

莱宝高科(002106)

公司研究/深度报告

谨慎推荐 首次评级
合理估值: 39.28-43.34 元

领先优势明显，持续增长可期

民生精品---深度研究报告/电子元器件行业

2010 年 10 月 15 日

报告摘要:

● 专注显示材料行业的领跑者，市场前景广阔

公司专注于液晶显示行业上游显示材料的研发和生产，近年来拓展触摸屏生产领域，进一步增强了企业的实力，在显示材料行业积累了巨大的优势，处于国际一流、国内领先地位。受益于智能手机、平板电脑等电子产品的旺盛需求，公司业绩持续增长。

● 触屏产品成为公司业绩增长的新动力

在电容式触摸屏需求激增，供不应求的背景下，公司已巨大的技术领先优势和产能优势，领跑国内电容式触屏市场。在新一轮小尺寸触屏技改和中大尺寸电容式触摸屏量产项目完成后，触屏项目将给公司带来超过 10 亿的收入，利润贡献在 5 亿左右，EPS 增厚 1.13 元，成为公司业绩增长的新动力。

● 新兴显示领域的前瞻性研发为公司发展开辟新空间

随着 OLED、柔性显示技术发展，公司开展了 AMOLED、电子纸等新兴显示领域的前瞻性研发，不仅体现了公司强大的技术研发实力，更将为公司未来的发展开辟新的增长空间。

● 合理估值在 39.28-43.34 元之间，维持“推荐”评级

公司未来三年收入 CAGR 为 80.14%，净利润 CAGR 为 72.20%，业绩高速增长，且前景广阔。随着在触屏项目上的不断推进，公司业绩将有较大提升空间，给予“推荐”评级。结合相对估值和绝对估值的结果，公司合理估值在 39.28-43.34 元之间。

● 风险提示

海外市场的需求和汇率风险；小尺寸电容屏竞争剧烈程度超预期。

盈利预测与财务指标

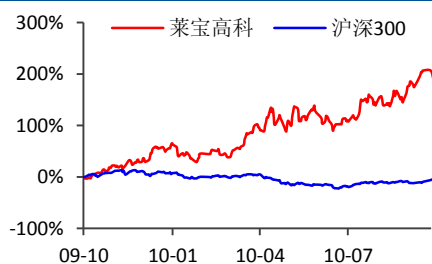
项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	636	1,319	2,410	3,719
增长率(%)	18.12	107.35	82.68	54.33
归属母公司股东净利润(百万元)	177	304	531	902
增长率(%)	-16.96	71.85	74.91	69.86
每股收益(元)	0.54	0.71	1.24	2.10
毛利率(%)	43.1%	37.9%	35.6%	35.8%
净资产收益率 ROE(%)	10.6%	16.1%	22.5%	29.4%
每股净资产(元)	4.06	5.03	6.30	8.47
PE	58.21	44.03	25.17	14.82
PB	7.67	6.20	4.95	3.68
EV/EBITDA	0.00	28.02	16.98	11.11

资料来源：民生证券研究所

民生证券研究所

分析师：李怒放
执业证书编号：S0100110080019
电话：(8610)8512 7653
Email: linufang@mszq.com
地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-10-15)

收盘价(元)	31.17
近 12 个月最高/最低	37.56
总股本(百万股)	428.85
流通股本(百万股)	406.88
流通股比例%	94.88
总市值(亿元)	133.67
流通市值(亿元)	126.82

相关研究

投资要点:

► 投资逻辑

莱宝高科是一家长期专注于液晶显示行业上游显示材料研制的企业，主导产品为 ITO 导电玻璃和 CF 彩色滤光片。公司在国内中高端 ITO 导电玻璃市场排名前三，长达 15 年的生产历程中积累了丰富的技术改进和质量控制经验。在 CF 彩色滤光片方面，公司是全球前三、国内第一大提供商，拥有规模化的中小尺寸彩色滤光片生产线。传统业务不仅为公司带来了稳定的收入来源，更为公司切入新兴显示材料领域积累了技术、产能和客户基础。

2007 年以来公司重点推进了电容式触摸屏产品的研发和生产，整个公司业绩将进入爆发期。随着苹果 iPhone 和 iPad 的热销，电容式触摸屏成为新兴显示市场的热点，市场需求激增，一直处于供不应求的状况。公司在电容式触屏研制上具有量产时间早、客户认可度高、良品率优于同行的特点，在业内具有较大的技术领先优势。同时在产能上也远远领先于国内竞争对手。

具体来看，公司小尺寸触屏目前月产 4 万片，明年将实现月产 10.9 万片的产能，在 2012 年之前具有绝对产能优势，预计扩产后年收入贡献 6.3 亿；中大尺寸触屏 2011 年 4 季度实现量产，国内同行尚无宣布相关立项计划，再次领跑同行，预计量产后年收入贡献 4.2 亿元。触屏项目未来收入贡献将超过 10 元每年，按毛利 50% 计算，利润贡献 5 元，EPS 增厚 1.13 元，成为未来三年公司业绩增长的强大动力。

此外，公司在 OLED、电子纸等未来的新兴显示领域进行了前瞻性的研发，将给公司未来提供新的发展机遇。我们认为公司将在延续前几年业绩高速增长的同时，进一步增强企业的竞争实力，并维持在显示材料行业的领导地位。

► 有别于大众的认识

市场普遍预期在中小尺寸电容屏竞争加剧的趋势下，公司毛利和业绩表现将会受到较大的影响。

我们认为公司在战略、技术、产能三面积累的巨大优势将会化解毛利方面的压力。首先从战略上来看，ITO 导电玻璃、CF 彩色滤光片、TFT 空盒等产品能够给公司的中小尺寸电容屏生产带来协同成本优势，随着生产工艺的改进，这一效应将持续发挥，同时中大尺寸触屏、3D 眼镜等新产品的高利率将能够弥补可能的下滑；在技术方面，良品率和成本的降低已经是业内的普遍规律，公司在量产的时间上更早，成本上更加具有优势；在产能方面，2011 年的新技改项目将在月 4 万片产能的基础上新增 6.9 万片的产能，规模化的产能优势也将为公司在小尺寸屏竞争中提供了更多的防御优势。

目 录

一、专注于显示材料领域的领跑者.....	4
(一) 立足于平板显示产业链的上游	4
(二) 战略布局新兴显示领域	5
二、触屏产品成为公司业绩增长的新动力.....	7
(一) 电容式触摸屏前景广阔	7
(二) 技术领先优势提升公司触屏竞争实力	8
(三) 产能优势规领跑国内触屏行业	9
(四) 触屏产品激发公司业绩更快增长	9
三、新兴显示领域的前瞻性研发为公司发展开辟新空间.....	10
(一) AMOLED 技术将使公司紧跟 OLED 的最前沿	10
(二) 电子纸研发提升公司在柔性显示领域的技术实力	11
四、估值与投资建议	12
(一) 关键假设与盈利预测	12
(二) 相对估值	13
(三) 绝对估值	14
(四) 投资评级与合理估值	14
五、股价催化剂与风险提示	14
(一) 股价催化剂	14
(二) 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

一、专注于显示材料领域的领跑者

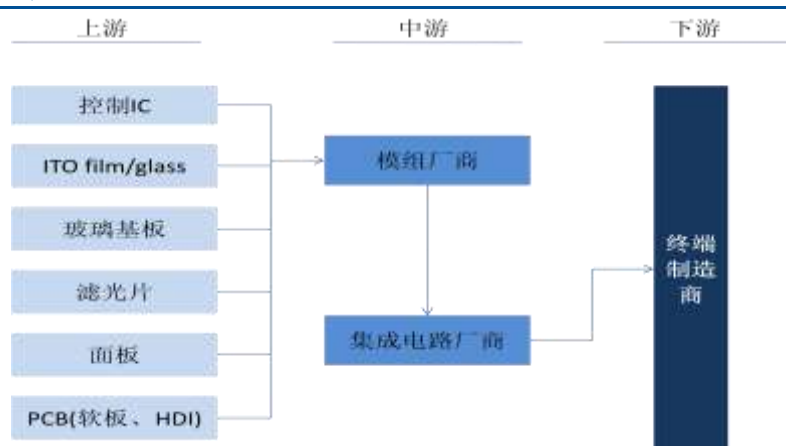
深圳莱宝高科技股份有限公司（以下简称“公司”）是国内完整掌握平板显示前段核心工艺技术的厂商，是国内唯一一家具备自主设计、开发、制造 ITO、CF、TFT、触摸屏等平板显示关键原材料和元器件的厂商，在 ITO 导电玻璃、CF 彩色滤光片等重要的显示原材料领域稳居市场前列，并以此为基础，加快向新兴显示领域迈进。公司产品战略的扎实布局不断提升了公司的整体实力。

（一）立足于平板显示产业链的上游

1、上游显示材料领域的产业巨头

在平板显示领域，公司位居产业链的上游，占据着 ITO 导电玻璃、TFT 滤光片、触控面板三个重要的产业链环节。上游控制 IC、玻璃基板均属于技术壁垒特别高的行业，长期为国外几个厂商所占据，如控制 IC 中赛普拉斯 (Cypress)、Synopsis、爱特梅尔 (Atmel)，玻璃基板行业里面的美国康宁、日本旭硝子。而 PCB 等元器件也处于群雄并起的混战格局，行业毛利率普遍较低。

图 1：平板显示产业链



资料来源：IEK、民生证券研究所

公司成立于 1992 年，前身是深圳莱宝真空技术有限公司，专注于液晶显示 (LCD) 行业上游显示材料的研发和生产，在 ITO 导电玻璃、中小尺寸彩色滤光片 (Color Filter, 简称“CF”) 等领域建立了巨大的技术和产能优势。在 ITO 导电玻璃方面，公司是国内完整掌握平板显示前段工艺技术的厂商，具备了 TN-ITO、STN-ITO 等多条生产线，中高档产品 ITO 导电玻璃产量位居国内行业前三名；在中小尺寸 CF 彩色滤光片中，公司具备批量生产 CSTN-LCD 用 CF 和 TFT-LCD 用 CF 的生产能力，产量位居全球前三名和国内第一名。

近年来，公司正加快转型步伐，向新兴显示元器件领域迈进，电容式触摸屏产品成为未来几年公司业绩的重要增长点。公司是国内少数掌握电容式触摸屏生产技术的厂家之一，截止 2010 年已具备年产 4 万片电容式触摸屏的产能，是国内掌握自主技术的最大电容式

触摸屏生产厂商。

表 1: 公司主要产品产能

产品名称	应用范围	月产能	产能利用率	同行业产能比较
ITO 导电玻璃	MSTN-LCD、 CSTN-LCD、 TN-LCD	800 k	90%以上	国内中高档市场前三
ITO/Cr 导电玻璃	OLED	10 k	90%以上	国内中高档市场前三
彩色滤光片 (中小尺寸)	CSTN-LCD (透 射式,半反射式, 全反射式)、 TFT-LCD、OLED	80 k	90%以上	全球第二名 国内第一名
TFT 空盒		30k	设计产能	-
电容式触屏	3.5 寸以下小尺寸 屏	40k (2011 年新增 69k)	设计产能	国内第一名

资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

2010 年上半年公司主营业务收入、营业利润分别增加 87.01%、152.06%，主要归功于触摸屏产品实现批量生产且达到设计产能及 TFT 空盒产品销量增加所致。其中 TFT 空盒产品产能设计能力为月产 3 万对，盈亏平衡点为 2 万对，实际利用产能达到设计产能，良品率是 90%，随着技术地不断爬坡，今年有望达到 95%以上。TFT 空盒产品前 6 个月同期销量猛增，实现销售收入 6,713.14 万元，较上年同期增加 41.19%。

2、多年积累的行业技术领先优势

公司目前已确保了国内 ITO 导电玻璃中高端市场的领先地位。最早公司以引进日韩成熟技术为主，从事的是低端 TN 的导电玻璃生产，与国际主流的 STN 屏存在技术和量产方面的差距。1995 年，公司宣布自主掌握了 STN 导电玻璃的生产技术，同时也成为国内首家突破该技术的厂商，缩小了与国际厂商的差距。此后公司密切跟踪 ITO 导电玻璃和彩色滤光片生产技术的发展趋势，在产品生产技术的升级过程中始终掌握主动地位，先后掌握了超薄玻璃切割磨边技术、玻璃抛光加工技术、低电阻高档 ITO 产品镀膜技术、低温 ITO 镀膜技术等先进技术。

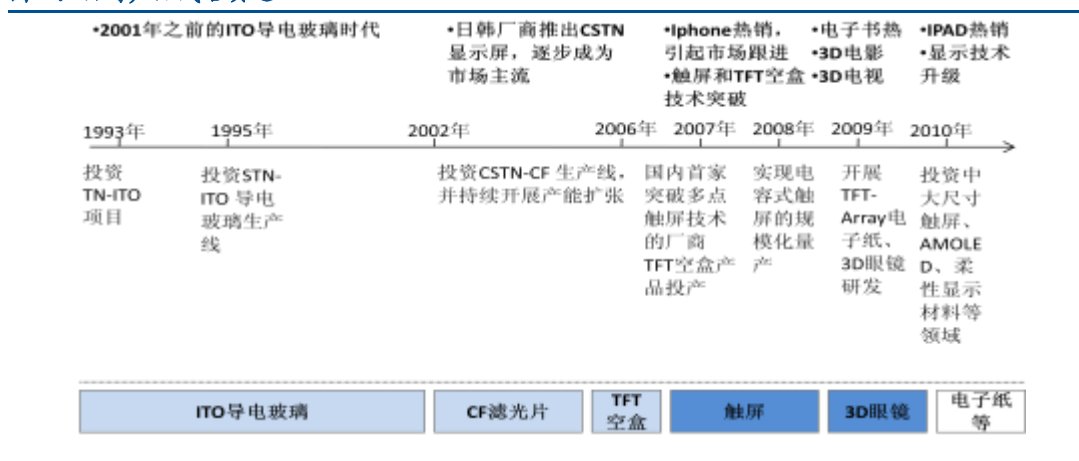
公司自主开发和掌握的上述关键技术不仅确保在国内同行的技术领先优势，而且保证产品品质的不断提高。公司 ITO 导电玻璃产品技术领先优势明显，目前主要定位于中高档产品，产品的附加值较高，具有较强的规模成本优势和产品质量稳定可靠的竞争优势。公司已经是 ITO 导电玻璃国家标准的两家起草单位之一，是原国家对外贸易经济合作部和科学技术部确定的国家首批 166 家重点出口企业之一，并先后通过了 ISO9002、QS9000 和 ISO9001: 2000 质量体系认证。

(二) 战略布局新兴显示领域

1、历次战略调整，抢占新兴显示领域

公司确立了“立足原材料、跟进新热点”的稳健发展战略，使得公司业绩获得了持续提升。公司成立以来，历次战略调整都给予公司的发展带来了巨大的促进。

图 2: 公司产品战略演进

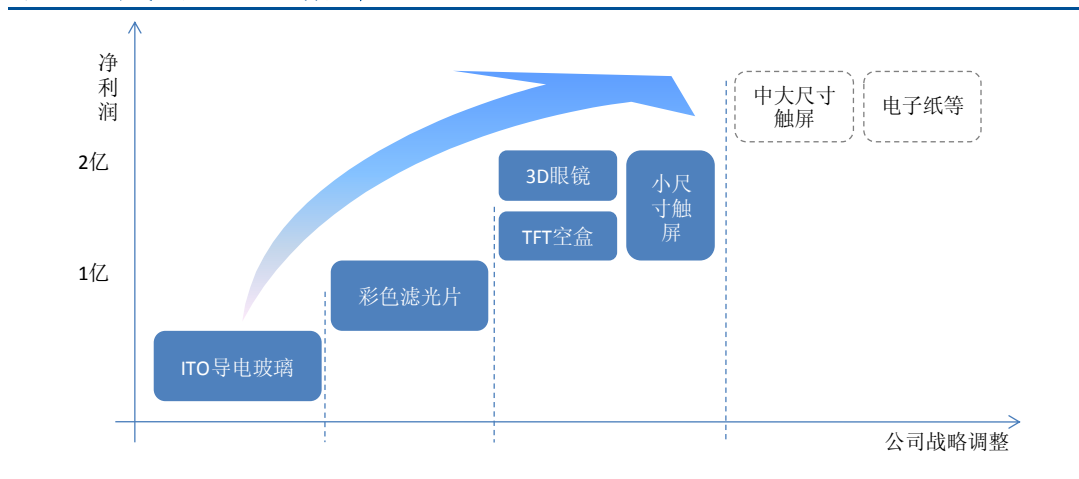


资料来源：公司公告，民生证券研究所

2、公司整体实力不断增强

从公司发展历程来看，首次进入 ITO 导电玻璃的生产，公司的业绩有了基础的可靠保障，年度净利润能够达到千万元的水平；2002 年开始进入彩色滤光片的生产，随着产能的扩大，利润水平最终提升到了每年上亿元的水平；公司从 2003 年以后进入了战略调整期，通过 IPO 等多种融资手段，先后投入 TFT 空盒、小尺寸触屏、3D 眼镜等新兴领域的发展，年均净利润达到 2 亿的水平。预计随着小尺寸触屏的扩产和中大尺寸触屏量产，公司 2011 年净利润将超过 3 亿的水平，2011-2012 年将有更大的提升。

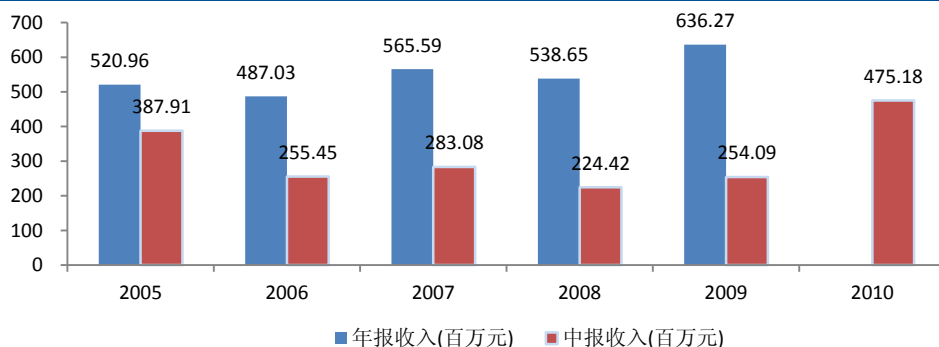
图 3: 公司战略调整促进业绩提升



资料来源：公司公告，民生证券研究所

公司目前是国内唯一一家具备自主设计、开发、制造 ITO、CF、TFT、触摸屏等平板显示关键原材料和元器件的厂商，具备较强的市场竞争能力和抗风险能力突出。随着近年来触屏元器件在手机、数码相机、MID（移动互联网设备）、平板电脑、车载显示屏、工业控制面板等领域的广泛应用，触摸屏业务将会给公司业绩带来更大的增长空间。

图 4: 2005-2010 年公司业绩表现



资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

总而言之, 公司管理层在产品战略上的出色表现为公司的业绩增长做出了重要的贡献。未来在公司管理层和治理结构保持稳定的格局下, 有理由相信公司的产品发展战略将持续推进, 我们预计公司的业绩也将在这一战略领先优势的作用下保持高速增长的态势。

二、触屏产品成为公司业绩增长的新动力

(一) 电容式触摸屏前景广阔

由于触屏在用户界面、操作体验等方面给电子产品带来的独特优势, 触屏技术已经成为近年来最为热门的技术应用。触屏是典型的高科技产品, 其在图形操作上的巨大优势使得它轻易跨过了在车载产品、PND (便携式 GPS 导航仪)、MID (移动互联网设备)、数码相机、电纸书、游戏机、PMP / MP3、学习机等以图片操作为主的产品上的应用鸿沟。据全球领先的针对电子制造领域的市场研究公司 iSuppli 预计, 触摸屏手机未来三年的出货量年均增长率可达 33%, 2012 年达到 4.5 亿部。来自美国调查公司 ABI Research 的预计数据显示, 当前触摸屏手机的出货量在 1 亿部左右, 在智能手机中的渗透率为 60% 左右, 在 2012 年, 渗透率可达 90%。因此, 2012 年触摸屏手机的出货量预计可达到 5 亿台, 年均增速 50%。

图 5: iPhone



资料来源: 互联网、民生证券研究所

图 6: iPad

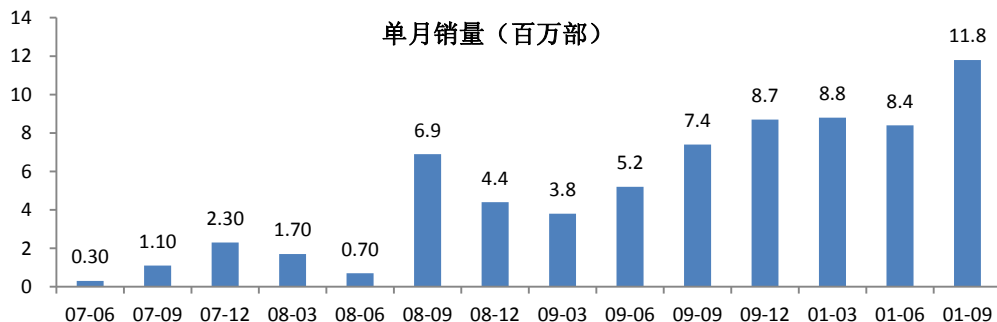


资料来源: 互联网、民生证券研究所

2007 年苹果推出 iPhone, 引发了市场对电容式触摸屏的关注。由于多点触控、反应灵敏的特点, 电容式触摸屏大有取代电阻式触摸屏的态势。仅 2009 年全球 160 家触控面

板厂商中,有 24%的厂商投入到电容式触摸屏的研发和生产之中。由于技术研发难度和量产规模的限制,目前全球市场上电容式触摸屏仍然处于供不应求的状态,成为影响 iPhone 4 等智能终端供货量的重要瓶颈。

图 7: iPhone 销量情况



资料来源:公司公告,民生证券研究所

(二) 技术领先优势提升公司触屏竞争实力

触屏技术的发展迅速,受到具有技术研发实力的触控面板厂商广泛重视。目前具备电容屏生产技术的企业日益增多,衡量其技术领先程度的主要有量产时间、客户认证和良品率三个指标。

1、量产时间与国际主流厂商保持一致,国内领先

从量产时间上来看,公司是最早量产电容式触摸屏的国内厂商。2007 年 6 月 29 日苹果推出 iPhone 手机,普遍认为这是电容式触屏技术获得市场关注的起点。公司在 2008 年宣布小规模试产,2009 年实现量产,量产时间在国内同行中最早,在国际同行中落后于为 iPhone 供货的台湾厂商宸鸿科技 (TPK),与国际主流厂商保持一致。而在中大尺寸电容式触摸屏量产方面,iPad 于 2010 年 1 月 27 日发布,公司与 2010 年 7 月宣布将量产,成为国内首个宣布突破该领域技术的触控厂商。

表 2: 触控产品量产时间对比

产品名称	应用范围	国际领先厂商量产时间	公司量产时间	技术优势
小尺寸触摸屏	智能手机	2007 年 6 月	2009 年 4 季度	国际主流厂商一致、国内首家
中大尺寸触摸屏	平板电脑、MID	2010 年 1 月	2011 年 4 季度	国际主流厂商前列、国内首家

资料来源:公司公告,民生证券研究所

2、产品获得下游客户认可

从客户认证体系上来看,公司目前客户关系稳定,上半年已获某国际知名终端厂商的订单。由于下游模组厂商和终端厂商的认证体系严密,新进入者往往需要 4-5 年的认证期,因此公司短期内进入苹果等大厂的可能性不大。但是整个触屏市场处于供不应求的状态下,公司前 5 位的客户销售额占比维持在 60%左右,公司产品已经获得了稳定的客户源,说明产品质量获得客户的认可。

3、良品率领先于同行

从良品率来看,公司触屏产品良品率高于同行。目前国外最为领先的台湾主要电容式触摸屏厂商良品率在 80%左右,而公司 2008 年开始触屏生产,并不断进行改进,使得 2010 年触屏良品率已经超过了 90%,达到 94%-95%左右,处于行业内的领先水平。较高的良品率不仅说明了公司在触屏生产工艺上的成熟,也为产品品质提供了可靠的保障。

(三) 产能优势领跑国内触屏行业

公司在电容式触屏的产能上居于国内行业前列。2010 年公司募投项目触摸屏产品设计产能为月产 4 万片,实际利用产能也已达设计产能,前 6 个月新增销售收入 10,458.02 万元。从同行业对比来看,2011 年公司在小尺寸触屏产能上具有时间领先和规模领先优势,而在中大尺寸电容屏的生产上处于国内领先的地位,这些产能的扩充将有效的维持公司今后两年在触屏产能优势。

表 3: 国内主要厂商小尺寸电容式触屏产能对比

公司	量产时间	现有年产能	新增年产能	新增时间
莱宝高科	2009 年	48 万片	82.8 万片	2011 年 1 月
长信科技	2012 年	0	2000 万片	2012 年
超声电子	2011 年	0	4.5 万平方米	2011 年 5 月

资料来源:公司公告,民生证券研究所

由于金融危机的影响 2008 年-2009 年触控屏的智能手机需求释放遇到了一定的束缚,随着全球经济复苏和电子消费产品的升级,电容式触屏目前处于供不应求的状态。公司与今年年中宣布将启动小尺寸触屏的技改和中大尺寸触屏的量产项目,预计项目完成后将新增小尺寸触屏年产能 82.8 万片,中大尺寸触屏 400 万片的年产能。

此外,在 CF 彩色滤光片产能方面,由于日本、台湾主要公司相继退出 CSTN-LCD 领域的生产,公司目前排名行业全球第二,国内第一,但是未来面临着巨大的转型压力。从 2009 年四季度电容式触摸屏的产能调整上来看,公司已经着手利用现有 CF 产能技改,从而低成本、高效率的转向触摸屏项目的生产。我们预计 2011 年的小尺寸电容屏技改项目和中大尺寸电容屏量产项目很可能会提前完成。

(四) 触屏产品激发公司业绩更快增长

1、小尺寸触摸屏技改完成后,每年业绩贡献将达到 6.3 亿元

公司很早就开始了包括触摸屏的生产技术研发之中,在 2008 年确立了大规模量产电容式触摸屏的战略决策,并于 2009 年实现量产。受益于电容式触摸屏市场的快速发展,公司业绩在 2009 年底开始出现大幅反弹,预计 2010 年收入增长将超过 100%。公司 2010 年上半年小尺寸触屏产品收入达 1.05 亿元,考虑下半年产能已调整到最佳以及人民币升值因素,预计该产品 2010 年全年将为公司带来超过 3.0 亿元的收入。

2011 年 1 月公司新增小尺寸触屏产能 82.8 万片,合计产能 130.8 万片,产能扩大 200% 左右。考虑到中小尺寸屏价格竞争的威胁,假设单片价格下降 30%,小尺寸触摸屏技改完

成后，预计 2011 年-2012 年将年均为公司带来收入 6.3 亿元左右。

2、中大尺寸触摸屏产品量产后将每年收入贡献 4.2 亿

而随着 iPad 于 2010 年 1 月 27 日发布，类 iPad 产品的跟进成为必然，7-10 寸电容式触屏市场机遇显现。2010 年为平板电脑的元年，预计市场上有 50 款左右的平板电脑将会发布。权威市场调研机构 iSuppli 表示，根据当前 iPad 销量走势，iPad 在今年的销量将达到 1290 万台，2011 年的销量预期从原有的 1440 万台调高到 3650 万台，2012 年销量预期达到 5040 万台，三年销量合计将达到近 1 亿台。此外，类 iPad 的平板电脑今年的出货量预计有 1000 万台，未来两年内最保守的估计也要超过上网本的出货量达到 4000 万台以上。市场普遍预计，中大尺寸电容式触屏市场空间将是小尺寸电容式触屏市场的 3 倍以上。

从市场供求来看，iPad 在发布后的几个月内，销售量一直每月在百万台，香港、日本等地区一度出现缺货的情况，造成这一情况的问题在于触摸屏、液晶面板等关键元器件的加工难度和提供商产能有限。总体来看随着类 iPad 的兴起，市场需求的激增将会对中大尺寸触屏的产能提出更高的要求，我们预计供不应求的状况将在 2012 年左右才能缓解。

表 4: iPad 的部分元器件成本

类别	规格	供应商	成本
总成本			\$259.60
TFT-LCD 屏	1024×768 Pixels	LG Display	\$65.00
触屏	9.7 寸	Wintek (胜华)	\$30.00
PCB 板	-	-	\$32.50
电池	3.75 伏	电池芯由 Amperex Technology 提供，电池包由顺达提供	\$21.00
NAND 内存	16G	三星电子	\$29.50

资料来源：iSuppli，民生证券研究所

公司将在 2011 年 4 季度量产中大尺寸电容式触摸屏，预计 400 万片(以 10 英寸计)年产能。根据 iPad 的 BOM 单分析来看，9.7 寸的触摸屏单价为 30 美金，假设 2011 年 4 季度开始中大尺寸触屏的产能利用率能够达到 70%，单价保持在 25 美金的水平，美元对人民币汇率为 1: 6，那么 2011 年中大尺寸触屏的收入贡献将会超过 1 个亿，2012 年收入贡献将会达到 4.2 个亿，占 2009 年公司总收入 6.4 个亿的 65.63%。

综上所述，电容式触控屏产品全部实现量产后将为公司每年带来 10.5 个亿的新增收入，按照平均 50%的毛利率折算，利润贡献超过 5 亿元，EPS 增厚 1.13 元，成为未来三年公司业绩增长的重要动力。

三、新兴显示领域的前瞻性研发开辟未来增长空间

基于公司“生产一代、研发一代、规划一代”的传统，目前公司正在进行 AMOLED、电子纸等技术前瞻性研发，为公司的未来发展奠定了坚实的基础。

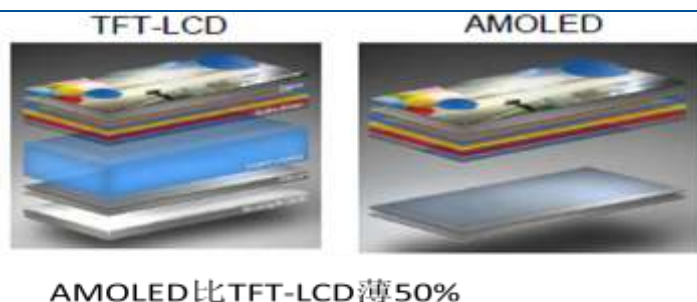
(一) AMOLED 技术将使公司紧跟 OLED 的最前沿

在 OLED (有机发光二极管) 的彩显技术方面，被称为“下一代显示技术” OLED 技

术的不断成熟,该技术不需要背光,因此更省电和更薄,同时响应时间非常快,色彩更丰富。DisplaySearch 公司预测,到 2015 年,OLED 显示屏的营收将从 2008 年的 5.91 亿美元增长到 60 亿美元,年复合增长率(CAGR)将达到 40%。手机显示屏(目前主要采用各种尺寸的 PMOLED)市场将占到 19 亿美元。索尼在 2007 年 12 月在日本市场推出了售价 1800 美元的 11 英寸 OLED 电视机,首先进入了这个市场。包括东芝和松下在内的一些厂商预计将在 2009 年进入这个市场。

公司研发成功的 AMOLED (主动驱动式有机电致发光二极管)技术,将为公司把握住未来 OLED 市场的发展机遇提供了保障。不过 OLED 显示技术要对市场产生真正的影响还需要克服一些挑战。首先,AMOLED 显示屏制造工艺还不充分。随着显示屏尺寸的加大,成品率损失和制造损失也越来越大。此外,OLED 显示屏材料的使用寿命仍需要提高。

图 8: AMOLED



资料来源:互联网、民生证券研究所

(二) 电子纸研发提升公司在柔性显示领域的技术实力

在电子阅读器的生产领域,目前流行的是 TFT-LCD 屏,国际上普遍在向柔性显示领域拓展,电子纸正式应运而生。电子纸显示屏通过反射环境光线达到可视效果,因此看上去更像普通纸张。这种显示屏的能效非常高,因为这种显示屏一旦开启,就不再需要电流来维持文字的显示,而只有翻页时才消耗能量,具有很好的市场前景。目前实现电子纸技术的途径主要包括有胆固醇液晶显示技术、电泳显示技术 (EPD, Electrophoretic Paper Display, 亦称 E-Paper) 以及电润湿显示技术等。

图 9: 电子纸



资料来源：互联网、民生证券研究所

电子纸技术中以电泳显示技术为最有前途的技术途径，据 iSuppli 预测，电泳显示全球市场 2006 年仅仅 900 万美元，但是预计到 2013 年将增加到 2.47 亿美元，年均增长率高达 60.5%。目前该技术呈现两大主要类别：最早实现这一技术的是后来被台湾元太科技收购的美国 E-Ink 公司，其所掌握微结构 (Micro Structure) 属于微胶囊 (Microcapsules)，另一类是 SiPix 公司采用的微结构则是专利的微杯数组 (Microcup—Array)，两者的差别较大，总体来看，Microcup—Array 更具产业化的潜力。2009 年莱宝高科宣布已经成功的研制了 TFT-Array 型电子纸，具有彩色、动态、视频等特性，但是由于目前该市场尚处于市场导入期，公司正在评估产业链成熟度和该技术的成本优势，尚未投产。电子纸成本居高不下，是影响电子阅读器发展的重要因素，如果这一市场规模在未来 2-3 年内形成，公司将能够很快介入，抢占这一新兴市场的先机。

表 5：电泳显示技术 EPD 的主要类别

类别	开创者	特点	优点	缺点
Micro Structure	E-Ink	每个显示元素的大小不均且排列零散，因采用黑白双粒子	● 光反射率较佳是，可达到约 35%~40% 左右，阅读时的感觉更贴近真正的纸张	● 不够坚固强韧，无法承受重压 ● 微胶囊结构由于不够坚固，因此无法实行以压印方式生产的 R2R 制程，只能以较高的成本喷墨方式制造生产
Microcup—Array	SiPix	显示元素大小一致并以数组方式排列整齐	● 具有较佳的机械与电气特性，承受重压也不会损坏 ● 可以使用连续滚动条式 (Roll to Roll: R2R) 的制程可实现大批量产，生产成本较低	● 光反射率稍差，目前约可达到 28%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

四、估值与投资建议

(一) 关键假设与盈利预测

- 智能手机、MID 等终端需求持续扩张，电容式触屏需求旺盛，公司触屏产品的收入规模进一步增加，整体年均净利润达到 3 亿规模的水平，业绩再上一个台阶；
- 类 iPad 产品销售持续火热，7-10 寸屏市场供求紧张的态势短期内难以得到缓解，公司在中大尺寸屏的生产上顺利开展，毛利率远高于小尺寸触屏，使得公司整体毛利率维持在 50% 以上；
- 公司研发投入加大，电子纸、彩显 OLED 等项目相继投产，同时其他新技术研发持续跟进。

根据以上假设对公司未来三年营业情况分类别预测如下表：

表 6：公司未来三年收入和成本分类别预测

类别	指标	2009	2010E	2011E	2012E
小尺寸电	业务收入 (百万元)	0.00	300.00	600.00	640.00

容式触摸屏	业务成本 (百万元)	0.00	116.40	301.80	380.80
	业务毛利 (百万元)	0.00	183.60	298.20	259.20
	毛利率	-	61.20%	49.70%	40.50%
中大尺寸电容式触摸屏	业务收入 (百万元)	0.00	0.00	100.00	420.00
	业务成本 (百万元)	0.00	0.00	31.68	157.71
	业务毛利 (百万元)	0.00	0.00	68.32	262.29
	毛利率	-	-	68.32%	62.45%

资料来源：民生证券研究所

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别增长 107.35%、82.68%、54.33%，对应三年归属母公司的净利润分别为 3.04、5.31、9.02 亿元，按最新股本摊薄 EPS 分别为 0.71、1.24、2.10 元。

表 7：盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	636	1,319	2,410	3,719
增长率 (%)	18.12	107.35	82.68	54.33
归属母公司股东净利润 (百万元)	177	304	531	902
增长率 (%)	-16.96	71.85	74.91	69.86
每股收益 (元)	0.54	0.71	1.24	2.10
毛利率 (%)	43.1%	37.9%	35.6%	35.8%
净资产收益率 ROE (%)	10.6%	16.1%	22.5%	29.4%
每股净资产 (元)	4.06	5.03	6.30	8.47
PE	58.21	44.03	25.17	14.82
PB	7.67	6.20	4.95	3.68
EV/EBITDA	0.00	28.02	16.98	11.11

资料来源：民生证券研究所

(二) 相对估值

公司未来三年收入 CAGR 为 80.14%，净利润 CAGR 为 72.20%，业绩增速高于行业平均，且前景明确。随着公司在电容屏生产领域的拓展，将有效发挥公司的技术优势和产品协同优势，公司业绩将有较大提升空间。按照 2011 年预测市盈率 28-35 倍计算，合理估值 34.67-43.34 元；按照 2012 年 20-28 倍预测市盈率计算，合理估值 42.07-58.89 元。

表 8：同行业估值比较

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		TTM	2010E	2011E	TTM	2010E	2011E		
002134	天津普林	0.02	0.16	0.34	353.80	48.89	22.76	2.68	5.17
002456	欧菲光	0.00	0.83	1.30	89.15	64.51	41.29	19.21	13.83
002288	超华科技	0.20	0.19	0.22	75.77	77.25	66.90	4.27	10.63
002106	莱宝高科	0.63	0.78	1.09	54.87	44.21	31.46	8.39	23.18
300088	长信科技	0.00	0.72	0.96	53.34	45.94	34.82	3.85	15.96
002436	兴森科技	0.79	1.02	1.40	49.96	38.34	28.05	3.34	8.72
000823	超声电子	0.30	0.34	0.43	40.78	36.00	28.58	3.44	2.38
002463	沪电股份	0.00	0.50	0.61	36.78	36.22	29.56	7.76	5.50
600183	生益科技	0.52	0.48	0.56	19.51	21.28	18.21	4.05	2.70
600237	铜峰电子	-0.13	0.04	0.10	-62.50	185.86	76.15	4.58	5.91

资料来源：Wind，民生证券研究所，按照 2010-10-15 最新股价计算。

(三) 绝对估值

我们采用三阶段模型对公司价值进行 DCF 折现。预计公司业绩未来三年将获得高速增长,为谨慎起见,我们假设在最后几年增长率逐步下降,且毛利率稳步攀升后在最后几年维持平衡。据此得到公司的绝对估值合理区间在 36.39~42.55 元之间,价值中枢为 39.28 元。

DCF 估值主要假设:

- 永续增长率: 2.00%
- 贝塔值 (β): 0.76
- 无风险利率(R_f): 3.36%
- 风险溢价(R_m-R_f): 9.71%
- 债务成本 K_d : 5.94%
- 法定所得税率: 20.00%

表 9: WACC 估值敏感性分析表

WACC	永续增长率						
	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
13.12%	29.21	30.13	31.15	32.28	33.55	35.00	36.64
12.62%	30.35	31.31	32.37	33.56	34.89	36.40	38.11
12.12%	31.54	32.54	33.65	34.89	36.28	37.86	39.66
11.62%	32.78	33.83	34.99	36.29	37.74	39.39	41.27
11.12%	34.08	35.18	36.39	37.75	39.27	41.00	42.96
10.62%	35.44	36.59	37.86	39.28	40.87	42.68	44.73
10.12%	36.87	38.07	39.40	40.88	42.55	44.44	46.59
9.62%	38.36	39.61	41.01	42.56	44.31	46.28	48.53
9.12%	39.92	41.24	42.69	44.32	46.15	48.21	50.57
8.62%	41.56	42.93	44.46	46.16	48.08	50.24	52.71
8.12%	43.28	44.72	46.31	48.10	50.10	52.37	54.95

资料来源: 民生证券研究所

(四) 投资评级与合理估值

超声电子是国内 PCB 和液晶显示器领域的传统强者,在下游电子消费产品需求激增并不断升级的背景下,公司能够发挥主要业务的产业链协同优势和技术优势,将获得巨大的发展空间。我们给予对公司的“推荐”评级,结合相对估值和绝对估值,公司合理估值 39.28-43.34 元。

五、股价催化剂与风险提示

(一) 股价催化剂

- 公司触屏等主要产品上重要客户关系上有新突破
- 小尺寸电容屏技改、中大尺寸电容屏量产等项目提前完成

- 下游触控智能手机、iPad 及类 iPad 平板电脑的市场需求超预期
- 电子纸、彩显 OLED 等产品市场成熟，列项投产

(二) 风险提示

- 海外市场的需求风险和汇率风险。2010 年中报显示公司海外销售收入占比 61.03%，对公司整体业绩影响巨大。未来外需波动，或者汇率变动，都将对企业业绩产生冲击。
- 国内市场中小尺寸触屏市场竞争激烈程度超预期。台湾和国内主要触屏厂商的扩产、新进入者的投产，将使得 3.5 寸电容屏市场面临激烈的市场竞争，毛利下滑可能加剧。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	636	1,319	2,410	3,719
减：营业成本	362	819	1,553	2,388
营业税金及附加	0	0	1	1
销售费用	9	13	24	37
管理费用	48	79	121	186
财务费用	(3)	8	11	12
资产减值损失	(0)	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	220	399	701	1,095
加：营业外收支净额	4	3	3	3
三、利润总额	224	402	704	1,098
减：所得税费用	43	88	155	165
四、净利润	180	313	549	933
归属于母公司的利润	177	304	533	905
五、基本每股收益 (元)	0.54	0.71	1.24	2.11

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	27.34	15.92	9.85
成长能力:				
营业收入同比	18.1%	107.4%	82.7%	54.3%
营业利润同比	-14.6%	81.2%	75.7%	56.2%
净利润同比	-16.0%	73.7%	75.2%	70.0%
营运能力:				
应收账款周转率	4.52	5.27	4.85	4.40
存货周转率	13.46	14.07	12.20	10.72
总资产周转率	0.33	0.53	0.67	0.72
盈利能力与收益质量:				
毛利率	43.1%	37.9%	35.6%	35.8%
净利率	27.8%	23.0%	22.1%	24.3%
总资产净利率 ROA	9.2%	12.5%	15.3%	18.1%
净资产收益率 ROE	10.6%	16.1%	22.6%	29.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	6.01	8.69	8.15	8.60
资产负债率	16.2%	15.6%	16.8%	15.8%
长期借款/总负债	40.9%	52.0%	44.7%	38.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.71	1.24	2.11
每股经营现金流量	0.51	0.97	1.54	2.42
每股净资产	4.06	5.03	6.31	8.48

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	766	1,123	1,764	2,788
应收票据	81	198	386	632
应收账款	157	343	651	1,041
预付账款	2	13	24	37
其他应收款	0	4	1	1
存货	56	131	264	430
其他流动资产	1	0	0	0
流动资产合计	1,073	1,812	3,089	4,930
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	732	790	825	826
在建工程	48	68	78	83
无形资产	158	142	126	111
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,007	1,117	1,145	1,136
资产总计	2,079	2,929	4,234	6,066
短期借款	34	0	0	0
应付票据	0	2	4	6
应付账款	79	188	357	549
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	3	3	3	3
应交税费	15	15	15	15
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	178	209	379	573
长期借款	137	237	317	367
其他非流动负债	8	11	14	17
非流动负债合计	145	248	331	384
负债合计	336	456	710	957
股本	330	429	429	429
资本公积	797	797	797	797
留存收益	560	864	1,396	2,302
少数股东权益	56	66	82	110
所有者权益合计	1,743	2,156	2,705	3,638
其他调整项目	0	317	820	1,471
负债和股东权益合计	2,079	2,929	4,234	6,066

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	217	416	659	1,038
投资活动现金流量	(224)	(120)	(90)	(55)
筹资活动现金流量	(31)	61	72	41
现金及等价物净增加	(34)	357	641	1,024

插图目录

图 1: 平板显示产业链.....	4
图 2: 公司产品战略演进.....	6
图 3: 公司战略调整促进业绩提升.....	6
图 4: 2005-2010 年公司业绩表现	7
图 5: iPhone	7
图 6: iPad	7
图 7: iPhone 销量情况	8
图 8: AMOLED	11
图 9: 电子纸	11

表格目录

表 1: 公司主要产品产能.....	5
表 2: 触控产品量产时间对比.....	8
表 3: 国内主要厂商小尺寸电容式触屏产能对比	9
表 4: iPad 的部分元器件成本.....	10
表 5: 电泳显示技术 EPD 的主要类别	12
表 6: 公司未来三年收入和成本分类别预测.....	12
表 7: 盈利预测与财务指标.....	13
表 8: 同行业估值比较.....	13
表 9: WACC 估值敏感性分析表	14

分析师简介

李怒放, 北京理工大学管理学硕士, TMT行业分析师, 重点关注电子元器件行业, 2006-2010年在工信部电信研究院从事政策研究与行业规划工作, 2010年加盟民生证券有限责任公司。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 在不同时期, 本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告, 但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易, 亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告, 则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可, 任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记, 除非另有说明, 均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com