上毛利率和净利率保持稳步发展，并购深圳光越、深圳联懋之后随着整体业务协同价值的释放，营收和利润有望进一步释放。

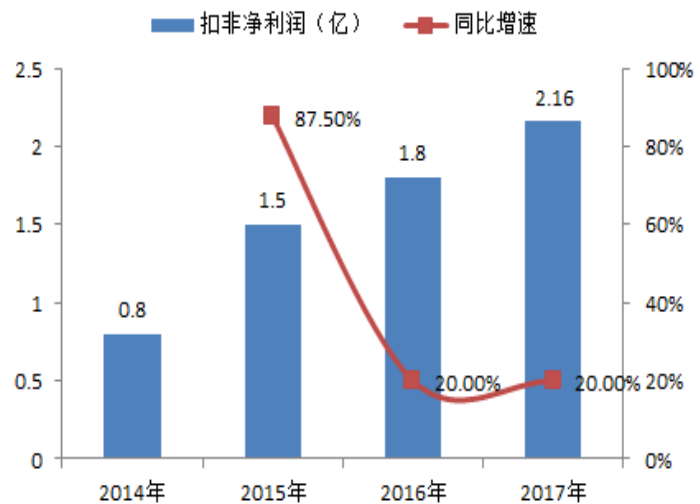
图表 2：公司营收和净利润及同比增速一览


来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司盈利能力之毛利率和净利率


来源：wind，中泰证券研究所

- **深圳联懋 16 年 1.8 亿业绩承诺大概率完成。**15 年收购标的深圳联懋主要做塑胶结构件，其业绩承诺 15-17 年扣非业绩分别为 1.5/1.8/2.16 亿，复合增速为 20%，其中深圳联懋 2014 年由于新客户布局和研发需要导致产量放量较晚且叠加 2015 年智能终端市场进入饱和期，公司业绩 1.2 亿完成 80%，承诺不达预期。我们认为，随着 16 年子公司深圳锐鼎制工布局 CNC 金属加工以及拟定增增强 CNC 产能、新客户的开拓，公司“塑胶+金属”结构件全套产品四季度订单同比加快增长步伐。

图表 4：深圳联懋业绩承诺及增速


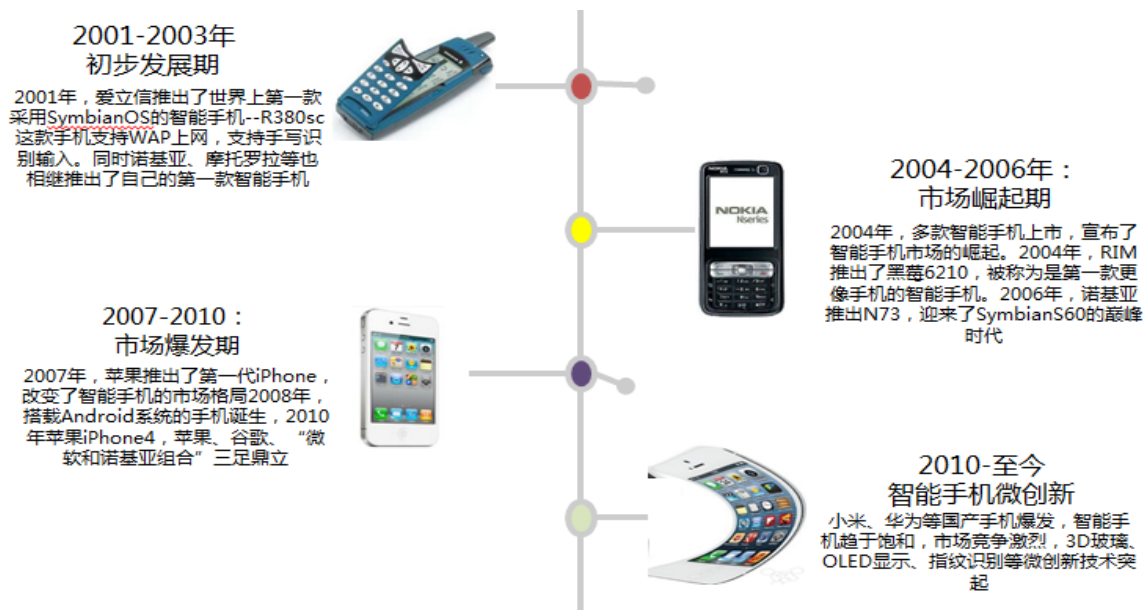
来源：公司公告，中泰证券研究所

智能手机进入体验创新时代，国产化手机成为主流

智能手机,创新进入体验升级时代, 16-18 年为关键年

- **手机体验式创新是未来几年差异化竞争关键。**手机属于消费电子领域，属于典型的技术创新周期性行业，其创新周期我们认为遵循从“功能满足-体验升级-生态建设-个性配置”先后驱动的创新逻辑，手机今年智能手机销量增速开始放缓，市场天花板开始出现，从目前来看，新增市场主要来自于换机市场，二次换机的现状决定了用户体验要求会更高，手机行业的竞争形态已经从“功能升级”到“体验消费”的 PK，我们认为功能类竞争对着上游半导体厂商解决方案的统治已经结束，寻找体验创新的差异化是手机未来几年发展的趋势。

图表 5：智能手机发展历程及阶段



来源：中泰证券研究所

- **2017-2018 年是创新竞争关键时期。**主要从市场竞争格局三方面考虑：一是 2017 年是苹果推出 iPhone 十周年的关键节点，2016 年苹果手机并没有带来太大的惊喜已经丧失市场人气，17 年是苹果证明自己是智能手机霸主的最后一年，革命性科技创新或呈现市场；二是智能手机另一龙头三星受制于电池爆炸形象受损，急需新型爆款机型超越苹果重回巅峰；三是国产手机 OPPO/VIVO/华为等竞争趋于激烈，差异化的竞争是接下来一年拉开差距的关键时期。
- **18 年或许是手机创新迸发的时期。**目前来看手机增量上最大的创新在于“AOLED 柔性显示+3D 玻璃+无线充电”，而 AOLED 柔性显示模组产能突破在 18 年左右（目前苹果供应商夏普 OLED 面板进度缓慢），3D 玻璃受制于热弯机技术良率（行业中值可能在 50 以下）仍无法大规模量产，我们预计 2017 年国产手机品牌或部分中高端机型率先上市，而 2018 年将有可能进入爆发点。

体验创新：3D 玻璃等外观设计率先突破，国产中高端手机渗透提升

- 3D 玻璃、指纹识别、无线充电等智能硬件外观创新率先到来。**我们认为未来手机的创新一方面是外观体验的创新，一方面是与 5G 发展匹配功能的创新，而由近及远，智能硬件将率先从终端外观审美设计上寻求未来突破，具体来看可以创新的技术包括 AMOLED 面板、双面 3D 玻璃机身设计、无线充电、无 Home 键设计、指纹识别等

图表 6：未来几年继续大规模普及的手机差异化创新点

创新点	时间	代表机型	覆盖机型	功能
指纹识别	2011 年 4 月	摩托罗拉 Atrix ME860、iPhone 5s	高低端标配	增强系统安全
无线充电	2015 年 8 月	Galaxy S 系列	部分高端机型	无线充电
提高屏幕分辨率	2014 年 3 月 19 日	OPPO Find 7、Galaxy S6 等	中高端智能手机	2k、QHD 等分辨率
4K、快速对焦等	2013 年 2 月	诺基亚 Lumia720	Android 旗舰机型	光学稳定系统 激光红外对焦
曲面屏幕	2015 年 4 月 11 日	Galaxy S6 Edge	三星、Oppo 等部分高端	提高屏利用面积和视觉体验
无边框设计	2016 年	努比亚 Z11	努比亚一代二代	提高手机交互体验

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 7：2016 年 AMOLED 等新款体验创新机型

机型		联想 ZUK Z2 Pro	魅族 PRO 6	360 手机 Q5 Plus	三星 GALAXY Note 7	华为 Mate 9 Pro	Moto M XT1662	Vivo Xplay6
基本参数	上市日期	2016 年 4 月	2016 年 4 月	2016 年 8 月 30	2016 年 9 月	2016 年 11 月	2016 年 11 月	2016/11/16 (发布)
屏幕	主屏材质	AMOLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED	AMOLED
	主屏分辨率	1920x1080 像素	1920x1080 像素	1920x1080 像素	2560x1440 像素	2560x1440 像素	1920x1080 像素	2560x1440 像素
	像素密度	424ppi	424ppi	367ppi	515ppi	534ppi	401ppi	538ppi
	窄边框	2.88mm	3.02mm	2.64mm	1.46mm	-	3.26mm	2.75mm
	屏幕占比	72.71%	71.28%	79.28%	78.96%	-	73.64%	72.78%
	其他屏幕参数	康宁大猩猩第三代玻璃	康宁大猩猩第三代玻璃	2.5D 弧面屏	3D 双曲面屏	3D 曲面屏	2.5D 玻璃	4 弧面 3D 玻璃
摄像头	摄像头类型	双摄像头 (前后)	双摄像头 (前后)	三摄像头	双摄像头 (前后)	三摄像头	双摄像头 (前后)	双摄像头 (前后)
硬件	其他硬件参数	快速充电	快速充电	快速充电	无线快充	快速充电	快速充电	快速充电
外观	机身材质	玻璃机身+金属中框	金属机身	金属机身	金属边框+玻璃机身	金属机身	金属机身	金属机身

来源：中关村产品在线，中泰证券研究所

■ 国产手机成为主流，中高端手机渗透率有待提升

- **国产手机超越苹果等占据国内市场主力：**根据国际权威数据公司 IDC 报告，2016 年第三季度中，中国的智能手机市场发生了翻天覆地的变化，国产手机无论是在出货量和营收增幅巨大：数据显示中国智能手机市场三季度销量为 1.15 亿台，较 2015 年第三季度同比增长 5.8%，其中国产手机 OPPO、VIVO、华为、小米超越苹果、三星等位居前四，随着国内消费升级对中高端机型的更新需求以及国产手机功能创新上的惊喜将会进一步带来国产手机份额的上升。

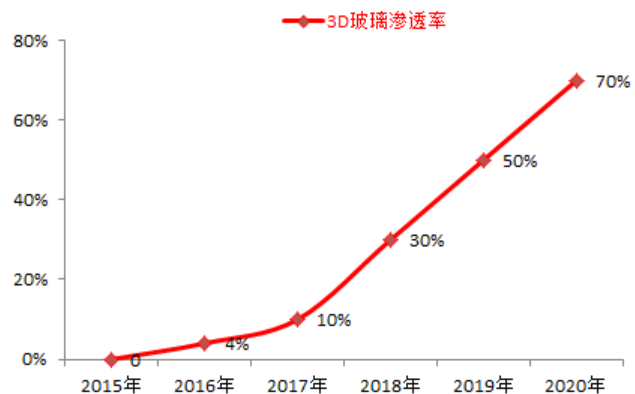
图表 8：国内手机 16Q3 出货量（百万）及市场份额、同比增长

供应商	2016Q3 出货量	2016Q3 市场份额	2015Q3 出货量	2015Q3 市场份额	同比
OPPO	20.1	17.5%	9.8	9.0%	105.1%
vivo	19.2	16.7%	9.5	8.8%	102.1%
华为	18.0	15.7%	17.2	15.8%	4.7%
小米	10.0	8.7%	17.3	15.9%	-42.2%
Apple	8.2	7.1%	12.4	11.4%	-33.9%
others	39.6	34.3%	42.6	39.1%	-7.0%
Total	115.1	100%	108.8	100%	5.8%

来源：IDC，中泰证券研究所

- **创新技术在中高端手机加速渗透：**新兴创新黑科技如 3D 玻璃、指纹识别、无线充电等由于手机厂家竞争策略、本身技术成熟、产线生产良率、生产成本等因素考虑首先在部分机型上实现应用，未来随着技术驱动、成本下降、消费升级，将越来越出现在中高端手机中，如以 3D 玻璃盖板为例，3D 玻璃目前市场上主要有三款手机分别为：三星 GALAXYS6edge、S7、Vivoxplay5，2016 年国内配备 3D 玻璃盖板的手机约占智能手机的比例为 4%，我们预测随着 17 年热弯机等核心技术的突破，2018 年将成为 3D 盖板的爆发年，届时 3D 玻璃盖板手机渗透率将超过 50%，3D 玻璃盖板将会在中高端机型中的渗透率快速提升。

图表 9：中国 3D 玻璃盖板在智能手机中的渗透率



来源：旭日移动终端产业研究所，中泰证券研究所

定增完善一体化方案叠加技术和客户资源，业绩释放可期

定增增强消费终端一站式服务，实际控制人认购彰显信心

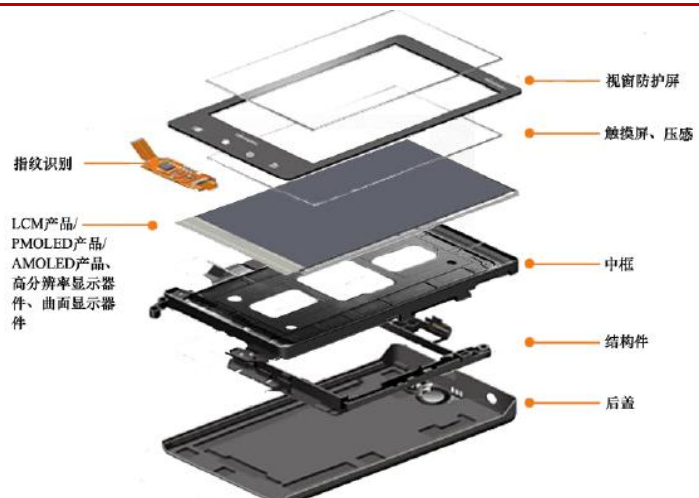
- 定增增强“触控显示+指纹识别+CNC 金属加工+贴合”一站式服务，年均贡献利润 2.8 亿。**公司此次募集资金不超过 23.4 亿元，投入新型触控显示一体化、指纹识别模组项目、金属 CNC 精密结构件，我们认为（1）从业务上将深化公司手机部件产业链，形成基于全贴合技术的“显示面板+触控面板+指纹识别+3D 曲面玻璃+压力感应模组+曲面显示+金属 CNC 支架一体化生产能力，满足了客户对智能手机触控、显示等供应链一站式整合的行业发展需求，公司同时也成为国内唯一一家掌握除去芯片电池等提供智能终端部件一站式解决方案提供商；（2）财务角度上定增项目将会公司每年贡献每年 45 亿的增量营收以及 2.87 亿的利润。

图表 10：公司定增项目基本面分析

募投项目	金额	占比	募投背景	募投具体项目	应用领域	市场规模	预计年均收入	预计年均净利润	IRR
新型触控显示一体化模组（深越光电）	7.54 亿	32.22%	显示面板和触控面板厂商呈现一体化整合趋势	1、新型显示模组生产线 2、3D 曲面盖板 3、压力感应模组 4、触控显示模组全贴合生产线	中高端智能手机，可穿戴设备，液晶电视，汽车电子，VR 设备，	以 3d 玻璃为例，假设 17 年 2.5D+3D+金属中框为标配，3D 玻璃手机渗透率 15%，单价 70 元/片，则市场空间将超过 70 亿元	24.8 亿	1.33 亿	21.33%
指纹识别模组项目	4.96 亿	21.20%	目前成熟的指纹识别模组生产厂商较少，市场空间较大。公司指纹识别技术积累比较比较扎实	1、涂覆指纹模组生产线 2、盖板/涂覆指纹模组生产线 3、IPFS 指纹模组生产线	智能手机	预计 2020 年指纹识别市场规模将达到 800 亿元	13.12 亿	0.77 亿	19.13%
金属 CNC 精密结构件	9.07 亿	38.76%	1、玻璃外壳需要依靠金属中框的支撑； 2、深圳联懋产能受限； 3、国产手机金属材质渗透率较低	1、CNC+阳极氧化 2、冲压+CNC+阳极氧化 3、锻造+CNC+阳极氧化	中高端智能手机，包括金属 CNC 后盖、金属 CNC 中框等	预测智能手机+平板电脑+笔记本市场规模在 1000 亿元	6.74 亿	0.77 亿	10.49%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 11：募投项目投资完成后公司产品线一览图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **大股东认购定增 20%彰显信心。**本次发行对象为包括实际控制人叶仙玉先生(合计控制公司 15.9%的股份)在内的不超过 5 名特定对象,其中叶仙玉先生承诺拟认购股份的数额不低于本次非公开发行的股份总数的 20%,彰显对本次定增发展的信心。

技术储备丰富, 客户资源优质

- **研发储备层次丰富:**公司最早以盖板玻璃起家,在玻璃工艺上功能模块和结构模块(见左图 11)有较早的技术积累和储备,如公司自 2009 年即已开始研究开发 3D 盖板玻璃关键工序热弯技术及其配套的加工技术,目前公司已拥有完整的 3D 盖板玻璃相关的工艺技术(如玻璃热弯技术、凹面印刷技术、曲面贴合技术、色彩丰富并极具金属色泽质感的 NCVM 真空薄膜沉积技术)。另一方面从研发产品投产时间由近及远看公司目前的蓝宝石和 3D 产品改进加工已经小批量量产后续有望成为公司业绩的重要支撑,3D 盖板扫光、裸眼 3D 等技术已经处于试生产阶段将加大公司在同质化产品中的差异化竞争能力,而超声波指纹、3D 悬浮触控作为储备技术需要长期跟踪。

图表 12: 公司研发产品技术储备

产品段	主要部件	公司在该领域的技术积累情况
功能模块	触控模组	公司拥有单片玻璃方案的触摸屏(TOL)技术、薄膜式触摸屏(GFF)以及新型低温ITO镀膜技术等
	指纹模组	公司指纹识别模组产线已经搭建完成并进行了小规模量产,相关技术问题已经得到解决
	显示模组	公司目前产品显示模组主要来自外部,本次募投项目将引入显示模组装配线
	压感模组	公司已成功量产电容式FF结构的压力触控屏,并将陆续开发压电式和压阻式的压力触控产品
结构模块	视窗防护屏	公司拥有成熟 2D 及 2.5D 盖板玻璃技术,以及经过多年研发的 3D 盖板技术,并已有少量 3D 盖板出货。其中 2.5D/3D 玻璃盖板技术可以应用于手机前盖板和后盖板。
	中框	公司目前拥有成熟纳米注塑技术、真空镀膜表面处理技术、塑胶表面金属化技术及金属 CNC 加工及表面处理技术等后模块核心技术。
	支架及结构件	
	外壳	

来源:公司公告,中泰证券研究所

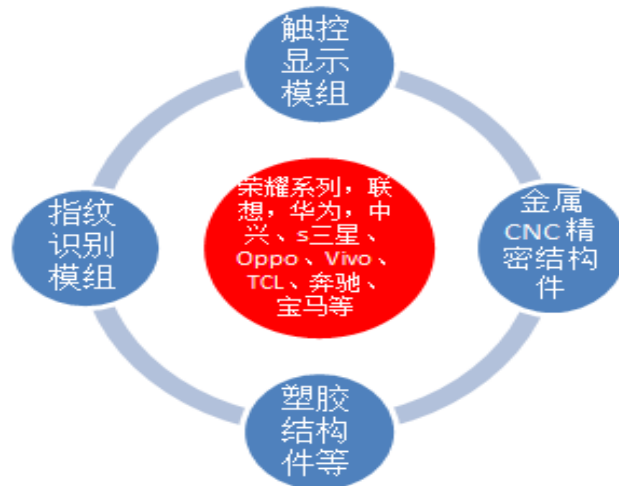
图表 13: 公司研发产品生产状态

项目阶段	研发项目	拟达到目的	对公司未来发展的影响
小批量生产阶段	蓝宝石产品曲面加工技术	满足特种产品的加工需要	逐步投入生产实现销售额,后续成为公司重要支撑。
	3D产品改进加工技术		
试生产阶段	3D盖板扫光技术	实现后盖曲面化、玻璃化、图案立体化和多样化。	
	CD纹以及曲面玻璃后盖加工技术		
	手机摄像头镜头的研发	实现手机摄像头镜头的批量生产	
	电容式Force Touch触控技术研发	实现电容式压力触控产品的量产	
研发阶段	裸眼3D显示技术研发	在手机、平板等移动终端设备上实现裸眼3D显示功能	通过走差异化技术路线,提升公司产品竞争力。
	新型OPVD光学镀膜技术的研发	实现光学镀膜技术	储备技术,争取与技术相关的产品订单。
	超声波指纹识别技术研发、曲面显示模组加工技术、3D悬浮触控技术等	满足特种产品的加工需要	

来源:公司公告,中泰证券研究所

- **下游终端客户广泛优质。**公司经过多年的经营及产业并购重组积累了一批消费终端优质的客户群体,并在手机结构件、触摸模组、指纹识别、外壳加工带来客户的协同效应,目前已与三星、华为、酷派、魅族、OPPO、VIVO、联想、华硕等国内外一线手机、平板,奔驰、宝马等汽车生产商,TCL 等可穿戴设备厂商建立长久稳定的合作伙伴关系,为公司定增项目的推广应用搭建了优质的客户平台。

图表 14: 公司优质客户



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

我们认为长期来看公司业绩空间巨大, 主要基于 (1) 公司未来三年凭借智能终端一体化服务优势和技术储备、客户优势, 叠加未来几年定增投产后在 17/18 年智能手机等终端竞争迸发的大年中产能和订单的释放; (2) 未来 3D 玻璃盖板+OLED 显示模组对公司 3D 玻璃和贴合业务的巨大拉动; (3) 来自于 VR/AR、指纹识别、可穿戴式等新兴领域带来强劲需求 (公司深圳联懋已经向 HTC 供应虚拟现实穿戴设备结构件, 目前已经接到客户单并开始批量交付)。

盈利预测及估值

- **主营业务收入和业绩预测:** 假设 17 年定增顺利实施, 募投项目产能逐渐爬坡, 我们预测未来三年营收分别为 51.08、78.73、96.63 亿元, 同比分别增长 31.48%、54.14%、22.73%, 归属母公司净利润分别 1.88、3.67、5.03 亿元, 同比分别增长 190.06%、94.73%、37.07%。

图表 15: 主营业务业绩拆分预测 (百万)

		2015 年	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入合计	3,885.23	5108.29	7873.72	614.87
	增长率	134.03%	31.48%	54.14%	5.00%
	综合毛利率	11.98%	16.09%	17.60%	18.22%
1、电容式触摸屏	收入	637.90	542.22	585.59	614.87
	增长率		-15.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	7.56%	10.00%	10.00%	10.00%
2、电阻式触摸屏	收入	86.42	43.21	38.89	38.89
	增长率		-50.00%	-10.00%	0.00%
	毛利率	21.68%	21.60%	21.60%	21.60%
3、手机视窗防护屏 (车	收入	331.81	232.27	267.11	293.82
	增长率		-30.00%	15.00%	10.00%

窗)	毛利率	9.70%	5.00%	10.00%	10.00%
4、平板电脑 等其他产品 防护屏	收入	11.12	8.90	8.01	7.61
	增长率		-20.00%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	43.53%	20.00%	20.00%	20.00%
5、全贴合屏 (深越光电)	收入	1,219.90	1829.85	2378.81	2616.69
	增长率	668.59%	50.00%	30.00%	10.00%
	毛利率	9.79%	10.00%	10.00%	10.00%
6、其他配件	收入	558.94	223.58	156.50	148.68
	增长率		-60%	-30.00%	-5.00%
	毛利率	507.03	12.00%	12.00%	12.00%
7、手机结构 件	收入	9.29%	1778.44	2716.39	3036.16
	增长率	889.22	100.00%	30.00%	8.00%
	毛利率		18.45%	22.00%	22.00%
8、平板电脑 结构件	收入	18.39%	299.84	389.79	420.98
	增长率	149.92	100.00%	30.00%	8.00%
	毛利率		242.87	315.73	340.99
9、模具	收入	123.21	19.00%	19.00%	19.00%
	增长率	17.82%	150.00	195.00	210.60
	毛利率		50.00%	40.00%	30.00%
10、触控一体 化				744.01	1488.02
				558.01	1116.01
11、指纹识别 模组				25.00%	25.00%
				393.62	787.25

来源：中泰证券研究所（黄色区域为募投项目产出）

- 估值与投资建议：**基于公司定增投产后打造的“触控显示+指纹识别+CNC 金属加工+贴合”一站式服务能力和基于贴合工艺的 3D 玻璃技术储备和优质客户，看好公司在未来 2-3 年享受“OLED+3D 玻璃”、汽车、VR 设备等智能设备创新带来的千亿级的市场机会，我们预测未来三年归属母公司净利润分别 1.88、3.67、5.03 亿元，同比分别增长 190.06%、94.73%、37.07%，EPS 分别为 0.30、0.44、0.64，给予目标价 14.53 元，对应 17 年 33 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 16: 可比公司盈利预测与估值比较 (Wind 一致性预测)

行业分类	公司名称	证券代码	收盘价 (12-13)	EPS			PE			ROE (%) 2015	市值 (亿)
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E		
3D玻璃	蓝思科技	300433.SZ	25.16	2.35	0.67	1.12	10.71	37.32	22.41	17.30	548.9
	凯盛科技	600552.SH	18.43	0.29	0.60	0.80	63.55	30.72	23.04	5.60	70.7
	华映科技	000536.SZ	14.57	0.20	0.29	0.34	74.72	49.47	42.29	5.32	251.9
	平均值			0.95	0.52	0.76	49.66	39.17	29.25	9.41	290.49
触摸屏	长信科技	300088.SZ	15.80	0.21	0.30	0.54	75.24	52.46	29.09	8.36	181.6
	莱宝高科	002106.SZ	11.91	-0.85	0.26	0.36	-14.01	45.83	33.08	-15.93	84.1
	欧菲光	002456.SZ	35.90	0.46	0.79	1.34	78.04	45.28	26.89	8.07	390.0
	平均值			-0.06	0.45	0.75	46.42	47.85	29.69	-3.79	132.84
CNC金属加工	劲胜精密	300083.SZ	7.19	-2.12	0.10	0.26	-3.39	71.90	27.94	-14.53	102.4
	华中数控	300161.SZ	25.20	-0.26	0.21	0.51	-98.55	118.81	49.61	-4.94	40.8
	长盈精密	300115.SZ	25.29	0.82	0.74	1.05	30.84	34.15	24.19	17.03	227.8
	平均值			-0.52	0.35	0.60	-23.70	74.95	33.91	-9.74	71.56
本公司	星星科技	300256.SZ	11.92	0.24	0.39	0.48	48.81	30.56	24.83	2.68	76.3

来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **市场竞争风险:** 盖板及触控产业、精密结构件竞争加剧, 若公司不能根据行业变化和市场需求及时调整客户和产品结构, 则公司的产品需求可能出现下滑
- **业绩承诺不能实现风险:** 公司 2015 年收购标的深圳联懋 2014 年、2015 年、2016 年承诺扣非后归属于母公司净利润分别不低于 8,000 万元、15,000 万元、18,000 万元, 目前 14 年完成承诺, 15 年未完成承诺, 16 年可能继续存在未完成承诺风险
- **重组整合风险:** 2015 年收购深圳联懋业务模式和生产管理和公司均有一定程度的差异, 因此, 重组完成后能否实现顺利整合以及整合的快慢都可能会对公司的正常业务发展造成一定影响

图表 17: 公司盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	429	1,678	3,885	5,108	7,874	10,100
增长率	-11.23%	291.0%	131.5%	31.5%	54.1%	28.3%
营业成本	-455	-1,395	-3,420	-4,286	-6,488	-8,244
%销售收入	106.0%	83.1%	88.0%	83.9%	82.4%	81.6%
毛利	-26	283	465	822	1,386	1,856
%销售收入	-6.0%	16.9%	12.0%	16.1%	17.6%	18.4%
营业税金及附加	-1	-5	-13	-13	-20	-25
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-12	-27	-33	-49	-76	-97
%销售收入	2.8%	1.6%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-85	-178	-255	-460	-709	-909
%销售收入	19.8%	10.6%	6.6%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	-124	73	164	300	582	825
%销售收入	-28.8%	4.4%	4.2%	5.9%	7.4%	8.2%
财务费用	-5	-26	-31	-43	-41	-36
%销售收入	1.2%	1.6%	0.8%	0.8%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-35	-27	-79	-26	-36	-26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-163	19	57	230	506	763
营业利润率	-38.0%	1.1%	1.5%	4.5%	6.4%	7.6%
营业外收支	6	10	18	60	60	60
税前利润	-157	29	75	290	566	823
利润率	-36.7%	1.7%	1.9%	5.7%	7.2%	8.1%
所得税	4	-15	-24	-87	-170	-247
所得税率	—	50.5%	32.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利润	-154	14	50	203	396	576
少数股东损益	-5	-13	-15	15	28	41
归属于母公司的净利润	-149	27	65	189	368	535
净利率	-34.8%	1.6%	1.7%	3.7%	4.7%	5.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-154	14	50	203	396	576
少数股东损益	0	0	0	15	28	41
非现金支出	81	120	232	196	221	204
非经营收益	2	29	34	-14	-12	-10
营运资金变动	148	-325	-359	638	-92	-11
经营活动现金净流	78	-162	-42	1,038	541	801
资本开支	191	291	266	394	-40	-40
投资	103	-125	-134	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-88	-416	-400	-394	40	40
股权募资	57	278	387	0	2,512	0
债权募资	-6	244	386	50	50	50
其他	-15	16	-173	-46	-48	-50
筹资活动现金净流	36	538	600	4	2,514	0
现金净流量	25	-39	158	648	3,095	841

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	259	235	444	1,078	4,144	4,944
应收款项	323	701	1,799	1,702	2,623	3,365
存货	197	353	907	883	1,247	1,471
其他流动资产	31	75	77	137	181	216
流动资产	810	1,364	3,226	3,800	8,196	9,996
%总资产	36.3%	44.8%	50.7%	52.6%	71.6%	76.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	620	732	1,201	1,405	1,238	1,077
%总资产	27.8%	24.0%	18.9%	19.5%	10.8%	8.2%
无形资产	780	857	1,812	1,892	1,895	1,897
非流动资产	1,420	1,681	3,135	3,420	3,255	3,096
%总资产	63.7%	55.2%	49.3%	47.4%	28.4%	23.7%
资产总计	2,230	3,045	6,361	7,220	11,450	13,092
短期借款	220	429	998	1,048	1,098	1,148
应付款项	597	790	1,783	2,306	3,491	4,437
其他流动负债	19	39	88	169	258	328
流动负债	835	1,259	2,868	3,523	4,846	5,912
长期贷款	0	35	118	118	118	118
其他长期负债	15	97	108	108	108	108
负债	851	1,390	3,095	3,750	5,073	6,139
普通股股东权益	1,327	1,615	3,242	3,431	6,310	6,845
少数股东权益	52	40	25	39	68	109
负债股东权益合计	2,230	3,045	6,361	7,220	11,450	13,092

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	-0.734	0.119	0.200	0.295	0.440	0.641
每股净资产 (元)	6.532	7.150	9.983	5.363	7.559	8.200
每股经营现金净流 (元)	0.382	-0.715	-0.129	1.600	0.615	0.910
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	-11.24%	1.67%	2.01%	5.50%	5.83%	7.82%
总资产收益率	-6.69%	0.88%	1.02%	2.61%	3.21%	4.09%
投入资本收益率	-8.96%	1.92%	2.79%	5.89%	11.79%	17.59%
增长率						
营业总收入增长率	-11.23%	291.00%	131.49%	31.48%	54.14%	28.28%
EBIT增长率	-2203.59%	159.18%	123.82%	83.53%	93.84%	41.74%
净利润增长率	-2044.53%	118.02%	141.95%	190.06%	94.73%	45.54%
总资产增长率	109.76%	36.52%	108.94%	13.49%	58.60%	14.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	195.9	94.8	100.9	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	131.9	71.9	67.2	75.0	70.0	65.0
应付账款周转天数	167.1	100.8	91.7	92.0	92.0	92.0
固定资产周转天数	358.0	116.0	74.5	75.3	46.6	28.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.82%	13.85%	20.56%	2.53%	-45.92%	-52.90%
EBIT利息保障倍数	-24.2	2.8	5.3	6.9	14.3	22.8
资产负债率	38.14%	45.66%	48.65%	51.94%	44.30%	46.89%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

