

证券研究报告—深度报告

信息技术

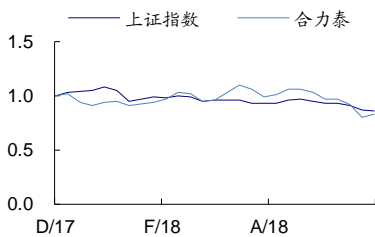
IT 硬件与设备

合力泰(002217)

买入

2018年07月03日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

| | |
|--------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 3,128/2,049 |
| 总市值/流通(百万元) | 25,809/16,906 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,847/9,379 |
| 12个月最高/最低(元) | 12.90/7.34 |

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080002

联系人: 高峰

电话: 010-88005310
E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

基础夯实后, 开启产业升级之路

● 从“1”到“N”, 国内领先的消费电子零组件平台公司

以触显业务为基础实现规模效应后, 公司开始拓展新材料、FPC 等高价价值量业务。通过并购、自身产能扩张和技术进步, 公司收入规模快速扩张。订单的增长主要来自于 FPC、摄像头、全面屏、无线充电等多款新产品, 公司正在从低端模组类产品向高端研发型企业逐步升级, 并构建国内领先的消费电子零组件平台公司。

● 往上游材料端进军, 目标实现产品升级

公司通过收购蓝沛, 切入纳米晶领材料、EMI 屏蔽等高价核心环节, 形成无线充电及 EMI 屏蔽整体解决方案供应商。

5G 时代 EMI 需求将持续增长, 蓝沛优势明显, 同时蓝沛能够增强公司在 FPC 产品上的竞争力。随着公司向“微笑曲线”的上游不断延伸, 公司将打开高端产品路线, 拥有更强的产品竞争力, 并能为客户提供完整的解决方案。

● 变革组织架构, 以大客户为导向力争实现客户升级

过去公司凭借优异的规模制造能力, 获得超常规发展。近两年公司以无线充电材料、EMI 材料以及 FPC 等新产品为突破口, 目前实现主要客户从 ODM 厂商向品牌客户升级。业务模式方面, 公司从研发端开始就为大客户服务, 希望打造一站式平台型企业。与此同时, 公司在组织架构上做了较大变革, 强调以大客户为核心提供配套服务。

● 风险提示

一, 新产品进展不达预期, 品牌客户出货量不达预期。二, 消费电子行业增速减缓, 传统产品下游需求回落。三, 子公司业务整合进度不达预期。

● 估值较低的电子行业平台型制造公司, 维持“买入”评级

我们预测合力泰 2018-2020 年净利润分别为 17.08/24.73/32.14 亿元, 对应的 EPS 为 0.55/0.79/1.03 元, 当前股价对应的 PE 分别为 15/10/8X。从估值上看, 公司估值低于行业平均值。我们预计前几年布局的摄像头模组和 FPC 开始进入放量期, 同时未来新材料业务有助于公司实现客户和产品升级, 我们给予合力泰 2018 年的目标 PE 值 20X, 对应合理估值为 11 元。给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,845 | 15,111 | 21,861 | 31,957 | 38,235 |
| (+/-%) | 139.1% | 27.6% | 44.7% | 46.2% | 19.6% |
| 净利润(百万元) | 874 | 1,179 | 1708 | 2473 | 3214 |
| (+/-%) | 300.6% | 35.0% | 44.8% | 44.8% | 30.0% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.28 | 0.38 | 0.55 | 0.79 | 1.03 |
| EBIT Margin | 9.9% | 10.1% | 10.0% | 9.8% | 10.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 9.7% | 11.7% | 15.0% | 18.6% | 20.3% |
| 市盈率(PE) | 29.5 | 21.9 | 15.1 | 10.4 | 8.0 |
| EV/EBITDA | 23.2 | 20.7 | 15.9 | 12.7 | 10.5 |
| 市净率(PB) | 2.9 | 2.6 | 2.27 | 1.94 | 1.63 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

预计公司随着新产品不断发展，公司将逐步把握高价值量的上游核心环节，从而摆脱低端，走向高端制造为客户提供一站式服务，我们预测合力泰 2018-2020 年净利润分别为 17.08/24.73/32.14 亿元，对应的 EPS 为 0.55/0.79/1.03 元，当前股价对应的 PE 分别为 15/10/8X。根据我们绝对估值和相对估值的结果，我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 23.57 元。相对估值法可比公司 18~20 年 PE 的均值为 18.48/13.34/10 倍。我们给予合力泰 2018 年目标 PE 20 倍，对应合理估值为 11 元。

核心假设或逻辑

(1) 传统触显类业务维持稳定增长，但业绩增速会趋缓，预计 18~20 年增速 20%/19%/18%；(2) 摄像头产能进一步释放预计会呈现爆发式增长，预计 18~20 年增速 402%/105%/14%；(3) FPC 随着赣州信丰和吉安万安的产能释放，预计 18~20 年增速 55%/89%/35%；(4) 蓝沛新材料的无线充电以及 EMI 材料业务不断在大客户端开拓，预计 18 年将开始业绩有望开始爆发，预计 19~20 年增速 94%/50%。

与市场预期的差异之处

市场对合力泰的观点认为公司传统低价值量业务占比依然较大，公司成长性不足等观点。我们认为过去公司凭借优异的规模制造能力，获得超常规发展。近两年公司以无线充电材料、EMI 材料以及 FPC 等新产品为突破口，实现主要客户从 ODM 厂商向品牌客户升级。从研发端开始，打造一站式平台企业。

股价变化的催化因素

我们认为公司从原有的触显业务为核心开始拓展高价值量业务。通过并购、自身产能扩张和技术进步，收入规模快速扩张。公司通过收购蓝沛，切入纳米晶领材料、EMI 屏蔽等高价值核心环节。随着公司向“微笑曲线”的上游不断延伸，公司将彻底打开高端产品路线，一体化优势形成后，公司将拥有更强的产品竞争力，并为客户提供完整方案。我们看好公司新产品新业务在未来逐步放量，并实现公司的成功转型，构建国内一流的消费电子平台型公司。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一，新产品大客户进展不达预期。品牌客户出货量不达预期。
- 二，消费电子行业增速减缓，传统产品下游需求回落。
- 三，子公司业务整合进度不达预期。

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 估值与投资建议 | 6 |
| 绝对估值法 | 6 |
| 估值的敏感性分析 | 7 |
| 相对估值法 | 7 |
| 投资建议 | 7 |
| 合力泰是国内领先的电子零部件平台化供应商 | 8 |
| 合力泰的发展历史：既是一部自身奋斗史，也是一部并购史 | 8 |
| 多业务齐头并进，打造国内领先的电子零部件产品综合供应商 | 9 |
| 提供高性价比产品是公司发展初期的核心战略 | 9 |
| 发展初期强调规模制造，获得超常规发展 | 10 |
| 规模迅速做大，获得高速增长 | 10 |
| 扩充摄像头模组和 FPC 业务，继续打造一站式平台型企业 | 11 |
| 光学升级显著，合力泰积极布局迈入优质赛道 | 11 |
| 摄像头产能有序释放，规模制造能力崭露头角 | 12 |
| 布局柔性线路板，整合自身供应链打造高价值闭环 | 13 |
| 垂直整合触控显示业务，全面屏布局国内领先 | 14 |
| 前瞻布局 3D 盖板玻璃产能，指纹识别进入发展新阶段 | 16 |
| 垂直整合 ESL 电子标签，拥抱物联网新零售 | 18 |
| 夯实基础之后，开启产业升级 | 20 |
| 从模组向 FPC 及材料拓展，提升核心竞争优势 | 20 |
| 收购蓝沛，掌握无线充电核心材料技术 | 20 |
| 智能手机升级趋势下，EMI 屏蔽材料市场需求持续增长 | 22 |
| 迈向 5G 时代，布局天线及高频材料业务 | 23 |
| 组织架构大变化，应对产品客户升级 | 24 |
| 成长初期，公司以提供性价比较高的产品线为基础构建组织架构 | 24 |
| 夯实基础之后，公司将以大客户为导向构建组织架构 | 25 |
| 公司业务发展预测及估值情况 | 25 |
| 风险提示 | 27 |
| 附表：财务预测与估值 | 28 |
| 国信证券投资评级 | 29 |
| 分析师承诺 | 29 |
| 风险提示 | 29 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 29 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 合力泰发展历程 | 8 |
| 图 2: 合力泰产品主要应用领域 | 9 |
| 图 3: 公司强调一站式的供货能力 | 10 |
| 图 4: 公司强调全产业链配套以提供性价比高的产品 | 10 |
| 图 5: 合力泰 2014-2017 年营业收入及增速 | 10 |
| 图 6: 大力发展新业务, 扩充摄像头模组和 FPC 业务 | 10 |
| 图 7: 2016 年公司各产品收入占比 | 11 |
| 图 8: 2017 年公司各产品收入占比 | 11 |
| 图 9: 全球智能手机双摄像头市场规模 | 12 |
| 图 10: 双摄像头渗透率图 | 12 |
| 图 11: 摄像头模组规模不断提升 | 12 |
| 图 12: 2018 年 1-2 月摄像头模组出货量 (kk) | 13 |
| 图 13: 合力泰 2015-2017 年摄像头业务收入 | 13 |
| 图 14: 2006-2015 年中国 FPC 产值规模统计 | 13 |
| 图 15: 2006-2015 年中国大陆地区 FPC 产值全球占比 | 13 |
| 图 16: 蓝沛具备加成法超细线路 FPC 技术 | 14 |
| 图 17: 公司 FPC 产能规划汇总 | 14 |
| 图 18: 2018 年 3 月触摸屏出货排行 | 15 |
| 图 19: 2017-2021 全面屏手机渗透率预测 | 16 |
| 图 20: 3D 玻璃盖板市占率快速提升 | 16 |
| 图 21: 3D 玻璃销量及增速预测 | 16 |
| 图 22: 18 年 3 月玻璃盖板出货量排行榜 | 17 |
| 图 23: 三种隐藏式指纹识别技术 | 17 |
| 图 24: 隐藏式指纹识别技术原理 | 17 |
| 图 25: 18 年 3 月主要品牌发布机型参数汇总 | 18 |
| 图 26: 18 年 3 月指纹模组出货量排行 | 18 |
| 图 27: 电子价签应用实例 | 18 |
| 图 28: ESL 主要应用流程 | 18 |
| 图 29: ESL 的五大优势 | 19 |
| 图 30: 战略布局新产品, 实现产业升级 | 20 |
| 图 30: 无线充电产业链环节 | 21 |
| 图 31: 无线充电各环节价值占比 | 21 |
| 图 32: 蓝沛科技主要生产四大类产品 | 22 |
| 图 33: 蓝沛发布全球最薄无线充电发射端模组 LP-1 | 22 |
| 图 34: 紫米无线充电器兼容版本由蓝沛提供 | 22 |
| 图 35: 电磁屏蔽原理简示图 | 23 |
| 图 36: 全球 EMI 屏蔽材料市场规模预测 | 23 |
| 图 37: 蓝沛铁氧体磁片 | 23 |
| 图 38: 蓝沛低温固化银浆料 | 23 |
| 图 39: 公司的 RFID 天线产品 | 24 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 40: 安缔诺的业务布局..... | 24 |
| 图 41: 成长初期, 公司以产品线为基础构建组织架构..... | 25 |
| 图 42: 成长状大期, 公司将以大客户为导向构建组织架构..... | 25 |
| 表 1: 估值假设..... | 6 |
| 表 2: FCFE 估值表..... | 6 |
| 表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析..... | 7 |
| 表 4: 可比上市公司估值比较..... | 7 |
| 表 5: 国内 Top10 手机品牌委外比例及对应 ODM..... | 14 |
| 表 6: 15 年收购比亚迪部品件、业际光电和平波电子..... | 15 |
| 表 7: ESL 与传统纸质标签的对比..... | 19 |
| 表 8: ESL 模组需求量测算..... | 19 |
| 表 9: 公司主营业务预测..... | 26 |

估值与投资建议

绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 23.57 元。

表 1: 估值假设

| | 合理值 | 参考值 |
|---------------|--------|--------|
| 无杠杆 Beta | 1.50 | |
| 无风险利率 | 3.50% | |
| 股票风险溢价 | 7.00% | |
| 公司股价 | 9.21 | |
| 发行在外股数 | 3128 | |
| 股票市值(E) | 28812 | 28812 |
| 债务总额(D) | 7504 | 7504 |
| Kd | 7.00% | 7.00% |
| T | 12.00% | 12.00% |
| Ka | 14.00% | |
| 有杠杆 Beta | 1.84 | 1.84 |
| Ke | 16.41% | |
| E/(D+E) | 79.34% | 79.34% |
| D/(D+E) | 20.66% | 20.66% |
| WACC | 14.29% | |

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: FCFF 估值表

| | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | TV |
|----------------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| EBIT | | | | 14,397. | 15,550. | 16,795. | 18,139. | 19,591. | 21,160. | 22,218. | |
| 所得税税率 | 2,302.2 | 3,087.4 | 3,874.4 | 5 | 2 | 2 | 7 | 8 | 1 | 6 | |
| EBIT*(1-所得税税率) | 2,025.9 | 2,717.0 | 3,409.5 | 1 | 7 | 4 | 8 | 8 | 0 | 0 | |
| 折旧与摊销 | 416.9 | 542.8 | 619.0 | 667.1 | 685.4 | 696.3 | 703.6 | 708.0 | 711.4 | 714.4 | |
| 营运资金的净变动 | (2,621.8) | (2,874.6) | (3,532.7) | 12,497. | 7 | (249.1) | (265.1) | (283.5) | (300.0) | (316.6) | (247.1) |
| 资本性投资 | (1,501.0) | (1,201.0) | (1,001.0) | | | | | | | | |
| FCFF | (1,679.9) | (815.8) | (505.2) | 23,899. | 11,986. | 12,884. | 13,961. | 15,038. | 16,201. | 17,068. | 141,665. |
| PV(FCFF) | (1,469.9) | | | 14,007. | 9 | 0 | 6 | 9 | 8 | 8 | 3 |
| 核心企业价值 | 80,766. | (624.6) | (338.4) | 9 | 6,146.8 | 5,781.5 | 5,481.6 | 5,166.2 | 4,869.8 | 4,488.8 | 37,257.0 |
| 减: 净债务 | 7 | | | | | | | | | | |
| 股票价值 | 7,039.0 | | | | | | | | | | |
| 每股价值 | 73,727. | | | | | | | | | | |
| | 7 | | | | | | | | | | |
| | 23.57 | | | | | | | | | | |

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.5\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 19.82-29.05 元，估值中枢为 23.57 元。

表 3: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

| 23.57 | 13.3% | 13.8% | 14.29% | 14.8% | 15.3% |
|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 3.5% | 29.05 | 27.15 | 25.42 | 23.86 | 22.43 |
| 3.0% | 28.17 | 26.38 | 24.75 | 23.27 | 21.91 |
| 2.5% | 27.37 | 25.68 | 24.13 | 22.72 | 21.43 |
| 2.0% | 26.64 | 25.04 | 23.57 | 22.22 | 20.98 |
| 1.5% | 25.98 | 24.45 | 23.05 | 21.76 | 20.57 |
| 1.0% | 25.36 | 23.91 | 22.56 | 21.33 | 20.18 |
| 0.5% | 24.80 | 23.40 | 22.12 | 20.93 | 19.82 |

资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值法

公司是典型的消费电子零部件及模组企业。主要对比企业包括欧菲科技、长信科技、联创电子等。可比公司 18~20 年 PE 的均值为 18.48/13.34/10 倍。我们给予合力泰 2018 年目标 PE 20 倍，对应合理估值为 11 元。

表 4: 可比上市公司估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 2018/1/31 | 总市值 (亿元) | 每股收益 EPS | | | 市盈率 PE | | |
|-----------|------|------------------|----------|----------|------|------|--------|-------|-------|
| | | | | 18E | 19E | 20E | 18E | 19E | 20E |
| 002456.SZ | 欧菲科技 | 16.13 | 437.84 | 0.58 | 0.81 | 1.1 | 27.81 | 19.91 | 14.66 |
| 300088.SZ | 长信科技 | 5.80 | 133.34 | 0.38 | 0.53 | 0.7 | 15.26 | 10.94 | 8.29 |
| 002036.SZ | 联创电子 | 13.12 | 72.26 | 0.79 | 1.1 | 1.52 | 16.61 | 11.93 | 8.63 |
| 002217.SZ | 合力泰 | 8.25 | 258.09 | 0.58 | 0.78 | 0.98 | 14.22 | 10.58 | 8.42 |
| 平均值 | | | | | | | 18.48 | 13.34 | 10.00 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（合力泰为国信证券经济研究所预测）

投资建议

我们预测合力泰 2018-2020 年净利润分别为 17.08/24.73/32.14 亿元，对应的 EPS 为 0.55/0.79/1.03 元，当前股价对应的 PE 分别为 15/10/8X。根据绝对估值的结论，公司合理价值为 19.82-29.05 元/股，目前股价为 8 元，安全边际较高。我们选取同行业可比公司作为参考，对比得出可比公司 2018-2020 年 PE 平均值为 18.48/13.34/10X，我们认为公司新业务成长性好，市场空间大，公司提前卡位时点准确，业绩成长性好，我们给 2018 年的目标 PE 值 20X，对应合理估值为 11 元。给予“买入”评级。

合力泰是国内领先的电子零组件平台化供应商

合力泰的发展历史：既是一部自身奋斗史，也是一部并购史

1、自身奋斗史。

合力泰科技股份有限公司于 2004 年 8 月成立，2010 年以前主要从事中小尺寸 TN/STN 液晶模组的生产与制造。

2011 年量产电容式触摸屏，并结合液晶显示模组形成触显一体化模组产品，2013 年开始布局产业链一体化。

2015 年募资扩充智能终端及触显一体化模组项目、生物识别模组项目、电子纸模组等产品。2016 年投资建设赣州信丰 FPC 工厂，2017 年投资建设南昌比亚迪摄像头模组工厂。

合力泰科技自身收入规模从 2011 年的 4.02 亿元，增长至 2017 年的 90.44 亿元，7 年时间公司收入规模扩充了 22 倍，收入复合增速为 68%。净利润从 0.41 亿元，增长至 6.13 亿元，净利润复合增速为 57%。

2、并购史实现规模跨越式发展和客户升级。

从 2013 年自身借壳上市，公司充分利用资本市场并购重组发展壮大。2015 年收购比亚迪部品件、平波电子和业际光电，业务拓展至摄像头模组、FPC 以及大尺寸触控屏，同时也将客户拓展至华为、OPPO、VIVO 等品牌客户。2016 年收购 JDI 珠海工厂拓展 in-cell 触摸屏业务。2017 年收购上海蓝沛新材料公司。

通过收购，公司实现规模扩充的同时，也实现了客户升级和产品升级，带动自身业务的快速发展。

图 1：合力泰发展历程

| 时间 | 重要事项 |
|-------------|--|
| 2004 年 8 月 | 合力泰公司成立，以中小尺寸 TN/STN 液晶显示屏及其模组产品为主 |
| 2010 年 12 月 | 电容式触摸屏成功量产 |
| 2011 年 | 投资触控显示一体化产品生产线 |
| 2012 年 | 投资盖板玻璃生产线 |
| 2013 年 | 投资 FPC、背光和膜切等生产线 |
| 2013 年 10 月 | 联合化工发布反向收购合力泰重组预案，合力泰估值 27.69 亿元。 |
| 2014 年 3 月 | 合力泰借壳联合化工，并非公开发行募资 3.1 亿元，开启资本市场之路。 |
| 2015 年 4 月 | 公告收购比亚迪部品件、业际光电、平波光电等公司预案并配套募资。目的是实现液晶模组、触摸屏和 FPC 等产品的产能和收入规模大扩充。2014 年合力泰收入 20.53 亿元，比亚迪部品件 46.3 亿元、业际 12.6 亿元、平波 2 亿元。 |
| 2015 年 7 月 | 并购比亚迪部品件、业际光电、平波光电等公司预案获得有条件通过。 |
| 2015 年 9 月 | 发布非公开发行股票募资预案，计划募资 28 亿元，扩充智能终端及触显一体化模组项目、生物识别模组项目、电子纸模组及其产业应用项目。 |

| | |
|----------|--|
| 2015年10月 | 并购比亚迪部品件、业际光电、平波光电等公司完成过户，购买资产发行股份价格为9.64元/股，配套募集资金发行股份价格为12.9元/股。发行后总股份14.22亿股。 |
| 2016年3月 | 发布非公开发行股票募资预案，计划募资28亿元，扩充智能终端及触显一体化模组项目、生物识别模组项目、电子纸模组及其产业应用项目。 |
| 2016年5月 | 发布非公开发行股票募资修订稿 |
| 2016年6月 | 以1亿元左右收购JDI液晶模组厂珠海晨新 |
| 2016年 | 投资建设赣州信丰FPC工厂 |
| 2017年1月 | 非公开发行募资完成，发行价格18.65元/股，发行完毕后总股本15.64亿股，募集资金26.07亿元。 |
| 2017年6月 | 收购上海蓝沛新材料科技 |
| 2017年7月 | 投资设立江西南昌比亚迪，注册资本3亿元，大规模扩产摄像头模组产品。 |
| 2018年2月 | 出售全部化工业务，转让价格5874万元。 |
| 2018年 | 大力发展FPC、摄像头以及蓝沛新材料业务 |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

多业务齐头并进，打造国内领先的电子零部件产品综合供应商

合力泰主要产品为触摸屏和中小尺寸液晶显示屏及模组。以触显产品为基础业务，公司逐步拓展至盖板玻璃\摄像头\指纹识别\FPC、多元业务涵盖无线充电和EMI材料\电子价签等领域，逐渐成长为国内领先的电子零部件产品综合供应商。

2017年是公司重要的战略年，在这一年内公司进军FPC高端产能、扩大摄像头模组产能、布局锂电池、无线充电和EMI材料等前沿领域，一改以往从低端产能切入市场的战术方式，卡位有前景的高品质产品，其进击优质企业的攻势已然形成。

图 2: 合力泰产品主要应用领域



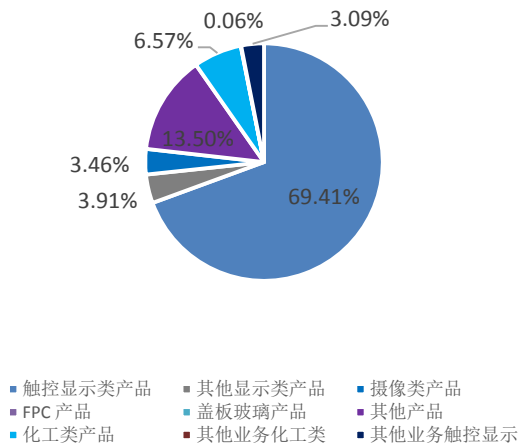
资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

提供高性价比产品是公司发展初期的核心战略

公司新产品方面，摄像头产品、FPC 产品和盖板玻璃产品营收占比大幅增长。2017 年除触显外，其他业务总收入占比超过 15%。

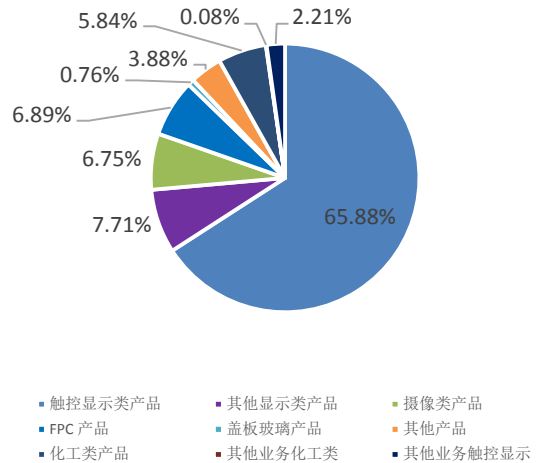
公司在 18Q1 迎来订单爆发，订单的增长来自于 FPC、摄像头、全面屏、无线充电等多款创新产品。公司 2018Q1 营收 36.5 亿，同比增长 52.45%；归母净利润 2.91 亿，同比增长 40.56%；扣非净利润 1.99 亿，同比增长 36.12%。

图 7：2016 年公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 8：2017 年公司各产品收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

扩充摄像头模组和 FPC 业务，继续打造一站式平台型企业

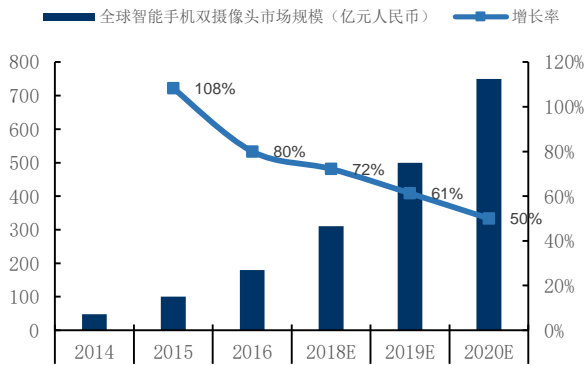
光学升级显著，合力泰积极布局迈入优质赛道

根据中国产业信息网数据，全球智能手机镜头销量在 2017 年达到 39.03 亿件，同比增长 10.9%，预计在 2020 年全球智能手机镜头销量达到 44.3 亿件，2017~2020 年年复合增长率为 13.5%。2017 年智能手机出货量的提高，主要来源于手机摄像头由单摄像头向前后置双摄像头的转变。

智研咨询数据显示，2016 年全球智能手机双摄像头市场规模达 180 亿元，预计 2018~2020 年全球智能手机双摄像头市场规模呈持续快速增长趋势。根据中国产业信息网，2016 年是双摄像头爆发元年，2017 年双摄像头渗透率增至 15%；据预测，2018 年双摄像头手机渗透率有望可达 30%，2019 年有望达到 50%，双摄像头正持续稳步渗透。

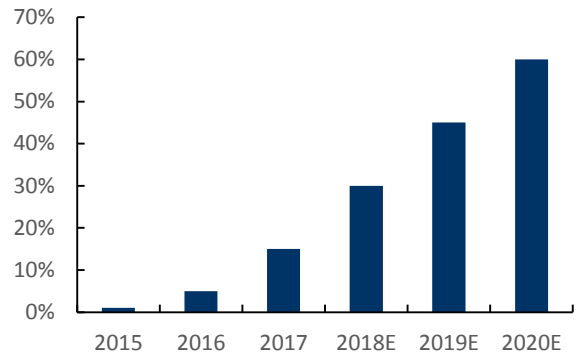
在智能手机发展速度日趋减缓，创新同质化严重的局面下，光学依然是唯一还在持续创新的领域，为了获得更加高质量的拍照体验，增加摄像头数量是一个行之有效的办法。智能手机相机在经历了像素时代、美颜时代和大底时代后，又向着多镜头时代前行。华为 P20 Pro 的三摄配置开创了“多摄时代”，三摄在目前的市场中尚属首例，4000 万高像素更是前所未见。评测机构 DxOMark 表示三摄手机时代在 2019 年就会到来，而四摄手机也将不远了。更多的摄像头意味着更好的拍照体验，同时能够提供更好的变焦功能，利用三摄达成五倍无损变焦，提升照片的静态画质。

图 9: 全球智能手机双摄像头市场规模



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

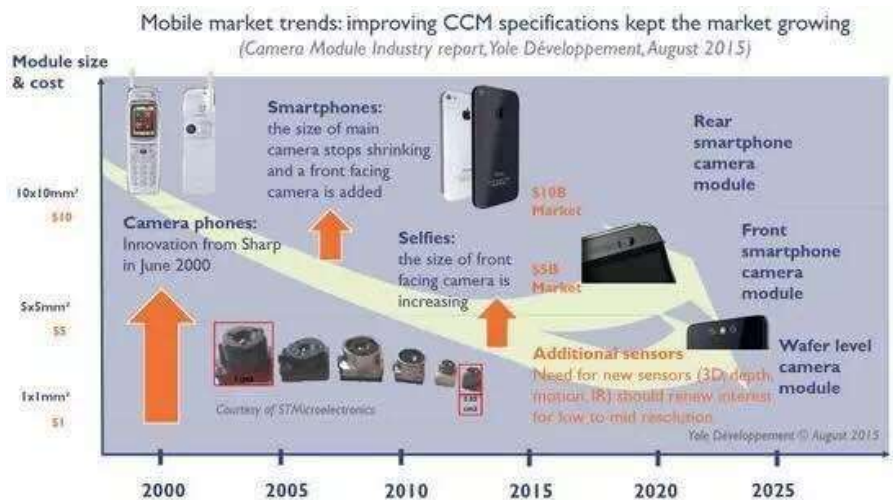
图 10: 双摄像头渗透率图



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

除了摄像头数量的增加, 以及 3D sensing 的普及, 全面屏的趋势下也带来的模组小型化趋势, 整个模组市场在摄像头技术规格不断升级之下, 整个市场也在不断增长。

图 11: 摄像头模组规模不断提升



资料来源: 中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

摄像头产能有序释放, 规模制造能力崭露头角

合力泰摄像头业务快速扩产:

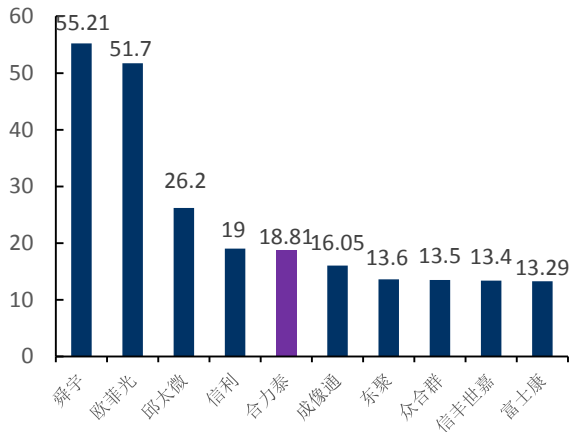
(1) 2017 年, 公司联手深圳比亚迪部品件有限公司成立南昌比亚迪电子部品件有限公司, 以期利用江西合力泰及比亚迪电子部品件在摄像头领域的优势, 继续投资生产摄像头模组产品, 进一步完善公司生态产业链, 拥有多条 COB、CSP 产线, 且快速扩产仍在进行中, 客户以 ODM 厂商、小米、华为等客户为主。

(2) 公司自 2017 年度加大摄像头的生产建设力度以来, 已在江西南昌、江西吉安、山东沂源等地分别成立摄像头的高端、中端、工控车载等生产基地并已分步实现量产, 17 年年报中披露可以释放的综合产能为 35KK/月, 且产能依然在持续扩张中。

(3) 南昌工厂目前已得到国内知名品牌的认证确认, 预计在 2018 年上半年会

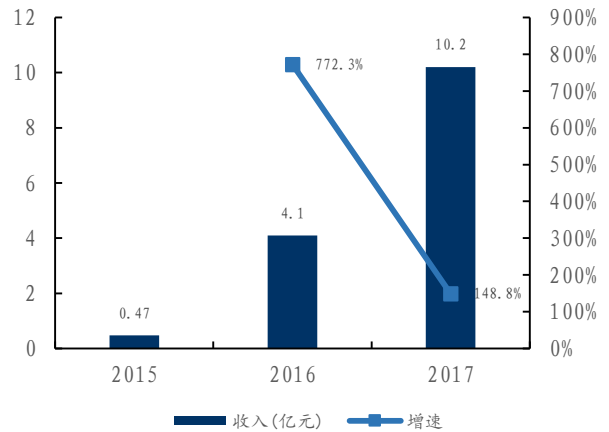
为客户生产高端的单摄、双摄及三摄产品。随着智能终端产品对摄像头需求的井喷，公司还将扩大生产规模和产能，以应对未来的市场需求。

图 12: 2018 年 1-2 月摄像头模组出货量 (kk)



资料来源: 旭日产研, 国信证券经济研究所整理

图 13: 合力泰 2015-2017 年摄像头业务收入



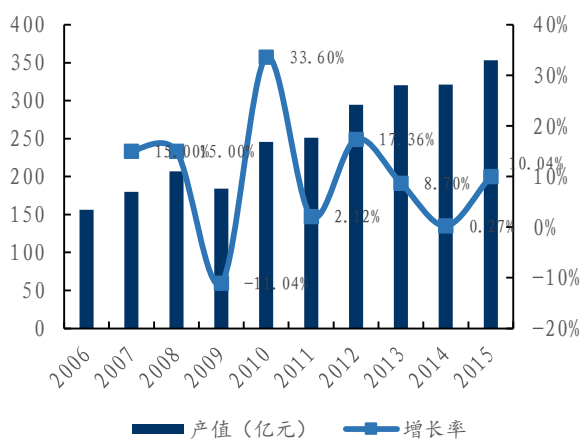
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

布局柔性线路板, 整合自身供应链打造高价值闭环

从中商产业研究院的数据来看, 2016 年全球 FPC 产值已经超过 125 亿美元, 在 PCB 行业整体产值下降的情况下(降幅超 1.5%), FPC 仍达到超 7% 的增速, 并且预测产值在 2019 年有望达到 155 亿美元, 逼近 160 亿美元规模。

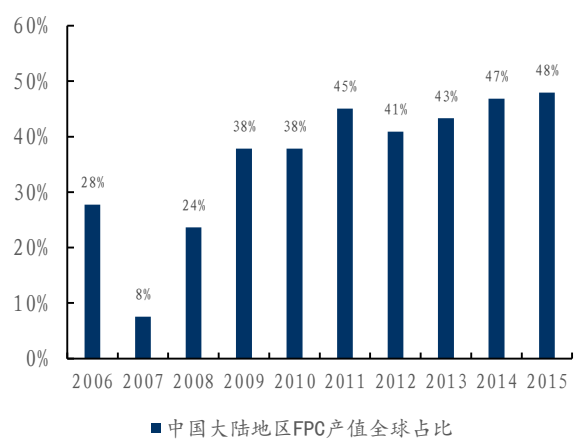
根据智研咨询, 2015 年中国 FPC 产值规模增速高达 10.04%。根据 WECC 披露的数据显示, 中国大陆地区 FPC 产值占全球产能自 2011 年开始就突破了 40%, 截至 2015 年更是增长至 47.97%, 中国大陆已是全球 FPC 最大产地。产能转移趋势明显。

图 14: 2006-2015 年中国 FPC 产值规模统计



资料来源: 智研咨询, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2006-2015 年中国大陆地区 FPC 产值全球占比



资料来源: WECC, 国信证券经济研究所整理

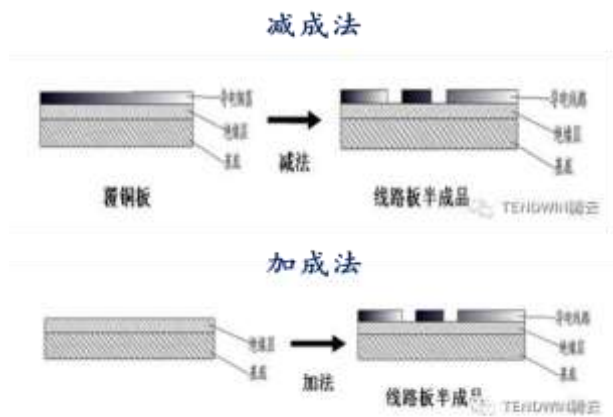
公司 2015 年收购比亚迪电子部件后, 取得了其 FPC 的全部技术和专利, 17 年公司在 FPC 上的收入超过 10 亿元, 收购蓝沛之后拥有了 FPC 超细线宽技术, 顺利切入中高端客户产品。公司在江西赣州信丰规划了高阶 FPC、软硬结合板、COF-FPC、LCP 柔性线路板、超细线路的柔性线路板的生产基地。

赣州基地定位为高端的柔性线路板生产基地，所有生产管理、工艺技术人员都来自行业内优秀的台湾团队。随着 FPC 等核心部件材料的资产，公司的盈利能力水平也稳步提升。

蓝沛具备加成法超细线路 FPC 技术，可以实现 10um 以内的线宽间距，可以满足目前全面屏 COF 封装中的窄线宽需求，以及 4K 显示、LTPS 屏幕、中小尺寸 OLED 等 COF 制程中所需要的线宽要求，从而打通从材料到模组端，有效降低成本，同时配合公司的规模制造能力，从而形成更强的市场竞争力。

目前公司的 FPC 产能规划中，原有产能包括江西合力泰以及比亚迪部品件产能合计约 15 万平米/月，17 年建设万安新产线，产能约 10 万平米/月，18 年扩产信丰工厂产能在 30 万平米/月，我们预计 18 年底或 19 年初公司 FPC 的总产能将达到 55 万平米/月。

图 16: 蓝沛具备加成法超细线路 FPC 技术



资料来源:腾云, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司 FPC 产能规划汇总



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

垂直整合触控显示业务，全面屏布局国内领先

公司在液晶显示屏及模组、电阻式触摸屏模组、电容式触摸屏模组及触显一体化模组等细分领域均处于国内行业龙头地位。目前手机厂商委外制造的比例越来越高，国内手机厂商对应的 ODM 集中在闻泰、华勤、中诺、辉焯、与德、海派、海德 7 家公司，而合力泰供应的 ODM 厂商包括闻泰、华勤、龙旗、中诺、与德、辉焯、西可通信等，涵盖了 Top7 手机厂商上游所有的 ODM 厂商中的 5 家。合力泰具备触控显示产品一站式的供应能力，全面屏时代，公司拥有全面屏产业链的垂直整合能力，并为客户提供具有竞争优势的一站式服务。

表 5: 国内 Top10 手机品牌委外比例及对应 ODM

| 国内 OEM 厂商 | 委外设计比例 | 委外 IDH 供应商 |
|-----------|--------|-------------|
| Huawei | 38% | 华勤 闻泰 中诺 龙旗 |
| Xiaomi | 80% | 闻泰 华泰 龙旗 |
| Lenovo | 70% | 华勤 闻泰 龙旗 与德 |
| ZTE | 10% | 与德 海派 |
| TCL | 25% | 闻泰 与德 |
| Meizu | 95% | 闻泰 与德 华勤 |
| Gionee | 0% | 无 (自研) |
| Coolpad | 0% | 无 (自研) |
| vivo | 0% | 无 (自研) |
| OPPO | 0% | 无 (自研) |

资料来源: IHS Markit, 国信证券经济研究所整理

合力泰自 2004 年成立以来专注于触摸屏及中小尺寸液晶显示屏及模组产品的研发、生产及销售，早期产品主要包括 TN/STN 液晶显示屏及模组，2009 年投建 TFT 液晶显示模组生产线。10 年实现电容式触摸屏量产，11 年投产触控显示一体化模组，结合电容式触摸屏和 TFT 液晶显示模组，配套 FPC、盖板玻璃、背光等材料进行贴合，目前已拥有 OGS、GFF 等 Out-cell 全贴工艺以及 On-cell/In-cell 模组生产能力。

15 年完成比亚迪部品件、平波电子、业际光电的收购，形成高端品牌客户资源。公司 2016 年收购 JDI 的模组厂珠海晨新，布局 In-cell LCD 模组产能，帮助公司加速切入高价值的产品，完善在 TFT 面板领域的布局。公司具备全面屏产业链垂直整合能力，拥有一流的全面屏工艺团队，并且是国内最早量产全面屏的公司，从而为客户提供一站式服务。

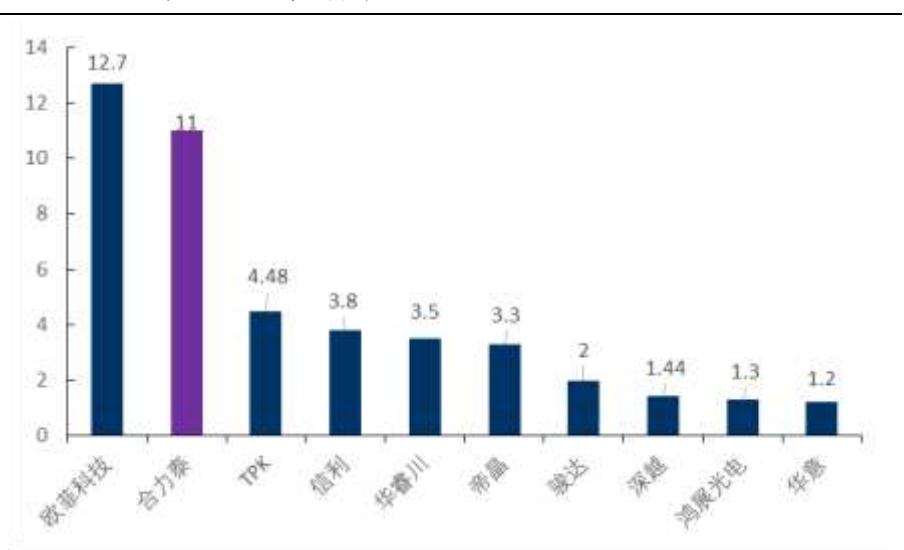
表 6: 15 年收购比亚迪部品件、业际光电和平波电子

| 子公司 | 产品类型 | 产品 | 应用领域 | 主要客户 |
|--------|--------|--|---|-------------------------------|
| 江西合力泰 | 触控显示模组 | 电容触控模组、电阻触控模组、液晶显示模组、触控显示一体化模组、OLED 屏 | 手机、平板电脑等消费电子产品 | 联想、中兴、TCL、酷派、传音 |
| 比亚迪部品件 | LCM 模组 | TN、STN、CSTN、TFT、OLED 等各种类型 | 产品广泛应用于手机、数码相机、平板电脑等消费电子领域，并积极延伸到打印机、汽车多媒体等产品市场 | 三星、诺基亚、TCL、步步高 |
| 业际光电 | 触摸屏 | 中小尺寸电容式触摸屏和触控显示一体化模组 | 智能手机与平板电脑的中小尺寸电容式触摸屏和触控显示一体化模组 | 酷派、联想、步步高、TCL、中兴等国内主流智能手机生产企业 |
| 平波电子 | 触摸屏 | 主要产品为中大尺寸 GG 型电容触摸屏和 PG 型电容触摸屏，小批量生产销售的产品为中大尺寸 GFF 型电容触摸屏和 GF 型电容触摸屏 | 中端手机、平板电脑和政府、医院、地铁站等公共信息搜寻终端 | 长城电脑、海信、惠普、中兴、创维等 |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

从 18 年 3 月份的触控模组市场行情来看, 欧菲科技和合力泰出货均超过 10kk, 合力泰出货量达到 11kk 排第二, 远超第三名 TPK 的 4.4kk 出货量。

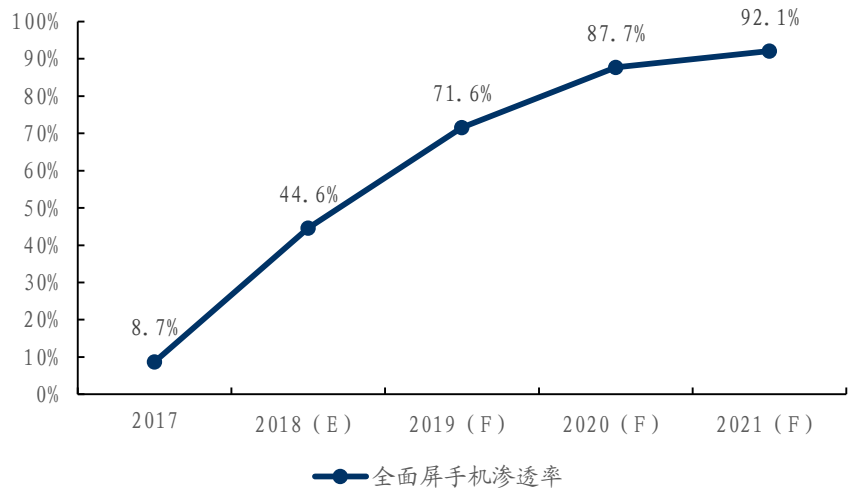
图 18: 2018 年 3 月触摸屏出货排行



资料来源:旭日大数据, 国信证券经济研究所整理

根据 WitsView 数据，随着异型屏渗透率的提升，消费者对于刘海的接受度会更高。2018 年异型屏手机的市场渗透率为 15.7%，2019 年上升到 22.6%，随后两年内会稳定在 26% 左右。WitsView 预计 2018 年只有 44.6% 的人用上全面屏，3 年后这个数字将翻倍达到 92.1%。合力泰拥有高端生产设备，提供 18:9 全面屏的 COF、COG 压着能力及精度，配套生产车间百级洁净等级环境作业，减少粒子污染，提高产品良率。

图 19: 2017-2021 全面屏手机渗透率预测

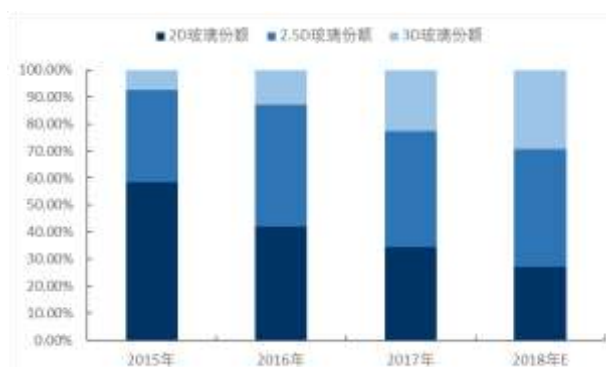


资料来源: WitsView, 国信证券经济研究所整理

前瞻布局 3D 盖板玻璃产能，指纹识别进入发展新阶段

智能手机 5G、无线充电等功能创新加速外观件非金属化趋势，玻璃背板因具有优异的电磁穿透性成为手机外壳的最佳选择。可实现背板+天线一体化的无断点的非金属背板机会增加，因此玻璃和陶瓷手机背板有望逐渐替代金属背板。据 IHS 统计，2016 年 2D 玻璃、2.5D 玻璃、3D 玻璃产值为 1493、1613、456 万美金，IHS 预计到 2018 年产值有望分别达到 1136、1823、1231 万美金。意味着 2016~2018 年 2.5D、3D 玻璃市场年复合增长率有望达到 6.40%、64.30%，曲面玻璃市场正在迅速扩容。

图 20: 3D 玻璃盖板市占率快速提升



资料来源: IHS, 国信证券经济研究所整理

图 21: 3D 玻璃销量及增速预测

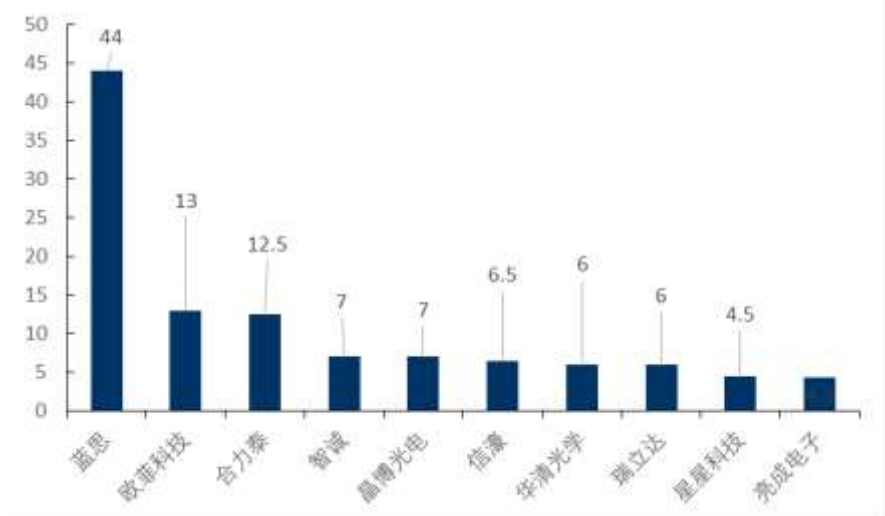


资料来源: IHS, 国信证券经济研究所整理

合力泰前瞻性布局 3D 盖板玻璃产能，公司前期布局的 2D 及 2.5D 玻璃盖板的所有产能为内部供应，为保证供货，公司快速拓展 3D 盖板的技术及产能。公司已在井冈山经济技术开发区投资 3 亿元建设 3D 盖板玻璃智能化工厂，以期在 2018 年度实现新增年产 3D 盖板玻璃 1200 万片生产规模，并对外销售，从而拓宽产品及业务范围。

目前合力泰盖板目前产能 30KK/月左右，大部分用于内部配套。根据旭日大数据，18 年 3 月玻璃盖板市场中，排名前三的是蓝思、欧菲科技、合力泰，合力泰以 12.5kk 的月外供出货量排行第三。

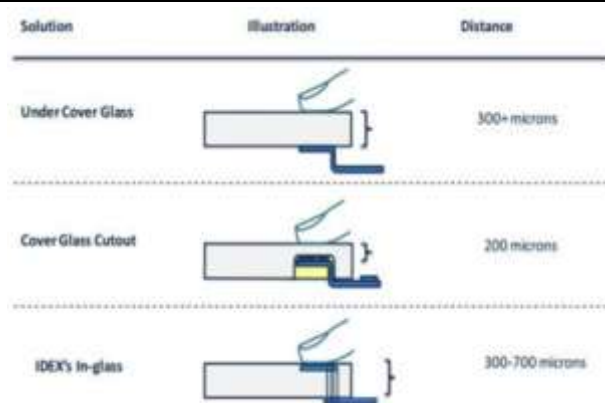
图 22: 18 年 3 月玻璃盖板出货量排行榜



资料来源:旭日大数据, 国信证券经济研究所整理

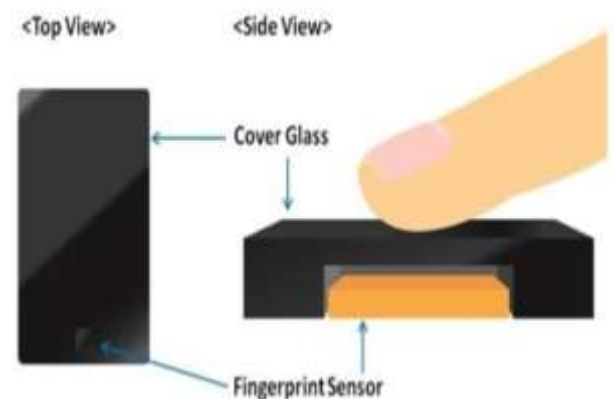
指纹识别已基本成为各大厂商主力机型的标配，随着指纹识别模组价格下降，指纹识别也逐渐被应用到千元机上，渗透率进一步提升。随着全面屏趋势之下，隐藏式指纹识别开始爆发，IFS 方案可以在不改变手机正面视觉形象的前提下，提供正面指纹识别功能，是未来指纹识别技术发展的方向。

图 23: 三种隐藏式指纹识别技术



资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

图 24: 隐藏式指纹识别技术原理



资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

公司在隐藏式指纹识别模组及盖板玻璃一体化生产领域具有竞争优势。隐藏式指纹识别要求玻璃盖板与指纹识别芯片具有较高匹配度，尤其是 Glass Cutout 技术需要在玻璃盖板上切割出 0.2~0.3mm 的凹槽，盖板玻璃加工与指纹与指

纹识别模组需要进行一体化设计，生产过程也需要密切配合提高产品良率。隐藏式指纹识别技术要求玻璃盖板厂商与指纹芯片模组厂商深度合作。

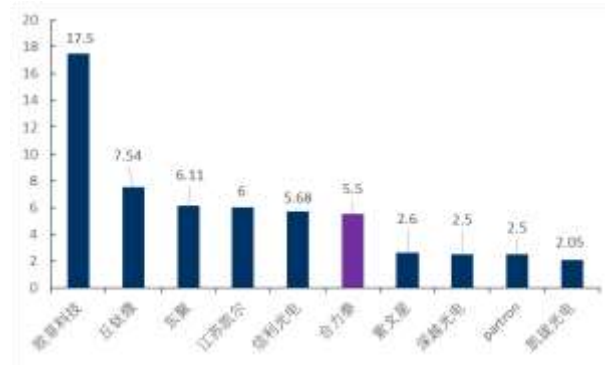
从3月份国内品牌发布新机型来看，随着全面屏的普及，目前大多数机型依然采取了后置指纹识别的方案。合力泰18年3月份指纹模组出货量达到5.5kk，排名第六。

图 25: 18 年 3 月主要品牌发布机型参数汇总

| 品牌 | 机型 | 上市价格 | 芯片 | 指纹识别位置 |
|------|------------|------|-----------|--------|
| 华为 | 畅享 8 | 1299 | 骁龙 430 | 后置指纹识别 |
| 华为 | 畅玩 7C | 899 | 骁龙 450 | 后置指纹识别 |
| 华为 | Nova 3e | 1999 | 海思麒麟 659 | 后置指纹识别 |
| 红米 | Note5 | 1099 | 骁龙 636 | 后置指纹识别 |
| vivo | x21 | 2898 | 骁龙 660AIE | 后置指纹识别 |
| vivo | X21(屏幕指纹版) | 3598 | 骁龙 660AIE | 屏下指纹识别 |
| 联想 | V85 | 1598 | 骁龙 450 | 后置指纹识别 |
| 联想 | S5 | 999 | 骁龙 625 | 后置指纹识别 |
| 努比亚 | N3 | 1799 | 骁龙 625 | 后置指纹识别 |
| 努比亚 | V18 | 1299 | 骁龙 625 | 后置指纹识别 |
| 魅族 | S3mini | 1599 | 骁龙 630 | 前置指纹识别 |

资料来源: 旭日大数据, 国信证券经济研究所整理

图 26: 18 年 3 月指纹模组出货量排行



资料来源: 旭日大数据, 国信证券经济研究所整理

垂直整合 ESL 电子标签, 拥抱物联网新零售

电子货架标签成功将货架纳入了计算机程序, 摆脱了手动更换价格标签的状况, 实现了收银台与货架之间的价格一致性。每一个电子货架标签通过网络与商场计算机数据库相连, 并将最新的商品价格等信息通过电子货架标签上的屏显示出来。一套完整的 ESL 系统包括主计算机 PC、EPD 屏、电子价签 ESL 和智能手持终端设备四部分组成。电子价签通常使用电子纸或者 LCD 液晶显示器来作为电子显示的模块。

图 27: 电子价签应用实例



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

图 28: ESL 主要应用流程



资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

物联网时代, 新零售的兴起, 相比于传统纸质标签, 具有更低的管理成本以及更强的用户体验的 ESL 是取代传统纸质标签的必然选择。

图 29: ESL 的五大优势



资料来源:中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

电子标签具备变价快速准确、及时；使用寿命长、范围广、环保；获取消费数据，大数据精准营销；智能零售的天然入口等五大优势，有望成为线下零售商转型 O2O 的重要推动力。

表 7: ESL 与传统纸质标签的对比

| 传统纸质标签 | 电子货架标签 ESL |
|--------------------------------------|--|
| 频繁的商品信息更换，消耗大量人工且出错率高（人工更换一个价签至少两分钟） | 变价快速及时：可以在很短的时间内完成数万个价签的变价，完成与收银系统的准实时对接 |
| 更换错误率为 6%，标签丢失率为 2%； | 可增加变价促销频率 |
| 变价效率导致商品价签和收银系统价格不统一，造成价格的“欺诈” | 变价错误率为 0.00001%，几乎可以忽略 |
| 纸质价签涉及的纸张、油墨、打印等人工成本； | 单个电子价签可一次使用 6 年左右 |
| 国内人工成本的提高迫使零售业寻找新的销售增长点 | 提升店面形象及客户满意度 |
| | 降低人力成本、管理成本及或有成本 |

资料来源:百度文库, 国信证券经济研究所整理

根据 IDC 的数据，2015 年国内零售百强企业门店数量共计约 10 万家，大卖场比例达到 28.9%，门店数量近 30,000 家，便利店近 70,000 家，大卖场单店按照 2.5 万 SKU、便利店按照 0.3 万 SKU 计算，对 ESL 模组的需求超过 10 亿个，对应市场超过 500 亿元。全球市场对 ESL 模组需求超过 20 亿个，市场规模近千亿元。

表 8: ESL 模组需求量测算

| 类别 | 门店数量 | 平均 SKU | 陈列数量 | ESL 需求数量（百万） |
|-----|-------|--------|-------|--------------|
| 大卖场 | 30000 | 25000 | 28750 | 862 |
| 便利店 | 70000 | 3000 | 3300 | 231 |

资料来源:中国产业信息网, 国信证券经济研究所整理

根据分析机构 ABI research 发布的 ESL 行业调研报告《Next Gen Retail—Electronic Shelf Labels》，2019 年,整个电子价签的市场会达到 20 亿美金，相比于 2015 年市场空间大约增长 6 倍，且亚太地区将成为快速发展地区之一，市场潜力巨大。而据行业数据统计，国内有北京物美超市、乐成未来超市、苏宁、广州家乐福、成都伊藤洋华、杭州西湖龙井店等使用 ESL。目前国内电子货架标签渗透率还不足 1%，未来替代空间十分巨大。未来，电子价签系统将与 RFID 和大数据等尖端技术融合，为商家提供大量数据整合市场消费信息，为广

大消费者提供精准营销手段。这将帮助商家实现线上线下的信息统一。

2015 年 6 月，合力泰与浙江汉朔电子科技有限公司共同投资设立麦丰网络科技，布局基于电子标签的下游方案运营，合力泰和汉朔科技绑定之后基本锁定了电子标签行业的龙头地位。2015 年 10 月公司与台湾元太达成合作，元太将向合力泰销售电子纸膜片及电子纸模组产品，合力泰则为客户提供高性价比的电子纸模组产品。合力泰与台湾元太的合作基本锁定了全球主要的可用电子纸膜片产能。通过锁定电子纸有效产能，公司基本垄断了电子纸膜片生产和模组加工两大环节，在电子标签硬件生产和铺货方面具备了龙头地位。

夯实基础之后，开启产业升级

从模组向 FPC 及材料拓展，提升核心竞争优势

公司目前正在产品布局上实现快速转型，目标是实现客户和产品升级。以模组类产品贡献营收及基础利润，为国内一线品牌客户服务。未来目标是 FPC 及材料类产品增加营收及为全球一流客户提供服务，并向各行业及客户延伸。

图 30：战略布局新产品，实现产业升级



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

收购蓝沛，掌握无线充电核心材料技术

材料是高价值量切入点，纳米晶是可预见的最佳选择。无线充电产业链分为方案设计、原材料、器件制造、模组封装几个部分，其中方案设计(占比约 30%)、芯片设计(约 28%)、磁性材料(约 21%)价值占比最高，均超过 20%，是无线充电产业链环节中价值最高的三大环节。

从全球厂商布局来看，方案设计和芯片设计技术存在较高的技术壁垒，这些领域几乎被国外大厂垄断，唯有磁性材料是我国厂商能够切入的高价值量环节。方案设计需要较强研发能力，技术含量及产品附加值高，利润占比最大。原材料及器件制造环节考验厂商技术加工水平，技术壁垒较高。模组封装难度较低，国内厂商能够迅速布局切入。

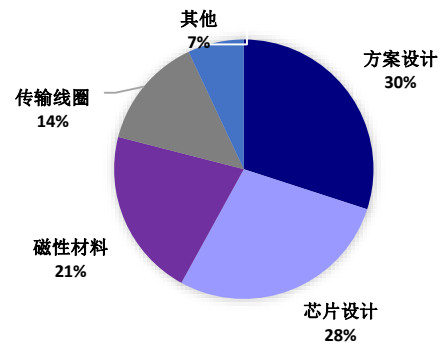
合力泰 2017 年收购蓝沛科技直接切入无线充电纳米晶材料领域，同时在 EMI 屏蔽材料方面也取得突破，两块高毛利率材料业务均接触到国际大客户，高端产品路线即将打开。

图 31：无线充电产业链环节



资料来源：中投顾问，国信证券经济研究所整理

图 32：无线充电各环节价值占比



资料来源：经营之家，国信证券经济研究所整理

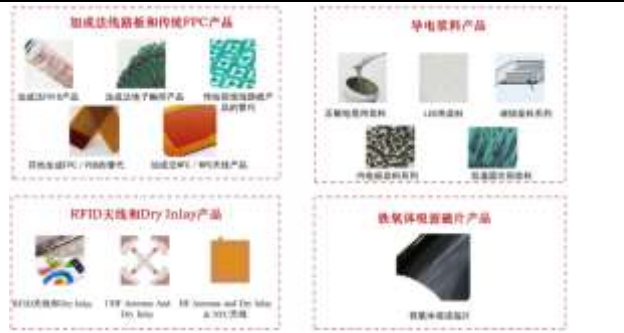
磁性材料在无线充电中主要用于无线充电器发射端和接收端线圈背面贴加隔磁片，作用是缓解交感电磁场遇到金属后产生电子涡流而降低充电效率。目前常用的软磁材料包括铁基非晶、硅钢、软磁铁氧体和铁基纳米晶。

纳米晶兼备了铁基非晶合金的高饱和磁感应强度和钴基非晶合金的高磁导率和低损耗，能够很好地满足智能手机这种高频设备对低损耗、快充电的性能要求，是目前可预见的最佳的磁性材料。从搭载纳米晶的三星 Galaxy Note 8 和搭载铁氧体的 iPhone 8 Plus 两款高端机型的充电效率来看，Note 8 在无线充电 2 小时后电量充至 79%，而此时 iPhone 8 Plus 仅充电至 59%，而 Note 8 电量充满的用时是 2 小时 41 分钟，而 iPhone 8 Plus 需要 3 小时 54 分钟，真机实验结果表明纳米晶在充电效率方面更胜一筹。

合力泰收购蓝沛，切入无线充电核心材料纳米晶领域的高价值战略地位。2017 年 3 月，公司发布预案拟通过以自有资金收购蓝沛科技 3568.31 万股权及受让可转换公司债权，交易完成后，江西合力泰将持有标的公司 36.6% 股权，可转换公司债权完成后，公司将持有标的公司 6768.31 万股，占比 59.87%。公司此次控股蓝，一方面实现对无线充电关键磁材纳米晶、非晶材料等核心材料的卡位，通过和蓝沛科技的合作，公司将直接切入无线充电核心材料纳米晶领域的高价值战略地位，并以此导入一线客户，成功实现战略转型、抢占价值高地。另一方面，蓝沛的加成法 FPC 制作工艺亦为公司 FPC 业务打开工艺改进空间、降低整体成本。

蓝沛是国内领先的无线充电整体解决方案供应商，蓝沛于 2015 年率先在国内量产无线充电的核心材料纳米晶磁性材料，并具有成熟的柔性线路板和 EMI 材料加工工艺。蓝沛成立以来取得专利近 50 项，并于 2015 年 11 月 3 日入选了国家科技部的火炬计划，研发能力属较高水平。目前，蓝沛已在上海金山区建立了研发基地，并在江西建立了生产基地，产能迅速提升。

图 33: 蓝沛科技主要生产四大类产品



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 34: 蓝沛发布全球最薄无线充电发射端模组 LP-1



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

目前, 蓝沛的全套无线充电解决方案获得了多家手机厂商的认可, 蓝沛无线充电模组方案已经用于小米的无线充电器产品, 已开始批量出货和销售。

图 35: 紫光无线充电器兼容版本由蓝沛提供



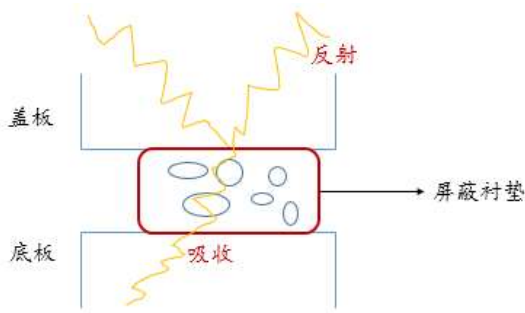
资料来源: 百度图片, 国信证券经济研究所整理

智能手机升级趋势下, EMI 屏蔽材料市场需求持续增长

电磁屏蔽是未来智能手机升级趋势下实现业绩突破的关键出口。电磁屏蔽材料处于产业链上游, 在毛利率方面具有较高的盈利性, 因此电磁屏蔽材料领域未来发展可期。智能手机的微创新升级, 一方面使得设备内部元器件空间变得更紧凑, 另一方面内部部分器件相对于以往更为精密, 两种因素决定了智能手机内部 EMI 材料及器件的品质需更优良、性能需更完善。随着手机产品从 4G 向 5G 发展, 终端消费电子内将安置更多的射频天线, 相应的也就需要更多的电磁屏蔽器件。

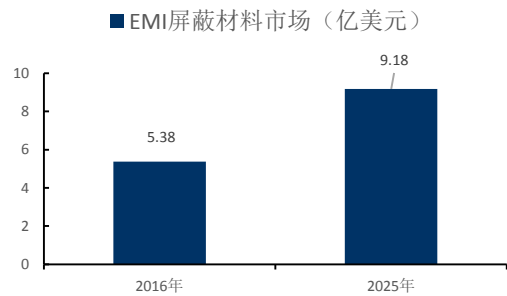
根据 Coherent Market Insights 的报告, 全球 EMI 屏蔽材料市场在 2016 年达到了 5.38 亿美元的市场规模, 预计到 2025 年市场规模将达到 9.18 亿美元, 2017 年至 2025 年的年增长率预测将达到 6.23%。蓝沛具备 EMI 屏蔽材料及吸波材料量产能力。目前, 全球 EMI 屏蔽材料的主要生产厂商包括 Chomerics、Laird、3M、汉高科技和国内厂商蓝沛科技、中石科技、飞荣达科技等。蓝沛 EMI 屏蔽材料以铁氧体瓷片为主, 其作用主要是减少金属对天线信号的吸收从而增加天线的感应距离, 提升天线性能。除此之外还有低温固化银浆料。同样应用于 EMI 领域。

图 36: 电磁屏蔽原理示意图



资料来源: 飞荣达招股说明书, 国信证券经济研究所整理

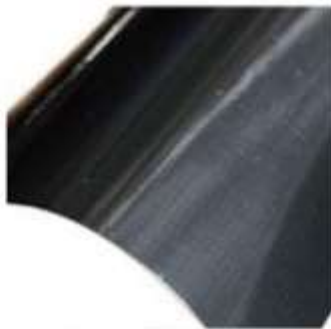
图 37: 全球 EMI 屏蔽材料市场规模预测



资料来源: Coherent Market Insights, 国信证券经济研究所整理

蓝沛加成法拥有环保、工序少、低成本、应用广等优点, 从材料端补强合力泰 FPC 产品竞争力。蓝沛的加成法工艺新的制作流程是将 FPC 的图形通过印刷催化油墨并电镀铜的工艺实现, 相当于直接提供形成图形的 FCCL 给客户, 相比传统 FPC 工艺, 淘汰了不环保的贴干膜、曝光、显影、蚀刻、去膜等一系列工序。同时由于加成法流程中摒弃了蚀刻工艺, 没有多余的金属损耗, 也进一步降低了成本。新的加成法工艺可以在陶瓷、玻璃、PVC、PET、PC、PI 等各种材料表面形成所需的线路, 突破了传统 FPC 基材的限制, 拓展了应用领域。

图 38: 蓝沛铁氧体磁片



铁氧体磁片是一种磁性材料, 它可以有效地减少金属对天线信号的吸收从而增加天线的感应距离, 提高天线的性能。

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 39: 蓝沛低温固化银浆料



印刷用具有优异导电性能的低温固化导电浆料, 应用于 EMI 领域。

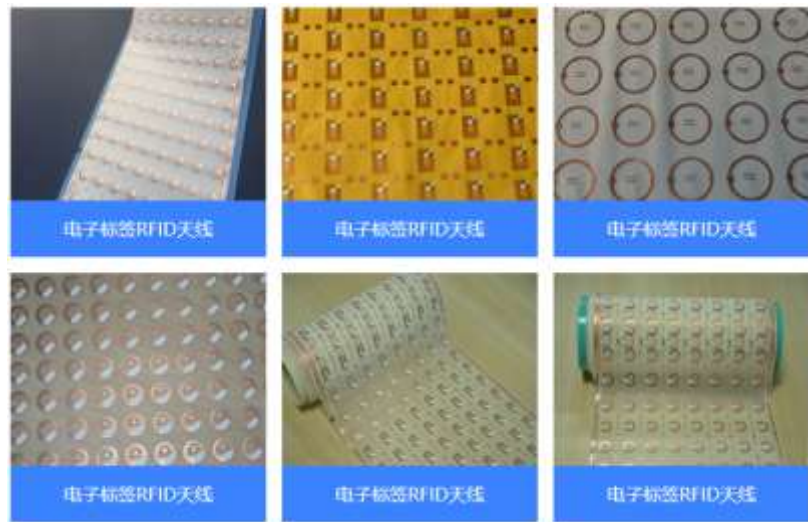
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

迈向 5G 时代, 布局天线及高频材料业务

18 年 3 月东软载波将持有的安缔诺 49% 的股权以 4470 万元转让给江西比亚迪电子部品件有限公司。股权转让后, 由于合力泰子公司上海蓝沛持有安缔诺 25% 的股份, 合力泰实质持有 74% 股权, 公司将控股安缔诺。

上海安缔诺是一家以安全模组、高频互联、先进材料为核心的创新性企业, 公司在身份识别、安全支付、物联网和智能家居行业已形成较为成熟的模块和电路解决方案。公司技术力量雄厚, 测试手段完善, 生产研发能力可以从材料开发、工艺改进一直到产品实现的整个过程。可直接支持 TEE 安全模块、身份识别安全模块和支付模块、高频高速信号传输线路、复杂柔性线路和软硬结合板线路等电子产品的设计和生

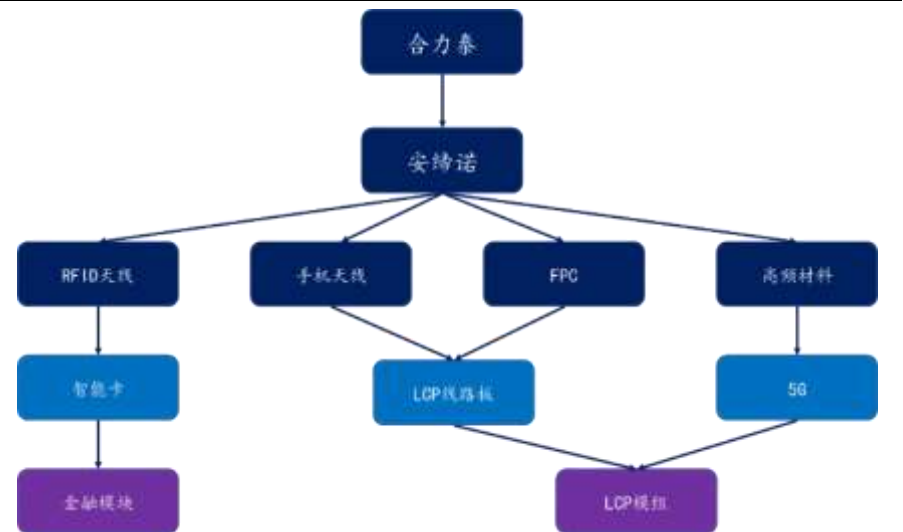
图 40: 公司的 RFID 天线产品



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

公司产品聚焦在电子标签 RFID 天线、手机天线、FPC、模组类产品、智能卡、高频材料等领域。合力泰对安缔诺的收购完成了公司对天线业务以及 5G 时代高频高速需求的补强, 与公司的现有业务形成扩展和互补。

图 41: 安缔诺的业务布局



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

组织架构大变化, 应对产品客户升级

成长初期, 公司以提供性价比较高的产品线为基础构建组织架构

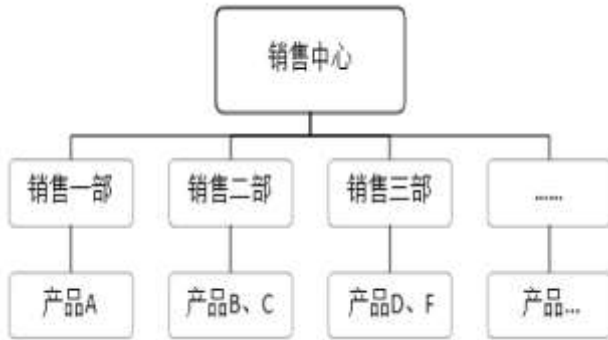
在发展初期, 合力泰定位为平台型公司。公司以传统型的各种触摸屏和液晶显示屏及模组系列产品为主要业务, 主要客户为 ODM 终端厂商。在市场竞争过程中, 公司产品的同质化较为严重, 同时客户强调的是成本要求。

这个阶段公司核心导向就是规模化制造, 作为产品线齐全的触控显示产品一站式服务商, 能够给客户最全面的选择和完善的解决方案。快速响应, 满足客户

的个性化、多样化需求，提供性价比高的产品。

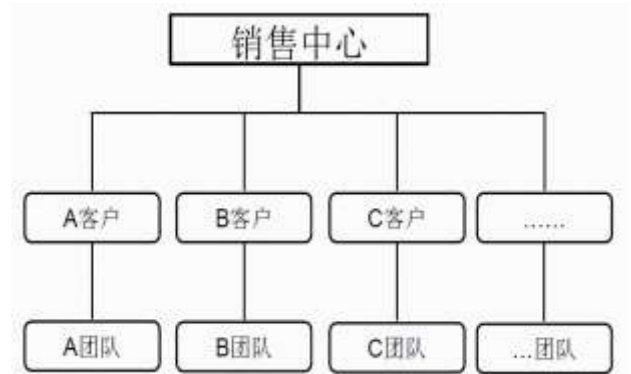
组织架构上，根据产品类型、生产规模等设立不同的事业部，公司将销售部门分为多个销售部，销售事业部作为自主管理的单元，将生产、采购、销售、研发有机结合在一起。每一个销售部根据自己的客户资源特点以及业务战略计划，选定某种产品开展销售工作，每一个销售部为一个相对独立的销售团队，团队之间具有横向竞争关系，发挥事业部的主动性。

图 42: 成长初期，公司以产品线为基础构建组织架构



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

图 43: 成长壮大期，公司将以大客户为导向构建组织架构



资料来源:公司官网，国信证券经济研究所整理

夯实基础之后，公司将以大客户为导向构建组织架构

随着公司规模做大，客户的逐步升级，公司目前阶段逐步从 ODM 客户转型给为核心品牌客户提供内研服务，与全球领先的品牌客户共同研发新产品。

与发展初期阶段仅仅强调规模化制造能力和提供性价比高的产品相比，这个阶段更加强调技术研发配套能力。为适应核心大客户的要求，公司已经将组织架构转为以大客户为导向，为核心大客户组建专业团队提供贴身服务。

公司业务发展预测及估值情况

业务发展预测

- (1) 传统触显类业务维持稳定增长，但业绩增速会趋缓，预计 18~20 年增速 20%/19%/18%;
- (2) 摄像头产能进一步释放预计会呈现爆发式增长，预计 18~20 年增速 402%/105%/14%;
- (3) FPC 随着赣州信丰和吉安万安的产能释放，预计 18~20 年增速 55%/89%/35%;
- (4) 蓝沛新材料的无线充电以及 EMI 材料业务不断在大客户端开拓，预计 18 年将开始业绩有望开始爆发，预计 19~20 年增速 94%/50%。

表 9: 公司主营业务预测

| 单位: 亿元 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 触控显示类 | | | | | |
| 营收 | 82.21 | 99.55 | 119.46 | 142.16 | 167.75 |
| YOY | | 21.09% | 20% | 19% | 18% |
| 毛利率(%) | 15.64% | 15.70% | 16% | 16% | 16% |
| 其他显示类 | | | | | |
| 营收 | 4.64 | 11.66 | 13.99 | 16.79 | 20.15 |
| YOY | | 151.29% | 20% | 20% | 20% |
| 毛利率(%) | 26.72% | 26.84% | 26% | 26% | 27% |
| 摄像头 | | | | | |
| 营收 | 4.10 | 10.20 | 51.20 | 105.00 | 120.00 |
| YOY | | 148.78% | 402% | 105% | 14% |
| 毛利率(%) | 11.22% | 10.69% | 12% | 12% | 13% |
| FPC | | | | | |
| 营收 | 0.00 | 10.40 | 16.17 | 30.52 | 41.19 |
| YOY | | | 55% | 89% | 35% |
| 毛利率(%) | 0.00% | 21.06% | 24% | 23% | 23% |
| 盖板玻璃 | | | | | |
| 营收 | 0.00 | 1.15 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| YOY | | | 30% | 0% | 0% |
| 毛利率(%) | 0.00% | 31.30% | 31% | 31% | 31% |
| 其他产品 | | | | | |
| 营收 | 15.99 | 5.86 | 7.62 | 9.90 | 12.87 |
| YOY | | -63.35% | 30% | 30% | 30% |
| 毛利率(%) | 22.20% | 12.46% | 12% | 12% | 12% |
| 蓝沛 | | | | | |
| 营收 | 0.00 | 0.00 | 5.15 | 10.00 | 15.00 |
| YOY | | | | 94% | 50% |
| 毛利率(%) | | | 50% | 50% | 50% |
| 化工 | | | | | |
| 营收 | 7.78 | 8.82 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| YOY | | 13.37% | | | |
| 毛利率(%) | 16.45% | 18.03% | 0% | 0% | 0% |
| 其他化工 | | | | | |
| 营收 | 0.07 | 0.12 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| YOY | | 71.43% | | | |
| 毛利率(%) | 57.14% | 41.67% | 0% | 0% | 0% |
| 其他触显 | | | | | |
| 营收 | 3.66 | 3.34 | 3.51 | 3.68 | 3.87 |
| YOY | | -8.74% | 5% | 5% | 5% |
| 毛利率(%) | 17.21% | 34.13% | 35% | 35% | 35% |
| 总收入 | | | | | |
| 营收 | 118.45 | 151.10 | 218.59 | 319.55 | 382.33 |
| YOY | | 27.56% | 44.67% | 46.19% | 19.64% |
| 毛利率(%) | 16.93% | 17.15% | 17.21% | 16.98% | 17.62% |

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

预计公司随着新产品不断发展, 公司将逐步把握高价值量的上游核心环节, 从而摆脱低端, 走向高端制造为客户提供一站式服务。我们预测合力泰 2018-2020 年净利润分别为 17.08/24.73/32.14 亿元, 对应的 EPS 为 0.55/0.79/1.03 元, 当前股价对应的 PE 分别为 14.7/10.1/7.8X。

从估值上看, 公司估值低于行业平均值。我们公司前几年布局的摄像头模组和 FPC 开始进入放量期, 同时未来新材料业务有助于公司实现客户和产品升级,

我们给予合力泰 2018 年的目标 PE 值 20X，对应合理估值为 11 元。给予“买入”评级。

风险提示

- 一，新产品大客户进展不达预期。品牌客户出货量不达预期。
- 二，消费电子行业增速减缓，传统产品下游需求回落。
- 三，子公司业务整合进度不达预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 现金及现金等价物 | 3584 | 3500 | 3500 | 3500 | 营业收入 | 15111 | 21861 | 31957 | 38235 |
| 应收款项 | 6001 | 8984 | 13133 | 15713 | 营业成本 | 12523 | 18098 | 26532 | 31497 |
| 存货净额 | 2763 | 4387 | 6447 | 7659 | 营业税金及附加 | 71 | 98 | 144 | 172 |
| 其他流动资产 | 959 | 1312 | 1917 | 2294 | 销售费用 | 145 | 192 | 281 | 336 |
| 流动资产合计 | 13364 | 18239 | 25054 | 29223 | 管理费用 | 952 | 1279 | 1865 | 2229 |
| 固定资产 | 4491 | 5285 | 5742 | 5937 | 财务费用 | 177 | 192 | 274 | 308 |
| 无形资产及其他 | 286 | 275 | 265 | 254 | 投资收益 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 投资性房地产 | 2745 | 2745 | 2745 | 2745 | 资产减值及公允价值变动 | (196) | (180) | (180) | (180) |
| 长期股权投资 | 359 | 409 | 459 | 509 | 其他收入 | 205 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 21244 | 26952 | 34264 | 38668 | 营业利润 | 1255 | 1824 | 2684 | 3516 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 4166 | 6287 | 8065 | 7772 | 营业外净收支 | 96 | 95 | 95 | 95 |
| 应付款项 | 4455 | 6336 | 9312 | 11063 | 利润总额 | 1351 | 1919 | 2779 | 3611 |
| 其他流动负债 | 545 | 963 | 1414 | 1681 | 所得税费用 | 185 | 230 | 333 | 433 |
| 流动负债合计 | 9165 | 13586 | 18791 | 20516 | 少数股东损益 | (14) | (19) | (28) | (36) |
| 长期借款及应付债券 | 1236 | 1006 | 1006 | 1006 | 归属于母公司净利润 | 1179 | 1708 | 2473 | 3214 |
| 其他长期负债 | 788 | 988 | 1188 | 1388 | | | | | |
| 长期负债合计 | 2024 | 1994 | 2194 | 2394 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 11190 | 15580 | 20985 | 22910 | 净利润 | 1179 | 1708 | 2473 | 3214 |
| 少数股东权益 | 9 | (6) | (27) | (56) | 资产减值准备 | 101 | 121 | 31 | 17 |
| 股东权益 | 10045 | 11378 | 13307 | 15813 | 折旧摊销 | 370 | 417 | 543 | 619 |
| 负债和股东权益总计 | 21244 | 26952 | 34264 | 38668 | 公允价值变动损失 | 196 | 180 | 180 | 180 |
| | | | | | 财务费用 | 177 | 192 | 274 | 308 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (1469) | (2339) | (3157) | (1933) |
| 每股收益 | 0.38 | 0.55 | 0.79 | 1.03 | 其它 | (111) | (136) | (53) | (46) |
| 每股红利 | 0.08 | 0.12 | 0.17 | 0.23 | 经营活动现金流 | 266 | (49) | 17 | 2051 |
| 每股净资产 | 3.21 | 3.64 | 4.25 | 5.05 | 资本开支 | (1957) | (1501) | (1201) | (1001) |
| ROIC | 9% | 12% | 14% | 15% | 其它投资现金流 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 12% | 15% | 19% | 20% | 投资活动现金流 | (2319) | (1551) | (1251) | (1051) |
| 毛利率 | 17% | 17% | 17% | 18% | 权益性融资 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 9% | 10% | 10% | 10% | 负债净变化 | (85) | (230) | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 12% | 12% | 12% | 12% | 支付股利、利息 | (263) | (376) | (544) | (707) |
| 收入增长 | 28% | 45% | 46% | 20% | 其它融资现金流 | 2000 | 2121 | 1778 | (293) |
| 净利润增长率 | 35% | 45% | 45% | 30% | 融资活动现金流 | 1313 | 1516 | 1234 | (1000) |
| 资产负债率 | 53% | 58% | 61% | 59% | 现金净变动 | (740) | (84) | 0 | 0 |
| 息率 | 1.0% | 1.5% | 2.1% | 2.7% | 货币资金的期初余额 | 4324 | 3584 | 3500 | 3500 |
| P/E | 21.9 | 15.1 | 10.4 | 8.0 | 货币资金的期末余额 | 3584 | 3500 | 3500 | 3500 |
| P/B | 2.6 | 2.3 | 1.9 | 1.6 | 企业自由现金流 | (1831) | (1493) | (1057) | 1205 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 15.9 | 12.7 | 10.5 | 权益自由现金流 | 84 | 230 | 480 | 641 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032