

电子零部件制造
署名人: 李超
S0960511030016
021-62178345
lichao@cjis.cn

星星科技

300256

推荐

Lumia、产能释放、良品率提升催生业绩拐点

基于 Window Phone 系统的诺基亚 Lumia 系列手机 (Lumia 710/800/900) 近期有望在中国上市, 如果该系列机型热销将有效拉动公司玻璃防护屏的出货量。

投资要点:

- **下游客户主要是诺基亚, 有望受益于新推出的 Lumia 手机系列。**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%。此外公司已经开始切入华为、中兴的手机防护屏供应链, 目前还处于合作初期。我们分析, 由于公司一直是 Nokia 手机防护屏的重要供应商, 如果 Lumia 手机系列热卖, 将有效拉对公司动玻璃防护屏产品的需求。
- **随着东莞项目产能逐渐释放及良品率的提升, 公司有望迎来业绩拐点。**东莞项目一期 1000 万片手机防护屏的产能从去年一季度开始逐渐投产, 四季度基本达到满产状态 (东莞 1000 万片、台州 2000 万片); 东莞二期的 2000 万片产能的设备也已经开始投资, 预计今年中期可以投产。但新增产能产品质量和良品率有个逐渐提升的过程, 这影响了公司毛利率水平, 去年 1-9 月份毛利率 30.1%、其中第三季度 28.5%。根据快报, 2011 年公司实现收入 5.62 亿元、同比增长 85.3%, 实现净利润 5748 万元、同比增长 6.1%, 远远低于收入增速。我们分析, 受益智能手机市场需求旺盛、产能释放和良品率提升, 公司业绩将快速向上。
- **良品率提升的困难是重要的行业进入障碍。**玻璃是脆性材料、透明材料, 可加工性很差, 划伤、蹦边、脏污等都会导致产品不合格。目前公司的亚克力产品良品率可以做到 90% 多, 玻璃的综合良品率 60% 左右。目前能形成自动线的也就是切割、磨边、抛光、清洗、钢化这些前道工序, 后道的印刷、贴膜 (LOGO、防爆、防指纹膜) 等工序很难自动化。
- **单片玻璃触控技术路线短期内对公司主业影响不大。**我们分析, 在 OGS 或 Touch On Lens 方案中, 玻璃的切割、强化等处理可能是工艺难点, 公司具有相对竞争优势, 未来在制程的垂直整合中或许占有先机。
- **给予“推荐”评级, 6-12 个月目标价格 29.7 元。**我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 0.57、0.99 和 1.49 亿、年均增长 40%, 每股收益分别为 0.57、0.99 和 1.49 元。给予“推荐”评级, 6-12 个月目标价 29.7 元、对应 2012 年 30 倍 PE。

风险提示: 客户集中度较高、技术路线风险、下游需求波动、原材料价格波动等

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	304	563	831	1155
收入同比 (%)	118%	85%	48%	39%
归属母公司净利润	54	57	99	149
净利润同比 (%)	96%	6%	73%	50%
毛利率 (%)	35.9%	24.7%	26.4%	28.2%
ROE (%)	22.1%	7.2%	11.3%	15.0%
每股收益 (元)	0.54	0.57	0.99	1.49
P/E	37.19	35.07	20.30	13.51
P/B	8.20	2.51	2.29	2.02
EV/EBITDA	32	27	16	10

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 29.70 元

当前股价: 20.15 元

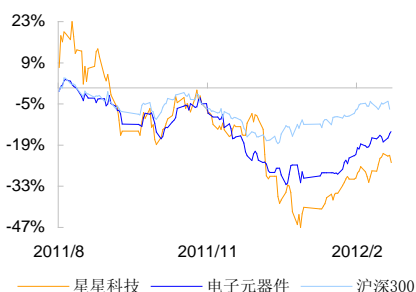
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2373.77
总股本(百万)	100
流通股本(百万)	25
流通市值(亿)	5
EPS (TTM)	0.57
每股净资产 (元)	7.84
资产负债率	17.60%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
星星科技	16.11	-11.96	-28.31
电子元器件	13.05	7.77	-9.40
沪深 300 指数	5.82	8.21	-2.55



相关报告

一、iOS、Android 和 Windows 三大阵营代表产品比较

2011 年 10 月 26 日，在英国伦敦举行的 Nokia World 上，诺基亚首发了两款基于 Microsoft Windows Phone 系统的智能手机 Lumia 800 和 Lumia 710，今年 2 月份又在 MWC 上发布了 Lumia 900 全球版，目前已经开始预售。这是诺基亚宣布与微软建立联盟后的主要成果，也是诺基亚应对手机行业变革的最新努力。

我们分析，作为诺基亚和微软在智能手机领域的最新成果，Lumia 900 在硬件配置上并不输于 Apple 和 Google 阵营的竞争对手，短期内有望获得不俗的市场表现，但长期而言与铺货渠道、市场定价和应用商店的软件数量等有密切关系。

表 1: iOS、Android 和 Windows 三大阵营代表产品比较

	Apple	Samsung	Nokia
	iPhone 4S	Galaxy S2 I9100	Lumia 900
操作系统	iOS 5	Android 2.3	Windows Phone 7.5-Mango
显示屏	3.5 英寸触控 Retina 屏	4.3 英寸触控 AMOLED 屏	4.3 英寸触控 AMOLED 屏
CPU	A5 双核	1.2GHZ 双核	1.4GHZ 单核
机身内存	16G-64GB	16GB	16GB
主镜头	800 万像素	800 万像素	800 万像素
连接性	Bluetooth/WLAN/GPS	Bluetooth/WLAN/GPS	Bluetooth/WLAN/GPS
尺寸	115.2*58.6*9.3mm	125.3*66.1*8.49mm	127.8*68.5*11.5mm
重量	140g	116g	160g
电池	3G 网络通话 8 小时	1650mAh	1830mAh、通话 7 小时
官网零售价	4988-6788 RMB	4299-4499 RMB	--

资料来源：Apple、Samsung、Nokia

图 1: Nokia Lumia 900



图 2: Apple iPhone 4S(左)和 Samsung Galaxy S2 I9100(右)



资料来源：Nokia、Apple、Samsung

二、全球智能手机市场和三大阵营的结构性变化

根据 Gartner 的数据，2011 年全球智能手机出货量约 4.76 亿部、同比增长 59.5%。其中 Android 系统的出货量约 2.2 亿部、增长约 228%、市场份额 46%左右，iOS 系统的出货量约 8900 万部、增长约 92%、市场份额 19%左右，Windows 系统的出货量约 1000 万部、出现了约 15%的负增长、市场份额在 2%左右，Symbian 系统出货量和 iOS 不相上下、仍高达 8900 万部左右、市场份额 19%。

2012 年全球智能手机市场仍将保持较快增速，预计出货量可以达到 6.15 亿部、继续增长 30%左右。其中 Android 系统的出货量增长约 48%、市场份额有望提高到 53%，iOS 系统的出货量增长约 42%、市场份额达到 20%以上。由于诺基亚的重心从 Symbian 系统转向 windows Phone 系统，2012 年最大的变化就是 windows 系统的出货量有望增长 400%以上、达到 5200 万部量级，市场份额提升到 8.6%，从而成长为仅次于 Android 和 iOS 的操作平台。

图 3: 全球智能手机出货量

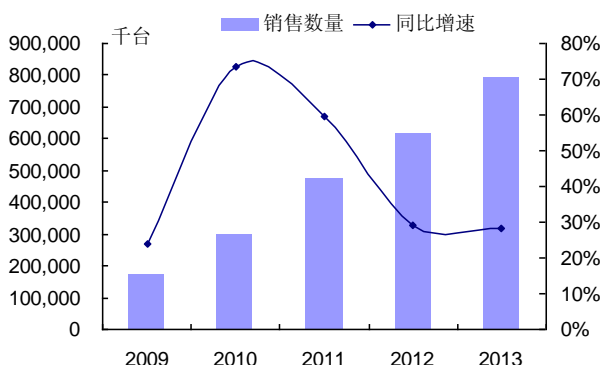
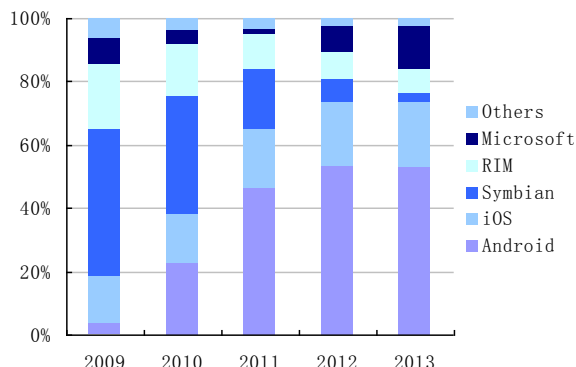


图 4: 全球智能手机出货量市场份额 (按操作系统分类)



资料来源: Gartner (Jan,2012)

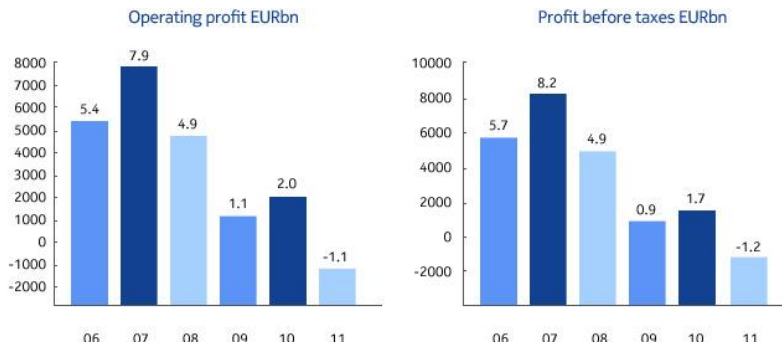
就诺基亚公司而言，近年在网络系统设备和终端市场表现均差强人意，陷入增长停滞。智能手机和以中国为首的亚太市场将是其实现复兴的重要变量。

Nokia 2011 财年收入 386.6 亿欧元、同比下滑 9%，税前利润亏损 12 亿欧元。从市场区域看，以中国为首的亚太区域占到公司收入的 45%左右，仅大中华区就占到 16%。从产品看，公司仍是全球最重要的手机厂商，根据 Gartner 数据，2011 年 Nokia 手机出货量 4.22 亿部、份额 23.8%，远远领先于第二位三星的 3.14 亿部；其中智能手机出货量超过 8400 万部、份额 18%左右，排在苹果和三星后。

图 5: Nokia 收入变动趋势



图 6: Nokia 利润变动趋势

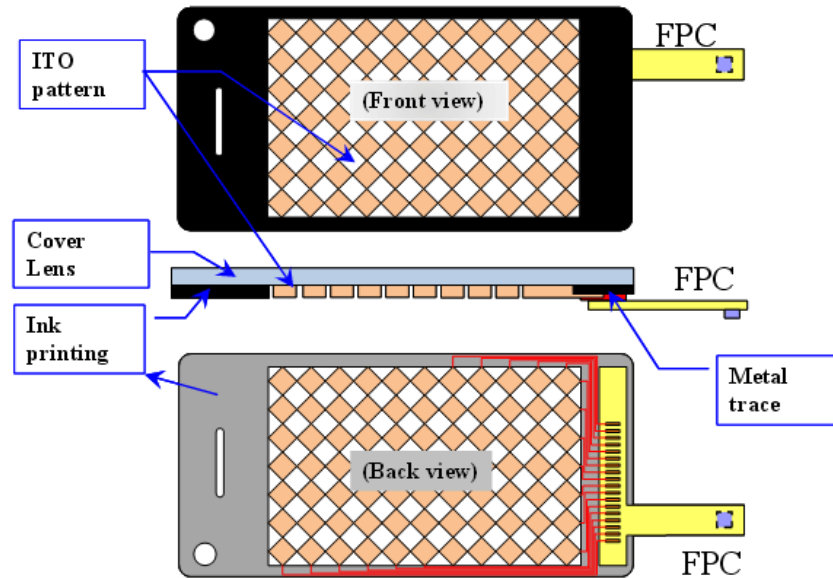


资料来源: Nokia

三、TOL、In-Cell、On-Cell 技术趋势对公司影响探析

为达到降低成本和满足终端厂商轻薄化设计的要求,目前触控厂商都陆续开发 Cover Lens 一体结构的触控技术,这种结构主要是将 ITO 感测器直接制作在电容触控屏的 Cover Lens (保护玻璃)表面上。业内称之为 One Glass Solution, OGS, 或 Touch On Lens, TOL 方案。目前台湾胜华、达鸿等厂商均推出了搭配台系触控 IC 的单片玻璃式触控模组解决方案。

图 7: 单片玻璃式触控面板技术结构



资料来源: 胜华、TRI

我们分析,在 Touch On Lens 方案中,玻璃的切割、强化等处理可能是工艺难点,公司具有相对竞争优势,未来在垂直整合中或许占有先机。

在 Cover Lens 上制作触控感测器大致分成两种方式:一是直接向美国康宁、日本旭硝子或国内的蓝思、伯恩采购强化玻璃基板,然后将 ITO 触控感测器制作在基板上,再切割成面板大小;二是直接采购一般玻璃,切割为面板大小、钻孔、修边、然后予以强化,再制作 ITO 感测器。目前大多数触控面板厂均采用第一种方式,先制作 ITO 感测器再切割,但完成切割后仅是半成品,切割面、钻孔的部分为满足抗冲击要求,还需要二次强化处理。我们分析,无论强化玻璃切割,还是后续的二次强化处理,公司都有丰富工艺沉淀,未来在垂直整合制程时,或许更需要的是对 ITO 感测器制作设备的投资。

除此之外,全球主要的 TFT-LCD 和 AMOLED 面板厂商也纷纷研发直接将触控功能内建于显示面板内的内嵌式触控技术。按照触控感测元件的位置,分为 In-Cell 和 On-Cell 两种,前者将触控感测器制作于 TFT 基板上,后者制作在彩色滤光片上。虽然内嵌式触控面板可以简化供应链、面板厂商可以达到制程的一体化,但目前除了采用 On-Cell 技术的 AMOLED 面板厂 SMD 稳定量产外,目前良品率仍是其实用化的关键门槛。另外,我们分析,开发这两种技术的主流厂商仍将采用电容感测方式,仍需要加装 Cover Lens,未来对公司主营业务基本无影响。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	245	566	545	628
现金	59	279	125	50
应收账款	99	134	197	274
其他应收款	18	28	42	58
预付账款	27	42	61	83
存货	42	83	120	163
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	224	408	584	750
长期投资	0	0	0	0
固定资产	161	365	541	708
无形资产	42	42	42	42
其他非流动资产	21	1	1	1
资产总计	468	974	1129	1377
流动负债	217	172	248	382
短期借款	128	0	0	46
应付账款	83	170	245	332
其他流动负债	6	2	3	4
非流动负债	6	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	0	0	0
负债合计	223	172	248	382
少数股东权益	0	0	0	0
股本	75	100	100	100
资本公积	153	627	627	627
留存收益	18	75	154	269
归属母公司股东权益	246	802	881	995
负债和股东权益	468	974	1129	1377

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	25	47	59	112
净利润	54	57	99	149
折旧摊销	0	14	24	34
财务费用	5	-3	-7	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-20	-61	-74
其他经营现金流	-34	-2	4	5
投资活动现金流	-179	-200	-200	-200
资本支出	180	200	200	200
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	153	373	-13	13
短期借款	98	-128	0	46
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	63	25	0	0
资本公积增加	105	474	0	0
其他筹资现金流	-113	3	-13	-33
现金净增加额	-1	220	-154	-75

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	304	563	831	1155
营业成本	195	424	612	830
营业税金及附加	1	3	4	6
营业费用	5	9	13	18
管理费用	33	65	96	133
财务费用	5	-3	-7	-2
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	60	65	113	170
营业外收入	3	1	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	62	66	113	170
所得税	7	8	14	21
净利润	54	57	99	149
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	54	57	99	149
EBITDA	65	76	130	202
EPS (元)	0.54	0.57	0.99	1.49

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	118.2	85.3%	47.7%	39.0%
营业利润	92.0%	8.9%	74.3%	50.2%
归属于母公司净利润	96.0%	6.1%	72.7%	50.2%
获利能力				
毛利率	35.9%	24.7%	26.4%	28.2%
净利率	17.8%	10.2%	11.9%	12.9%
ROE	22.1%	7.2%	11.3%	15.0%
ROIC	18.1%	10.4%	12.3%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	47.6%	17.6%	22.0%	27.7%
净负债比率	57.46	0.00%	0.00%	12.06%
流动比率	1.13	3.30	2.20	1.64
速动比率	0.93	2.80	1.71	1.21
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.78	0.79	0.92
应收账款周转率	3	5	5	5
应付账款周转率	3.15	3.36	2.95	2.88
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.57	0.99	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.47	0.59	1.12
每股净资产(最新摊薄)	2.46	8.02	8.81	9.95
估值比率				
P/E	37.19	35.07	20.30	13.51
P/B	8.20	2.51	2.29	2.02
EV/EBITDA	32	27	16	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超，电子行业分析师。理学学士、管理学硕士，在富士通（中国）通信业务部门工作多年，涉及供应链、生产制造和研发等环节，2008 年 6 月加入中投证券研究所，先后获得今日投资 2009 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 2010 年行业研究领先奖。

覆盖公司：生益科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、立讯精密、长盈精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、星星科技、安洁科技、中瑞思创、达华智能、北斗星通、国腾电子、江海股份、银河磁体、环旭电子、共达电声等。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434