

电子元器件行业研究小组

分析师: 方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号: S0730511010006

研究支持: 贾建虎 jiajh@ccnew.com

成功转型的触摸屏防护玻璃厂商

——星星科技(300256)新股定价报告

研究报告-新股点评

发布日期: 2011/8/12

报告关键要素:

公司成功转产玻璃防护屏,产品面向快速增长的智能手机和平板电脑市场。公司通过募投项目将大幅扩大产能,新研发的2.5D和3D玻璃防护屏在业内处于领先地位,预计公司未来3年仍能维持快速增长趋势。建议公司的合理价值区间为18.46元-22.48元。

事件:

- 星星科技(300256)拟在创业板发行上市。公司计划发行A股2500万股,发行后总股本为10000万股,发行价21元,募集资金5.25亿元,用于扩大产能、扩建研发中心。

点评:

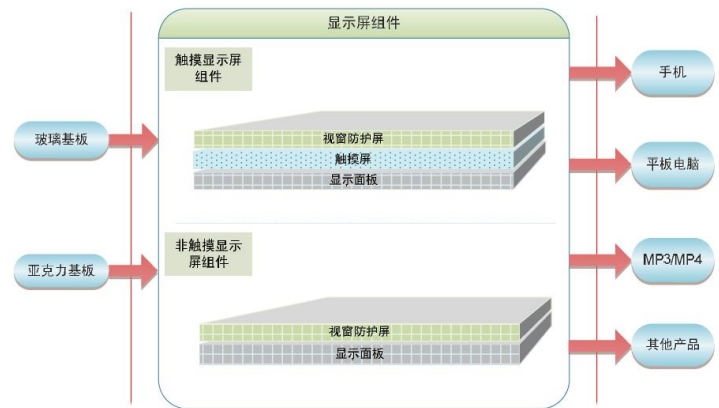
- 公司主要生产手机及平板电脑视窗防护屏。视窗防护屏主要应用于手机、平板电脑、MP3/MP4等电子产品,以高硬度、高透光的特性对电子产品的触摸屏或者一般液晶屏进行保护和装饰。10年公司视窗防护屏共销售3.04亿元,同比增长95.3%。

图 1: 公司视窗防护屏及使用该产品的智能手机



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

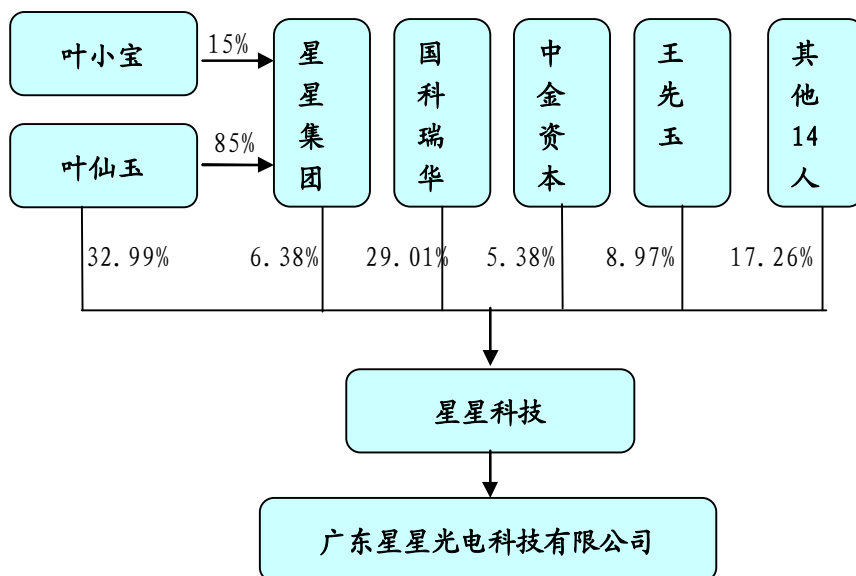
图 2: 防护屏在触摸屏或一般液晶屏上的安装结构



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

- 公司技术和管理负责人是第三大股东。公司的实际控制人是叶仙玉先生,共持有公司39.37%的股份。公司的董事长兼技术带头人王先玉先生是公司第三大股东,持有8.97%的股权。公司在上市前已经对核心人员实施了股权激励,有利于公司的长期发展。

图 3: 公司上市前股权结构

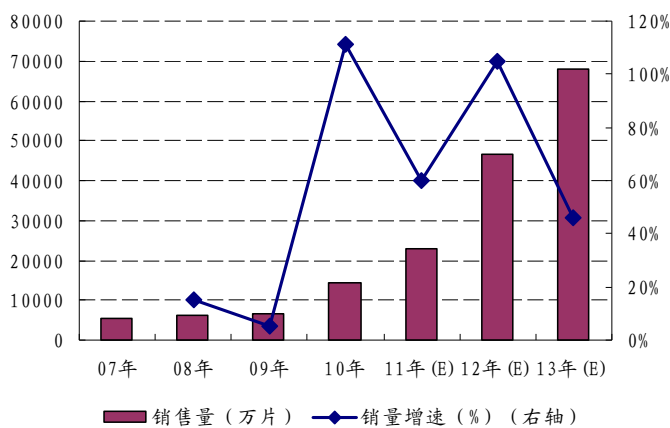


来源: 招股说明书

- **智能手机和平板电脑的发展带动了防护屏需求。**目前主流智能手机和平板电脑的屏幕一般采用电容式触摸屏, 在屏幕外层需要安装玻璃防护屏。iSuppli和IDC预测11年手机和平板电脑对玻璃防护屏的需求分别为2.27亿片和3500万片, 同比分别增长60%和22.86%。

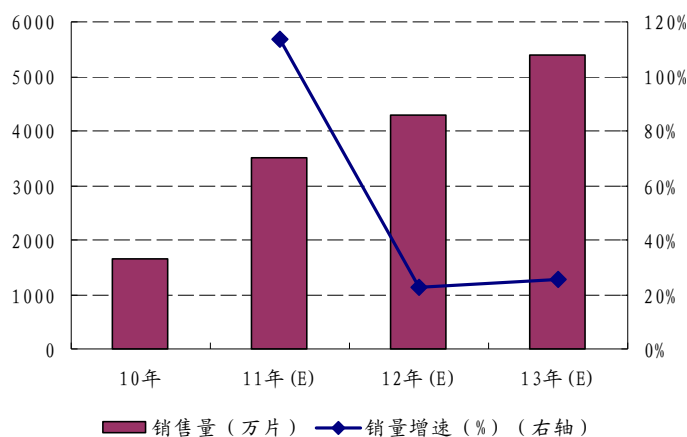
目前公司产品以手机玻璃防护屏为主, 08-10年公司该产品的销量为680万片、696万片和1792万片, 在全球的市场份额分别为11.8%、11.9%和13%。

图 4: 07-13 手机用玻璃防护屏的销量及增速



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

图 5: 平板电脑用玻璃防护屏的销量及增速



资料来源: 中原证券研究所、招股说明书

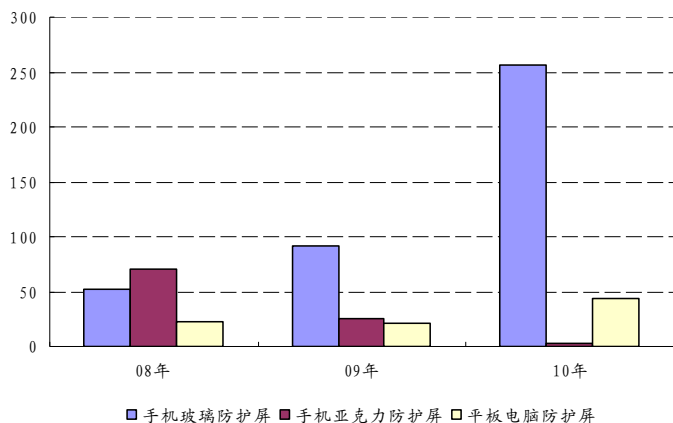
- **公司积极转产手机玻璃防护屏, 营业收入和毛利率均大幅提升。**

10年公司实现营业收入3.04亿元, 同比增长118.2%, 实现净利润5418万元, 同比增长96.04%。公司抓住智能手机高增长的市场机遇, 于08年开始转产手机玻璃防护屏, 该产品的销售额呈跳跃式增长,

08-10年分别销售5187万元、9135万元和2.57亿元，而原有的亚克力防护屏的规模逐渐缩小。

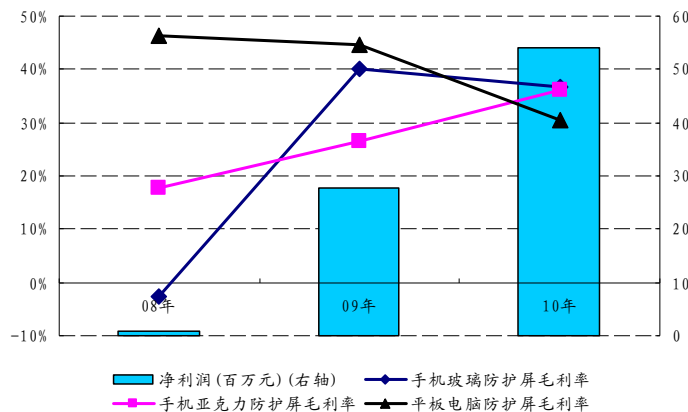
由于下游需求旺盛，公司玻璃防护屏的价格在09年以后大幅上升，产品毛利率明显提高。08-10年该产品的价格分别为8元、14.52元和14.34元，对应的毛利率分别为-2.66%、39.98%和36.8%。10年毛利率略有下降的原因：一是手机防护屏的单位成本从8.72元上升到9.06元，二是产品的平均售价从09年的14.52元下降到14.34元。

图 6：08-10 年 3 种产品的销售额（百万元）



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

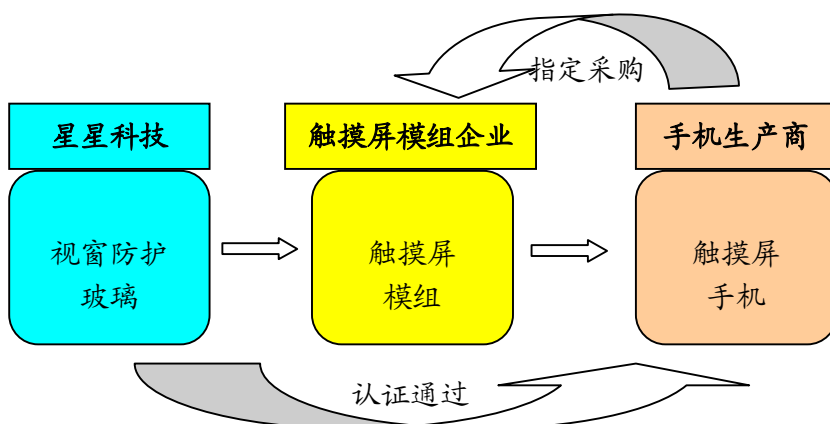
图 7：08-10 年公司净利润及 3 种产品毛利率



资料来源：中原证券研究所、招股说明书

- 公司主要通过触摸屏模组厂商为手机制造商供货。公司产品通过国际知名手机企业的认证，并由手机企业指定模组厂商定点采购。公司的直接客户（触摸屏模组厂商）包括台湾胜华(wintek)、Samsung Mobile Display Co.,Ltd.、美国耐普罗集团、富士康等，公司的终端客户主要有Nokia、RIM（黑莓）、三星、摩托罗拉、索爱等。公司是Nokia玻璃防护屏的主要供应商，10年采购比例达到70%。Nokia也是公司的第一终端客户，08-10年Nokia采购额在公司总收入中的占比分别为63.82%、71.15%和67.77%。11年2季度，Nokia智能手机的销售量和市场份额出现下滑，不过随着N9等新款智能手机投放市场，下半年的销售量还有待观察。Nokia智能手机的销量将直接影响公司未来的业绩增长。

图 8：公司手机防护屏业务模式



来源：中原证券研究所、公司招股说明书

表 1: 11 年 2 季度 Nokia 智能手机销量与其他企业比较 (单位: 百万部)

手机厂商	11 年 Q2 出货量	11 年 Q2 市场份额	10 年 Q2 出货量	10 年 Q2 市场份额	同比增长
Apple	20.3	19.10%	8.4	13.00%	141.70%
Samsung	17.3	16.20%	3.6	5.60%	380.60%
Nokia	16.7	15.70%	24	37.30%	-30.40%
RIM	12.4	11.60%	11.2	17.40%	10.70%
HTC	11.7	11.00%	4.4	6.80%	165.90%
其他	28.1	26.40%	12.8	19.90%	119.50%
合计	106.5	100.00%	64.4	100.00%	65.40%

来源: 中原证券研究所、IDC

- 公司以研发推动工艺进步, 产品良率逐年提高。10 年公司拥有技术人员 266 人、占员工总数的 11.88%。公司的研发投入逐年增加, 10 年达到 1588 万元, 占销售收入的 5.23%。

公司通过研发逐步掌握了玻璃防护屏的全套工艺, 包括 CNC (电脑数控) 加工、强化硬化、镀膜、贴膜等关键技术。公司产品良率从 08 年的 45.52% 增长到 10 年的 60.21%, 预计未来还有改善的空间。随着产品良率的上升, 公司的有效产能和毛利率将得到进一步提高。

表 2: 公司 08-10 年研发投入

	08 年	09 年	10 年
研发投入 (万元)	670.92	763.18	1587.83
销售收入 (万元)	14556	13919	30372
占比	4.61%	5.48%	5.23%

来源: 中原证券研究所、招股说明书

- 公司营运能力和同类型公司相当, 10 年存货周转率明显上升。公司的营运指标与同类型公司基本持平。公司各营运指标在 09 年出现低谷, 10 年全面恢复, 库存周转率大幅提升至 6.23。营运指标改善的原因是 10 年公司产品市场拓展顺利, 营业收入大幅增加。

表 3: 相关公司的营运能力对比

公司	指标	08 年	09 年	10 年
星星科技	应收账款周转率	3.77	2.64	3.66
	存货周转率	5.8	4.1	6.23
莱宝高科	应收账款周转率	4.83	4.52	7.12
	存货周转率	7.54	7.66	6.65
长盈精密	应收账款周转率	4.29	4.56	5.47
	存货周转率	3.99	2.88	2.46
长信科技	应收账款周转率	3.31	3.17	4.33
	存货周转率	6.02	5.97	8.4

来源: 中原证券研究所、Wind

● 募集资金用于扩产和研发

公司手机玻璃防护屏扩产项目的规划产能是3000万片/年，比现有产能增长167%，达产后将新增年均收入5.66亿元、年均净利润1.24亿元。平板电脑玻璃防护屏扩产项目的规划产能为400万片/年，达产后将新增年均收入2.26亿元、年均净利润4809万元，两个项目的建设期都是1.5年。

表 4: 公司募投项目概况

项目名称	总投资(亿元)	10年产能(万片/年)	达产后新增产能(万片/年)	达产后总产能(万片/年)
手机玻璃防护屏扩产项目	3.58	1800	3000	4800
平板电脑玻璃防护屏扩产项目	1.77	-	400	-
研发中心建设项目	0.52	-	-	-

来源: 中原证券研究所、招股说明书

公司研发中心建设项目主要突破四个技术方向: 全自动2.5D&3D玻璃热弯工艺、全自动2.5D&3D玻璃热压成型技术、玻璃新型切割成型技术、自动化工艺设备技术。这些项目将提升公司的工艺水平, 有利于公司的长期发展。值得一提的是, 公司2.5D和3D玻璃防护屏使智能手机的屏幕不再是千篇一律的平面, 增强了手机的美观性, 因而受到终端客户的欢迎。据悉, Nokia新款智能机N9即将采用2.5D玻璃防护屏。

● 盈利预测

考虑到公司以手机玻璃防护屏作为重点业务, 预计11-13年手机防护屏扩产项目的产能释放比例为35%、70%和100%, 而平板电脑防护屏扩产项目的产能释放比例是5%、40%和100%。随着行业竞争加剧, 预计11年公司手机防护屏价格将有较大幅度下滑, 产品毛利率降至30%, 12-13年继续小幅下滑。平板电脑领域的竞争相对缓和, 预计11-13年该产品毛利率在28%左右。预测公司11-13年的每股收益分别为0.80元、1.11元和1.65元。

表 5: 公司主营业务预期

单位: 百万元

产品	项目	09年	10年	11年E	12年E	13年E
手机玻璃防护屏	营业收入	91.35	256.88	478.83	706.79	938.19
	收入增速	76.12%	181.19%	77.15%	43.88%	43.30%
	营业成本	91.35	162.35	335.18	508.89	684.88
	毛利率	39.98%	36.80%	30.00%	28.00%	27.00%
平板电脑玻璃防护屏及其他	营业收入	21.48	44.29	55.62	134.88	270.75
	收入增速	-2.04%	106.18%	25.56%	142.52%	100.74%
	营业成本	11.92	30.85	39.49	97.11	197.65
	毛利率	44.51%	30.35%	29.00%	28.00%	27.00%
亚克力防护屏	营业收入	25.77	2.18	1.09	0.00	0.00
	收入增速	-63.59%	-91.55%	-50.00%	-	-
	营业成本	18.91	1.39	0.71	0.00	0.00
	毛利率	26.60%	36.27%	35.00%	-	-
总营业收入(百万元)		139.19	303.72	535.53	841.67	1,208.94
总营业成本(百万元)		85.68	194.69	374.82	604.65	879.82
总毛利(百万元)		53.51	109.03	160.71	237.02	329.12

来源: 中原证券研究所、招股说明书

表 6: 公司盈利状况预期

单位: 百万元

	09 年	10 年	11 年 E	12 年 E	13 年 E
营业总收入	139.19	303.72	535.53	841.67	1,208.94
营业总成本	108.07	243.98	446.89	717.56	1,024.19
营业成本	85.68	194.69	375.37	606.00	882.53
营业税金及附加	1.23	1.47	2.62	4.12	5.92
销售费用	2.28	4.73	10.71	16.83	18.13
管理费用	14.84	33.20	53.55	84.17	108.80
财务费用	1.99	5.47	3.37	4.50	6.02
资产减值损失	2.06	4.42	1.26	1.93	2.78
营业利润	31.11	59.74	88.64	124.11	184.75
加: 营业外收入	0.86	2.75	2.73	2.73	2.73
减: 营业外支出	0.01	0.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.97	61.66	91.37	126.84	187.48
减: 所得税	4.34	7.49	11.09	15.40	22.76
净利润	27.64	54.18	80.28	111.44	164.72
减: 少数股东损益	-	-	-	-	-
归属母公司的净利润	27.64	54.18	80.28	111.44	164.72
总股本 (万股)	10,000	10,000	10,000	10,000	10,000
基本每股收益 (元)	0.2764	0.5418	0.8028	1.1144	1.6472

来源: 中原证券研究所、招股说明书

● 投资建议

同类型上市公司11年平均市盈率为28.25倍。考虑到公司终端客户Nokia的智能手机市场前景不明朗,我们认为公司11年的合理市盈率在23-28倍,对应估值区间为18.46元-22.48元。

表 7: 可比公司市盈率

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		8 月 10 日	10A	11E	12E	10A	11E	12E
002106.SZ	莱宝高科	23.22	1.05	1.02	1.50	22.11	22.76	15.48
300155.SZ	长盈精密	32.74	1.06	0.87	1.28	30.89	37.63	25.58
300088.SZ	长信科技	17.78	0.93	0.73	1.19	19.12	24.36	14.94
平均市盈率						24.04	28.25	18.67

来源: 中原证券研究所、Wind

- **风险提示:** 终端客户较单一; 公司产品销售依赖下游的触摸屏模组企业; 人民币升值带来汇兑损失。

发行数据

发行价(元)	21.0
发行数量(万股)	2500
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011/08/05
上市日期	

基础数据(2011年6月28日)

每股净资产(元)	3.27
每股经营现金流(元)	0.1
毛利率(%)	35.9
净资产收益率(%)	22.1
资产负债率(%)	47.6
总股本/流通股(万股)	10000/2500
B股/H股(万股)	/

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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规, 报告撰写力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

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。本公司及其所属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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为, 必须注明报告的发布人和发布日期, 提示使用报告的风险; 非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性, 不得断章取义, 由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责; 刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系, 双方签订协议。