

莱宝高科

002106

增持/ 维持评级

股 价	2009/01/09
RMB7.71	

基础数据

总股本（百万股）	330
流通 A 股（百万股）	161
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1243

财务数据

市净率 (X)	1.65
TRACING P/E (X)*	11.43
EPS (元)	0.47
股息率 (%)	6.49

*最近四季盈利计算。

相关研究

<中小尺寸 LCD 上游材料的领跑者

>20070910

<“空盒”离我们越来越近>20080428

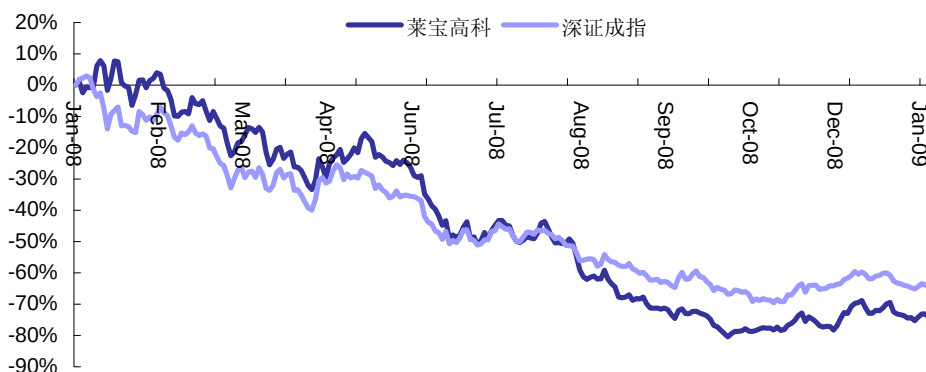
分 析 师
 卢 山
 +755 - 82492953
 lushan@lhq.com

空盒产品降低业绩下滑预期

经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	565.6	393.3	501	728	994
(+/-%)	16.1	-7.8	-11	45	37
归属母公司净利润(百万元)	229.2	153.5	196	229	278
(+/-%)	8.5	-4.2	-16	17	22
EPS(元)	0.69	0.47	0.59	0.69	0.84
P/E(倍)	11.1	16.6	10.41	8.91	7.31

- 最新的数据显示，行业的需求下降很快。手机高速增长的时代已经过去，笔记本需求对 LCD 需求的下滑起着缓冲的作用。受需求下降的影响，LCD 面板的价格仍处在快速下滑的通道之中。
- 公司传统业务的压力依然很大。ITO 产品比较成熟，是公司稳定的现金流；由于 TFT - CF 对 CSTN - CF 的替代，公司的 CF 产品还有较大的降价空间，此产品高盈利的阶段已经过去。
- 但是，公司的空盒项目已经有了月单产 1 万对的实际出货规模，良品率为 90%以上。这个规模的出货量可以认为空盒项目的技术爬坡已经完成，公司已经具备了达到设计产能的生产能力，剩下的工作更多的是考虑客户的开拓和产品的销售。随着客户的增多，未来三年，空盒业务将逐渐成为公司主要的利润贡献。
- 触摸屏项目已经展开。对此项目，我们抱着谨慎乐观的态度。
- 公司拥有宇顺电子 200 万的股权，宇顺电子已经过会，预计将有不错的投资收益。同时，CF 和 ITO 中有些品种的出口退税率由 5%提高到了 11%，对公司明年的业绩有一定的贡献。
- 尽管公司目前处在 LCD 行业的低谷期，但新产品空盒项目的量产，将会有效抑制公司业绩的下滑。LCD 行业尽管发展时间很短，但已经呈现高周期性。一旦行业走出低谷，公司的业绩极有可能超出市场预期，维持“增持”评级。

最近 52 周股价表现



终端需求快速下滑

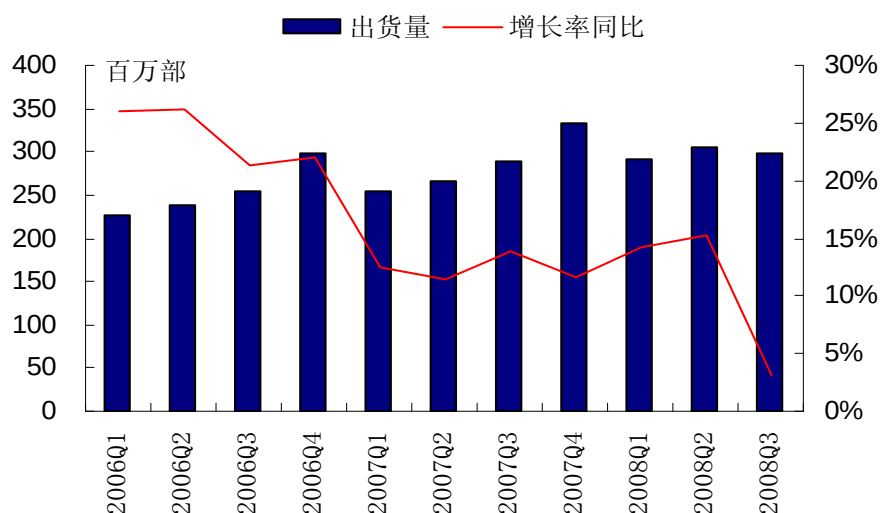
手机高速增长的时代已经过去

随着手机普及率的提高，全球手机的自然增长呈现下降的趋势。金融危机的蔓延加强了这种趋势，2008年第三季度，全球移动电话出货量的急剧下降，同比增长只有3.2%，环比增长为-0.4%。

图 1、全球手机出货量及增长率

百万部

%



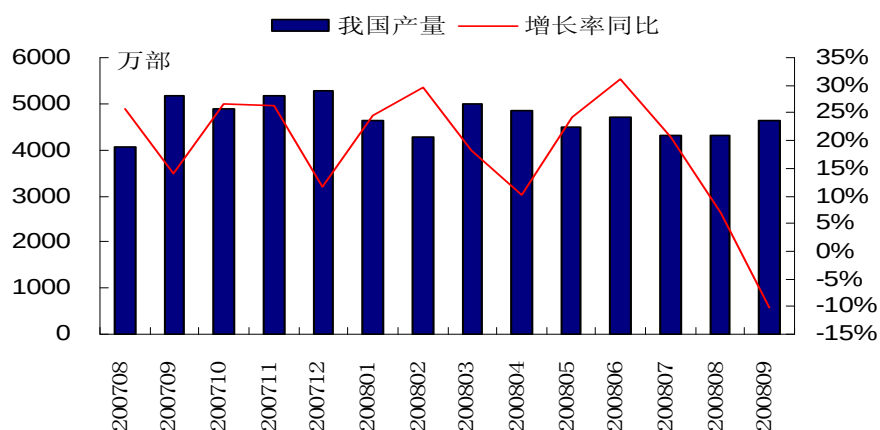
数据来源：IDC，联合证券研究所。

我国手机产量的情况也同样如此。8月份同比增长为6.73%，9月份同比增长为-10.32%。

图 2、我国手机产量及增长率

万部

%

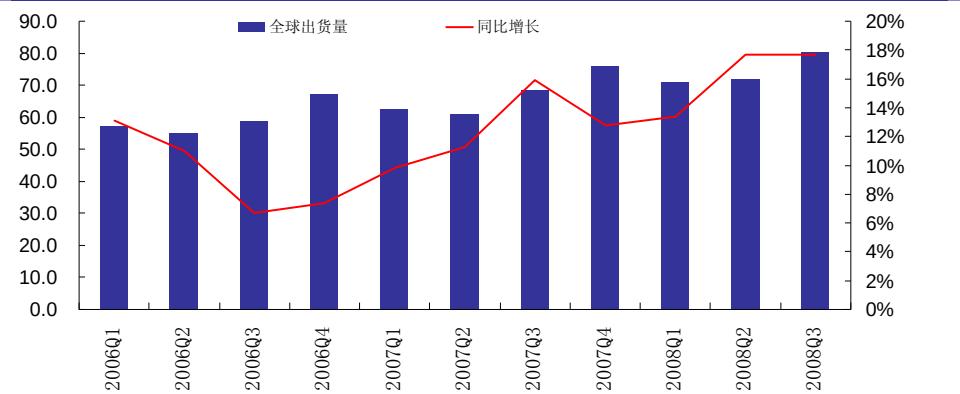


数据来源：CCID，联合证券研究所。

PC 需求还保持较为旺盛

全球个人电脑的增长来自于迷你笔记本电脑的快速增长。在欧洲、中东和非洲，迷你笔记本电脑增长强劲，北美因为经济危机，500 美元附近的迷你笔记本电脑很受青睐。新产品的应用使得 PC 的需求保持较好的增长。

图 3、全球 PC 出货量及增长率



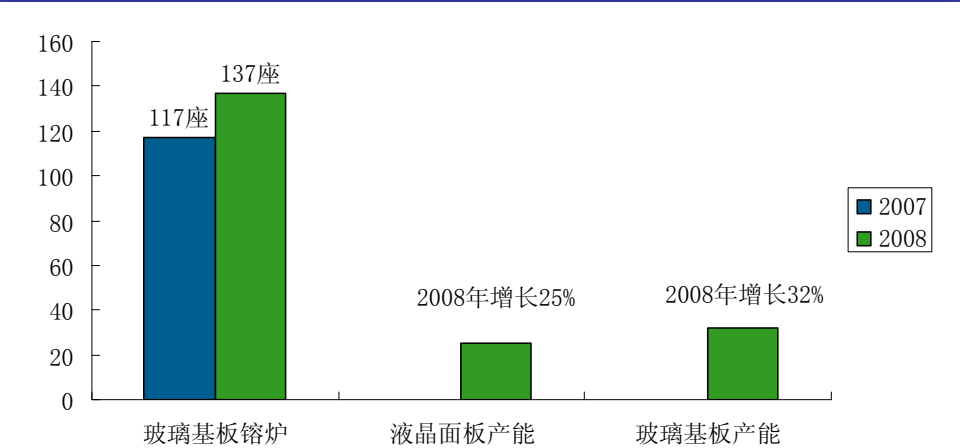
数据来源：Gartner，联合证券研究所。

LCD 行业价跌量减

作为手机、PC、消费电子的上游，LCD 行业在需求不旺的情况下，供应却在大幅增加，这也就是今年以来价格快速下跌的主要因素。

今年以来，LCD 率先走出了景气周期，主要在于产能的大幅扩张。

图 4、今年 LCD 产能增加情况



数据来源：Displaysearch，联合证券研究所。

从 4 月份开始，价格开始下跌。金融危机的不期而至，对 LCD 行业更是雪上加霜。伴随着消费需求的下降，价格进入加速下跌的阶段，月环比价格下跌幅度惊人，目前仍处在快速下跌通道中。

图 5、今年以来 LCD19" 价格变化

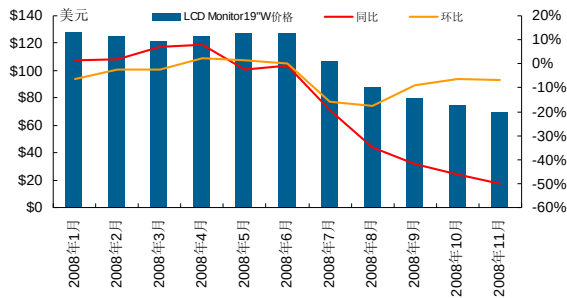
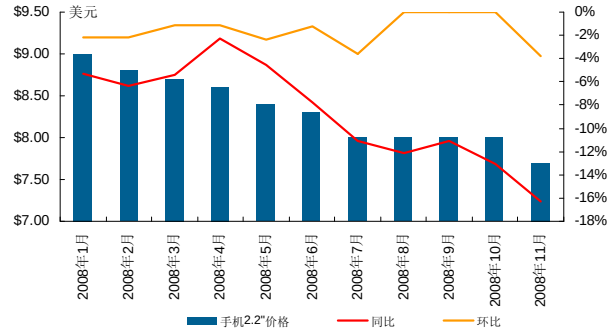


图 6、今年以来手机 2.2" 价格变化



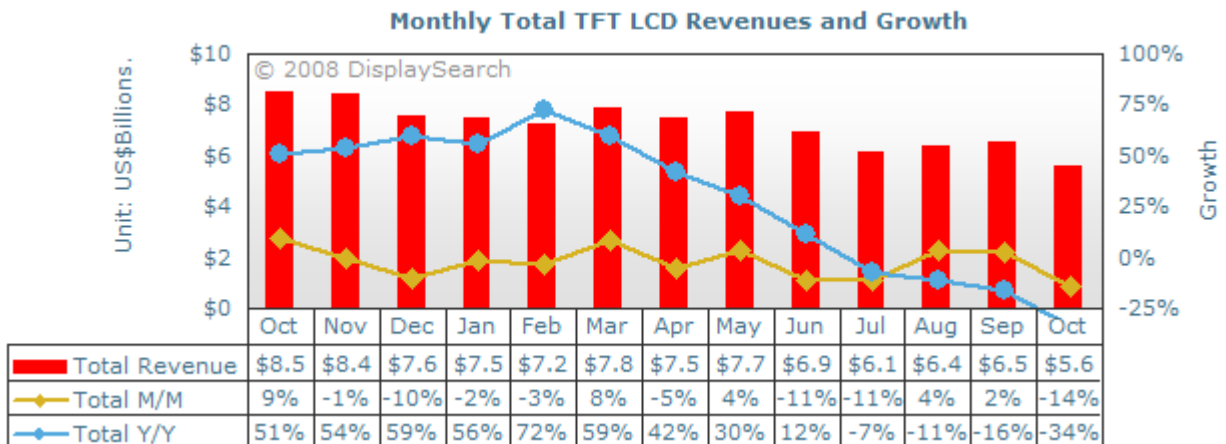
资料来源: Displaysearch, 联合证券研究所

从图 5 和图 6 的比较中, 我们发现中小尺寸的 LCD 价格下降的幅度要小于大尺寸的 LCD, 主要原因在于中小尺寸的个性化需求更多一些, 生产厂家竞争优势更多的在于产品的差异化和服务, 而不是唯一依靠价格。

统计 TFT LCD 的出货量, 见图 7, 我们发现销售收入也在大幅下滑, 目前也处在快速下滑之中。价跌量减, LCD 行业正处在最寒冷的冬天。

图 7、TFT LCD 销售收入及增长率

十亿美元



资料来源: Displaysearch, 联合证券研究所

空盒项目万事俱备

尽管公司目前所处的外部环境非常艰难, 但公司产品已经顺利完成了结构升级, 未来产品将由 ITO 导电玻璃、CSTN - CF 和空盒共同组成。

我们一直低估了空盒产品的技术爬坡难度。在中小尺寸 LCD 行业, 公司顺应行业技术升级路线, 产品由 TN (ITO 导电玻璃) → STN (ITO 导电玻璃) → CSTN (CF) → TFT (空盒) 发展。在 TFT 阶段, 公司不仅需要调试好生产设备, 而且还必须掌握化学气相沉积和干法蚀刻两项新工艺。技术工艺的难点, 给公司带来了技术升级的难题, 也给行业带来了很高的技术壁垒。

根据最新的调研结果, 我们得知公司的空盒项目已经有了月单产 1 万对的实

际出货规模，良品率为 90% 以上。这个规模的出货量可以认为空盒项目的技术爬坡已经完成，公司已经具备了达到设计产能的生产能力，剩下的工作更多的是考虑客户的开拓和产品的销售。

公司以往的客户大多是 CSTN 客户，因此公司既要攻克技术难关，也要进行空盒市场的开发。CSTN 的客户也有转向 TFT 的需求，但他们同样面临技术提升；全新客户的认可和认证都需要时间。但对于空盒产品，公司是一个新进入者，尽管市场并不乐观，但出口替代是本土企业的一个优势，公司的份额会逐步提升。

通过以上分析，我们认为，未来三年，公司空盒业务将稳步增长。预计公司空盒今年产量为 3 万对。考虑到新增客户的不断增多，明年空盒的月产量将会逐步上升，参考公司的产能，我们预计具体产量情况如表 1:

表 1、2009 年空盒产品产量预测												万对
Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	
1.00	1.10	1.20	1.40	1.60	1.80	2.00	2.20	2.40	2.60	2.80	3.00	

数据来源：联合证券研究所预测。

同时，我们假设今年空盒的均价为 110 美元一对，价格每年下降 10%。尽管良品率会进一步提高，而随着产能的逐渐扩大，生产成本和采购成本也会逐渐降低，但行业的景气前景依然不乐观，而且公司目前主要的任务还是扩大市场份额，因此我们假设毛利率今年为 35%，明年的毛利率为 34%，10 年的毛利率为 38%。依此假设，未来三年，空盒业务将是逐渐成为公司主要的利润贡献之一，如表 2:

表 2、空盒业务预测			百万元
TFT-LCD 空盒	2008E	2009E	2010E
销售量（万对）	3	23	36
单价（元）	756	680	612
收入(百万元)	23	157	220
毛利率	35.00%	34.00%	38.00%
主营业务利润	7.94	53.44	83.77
税金占比	0.21%	0.23%	0.22%
费用率	10.00%	9.80%	9.67%
税金及费用	2.32	15.76	21.82
利润总额	5.62	37.68	61.96
所得税	18.00%	20.00%	22.00%
净利润	4.61	30.14	48.33
销售净利率	20.32%	19.18%	21.92%
贡献 EPS（元）	0.01	0.09	0.15
股本（百万股）	329.89	329.89	329.89

数据来源：公司资料，联合证券研究所预测。

触摸屏项目如期展开

根据公司计划，在空盒项目基本完成以后，募集资金的另一个项目高档电阻式触摸项目就要开始启动。该项目计划投资 3.6 亿元，将建成年产 46 万片高档电阻式触摸屏的生产能力（以玻璃基板规格为 370mm × 470mm 计），以手机面板尺寸按 2.5 英寸计，项目折合年产 2254 万片 2.5 英寸触摸屏。

从我们最近的调研中得知，公司目前正在和供应商谈判，进行设备的选型和采购。根据公司计划，09 年 6 月底触摸屏的主要生产设备将能到位，09 年下半年开始安装调试，预计 09 年底开始试生产。

和空盒产品一样，触摸屏项目也有技术爬坡。其中 TiO₂ 镀膜技术、丝网印刷技术和贴合封装技术是需要掌握的新工艺，我们同样不能低估技术工艺的难度。

南京华睿川是国内最大的电阻式触摸屏厂商，其生产的触摸屏主要提供手机厂商。从销售收入和毛利率上看，公司的经营情况不太乐观。

图 8、华睿川销售收入变化情况

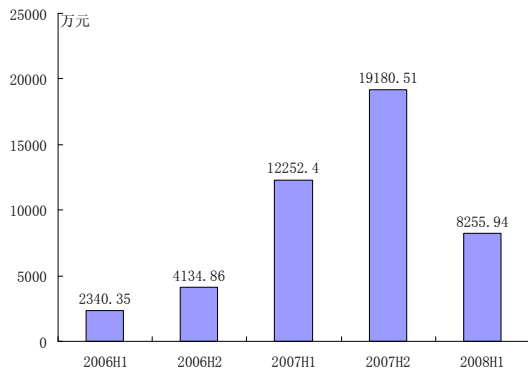
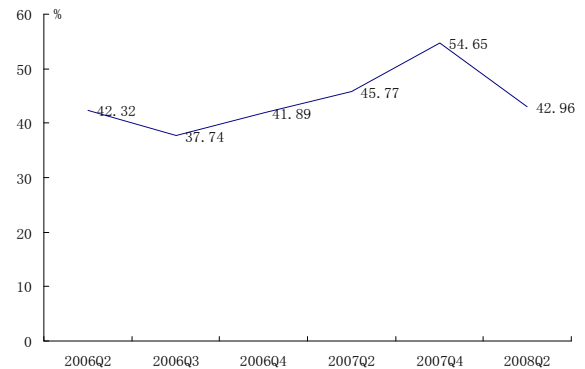


图 9、华睿川毛利率变化情况



资料来源：公司资料,联合证券研究所

从触摸屏行业调研了解到，目前在低端领域普通触摸屏的价格只有去年的 1/3，例如 2.8 寸的触摸屏，去年 6-9 月份价格为 25 元，现在的市场价为 8 元。但在高端领域，触摸屏的利润依然可观。由于 APPLE 的 IPHONE 的设计突破，多点触控技术被广泛使用开来，也带来了电容式触摸屏的繁荣。

鉴于高端触摸屏向多点触控技术发展，公司的触摸屏将是电阻式和电容式共同发展的格局，采购的设备将兼容这两种屏的生产。

假设 09 年触摸屏的单价是 795 元，产量为 6 万片，10 年的产量为设计产能的 70%，价格下降 10%。参照华睿川的毛利率水平，假设 09 年的毛利率为 35%，10 年的毛利率为 34%。依此假设，触摸屏业务的利润贡献将在 10 年体现，如表 3:

表 3、触摸屏业务预测

	2009E	2010E
销售量（万片）	6	32
单价（元）	795	716
收入(百万元)	47.70	228.96
毛利率	35.00%	34.00%
主营业务利润	16.70	77.85
税金占比	0.23%	0.22%
费用率	9.80%	9.67%
税金及费用	4.78	22.66
利润总额	11.91	55.19
所得税	20.00%	22.00%
净利润	9.53	43.05
销售净利率	19.98%	18.80%
贡献 EPS（元）	0.03	0.13
股本（百万股）	329.89	329.89

数据来源：公司资料，联合证券研究所预测。

传统业务稳中有降

由于 TFT - CF 对 CSTN - CF 的替代，我们认为公司的 CF 产品还有较大的降价空间，假设 08、09、10 年的价格增长率分别为 -30%、-12%、-8%；销售量依然不容乐观，假设 08、09、10 年的销售量增长率分别为 -10%、5%、8%；由于人民币升值的趋缓、原材料价格也在下降的因素，以及产品存在较高的技术壁垒，我们认为毛利率能够得以维持，08、09、10 年毛利率为 60%、59%、58%。依此假设，我们认为仅靠老产品，将不足以保证公司的业绩增长。

表 4、CF 业务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
销售量（万片）	95	85	90	97
单价（元）	342	239	211	194
收入(百万元)	324.77	204.60	189.05	187.84
毛利率	61.71%	60.00%	59.00%	58.00%
主营业务利润	200.42	122.76	111.54	108.95
税金占比	0.22%	0.21%	0.23%	0.22%
费用率	9.38%	10.00%	9.80%	9.67%
税金及费用	31.18	20.90	18.96	18.59
利润总额	169.23	101.86	92.58	90.36
所得税	14.68%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润	144.38	83.53	75.92	74.10
销售净利率	44.46%	40.82%	40.16%	39.45%
贡献 EPS（元）	0.44	0.25	0.23	0.22
股本（百万股）	329.89	329.89	329.89	329.89

数据来源：公司资料，联合证券研究所预测。

ITO 导电玻璃比较成熟，产品不像 CSTN - CF 那样有替代威胁。由于公司致力于 ITO 高端产品的研发和生产，产品的平均单价逐步上升，假设 08、09、10 年的价格增长率分别为 13%、2%、1%；，假设 08、09、10 年的销售量增长率分别为 -1%、5%、8%；08、09、10 年毛利率为 46%、44%、43%。依此假

设，我们认为 ITO 产品能够为公司提供稳定的现金流。

表 5、ITO 业务预测				百万元
	2007A	2008E	2009E	2010E
销售量（万片）	924	914	960	1037
单价（元）	26	29	30	30
收入(百万元)	240.79	269.37	288.49	314.69
毛利率	42.89%	46.00%	44.00%	43.00%
主营业务利润	103.27	123.91	126.94	135.32
税金占比	0.22%	0.21%	0.23%	0.22%
费用率	9.38%	10.00%	9.80%	9.67%
税金及费用	23.12	27.52	28.93	31.14
利润总额	80.15	96.39	98.01	104.18
所得税	14.68%	18.00%	18.00%	18.00%
净利润	68.38	79.04	80.37	85.42
销售净利率	28.40%	29.34%	27.86%	27.15%
贡献 EPS（元）	0.21	0.24	0.24	0.26
股本（百万股）	329.89	329.89	329.89	329.89

数据来源：公司资料，联合证券研究所预测。

拥有宇顺电子 200 万的股权

2007 年 11 月 8 日，公司出资 1000 万元，持有宇顺电子 200 万的股权，每股 5 元。

宇顺电子目前已经过会。由于市场环境不好，因此还没有上市。发行前宇顺电子的总股本为 5,500 万股，本次拟发行 1,850 万股普通股，发行后总股本 7,350 万股。

公司是宇顺电子 ITO 导电玻璃的供应商之一。宇顺电子向莱宝高科采购 ITO 导电玻璃情况如下表 6 所示：

表 6、宇顺电子向公司采购 ITO 情况				万元
项目	2008 年 1 季度	2007 年度	2006 年度	2005 年度
金额	130.26	827.33	393.81	183.35
占 ITO 导电玻璃采购比例	18.60%	33.87%	19.39%	15.78%
占总采购金额比例	1.16%	3.50%	3.22%	2.32%

数据来源：宇顺电子上会申报稿，联合证券研究所整理。

公司持有宇顺电子的股权，不全是财务投资。对宇顺电子的投资，不仅密切了产业链上下游的关系，而宇顺电子的上市，又能使股权获得了流动性。公司承诺：对于所持宇顺电子，自成为宇顺电子的股东之日（2007 年 12 月 3 日）起三十六个月内，不转让或者委托他人管理其所持有的股份，也不由宇顺电子收购该部分股份，承诺期限届满后，上述股份可上市流通和转让。

宇顺电子的业绩优异，应能给公司带来良好的投资业绩。我们预计，宇顺电子 08、09、10 年的净利润分别为 4800、5800、7000 万元，合计每股收益为 0.65、0.79、0.96 元。

表 7、宇顺电子利润表主要数据
万元

科目名称	2008年1-3月	2007年度	2006年度	2005年度
营业收入	13,484.91	31,044.66	15,982.45	10,288.76
营业利润	1,381.95	3,994.35	1,687.02	410.87
利润总额	1,426.10	4,032.16	1,773.22	422.63
净利润	1,315.65	3,767.08	1,634.66	422.63
归属母公司的净利润	1,315.65	3,767.08	1,634.66	422.63

数据来源：宇顺电子上会申报稿，联合证券研究所整理。

等待行业走出低谷

目前，LCD 行业正处于一个低谷期，但对莱宝高科来说，新产品空盒项目的量产，将会有效抑制公司业绩的下滑。同时，政府也在积极采取措施，增加中国产品的吸引力。其中，降息、家电下乡、出口退税、人民币的相对稳定或贬值都能对公司的业绩产生一定的正面作用，但幅度有限。

LCD 行业尽管发展时间很短，但已经呈现高周期性。一旦行业走出低谷，公司的业绩极有可能超出市场的预期。建议密切关注行业情况。

图 8、盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1097	1032	1148	1222	营业收入	566	501	728	994
现金	884	866	901	879	营业成本	262	245	404	572
应收账款	99	87	126	174	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	1	-0	1	1	营业费用	14	10	15	21
预付账款	5	4	6	9	管理费用	39	40	57	76
存货	27	29	46	65	财务费用	-18	-27	-21	-9
其他	81	46	69	95	资产减值损失	2	2	1	1
非流动资产	651	777	1051	1262	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	294	547	643	787	营业利润	266	231	271	332
无形资产	151	219	297	380	营业外收入	5	8	8	8
其他	196	1	101	84	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1748	1809	2200	2484	利润总额	271	239	279	339
流动负债	142	128	374	488	所得税	40	43	50	61
短期借款	37	18	234	319	净利润	231	196	229	278
应付账款	43	41	70	97	少数股东损益	2	2	3	2
其他	63	68	70	71	归属于母公司净利润	229	194	226	276
非流动负债	44	50	55	62	EBITDA	305	271	355	463
长期借款	44	50	55	62	EPS (元)	0.69	0.59	0.69	0.84
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	186	178	429	550	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	50	52	55	57	成长能力				
股本	254	330	330	330	营业收入	16.1%	-11.4%	45.3%	36.6%
资本公积	829	752	752	752	营业利润	11.7%	-13.1%	17.4%	22.4%
留存收益	429	496	633	794	净利润	8.5%	-15.5%	16.9%	21.9%
归属母公司股东权益合计	1512	1578	1715	1876	获利能力				
负债和股东权益	1748	1809	2200	2484	毛利率	53.7%	51.1%	44.5%	42.4%
现金流量表					净利率	40.5%	38.7%	31.1%	27.8%
单位: 百万元					ROE	15.2%	12.3%	13.2%	14.7%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	32.5%	23.9%	21.3%	22.2%
经营活动现金流	211	274	261	344	偿债能力				
净利润	231	196	229	278	资产负债率	10.6%	9.8%	19.5%	22.2%
折旧摊销	57	67	105	141	净负债比率				
财务费用	-18	-27	-21	-9	流动比率	7.72	8.07	3.07	2.51
投资损失	0	-0	-0	-0	速动比率	7.53	7.85	2.94	2.37
营运资金变动	-83	41	-52	-65	营运能力				
其它	24	-2	1	-0	总资产周转率	0.34	0.28	0.36	0.42
投资活动现金流	211	-186	-380	-352	应收账款周转率	6	5	7	7
资本支出	331	125	300	267	应付账款周转率	6.13	5.83	7.24	6.83
长期投资	-10	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	532	-60	-80	-84	每股收益	0.69	0.59	0.69	0.84
筹资活动现金流	-93	-107	154	-14	每股经营现金流	0.64	0.83	0.79	1.04
短期借款	37	-18	216	85	每股净资产	4.58	4.78	5.20	5.69
长期借款	17	6	5	7	估值比率				
普通股增加	59	76	0	0	P/E	8.79	10.41	8.91	7.31
资本公积增加	-59	-76	0	0	P/B	1.33	1.28	1.18	1.07
其他	-146	-95	-67	-107	EV/EBITDA	4	5	4	3
现金净增加额	-224	-19	35	-22					

数据来源: 联合证券研究所预测。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。