

莱宝高科 (002106): 2010 年业绩将再现高增长

增持 (维持)

元器件

当前股价: 14.00 元

报告日期: 2009 年 06 月 10 日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	566	539	695	985
(+/-)	16.1%	-4.8%	29.0%	41.7%
营业利润	266	258	242	333
(+/-)	11.7%	-3.0%	-6.2%	37.7%
归属母公司净利润	229	213	196	262
(+/-)	8.5%	-7.2%	-7.7%	33.5%
每股收益 (元)	0.69	0.64	0.60	0.79
市盈率 (倍)	20	22	24	18

公司基本情况 (2009 年 3 月 31 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	32,989/20,596
流通市值 (亿元)	28.83
每股净资产 (元)	4.93
资产负债率 (%)	12.01

股价表现 (最近一年)



天相资讯科技组

联系人: 赵磊、邹高

010-66045547 zhaol@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点:

- 中小尺寸LCD行业景气度是否已经见底, 并开始回升。
- 公司拥有高盈利能力的核心竞争力所在。
- 公司传统业务和两大募投项目未来盈利分析。

投资要点:

- **公司为中小尺寸LCD上游原材料提供商**, 主要产品包括中小尺寸LCD用彩色滤光片 (CF)、ITO导电玻璃和TFT-LCD空盒。公司在业内竞争优势明显, 其中高档ITO导电玻璃产量位居国内前三名; 中小尺寸LCD用彩色滤光片产量居全球前三和国内第一。2009年底, 公司还将建成触摸屏项目生产线, 新增高端电阻式触摸屏产品, 将成为公司未来业绩增长点。
- **中小尺寸LCD行业景气度将逐步回升**。中小尺寸LCD主要应用于手机、数码相机、MP3等消费类电子产品。2008年, 受全球金融危机影响到消费需求, 行业景气度经历了急剧下滑的过程。进入2009年后, 伴随全球金融危机逐渐平息, 国内急单需求增多, 行业已经出现触底回升迹象: 手机用中小尺寸LCD面板价格已触底回升; 业内代表厂商营收状况逐月持续好转。我们认为, 在全球经济已有企稳迹象和电子消费产品传统需求旺季到来的背景下, 下半年行业将继续向好的方向发展。
- **公司自主掌握平板显示领域的核心镀膜技术是公司强大竞争力所在**。公司在国内是唯一一家全面掌握平板显示核心通用技术的厂商, 熟练掌握生产工艺, 主要产品良品率达99%, 远超过行业95%的平均水平。公司坚持在中小尺寸LCD上游原材料行业专业化经营, 立足自主核心技术向高端领域拓展, 不仅确保优异的盈利能力, 也保障了公司的未来成长。
- **空盒和触摸屏两大项目陆续投产将保障公司未来业绩增长**。公司传统产品彩色滤光片和ITO导电玻璃主要配套CSTN-LCD, 受TFT-LCD替代CSTN-LCD影响, 未来将呈现一定萎缩。但CSTN-LCD具有的优点使其仍将拥有广阔的市场空间, 公司传统业务难以出现大幅萎缩的情况。公司TFT-LCD空盒和触摸屏两大募投项目将在今明两年陆续量产, 其效益将逐渐释放, 从而保障公司未来两年的业绩成长。尤其是触摸屏项目, 国内需求巨大, 且公司竞争优势突出, 其盈利前景十分看好。该项目将于2009年底建成, 产能和效益将在2010年大幅释放, 从而推动公司2010年业绩出现高速增长态势明确。
- 预计公司2009、2010年EPS分别为0.60元和0.79元, 我们认为公司合理估值2010年动态PE为25倍, 对应股价19.75元, 距当前股价尚有40%的上升空间, 维持公司“增持”投资评级。

正文目录

1. 公司概况：中小尺寸 LCD 原材料提供商.....	3
2. 中小尺寸 LCD 行业开始触底回升.....	4
2.1 手机是中小尺寸 LCD 主要应用领域.....	4
2.2 中小尺寸 LCD 产品价格开始触底反弹.....	4
2.3 业内代表厂商经营状况开始企稳回升.....	5
2.4 下半年全球手机消费有望开始好转.....	6
2.5 我们认为中小尺寸 LCD 行业已经见底，将逐步回升.....	6
3. 公司竞争优势明显 盈利能力突出.....	7
4. 公司各细分业务分析.....	8
4.1 ITO 导电玻璃：增长将放缓.....	8
4.2 彩色滤光片（CF）：将萎缩，但速度有限.....	10
4.3 TFT-LCD 空盒：效益将随行业转暖逐步释放.....	11
4.4 触摸屏（TP）：将推动公司 2010 年业绩快速增长.....	12
5. 盈利预测与估值.....	13
6. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1 公司主业构成及所处 LCD 产业链位置.....	3
图表 2 公司历年主营收入及毛利构成（单位：万元）.....	4
图表 3 2007 年中小尺寸 TFT-LCD 应用领域占比.....	4
图表 4 2008 年来手机用 TFT-LCD 价格走势（单位：美元/片）.....	5
图表 5 2008 年来台湾胜华和巨凌单月营收状况（单位：百万新台币）.....	5
图表 6 2003 年来全球手机按季出货量及同比增速.....	6
图表 7 公司基于核心镀膜技术的产品延伸.....	7
图表 8 2005 年来国内 LCD 行业内上市公司毛利率.....	8
图表 9 莱宝高科、蚌埠华益和南玻显示 ITO 导电玻璃业务毛利率.....	9
图表 10 莱宝高科 ITO 导电玻璃营收情况及预测（单位：万元）.....	9
图表 11 莱宝高科、南玻伟光彩色滤光片毛利率比较.....	10
图表 12 莱宝高科彩色滤光片营收情况及预测（单位：万元）.....	11
图表 13 南京华睿川触摸屏业务情况（单位：万元）.....	12
图表 14 公司分业务收入预测表（单位：万元）.....	13
图表 15 莱宝高科（002106）盈利预测表（单位：万元）.....	14
图表 16 可比消费类电子元器件上市公司估值及投资评级.....	15

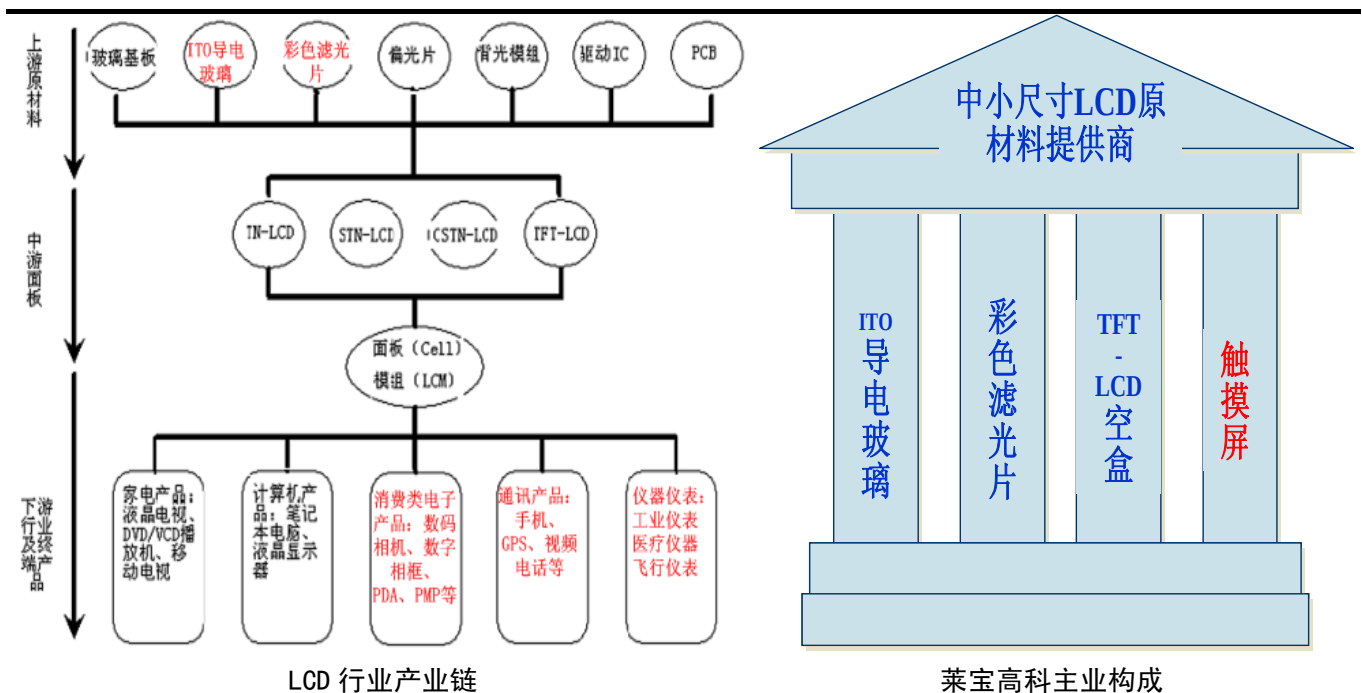


1. 公司概况：中小尺寸 LCD 原材料提供商

公司主要从事中小尺寸 LCD 上游材料的生产和销售，主导产品包括 ITO 导电玻璃、彩色滤光片（CF）和中小尺寸 TFT-LCD 空盒，未来还将新增触摸屏产品。其中，ITO 导电玻璃和彩色滤光片是公司的传统业务，在业内竞争优势突出：公司中高档 ITO 导电玻璃产量居国内前三；中小尺寸 LCD 用彩色滤光片产量居全球前三、国内第一；而中小尺寸 TFT-LCD 和触摸屏属于新兴领域，是公司两大 IPO 募投项目的新产品。

公司下游客户主要为深圳比亚迪、香港信利半导体、深圳天马和韩国现代等中小尺寸 LCD 面板生产企业，产品最终应用于手机等消费类电子产品。

图表 1 公司主业构成及所处 LCD 产业链位置

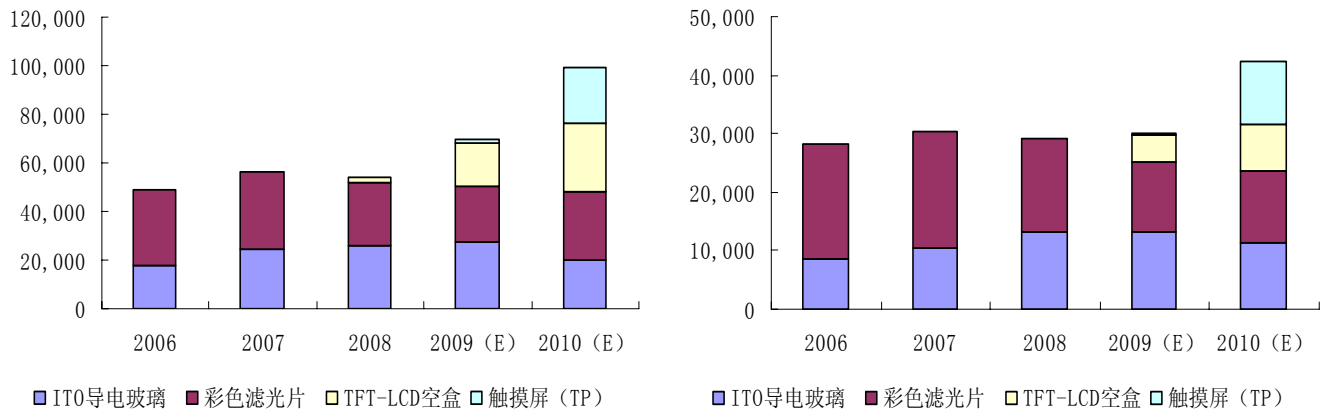


资料来源：天相投顾整理

公司主业清晰突出。2007 年及以前，公司营业收入和毛利润全部来自于 ITO 导电玻璃和彩色滤光片两大产品。2008 年，随着 IPO 募投项目之一的第 2.5 代 TFT-LCD 空盒项目建成并小批量生产，公司新增中小尺寸 TFT-LCD 空盒产品。根据募投项目计划，2009 年底公司还将建成触摸屏项目，从而将新增触摸屏业务。公司 ITO 导电玻璃和彩色滤光片两大产品主要应用于 CSTN-LCD 面板，受 TFT-LCD 逐步替代 CSTN-LCD 影响，未来将出现小幅萎缩；随着募投项目建成投产，TFT-LCD 空盒和触摸屏将成为公司未来业绩增长点。



图表 2 公司历年主营收入及毛利构成（单位：万元）



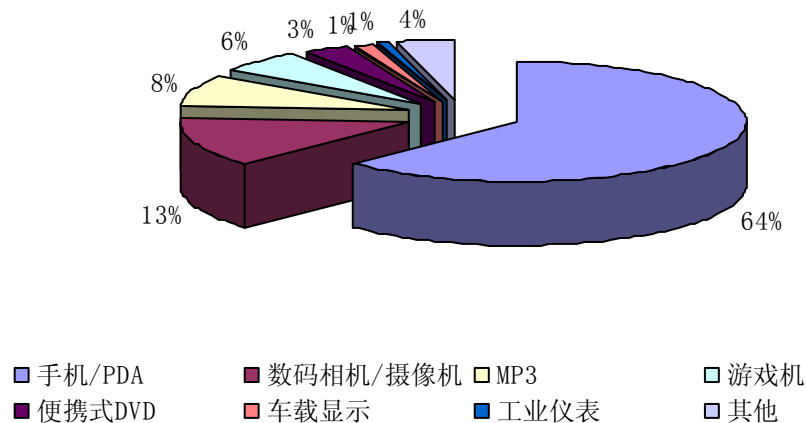
资料来源：公司公告、天相投顾

2. 中小尺寸 LCD 行业开始触底回升

2.1 手机是中小尺寸 LCD 主要应用领域

中小尺寸 LCD 主要应用于手机、PDA、数码相机、数码摄录机、MP3、游戏机、便携式 DVD、车载显示和工业仪表等领域。其中，手机和数码相机是中小尺寸 LCD 应用的最主要领域。2007 年，手机和 PDA 占据了中小尺寸 TFT-LCD 总应用的 64%，其次是数码相机和摄像机。

图表 3 2007 年中小尺寸 TFT-LCD 应用领域占比



资料来源：DisplaySearch、天相投顾整理

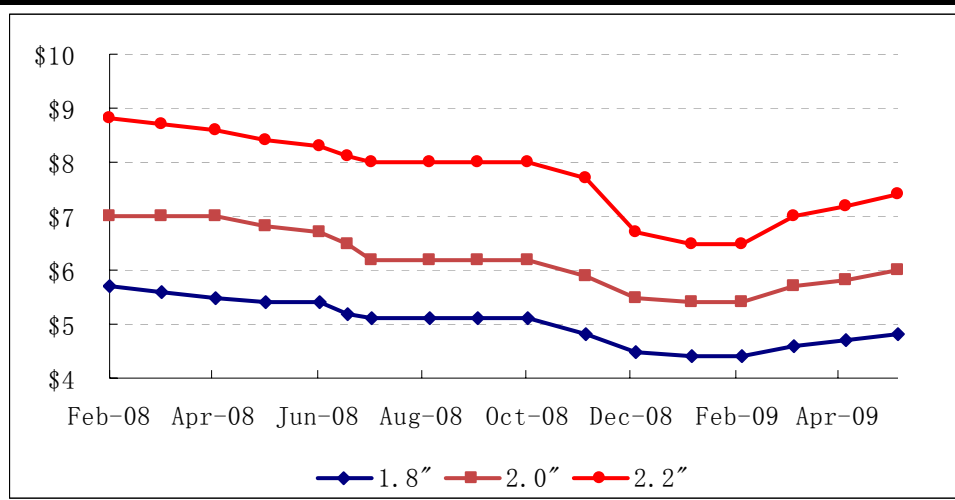
2.2 中小尺寸 LCD 产品价格开始触底反弹

2008 年下半年开始，下游手机等消费类电子产品市场需求，使得行业出现了严重的供过于求，行业景气度逐月下滑，首先表现在手机用 TFT-LCD 面板产品价格持续下滑。不过，进入 2009 年后，中小尺寸面板价格开始触底反弹，主要尺寸产品



价格反弹幅度已超过 10%，其主要原因在于：一方面面板价格降至厂商现金成本线以下使得业内厂商因卖一片赔一片而纷纷限产，价格往下已几无下降空间；另一方面，在金融海啸逐渐平息之后，中国大陆在经济刺激计划下出现较多急单需求，使得处于收缩状态的整个 LCD 产业链出现了一定的供不应求。

图表 4 2008 年来手机用 TFT-LCD 价格走势（单位：美元/片）



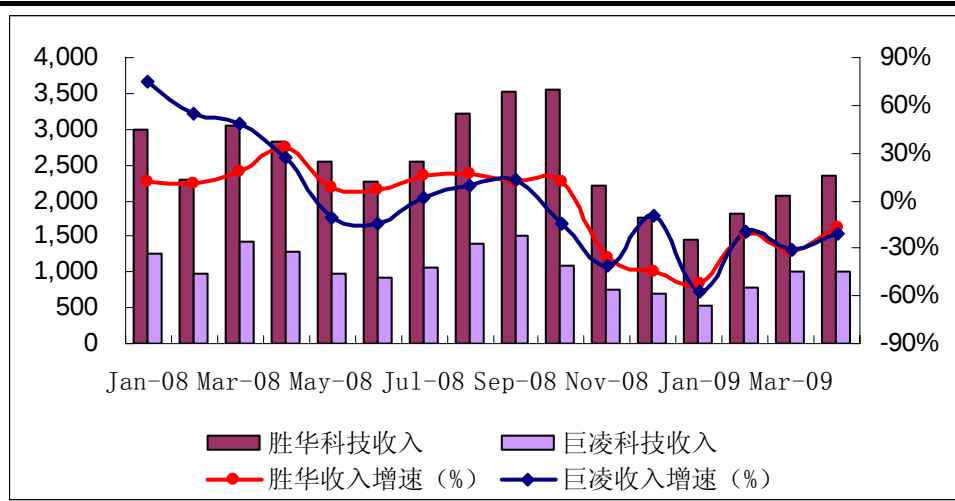
资料来源：IDC、天相投顾整理

2.3 业内代表厂商经营状况开始企稳回升

台湾胜华科技和巨凌科技是中小尺寸 LCD 行业的代表厂商，其经营状况可基本反映出中小尺寸 LCD 行业的运行状况。从单月营收状况看，2008 年跟随行业景气度持续下滑，两公司营收同比增速均出现了同步的下滑。尤其是 2008 年第四季度和今年 1 月份行业最低谷时期，两公司单月营收同比均出现了超过 50% 的萎缩幅度的局面。

但我们看到，自 2009 年以来，两公司的单月收入环比均出现了稳步回升的良好局面，单月收入同比降幅也逐步收窄，这表明中小尺寸 LCD 行业景气度正在逐步回升。

图表 5 2008 年来台湾胜华和巨凌单月营收状况（单位：百万新台币）



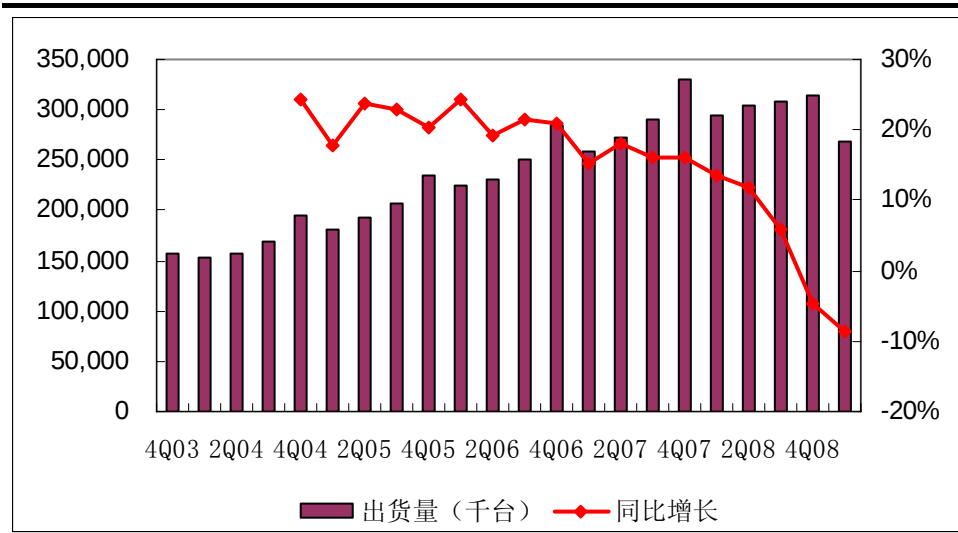
资料来源：各公司报告、天相投顾整理

2.4 下半年全球手机消费有望开始好转

2008 年，受全球金融危机影响，全球手机销量按季增速持续下降。尤其是 2008 年第四季度，金融危机传导至实体经济，消费者信心受到打击，全球手机销量首次出现了负增长。根据 Gartner 的统计，今年一季度全球手机销量为 2.69 亿部，同比下降 8.6%。下降的主要原因在于：以美国为首的发达国家实体经济先后步入衰退导致全球消费持续低迷。不过，展望 2009 年全年，Gartner 预计全球手机销量将同比下降 4.2%。值得关注的是，降幅显著低于第一季度 8.6% 的降幅，这表明 Gartner 预期今年下半年全球手机销情况将较一季度出现好转。

我们认为，在各国纷纷出台经济振兴措施的情况下，全球经济有望在 2009 年下半年企稳，消费需求有望回升；同时下半年为手机等电子消费类产品的传统销售旺季。在此背景下，全球手机消费有望开始好转。

图表 6 2003 年来全球手机按季出货量及同比增速



资料来源：Gartner、天相投顾整理

2.5 我们认为中小尺寸 LCD 行业已经见底，将逐步回升

2008 年，在全球金融危机影响下，中小尺寸 LCD 行业由年初的景气最高位大幅滑落至低谷。但 2009 年以来，在中国大陆的急单需求拉动下，中小尺寸 LCD 面板产品价格企稳并出现了 10% 以上的反弹，业内代表厂商的营收状况也环比出现大幅好转，这种迹象表明，中小尺寸 LCD 行业已经度过此轮行业周期最低谷。

展望未来，我们认为中小尺寸 LCD 行业还将继续向好的方向发展，行业将步入缓慢复苏阶段。主要理由如下：

(1) 全球金融危机已基本平息，尽管其对实体经济的影响还远未结束，但大家公认最坏的时期很有可能已经过去，且在世界各国纷纷出台强有力的经济拯救措施背景下，全球消费需求有望复苏；

(2) 下半年电子消费类产品传统需求旺季的到来，以及国内 3G 启动和鼓励消费导向，都将拉动对中小尺寸 LCD 面板产品的需求出现回升，从而推动行业向好。

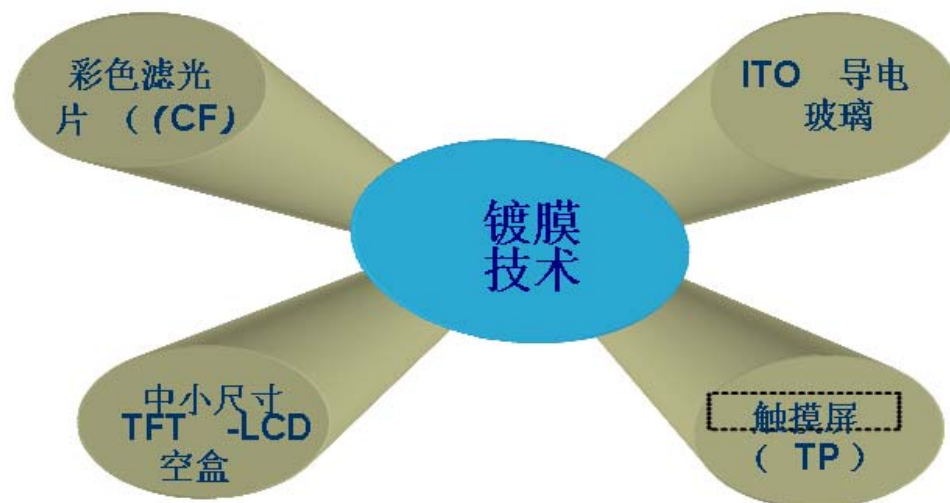
3. 公司竞争优势明显 盈利能力突出

掌握核心的镀膜技术是公司的最大竞争优势。公司是国内首家自主掌握 STN 型 ITO 导电玻璃生产技术和彩色滤光片核心技术的企业，同时也是国内唯一一家全面自主掌握平板显示行业关键性通用技术——镀膜技术和光刻技术的厂商。公司 ITO 导电就是在玻璃基板上采用磁控溅射等方法镀上一层 ITO（俗称氧化铟锡，是一种导电性能良好的金属氧化物）膜形成的。生产彩色滤光片的核心工艺是彩色滤色膜的制备，从生产过程来看，其关键工序也是在彩色滤色膜上用低温溅射技术镀上 ITO 电极。从某种意义上讲，彩色滤光片产品就是 ITO 导电玻璃技术的延伸。公司新产品 TFT-LCD 空盒和触摸屏同样需要精密的 ITO 镀膜技术。

目前，公司已形成了完整的技术体系，在业内具有显著的优势。基于公司对核心技术熟练掌握，公司 ITO 导电玻璃和彩色滤光片产品良品率均达 99%，远高于 ITO 导电玻璃 90% 和彩色滤光片 95% 的行业平均水平。此外，公司产品创新能力强，对市场需求反应迅速。从接到一个定制化订单到开发出样品，公司通常 10-15 天即可完成，而行业平均水平约在 20 天以上。

正是立足于自身核心技术，公司正稳步向高端显示产品领域拓展。公司将募集资金投入到中小尺寸 TFT-LCD 空盒生产线项目、电阻式触摸屏项目。这些项目将充分利用公司掌握的核心技术，生产的产品前景广阔，盈利能力强。项目建成投产后，将大幅丰富公司产品线，扩大业务规模，进一步增强公司综合竞争力。

图表 7 公司基于核心镀膜技术的产品延伸

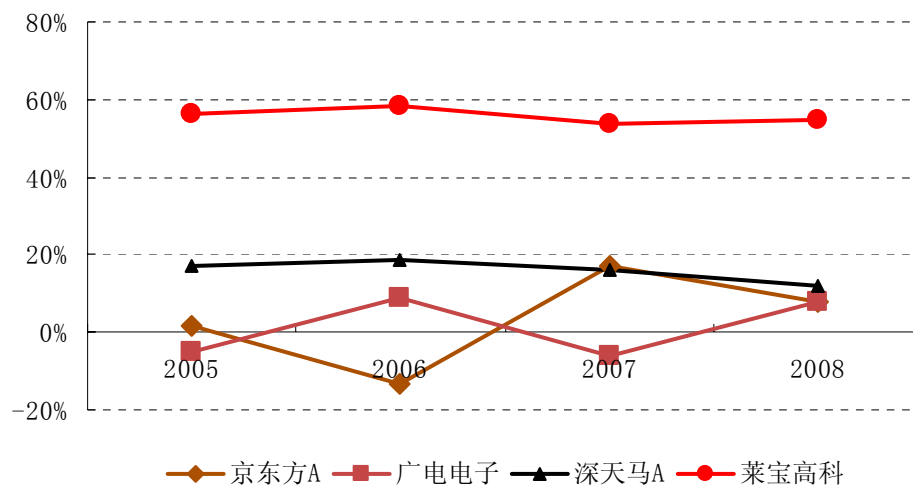


注：触摸屏为公司即将进入的领域。

资料来源：天相投顾

TFT-LCD 产业具有典型的“微笑曲线”特点：处于 LCD 产业链上游原材料企业因具有更高的技术壁垒，行业竞争相对较小，因而拥有产业链上最好的盈利水平，尤其是彩色滤光片、ITO 导电玻璃等光学镀膜材料，通常拥有高达 40%-50% 毛利率。莱宝高科正是立足于拥有的核心技术，始终集中精力于中小尺寸 LCD 上游原材料行业，拥有非常优秀的盈利水平。近年来，公司毛利率水平一直维持在 50% 以上，远高于国内上市公司中以 LCD 面板制造为主的京东方、广电电子和深天马。

图表 8 2005 年来国内 LCD 行业内上市公司毛利率



资料来源：各公司公告、天相投顾整理

4. 公司各细分业务分析

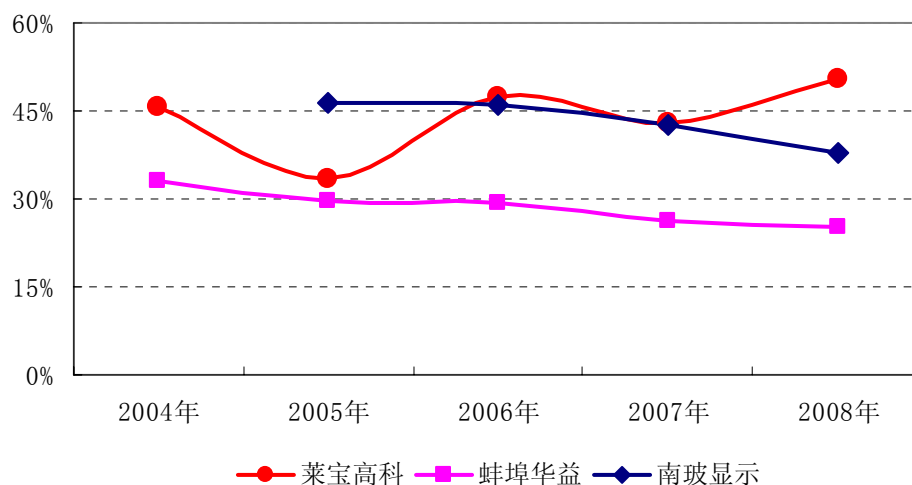
目前，公司传统业务包括 ITO 导电玻璃和彩色滤光片。随着募投项目的建成投产，2009 年和 2010 年公司将分别增加中小尺寸 TFT-LCD 空盒（2008 年下半年处于小批量试生产阶段）和电阻式触摸屏两大业务。

4.1 ITO 导电玻璃：增长将放缓

ITO 导电玻璃主要是在钠钙玻璃或硼硅玻璃上镀一层 ITO 导电膜形成的，用作导电的电极，被广泛应用于 LCD、OLED、PDP、触摸屏等各类显示器件。我国是 ITO 导电玻璃的生产和出口大国，产量占全球总产量的 50% 以上。国内有 ITO 导电玻璃生产线约 40 条，主要的厂商包括外商独资企业——苏州板硝子等，进口大型生产线企业——深圳南玻显示、深圳莱宝高科等，国产生产线企业——安徽蚌埠华益、深圳南亚、安徽芜湖长信、江苏金坛康达克、深圳豪威等。

从盈利能力上看，莱宝高科 ITO 导电玻璃毛利率水平显著高于业内同行——蚌埠华益（蚌埠华益为上市公司方兴科技子公司）和南玻显示（南玻显示为上市公司深圳南玻子公司）。公司产品拥有更高的盈利水平，其根本原因在于与国内同行相比，公司在中高端产品产能和核心工艺技术上具有显著的竞争优势。目前，公司中高端 ITO 导电玻璃产量居国内前三，同时在 ITO 导电玻璃制造工艺技术上已积累了十多年的制造经验，其技术水平一直保持国际先进、国内领先的优势地位，公司 ITO 导电玻璃产品的良品率达 99%，显著高于 95% 的行业平均水平。

图表 9 莱宝高科、蚌埠华益和南玻显示 IT0 导电玻璃业务毛利率



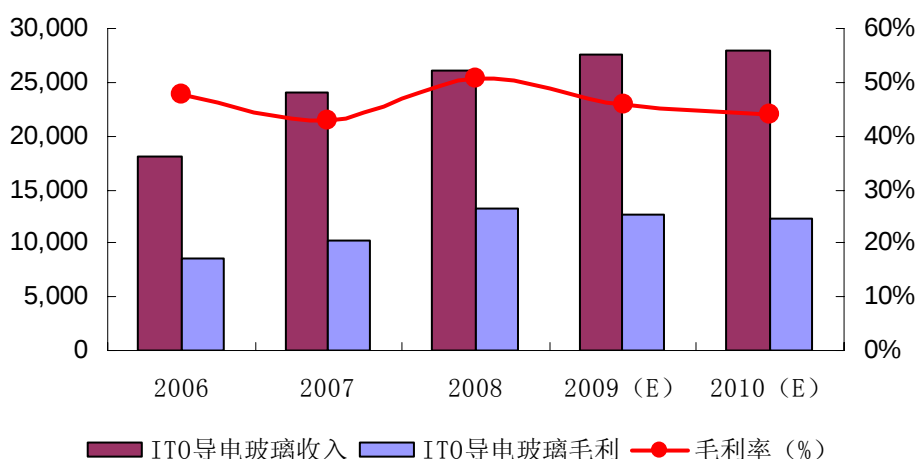
注：南玻 A 仅公布了南玻显示 IT0 导电玻璃的净利润率情况，此处毛利率为考虑南玻 A 的有效税率、期间费用率后的简单估算值。

数据来源：莱宝高科、南玻 A、方兴科技公告，天相投顾整理

公司现有 IT0 导电玻璃主要配套用于 TN/STN/CSTN-LCD 等各类面板（TFT-LCD 面板不用 IT0 导电玻璃）。近年来，随着产量的不断提高，公司 IT0 导电玻璃收入稳步增长。IT0 导电玻璃不仅可应用于 LCD，还可用于触摸屏和 OLED 等新型显示器件领域。因此，IT0 导电膜具有较长的产品寿命，不会因为平板显示技术的不断更新和升级而淘汰，反而技术的更替还将为 IT0 导电膜创造出更为广阔的市场空间。

受全球金融危机导致中小尺寸 LCD 行业景气度下滑影响，我们预计 2009 年公司 IT0 导电玻璃业务收入增长势头将会放缓，但由于公司 IT0 导电玻璃多为中高端产品，同时在业内具有很强的竞争力，预计该业务仍将能保持较高的盈利水平。

图表 10 莱宝高科 IT0 导电玻璃营收情况及预测（单位：万元）



数据来源：公司公告、天相投顾预测



4.2 彩色滤光片（CF）：将萎缩，但速度有限

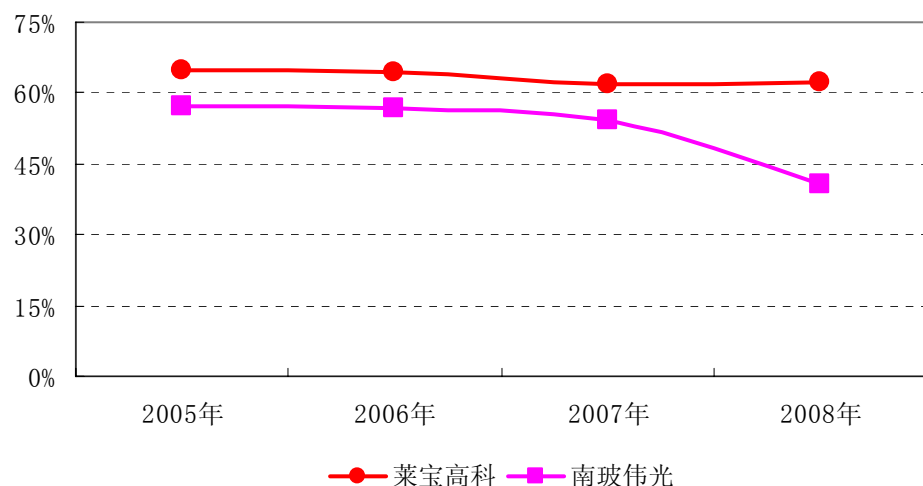
彩色滤光片是 LCD 面板实现彩色显示的关键原材料，必须与 LCD 面板一对一同样大小搭配使用，约占 LCD 面板原材料成本的 25% 左右。此外，彩色滤光片还可应用于 OLED 等其他平板显示产品。

彩色 LCD 面板包括 CSTN-LCD 和 TFT-LCD 两种类型，因此彩色滤光片相应分为 CSTN-LCD 用 CF 和 TFT-LCD 用 CF 两种类型，二者的生产工艺流程基本相同（因此行业习惯将二者统称为彩色滤光片），只是在基板玻璃、ITO 膜电阻、套合精度等方面存在一定差异。相比较而言，CSTN-LCD 具有耗电低、价格便宜、开模费用低和开发时间短等特性，为低端手机彩屏的主流类型；TFT-LCD 具有分辨率更高、反应速度更快，以及画质更佳（更具有动画显示效果）等优势，目前正逐渐取代 CSTN-LCD 在手机主屏领域占据主要地位。

彩色滤光片生产商一般分为内制型与外卖型。大尺寸 LCD 面板企业的彩色滤光片一般为自制。中小尺寸 LCD 面板企业由于其生产线代数一般较低，其所用玻璃基板尺寸较小，相应的材料损耗、包装及运输成本相对较低；同时中小尺寸 LCD 面板多为定制的非标准产品，规格品种很多，要求新品开模周期短、生产转换快。上述两大因素决定了中小尺寸 LCD 面板生产商自行生产 CF 产品将面临管理与成本控制难题。因此，中小尺寸 LCD 面板生产商多依赖于莱宝高科这样的上游专业 CF 制造商。

目前，公司中小尺寸 CSTN-LCD 用彩色滤光片产量位居全球前三和国内第一。除公司外，国内中小尺寸 LCD 用彩色滤光片的主要专业厂商还有南玻伟光。与南玻伟光相比，公司产品盈利能力更为突出。这主要在于公司工艺技术上的优势以及公司彩色滤光片加工设备折旧已经于 2007 年计提完毕的缘故。

图表 11 莱宝高科、南玻伟光彩色滤光片毛利率比较



注：南玻 A 仅公布了南玻伟光净利润率情况，此处毛利率为考虑南玻 A 的有效税率、期间费用率后的简单估算值。

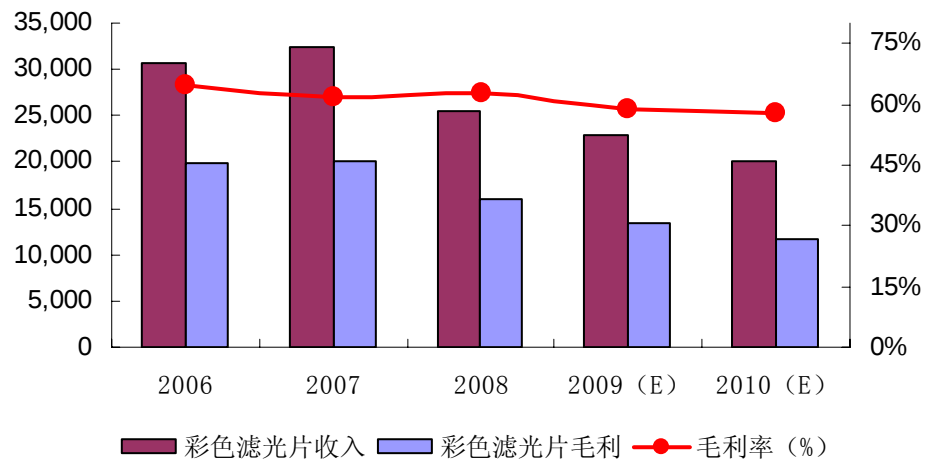
数据来源：莱宝高科、南玻 A 公告，天相投顾整理

公司彩色滤光片主要应用在 STN/CSTN-LCD 上。随着 TFT-LCD 的迅速发展，未来 STN/CSTN-LCD 在高端领域的应用将逐步被 TFT-LCD 替代，同时受行业景气度下滑的



影响，预计公司彩色滤光片业务未来两年将逐步萎缩。

图表 12 莱宝高科彩色滤光片营收情况及预测（单位：万元）



数据来源：公司公告，天相投顾预测

市场一直较为担心公司传统的 ITO 导电玻璃和彩色滤光片业务会受到 TFT-LCD 替代 CSTN-LCD 影响而出现大幅萎缩，进而导致公司未来业绩出现大幅下滑。我们对此的看法是：公司传统业务的确会受 TFT-LCD 替代 CSTN-LCD 影响而出现一定萎缩，但大幅度的萎缩（如营收出现大于 15% 的降幅）并不大可能会出现，主要原因在于：相较于 TFT-LCD 产品，CSTN-LCD 具有耗电低、价格便宜、开模费用低和开发时间短的优点，使其非常适合于低端手机等较为低端的显示应用领域。而近年来，随着移动通信在非洲等不发达地区的普及，全球手机正呈现出一种低端化趋势，全球经济衰退也可能使得具有明显价格优势的低端手机产品更受消费者的青睐，这都将为 CSTN-LCD 提供充足的市场。

4.3 TFT-LCD 空盒：效益将随行业转暖逐步释放

公司于 2006 年首次公开发行上市，募投项目包括第 2.5 代 TFT-LCD 空盒生产线和触摸屏项目。第 2.5 代 TFT-LCD 空盒项目总投资 5.67 亿元，其中，设备投资 3.63 亿元。项目设计产能为 3.0 万对/月中小尺寸 TFT-LCD 空盒，玻璃基板规格为 400mm × 500mm，产品主要应用于 10 英寸以下手机、数码相机、车载显示屏等便携式消费类电子产品。

公司第 2.5 代 TFT-LCD 空盒项目于 2008 年 4 月份建成。经过近一年时间的小批量试生产后，目前整个生产线运行良好，产品良品率达到了 90%，目标是未来能达到 95% 的良品率。受中小尺寸 LCD 行业下游需求疲弱影响，目前该生产线产能尚不能充分利用。5 月份，该生产线基本上达到 1 万对空盒/月的产量规模。在行业需求低迷时期，公司主要是在进行相关新产品开发和市场开拓，目前已开发出 1.7 英寸、2.2 英寸等多款手机用 LCD 产品，并通过了下游客户的认证。

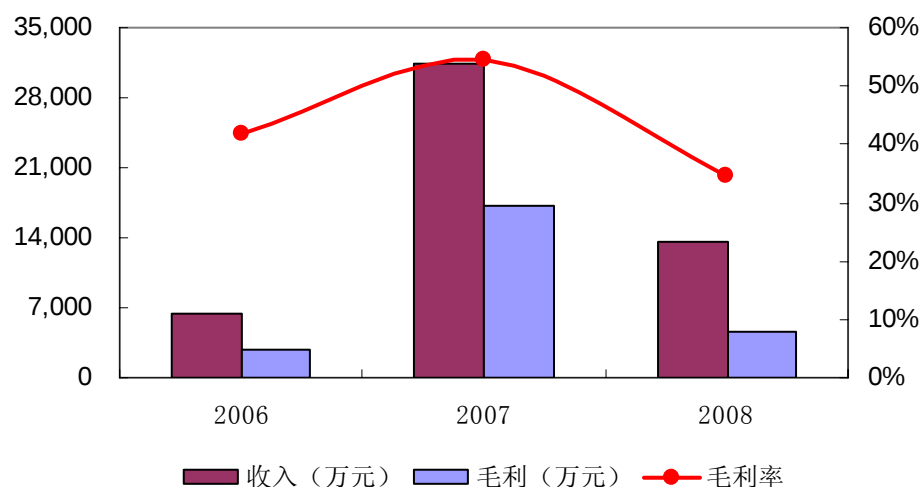
今年下半年，随着全球经济企稳和传统需求旺季到来，预计下游行业需求将会增加，公司 TFT-LCD 空盒生产线的产能利用率也将随之快速上升，项目效益将逐步释放，从而有效减轻公司全年业绩因上半年受金融危机冲击而下滑造成的不利影响。

4.4 触摸屏（TP）：将推动公司 2010 年业绩快速增长

公司触摸屏项目总投资 3.3 亿元，设计产能为 46 万片高档电阻式触摸屏，玻璃基板规格为 370mm×470mm，折合 2.2 英寸手机触摸屏 2,760 万片/年。该项目触摸屏为高档电阻式触摸屏，与 10.4 英寸以下的中小尺寸 LCD 面板配套使用，主要应用于带有触摸屏的手机、PDA、车载显示屏等消费类电子产品。国内触摸屏市场需求容量巨大，未来智能手机、3G 手机、PDA、车载显示屏等产品需求量的日益增长还将带动对触摸屏需求的快速增长。但目前我国触摸屏制造业尚处于起步阶段，产业规模尚小，国内需求基本上完全依赖进口解决。因此，公司触摸屏产品市场广阔，前景看好。

目前，国内仅有少数电阻式触摸屏制造商，主要分布在珠三角地区，且生产规模较小，自身不具备 ITO 镀膜能力，关键原材料——ITO 镀膜和 ITO 导电玻璃均需外购，生产成本的控制能力较弱，主要依赖较低的人力成本参与低端触摸屏市场的竞争。其中，南京华睿川是国内最大的电阻式触摸屏厂商，也是目前唯一一家可以提供手机用触摸屏的厂商，其关键原材料 ITO 镀膜和 ITO 导电玻璃均通过外购解决。尽管如此，由于国内触摸屏，尤其是手机用触摸屏等高端产品供应较少，而需求巨大，因此近年来华睿川触摸屏盈利情况良好，毛利率始终处于较高水平。2008 年，尽管受全球金融危机冲击，华睿川触摸屏毛利率下降幅度较大，但毛利率仍高于 30%。

图表 13 南京华睿川触摸屏业务情况（单位：万元）



数据来源：华东科技公告，天相投顾整理

电阻式触摸屏的关键技术包括 ITO 镀膜技术、蚀刻技术和丝印技术。与国内竞争对手相比，公司已基本自主掌握这些技术，关键原材料 ITO 镀膜完全通过自制解决，成本控制能力强。因此，我们认为公司竞争优势十分明显，在触摸屏项目达产后，将获得更高的毛利率水平（我们预计将达到 45%）。

按计划，2009 年上半年公司开始为触摸屏项目引进相关的生产设备，2009 年底建成开始试生产。据我们了解，公司 7 月份就将完成相关设备的引进，然后就将进行生产线的安装和调试，我们认为今年底建成并开始试生产应无大的问题。尽管触摸屏项目难以在 2009 年为公司贡献业绩，但在 2010 年，随着量产项目效益将释放出来。我们保守估计 2010 年触摸屏项目实现 60%左右的产能利用率，预计就将为公司贡献营收 2.3 亿元、毛利近 1 亿元，从而推动公司 2010 年业绩的高速增长。

5. 盈利预测与估值

盈利预测假设

(1) 行业景气情况：中小尺寸 LCD 行业已度过本轮行业周期低谷，在宏观经济回暖和传统需求旺季来临的背景下，行业自下半年开始景气逐渐回升；

(2) 受 TFT-LCD 替代 TN/STN/CSTN-LCD 的影响，公司传统业务（彩色滤光片和 ITO 导电玻璃）收入将出现一定程度萎缩，但不会大幅下滑，同时毛利率也将小幅下降；

(3) 空盒项目产能利用率爬坡顺利，未来两年产品毛利率随行业景气转暖毛利率逐年上升；

(4) 公司触摸屏项目按计划 2009 年底建成投入试生产，2010 年开始量产，并在 2010 年实现近 60%的产能利用率；

分产品收入预测

基于上述假设条件下，未来两年两大募投项目产能释放将推动公司营业收入的快速增长，我们预计 2009、2010 年公司将分别实现营业收入 6.95 亿元和 9.95 亿元，分别同比增长 29.2%和 43.8%。

图表 14 公司分业务收入预测表（单位：万元）

分产品（单位：万元）		2006	2007	2008	2009E	2010E
ITO 导电玻璃	收入	18,061	24,079	26,100	27,500	28,000
	增长率		33.32%	8.39%	5.36%	1.82%
	毛利	8,582	10,328	13,181	12,650	12,320
	毛利率	47.52%	42.89%	50.50%	46.00%	44.00%
彩色滤光片（CF）	收入	30,642	32,477	25,500	22,500	20,000
	增长率		5.99%	-21.48%	-11.76%	-11.11%
	毛利	19,770	20,042	15,938	13,500	11,600
	毛利率	64.52%	61.71%	62.50%	60.00%	58.00%
TFT-LCD 空盒	收入			2,212	18,500	28,500
	增长率			--	736.35%	54.05%
	毛利			332	3,700	7,980
	毛利率			15.00%	20.00%	28.00%
触摸屏（TP）	收入				1,000	23,000
	增长率				--	2200.00%
	毛利				200	10,350
	毛利率				20.00%	45.00%
合计	收入	48,703	56,555	53,812	69,500	99,500
	增长率		16.12%	-4.85%	29.15%	43.17%
	毛利	28,353	30,370	29,450	30,050	42,250
	毛利率	58.22%	53.70%	54.73%	43.24%	42.46%

资料来源：公司年报、天相投顾

盈利预测

我们预计 2009、2010 年公司归属于母公司净利润分别为 1.96 亿元和 2.62 亿元，对应公司当前 3.3 亿股股本，2009、2010 年每股收益分别为 0.60 元和 0.79 元。

图表 15 莱宝高科（002106）盈利预测表（单位：万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	48,703	56,559	53,865	69,500	98,500
营业收入增长 (%)	-6.51%	16.13%	-4.76%	29.03%	41.73%
主营业务毛利率 (%)	58.22%	53.70%	54.71%	43.02%	42.54%
二、营业总成本	24,901	29,982	28,093	45,320	65,200
营业成本	20,350	26,185	24,397	39,600	56,600
营业税金及附加	139	125	59	120	200
资产减值损失	-180	171	197	0	0
期间费用	4,592	3,501	3,440	5,600	8,400
其中：销售费用	1,230	1,380	918	1,100	1,600
管理费用	3,227	3,926	4,330	5,000	6,600
财务费用	135	-1,806	-1,808	-500	200
期间费用率 (%)	9.43%	6.19%	6.39%	8.06%	8.53%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
三、营业利润	23,802	26,578	25,772	24,180	33,300
营业利润增长 (%)	-6.45%	11.66%	-3.03%	-6.18%	37.72%
营业利润率 (%)	48.87%	46.99%	47.85%	34.79%	33.81%
加：营业外收入	1,503	545	495	600	600
减：营业外支出	12	0	69	0	0
四、利润总额	25,293	27,123	26,198	24,780	33,900
利润总额增长 (%)	-4.69%	7.23%	-3.41%	-5.41%	36.80%
减：所得税	3,804	3,982	4,729	5,000	7,500
实际所得税率 (%)	15.04%	14.68%	18.05%	20.18%	22.12%
五、净利润	21,489	23,140	21,469	19,780	26,400
净利润增长 (%)	-5.31%	7.68%	-7.22%	-7.87%	33.47%
其中：归属母公司所有者净利润	21,132	22,918	21,274	19,630	26,200
母公司净利润增长 (%)	-4.96%	8.45%	-7.17%	-7.73%	33.47%
净利润率 (%)	43.39%	40.52%	39.50%	28.24%	26.60%
少数股东损益	357	222	195	150	200
摊薄每股收益 (元/股)	0.64	0.69	0.64	0.60	0.79
每股净资产 (元/股)	7.16	5.96	4.84	5.44	6.23
净资产收益率 (%)	15.15	15.16	13.32	10.95	12.75

资料来源：公司公告、天相投顾

估值分析与投资评级

采用相对估值法对公司进行估值。我们选取同处于消费类电子元器件板块内的上

市公司作为公司合理估值参考。对应 6 月 9 日收盘价 14.00 元，公司 2009、2010 年动态 PE 分别为 22 倍和 18 倍，处于较低水平。尽管 2009 年主要受宏观经济影响公司业绩难以出现增长，但随着行业逐步转暖及在空盒和触摸屏两大募投项目效益释放的推动下，公司 2010 年业绩高速增长的态势较为明确。**我们认为公司合理估值 2010 年动态 PE 应在 25 倍，对应合理股价应为 19.75 元。**公司当前股价 14.00 元距合理股价尚有 40%以上的上升空间，同时鉴于公司 2010 年业绩高速增长态势明确，维持对公司“增持”的投资评级。

图表 16 可比消费类电子元器件上市公司估值及投资评级

代码	公司简称	当前股价 (元)	每股净资产 (元)	EPS			市盈率			市净率	投资评级
				2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E		
002045	广州国光	10.28	3.86	0.43	0.52	0.63	23.9	19.8	16.3	2.66	增持
002106	莱宝高科	14.00	4.93	0.64	0.60	0.79	21.9	23.3	17.7	2.84	增持
002188	新嘉联	7.76	2.62	0.11	0.10	0.12	68.5	77.6	64.7	2.96	中性
002189	利达光电	8.50	2.32	0.14	0.11	0.13	60.7	77.3	65.4	3.66	中性
002241	歌尔声学	14.11	3.39	0.57	0.64	0.85	24.8	22.0	16.6	4.17	增持
002273	水晶光电	22.40	4.48	0.68	0.58	0.69	33.1	38.6	32.5	4.99	中性
平均估值水平							38.8	43.1	35.5	3.55	

资料来源：天相投顾

6. 风险提示

(1) 行业运行风险：全球宏观经济可能持续恶化，并导致中小尺寸 LCD 行业复苏晚于我们预期，进而影响到公司 TFT-LCD 空盒和触摸屏两大项目效益释放速度低于预期。

(2) 大小非减持风险：截至 2009 年一季度末，公司前三大流通股东深圳市市政工程总公司、山水控股集团有限公司和浙江天堂硅谷创业集团有限公司分别持有占公司总股本 11.81%、6.24%和 5.45%的流通股份。尤其是后两家股东，作为创投类公司，未来减持公司股份意愿较为强烈。若上述股东减持公司股份，将影响到公司股价短期走势。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002