

莱宝高科 (002106.SZ) 器件行业

评级：买入 维持评级

公司点评

程兵

分析师 SAC 执业编号：S1130208120262

(8621)61038265

chengb@gjzq.com.cn

中大尺寸触摸屏项目投资夯实未来高成长

事件

莱宝于 2010 年 7 月 2 日发布公告：将以自筹资金建设中大尺寸触摸屏项目，公司已利用已有部分设备完成投资 6,000 万元，将自筹资金新增投资 10,137 万元建设中大尺寸电容式触摸屏项目。项目达产后，设计年产 400 万片电容式触摸屏（以 10 英寸计），预计 2011 年四季度建成投产。

评论

项目投资继续体现了管理层对行业的精准把握能力与对股东的负责：**1**、iPad 火爆上市预示着未来平板电脑市场的发展机遇，而随着 3G、WIFI 等移动互联网技术将推动手机 PC 化、PC 轻薄化的发展趋势相互交融，支持无线上网、移动电视等各类新兴业务应用的移动资讯终端（MID）不断涌现，从而为中大尺寸电容式触摸屏带来较为广阔的市场空间。此时公司投资中大尺寸触摸屏项目，可谓恰逢其时！**2**、自筹资金投资，不出现摊薄股东价值，而项目有 1/3 投资通过对已有设备改造实现，这无不体现公司的股东的负责。

项目投资夯实了莱宝高科未来的高成长性：**1**、我们认为中小尺寸触摸屏扩产项目（由 48 万片/年扩至 130.8 万片/年，以 400*500mm 尺寸计）有望为公司约贡献 395 百万元收入增量，考虑转产带来的 CF 产能下降，预计可以带来约 7000 万元的业绩增量；而中大尺寸触摸屏项目有望为公司贡献约 4 亿元收入增量，与 1 亿元净利润增量。**2**、中小尺寸触摸屏扩产项目将于 2011 年年初投产，TFT 项目通过产品结构调整进一步获得更多盈利，这构成了莱宝高科 2011 年的业绩主要增量部分。**3**、中小尺寸触摸屏扩产项目达产，以及中大尺寸触摸屏项目的投产，成为构成莱宝高科 2012 年公司业绩主要增量部分。因此，我们认为这些项目未来将夯实莱宝高科未来三年业绩复合 35% 增长的基础。

投资建议

由于公司项目将于 2011 年 Q4 建成投产，出于谨慎考虑，我们维持莱宝高科 2010~2011 年盈利预测不变，上调其 2012 年业绩预测，预测 2010~2012 年公司实现净利润 315.33、423.82 和 564.19 百万元，同比分别增长 78.50%、34.41%和 33.12%，EPS 分别为 0.735、0.988 和 1.316 元。

我们维持“买入”评级，给予公司 12 个月 29.65 元目标价，相当于 2011 年 PE30 倍。

图表1: 莱宝高科盈利预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
彩色滤光片 (CF-CSTN)						
平均售价 (元/件)	342.04	273.63	246.27	226.56	219.77	224.16
增长率 (YOY)	-19.30%	-20.00%	-10.00%	-8.00%	-3.00%	2.00%
销售数量 (千件)	949.50	930.51	856.07	838.95	671.16	604.04
增长率 (YOY)	31.33%	-2.00%	-8.00%	-2.00%	-20.00%	-10.00%
销售收入 (百万元)	324.76	254.61	210.82	190.08	147.50	135.40
增长率 (YOY)	5.99%	-21.60%	-17.20%	-9.84%	-22.40%	-8.20%
毛利率	61.71%	65.47%	63.07%	63.76%	63.54%	63.98%
销售成本 (百万元)	124.34	87.93	77.86	68.89	53.77	48.77
增长率 (YOY)	14.37%	-29.28%	-11.45%	-11.52%	-21.94%	-9.30%
毛利 (百万元)	200.43	166.69	132.96	121.18	93.73	86.63
增长率 (YOY)	1.38%	-16.83%	-20.23%	-8.86%	-22.66%	-7.57%
占总销售额比重	57.42%	46.54%	32.83%	20.29%	11.82%	8.42%
占主营业务利润比重	65.99%	58.11%	47.99%	25.50%	14.36%	10.01%
ITO导电玻璃						
平均售价 (元/件)	26.07	29.42	30.43	31.53	32.55	33.65
增长率 (YOY)	30.97%	12.82%	3.45%	3.59%	3.24%	3.37%
销售数量 (千件)	9,235.94	8,331.67	8,499.79	8,772.37	9,163.09	9,933.59
增长率 (YOY)	1.81%	-9.79%	2.02%	3.21%	4.45%	8.41%
销售收入 (百万元)	240.82	245.10	258.67	276.57	298.24	334.23
增长率 (YOY)	33.34%	1.77%	5.54%	6.92%	7.84%	12.07%
毛利率	42.89%	45.48%	46.11%	46.50%	47.74%	49.45%
销售成本 (百万元)	137.54	133.63	139.40	147.98	155.87	168.96
增长率 (YOY)	45.11%	-2.84%	4.32%	6.15%	5.33%	8.40%
毛利 (百万元)	103.29	111.47	119.27	128.59	142.38	165.27
增长率 (YOY)	20.35%	7.92%	7.00%	7.81%	10.72%	16.08%
占总销售额比重	42.58%	44.80%	40.28%	29.52%	23.90%	20.79%
占主营业务利润比重	34.01%	38.86%	43.05%	27.06%	21.82%	19.09%
TFT空盒 (TFT-Arry)						
平均售价 (元/件)		850.00	867.41	918.00	986.00	1,054.00
增长率 (YOY)			2.05%	5.83%	7.41%	6.90%
销售数量 (千件)		30.00	155.00	309.60	340.00	350.00
增长率 (YOY)			416.67%	99.74%	9.82%	2.94%
销售收入 (百万元)		25.50	134.45	284.21	335.24	368.90
增长率 (YOY)			427.25%	111.39%	17.95%	10.04%
毛利率		-10.59%	4.50%	42.74%	46.49%	51.00%
销售成本 (百万元)		28.20	128.41	162.74	179.40	180.75
增长率 (YOY)		N/A	355.34%	26.74%	10.23%	0.75%
毛利 (百万元)		-2.70	6.04	121.47	155.84	188.15
增长率 (YOY)		N/A	-323.84%	1909.90%	28.30%	20.73%
占总销售额比重		4.66%	20.94%	30.34%	26.86%	22.95%
占主营业务利润比重		-0.94%	2.18%	25.56%	23.88%	21.73%
触摸屏TP						
平均售价 (元/件)		547.20	478.10	505.42	478.10	478.10
增长率 (YOY)		N/A	-12.63%	5.71%	-5.41%	0.00%
销售数量 (千件)		40.00	80.00	368.00	976.80	1,608.00
增长率 (YOY)		N/A	100.00%	360.00%	165.43%	64.62%
销售收入 (百万元)		21.89	38.25	185.99	467.01	768.78
增长率 (YOY)		N/A	74.74%	386.29%	151.09%	64.62%
毛利率		52.00%	49.16%	55.92%	55.82%	55.36%
销售成本 (百万元)		10.51	19.45	81.99	206.34	343.18
增长率 (YOY)		N/A	85.08%	338.90%	151.67%	66.32%
毛利 (百万元)		11.38	18.80	104.01	260.67	425.61
增长率 (YOY)		N/A	65.20%	431.52%	150.63%	63.28%
占总销售额比重		4.00%	5.96%	19.85%	37.42%	47.83%
占主营业务利润比重		3.97%	6.79%	21.88%	39.94%	49.17%
销售总收入 (百万元)	565.59	547.10	642.19	936.85	1247.99	1607.32
销售总成本 (百万元)	261.87	260.26	365.11	461.60	595.38	741.66
毛利 (百万元)	303.71	286.84	277.08	475.25	652.61	865.66
平均毛利率	53.70%	52.43%	43.15%	50.73%	52.29%	53.86%

来源: 国金证券研究所整理, 注: 2012 年触摸屏销量是将中大尺寸销售量折算中小尺寸屏

图表2：莱宝高科三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	566	539	636	937	1,248	1,607
增长率		-4.8%	18.1%	47.2%	33.2%	28.8%
主营业务成本	-262	-244	-362	-462	-595	-742
%销售收入	46.3%	45.3%	56.9%	49.3%	47.7%	46.1%
毛利	304	295	274	475	653	866
%销售收入	53.7%	54.7%	43.1%	50.7%	52.3%	53.9%
营业税金及附加	-1	-1	0	-5	-6	-8
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-14	-9	-9	-14	-19	-23
%销售收入	2.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	-39	-43	-48	-62	-82	-104
%销售收入	6.9%	8.0%	7.5%	6.6%	6.6%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	249	242	217	395	546	731
%销售收入	44.1%	44.9%	34.1%	42.1%	43.7%	45.5%
财务费用	18	18	3	4	3	5
%销售收入	-3.2%	-3.4%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-2	-2	0	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	266	258	220	397	548	735
营业利润率	47.0%	47.8%	34.6%	42.4%	43.9%	45.7%
营业外收支	5	4	4	7	8	15
税前利润	271	262	224	404	556	750
利润率	48.0%	48.6%	35.1%	43.1%	44.5%	46.7%
所得税	-40	-47	-43	-86	-130	-184
所得税率	14.7%	18.1%	19.3%	21.4%	23.4%	24.5%
净利润	231	215	180	317	426	566
少数股东损益	2	2	4	2	2	2
归属于母公司的净利润	229	213	177	315	424	564
净利率	40.5%	39.5%	27.8%	33.7%	34.0%	35.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	231	215	180	317	426	566
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	57	82	103	99	98
非经营收益	4	6	3	-19	9	5
营运资金变动	-83	18	-48	-53	-74	-109
经营活动现金净流	211	295	217	348	460	560
资本开支	-331	-229	-224	-166	-61	-5
投资	-10	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-341	-229	-224	-167	-61	-5
股权募资	0	0	0	0	-169	0
债权募资	35	-17	104	-61	0	1
其他	-129	-134	-131	-16	-115	-138
筹资活动现金净流	-94	-150	-27	-77	-284	-137
现金净流量	-224	-84	-34	104	115	417

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	884	800	766	870	985	1,402
应收款项	165	143	238	227	302	398
存货	27	38	56	63	73	102
其他流动资产	21	38	11	58	62	76
流动资产	1,097	1,019	1,073	1,218	1,422	1,977
%总资产	62.8%	55.6%	51.6%	44.4%	47.4%	58.2%
长期投资	10	10	68	69	68	68
固定资产	489	627	780	866	851	786
%总资产	28.0%	34.2%	37.5%	31.6%	28.4%	23.1%
无形资产	151	174	158	142	128	117
非流动资产	651	812	1,007	1,079	1,049	972
%总资产	37.2%	44.4%	48.4%	39.3%	35.0%	28.6%
资产总计	1,748	1,831	2,079	2,743	2,998	3,399
短期借款	63	90	61	0	0	0
应付款项	45	52	82	63	67	83
其他流动负债	33	36	35	139	172	232
流动负债	142	179	178	203	238	315
长期贷款	44	0	137	137	137	138
其他长期负债	0	0	25	0	0	0
负债	186	179	341	340	376	453
普通股股东权益	1,512	1,597	1,687	1,827	1,964	2,363
少数股东权益	53	54	53	55	57	59
负债股东权益合计	657	1,598	1,454	2,743	2,998	3,399

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.903	0.645	0.536	0.956	1.285	1.710
每股净资产	5.957	4.842	5.114	5.539	5.952	7.163
每股经营现金净流	0.832	0.894	0.658	1.056	1.393	1.696
每股股利	0.600	0.500	0.400	0.300	0.360	0.500
回报率						
净资产收益率	15.16%	13.32%	10.47%	17.26%	21.58%	23.88%
总资产收益率	13.09%	11.63%	8.49%	14.19%	17.68%	19.62%
投入资本收益率	12.73%	11.37%	8.91%	15.36%	19.37%	21.54%
增长率						
主营业务收入增长率	16.13%	-4.76%	18.12%	47.24%	33.21%	28.79%
EBIT增长率	4.20%	-3.13%	-10.25%	82.00%	38.32%	33.84%
净利润增长率	8.33%	-7.17%	-16.96%	78.50%	34.41%	33.12%
总资产增长率	9.06%	4.55%	13.75%	10.45%	7.59%	19.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.1	75.6	80.7	80.0	80.0	82.0
存货周转天数	37.6	48.4	47.7	50.0	45.0	50.0
应付账款周转天数	59.5	69.6	65.2	47.5	38.3	38.3
固定资产周转天数	189.9	405.5	419.7	326.2	240.5	171.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.69%	-42.98%	-32.61%	-38.92%	-41.92%	-52.16%
EBIT利息保障倍数	-13.8	-13.4	-69.0	-91.8	-203.9	-142.0
资产负债率	10.62%	9.76%	16.38%	15.30%	15.68%	15.77%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2009-08-24	买入	11.82	21.60 ~ 21.60
2	2009-09-21	买入	12.87	N/A
3	2009-10-23	买入	12.67	N/A
4	2010-02-26	买入	18.50	N/A
5	2010-03-19	买入	18.55	27.00 ~ 27.00
6	2010-03-28	买入	19.31	N/A
7	2010-04-25	买入	25.88	39.72 ~ 39.72
8	2010-06-01	买入	25.37	29.65 ~ 29.65

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室