

2014 年 7 月 28 日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn
联系人：王凌涛
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn

布局可穿戴逐步发酵，估值提升空间明确

——*ST 合泰（002217）事件点评

事件：

公司今日发布了“关于公司全资子公司江西合力泰拟收购捷晖光学科技股份有限公司 100% 股权暨公司股票复牌的公告”。江西合力泰拟以自有资金通过直接或间接收购方式，收购捷晖光学已发行全部股份。根据双方认可的目标公司未来三年的净利润增长率，本次收购的定价总额不超过人民币 8,000 万元。本次认购完成后，江西合力泰将直接或间接持有捷晖光学 100% 的股权。捷晖光学是一家依据台湾法律合法注册并有效存续的股份有限公司。捷晖光学拥有 UV 压印的微型结构技术、多层堆叠有色的真空镀膜(包括金属及非金属镀膜)技术、高透光低反射的光学镀膜技术，主要从事智能穿戴、手机的面板（含塑料、玻璃、蓝宝石玻璃）的研发、设计、后端加工和销售业务。

评论：布局可穿戴逐步发酵，估值提升空间明确

*ST 合泰是一家去年成功借壳上市的触控显示类电子公司，公司主要产品包括新型平板显示器件、触摸屏、摄像头及其周边衍生产品（含模块、主板、方案、背光、外壳、电子元器件）等等。合力泰是国内继信利、超声之外第三大具备从液晶模组到触控组件一体化供应能力的公司。公司 2004 年成立，在液晶、触控产品整合领域具有非常深厚的技术积累和生产经验。当下外挂式触控产品市场竞争非常激烈，手机厂商一般要求完成与液晶模组的贴合后再一体化交付，这对触控模组厂商的液晶模组整合能力提出了很高的要求。合力泰由于自身就有液晶模组生产厂，因而在触控显示一体化供应方面具备先发优势。

1. 国内 A 股市场柔性显示第一标的

应用于可穿戴市场的液晶显示器件由于功耗和显示等级要求的不同，一般不使用常见于手机端的硬质 TFT-LCD，而是使用诸如：TN/STN、AMOLED/PMOLED（小尺寸）、电子纸等功耗低、可柔性弯曲、非自主发光等类型产品，譬如说目前市面上易见的 NIKE Fuelband、Fitbit 等产品皆是采用此类显示材料。

公司成立之初的主要产品就是 TN/STN，具备全道 TN/STN 面板至模组生产线。由于 TN/STN 目前市场已无新增产线，存量应用都集中于需要多年认证的工业控制与医疗领域。因此该类产线现在已然是公司毛利率最高的产品组成部分，同时也是稳定的现金牛。

公司在显示器件领域具备深厚的积淀，可用于可穿戴设备或小型手表的小尺寸彩色 AMOLED 和单色 PMOLED 亦有在产产品，并且与台湾和日本的相关下游厂商建立了稳定的供应关系。

公司今年上半年与广州奥翼达成战略合作协议。奥翼是全球除台湾元太外第二家可量产电子纸公司，拥有 100 多项独立自主的专利和完整的知识产权体系及电子纸膜片的生产能力。合力泰针对广州奥翼的电子纸显示模组产品特性投资生产厂房、设备、人员并进行生产和销售，广州奥翼按照步骤逐步将客户转移到江西合力泰，最终广州奥翼只进行电子纸的生产及研发，且只提供给力泰，合力泰生产成电子纸模组产品自行进行销售。这意味着

合力泰已是大陆唯一的电子纸模组供应商，稀缺属性不言而喻。

不仅如此，合力泰在应用于柔性显示和触控的曲面贴合技术方面在国内具备非常领先的优势：公司具备多项曲面贴合独有专利，同时在超薄触控+显示一体化贴合技术方面亦在国内居于前三甲的位置。综合以上，合力泰毫无疑问是国内应用于可穿戴领域的柔性显示最佳标的。

2.收购捷晖光学补充面板处理短板，同时进一步获取国际可穿戴客户资源

从公告简介中不难看出，捷晖光学是一家精于 UV 压印、真空镀膜、光学镀膜的面板处理类企业。合力泰在去年借壳上市前后随着业务规模的扩大，已使用自有资金建设了面板玻璃生产线，但在面板的精细处理领域，合力泰依然有着很多不足，特别是在对光学处理（诸如增透、防反射等）要求日益提高的当下消费电子产品市场，面板的精细镀膜和光学处理已经成为优秀显示模组供应商不可或缺的技术要求，而且这一块所带来的利润增值比率远超单一的玻璃盖板。

捷晖光学的主要客户为 HTC、GARMIN、TOMTOM、MITAC 等全球知名的手机和 GPS 智能穿戴客户，对于合力泰的客户资源是一个非常有益的补充，而且以上客户群产品偏向可穿戴以及手持式运动装置，对于公司而言，在可穿戴客户资源方面的增加与积累更具实际意味。

3.收购资产估值不足 10 倍，具备较高估值提升空间

依据公告披露数据，捷晖光学（台湾）2014 年上半年净利润已达人民币 833.3 万元，按照消费电子类企业的营收规律，我们保守预估捷晖光学 2014 年全年净利润应在 1500 万元以上。公司本次用于收购捷晖光学将根据双方认可的目标公司未来三年的净利润增长率，定价为不超过人民币 8,000 万元，我们以上限 8000 万元计算捷晖光学 2014 年业绩预估估值仅为 5.3 倍，以 A 股上市公司同类型公司估值计算，A 股同类型企业合理估值应在 30-40 倍区间，该资产注入上市公司之后依然有很大的估值提升空间。

4.给予合力泰买入评级

我们预计公司 14-15 年的 EPS 分别为 0.244、0.356 元，公司目前股价对应今年与明年 EPS 的估值分别为 26.31 倍和 17.93 倍，低于行业平均估值，考虑到公司在布局可穿戴柔性显示方面的稀缺性，公司目前估值具备相当程度的安全边际，我们首次覆盖并给予买入评级，中期合理估值应在 35-40 倍左右，目标价 9 元。

风险提示：

- 1.捷晖光学收购案未获大陆或台湾监管部门批准。
- 2.触控显示模组市场竞争加剧，公司业绩不达预期。
- 3.*ST 风险提示在 2014 年年报发布前无法摘除。

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1192.97	2800.61	4014.11	5331.14
增长率(%)	0.82%	134.76%	43.33%	32.81%
净利润（百万元）	-63.41	262.75	383.72	478.44
增长率(%)	-443.78%	514.34%	46.04%	24.69%
摊薄每股收益（元）	-0.059	0.244	0.356	0.444
ROE(%)	-7.72%	16.28%	17.24%	16.00%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1. 盈利预测

证券代码:	002217.sz				股票价格	6.74	投资评级:	买入 日期 20140728			
财务指标	2013A	2014E	2015E	2016E			每股指标与估值	2013A	2014E	2015E	2016E
盈利能力							每股指标				
ROE	-7.72%	16.28%	17.24%	16.00%			EPS	-0.06	0.24	0.36	0.44
毛利率	7.84%	21.68%	21.44%	20.97%			BVPS	0.762	1.496	2.064	2.773
期间费率	10.88%	8.52%	7.68%	7.91%			估值				
销售净利率	-5.69%	10.05%	10.24%	9.61%			P/E	-109.18	26.35	18.04	14.47
成长能力							P/B	8.43	4.29	3.11	2.32
收入增长率	0.8%	134.8%	43.3%	32.8%			P/S	5.80	2.47	1.72	1.30
利润增长率	-442%	514%	46%	25%			利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营运能力							营业收入	1193.0	2800.6	4014.1	5331.1
总资产周转率	0.83	1.09	1.25	1.16			营业成本	1099.4	2193.4	3153.5	4213.2
应收账款周转率	10.00	5.63	10.39	6.77			营业税金及附加	2.72	10.36	17.26	23.99
存货周转率	11.93	7.67	12.24	8.99			销售费用	24.85	60.77	89.92	125.81
偿债能力							管理费用	91.36	179.52	241.65	337.46
资产负债率	42.35%	36.14%	29.26%	33.20%			财务费用	13.63	-1.59	-23.21	-41.58
流动比	0.71	1.85	2.71	2.67			其他费用/(-收入)	0.00	0.00	0.00	0.00
速动比	0.56	1.54	2.43	2.36			营业利润	-72.61	358.10	535.01	672.26
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E			营业外净收支	10.16	17.06	12.88	10.89
现金及现金等价物	146.7	517.7	1591.6	2170.6			利润总额	-62.45	375.16	547.89	683.15
应收款项	183.1	887.3	648.6	1395.8			所得税费用	5.45	93.79	136.97	170.79
存货净额	92.2	286.0	257.7	468.8			净利润	-67.91	281.37	410.92	512.36
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0			少数股东损益	-4.50	18.63	27.20	33.92
流动资产合计	421.9	1690.1	2497.9	4035.2			归属于母公司净利润	-63.41	262.75	383.72	478.44
固定资产	864.2	733.5	609.4	474.0							
在建工程	11.8	20.5	10.2	8.12			现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	136.6	120.8	105.1	89.3			经营活动现金流	150.70	60.49	817.02	252.38
长期股权投资	0	0	0	0			净利润	-67.91	281.37	410.92	512.36
资产总计	1438.4	2568.2	3222.9	4607.0			少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	212.00	0.00	0.00	0.00			折旧摊销	134.1	160.7	163.0	162.0
应付款项	330.4	869.0	870.4	1333.4			公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	41.5	34	42	166.4			营运资金变动	352.7	-60.18	569.1	-97.98
其他流动负债	25.19	25.19	25.19	25.19			投资活动现金流	-120.64	-8.58	-1.12	-0.62
流动负债合计	574.1	827.2	900.2	1401.6			资本支出	0	0	0	0
长期借款及应付债券	35	101	43	128			长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0			其他	-120.64	-8.58	-1.12	-0.62
长期负债合计	35	101	43	128			筹资活动现金流	-68.30	319.12	257.98	327.29
负债合计	609.1	928.2	943.2	1529.6			债务融资	-20.10	150	154.41	120.20
股本	334.48	424.48	424.48	424.48			权益融资	-48.20	169.12	103.58	207.09
股东权益	821.7	1613.7	2226.3	2990.0			其它	0	0	0	0
负债和股东权益总计	1438.4	2568.2	3222.9	4607.0			现金净增加额	-39.4	371.0	1073.9	579.0

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孔令峰，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。