

ITO 导电玻璃国内规模最大

长信科技 (300088) 合理估值: 22.2 元

新股报告

2010 年 5 月 17 日 星期一

TMT 小组

袁 琤 (证书编号: S0630210040002)

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

Hdhresearch@longone.com.cn

重要数据

发行股份(万) 3150

发行后总股本(万) 12550

投资要点

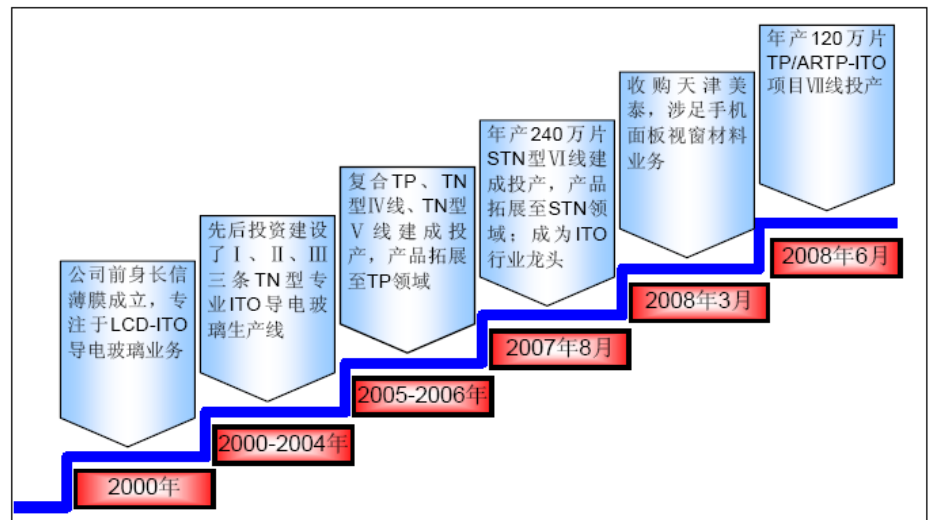
- **公司是国内领先的真空薄膜技术加工企业。**主导产品包括液晶 ITO 导电膜玻璃、触摸屏 ITO 导电膜玻璃、手机面板视窗材料等。
- **ITO 导电玻璃结构调整, 高端增多。**ITO 导电玻璃是公司主导产品, 销量占市场 20%, 位居第一。公司 TN 型产品产量居行业第一, 占公司收入的 53%, 由于公司近三年不断调整产品结构, 低端 TN 产品占比逐年下降, STN 型占比逐年上升。STN 产品约居第三, 位居南玻、莱宝之后, 占 STN 市场份额 14%。STN 占公司收入由 08 年 7.03% 大增至 09 年 22.68%, 三年销量为 50.68 万片, 63.12 万片, 203.95 万片。
- **触摸屏业务是公司着力发展的重点。**公司触摸屏用 ITO (TP) 营收占比逐年上升, 09 年占收入比重为 14.80%。随着手机等应用带动触摸屏需求, 触摸屏目前产能明显不足。本次募投主要投向触摸屏产品。计划由目前 220 万片的年产能提升至 480 万片。
- **手机视窗材料拓展公司收入来源。**公司 2008 年通过收购天津美泰拓展了手机视窗材料业务, 增加了收入来源。收购有利于整合公司的镀膜产能和美泰的销售网络, 增加收入。
- **募投项目。**本次发行计划发行数量为 3150 万股, 发行后总股本 12550 万股。募集资金主要投资触摸屏用 ITO 项目。拟新增触摸屏用 ITO 导电玻璃年产能, 达产后总产能 480 万片。募投项目成功能有力改善公司目前触摸屏产品产能不足的瓶颈, 改善公司产品结构, 加快公司发展。
- **盈利预测与估值。**我们预测公司在 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.74 元, 0.88 元, 1.02 元。给予 2010 年 30 倍的 PE, 合理估值为 22.2 元。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	212	262	340	411	481
增长率	18.5%	23.3%	30.0%	21.0%	17.0%
营业利润(百万元)	51	66	101	120	140
增长率	23.9%	28.9%	52.5%	19.1%	16.1%
净利润(百万元)	46	61	93	110	128
增长率	16.6%	30.8%	53.6%	18.2%	16.6%
每股净资产(元)	2.84	3.49	9.33	10.00	10.69
每股收益(元)	0.49	0.64	0.74	0.88	1.02
市盈率(P/E)	58.2	44.5	38.6	32.7	28.0
市净率(P/B)	10.1	8.2	2.3	2.1	2.0
ROE(%)	17.4	18.4	6.0	6.6	7.2
EV/EBITDA	1.0	1.4	26.5	21.6	18.4
息率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	1.4%	1.0%	1.5%

1. 公司概况

公司主营为平板显示真空薄膜材料。主导产品包括液晶 ITO 导电膜玻璃、触摸屏 ITO 导电膜玻璃、手机面板视窗材料等。从 2000 年的 ITO 导电膜玻璃的一条生产线约 350 万片/年的产能，发展到现在七条生产线，2200 万片/年的产能，是国内 LCD 用 ITO 导电膜玻璃规模最大的企业。

图 1. 公司业务发展图

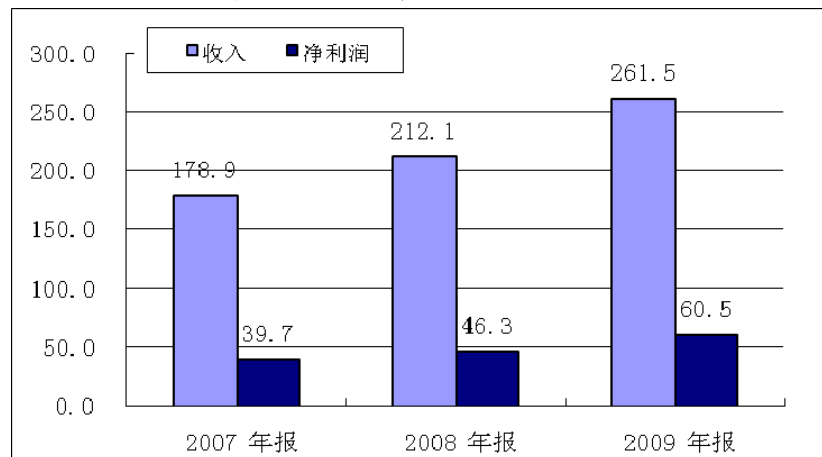


资料来源：招股说明书

主要产品包括：ITO 导电膜玻璃，触摸屏用导电膜玻璃，手机面板视窗材料。其中 ITO 导电玻璃主要用于 TN/STN 型中低端液晶显示领域，如台式电话，低端手机，车载 LCD，仪器仪表显示等。触摸屏用导电膜玻璃主要用于手机、车载导航仪、触控 PC、查询终端等，该产品是公司未来发展重点。手机面板视窗薄膜材料镀在手机液晶保护屏上，以增强其可触摸，高度减反、电磁屏蔽等功能。公司形成了以 ITO 导电玻璃带来稳定收入，触摸屏作为未来发展重点、手机视窗材料增厚业绩的业务格局。

公司的收入从 2007 年的 1.79 亿增长到 2009 年的 2.62 亿，复合增长率为 20.89%；净利润从 2007 年的 3967.94 万增长到 2009 年的 6054.62 万，复合增长率为 23.53%。

图 2. 2007-2009 年公司收入和净利润（百万）



资料来源：招股说明书

TN 收入占比高，产品结构逐年向 STN 和 TP 转移。近三年以 TN 型产品占营收比率最大，但份额逐年下降，2007-2009 年分别占为 81.84%、69.82%、55.76%。STN 与 TP 业务逐渐上升，STN 从 2007-2009 年占比为 6.42%、7.03%、22.68%，TP 为 8.36%、13.93%、14.80%。手机面板视窗由 08 年收购天津美泰视窗材料公司而来，08-09 年占营收比为 8.86%，6.55%。公司预计募投后 STN 和 TP 合计占比将超过 50%。由于产品由低端 TN 向高端 STN, TP 转移, 主营毛利率也逐年提高, 2007-2009 年为 32.68%、35.95%、37.47%。

图 3. 2007-2009 年公司细分业务占比情况

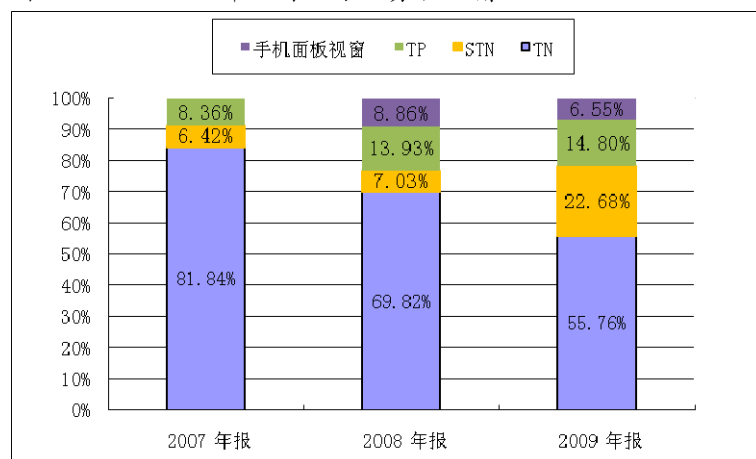
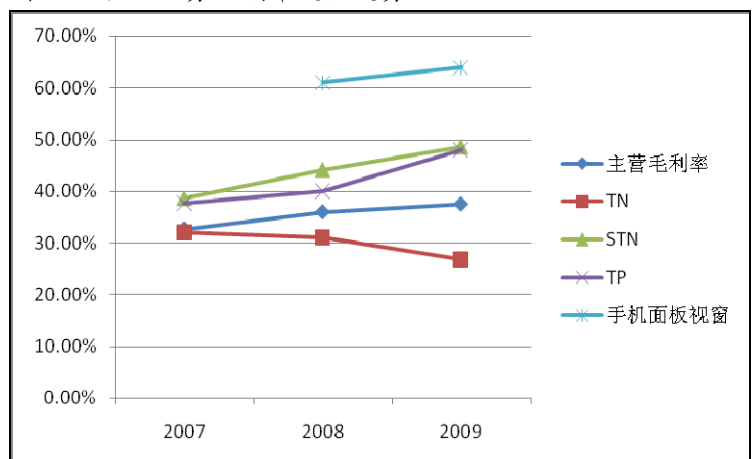


图 4. 各项业务毛利率变化趋势

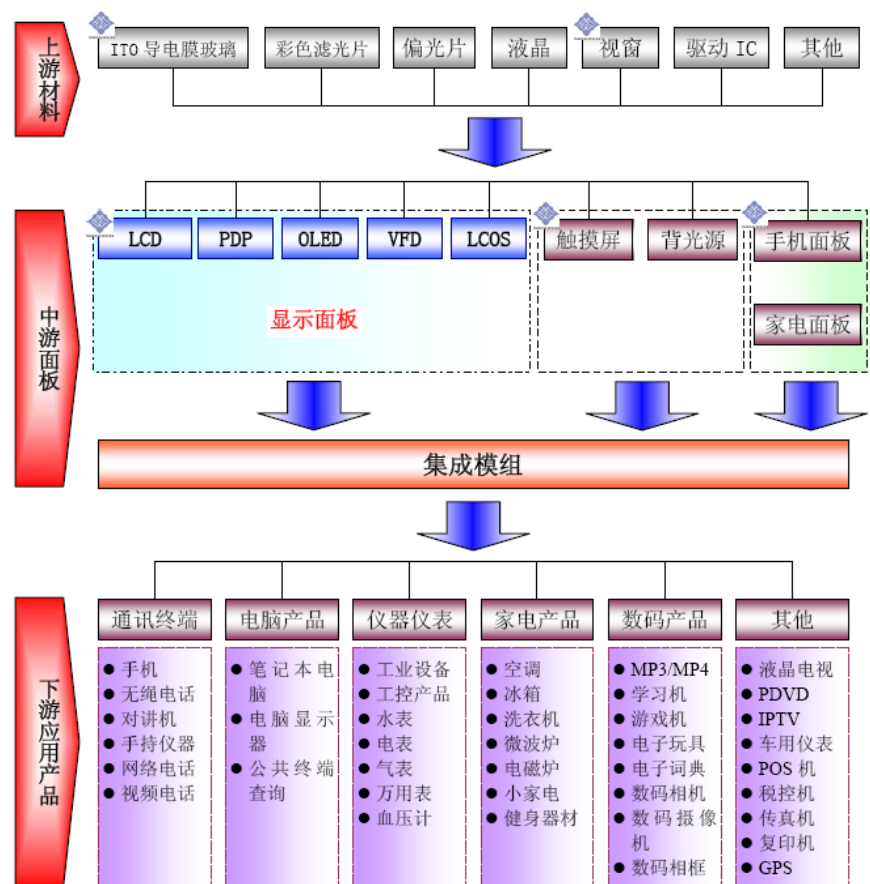


资料来源：招股说明书

2. LCD 用 ITO 导电玻璃情况

LCD 行业的上游技术门槛高，利润率高，国内相对落后。平板行业属于资本密集和技术密集型行业。LCD 产业链上游液晶材料、玻璃基板、彩色滤光片、ITO 玻璃、背光模组、驱动 IC 等，是技术门槛高的领域。由于液晶周期性特征强，成本波动大，成本中比例最高、弹性最大的就是上游材料，约占 60-70%。平板显示上游材料市场和技术高度垄断，在整个产业链中利润最高，达 30%以上。

图 5. 平板行业产业结构图

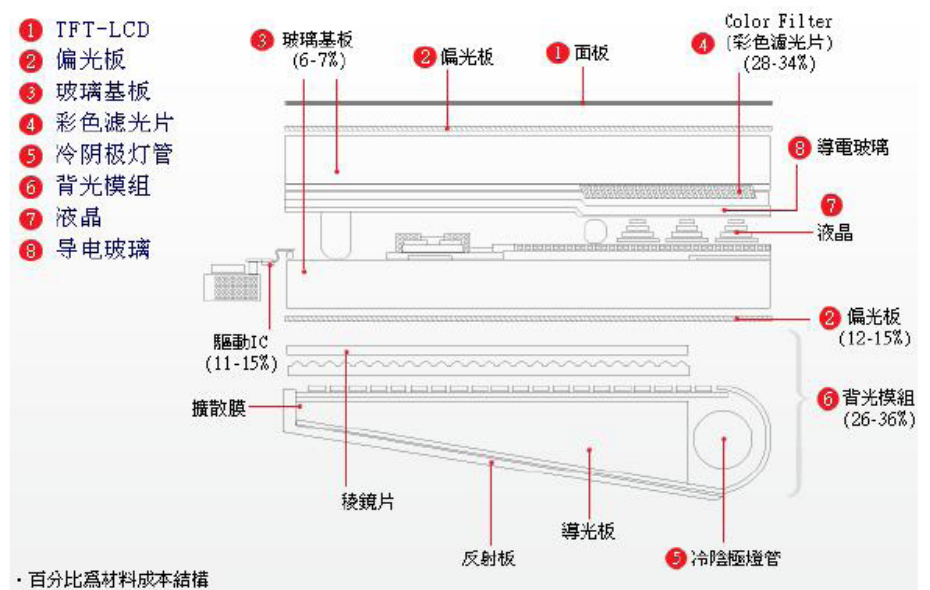


资料来源：招股说明书

中国的 TN、STN 和 TFT 线发展情况。全球平板显示器的生产线向中国大陆不断转移。目前我国已有 TN-LCD 生产线超过 100 条，STN-LCD 生产线 40 多条，TFT-LCD 生产线近 10 条。截至目前，我国的 LCD 产量约占世界产量的 25%，其中 TN/STN-LCD 的产量占世界产量的 90%以上。TFT-LCD 目前国内有五条四点五代生产线、两条五代生产线以及在建的三条六代线，TFT-LCD 面板占业界出货量的 2%。未来有望得到大幅提高。

中国 TN/STN 材料发展较快，TFT-LCD 材料落后。当前 5 代线所用的材料绝大多数采用国外或我国台湾地区的产品。化学材料、靶材、液晶、玻璃、背光模组、滤光片和驱动 IC 等，基本依靠进口。LCD 面板组件总厚度不到 1 公分，内部包含二十多项材料及元件：在 2 片玻璃基板（ITO 导电膜玻璃）内夹着彩色滤光片、偏光板、配向膜等材料，灌入液晶材料，最后封装成一个液晶盒。ITO 导电膜玻璃是 LCD 面板的关键基础材料，约占 LCD 面板材料成本的 30%。

图 6. LCD 面板基本结构图



公司 ITO 导电玻璃公司产销位居行业第一。ITO 导电玻璃是公司主导产品，2009 年销量占市场总量的 20%以上，居 ITO 行业第一位，产能 2200 万片，居于行业第一位。

表 1. 主要 ITO 导电玻璃厂商及产能

公司	年产能（以 14" × 16" 计算）	其中 STN 玻璃产能	生产线（条）
长信科技	2,200 万片	240 万片	7
莱宝高科	1,200 万片	600 万片	5
南玻 A	1,200 万片	650 万片	5
蚌埠华益	1,800 万片	260 万片	6

资料来源：招股说明书

公司逐年提高 STN 比重。STN 是 TN 的升级产品，应用于较为高档的 LCD 产品，毛利率较高，目前公司 STN 玻璃产品产量目前位居南玻、莱宝之后位于第三位，占 STN 市场份额的 14%左右。公司近年加大对 STN 产品研发投入，已掌握一系列技术，逐年提高 STN 产品比重，计划两年内成为 STN 产品的优势企业之一，争取获得更大市场份额。公司产能逐渐

向 STN 转移，STN 三年的销量为 50.68 万片，63.12 万片，203.95 万片。

公司 STN 产品向高端低电阻产品倾斜。STN 产品电阻越低，导电性越好，工艺要求越高，产品单价也越高，公司通过自主研发和引进技术，掌握系列低电阻 STN 产品的生产技术和工艺流程，随着产品向低电阻产品 STN 转移，STN 的毛利率由 38.65%，44.15%，提高到 48.58%。

表 2. 公司销售 STN 产品单价随电阻变化比较

产品类别		平均单价（元/片）
STN	10 Ω	49.13
	15 Ω	24.7
	20 Ω 以上	23.35

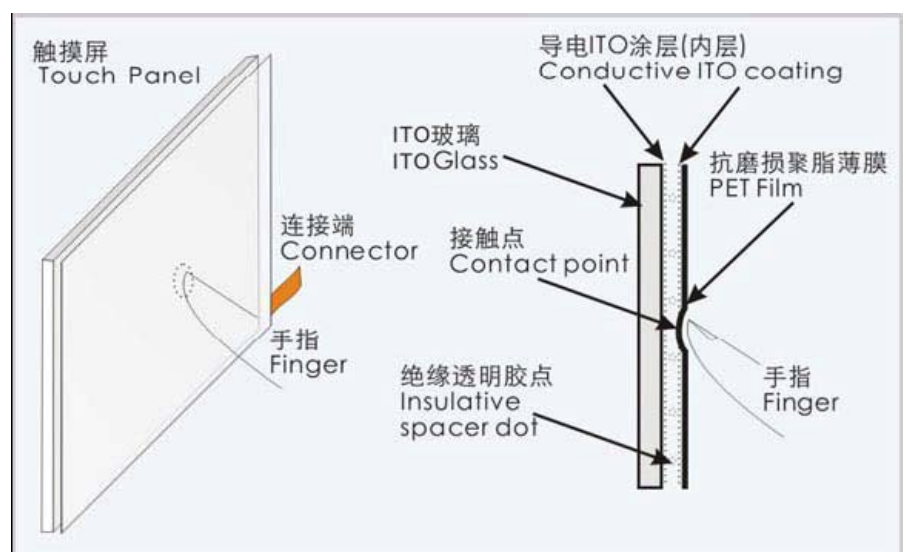
资料来源：招股说明书

新应用领域带来一定业绩弹性。ITO 导电玻璃用途广泛，凡是需要透明电极的地方就需要 ITO 导电玻璃。公司一季度已配套生产 3D 眼镜用 ITO 玻璃，有望给公司带来一定业绩弹性。

3. 触摸屏用导电玻璃业务情况

触摸屏是一种新型的人机交互方式，早先在查询终端上应用，随着 iPhone、Win7 的触摸式应用，触摸屏在手机、PC 上的应用需求飞速增长。触摸屏导电主要有电阻式和电容式，分别占到 69%和 26%。其原理为上下两层透明电极之间有许多细小的透明点把它们隔开绝缘，手指触碰时，上下两级接触，信号导通捕获触碰位置。

图 7. 电阻式触摸屏结构图



资料来源：招股说明书

触摸屏市场容量广阔。触摸屏应用产品目前以手机、个人导航设备、笔记本电脑、车载GPS导航仪为主要市场，随着消费电子产品越来越人性化，将大量使用触摸屏，市场容量广阔，预计2011年全球这些领域触摸屏用ITO导电玻璃需求近4,500万片。以手机为例，iPhone大大带动了手机使用触摸屏面板的高潮。如以2008年全球手机出货量12.50亿台计，假设按30%的手机装载触摸屏，那么将有3.75亿台手机需要触摸屏，手机触摸屏以2.2”为主流，通常14”×16” 尺寸的触摸屏用ITO导电玻璃可切割成28片2.2”尺寸，这样光手机市场则需要1,400万片触摸屏用ITO导电玻璃。

根据DisplaySearch发布的最新报告显示，2007年全球触摸屏销售额达12.5亿美元，2008年全球触摸屏销售额超过23亿美元，到2015年，触摸屏产值将超过33亿美元。

公司触摸屏产品技术成熟，产能居同行前列。触摸屏用 ITO 导电玻璃是 LCD 用 ITO 导电玻璃的延伸和提高，公司自 2004 年开始研发，2006 年开始批量生产，2008 年掌握高透光率触摸屏技术。目前产能 220 万片，供不应求。本次募投主要投向触摸屏领域，

表 3. 2008 年触摸屏主要生产企业及产能（单位：万片）

地区	公司	月产量	应用方向
日本	Geomatech	20	电阻式
	安可	60~100	电阻式、电容式
台湾	冠华	88	电阻式、电容式
	正太科技	70	电阻式、电容式
韩国	Navootech	30	
大陆	长信科技	20	电阻式
	南玻A	20	电阻式
	蚌埠华益	10~15	电阻式
	康达克	10~15	电阻式
	万德宏	7~10	电阻式

资料来源：招股说明书

上述企业中与公司竞争的主要是台湾厂商，以及大陆市场中在规模和规格品种上具有优势的企业，如南玻 A 等。

表 4. 公司近三年触摸屏产品业务收入

	2007 年报	2008 年报	2009 年报
TP-ITO(百万元)	149.65	295.39	386.95

资料来源：招股说明书

公司 07-09 年触摸屏业务逐年高速增长，年复合增长率达 60.80%。

4. 募投项目

本次发行计划发行数量为 3150 万股，发行后股本 12550 万股。募集资金主要投资触摸屏项目。

表 5. 募投项目计划（单位：万）

	项目名称	募集资金使用计划（万元）		合计
		T+12 个月	T+24 个月	
1	触摸屏用ITO 导电玻璃项目	6000	11438.6	17438.6
2	工程技术研发中心项目	1000	2045.78	3045.78
3	其他与主营业务相关的运营资金项目			

资料来源：招股说明书

触摸屏业务市场前景广阔，目前公司产能已经饱和，公司近年来触摸屏用ITO 导电玻璃无论是在产能利用率方面还是在产销率方面均达到或接近100%，面临突出产能瓶颈。募投项目计划年产能360万片，现有产能220万片，产能扩张倍数1.64倍。达产后，公司触摸屏年产能将达到480万片，（原来由改造生产TP的镀膜四线改为生产高端TN产品，其 100万片产能由募投项目承接）。募投项目的实施将有力突破公司目前面临的产能瓶颈，提高公司触摸屏业务业务规模，成为国内触摸屏业务优势企业，并改善公司产品结构，提高盈利能力。

5. 盈利预测与估值

我们预测公司在 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.74 元, 0.88 元, 1.02 元。给予 2010 年 30 倍的 PE，合理估值为 22.2 元。

6. 风险因素

项目技术的不确定性，消费电子行业的周期波动性。

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	212	262	340	411	481
增长率	18.5%	23.3%	30.0%	21.0%	17.0%
营业利润(百万元)	51	66	101	120	140
增长率	23.9%	28.9%	52.5%	19.1%	16.1%
净利润(百万元)	46	61	93	110	128
增长率	16.6%	30.8%	53.6%	18.2%	16.6%
每股净资产(元)	2.84	3.49	9.33	10.00	10.69
每股收益(元)	0.49	0.64	0.74	0.88	1.02
市盈率(P/E)	58.2	44.5	38.6	32.7	28.0
市净率(P/B)	10.1	8.2	2.3	2.1	2.0
ROE(%)	17.4	18.4	6.0	6.6	7.2
EV/EBITDA	1.0	1.4	26.5	21.6	18.4
息率(%)	#DIV/0!	#DIV/0!	1.4%	1.0%	1.5%

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122