

长信科技(300088.sz)

身居产业上游，分享 3D 眼镜与电容式 TP 盛宴

惠毓伦 研究员

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

徐博卷 研究助理

电话: 010-68058790

eMail: xbj@gf.com.cn

我国平面显示基础材料的行业龙头

长信科技是国内最大的 ITO 导电玻璃供应商，ITO 导电膜玻璃的产、销售量居国内第一位。OLED 用 ITO 透明导电玻璃、IMITO 玻璃、电容式触摸屏 ITO 玻璃等在研项目具有良好的发展前景。

将成为 STN 型 ITO 导电玻璃的国内龙头

近两年来随着 3D 眼镜、车载显示器等的增长，使得相应的 STN 型 ITO 玻璃的供不应求。未来两年内 STN 导电玻璃生产线有望提升至 5 条，年产能达到 1500 万片，将一跃成为 STN 型 ITO 的行业龙头。

电容式触摸屏将成为公司爆发性增长点

公司计划使用 3.31 亿超募资金，投资建设年产 2000 万只中小尺寸电容触摸屏，公司已经具备行业内较好的技术团队，具有自主知识产权，2011 年投产可能性很大，电容 TP 将成为公司未来的爆发式成长点。

盈利预测与投资评级

根据我们的假设，2010-2012 年公司实现净利润分别为 1.01 亿元、1.63 亿元和 2.86 亿元，全面摊薄每股收益分别为 0.81 元、1.30 元和 2.28 元。公司作为平面显示材料的行业龙头，给予 2011 年 31 倍 PE，12 个月目标价为 40 元，首次给予“买入”评级。

风险提示

一是原材料采购依赖进口的风险；二是募集资金投向的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	212.11	261.50	450.24	634.35	986.10
EBITDA(百万元)	73.17	91.28	138.79	214.16	372.74
净利润(百万元)	46.28	60.55	101.11	163.08	285.75
净利润增长率	16.64%	30.82%	66.99%	61.30%	75.22%
每股收益(元)	0.492	0.644	0.806	1.299	2.277
市盈率	0.00	0.00	38.72	24.00	13.70
市净率	0.00	0.00	3.42	3.00	2.46
EV/EBITDA	0.00	0.00	28.55	18.48	9.91
每股红利(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

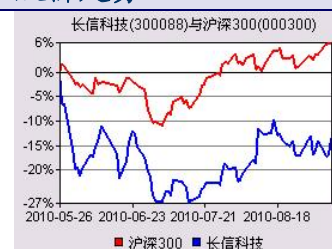
来源: 芜湖长信科技股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格(元)	31.19
目标价格(元)	40.00
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	5.02%	1.89%	-13.65%
沪深 300	2.15%	7.15%	-6.70%

股票数据

总股本(万股)	12,550.00
流通 A 股(万股)	3,150.00
主要股东:	
香港东亚真空电镀厂有限公司	
主要股东持股比例	24.86%
流通 A 股比例	25.10%

财务比率

ROE	18.45%
ROA	18.71%
资产负债率	28.39%
每股净资产(元)	3.49

2009 年报数据

目录索引

一、投资亮点	3
（一）我国平面显示基础材料的行业龙头	3
（二）将成为 STN 型 ITO 导电玻璃的全球龙头	3
（三）电容式触摸屏将成为公司爆发性增长点	3
（四）盈利预测与投资评级	3
二、我国平面显示基础材料的领先者	4
（一）国内最大规模的 ITO 导电玻璃厂商	4
（二）ITO 导电玻璃行业：平面显示技术的必备材料	8
三、TN、TP 型 ITO 导电玻璃将稳中有升	13
（一）TN 型 ITO 导电玻璃将维持稳定	13
（二）TP 型 ITO 导电玻璃产能快速增长	13
四、STN 型 ITO 导电玻璃将成国内龙头	14
五、电容式触摸屏将成为爆发性增长点	15
（一）电容式触摸屏市场前景广阔	15
（二）超募资金投向电容式触摸屏	16
六、盈利预测与投资评级	16
（一）盈利假设	16
（二）估值与投资评级	18
七、风险提示	19

图表索引

图1：公司发行前股权结构情况	4
图2：公司近几年营业收入净利润增长情况	5
图3：公司近几年的营业收入构成分析图	5
图4：公司近几年的毛利率变化情况	6
图5：ITO导电玻璃及其应用	8
图6：ITO导电玻璃在新型显示器件中的应用	9
图7：2008年ITO导电玻璃主要应用领域	10
图8：2006-2010年TN/STN-LCD细分需求情况	11
图9：2008-2012年触控面板应用市场变化情况	11
图10：TP型ITO导电玻璃实际产能情况	14
图11：2008-2016年全球触控模块产值及预测情况	15
表1：长信科技近年来创新产品情况	6
表2：公司在研项目情况	7
表3：镀膜工艺主要技术类型及应用	8
表4：2009年中国大陆ITO导电玻璃主要厂商	12
表5：2008年TP-ITO导电玻璃主要厂商	13
表6：长信科技盈利预测表	17
表7：绝对估值主要假设	18
表8：DCF绝对估值敏感性分析	18
表9：电子元器件行业可比公司PE比较	19

一、投资亮点

（一）我国平面显示基础材料的行业龙头

长信科技是国内最大的ITO导电玻璃供应商，截止2009年年底拥有年产ITO 导电膜玻璃2,200 万片、手机面板视窗材料80,000平米的生产能力，ITO 导电膜玻璃的产、销售量居国内第一位。2010年上半年，销售收入就达到1.93亿元，与去年同期1.04亿元相比增幅达到85.68%；净利润达到3957万元，同比增长80.95%。从销量情况来看，公司2010年上半年销量大幅提升，由去年同期的921万片成长58%，达到1456万片。OLED用ITO透明导电玻璃、IMITO玻璃、电容式触摸屏ITO玻璃等在研项目具有良好的发展前景。

（二）将成为STN型ITO导电玻璃的全球龙头

近两年来随着3D眼镜、车载显示器等的增长，特别是2010年3D影视投入市场，使得观看3D电影的必备工具3D液晶眼镜在市场上断货，相应的STN型ITO玻璃的供应也满足不了市场的需求。根据公司超募资金投资高档STN型ITO透明导电玻璃项目，产品的目标定位为中小尺寸STN型LCD显示器，主要应用领域为3D液晶电视专用眼镜、车载显示器、工控仪器等。2010 年依靠自主研发升级实现一条STN 用ITO 玻璃生产线，新增年产能600万片。未来两年内STN导电玻璃生产线有望提升至5条，年产能达到1500万片，将成为公司未来几年的主要增长点，公司将一跃成为STN型ITO导电玻璃的行业龙头。

（三）电容式触摸屏将成为公司爆发性增长点

电容式触摸屏（TP）是中小尺寸触摸屏的发展方向。公司计划使用3.31亿超募资金，投资建设年产2000万只中小尺寸电容触摸屏，产品的目标定位为中小尺寸电容式触摸屏，主要应用领域为手机、GPS、数码相机、工控仪器等，也可以根据市场情况生产10英寸i-pad用中大尺寸触摸屏。我们认为，公司已经具备行业内较好的技术团队，具有自主知识产权，2011年投产可能性很大，电容TP将成为公司未来几年的爆发式成长点。

（四）盈利预测与投资评级

根据我们的假设，2010-2012年公司营业收入分别为4.50亿元、6.34亿元和9.86亿元，复合增长率为55.6%，实现净利润分别为1.01亿元、1.63亿元和2.86亿元，复合增长率为67.7%，全面摊薄每股收益分别为0.81元、1.30元和2.28元。公司作为平面显示基础材料的行业龙头，作为创业板上市公司，给予2011年31倍PE，12个月目标价为40元，首次给予“买入”评级。

二、我国平面显示基础材料的领先者

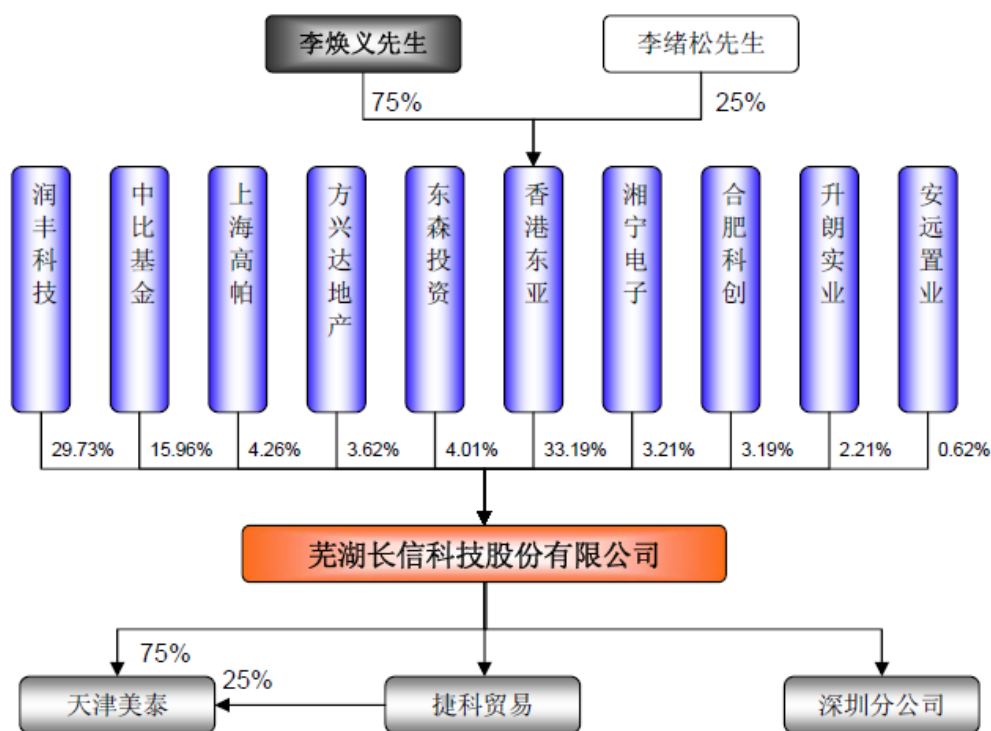
（一）国内最大规模的ITO导电玻璃厂商

1、国内 ITO 导电玻璃领域的行业龙头

公司主导产品包括液晶显示(LCD)用 ITO 导电膜玻璃、触摸屏用 ITO 导电膜玻璃、手机面板视窗材料等,是平板显示行业上游的关键基础材料,长期为三星、松下、索尼、诺基亚、摩托罗拉等世界著名企业配套。经过多年的发展,公司已成为国内重要的平板显示关键基础材料生产基地,截止 2009 年年底拥有年产 ITO 导电膜玻璃 2,200 万片、手机面板视窗材料 80,000 平米的生产能力。根据中国光学光电子行业协会液晶分会的统计,2006、2007、2008 年发行人 ITO 导电膜玻璃的产、销售量居国内第一位。公司通过自主研发全面掌握了平板显示行业的关键性基础技术——真空薄膜技术,拥有一支专业覆盖真空技术、薄膜技术、低温等离子体技术、机械、电气控制等学科的强大研发队伍,在真空薄膜材料及、真空薄膜设备的研制方面都具备显著的优势和能力。

公司在 2010 年 5 月 26 日发行前,总股本为 9400 万股, IPO 发行 3150 万股,发行后总股本为 12550 万股。公司控股股东为香港东亚真空电镀厂有限公司,占发行后总股本的 24.86%。李焕义持有香港东亚 75% 的股份,为公司的实际控制人。

图1: 公司发行前股权结构情况

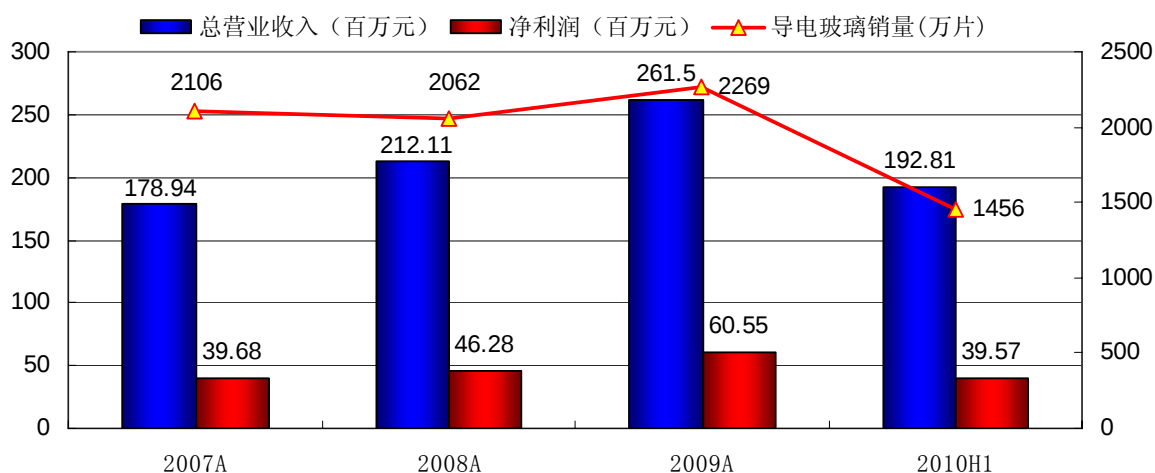


数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

2、经营情况稳步较快发展

近几年公司营业收入及净利润呈现稳定快速上升趋势。2007年至2010年上半年，销售收入分别达到1.79亿元、2.12亿元、2.62亿元，复合增长率为20.89%，2010年上半年，销售收入就达到1.93亿元，与去年同期1.04亿元相比增幅达到85.68%。2010年上半年净利润达到3957万元，同比增长80.95%。从导电玻璃的销量情况来看，公司2010年上半年销量大幅提升，由去年同期的921万片成长58%，达到1456万片。

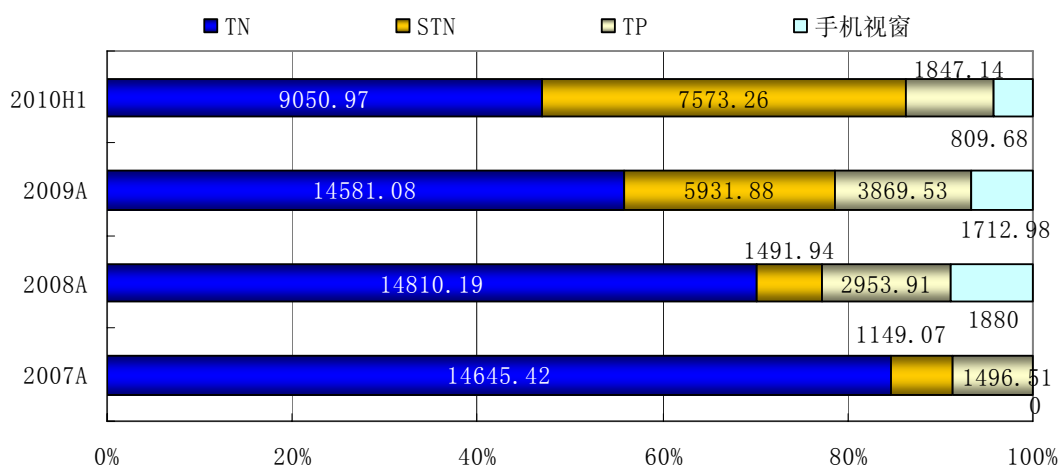
图2： 公司近几年营业收入净利润增长情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

从营业收入构成来看，产品结构进一步得到优化。TN型ITO导电玻璃所占比重快速下降，而STN型产品比重快速提升，TP型产品也在保持较快增长。2010年上半年，TN型ITO导电玻璃比重由2009年的55.8%进一步下降到了49%；而STN比重同期则由22.7%提升到了41%，主要原因是由于STN新建600万片生产线上半年投产。

图3： 公司近几年的营业收入构成分析图

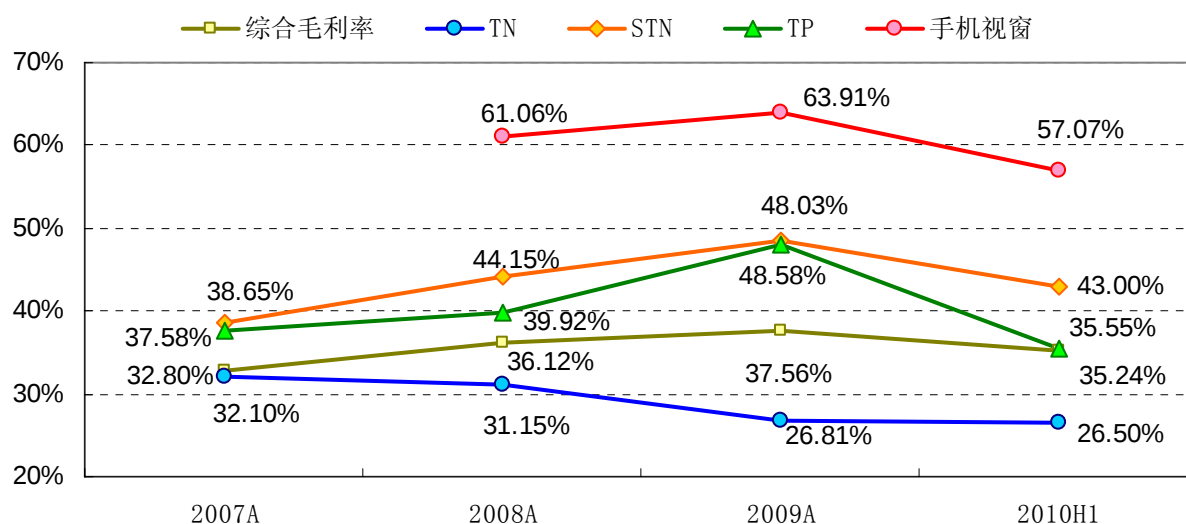


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：2010年上半年为推测值

综合毛利率基本保持稳定。近年来，公司综合毛利率基本稳定在35%以上。但2010年上半年，受人力成本提高和原材料价格上升影响，综合毛利率略微下降至35.25%。但随着产品价格不断向上调整，将能消化由于成本上涨带来的毛利下降，尤其是毛利率水平较高的STN产值快速提高，将拉升产品毛利率水平。

图4： 公司近几年的毛利率变化情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、核心竞争优势及技术储备

ITO 透明导电玻璃是平板显示器件的基础材料，采用的是大面积真空平面磁控溅射技术，涉及到低温等离子体技术、真空技术、薄膜材料及技术等专业领域，属于高新技术领域，其技术含量较高，对专业技术人员的素质要求较高。公司在自主研发的基础上，通过引进、消化吸收及再创新，逐步形成了以下主要核心生产技术：大面积真空平面磁控溅射技术、大型真空磁控溅射镀膜设备研制技术、大面积多层光学薄膜制备技术。上述技术均已成功运用在公司产品的批量生产及成套设备上。并以此为基础，采取持续的设备研制和产品创新相结合的独特开发模式，重点开展LCD和TP领域的应用研究方向。目前已自主开发和掌握了多项产品的升级或拓展生产技术，如液晶显示器背光源玻璃、高透减反触摸屏用ITO 导电膜玻璃等，从而在产品生产技术的升级过程中始终掌握主动地位。

表1：长信科技近年来创新产品情况

序号	创新产品名称	量产时间	成果鉴定
1	TN-ITO 导电膜玻璃	2000年	1、2001年安徽省科技厅组织科技成果鉴定 2、2002年国家火炬计划(科高[2002]59 号)
2	TFT-LCD 背光源玻璃	2005年	1、2005 年安徽信息产业发展专项资金项目 2、2006 年信产部电子信息发展基金项目

			3、2006 年安徽省高技术产业化项目
3	TP-ITO 导电膜玻璃	2006年	1、2006 年安徽省国际科技合作项目 2、2007 年安徽信息产业发展专项资金项目 3、2007 年安徽省火炬计划项目
4	STN-ITO 导电膜玻璃	2007年	1、2007 年安徽省经委技改项目 2、2007 年安徽省商务厅重点进出口项目 3、引进国际上最先进的镀膜生产线
5	ARTP-ITO 导电膜玻璃	2008年	1、2008 年安徽省科技攻关计划项目 2、2009 年工信部电子信息发展基金项目

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

随着平板显示器件电子薄膜材料（真空薄膜材料）行业技术创新步伐的不断加快，本公司依靠自身实力，并通过与中国科技大学微尺度物质材料国家实验室、中科院等离子体物理研究所、大连交通大学光电材料与器件研究所、合肥工业大学等行业内技术力量较强的科研院所，以及著名行业专家进行合作，不断研究新工艺、开发新产品，以适应平板显示器件电子薄膜材料（真空薄膜材料）生产不断向节能、环保、经济、高效方向发展的需要。

目前公司在研项目见表2所示。平板显示器件用减反射玻璃、OLED用ITO透明导电玻璃、IMITO玻璃、电容式触摸屏ITO玻璃都是处在市场导入期的新兴显示器件上游材料产品，具有良好的发展前景。非晶硅薄膜太阳能电池用TCO玻璃和CIS薄膜太阳能电池薄膜材料是薄膜太阳能电池发展的基础材料，未来市场空间十分巨大。随着这些产品的开发和生产，公司将有更多新的盈利点产生。

表2：公司在研项目情况

序号	项目名称	进展	拟达到目标
1	平板显示器件用减反射玻璃	中试阶段	规模化生产
2	OLED用ITO透明导电玻璃	小试阶段	规模化生产
3	IMITO玻璃	研发阶段	规模化生产
4	非晶硅薄膜太阳能电池用TCO玻璃	小试阶段	规模化生产
5	电容式触摸屏ITO玻璃	研发阶段	规模化生产
6	CIS 薄膜太阳能电池薄膜材料	调研阶段	规模化生产

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

4、具有稳定的高端客户群体

公司在产品开发之初，即高起点介入市场。在LCD 用ITO 导电玻璃方面，公司与Truly、Varitronix、深圳天马、比亚迪等公司建立了稳定的长期供货关系；在触摸屏ITO 导电玻璃方面，公司产品通过了包括日本Panasonic、SonyChemicals、DMC、美国TI 和台湾EELY 等世界知名触摸屏厂家的测试（其中，SONY 给予公司绿色合作伙伴认证），并批量供货；在面板视窗薄膜材料方面，公司已是世界手机三强Nokia、

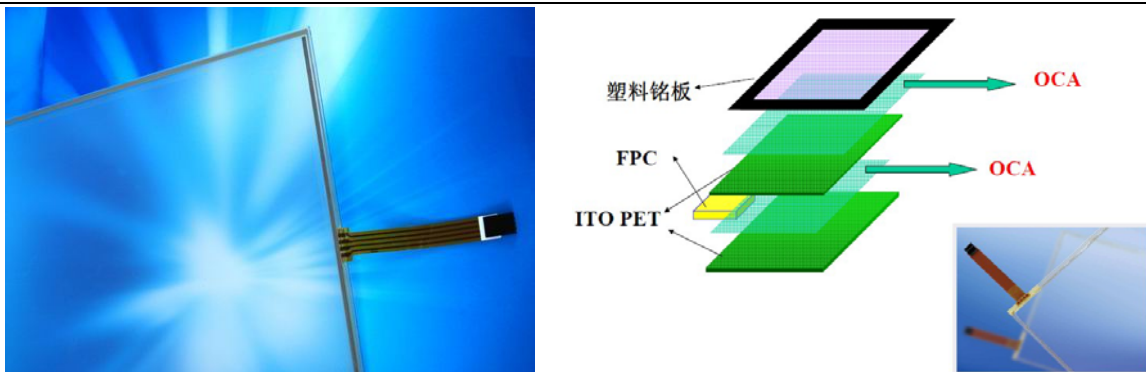
Motorola、Samsung 的稳定供应商，2009 年顺利通过了富士康公司的供货认证，并成功与Hi-INTERNATIONAL LIMITED 配套生产美国RIM 公司的Blackberry 产品。

这些世界著名企业，对原料供应商的选择非常严格，需要经过多方面的考评，如产品质量、服务、环保以及员工利益保护等，耗时费事，但一旦确定并批量供货，一般不会轻易变化。同时，这些客户一般信誉良好，本身发展迅速，业务不断增长，使得本公司的产品销售稳步增长，且业务风险较小。

（二）ITO导电玻璃行业：平面显示技术的必备材料

ITO 导电膜玻璃是在钠钙基或硅硼基片玻璃的基础上，利用磁控溅射的方法沉积二氧化硅（SiO₂）和氧化铟锡（通称ITO）薄膜加工制作成的。ITO 是一种具有良好透明导电性能的金属化合物，具有禁带宽、可见光谱区光透射率高和电阻率低等特性，广泛地应用于平板显示器件、太阳能电池、特殊功能窗口涂层及其他光电器件领域，是目前LCD、PDP、OLED、触摸屏等各类平板显示器件唯一的透明导电电极材料。作为平板显示器件的关键基础材料，其随着平板显示器件的不断更新和升级而具有更加广阔的市场空间。

图5： ITO导电玻璃及其应用



数据来源：公开资料，广发证券发展研究中心

1、ITO导电玻璃的主要技术及发展趋势

真空镀膜技术主要有平面磁控溅射技术、化学气相沉积技术、真空蒸镀技术、卷绕镀膜技术等类型。比较而言，平面磁控溅射技术的工艺控制好、技术成熟、可靠性高，并可在大面积的玻璃基板上均匀成膜，因此，该工艺在玻璃上的镀膜应用最为广泛，国际上工业化生产ITO导电玻璃大多采用此工艺。公司生产ITO导电膜玻璃采用的是平面磁控溅射技术，而且已经有多年的平面磁控溅射镀膜经验，技术水平一直保持国际先进、国内领先的优势地位。

表3：镀膜工艺主要技术类型及应用

技术类型	技术特点	应用领域
------	------	------

平面磁控溅射技术	工艺控制好、可靠性高、面积大	平板玻璃镀膜
化学气相沉积技术	镀膜均匀，厚度小，精密度高	制造半导体产品
真空蒸镀技术	工艺简单、光学特性好	光学薄膜
卷绕镀膜技术	柔性好、适宜曲面镀膜	PET塑料、橡胶等柔性基板材料

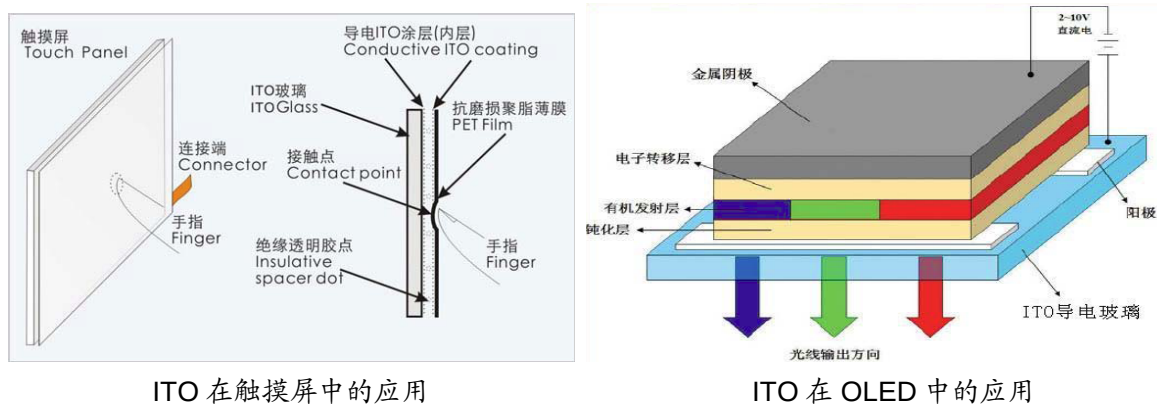
数据来源：广发证券发展研究中心

经过二十多年的发展，ITO导电膜玻璃的主要生产技术已经步入成熟期，但因其下游显示器行业的发展日新月异，ITO导电膜玻璃的技术革新仍在持续之中。目前，国内ITO导电膜玻璃行业新产品和新技术的发展方向主要有低电阻ITO镀膜技术、低温ITO镀膜技术、触摸屏用ITO镀膜技术、OLED用ITO镀膜技术等。

2、ITO 导电玻璃应用广泛

ITO导电玻璃是平面显示的关键基础材料，不仅应用在液晶显示器件中，而且是触摸屏材料中必不可少的透明导电电极材料。此外，在OLED显示器件中，OLED显示器需要ITO膜层作为透明的电极，其基本结构是首先在玻璃基板上镀制ITO膜层，然后再制作有机材料发光层。OLED用ITO导电玻璃联合应用了ITO导电膜玻璃方面的镀膜和抛光技术。

图6： ITO导电玻璃在新型显示器件中的应用



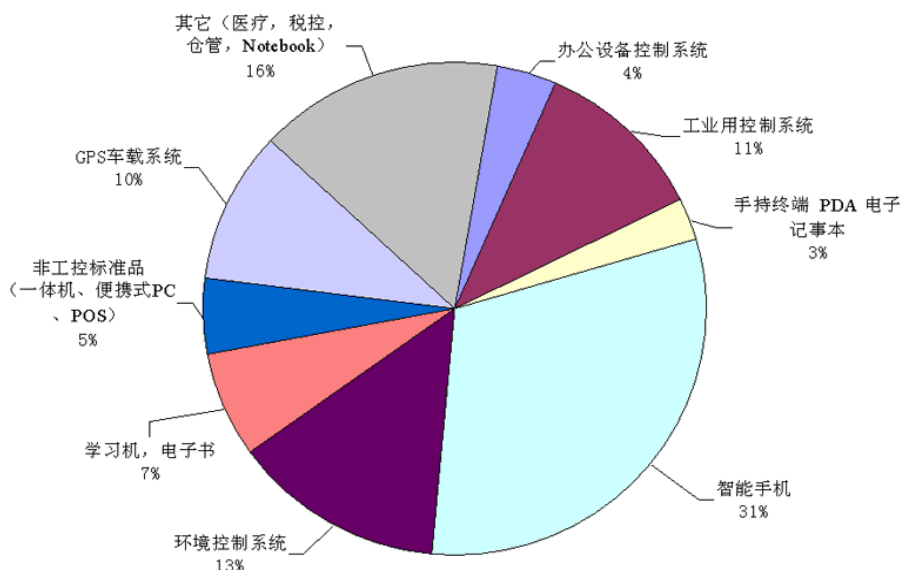
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

另外，ITO导电膜玻璃在工业、交通、建筑等领域也有应用，如：ITO导电膜玻璃作为面发热体，通电后可以除冰霜，用于飞机挡风玻璃、飞机舷窗、激光测距仪、潜望镜观察窗等；ITO导电膜玻璃正反面具有相反的红外线通过及反射性能，玻璃正面具有优良的红外线通过功能，衰减量极小，而反面又具有红外线阻挡反射作用，因而该玻璃具有优良的保温透光性能，已大量用于制造冷藏柜；ITO导电膜玻璃对微波具有衰减作用，可用于需要电磁屏蔽的场所，包括计算机机房、雷达屏蔽保护、微波炉视窗、PDP显示屏等；ITO导电膜玻璃作为太阳能电池的重要组成部分，作为透明导电电极，已得到大量应用。

根据中华意力资料，2008年全球ITO导电玻璃应用领域中，智能手机

占比最大，为31%；其次是环境控制系统、工业用控制系统、车载系统等，占比分别为13%、11%和10%。

图7： 2008年ITO导电玻璃主要应用领域



数据来源：中华意力，广发证券发展研究中心

3、ITO导电玻璃市场空间巨大

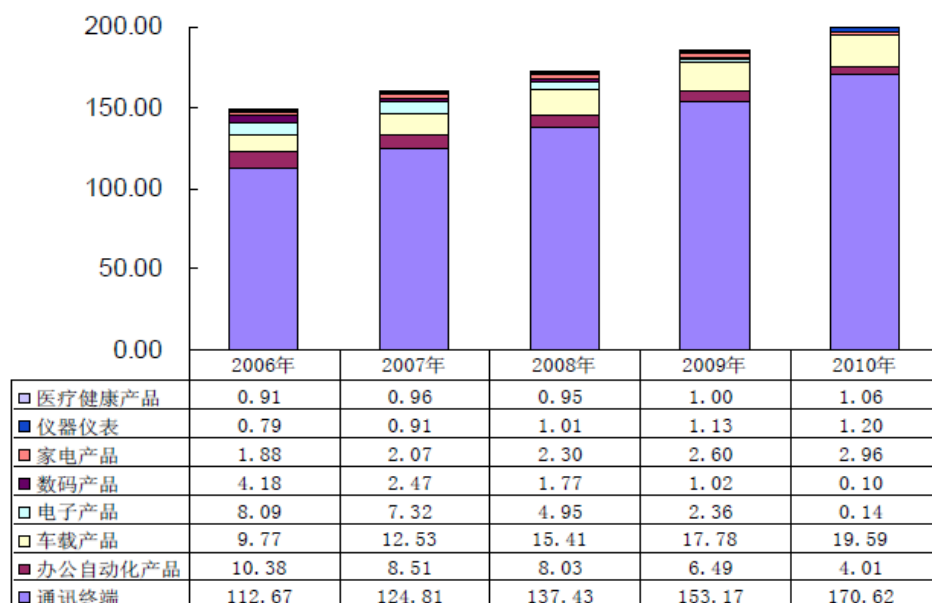
由于ITO导电膜玻璃与TN/STN-LCD面板、触摸屏之间存在着一定的对应关系，现以LCD、触摸屏的市场前景说明公司ITO导电膜玻璃的市场容量。

在LCD市场方面，TN-LCD和STN-LCD以工业品、专业化需求为主，生命周期普遍比较长，且价格便宜，工艺相对简单成熟，所以目前及今后都将具有稳定的市场。2008年中国及台湾地区TN/STN-LCD的产值为171.85亿元，预计2008年-2010年TN/STN-LCD的年复合增长率将达7.5%。从消费分布上来看，通讯终端是TN/STN-LCD应用的主要方向，2008年市场规模达到137.43亿元。其次是车载产品，2008年车载TN/STN-LCD应用达到15.41亿元。办公自动化产品、电子产品目前也是TN/STN-LCD应用的重点需求方向之一，2008年市场规模分别达到8.03亿元及4.95亿元。

随着全球平板显示行业逐步向低成本地区转移，国内厂商生存环境良好。上世纪90年代中后期，日本和韩国开始纷纷淡出TN/STN-LCD市场，而中国大陆和台湾地区在这一市场的份额仍然大幅增长，可以预计这一产业的转移仍将持续，中国大陆产业占全球比重的将不断提升。

LCD的增长拉动了LCD用ITO导电膜玻璃的需求，国内ITO导电玻璃不同的产品档次面临着截然不同的市场环境：中、低档ITO导电玻璃已呈现供大于求的趋势；但高档STN型产品，主要为低电阻ITO导电玻璃和做过特殊处理的ITO导电玻璃（如作为钢化处理的ITO导电玻璃能提高手机屏的耐摔性），市场仍然供不应求，价格走势相对平稳。

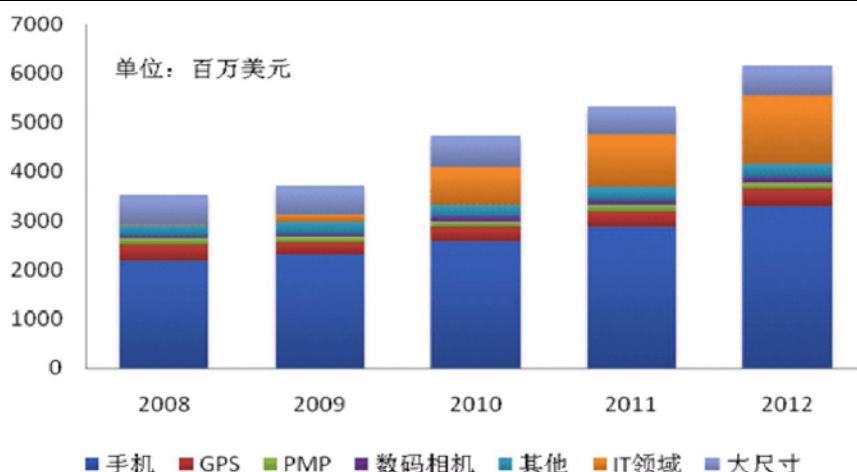
图8: 2006-2010年TN/STN-LCD细分需求情况



数据来源: 汉鼎世纪, 广发证券发展研究中心

在触摸屏市场方面, 触摸屏作为一种新型人机交流界面, 是典型的科技产品。种数字信息系统, 从小型产品如手机、PDA、数码产品、e-Book, 到中型产品如车载导航仪、游戏机、家用电器、工控仪器, 再到大型产品如公共查询系统、便携电脑、医疗仪器等都需要触摸屏产品。根据DisplaySearch最新发表2010触控面板市场出货预测分析报告中显示, 2009年触控面板较去年成长29%, 出货量达6.06亿片。其中手机是触控式面板中最主要的应用产品, 2009年有3.76亿片触控式面板应用在手机上, 占触摸屏出货量的62%, 占整体手机面板市占率约25.6%。

图9: 2008-2012年触控面板应用市场变化情况



数据来源: Displaysearch, 广发证券发展研究中心

根据Displaysearch预测, 2009年全球触摸屏行业收入将达到38亿美元, 预计2010-2013年行业将保持25%的复合增长率, 2013年收入将达到

93亿美元。在出货量方面，预计2009-2013年复合增长率达到35%，2013年将达到20.13亿片，手机仍将是推动触摸屏增长的主要产品。另据Gartner预测，2010年全球触屏移动设备销售量将超过3.62亿部，与2009年的1.84亿部销售量相比，增长了96.8%。到2013年，触屏移动设备将占全球整体移动设备销售量的58%。

在OLED市场方面，OLED市场的成长空间主要来自AMOLED（主动矩阵有机发光二极管面板）开始被大量使用在手机或者是个人媒体播放器上，包括了诺基亚、三星、Sony Ericsson等手机大厂，也都不断推出采用AMOLED屏幕的手机产品，未来，一旦技术愈来愈成熟之后，AMOLED可以使用在笔记型电脑、液晶电视等大尺寸屏幕上，市场将会高速增长。预计到2015年，LCD面板年出货规模将达到7.48亿片，OLED面板则可望增长至7.15亿片。由此，ITO导电膜玻璃在OLED市场也将有广阔的前景。

4、竞争格局分析

我国已成为ITO导电玻璃的最大生产国和出口国，产量占全球总产量的50%以上。在这一领域，本公司目前的竞争对手主要是国内厂家。目前，国内ITO导电玻璃生产线约50条，产品以TN/STN为主，主要生产厂商包括长信科技、南玻A、莱宝高科、蚌埠华益等。

在TN/STN-LCD用导电玻璃方面，2009年公司ITO导电玻璃产量（TN、STN）占市场总量的20%以上，居ITO行业第一位。其中STN玻璃产品产量位居南玻、莱宝之后位于第三位，占STN市场份额的14%左右，因此有较大的提升空间。目前在国内生产厂商中，莱宝高科ITO导电玻璃主要集中在彩色滤光片CF、空盒和电容式触摸屏的生产；而南玻A主要精力放在新能源和工程玻璃（low-e玻璃）方面。

表4：2009年中国大陆ITO导电玻璃主要厂商

公司名称	年产能（以2.5代线计算）	其中STN型产能	生产线（条）
长信科技	2200万片	240万片	7
莱宝高科	1200万片	600万片	5
南玻A	1200万片	650万片	5
蚌埠华益	1800万片	260万片	6

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

在触摸屏用ITO导电玻璃方面，目前触摸屏用ITO导电玻璃的国际生产厂商主要集中在电子产品较为发达的日本、韩国和我国台湾地区，国内主要生产厂商为南玻A、蚌埠华益、康达克和万德宏。对本公司构成实质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。本公司在触摸屏用ITO导电玻璃生产上，依靠在LCD用ITO导电玻璃生产方面的核心技术和传统优势，高起点介入市场，直接面向日本市场进行产品开发，目前产品批量配套日本Panasonic、Sony Chemicals、DMC等世界著名触摸屏厂家。与高端客户配套的品牌优势，有助于公司的市场拓展，对募集资金投资项目的实施具有积极促进作用。

表5: 2008 年TP-ITO 导电玻璃主要厂商

地区	公司	月产量	应用方向
日本	Geomatech	20	电阻式
台湾	安可	60~100	电阻式、电容式
	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

数据来源: 公司招股说明书, 广发证券发展研究中心

三、TN、TP型ITO导电玻璃将稳中有升

(一) TN型ITO导电玻璃将维持稳定

TN-LCD 显示器是字符型液晶显示器, 只能显示黑白色; 由于无法显示细腻的字符, 一般用于电话机、传真机、计算器等办公用品, 健身器材、空调、电子钟表等家用消费类电子产品等, 市场需求相对稳定; TN 型 ITO 导电玻璃在平板浮法玻璃上镀导电膜, 膜厚一般为 20-50nm, 玻璃微观波纹度小于 15nm。

公司是国内最大的 TN 型 ITO 导电玻璃厂商, 目前有 5 条生产线, 年产能为 1690 万片, 但由于需求一直比较旺盛, 产能利用率一直维持在 110%左右。2007-2009 年, 公司 TN 型 ITO 导电玻璃产量分别为 1984 万片、1825 万片和 1863 万片, 实现销售收入分别为 1.46 亿元、1.48 亿元和 1.46 亿元, 产能产值一直保持稳定。2010 年上半年, 受下游需求旺盛, 以及原材料价格、人力成本提高的共同影响, TN 型 ITO 导电玻璃产能利用率进一步提高, 公司提高 TN 型 ITO 导电玻璃的平均价格, 我们预计 TN 型 ITO 的产量突破 1000 万片, 销售收入超过 9000 万元。

根据公司未来发展战略, 未来 2-3 年将维持 TN 型 ITO 导电玻璃的产能不便, 如果有盈利能力更强、市场更广的新产品推出, 公司有可能将缩减 TN 型产品的产能, 将部分镀膜产能技改成新产品生产线。

(二) TP型ITO导电玻璃产能快速增长

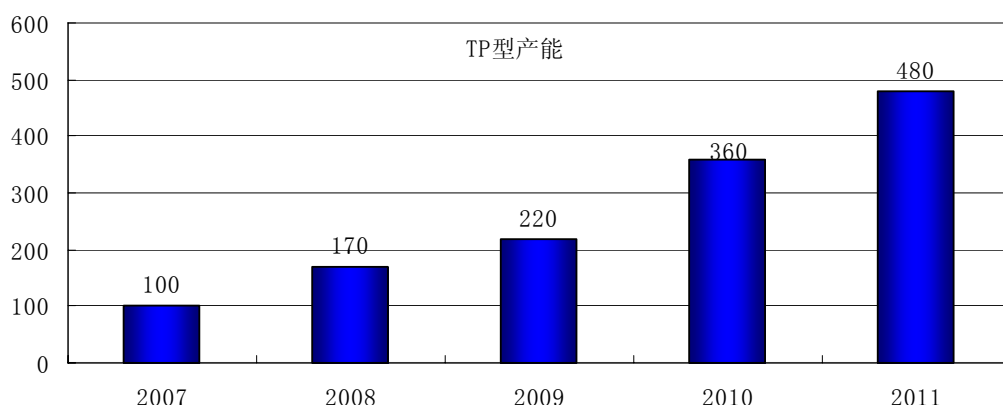
用于触摸屏的 ITO 导电膜玻璃要求高电阻、高电阻均匀性、高透过率, 其中方电阻值为 $500\Omega/\square$ 左右, 电阻均匀性达到 $\pm 10\%$ 以内, 制作难度大。此外, 触摸屏还部分使用 PET 塑料等材料, 在 PET 塑料上镀 ITO 膜则需要采用卷绕镀膜技术, 技术要求也非常高。

在 TP 型 ITO 导电玻璃方面, 截止 2009 年底, 公司年产能为 220 万

片，处居国内第二位，2007-2009 年产量分别为 73 万片、160 万片和 208 万片。实现销售收入分别为 1497 万元、2954 万元和 3870 万元，复合增长率达到 60.8%。

根据公司募集资金项目，公司将建设三条触摸屏用 ITO 导电玻璃的大型真空镀膜生产线，产品透过率介于 90~98%之间，其中以透过率为 94%的产品为主。2010 年年底公司 TP 年产能将达到 360 万片，2011 年年底将达到 480 万片。项目达产后，每年新增销售收入 12,390 万元，实现净利润 2,799 万元。

图10: TP型ITO导电玻璃实际产能情况



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

四、STN型ITO导电玻璃将成国内龙头

STN型LCD介于前两者之间，具有反应较快、画质较高、彩色显示、成本低廉等优点。非常符合目前较高档次小尺寸屏幕显示终端的应用，如手机、PDA、可视电话、车载显示器以及刚起步的3D电视的液晶眼镜、触摸屏等领域。近两年来随着3D眼镜、车载显示器等的增长，特别是2010年3D电视投入市场，使得观看3D电影的必备工具3D液晶眼镜在市场上出现了断货，相应的STN型ITO玻璃的供应也满足不了市场的需求。中国汽车市场还处在增长的开始阶段，车载STN液晶显示器的增长还有很大的空间；3D电视只是刚起步阶段，未来的市场需求将非常广泛。因此，STN型LCD的市场空间将非常广阔，未来5年市场对STN型ITO玻璃的需求将持续保持旺盛。据统计，目前国内的STN-LCD用ITO导电玻璃需求量为400万片/月，市场年需求增长约为10-20%。公司目前STN玻璃的订单超过了公司产能要求，尤其公司高档STN导电膜玻璃无法满足市场和客户需求。

根据公司超募资金投资高档STN型ITO透明导电玻璃项目，将投资建设两条高档真空镀膜生产线，具有年产600万片STN型ITO透明导电玻璃的能力，产品的目标定位为中小尺寸STN型LCD显示器，主要应用领域为3D液晶电视专用眼镜、车载显示器、工控仪器等。

2010 年依靠自主研发升级实现一条STN 用ITO 玻璃生产线，新增年产能600万片，目前可以保持每月50万至60万片STN 的出货量。由于STN产品平均价格高于TP型产品价格50%，新增产能将为公司在下半年

贡献较多业绩。

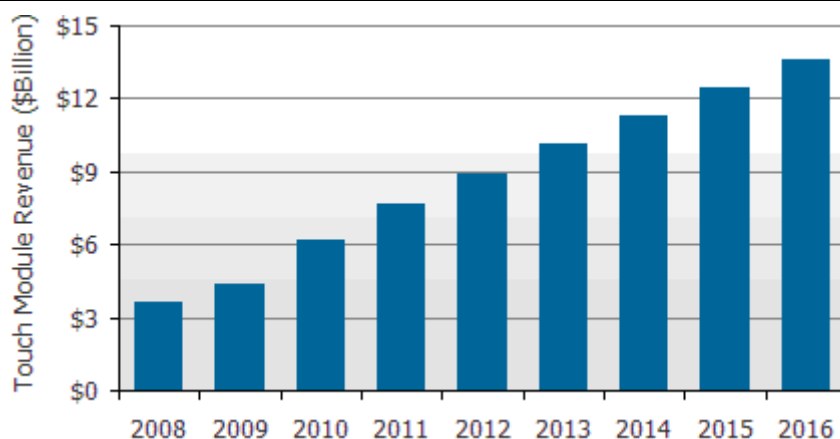
另外，随着募投及超募资金新增投资项目投产，未来两年内STN导电玻璃生产线有望提升至5条，年产能达到1500万片，将成为公司未来几年的主要增长点，产能将大大超过南玻A和莱宝高科，一跃成为STN型ITO导电玻璃的行业龙头。

五、电容式触摸屏将成为爆发性增长点

（一）电容式触摸屏市场前景广阔

触摸屏作为一种新型的人机交互界面，广泛地应用于各种数字信息系统上，从小型产品如手机、PDA、数码产品、e-Book，到中型产品如车载导航仪、游戏机、家用电器、工控仪器，再到大型产品如POS系统、公共查询系统、便携电脑、医疗仪器以及电视新闻节目中常用的触摸式PDP上都可以看到触摸屏产品。随着iPhone手机的推出，在手机上应用触摸屏已成为一种流行风尚，加之触摸屏在车载导航仪GPS上的应用，因此对触摸屏的需求越来越大，其市场前景十分可观。根据DisplaySearch最新报告，2009年全球触摸屏产值达43亿美元，估计2016年将成长到140亿美元，年复合成长率达18%。

图11： 2008-2016年全球触控模块产值及预测情况



数据来源：Displaysearch，广发证券发展研究中心

手机仍是触摸技术最主要应用，DisplaySearch 估计 2010 年将有三分之二触摸屏应用于手机，2010 年估计有 5.31 亿只新手机有触摸功能，较上年成长 41%。2009 年触摸手机占有手机的 25.6%，预测到 2016 年超过 50% 的手机将拥有触摸功能。此外，DisplaySearch 预测触摸技术在上网本和平板电脑中的应用将在 2010 年后快速成长，从 2010 年 1 百万片左右规模，2016 年快速成长到 5 千万片；同时触摸技术在数码相机、摄录像机的应用也将有不错的成长。另外随着触摸技术在高穿透率、低能耗和手势识别发展更出色，触摸技术在新应用如电子书、赌博性游戏机等应用做进一步增加。

两三年前，电阻式触摸屏长期占有超过 70% 比例的绝对优势。随着 2007 年 iPhone 的成功推出，电容式触摸屏在整个市场的影响力迅速提高。2010 年 iPad 上市后，电容式触摸屏的地位进一步飞跃提高。2010 年，随着智能手机市场的扩大及 iPad 的面世等，“电容式触摸屏将与电阻式触摸屏易位”。到 2016 年，电容式触摸屏“将超过 50%”。无疑多点式电容触摸屏将是触摸屏技术的未来一段时间的主流。

（二）超募资金投向电容式触摸屏

根据公司公告，公司计划使用 3.31 亿超募资金，投资建设年产 2000 万只中小尺寸电容触摸屏，主要建设工程包括触摸屏车间建设，包括项目立项、生产设备的选型、车间厂房工程建设和触摸屏设备采购、设备安装调试、配套镀膜生产线建设、增加触摸屏生产线，相应生活配套设施建设。项目建设期为二年。产品的目标定位为中小尺寸电容式触摸屏，主要应用领域为手机、GPS、电子书、MP4/MP5、数码相机、工控仪器等，也可以根据市场情况生产 10 英寸 i-pad 用中大尺寸触摸屏。我们认为，电容式触摸屏项目，将成为公司未来几年的爆发式成长点，理由如下：

首先，具有完备经验的技术团队已经到位。目前，公司已有一个 10 人左右的技术团队，团队成员具备从 CSTN 转做电容式触摸屏的完整经验，将对超募资金项目顺利实施提供有力的基础保障。公司将先从电容式触摸屏 Sensor 着手。而 Sensor 的关键技术为镀膜工艺和光刻工艺，公司有较强的真空镀膜技术，而电容式触摸屏的光刻技术与 STN/CSTN 用的光刻技术较相近，只是精密度更高，技术团队有足够的经验和实力来应对。随着设备逐步到位，在 2011 年下半年顺利投产是大概率事件。

其次，具备自主知识产权，不会存在专利纠纷问题。公司制做的触摸屏 sensor 的技术路线，与苹果公司单层玻璃双面镀膜的工艺路线不同，可能会使用双层玻璃单层镀膜的方式实现 X、Y 方向的定位问题，尽管这种工艺成本略高，但将能大幅提高产品良品率，从而有效保障较好的盈利能力。由于具有自主知识产权，产品不会受专利而影响国际市场的开拓。

再次，公司可研性报告对触摸屏项目盈利预测过于保守。根据电容触摸屏可研性报告，公司假定每片 sensor 平均价格约为 15 元/片，而目前 3.5" 触摸屏 sensor 的市场价格约为 60 元左右，即使考虑 2012 年投产后产品价格下降 60%，产品价格仍然在 24 元/片，高于公司假定值 60%。如果考虑部分产能用于生产 10" 触摸屏产品，则预测低于实际更多。从项目投资净利率来看，STN 项目投资净利率为 27.82%，而电容触摸屏项目投资净利率仅为 23.46%，比较来看被相对低估。

六、盈利预测与投资评级

（一）盈利假设

根据公司的发展情况，我们假设，2010-2012 年间：

1、TN 型产品生产线不再变化，产品价格及毛利率略呈下降趋势；

- 2、STN产能分别为840万片、1200万片和1500万片，价格和毛利率因高端产品比重增加而上升；
- 3、TP产能提升，而产品价格及毛利率呈下降趋势；
- 4、手机视窗产能利用率不断提升，产品价格及毛利率递减；
- 5、以2.5代线计，2011-12年电容式TP产量分别为15万片和45万片；
- 6、未来几年期间费用率基本保持不变。

根据我们的假设，2010-2012年公司营业收入分别为4.50亿元、6.34亿元和9.86亿元，复合增长率为55.6%，实现净利润分别为1.01亿元、1.63亿元和2.86亿元，复合增长率为67.7%，全面摊薄每股收益分别为0.81元、1.30元和2.28元。

表 6: 长信科技盈利预测表

产品	项目	2008A	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
TN	年产能(万片)	1690	1690	1690	1690	1690	1690
	销量(万片)	1847.39	1846.11	1048.05	2100	1850	1850
	销量产能比	109%	109%	-	124%	109%	109%
	平均价格(元/片)	8.02	7.90	8.64	8.60	8.30	8.10
	销售收入(万元)	14810.19	14581.08	9050.97	18060	15355	14985
	毛利率	31.15%	26.81%	26.50%	26.80%	26.50%	26%
STN	年产能(万片)	240	240	840	840	1200	1500
	销量(万片)	63.12	203.95	262.01	680	1100	1450
	平均价格(元/片)	23.64	29.08	28.90	31	33	36
	销售收入(万元)	1491.94	5931.88	7573.26	21080.00	36300.00	52200.00
	毛利率	44.15%	48.58%	43.00%	43.50%	44.00%	45.00%
TP	年产能(万片)	170	220	320	360	420	480
	销量(万片)	151.71	218.71	145.56	320	360	480
	平均价格(元/片)	19.47	17.69	12.69	12.8	11	10
	销售收入(万元)	2953.91	3869.53	1847.14	4096	3960	4800
	毛利率	39.92%	48.03%	35.55%	34%	31%	30%
手机视窗	年产能(m ²)	66000	80000	80000	80000	80000	80000
	销量(m ²)	68810	60495	29443	65000	70000	75000
	平均价格(元/m ²)	273.22	283.16	275.00	275	260	250
	销售收入(万元)	1880	1712.98	809.68	1787.5	1820	1875
	毛利率	61.06%	63.91%	57.07%	57.00%	56.00%	55.00%
电容式TP	年产能(万片)	0	0	0	0	80	80
	销量(万片)	0	0	0	0	15	45
	平均价格(元/片)	0	0	0	0	400	550
	销售收入(万元)	0	0	0	0	6000	24750
	毛利率	0	0	0	0	45%	55%
总销售收入(万元)		21210.96	26150.48	19300.81	45023.50	63435.00	98610.00
综合毛利率		36.12%	37.56%	35.24%	36.43%	39.39%	44.08%
期间费用率		11.62%	11.44%	11.57%	11.15%	11.30%	11.45%
销售费用率		3.26%	2.41%	2.11%	2.10%	2.10%	2.10%

管理费用率	5.96%	7.39%	8.24%	8.00%	8.10%	8.20%
财务费用率	2.39%	1.64%	1.21%	1.05%	1.10%	1.15%

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）估值与投资评级

1、DCF绝对估值

随着募投项目的投入，公司处在高速成长阶段，采用三阶段DCF估值法，假设2010-2012年为高速成长阶段，此阶段年均增长率为67.7%，2013-2020年起为增长阶段，年均复合增长率为15.0%，2020年起为永续增长阶段，永续增长率为2.0%，其他具体假设见表1。

表7：绝对估值主要假设

项目	指标数值	指标选取说明
贝塔值（ β ）	0.93	勾稽计算
无风险利率	2.50%	1年期存款利率预期值
市场投资溢价收益率	11.00%	广发证券研发中心假设
股权资本成本（ K_e ）	10.41%	勾稽计算
债务成本（ K_d ）	5.60%	1年期贷款利率为5.31%
所得税税率	15%	现行税率
杠杆比率 $D/(D+E)$	35.00%	广发证券研发中心假设
WACC	8.43%	勾稽计算
永续增长率	2.0%	广发证券研发中心假设

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

根据DCF估值模型，公司合理投资价值价格中枢为39.00元。敏感度分析显示公司的合理投资价值区间在36.69-41.70元。

表8：DCF绝对估值敏感性分析

单位：元

WACC	永续增长率g				
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
6.18%	69.03	76.70	86.62	99.92	118.69
7.18%	53.16	57.73	63.34	70.37	79.45
8.18%	42.41	45.35	48.83	53.02	58.16
9.18%	34.69	36.69	39.00	41.70	44.90
10.18%	28.92	30.33	31.93	33.77	35.89
11.18%	24.46	25.49	26.65	27.94	29.42
12.18%	20.94	21.71	22.56	23.51	24.57

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2、相对估值

根据WIND数据，截止2010年9月8日，SW电子元器件行业（TTM整体法，剔除负数）2010年平均动态市盈率为58.34，可比上市公司2010年

至2012年平均动态市盈率分别为52.15、33.30和25.45倍。当前公司股价为31.19元，对应2010-2012年动态市盈率分别为38.51倍、23.99倍和13.68倍。取2011年行业平均市盈率，目标价为43.30元。

表9: 电子元器件行业可比公司PE比较

	2010E	2011E	2012E
莱宝高科	39.46	28.39	22.05
永太科技	79.92	42.08	30.29
超声电子	37.07	29.43	24.00
可比公司平均	52.15	33.30	25.45

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

综合绝对估值和相对估值结果,我们认为公司作为平面显示基础材料的行业龙头,作为创业板上市公司,我们给予公司2011年31倍市盈率,12个月目标价位40元,首次给予“买入”评级。

七、风险提示

1、原材料采购依赖进口和供应商相对集中风险

ITO 导电玻璃生产所需的主要原材料分为两大类,一类是超薄浮法玻璃,约占原材料采购成本60%左右,一类是靶材,约占原材料采购成本20%左右。目前,本公司生产所需上述原材料主要从板硝子、旭硝子、日本能源、三井、优美科等公司进口。2007、2008、2009 年度公司进口原材料占上述主要原材料的比例分别为40.56%、48.42%、58.38%,公司主要原材料采购存在一定程度的依赖进口风险。

2、募集资金投向风险

公司募集资金投资项目符合国家产业政策,公司对项目进行了慎重、充分的可行性论证,预期能产生良好的经济效益,但项目的可行性研究是根据当前的国家宏观经济环境、产业政策、产品的市场需求、主要原材料及产品价格、设备价格以及平板显示行业的状况进行测算的,若国家的宏观经济环境、产业政策、国际市场等因素发生重大变化,则项目实施存在不能达到预期效果的风险。因此,不能排除项目投资的实际收益和预期目标出现差异的可能性,从而对公司发展战略目标的实现、公司的市场竞争力和经营业绩产生不利影响。

资产负债表		单位: 百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	83.23	695.02	653.19	761.04
应收账款	102.14	132.50	198.09	315.82
预付款项	31.72	26.72	51.78	60.81
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	2.74	2.98	5.07	7.44
存货	27.28	39.75	50.30	78.86
流动资产合计	247.11	896.97	958.44	1,223.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	186.78	173.68	248.64	348.60
在建工程	10.94	110.00	150.00	80.00
无形资产	8.34	7.41	6.48	5.54
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	206.06	291.09	405.12	434.14
资产总计	453.17	1,188.06	1,363.55	1,658.11
短期借款	80.25	0.00	0.00	0.00
应付票据	18.15	18.23	30.64	39.45
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	-	-	-	-
应交税费	-	-	-	-
应付利息	-	-	-	-
应付股利	-	-	-	-
其他应付款	0.59	0.59	0.59	0.59
流动负债合计	98.99	18.82	31.23	40.04
长期借款	26.00	26.00	26.00	26.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	26.00	26.00	26.00	26.00
负债合计	124.99	44.82	57.23	66.04
股本	94.00	125.50	125.50	125.50
资本公积	75.72	758.18	758.18	758.18
盈余公积	97.66	158.45	259.56	422.64
未分配利润	60.55	101.11	163.08	285.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债股东权益总计	453.17	1,188.06	1,363.55	1,658.11
每股净资产(元)	2.615	9.109	10.409	12.686

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位: 百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	261.50	450.24	634.35	986.10
营业成本	163.29	286.22	384.48	551.43
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	6.30	9.46	13.32	20.71
管理费用	19.33	36.02	51.38	80.86
财务费用	4.28	-0.40	-6.69	-3.07
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	66.21	118.95	191.86	336.18
营业外收入	4.08	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	70.29	118.95	191.86	336.18
所得税费用	9.74	17.84	28.78	50.43
净利润	60.55	101.11	163.08	285.75
归属于母公司净利润	60.55	101.11	163.08	285.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS(元)	0.482	0.806	1.299	2.277

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位: 百万元		
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	63.55	82.96	94.50	173.44
投资活动现金流量	-61.01	-110.00	-150.00	-80.00
筹资活动现金流量	46.23	638.84	13.67	14.41
现金及现金等价物净增加额	48.26	611.79	-41.83	107.85
期末现金余额	83.23	695.02	653.19	761.04
每股经营活动现金流(元)	0.506	0.661	0.753	1.382

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标		单位: 百万元		
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入增长率	23.29%	72.17%	40.89%	55.45%
营业利润增长率	35.85%	55.04%	56.55%	80.57%
毛利率	37.56%	36.43%	39.39%	44.08%
营业利润率	28.07%	25.28%	28.09%	32.63%
净利率	23.15%	22.46%	25.71%	28.98%
净资产收益率	18.45%	8.84%	12.48%	17.95%
总资产收益率	16.20%	9.58%	13.07%	19.41%
流动比率	2.50	47.65	30.69	30.57
资产负债率	27.58%	3.77%	4.20%	3.98%
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

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。

长信科技(300088)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。