

调研点评报告

莱宝高科 (002106)

显示器件III

触摸屏业务超预期，继续看好公司未来成长

——公司调研报告

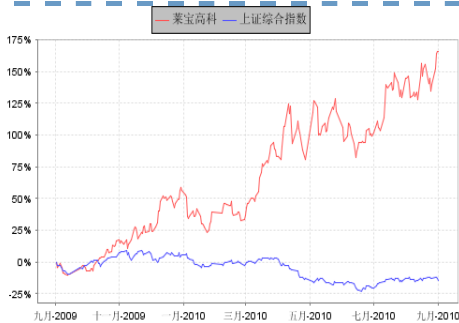
报告日期: 2010-09-17

评级: **推荐**
上次评级: 推荐

目标价: **43.05**
上次预测: 0

当前价格(元) 33.38
52 周价格区间(元) 14.76-36.9
总市值(百万) 14315.16
流通市值(百万) 13581.72
总股本(万股) 42885.44
流通股(万股) 40688.21
公司网址 www.laibao.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
莱宝高科	8.77	21.87	165.90
上证综合指数	-2.23	1.27	-14.96

财富证券研究发展中心

欧阳仕华

0731-84779593

ouyush@cfzq.com

相关研究报告:

《莱宝高科(002106)*2010 年半年报点评: 二季度业绩再创历史新高》2010-08-23

预测指标	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	636.27	1001.55	1399.82
净利润(百万元)	176.66	348.04	531.50
每股收益(元)	0.412	0.812	1.239
每股净资产(元)	3.934	4.244	4.717
市盈率(P/E)	69.91	35.49	23.24
市净率(P/B)	7.32	6.79	6.11

资料来源: 财富证券

事件: 9 月 15 日我们对公司进行了调研, 与公司高管就公司目前的产品产销状况以及公司未来的发展规划进行了交流。

投资要点

- 上半年公司触摸屏产品远超我们预期, 预计上半年触摸屏产品的销售收入超过 2 亿元。公司 IPO 募投项目年产 46 万片触摸屏面板在今年 1 月份投产, 另外公司通过对 ITO 镀膜线和 CF 线的改造大幅扩充触摸屏产能, 促使公司触摸屏业务上半年销售收入远超市场预期, 预计此块业务营收今年上半年超过 2 亿元;
- 触摸屏产品扩产支撑未来公司业绩的高速增长。公司立项的年产 82.8 万片中小尺寸触摸屏项目以及年产 400 万片中大尺寸触摸屏项目的逐步投产将保证公司未来两年业绩的快速成长。
- 上半年公司综合毛利率达到 52.2%, 高出去年同期 15 个百分点。在公司传统业务毛利率基本保持稳定, TFT 空盒业务销售价格低于预期的背景下, 高毛利率触摸屏产品营业收入占总营业收入比例的提高提升了公司的毛利率, 增强了公司的营业能力。预计未来两年, 随着触摸屏业务收入占总营业收入比例的进一步提高, 公司毛利率还将有一定幅度的提升, 预计 2010-2012 年公司综合毛利率分别为 52.53%、56.68%和 57.81%。上半年公司业务净利率达到 33%, 较 09 年提升 5 个百分点, 未来公司净利率有望重回到金融危机前的 40%左右的水平。

根据我们的财务预测模型, 我们预计 2010-2012 年公司营收分别 10.01 亿元、13.91 亿元和 17.58 亿元, 归属母公司净利润分别为 3.48 亿元、5.31 亿元和 6.93 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.81 元、1.24 元和 1.62 元。在 iPhone、iPad 为代表的新型消费电子的引领下, 触摸屏产品受到消费者的热捧。公司作为国内触摸屏行业的龙头企业, 理应享受一定的估值溢价。我们将公司 6 个月内目标价提高至 43.05 元, 对应公司 11 年 PE 为 35 倍, 继续给予公司“推荐”评级。

1、2010 年上半年触摸屏 (TP) 产品收入预计超过 2 亿元，远超市场预期。公司 2010 年半年报显示：

总体营收情况：实现业务收入 47517.85 万元，实现毛利 25154.21 万元，净利润 15604.54 万元：

传统业务(ITO 导电玻璃&CF)：因触摸屏生产占用部分镀膜产能，导致 ITO 产品销售收入较上年同期有所下降；CF 产品销价与上年同期相比下降，使得本期销售收入较上年同期有所下降；

TFT-LCD 空盒业务：2010 年上半年实现销售收入 6713.14 万元，去年同期收入为 4754.52 万元，同比增长 41.19%；

TP 业务：募投项目触摸屏产品新增销售收入 10458.02 万元。

2009 年上半年公司传统业务的营业收入为 2.06 亿元，2010 年公司传统业务营收同比下降，我们预计 2010 年公司传统业务的营收为 1.9 亿元，同比下滑 8%左右。TFT-LCD 空盒项目营收为 6713.14 万元。通过比较 2009 年同期数据，依据公司 2010 年上半年营收 4.75 亿元估算，**我们预计 2010 年上半年触摸屏产品收入超过 2 亿元！ITO 导电玻璃和彩色滤光片(CF)生产线的改造大幅度地提高了电容式触摸屏面板的产能。**

图表 1 公司分产品业务营收情况变化情况预测

产品业务	09 年 1H	10 年 1H	同比增长	变动原因
ITO&CF	20654.11	19001.78	-8%	产能下降和销售价格下滑
TFT-LCD	4754.52	6713.14	41.19%	销量增长
TP 面板		21802.93	100%	募投项目达产及旧生产线改造扩产
营收合计	25408.63	47517.85	87.01%	空盒和触摸屏产品营收大幅增加

资料来源：公司公告、财富证券

2、触摸屏产品快速产能扩张支撑公司业绩未来的高速增长。公司募投触摸屏项目在 2010 年 1 月份达产，设计产能为 46 万片/年。2010 年上半年募投项目实现的营收 10458 万元。**按照上半年触摸屏产品营收超过 2 亿元估算，公司目前的触摸屏产能远超市场预期，我们预计 2010 年全年触摸屏产能产能在 92 万片/年左右。**

公司立项建设的触摸屏扩产项目的逐步投产将支撑公司业绩未来的持续增长：年产 82.8 万片(400mm*500mm)中小尺寸触摸屏面板扩产项目将于 2011 年 1 月份投产；年产 400 万片中尺寸(10 寸)触摸屏面板将于 2011 年 4 季度投产。后续项目的逐步投产将保证公司未来三年业绩持续稳定地增长。

图表 2 公司 TP 产品销量和营业收入预测

项目	设计年产能	设计尺寸	达产时间	销量预测(万片)		
				2010 年	2011 年	2012 年
IPO 募投项目	46 万片	370mm*470mm	2010.1	45	46	46
生产线改造扩产	46 万片	370mm*470mm	2010.1	45	46	46
中小尺寸扩产项	82.8 万片	370mm*470mm	2011.1	0.00	74.52	82.8
中小尺寸项目销售收入合计(万元)				44033.8	73122.5	77891.3
中大尺寸扩产项	400	10 英寸	2011.4Q	0.00	66.67	360
中大尺寸扩产项目销售收入(万元)				0.00	8160.0	41860.8
触摸屏产品营业收入合计(万元)				44033.8	81282.9	119751.3

资料来源：财富证券

3、高毛利率产品触摸屏面板产量的大幅增加是上半年毛利率大幅提升的主要原因。上半年综合毛利率 52.94%，提高了 15 个百分点。TFT-LCD 空盒项目由于价格出现较大幅度的下降，我们预计空盒项目的毛利率在 20%以下。在传统业务毛利率保持稳定的背景下，我们预计触摸屏业务毛利率超过 60%以上。

预计未来两年，随着触摸屏业务收入占总营业收入比例的进一步提高，公司毛利率还将有一定幅度的提升，预计 2010-2012 年公司综合毛利率分别为 52.53%、56.68% 和 57.81%。上半年公司业务净利率达到 33%，较 09 年提升 5 个百分点，未来公司净利率有望重回到金融危机前的 40%左右的水平。

公司触摸屏能够迅速投产，迅速扩产的主要来源于公司长期的技术积累。生产触摸屏产品的关键技术是镀膜技术和光刻技术。ITO 导电玻璃需要深厚的镀膜技术，CF 产品则是 ITO 产品的延伸，同时要求镀膜和光刻技术。公司技术从镀膜技术延伸到镀膜光刻技术，保证了触摸屏项目的顺利投产，也增强了公司未来触摸屏项目投产的确定性。

4、TFT-LCD 空盒项目低于市场预期。2010 年上半年空盒项目的销售收入为 6713.14 万元，远低于项目可行性分析预测 40365 万元的年收入水平。其中主要原因是大尺寸面板价格下降，导致高世代面板线产能利用率不足，促使高世代往下生产低世代产品，从而导致中小尺寸面板市场供过于求，价格不断下降。对于公司 TFT 空盒项目，2010 年上半年以 80%的产能利用率估算，TFT 空盒的价格约为 466 元/片(折合 68 美元/片)左右，远低于公司原来近 100 美元/片的预测估计。产品价格的大幅下降导致了 TFT 空盒项目营收情况低于我们的预期。

不过从技术上来讲，TFT-LCD 项目中 TFT-Array 的制造使公司掌握了化学气相沉积(CVD) 和 干式蚀刻技术，而 CVD 和干式蚀刻技术的掌握保证了公司触摸屏面

板项目的顺利投产。

5、多种新型显示技术的储备提升公司长期投资价值。多种新型显示技术的储备保证了公司未来业绩成长的延续性。继 TFT-LCD 显示技术之后,公司还储备了 AMOLED, 低温多晶硅(LTPS)、彩色电子纸技术等新型显示技术的产品。公司已经开发出 OLED 用 ITO 导电玻璃和 OLED 用彩色滤光片产品。目前正在与合作方进行合作, 研究开发适用于彩色电子纸的玻璃基板。

公司依托雄厚的技术实力, 提前进行新产品储备的前瞻性思维是公司投资价值的关键所在。这一点我们已经从公司投资建设 TFT-LCD 空盒项目以及触摸屏项目的过程中得到了验证。这也将是我们长期看好莱宝高科投资价值的主要原因。

6、公司盈利预测及估值。针对上半年业务的变化情况, 我们对公司的盈利预测做了如下调整: 下调了 CF 的销量; 下调了 TFT-LCD 空盒的毛利率; 提高了触摸屏面板的销量和毛利率预测。

根据我们的财务预测模型, 我们预计 2010-2012 年公司营收分别 10.01 亿元、13.91 亿元和 17.58 亿元, 归属母公司净利润分别为 3.48 亿元、5.31 亿元和 6.93 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.81 元、1.24 元和 1.62 元。在 iPhone、iPad 为代表的新型消费电子的引领下, 触摸屏产品受到消费者的热捧。公司作为国内触摸屏行业的龙头企业, 理应享受一定的估值溢价。我们给予公司 6 个月内目标价 43.05 元, 对应公司 11 年 PE 为 35 倍, 继续给予公司“推荐”评级。

图表 3 公司分产品销售收入预测

ITO 导电玻璃	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售价格(元/片)	26.07	31.28	27.53	28.91	29.77	30.37
增长率	30.51%	20.00%	-12.00%	5.00%	3.00%	2.00%
销售量(万片)	923.64	880.00	910.00	920.00	906.20	892.61
增长率	2.16%	-4.72%	3.41%	1.10%	-1.50%	-1.50%
业务收入(万片)	24078.7	27529.24	25051.61	26593.25	26980.18	27106.984
增长率	33.32%	14.33%	-9.00%	6.15%	1.46%	0.47%
销售毛利率	42.89%	48.00%	43.00%	45%	45%	45%
占主营业务收入比例	42.57%	51.11%	39.37%	26.55%	19.16%	15.27%
彩色滤光片(CF)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售价格(元/片)	342.04	249.57	262.13	249.02	241.55	236.72
增长率	-19.30%	-27.03%	5.03%	-5.00%	-3.00%	-2.00%
销售量(万片)	94.95	96.66	95.04	64.80	62.86	61.60
增长率	31.33%	1.80%	-1.68%	-31.82%	-3.00%	-2.00%
业务收入(万片)	32476.61	24123.9	24912.4	16136.44	15182.78	14581.54
增长率	5.99%	-25.72%	3.27%	-35.23%	-5.91%	-3.96%
销售毛利率	61.71%	66.92%	64.19%	64.00%	64.00%	64.00%
占主营业务收入比例	57.42%	44.79%	39.15%	16.11%	10.78%	8.21%
TFT-LCD 空盒	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售价格(元/片)			803.69	466.48	457.15	448.01
增长率				-41.96%	-3.00%	-2.00%
销售量(万片)			17	30.6	32.4	36
增长率				80.00%	5.88%	11.11%
业务收入(万元)			13662.65	14274.29	14811.67	16128.266
增长率				4.48%	3.76%	8.89%
销售毛利率			5.00%	17.20%	20.02%	24.82%
占主营业务比例			21.47%	14.25%	10.52%	9.08%
中小尺寸触摸屏面板	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售价格(元/片)				478.63	454.70	445.60
增长率					-5%	-2%
销售量(万片)				90.16	166.52	174.80
增长率					85%	5%
业务收入(万片)				43153.09	75716.06	77891.33
增长率					75.46%	2.87%
销售毛利率				64.57%	67.40%	67.76%
占主营业务比例				43.09%	53.76%	43.87%
中大尺寸触摸屏面板	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售价格(元/片)					122.40	116.28
增长率						-5%
销售量(万片)					66.67	360.00
增长率						440%
业务收入(万片)					8160.00	41860.80
增长率						318.27%
销售毛利率					48.68%	58.15%
占主营业务比例					5.79%	23.57%
营业收入合计	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总营业收入(万片)	56559.46	53865.17	63626.66	100157.07	140850.69	177568.92
增长率	16.13%	-4.76%	18.12%	57.41%	40.63%	26.07%
总营业成本(万片)	26185.46	24396.54	36179.88	47543.45	61019.91	74910.41
增长率	28.68%	-6.83%	48.30%	31.41%	28.35%	22.76%
综合毛利率	53.70%	54.71%	43.14%	52.53%	56.68%	57.81%

资料来源：财富证券研究发展中心预测

财务报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	636	1002	1400	1769	经营性现金净流量	214	435	514	778
减：营业成本	362	475	606	746	投资性现金净流量	-224	-230	-160	0
营业税金及附加	0	1	1	1	筹资性现金净流量	-31	-242	-321	-416
营业费用	9	12	17	21	现金流量净额	-37	-37	33	362
管理费用	48	76	105	127	资料来源：公司年报、财富证券研究发展中心				
财务费用	-3	-7	-8	-12	主要财务指标				
资产减值损失	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
加：投资收益	0	0	0	0	收益率				
公允价值变动损益	0	0	0	0	毛利率	43.14%	52.53%	56.68%	57.81%
其他经营损益	0	0	0	0	三费/销售收入	8.50%	8.10%	8.14%	7.71%
营业利润	220	444	679	885	EBIT/销售收入	35.15%	43.67%	47.92%	49.35%
加：其他非经营损益	4	0	0	0	EBITDA/销售收入	48.05%	57.51%	57.82%	58.49%
利润总额	224	444	679	885	销售净利率	28.36%	35.49%	38.78%	40.04%
减：所得税	43	89	136	177	资产获利率				
净利润	180	355	543	708	ROE	10.47%	19.12%	26.28%	30.31%
减：少数股东损益	4	7	11	15	ROA	11.05%	20.03%	28.06%	32.53%
归属母公司净利润	177	348	532	693	ROIC	19.37%	35.14%	41.91%	47.67%
EPS(元)	0.412	0.812	1.239	1.617	增长率				
资产负债表					销售收入增长率	18.12%	57.41%	39.77%	26.38%
	2009A	2010E	2011E	2012E	EBIT 增长率	-8.50%	95.56%	53.36%	30.16%
货币资金	720	683	716	1078	EBITDA 增长率	2.04%	88.40%	40.52%	27.84%
应收和预付款项	241	335	465	544	净利润增长率	-15.96	97.01%	52.71%	30.47%
存货	56	68	91	104	总资产增长率	12.90%	7.88%	9.49%	12.26%
长期股权投资	0	0	0	0	股东权益增长率	5.61%	7.88%	11.15%	13.09%
投资性房地产	0	0	0	0	资本结构				
固定资产和在建工程	780	890	930	787	资产负债率	13.87%	13.73%	12.25%	11.41%
无形资产和开发支出	158	139	121	102	投资资本/总资	49.20%	58.64%	61.30%	51.69%
其他非流动资产	68	68	68	68	流动比率	7.11	6.69	8.19	10.22
资产总计	2024	2183	2391	2684	速动比率	6.71	6.26	7.60	9.60
短期借款	34	0	0	0	业绩和估值指标				
应付和预收款项	82	135	128	142		2009A	2010E	2011E	2012E
长期借款	137	137	137	137	EBIT	223.65	437.37	670.74	873.06
其他负债	27	27	27	27	EBITDA	305.74	576.00	809.36	1034.6
负债合计	281	300	293	306	NOPLAT	177.59	349.90	536.59	698.45
股本	330	429	429	429	净利润	176.66	348.04	531.50	693.45
资本公积	797	698	698	698	EPS	0.41	0.81	1.24	1.62
留存收益	560	693	896	1160	PE	69.91	35.49	23.24	17.81
归属母公司股东权益	1687	1820	2023	2288	PB	7.32	6.79	6.11	5.40
少数股东权益	56	64	75	90	PS	19.41	12.33	8.82	6.98
股东权益合计	1743	1883	2098	2377	EV/EBIT	39.39	27.01	17.58	13.12
负债和股东权益合计	2024	2183	2391	2684					

资料来源：公司年报、财富证券

■ 资评级系统说明:

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.