



买入 维持

莱宝高科 (002106)

2010 年 9 月 15 日

市场对公司的三点担忧和我们的思考，公司仍相对明显低估

电子行业分析师：邱春城
SAC 执业证书编号：S0850208110575
qiucc@htsec.com
021-23219413

2010 年 9 月 14 日收盘价为 33.09 元，6 个月目标价 40.00 元

投资要点

我们认为电子行业明年整体增速将下降，触摸屏行业依然高度景气，景气度远未见顶，公司在触摸屏行业是领先对手、属于最受益行业发展的品种，我们预测 2010、2011 和 2012 年公司的每股收益分别为 0.80、1.15 和 1.51 元，公司是应该给予溢价的品种，6 个月标价格为 40.00 元，维持买入评级。

市场一直对公司存在三点顾虑：在部分性急的投资者眼里，公司经营风格是小富既安，经营风格保守；触摸屏业务毛利率太高，而不能更高，应该下降了，所以不能投资公司；竞争对手上马大中尺寸触摸屏项目，如果产能过剩，公司所在的中小尺寸价格会被冲击。针对这三点我们分别进行逻辑探讨，认为上述逻辑基础实际并不坚实。

1、电子行业景气度判断

4Q2009~3Q2010 年是电子行业特殊的时候，金融危机加速了生产基地和订单向国内的产业转移，全球积压二年需求的集中宣泄释放，2010 年同比高成长是因为 2009 年基数比较低，高成长有特殊性，一些公司是一次性的高成长，不是可持续的高成长；2010 年的 3Q 和 4Q 需求没有大问题，但是环比增幅在个位数左右。

2011 年行业景气度将回归正常年份，但是我们依然看好发展中国家的消费力道，所以我们对 2011 年依然不悲观，但是 2011 年同比 2010 年，我们预测需求依然不差，利润和行业扩产进度密切相关，整体将缺乏高成长性。

2、触摸屏行业依然高度景气，行业远未见顶

触摸屏和 LED 一样，是新兴产业，未来 3 年的行业成长性是可预见的，景气特征不同于大电子行业 and 传统电子产业，目前还处于发展早期。即使有一些企业借力资本市场，加速市场成熟，但是需求还在那里，所以不适宜预判行业明年就到顶了，或者行业就向下了，这是比较冒失的想法。

3、公司在电子行业中，技术水平是首屈一指的，在触摸屏行业明显领先对手，最直接受益于行业大发展

公司在所有电子公司中，技术水平是首屈一指的。公司在触摸屏技术成熟度方面，走在了欧菲光和长信科技的前面，这些企业要赶上莱宝目前水平，至少需要 8 个月以上。公司在下游客户方面，根据我们的侧面草根调研，公司和国际最知名电子厂商的供应商有非常密切持续的合作，是行业发展的最直接受益品种。

4、市场对公司的三点担忧和我们的思考

4.1 经营风格稳健务实，在部分性急的投资者眼里是小富即安

公司的体制是稳健，作风严谨，不浮夸，目前，面临触摸屏产业大发展的情况下，公司依然扩张谨慎，对性急的投资者而言，公司显得有些“小富即安”，一些投资者认为体制和经营风格是制约公司成长的主要因素。但是，公司在上市之初，根据未来行业发展前景发展空盒产品，但是后来发现空盒市场并不如所料，就没有大干快上，扩大空盒产能和台湾同业直接竞争，而是务实回避竞争，专注赚钱品种，实际运做比我们想象的更好，实际上回避了行业风险。

触摸屏产能扩张迅猛。2010 年上半年，公司董事会通过议案同意投资建设电容式触摸屏技术改造项目及中大尺寸电容式触摸屏项目。这两个项目陆续在 2011 年 1 月及 2011 年四季度投产，达产后分别贡献 82.8 万片电容式触摸屏（基板规格：400mm×500mm）及 400 万片电容式触摸屏（以 10 英寸计），将大大提高公司触摸屏产能。我们认为在触控手机及平板电脑的驱动下，触摸屏（尤其是电容类触摸屏）增长明确，因此随着上述两个项目在 2011 年开始为公司贡献收益，公司业绩将呈现较高的成长性。而且我们认为，资本市场和公司风格是互动的，会互相教育的。

4.2 触摸屏业务毛利率不能更高，并不代表触摸屏行业景气下降

2010 年中期，公司毛利率达到 52.94%，较上年同期增加 15.01%。分季度来看，一季度毛利率为 48.56%，二季度为 56.88%，环比上涨 8 个百分点以上，主要系附加值较高产品的销量占比越来越高所致。根据简单测算，公司 2010 年中期的触摸屏项目毛利率在上半年近 65%左右，处于很高水平。

表 1 莱宝高科分季度毛利率情况（%）

2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
54.93	55.09	54.94	53.96	37.40	38.38	41.68	50.69	48.56	56.88

资料来源：上市公司公告、海通证券研究所

一些投资者认为，公司毛利率已经很高了，触摸屏的毛利率已经到了新高，未来毛利率不能更好，未来将下降，所以不能投资莱宝。我们认为，虽然公司当前毛利率很高，未来即使毛利率下降或者持平，但是行业景气和行业需求还在，公司将越来越倚重于触摸屏业务，公司业绩还能成长，所以毛利率下降并不是理由。

4.3 竞争对手上马大中尺寸触摸屏项目，如果产能过剩，中小尺寸价格会被压下去

从长期来看，上述命题是成立的，担忧一定是有道理的，但是有把长期的担忧短期化的嫌疑。凯恩思说过，“In the long run we are all dead”，从长期来看，英雄会老，再牛的技术也会过时，微软和 Intel 也会过时和消散于历史中。实际上我们要问，国内市场真有那么长期的价值投资者么？投资看太遥远，是不是投资眼光太灰色了一点。

我们认为上述论断存在如下瑕疵：

- （1）中大尺寸的电容屏良率不容易提高，难度比中小尺寸更高，所以产能供给可能释放的没那么快。
- （2）虽然有很多企业投资，而且有企业做内置式触摸屏，但目前还没有任何明确证据和事件来说明中大尺寸技术取得重大进展，产能大量释放，更别谈过剩。
- （3）中大尺寸是针对中大尺寸需求产生和导致的，目前还没有人能真计算清楚需求大中尺寸的需求。
- （4）如果中大尺寸真的过剩，可能会冲击很大，但是也可能冲击程度没这么大。
- （5）如果中大尺寸扩张产能失败，大尺寸做不好，也无法切割为小尺寸，也无法转为中小尺寸的产能供应。

5、公司是应该溢价的品种，但实际被相对低估。

在当前的市场下，相关电子类公司 PE 水平普遍都是 2010 年 40×以上，2011 年 30×以上。如表 2 所示，我们预测 2010、2011 和 2012 年公司的每股收益分别为 0.80、1.15 和 1.51 元。按照公司的资质和所在行业景气度状况，公司仍然明显被低估，我们认为公司应该给予一定溢价，我们给予公司 2011 年 35 倍左右 PE，40.00 元的目标价，维持买入评级。

表 2 莱宝高科利润预测(万元)

	2007	2008	2009	1H2009	1H2010	2010E	2011E	2012E
营业收入	56559	53865	63627	25409	47518	103712	147271	191452
营收增长率(%)		-4.76	18.12		87.01	63.00	42.00	30.00
减: 营业成本	26185	24397	36180	15771	22364	48952	69954	90940
毛利率(%)	53.70	54.71	43.14	37.93	52.94	52.80	52.50	52.50
营业税金及附加	125	59	39	7	207	415	589	766
税金占比(%)	0.22	0.11	0.06	0.03	0.44	0.40	0.40	0.40
销售费用	1380	918	929	429	651	1410	2003	2604
销售费用占比(%)	2.44	1.70	1.46	1.69	1.37	1.36	1.36	1.36
管理费用	3926	4330	4793	1523	3622	7675	10309	13019
管理费用占比(%)	6.94	8.04	7.53	5.99	7.62	7.40	7.00	6.80
财务费用	-1806	-1808	-314	-320	894	1867	2651	2872
财务费用占比(%)	-3.19	-3.36	-0.49	-1.26	1.88	1.80	1.80	1.50
资产减值损失	171	197	-10	138	46	100	100	100
投资收益	0	0	0	0	80	90	90	90
营业利润	26578	25772	22010	7861	19814	43203	61575	81062
加: 营业外收入	545	495	355	73	77	100	100	100
减: 营业外支出	0	69	0	0	6	8	8	8
利润总额	27123	26198	22365	7934	19885	43295	61667	81154
减: 所得税	3982	4729	4321	1379	4105	8226	11717	15419
所得税率(%)	14.68	18.05	19.32	17.38	20.64	19.00	19.00	19.00
净利润	23141	21469	18044	6555	15780	35069	49951	65735
归属于母公司所有者净利润	22919	21274	17667	6391	15605	34508	49151	64683
少数股东损益	222	195	377	164	175	561	799	1052
少数股东占比(%)	0.96	0.91	2.09	2.50	1.11	1.60	1.60	1.60
摊薄每股收益(元)	0.53	0.50	0.41	0.15	0.36	0.80	1.15	1.51
总股本(万股)				42885.44				

资料来源:上市公司公告、海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

邱春城：电子行业分析师

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、国星光电、莱宝高科、欧菲光、海康威视、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子、华微电子、长电科技、振华科技、东信和平、中科三环、格力电器、青岛海尔、美的电器、海信电器、苏泊尔、九阳股份等

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。