

张良勇 86-755-82960140
 zhangly@cmschina.com.cn
 姜霄 86-755-25310921
 jiangxiao@cmschina.com.cn

2009年1月23日

莱宝高科(002106.SZ)/9.31元

介入太阳能不合适，面板价格接近底部

电子组件·面板

目标估值: 7.3-8.3元

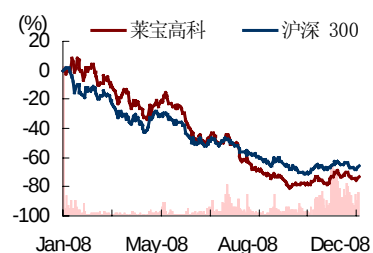
中性-B(维持)

基础数据

上证综指	2005
总股本(万股)	32989
已上市流通股(万股)	20596
总市值(亿元)	31
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	14.5
资产负债率	11.1%
主要股东	中国机电出口产品投资公司
主要股东持股比例	24.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	-34	-69
相对表现	16	-4	-8



相关报告

- 1、《莱宝高科(002106)-TFT 空盒项目进展决定未来两年业绩增长》2008/04/02
- 2、《莱宝高科(002106)-新一轮增长从 2008 年开始展开》2008/05/12
- 3、《莱宝高科(002106)-面板市场不如预期，下调盈利预测》2008/08/19
- 4、《莱宝高科(002106)-三季度业绩回暖，行业基本面难改弱势格局》2008/10/27

由于存在类似成膜工艺，市场人士对莱宝高科介入近期市场热点薄膜太阳能电池行业产生预期，根据我们的沟通，公司方面表示不会介入，而且根据我们的分析，现阶段公司介入薄膜太阳能电池是不合适的。

- **现阶段介入薄膜太阳能电池不合适。**虽然核心工艺同属于薄膜成膜技术，但其实技术跨度大；公司现有募投项目 TFT-LCD 空盒对公司经营非常重要，为公司必须走的技术路程，而目前空盒项目仍处于小量生产阶段，此时去投资技术跨度大、门槛高且进步快的薄膜太阳能电池是不合适的。
- **面板价格已不能覆盖现金成本，1月上旬跌价暂停：**由于韩元之前大幅贬值，导致韩国面板厂最具成本优势，但最近韩国厂商也难抵四季度面板再度大幅跌价，目前部分面板报价已经难以覆盖现金成本，LGD 和 samsung 纷纷宣布减产，LGD 更是放假停工 12 天，1 月初面板跌价暂停。
- **行业基本面改善还需静待 09 三季度：**目前台湾面板厂产能利用率仅为 40%，韩国面板厂约在 70%。一季度为面板传统淡季，订单能见度低，二季度需求强势回暖可能性小，行业内基本寄希望于传统旺季三季度会有所表现，未来面板价格再降空间来自玻璃基板等上游原材料跌价。
- **ITO 导电玻璃和 CF 业务 09 年业绩下滑幅度恐不低于 08 年，空盒项目盈利需待市场回暖：**ITO 导电玻璃和彩色滤光片价格 08Q4 出现较大下跌。公司 08 年 ITO 导电玻璃和彩色滤光片业绩较 07 年同比下滑约 20%，09 年业绩下滑幅度恐不低于 08 年。由于终端需求萎靡，空盒对下游客户的吸引力已有限，目前公司空盒生产线仍处于小量试产阶段，目前空盒折合报价仅在 700-800 元/对，实现盈利需静待 09 年 2、3 季度。
- **维持“中性-B”投资评级：**根据最新情况，我们调整了对公司的盈利预测。预计莱宝高科 08-10 年营业收入增长率分别为-18%、20%、40%，净利润增长率分别为-24%、-1%、35%，EPS 分别为 0.53、0.52、0.70 元。目标区间为 7.3-8.3 元，相当于 09 年 14-16 倍 PE。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	487	566	462	554	778
同比增长	-7%	16%	-18%	20%	40%
营业利润(百万元)	238	266	208	205	280
同比增长	-6%	12%	-22%	-1%	36%
净利润(百万元)	211	229	174	171	232
同比增长	-5%	8%	-24%	-1%	35%
每股收益(元)	1.08	0.90	0.53	0.52	0.70
PE	8.6	10.3	17.7	17.9	13.2
PB	1.3	1.6	2.0	1.8	1.7

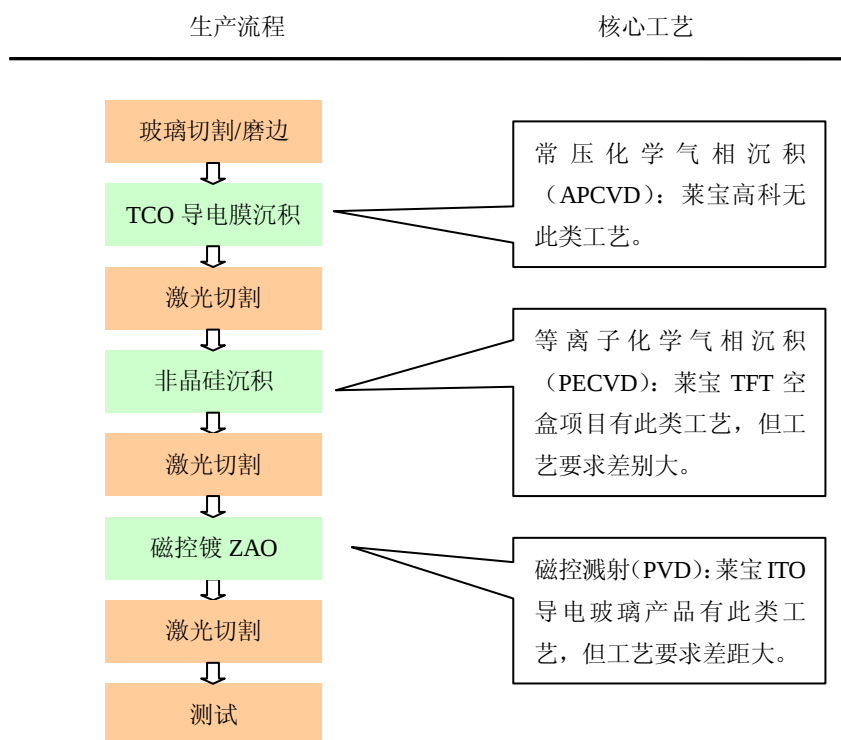
资料来源：招商证券

介入薄膜太阳能电池行业可能性小

近期新能源投资升温，由于存在类似成膜工艺，市场人士对莱宝高科介入薄膜太阳能电池行业产生预期，根据我们的沟通，公司方面表示不会介入，而且我们认为现阶段介入薄膜太阳能电池是不合适的。理由有两点：

- (1) **薄膜太阳能电池核心工艺与莱宝现有掌握薄膜成膜工艺相比，技术跨度其实很大。**薄膜太阳能电池核心工艺包括 APCVD、PECVD 和 PVD。其中 APCVD 莱宝现有产品未有涉及，PECVD 和 PVD 莱宝虽然分别在 TFT-LCD 空盒和 ITO 导电玻璃生产过程中得到应用，但工艺要求与薄膜太阳能电池相比差别大，对面板行业的工艺要求来说，PECVD 和 PVD 已经应用得非常成熟，但对薄膜太阳能电池的工艺要求来说，APCVD、PECVD 和 PVD 仍需不断提升。
- (2) **现有募投项目 TFT-LCD 空盒对莱宝至关重要。**TFT-LCD 是作为 LCD 面板公司的莱宝高科必须要走的技术过程，直接关系到莱宝高科的永续经营，而目前由于 LCD 市场需求低迷，公司 TFT-LCD 空盒一直处于小量生产阶段，在这种情况下，公司去投资技术跨度大、门槛高且进步快的薄膜太阳能电池逻辑上是不成立的。

图 1：薄膜太阳能电池生产流程和核心工艺



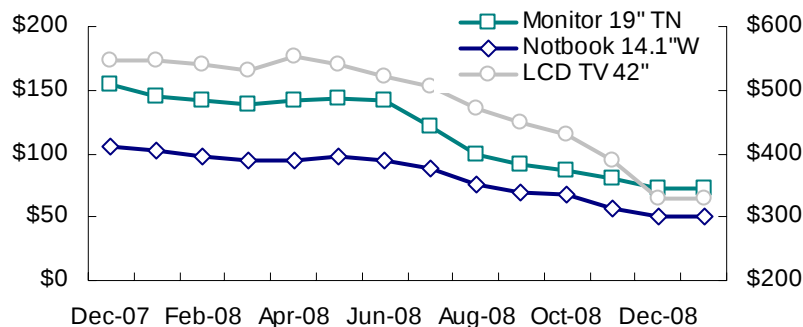
数据来源：招商证券整理

面板价格或接近底部，行业基本面改观需待 09Q3

08Q4 整机客户消化库存，面板价格深幅下挫。受四季度下游整机厂商消化库存影响，

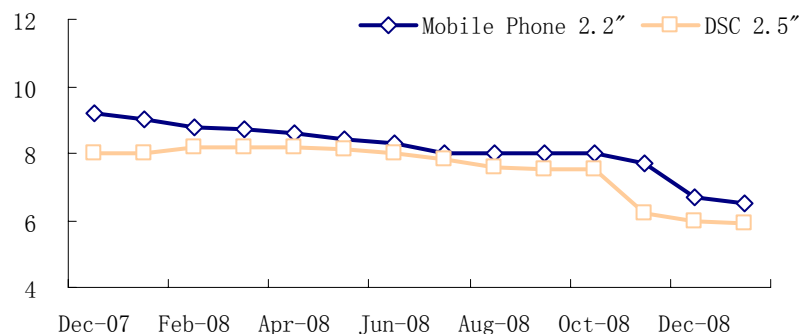
08 年四季度再度深度下挫，全年来看，大尺寸 TFT-LCD 面板跌去 50%，中小尺寸 TFT-LCD 面板价格跌去三分之一。

图 2：大尺寸TFT面板价格08年跌幅50 %



数据来源：Display Search

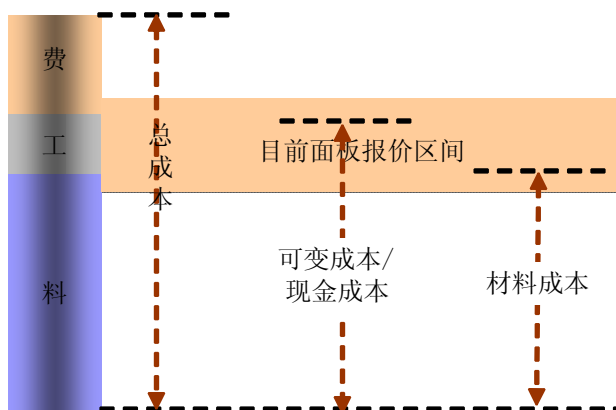
图 3：中小尺寸TFT面板价格08年跌幅超30 %



数据来源：Display Search

TFT 面板报价低于现金成本，韩国大厂减厂停工。台湾面板厂早在今年 7 月就开始减产，选择性接单已避免亏损扩大，目前台湾面板厂普遍产能开工率仅 40% 左右。由于之前韩元大幅贬值 40%，韩国面板厂具备了成本优势，但经过四季度面板价格大跌，部分订单报价已经不能覆盖企业现金成本甚至原材料成本。Samsung 和 LGD 纷纷宣布减产，其中 LGD 还宣布部分工厂 12 月 24 日 - 1 月 4 日停工 12 天。Display Search 在 1 月初公布的面板价格也应声起稳。

图 4：TFT面板价格或已见底



数据来源：招商证券整理

09H1 行业基本面反弹可能小，静观 09Q3 行业表现。一季度是面板行业传统淡季，且目前订单能见度低，二季度需求大幅反弹可能性很小，目前行业内基本寄希望于作为传统旺季的三季度会有所改观。09 年上半年面板跌价空间来自玻璃基板等材料跌价。占有全球超过 50% 市场份额的玻璃基板厂商美国康宁宣布，2009 年第一季度“将以近年来从未有过的幅度”下调玻璃基板价格。

09 年莱宝高科业绩

08Q4 跌价较大，09 年原有业务业绩下滑恐胜于 08 年：由于下游整机客户消化库存，中小面板 08Q4 价格下跌严重，TFT-LCD 小面板价格 08 年前三季度仅跌 10% 左右，而到 08Q4 季度单季跌幅达 20%。作为中小面板上游组件的 ITO 导电玻璃和彩色滤光片价格在 08Q4 也同样出现较大下跌。公司 08 年 ITO 导电玻璃和彩色滤光片业绩较 07 年同比下滑超过 20%，09 年由于价格下跌和需求下降，业绩下滑幅度恐不低于 08 年。

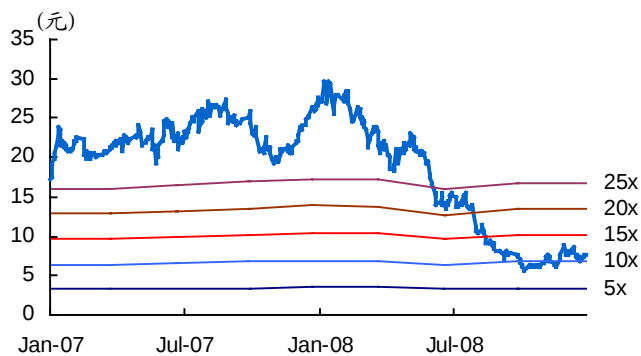
空盒项目盈利需待市场回暖。由于终端需求萎靡，空盒对下游客户的吸引力已有限，目前公司空盒生产线仍处于小量试产阶段，目前空盒折合报价仅在 700 - 800 元/对，实现盈利需静待 09 年 2、3 季度。

维持“中性-B”投资评级，调整盈利预测：根据最新情况，我们调整了对公司的盈利预测。预计莱宝高科 08-10 年营业收入增长率分别为 -18%、20%、40%，净利润增长率分别为 -24%、-1%、35%，EPS 分别为 0.53、0.52、0.70 元。目标区间为 7.3-8.3 元，相当于 09 年 14 - 16 倍 PE。

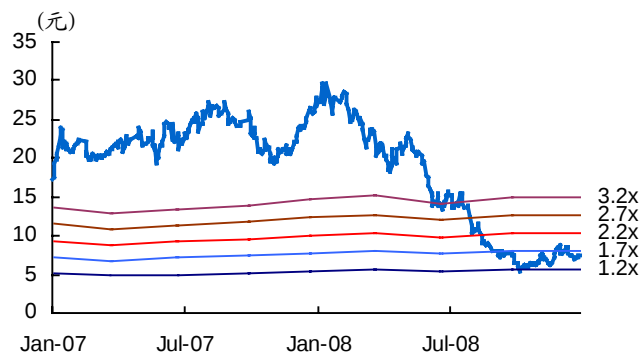
表 1：盈利预测简表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	487	566	462	554	778
营业成本	204	262	215	293	418
营业税金及附加	1	1	1	1	2
营业费用	12	14	14	17	23
管理费用	32	39	37	42	58
财务费用	1	(18)	(15)	(5)	(5)
资产减值损失	(2)	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	238	266	208	205	280
营业外收入	15	5	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	253	271	214	211	286
所得税	38	40	39	38	51
净利润	215	231	175	173	234
少数股东损益	4	2	2	2	2
归属于母公司净利润	211	229	174	171	232
EPS (元)	1.08	0.90	0.53	0.52	0.70

资料来源：招商证券

图 5: 莱宝高科历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 6: 莱宝高科历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《莱宝高科（002106）-TFT 空盒项目进展决定未来两年业绩增长》 2008/04/02
- 2、《莱宝高科（002106）-新一轮增长从 2008 年开始展开》 2008/05/12
- 3、《莱宝高科（002106）-面板市场不如预期，下调盈利预测》 2008/08/19
- 4、《莱宝高科（002106）-三季度业绩回暖，行业基本面难改弱势格局》 2008/10/27

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1230	1097	875	842	932
现金	1108	884	721	652	665
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	14	65	51	61	86
应收款项	78	99	75	90	127
其它应收款	1	1	0	1	1
存货	27	27	26	35	50
其他	2	21	2	3	4
非流动资产	368	651	860	979	1035
长期股权投资	0	10	10	10	10
固定资产	342	294	714	847	914
无形资产	22	151	136	122	110
其他	4	196	0	0	0
资产总计	1598	1748	1735	1821	1967
流动负债	121	142	110	106	111
短期借款	0	37	20	20	20
应付账款	43	43	32	44	63
预收账款	0	0	0	0	0
其他	78	63	58	42	28
长期负债	27	44	14	(0)	(0)
长期借款	27	44	14	(0)	(0)
其他	0	0	0	0	0
负债合计	148	186	124	106	111
股本	195	254	330	330	330
资本公积金	887	829	752	752	752
留存收益	317	429	476	579	718
少数股东权益	51	50	52	54	56
母公司所有者权益	1399	1512	1558	1661	1800
负债及权益合计	1598	1748	1735	1821	1967

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	309	211	291	274	314
净利润			174	171	232
折旧摊销			91	131	144
财务费用			(15)	(5)	(5)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			40	(24)	(60)
其它			1	2	4
投资活动现金流	(96)	(341)	(300)	(250)	(200)
资本支出			(300)	(250)	(200)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	712	(93)	(155)	(93)	(102)
借款变动			(43)	(30)	(14)
普通股增加			76	0	0
资本公积增加			(76)	0	0
股利分配			(127)	(69)	(93)
其他			15	5	5
现金净增加额	924	(223)	(164)	(69)	13

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	487	566	462	554	778
营业成本	204	262	215	293	418
营业税金及附加	1	1	1	1	2
营业费用	12	14	14	17	23
管理费用	32	39	37	42	58
财务费用	1	(18)	(15)	(5)	(5)
资产减值损失	(2)	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	238	266	208	205	280
营业外收入	15	5	6	6	6
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	253	271	214	211	286
所得税	38	40	39	38	51
净利润	215	231	175	173	234
少数股东损益	4	2	2	2	2
母公司所有者净利润	211	229	174	171	232
EPS (元)	1.08	0.90	0.53	0.52	0.70

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	-7%	16%	-18%	20%	40%
营业利润	-6%	12%	-22%	-1%	36%
净利润	-5%	8%	-24%	-1%	35%
获利能力					
毛利率	58.2%	53.7%	53.5%	47.1%	46.2%
净利率	43.4%	40.5%	37.6%	30.9%	29.8%
ROE	15.1%	15.2%	11.1%	10.3%	12.9%
ROIC	13.3%	12.7%	9.5%	9.4%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	9.3%	10.6%	7.2%	5.8%	5.6%
净负债比率	4.8%	6.1%	3.7%	1.9%	1.0%
流动比率	10.2	7.7	7.9	7.9	8.4
速动比率	10.0	7.5	7.7	7.6	8.0
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
存货周转率	7.2	9.7	8.2	9.6	9.8
应收帐款周转率	5.7	6.4	5.3	6.7	7.2
应付帐款周转率	6.1	6.1	5.7	7.7	7.8
每股资料(元)					
每股收益	1.08	0.90	0.53	0.52	0.70
每股经营现金	1.58	0.83	0.88	0.83	0.95
每股净资产	7.17	5.96	4.72	5.04	5.46
每股股利	0.60	0.50	0.50	0.21	0.28
估值比率					
PE	8.6	10.3	17.7	17.9	13.2
PB	1.3	1.6	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	12.4	11.8	12.7	10.9	8.6

分析师简介

张良勇，工学学士、经济学硕士，3 年电子行业从业经历，4 年证券从业经验，现为招商证券研究董事，电子行业分析师。2006-2008 年《新财富》电子行业最佳分析师。

姜霄，浙江大学物理学学士、计算机科学与技术学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心电子行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我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或征价。我公司及其雇员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。我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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。