

2011年9月5日

星星科技

A股玻璃防护屏第一股

A
未有评级

300256.SZ-人民币 28.30

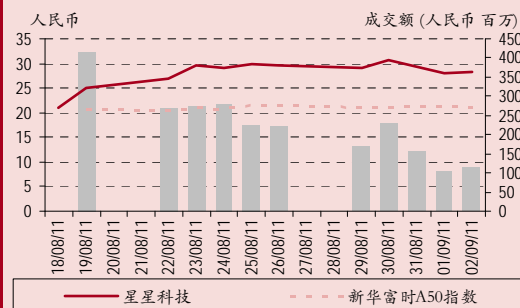
胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	-	-	-
相对新华富时A50指数(%)	-	-	-	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	100
流通股(%)	25.4
流通股市值(人民币 百万)	719
3个月日均交易额(人民币 百万)	205
净负债比率(%)	28
主要股东(%)	
叶仙玉	28.82

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

星星科技是平板显示防护屏细分行业中的领先企业。公司的主营业务是平板显示防护屏, 包括亚克力防护屏和玻璃防护屏。公司借玻璃防护屏需求高速增长东风, 持续改善产品结构, 不断提高玻璃防护屏在产品结构中的占比。公司的主要大客户为诺基亚, 并在不断开拓新客户。募投项目将主要投向手机玻璃防护屏和平板电脑防护屏产能扩充, 触决产能瓶颈问题, 有望未来受益玻璃防护屏行业高速增长。

主要发现:

- **玻璃防护屏细分行业正处在高速增长期。**随着触摸屏手机尤其是电容式触摸屏手机在手机出货量中的占比不断提升, 玻璃防护屏细分行业呈现爆发式增长; iPad 引领平板电脑需求高速增长, 平板电脑用玻璃防护屏成为驱动防护屏行业增长的又一大动力。
- **A股防护屏第一股。**星星科技是第一家主营业务以防护屏为主的A股上市公司。公司的主营业务是玻璃防护屏, 2010年手机玻璃防护屏的业务占比达到84.7%。公司已经掌握了CNC高精度加工技术、真空薄膜材料技术及材料表面改性加硬技术等生产玻璃防护屏的核心技术。
- **巩固原有客户、加大新客户开发力度。**目前公司的主要客户是诺基亚, 2010年诺基亚采购额占公司主营业务收入的67.8%。公司获得了多家主流手机厂商的产品认证, 具备良好的客户储备。公司是RIM公司智能手机防护屏的主要供应商, 我们预计公司未来将逐渐加大新客户开发力度, 致力于客户多样化。
- **募投项目扩大产能、增强竞争力。**公司募投项目将主要投向手机玻璃防护屏和平板电脑用防护屏生产, 募投项目将分别使手机和平板电脑玻璃防护屏产能增加3,000万片/年和400万片/年, 使对大客户的供应能力得到保障。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

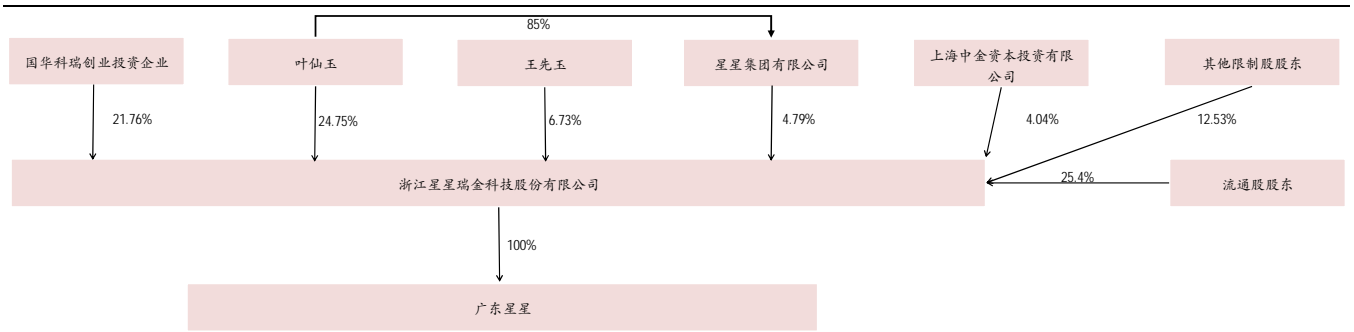
年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	139.19	303.72	534.32	835.36	1,243.94
增长率(%)		118.2	75.9	56.3	48.9
归属母公司股东净利润(百万元)	27.64	54.18	80.64	123.77	175.63
增长率(%)		96.0	48.8	53.5	41.9
每股收益(元)	0.48	0.82	0.81	1.24	1.76
市盈率(倍)	59.0	34.5	35.1	22.9	16.1
每股经营现金流量(元)	2.96	0.34	0.83	1.13	1.71

资料来源: 公司数据及万得资讯

公司概况

星星科技的前身星星有限成立于2003年9月，公司的主营业务是从事各种平板显示器视窗防护屏的研发、生产和销售。叶仙玉先生直接持有公司24.75%的股权，并通过其控股的星星集团控制星星科技4.79%的股权，叶仙玉先生是公司实际控制人。董事长王先玉先生是中科院理学博士，具有多年从事真空技术、真空镀膜的研发经验，在薄膜材料的开发研究方面有较强的造诣。

图表 2. 星星科技的股权结构



资料来源：公司数据

星星科技的主营产品是平板显示防护屏，按所用材质分为亚克力防护屏和玻璃防护屏，主要应用于手机、平板电脑、mp3、mp4 等消费电子产品，一方面起到美观的作用另一方面也起到对屏幕的防护作用。随着电容式触摸屏手机的占比提升，玻璃防护屏的需求飞速增长。

防护屏是处于高速成长期的电子细分行业

星星科技所处的细分行业为平板显示器视窗防护屏行业，属平板显示器件行业的子行业。

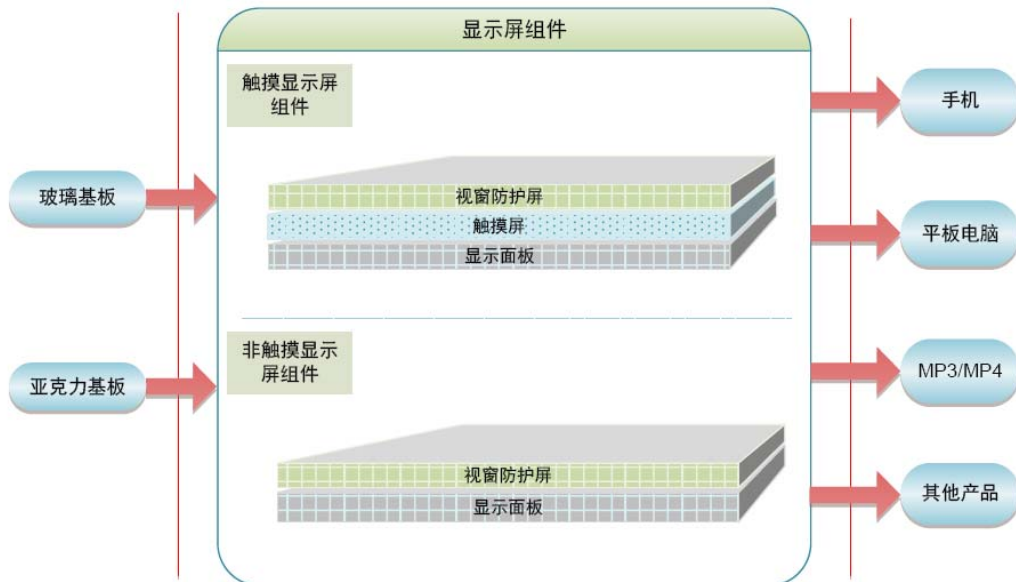
图表 3. 星星科技所处的行业子行业



资料来源：公司数据

视窗防护屏通常置于消费电子产品如手机等的显示面板或者触摸模组上方，是与外界媒介直接接触的界面，主要用以对手机、平板电脑、MP3/MP4 等产品的平板显示器进行装饰和保护，具有表面抗划伤、超薄防震、屏幕保护等功能。

图表 4. 平板显示器件与视窗防护屏之间的关系



资料来源：公司数据

手机视窗防护屏最早出现于第一代手机的 MSTN-LCD 屏（即黑白液晶屏）上。MSTN-LCD 液晶显示屏易破碎造成黑屏，严重影响手机的整体使用，因此设计者开始在液晶屏外加装防护屏，并逐渐成为手机不可或缺的构件之一。

显示技术的更新和新型显示材料的开发，推动了视窗防护屏升级换代，使其不再局限于最基本的对显示屏的保护功能。通过镀膜、贴膜和印刷等现代工艺手段，视窗防护屏能达到高清显示、放大显示、装饰等丰富的效果，为终端电子产品增添了功能和时尚元素。

从材质上看，防护屏主要分为亚克力防护屏和玻璃防护屏。亚克力防护屏的主要优点在于透光性好、耐候性好且价格低，主要缺点在于表面硬度不高，抗冲击性能差；与亚克力防护屏相比，玻璃防护屏的主要优点在于透光率和折射率高、机械性强、对紫外光有一定的吸收性。从手机上的应用来看，电容式触摸屏因其触摸模组表面有较复杂的电路，需要有较强保护，同时要强调较好的透光效果，因此电容式触摸屏基本全部采用玻璃式防护屏；而电阻式触摸屏因为要承受压力来定位，不宜采用玻璃防护屏。手机触摸屏的大比例应用成为防护屏行业增长的主要动力。

图表 5. 亚克力和玻璃防护屏性能对比

材料	性能特点	
玻璃	优点	透光率高、折射率高、机械性能强、对紫外线和强光有一定吸收作用
	不足	易碎、材质偏重、价格较高
亚克力	优点	透光性能好、耐候性佳、价格较低
	不足	表面硬度不高、易擦毛、抗冲击性能差、成型流动性能差

资料来源：公司数据

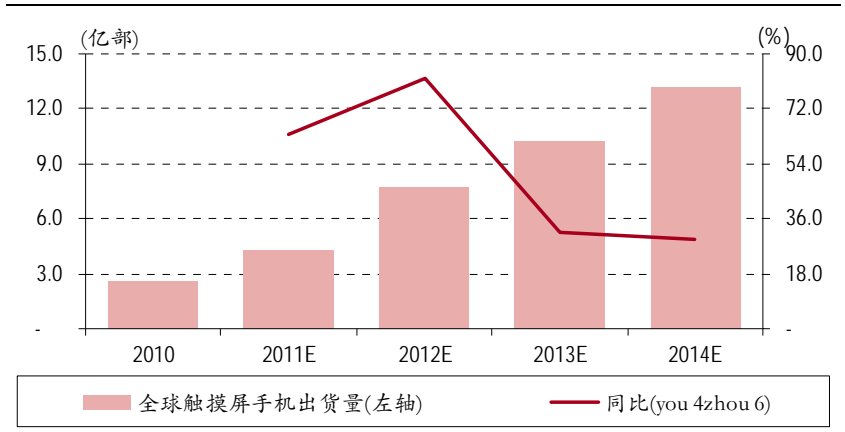
玻璃手机防护屏市场是随着触摸屏手机市场的兴起和成长而成长。从 2007 年苹果推出首款触摸屏手机以来，触摸屏手机凭借其操作便捷、大屏幕、外形时尚等特点迅速得到广大用户的青睐。

据 Canalys、IDC 预测，2011 年和 2012 年全球触摸屏手机出货量将分别达到 4.3 亿部和 7.8 亿部，同比增速将达到 63.8% 和 81.9%；2010 年-2014 年全球触摸屏手机出货量复合增长率将达到 42.0%。电容式触摸屏手机也将逐渐成为触摸屏手机中的主流，预计 2014 年全球电容式触摸屏手机的出货量将达 8.74 亿部。

触摸屏手机出货量的飞速增长将直接带动防护屏行业的快速发展，尤其是电容屏出货量的占比提升，将直接拉动对于玻璃防护屏的需求。

我们判断随着电容式触摸屏在手机中的占比不断提升，预计玻璃防护屏需求在未来几年将会高速增长。

图表 6. 触摸屏手机出货量预测

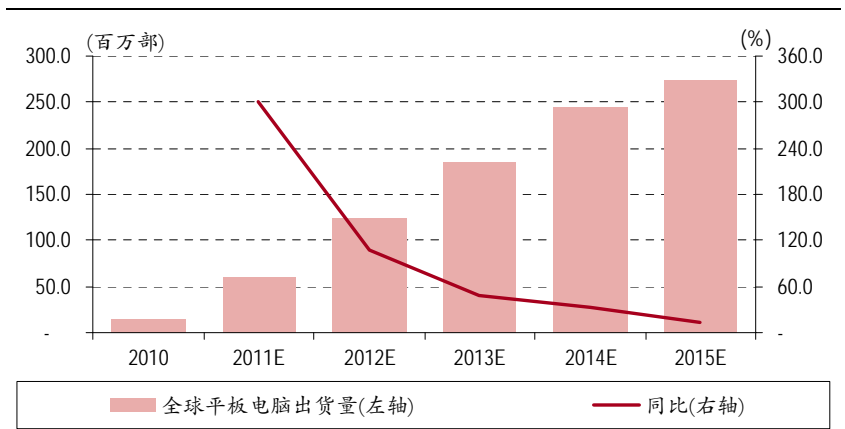


资料来源: Canalsy、IDC

平板电脑将是防护屏行业增长的另一动力。从iPad推出以来，平板电脑得到了消费者的追捧，并且从2010年开始成为除笔记本电脑、台式机和上网本之外个人电脑中的另一分支，其出货量甚至直接对笔记本和上网本的出货量形成压制。据iSuppli最新预测，全球平板电脑出货量在未来几年将维持高速增长。iSuppli预测2011年全球平板电脑出货量将达到6,000万部，而至2015年这一数字将达到2.8亿部，实现复合增长率79%。

平板电脑的主要功能之一即触控，且大部分平板电脑的触摸屏采用的是电容式模组，因此需要相应的配套玻璃防护屏起到保护作用。因此我们认为中大尺寸玻璃防护屏将是未来防护屏行业增长的重要支撑点。

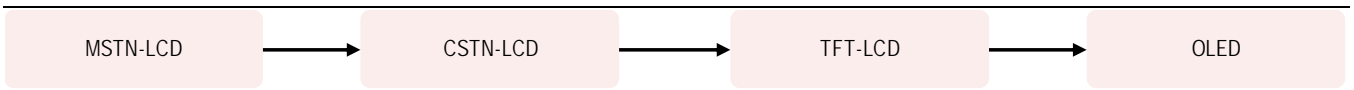
图表 7. 平板电脑出货量预测



资料来源: iSuppli

从显示技术演化角度来看,手机显示屏已经从最早 MSTN-LCD 屏(即黑白液晶屏)经历了 CSTN-LCD 彩色屏演进到现在主流应用的 TFT-LCD 屏,下一代最有希望成为主流显示屏的技术是 OLED(其中 AMOLED 最有希望有成为下一代显示技术主流)。防护屏从 MSTN-LCD 屏开始应用比例逐渐加大,触摸功能被应用到显示上后,玻璃防护屏的应用比例快速提高。在下一代 OLED 屏上,防护屏仍然将是不可或缺的重要组件,因此我们判断在可见的技术发展前景中,手机防护屏的需求将长期存在。

图表 8. 手机显示屏技术演化



资料来源: 中银国际

国内领先的防护屏生产厂商

星星科技是国内领先的手机防护屏生产厂商,其生产技术以 CNC 高精度加工技术、真空薄膜材料技术及材料表面改性加硬技术等为核心。

图表 9. 星星科技的主营产品



资料来源: 公司数据

手机及平板电脑防护屏是新兴的细分子行业，我们调研信息显示，目前行业内共有 60 几家生产手机防护屏的厂商，较大的专业防护屏生产商以蓝思、伯恩和星星科技为前三强。2010 年星星科技手机玻璃防护屏销售量为 1,791.6 万片，全球市场占有率为 12.6%。结合公司数据及我们的调研信息，我们判断星星科技的生产能力仅次于蓝思和伯恩。蓝思是全球最大的手机玻璃防护屏生产商，据行业估算，目前蓝思科技的出货量约占全球市场份额的 50% 左右；伯恩光学也拥有多条生产线用于生产各类手机、平板电脑玻璃视窗防护屏和亚克力视窗防护屏，主要客户包括三星、诺基亚、摩托罗拉、LG、联想、天宇等国内外手机厂商；比亚迪电子也是公司的主要竞争者，在手机视窗防护屏行业已占有一席之地，主要客户包括摩托罗拉、诺基亚等国际手机厂商。

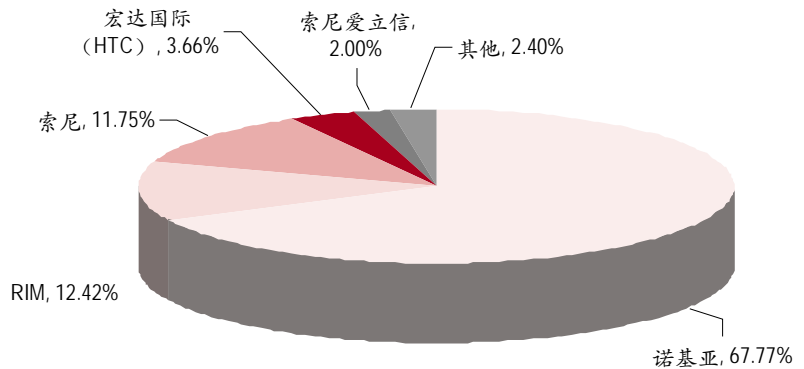
图表 10. 星星科技手机玻璃防护屏市场占有率

	2008	2009	2010
星星科技手机玻璃防护屏销量(万片)	679.6	696.0	1,791.6
市场占有率(%)	10.7	10.4	12.6

资料来源：公司数据

从客户结构看，蓝思和伯恩目前的供货以苹果产品为主，并同时供给一部分给三星等其他厂商；星星科技主要客户包括三星、诺基亚、摩托罗拉、LG、联想、天宇、RIM 等国内外手机厂商，目前诺基亚占比最大，并在努力开拓其他下游客户。以 2010 年为例，诺基亚是公司最大的客户，在公司营业收入中占比为 67.8%，RIM 是公司的第二大客户，在公司营业收入中占比为 12.4%。我们认为随着诺基亚和 RIM 等公司的电容触摸屏手机占比不断提高，公司的营业收入增长有望直接受益。

图表 11. 2010 年星星科技主营业务收入客户占比



资料来源：公司数据

公司的客户储备较多。诺基亚是公司第一大客户，我们的调研显示，公司目前是 RIM 智能手机玻璃防护屏主要供应商，目前 RIM 公司生产的触摸屏手机占比较低，国外媒体报道由 Verizon 定制的黑莓 Torch 9850 将会在今年的 9 月 8 日开始在美国预售，RIM 公司已经意识到触摸屏手机的巨大商机，我们认为 RIM 有可能在保持其全键盘手机特点的同时，加大全触摸屏手机的投入，从而为星星科技带来未来发展的商机。

此外公司在 2005-2009 年间陆续通过了西门子、索尼爱立信等公司的产品认证，打下了良好的客户储备基础。

图表 12. 星星科技已通过的客户认证情况

2005 年 4 月	通过西门子公司产品认证。
2005 年 8 月	通过摩托罗拉公司产品认证。
2006 年 3 月	通过诺基亚公司认证。
2007 年 9 月	通过微软公司认证。
2009 年 5 月	通过索尼公司 GP 认证。
2009 年 6 月	通过 RIM 公司认证。
2009 年 8 月	通过索尼爱立信公司认证。

资料来源：公司数据

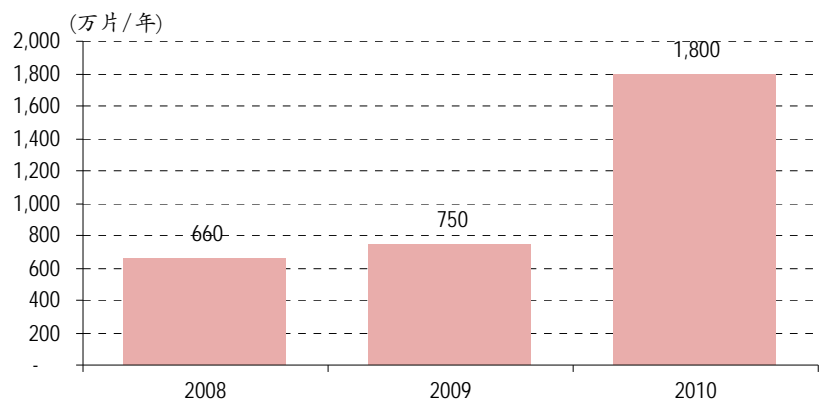
图表 13. 星星科技的主要客户



资料来源：公司数据

星星科技的产品结构不断优化。星星科技传统主营业务为亚克力防护屏，随着 iPhone 的兴起，玻璃防护屏以其美观、耐用、透光性好成为中高端触摸屏手机的首选，公司适时调整产品结构，加大玻璃防护屏方面的投入力度，玻璃防护屏产能从 2008 年的 660 万片/年迅速提升到 1,800 万片/年，以应对玻璃防护屏需求高速增长。公司未来将加大在玻璃防护屏方面的投入力度，通过募投项目进一步扩大玻璃防护屏产能。

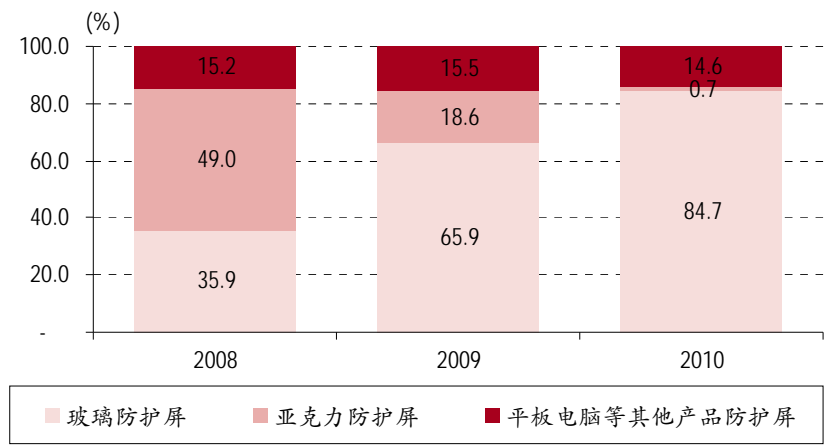
图表 14. 星星科技玻璃防护屏产能变化



资料来源：公司数据

公司主营产品结构持续优化。随着玻璃防护屏产能的提升，公司有能满足随电容式触摸屏手机需求增长而爆发的手机玻璃防护屏需求。2008年手机玻璃防护屏在主营业务中的占比为35.9%，至2010年手机玻璃防护屏的营业收入占比已经达到84.7%。我们判断随电容屏手机在手机出货量中的占比不断提升，玻璃防护屏在未来几年将成为手机防护屏需求的主流，公司适时调整产品结构加大玻璃防护屏的投入力度有利于营业收入维持高速增长，同时将帮助公司维持较好的盈利能力。

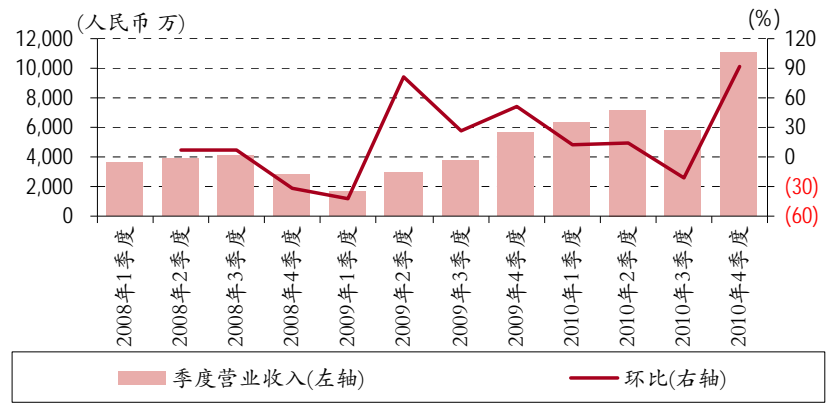
图表 15. 星星科技主营产品结构变化



资料来源：公司数据

营业收入变动具备季节性

星星科技的主营产品为手机及其他消费电子产品的防护屏，主要为消费电子产品配套，因此其营业收入具有较明显的季节性。一般下半年为消费电子产品旺季，因此公司3季度和4季度通常在全年营业收入中占比较高。以2010年为例，4季度公司营业收入占全年营业收入的36%。

图表 16. 星星科技季度营业收入


资料来源：公司数据

2011 年上半年业绩快速增长

2011 年上半年星星科技实现净利润同比增长 29.4%，其中营业收入同比增长 58.0%。我们认为公司的营业收入同比高速增长主要受益于触摸屏手机出货大幅增长带动玻璃防护屏需求攀升。

公司上半年毛利率小幅下降 1 个百分点，我们认为主要是由于公司所处消费电子上游，产品价格和毛利率符合消费电子趋势。我们认为公司 2011 年的管理费用率将会因上市费用确认而整体高于 2010 年，但从 2012 年开始公司将有望通过加强管理使费用率出现下降趋势。由于募投资金进入，我们判断 2011 年公司的财务费用有可能出现净收入。

图表 17. 星星科技 2011 年上半年业绩指标

(人民币, 百万)	2011 上半年	2010 年上半年	同比
营业收入	214.7	135.9	58.0
毛利	67.1	43.8	53.1
管理费用	3.9	1.5	152.0
销售费用	25.4	13.1	92.9
财务费用	5.8	0.9	564.2
净利	27.7	21.4	29.4
(%)			
毛利	31.2	32.2	(1.0)
管理费用	1.8	1.1	0.7
销售费用	11.8	9.7	2.1
财务费用	2.7	0.6	2.1
净利润	12.9	15.7	(2.9)

资料来源：公司数据

募投扩大产能应对行业高速增长

公司募投资金主要用于手机玻璃防护屏和平板电脑防护屏生产线的建设。手机玻璃防护屏和平板电脑防护屏项目分别投资 3.6 亿元和 1.8 亿元，计划新增年产能手机玻璃防护屏 3,000 万片和平板电脑防护屏 400 万片。

募投项目主要在星星科技东莞工厂实施，预计项目达产后，手机玻璃防护屏和平板电脑防护屏项目将分别实现年销售收入 5.7 亿元和 2.3 亿元，实现年净利润 1.2 亿元和 4,800 万元。

我们认为公司的募投项目将缓解公司目前产能瓶颈，同时产能扩大有利于对下游客户供货能力的保障，从而使公司与下游客户的关系更为紧密。

图表 18. 星星科技 2011 年上半年业绩指标

项目名称	投资总额 (万元)	新增产能 (万片)	年新增销售收入 (万元)	年均净利润 (万元)
项目一 高强度超薄手机视窗玻璃防护屏生产线建设项目	35,842	3,000	56,623	12,428
项目二 高强度超薄平板电脑视窗玻璃防护屏生产线建设项目	17,675	400	22,646	4,809
项目三 研发中心建设项目	5,236	-	-	-
项目四 其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

资料来源：公司数据

风险

行业内生产厂商产能快速增长导致竞争激烈，从而影响公司盈利能力；公司主要客户诺基亚在营业收入中占比较高，如公司其他客户开拓不顺利，将影响公司长期发展。

初步结论

公司所处行业为快速增长的显示器件子行业，行业增长前景光明，我们认为随着募投产能扩大，公司将有能力在更多主要客户中提高供货占比，公司在未来几年将受益于防护屏行业的快速增长。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371