

莱宝高科(002106.sz)

受环境影响而盈利能力回落

周瑾 家庭耐用消费品 研究员

电话: 020-87555888-878

eMail: zj19@gf.com.cn

运营稳健灵活, 受环境影响而盈利能力回落

公司前身莱宝真空是于1992年7月注册成立的中外合资企业。

公司经营扎实, 专注于显示器件的产销。为应对行业技术变迁, 莱宝持续开发新产品(依次为ITO导电薄膜、彩色滤光片、TFT-LCD空盒、触摸屏等), 从而保持良好的营收和利润。而且, 公司虽然认为OLED存在显色效果存在衰减过快的难题, 但也积极为产业升级到OLED做好研发和实践准备。

竞争优势: 行业经验丰富、良品率佳、成本低、产品层次高

行业经验丰富: 2007年中期就开始在热情高涨的市场中谨慎看待未来趋势, “管理层谨慎看待中小尺寸TFT-LCD面板价格上涨趋势, 预计下半年公司CSTN用彩色滤光片产品价格仍将保持下降趋势, 这将对公司经营带来较大的挑战”(2007年中报)。同时, 2008年, 公司抓住第三季度反弹的市场时机, 提升附加值较高产品的产销比例, 保障了公司全年收入和盈利。

良品率佳: 公司ITO导电玻璃和CF产品的合格率均稳定在99%左右, 而国内同行业CF产品平均合格率不足90%。

成本低: 公司部分设备为从日本引入的二手设备, TFT空盒产品的设备为3.7亿元。然而, 竞争对手信利国际采购类似的新设备约为16亿港元。这使得公司产品的折旧低得多, 从而定价更有优势。

产品层次高: 中高档ITO导电玻璃的产量已占到全部ITO导电玻璃产量的60%以上, 高毛利率的CF产品的销售收入已占到业务收入的70%以上。

各项业务有起有落

ITO导电玻璃在STN领域的应用预计成为盈利的稳固基础; 彩色滤光片在CSTN CF的应用未来将受较大压力; TFT空盒技术已经成熟, 但处于开拓时期而仍然亏损。

盈利预测和估值

假设公司彩色滤光片和ITO导电玻璃收入下滑5%到5.12亿元, 毛利率为32%; TFT-LCD空盒2009年收入1.5亿元, 毛利率33%; 三费率为4.5%、所得税率20%。2009年净利润为1.09亿元, 每股收益0.33元。随着TFT-LCD空盒项目产能利用率的提高, 2010年、2011年每股收益预计为0.45元、0.55元。给予2009年收益22倍市盈率, 每股合理价值7.26元, 评级“持有”。

风险提示: 有机发光二极管(OLED)、电子纸(E-paper)等新型显示器件的制造技术日益完善, 可能取代公司当前产品。

公司评级

持有

当前价格(元)	13.52
目标价格(元)	7.26
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	2.74%	23.13%	-38.17%
上证综指	7.31%	33.35%	-23.93%

股票数据

总股本(万股)	32,988.80
流通A股(万股)	20,595.71
主要股东:	

中国机电出口产品投资公司	
主要股东持股比例	23.98%
流通A股比例	62.43%

财务比率

ROE	13.32%
ROA	11.62%
资产负债率	9.92%
每股净资产(元)	4.84

2008年报数据。

运营稳健灵活，受环境影响而盈利能力回落

公司前身莱宝真空是于1992年7月注册成立的中外合资企业。

公司经营扎实，专注于显示器件的产销。为应对行业技术变迁，莱宝持续开发新产品（依次为ITO导电薄膜、彩色滤光片、TFT-LCD空盒、触摸屏等），从而保持良好的营收和利润。而且，公司虽然认为OLED存在显色效果存在衰减过快的难题，但也积极为产业升级到OLED做好研发和实践准备。

表 1：公司分产品营业收入和毛利率情况

	2006 年	2007 年	2008 年
营业收入			
显示材料（ITO 导电玻璃+彩色滤光片）			5.39
ITO 导电玻璃	1.81	2.41	-
彩色滤光片	3.06	3.25	-
毛利率(%)			
显示材料			54.71
ITO 导电玻璃	47.52	42.89	-
彩色滤光片	64.52	61.71	-

数据来源：公司公告

2009年1季度公司收入受TFT-LCD空盒投产而增长11.2%，然而利润率受电子产品消费不振和客户压价的影响而明显下滑。

表 2：2009 年 1 季度财务指标和财务主要科目及其同比、环比

	2008 第一季度	2008 第四季度	2009 第一季度
单季度财务指标(%)			
销售毛利率	54.93	53.96	37.4
销售净利率	38.87	41.12	26.54
单季度财务摘要(亿元)			
营业总收入	1.04	1.45	1.16
营业总成本	0.55	0.75	0.78
营业收入	1.04	1.45	1.16
营业利润	0.5	0.7	0.38
利润总额	0.5	0.73	0.38
净利润	0.41	0.6	0.31

数据来源：公司公告

公司主要客户为信利、天马和比亚迪等，然而前五名客户销售占比60%以上。上市后公司显现出高水平的利润率，预计会导致与大客户议价时存在压力。

表 3：2006-2008年公司前五大客户比例

	2008年	2007年	同比增减(%)	2006年
前5名客户合计销售金额占公司销售总额的比例	64.70%	65.21%	下降0.51个百分点	87.80%
前5名客户合计应收账款余额占公司应收账款总余额比例	72.92%	77.35%	下降4.43个百分点	81.75%

数据来源：公司公告

竞争优势：行业经验丰富、良品率佳、成本低、产品层次高

行业经验丰富：2007年中期就开始在热情高涨的市场中谨慎看待未来趋势，“管理层谨慎看待中小尺寸TFT-LCD面板价格上涨趋势，预计下半年公司CSTN用彩色滤光片产品价格仍将保持下降趋势，这将对公司经营带来较大的挑战”（2007年中报）。同时，2008年，公司抓住第三季度反弹的市场时机，提升附加值较高产品的产销比例，保障了公司全年收入和盈利。

良品率佳：公司ITO 导电玻璃和CF 产品的合格率均稳定在99%左右，而国内同行业CF 产品平均合格率不足90%。

成本低：公司部分设备为从日本引入的二手设备，TFT 空盒产品的设备为3.7 亿元。然而，竞争对手信利国际采购类似的新设备约为16 亿港元。这使得公司产品的折旧低得多，从而定价更有优势。

产品层次高：中高档ITO 导电玻璃的产量已占到全部ITO 导电玻璃产量的60%以上，高毛利率的CF 产品的销售收入已占到业务收入的70%以上。

各项业务有起有落

（一）ITO 导电玻璃

ITO导电玻璃在STN领域的应用预计较为平稳，而且竞争强度相对较弱，从而成为盈利的稳固基础。

（二）彩色滤光片

自2003 年底投产CSTN CF后，CF 产销量一直位于国内前列。彩色滤光片是液晶生产中的核心部件之一，占到液晶成品成本的20%以上。由于不断提升产能与成品率，公司以往保持良好利润率。然而，随着TFT-LCD大幅降价而日益受到青睐，公司预计CSTN CF 未来将受较大压力。

（三）TFT空盒

公司在TFT 空盒的技术已经较为成熟，计划月产能3 万对。2008 年，中小尺寸TFT-LCD空盒生产线顺利完成安装调试，全年实现销售收入2,212万元。目前每月TFT-LCD空盒订单只有几千对，仍处于亏损状态。

行业订单有所回暖，但供过于求难以缓解

液晶面板方面，2009 年3 月份各主要领域均实现明显的环比增长。

表 4：全球大面积 TFT-LCD 面板月度出货量（百万片）

	2008 年 3 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	环比	同比
笔记本电脑	11.7	8.5	11.6	38%	0%
台式电脑显示器	18.4	12.4	15.4	24%	-17%
液晶电视	8.7	7.7	9.9	30%	14%
其他	1.2	0.8	0.9	22%	-24%
整体	40.0	29.3	37.9	29%	-5%

数据来源：Displaysearch

2009 年 3 月份台湾各大面板厂出货量环比快速增长。

表 5：2009 年 3 月台湾面板厂的出货量和营业收入的环比增长率

大尺寸面板出货量	中小尺寸出货量	合并营业收入
----------	---------	--------

奇美电子	34.6%	43%	48.7%
友达	48.8%	37.8%	43.7%
中华映管	3.7%	38.4%	15.5%
瀚宇彩晶	110.4%	47.8%	72.6%

数据来源：各公司年报

1月份全球TFT LCD 面板厂的利用率达到历史低点的50%，但Displaysearch预计2季度将回升到80%。

然而，公司对行业景气度仍持谨慎态度，认为即使短期行业大尺寸面板零部件企业争夺订单的压力会减弱，但产业总体供给过剩的矛盾仍将持续。

盈利预测和估值

预计公司彩色滤光片和ITO导电玻璃收入下滑5%到5.12亿元，毛利率为32%；TFT-LCD空盒2009年收入1.5亿元，毛利率33%；三费率为4.5%、所得税率20%。则2009年净利润为1.09亿元，每股收益0.33元。随着TFT-LCD空盒项目产能利用率提高，2010年、2011年每股收益预计为0.45元、0.55元。给予2009年收益22倍市盈率，每股合理价值7.26元，评级“持有”。

风险提示：有机发光二极管（OLED）、电子纸（E-paper）等新型显示器件的制造技术日益完善，可能取代公司当前产品。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

莱宝高科(002106)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。