

显示器件 II

莱宝高科 (002106.SZ) / 28.00 元

产品创新进行时，业绩进入新一轮的调整期

事项

近期我们对公司进行了实地调研。

主要观点

1、产业链波动导致业绩出现一定压力。从中报发布到现在经营情况来看，下半年中小尺寸触屏（Touch Sensor 部分）由于产业链波动导致了下滑。结合公司交流情况来看，我们判断三大因素影响较大：**（1）下游客户订单的变化。**主要下游客户（注：TPK）三季度订单发生较大幅度变化，导致主要小尺寸产能利用率下降。这里确实反映了非苹果阵营需求提升未达预期、公司产品布局不够完善、单一下游客户比重过大等多重因素的影响。**（2）小尺寸 Sensor 降价。**公司反映在上半年 10-15%降价的基础上，下半年同类型产品有了 20%以上的降幅，一定程度上受到台系一线触控厂商扩产基本上在今年 6 月份完成影响。**（3）原材料成本上升。**与去年同比 ITO 靶材、光刻胶等产品均存在不同程度的涨价，虽然公司在提前囤积了大量 ITO 靶材，并不断进行技改，但是整体成本与去年下半年同比还是增加不少。

2、触控产业的最新变化将给公司触控业务带来新机遇。**（1）新一代苹果产品发布给公司带来机遇。**根据目前产业内的信息分析，未来 12 个月内很可能有两款 iPhone 产品、一款 iPad 产品发布，而这一趋势势必引发非苹果阵营的跟进，下半年将是新产品发布的密集期。我们判断苹果与非苹果阵营新一轮的新产品竞争有望给触控产业带来新的增长动力，而公司也将从这一过程中获得机遇，产能利用率有望回升。**（2）OGS 引领行业新潮流。**今年以来 OGS（即 One Glass Solution，单片玻璃解决方案）成为行业的热点，而触控模组与盖板玻璃的融合（即 Touch On Cover Lens）无疑是当前主流触控厂商的最佳选择，我们判断公司将跟进 TPK 主导的“先切小片，再钢化镀刻”的解决方案，进而在 OGS 方面保持同业主流水平，这一新产品将为小尺寸 Sensor 带来产能利用率提升、稳定毛利、强化产业链地位的三重作用。

3、中尺寸触摸屏量产情况良好，老产品产销情况稳定。**（1）**公司表示中尺寸良率不是问题，量产情况顺利，目前主要面向国际一流品牌客户，但是公司没有进入 iPad 产业链。平板市场需求多样而庞大，公司总体上对产销情况保持乐观。**（2）**老产品的盈利并未见大幅下滑的压力，反而属于稳固的小市场，而且公司居于其中的高端。STN 用产品由于汽车电子等利基市场需求稳固而产销保持稳定，CSTN-CF 市场在萎缩，未来会转向 TFT 用 CF 或者其他产品。**（3）**公司该业务基本在盈亏平衡点之上，TFT 空盒市场基本处于萎缩状态，而小尺寸面板需求和新技术带动下市场保持旺盛，不排除公司进行技改以提升该业务的盈利能力。考虑到该 2.5 代 TFT 空盒生产线的折旧情况和技改面板的投入，我们对此持较为乐观态度。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：李怒放
Tel：010-59370857
Email：linufang@hczq.com

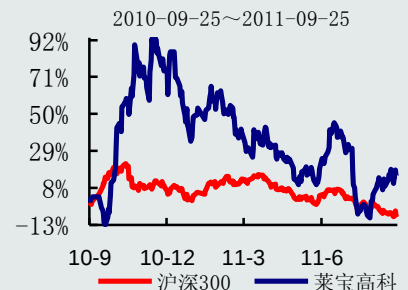
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	60040
流通 A 股/B 股(万股)	56987/0
资产负债率(%)	11.01
每股净资产(元)	3.73
市盈率(倍)	63.13
市净率(倍)	7.51
12 个月内最高/最低价	71.71/21.6

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《业绩符合预期，产业链布局加速》
2011-04-25
- 《触屏产能逐步释放，积极布局下一代显示材料》
2011-03-28
- 《产能释放推动业绩持续增长》
2011-02-26
- 《触摸屏行业的持续领跑者》
2010-11-25

4、投资建议及盈利预测：触控产业前景广阔，公司是国内少有的居于国际领先水平的技术创新型企业，与之前触控产品推出一样，目前公司经营正在经历新的一个调整提升期，从公司长期成长的角度，我们维持公司“强烈推荐”评级，预计 2011-2013 三年 EPS 分别为 0.93、1.23、1.67 元，当前股价对应的 PE 分别为 30、23、17X。

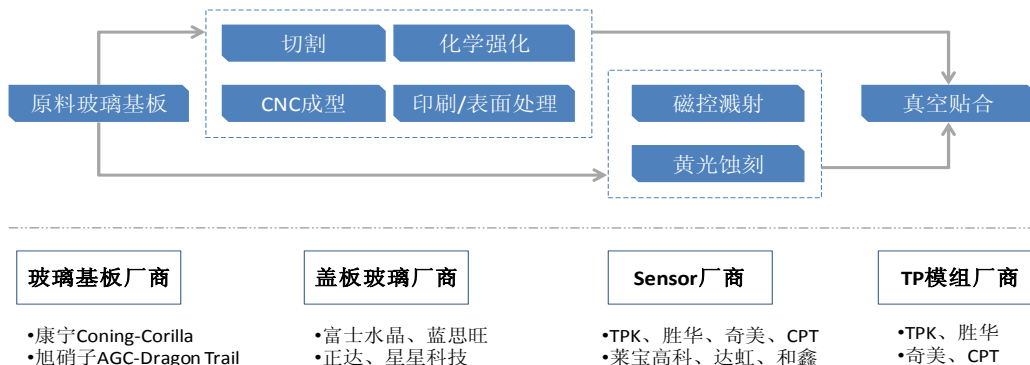
风险提示

产业链竞争风险；新产品、新工艺的市场风险；产品价格下降风险。

一、OGS 给产业链带来了新变化

OGS（即 One Glass Solution，单片玻璃解决方案）的出现，给产业链组织模式带来了新的变化，也给公司提升产业链地位，进而提升产能利用率提升带了契机。在原有产业链格局中，Sensor 是面向模组厂商的单独一环，产业链地位相对独立，形成以公司为代表的一大批专业做 Sensor 的厂商。

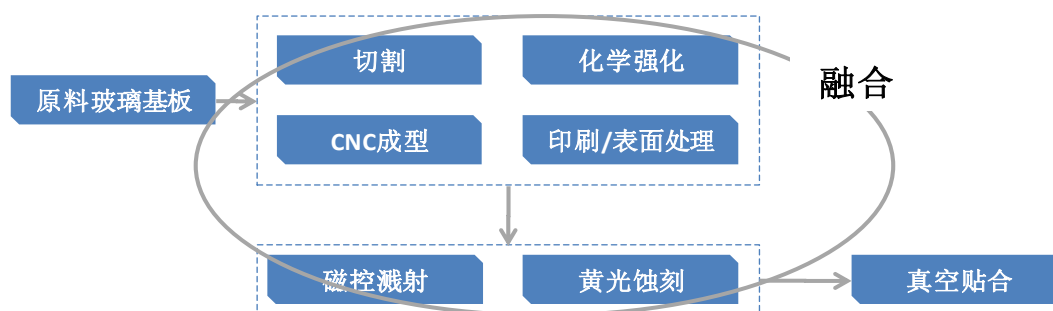
图表 1 当前 TP 产业链组织格局



资料来源：华创证券研究所

随着 OGS 在工艺和良率方面的突破，产业链格局将进一步深化，形成具有紧密结合特征的产业链组织模式。（见下图表 2）在这一趋势下，居于行业主导地位的 TP 模组厂商，注意力将集中于对盖板玻璃（Cover Lens）的融合，Sensor 加工工序外购和外包的可能性反而加大。这是因为一方面由于盖板玻璃强化需求，CNC 成型、表面处理需要具备的不仅仅是先进的设备，还需要大量熟练的技师，才能在良率上获得突破。另一方面 Sensor 的磁控溅射和黄光蚀刻对于 TP 模组厂商而言门槛正在降低，扩产 Sensor 又容易受到下游订单波动影响，不足的产能部分进行外购和外包，是较为理性地抉择。

图表 2 OGS 下产业链的变化



资料来源：华创证券研究所

二、公司有望受益于满足 OGS 需求的新产品

公司有望在产业新趋势下，通过提供满足 OGS 需求的新产品进一步强化自身的地位。从工艺及专利的角度，公司在化学强化方面已经具备了多年的储备，新一代强化玻璃基板（如 Gorilla）有助于强化效果。当前 Touch On Cover Lens 主要由两种方向，其中最具前景的是 TPK 提出的“Piece Method”，而目前的问题在于小片玻璃的强化和镀刻效率的提升，目前产业界正试图通过采购新设备加以解决。我们判断公司可通过技改、新设备采购跟进这一趋势。

图表 3 OGS 的两种演进模式



资料来源: DisplaySearch、华创证券研究所

如果公司在这一新产品上进展顺利,我们判断有以下三点受益:(1)新工艺有助于扭转现在纯 Sensor 产品毛利的下滑。OGS 是触控厂商抵消今年产业产能扩充、价格消化的主要措施,新产品工艺的成熟方面,公司有望与业内第一梯队保持同步,有助于稳定现在较高、但下滑压力较大的毛利水平;(2)对于强化玻璃部分工艺的介入,势必弥补公司产品线过于集中的风险,强化自身产业链地位;(3)今年 Sensor 技术门槛降低,大批厂商进入,对于公司产能利用率的影响不容忽视,新产品有助于提升对下游的吸引力,提升产能利用率。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1398	2276	2772	3572
现金	1026	1712	2046	2662
应收账款	165	297	371	454
其它应收款	2	1	2	3
预付账款	46	46	47	82
存货	98	111	147	202
其他	61	108	158	169
非流动资产	1144	1038	963	884
长期投资	0	3	1	1
固定资产	878	798	718	638
无形资产	141	125	97	72
其他	125	112	146	174
资产总计	2543	3314	3735	4456
流动负债	310	592	449	397
短期借款	0	343	144	18
应付账款	95	134	173	224
其他	215	115	132	154
非流动负债	102	112	148	145
长期借款	85	98	131	129
其他	17	13	17	16
负债合计	412	704	597	542
少数股东权益	53	60	70	82
股本	429	600	600	600
资本公积金	704	532	532	532
留存收益	945	1417	1935	2700
归属母公司股东权益	2077	2549	3067	3833
负债和股东权益	2543	3314	3735	4456

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	594	457	683	901
净利润	455	565	748	1013
折旧摊销	110	94	96	96
财务费用	11	-14	-24	-48
投资损失	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	26	-174	-120	-128
其它	-7	-13	-17	-31
投资活动现金流	-276	24	-0	13
资本支出	277	0	0	0
长期投资	0	-20	13	-2
其他	1	5	13	11
筹资活动现金流	-54	205	-350	-298
短期借款	-34	343	-199	-126
长期借款	-53	14	33	-2
普通股增加	99	172	0	0
资本公积增加	-94	-172	0	0
其他	27	-152	-183	-170
现金净增加额	260	686	333	616

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1146	1433	1863	2478
营业成本	515	659	857	1140
营业税金及附加	4	2	3	5
营业费用	15	21	26	34
管理费用	77	106	134	176
财务费用	11	-14	-24	-48
资产减值损失	0	1	0	0
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	526	668	886	1200
营业外收入	7	5	5	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	533	673	891	1206
所得税	78	108	143	193
净利润	455	565	748	1013
少数股东损益	4	7	10	12
归属母公司净利润	451	558	738	1001
EBITDA	647	747	958	1248
EPS（元）	1.05	0.93	1.23	1.67

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	80.2%	25.0%	30.0%	33.0%
营业利润	139.0%	26.9%	32.7%	35.5%
归属母公司净利润	155.4%	23.7%	32.3%	35.6%
获利能力				
毛利率	55.1%	54.0%	54.0%	54.0%
净利率	39.4%	38.9%	39.6%	40.4%
ROE	21.7%	21.9%	24.1%	26.1%
ROIC	35.9%	40.6%	53.0%	69.7%
偿债能力				
资产负债率	16.2%	21.3%	16.0%	12.2%
净负债比率	57.23%	72.44%	59.87%	45.81%
流动比率	4.50	3.84	6.17	9.01
速动比率	4.19	3.65	5.85	8.50
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.49	0.53	0.60
应收帐款周转率	7	6	6	6
应付帐款周转率	5.92	5.75	5.58	5.74
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.93	1.23	1.67
每股经营现金	0.99	0.76	1.14	1.50
每股净资产	3.46	4.25	5.11	6.38
估值比率				
P/E	26.62	30.13	22.77	16.79
P/B	5.78	6.59	5.48	4.39
EV/EBITDA	25	21	17	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801