

莱宝高科 (002106)

光学光电子/电子

发布时间: 2012-11-14

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 谨慎推荐

TOL 技术助力重回快车道

报告摘要:

新技术替代加速, 终端厂商积极响应: 随着终端产品轻薄化需求加强, 触摸屏行业新技术方案纷纷亮相并不断成熟, 新技术方案替代加速。终端厂商积极响应。国外主流终端厂商纷纷在主力机型中应用新技术, 相对国外厂商技术路径的多样化, 国内主流厂商则相对单一, 主要集中在 TOL 技术上, 并推出数款主力产品。

TOL 技术脱颖而出, 有望成为主流: In-Cell、On-Cell 技术近期局限于部分高端市场, 对中、低端市场无法形成冲击, G1F 技术在中小尺寸的中、低端市场具有较强的竞争力, TOL 技术由于性能综合, 在各类尺寸产品的高、中、低端市场均具有较强的竞争力, 近期有望成为主流技术。

公司转型中, TOL 助力重回快车道: 公司 2012 年处于转型中, 经营业绩处于谷底。公司在 TOL 技术推进上, 走在大陆厂商的前列。公司有望复制历史, 经营业绩重回快车道, 实现大幅增长。

投资建议: 触摸屏及模组、ITO 导电膜玻璃、TFT 液晶盒等是公司营业收入的主要来源。我们预测 2012 年到 2014 年公司 EPS 分别为 0.28, 0.77, 0.91 元, 当前股价对应动态 PE 分别为 56.26, 20.70 和 17.60 倍, 继续维持“谨慎推荐”评级。

风险提示: 行业景气度低迷, 产品价格下滑过快, 下游订单低于预期。

股票数据

2012-11-9

收盘价(元)	15.98
12个月股价区间(元)	14.02 ~ 29.97
总市值(百万元)	9,594
总股本(百万股)	600
A股(百万股)	600
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	-6%	-42%
相对收益	0%	1%	-24%

相关报告

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,146	1,237	1,121	3,486	4,712
(+/-)%	80%	8%	-9%	211%	35%
净利润	455	459	170	463	545
(+/-)%	155%	2%	-63%	172%	18%
每股收益(元)	1.05	0.77	0.28	0.77	0.91
市盈率	15.2	20.9	56.3	20.7	17.6
市净率	3.30	3.99	3.91	3.43	2.98
净资产收益率(%)	21.7%	50.1%	23.9%	24.5%	22.5%
股息收益率(%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
总股本(百万股)	429	600	600	600	600

证券分析师: 周思立

执业证书编号: S0550511010003
(021)20361108 zhouisl@nesc.cn

研究助理: 黄浩

执业证书编号:
(021)20361175 huangh@nesc.cn

目 录

1. TOL 技术 2013 年有望成为主流触控技术	4
1.1. 新技术替代加速，终端厂商积极响应.....	4
1.2. TOL 技术脱颖而出，有望成为主流.....	5
2. 公司转型进行中，TOL 助力重回快车道.....	7
2.1. 公司转型进行中，2012 年业绩处于谷底.....	7
2.2. TOL 技术助力重回快车道，未来成长可期.....	7
3. 结论.....	9
4. 投资建议.....	9

图 表

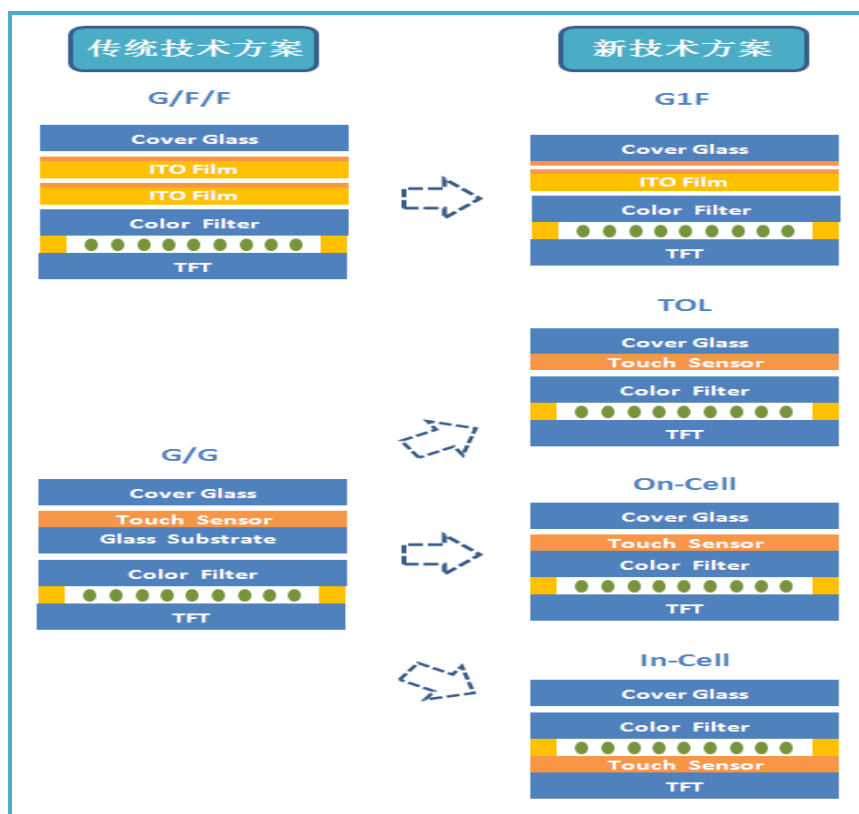
图 1: 各类触控技术结构图	4
图 2: 国外主流厂商采用技术方案.....	5
图 3: 部分国内主流厂商的主力机型	5
图 4: 未来主流触控技术的关键特征	5
图 5: 公司近年营业收入和净利润增长情况.....	7
图 6: 公司毛利率和净利率变化情况	7
图 7: 公司近年营业收入和净利润增长情况.....	8
表 1: 各类技术方案汇总.....	6
表 2: 主要触摸屏厂商 TOL 进展.....	8

1. TOL 技术 2013 年有望成为主流触控技术

1.1. 新技术替代加速，终端厂商积极响应

随着终端产品轻薄化需求加强，触摸屏行业新技术方案纷纷亮相，原先传统的玻璃或薄膜结构触摸屏正逐步被新技术方案替代。行业内的触摸屏厂商和面板厂商提出了 TOL、G1F、On-cell 和 In-cell 等新技术方案，与现有方案相比节省了一片 ITO 玻璃基板或 ITO Film，降低器件的厚度和重量，并能降低成本（当良率提升到适合的水平）。各家厂商中面板厂商亲睐 On-Cell 与 In-Cell 技术，其中日本夏普、日本显示、韩国 LG 主推 In-Cell 技术，韩国三星、台湾华映、和鑫主推 On-Cell 技术。触摸屏厂商亲睐 TOL 与 G1F 技术，台湾 TPK、胜华、大陆莱宝、信利、长信主推 TOL 技术，台湾洋华、大陆欧菲光主推 G1F 技术。在各家厂商的努力下，新技术方案不断成熟，加快了对传统技术方案的替代。

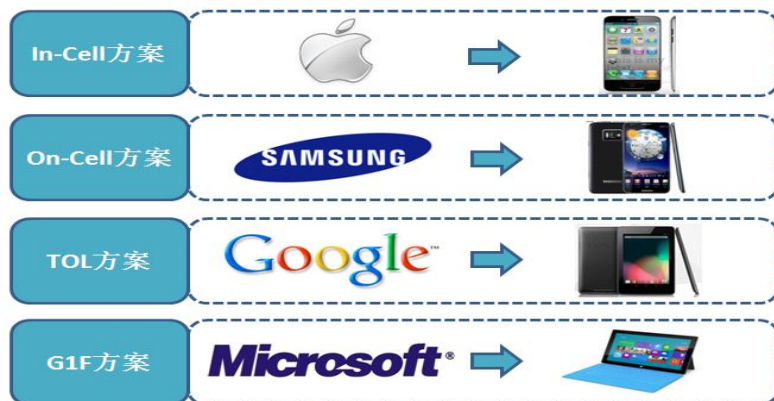
图 1：各类触控技术结构图



资料来源：东北证券整理

面对各类新技术方案，终端厂商积极响应。国外主流终端厂商纷纷在主力机型中应用新技术，苹果携手日本显示、夏普、LG 在最新旗舰产品 iPhone5 上应用 In-Cell 技术，三星携手华映、和鑫共同开发 On-Cell 技术并应用在 Galaxy 系列产品上，谷歌携手胜华、TPK 在旗舰产品 Google Nexus 7 上采用 TOL 技术，微软也将在旗舰产品 Surface 上采用 G1F 技术。相对国外厂商技术路径的多样化，国内主流厂商则相对单一，主要集中在 TOL 技术上，根据各家厂商最近发布新品的信息，小米和金立相对高调，在其官网上明确披露主力机型米 2 和 GN700W 采用 TOL 技术，联想和中兴则相对低调，并未在官网披露其近期主力机型乐 Phone K860 和 Grand U985 采用 TOL 技术，但在相关专业测评网站上能看出些端倪。

图 2: 国外主流厂商采用技术方案



资料来源: 东北证券整理

图 3: 部分国内主流厂商的主力机型

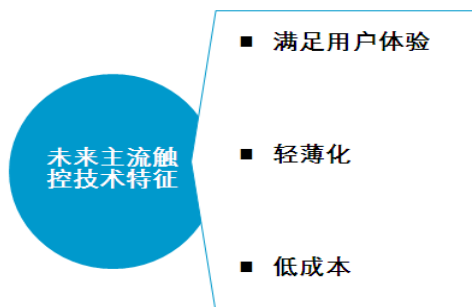


资料来源: 东北证券整理

1.2. TOL 技术脱颖而出, 有望成为主流

随着终端厂商对新技术的积极响应, 各类新技术纷纷登场实现了量产。面对各类新技术我们认为在满足用户体验的基础上能实现轻薄化和低成本要求的技术才有机会主导未来的触摸屏市场。

图 4: 未来主流触控技术的关键特征



资料来源: 东北证券整理

In-Cell 技术目前已经应用在苹果的旗舰产品 iPhone5 上，但是良率问题困扰着各家制造厂商，初期 50%左右的良率一直被行业所诟病，虽然经过量产的磨合良率已经有较大的提升，但仍面临着成本的压力，使得其在中低端市场缺乏竞争力。同时，In-Cell 技术目前仅掌握在 LG、日本显示、夏普三家厂商手中，少数大陆厂商和台湾厂商也宣称掌握了该技术但离批量生产还有很长的路要走，而苹果与三家厂商的密切合作使得其他终端厂商知难而退，也进一步限制了 In-Cell 技术的推广。我们认为短期内 In-Cell 技术很难全面展开，仅仅是小部分知名厂商旗舰产品的“利器”，对中、低端市场无法形成冲击。

On-Cell 技术目前主要以 OLED 上的 On-Cell 技术为主，在三星的 Galaxy 系列产品上广泛使用。与 In-Cell 相比其制造流程相对简单，技术成熟度高，但必须与 OLED 相配合。全球 OLED 量产厂商仅有三星和 LG，其余面板厂商短期内均无法批量生产，使得 On-Cell 技术的应用受到很大限制。同时，OLED 面板的价格要远高于普通 TFT 面板，也使得 On-Cell 技术的应用局限于高端产品，在中低端市场缺乏竞争力。

G1F 技术与前两类技术相比进入门槛较低，目前以台湾和大陆的制造厂商为主导，应用在中多款旗舰产品上。其技术制造流程相对简单，技术成熟度高，成本优势明显，在中小尺寸产品的中、低端市场均具有较强的竞争力。相对前代 G/F/F 技术，G1F 技术在各项性能上有较大的提升，但在部分关键指标如轻薄性、透光性上与其他新型技术相比仍存在差距，使得其在高端领域的应用受到限制。在中大尺寸领域（一般 10 寸以上），G1F 技术灵敏度差的不足则严重限制其发展，目前尚无成熟产品推出。

TOL 技术与 G1F 技术类似，以台湾和大陆的制造厂商为主导，应用在中多款旗舰产品上。与 In-Cell、On-Cell 技术相比制造流程简单，技术成熟度高，成本优势明显，在各类尺寸产品的高、中、低端市场均具有较强的竞争力。与 G1F 技术相比 TOL 技术性能领先、成本相近、应用全面。TOL 技术在部分关键指标如轻薄性、透光性上要优于 G1F 技术；由于近期良率提升较快，成本上与 G1F 技术相近；其应用领域广泛，相对 G1F 技术主要应用在中小尺寸领域，TOL 技术应用于各类尺寸产品。

综上，我们不难看出，In-Cell、On-Cell 技术近期局限于部分高端市场，对中、低端市场无法形成冲击，G1F 技术在中小尺寸的中、低端市场具有较强的竞争力，TOL 技术由于性能综合，在各类尺寸产品的高、中、低端市场均具有较强的竞争力，近期有望成为主流技术。

表 1: 各类技术方案汇总

指标	技术方案					
	TOL	On-Cell	In-Cell	G1F	G/G	G/F/F
强度	良好	良好	良好	良好	优秀	优秀
反应速度	良好	优秀	优秀	良好	良好	良好
厚度	优秀	优秀	优秀	良好	一般	良好
透光性	优秀	优秀	一般	良好	优秀	一般
良率	良好	良好	一般	优秀	优秀	优秀
成本	优秀	一般	一般	优秀	良好	良好
重量	优秀	优秀	优秀	良好	一般	良好

资料来源：东北证券整理

2. 公司转型进行中，TOL 助力重回快车道

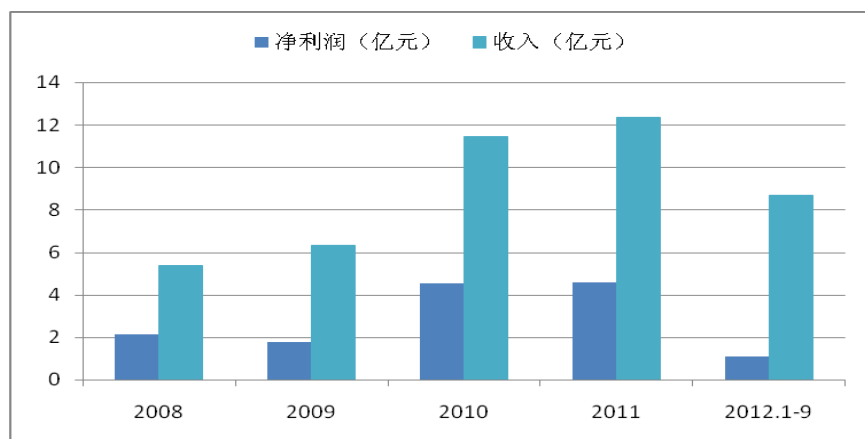
2.1. 公司转型进行中，2012 年业绩处于谷底

公司 2012 年 1-9 月营业收入为 8.7 亿元，与去年同期相比下滑 5.51%。公司业绩下滑主要原因如下：

- 苹果最新产品 iPhone5 采用 In-Cell 技术路径，公司 TP-Sensor 出货量下滑。
- 子公司莱宝光电的模组项目从 4 月开始设备调试及试生产，项目开办费等支出相应增加，同时受客户及产品认证周期、技术爬坡周期等因素影响，尚未达到设计产能，对公司经营业绩有一定影响。
- 公司提出定增计划建设一体化电容式触摸屏项目和新型显示面板研发试验中心项目，给公司经营带来负担。

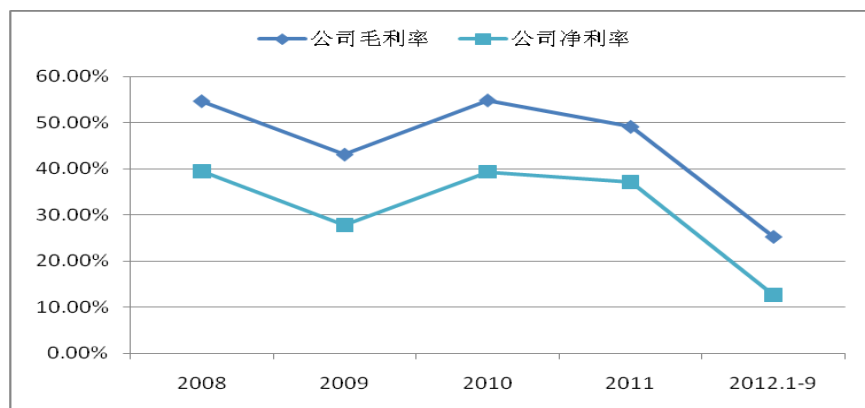
公司 2012 年 1-9 月毛利率为 25.34%，与去年同期相比下滑 23.73 个百分点，净利率为 12.59%，与去年同期相比下滑 24.52 个百分点。公司毛利与净利下滑主要原因为本期新增电容式触摸屏模组产品及触摸屏产品销量及售价较上年同期大幅下降综合影响所致。

图 5：公司近年营业收入和净利润增长情况



数据来源：公司公告，东北证券整理

图 6：公司毛利率和净利率变化情况



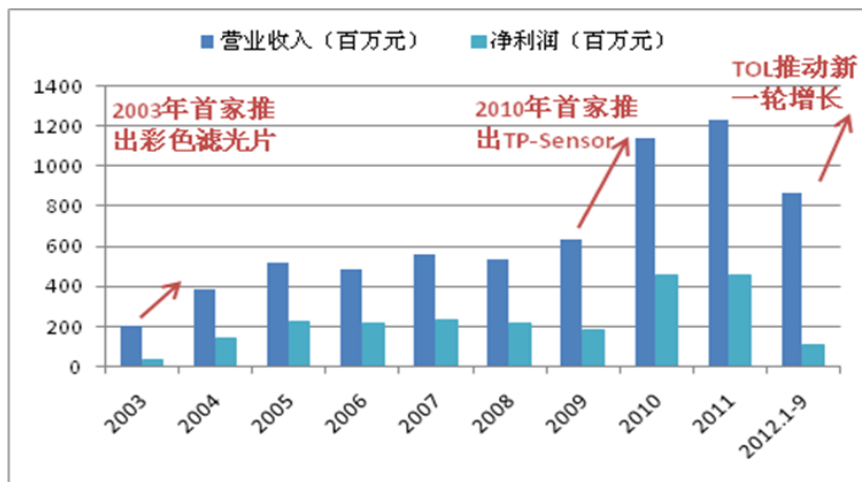
数据来源：公司公告，东北证券整理

2.2. TOL 技术助力重回快车道，未来成长可期

公司一直坚持“研发一代、储备一代、规划一代”的研发方针，通过率先掌握核

心技术推动公司业绩大幅增长。2003 年公司国内首家投产彩色滤光片，推动了 04、05 年经营业绩的大幅增长。公司国内首家掌握电容屏技术并于 2010 年及时扩充产能，则把当年的经营业绩推向了巅峰。如今公司在 TOL 技术研发上又走在国内厂商的前列，有望复制历史，公司经营业绩重回快车道，实现大幅增长。

图 7：公司近年营业收入和净利润增长情况



数据来源：公司公告，东北证券整理

TOL 技术推进进度上，台湾厂商的进度要快于大陆厂商。胜华 TOL 量产速度最快，于 2011 年已导入多家国际品牌智能机厂商，TPK 也于 7 月开始批量生产。大陆各家厂商中，莱宝和信利两家公司 TOL 项目推进进度要领先于其他厂商。信利目前大片制程 TOL 产品已开始小批量生产，月产能为 50 万片，年底将扩充到 150 万片/月，明年 TOL 产品产能还将扩充到 600 万片/月。公司已开发出数款 TOL 电容式触摸屏的样品，产品规格涵盖小尺寸至中尺寸，并已向数家国内外知名整机品牌客户送样、认证，且获得数家客户的认可，并于 9 月开始小批量生产。同时，公司还积极推进重庆项目建设，将新增中尺寸 TOL 产品产能 1100 万/年和小尺寸 TOL 产品产能 3300 万片/年。其余国内厂商多处于研发阶段，预计量产时间需延后。

表 2：主要触摸屏厂商 TOL 进展

厂商	进展
胜华	2011 年开始小批量生产，目前小尺寸 TOL 产能约为 500 万片/月，中尺寸 TOL 产能约为 300 万片/月
TPK	2012 年 7 月开始量产
达鸿	2011 年开始小批量生产
莱宝	TOL 产品已通过数家客户确认，9 月开始小批量生产，投资重庆项目将增加中尺寸 TOL 产品产能 1100 万/年和小尺寸 TOL 产品产能 3300 万片/年。
信利	2012 年 10 月小尺寸 TOL 产品产能约为 100 万片/月，预计明年下半年 TOL 产品每月总产能将达到 600 万片
长信科技	与英特尔合作开发 18.5 寸 OGS 产品

资料来源：公司公告，东北证券整理

3. 结论

1.新技术替代加速，终端厂商积极响应：随着终端产品轻薄化需求加强，触摸屏行业新技术方案纷纷亮相并不断成熟，新技术方案替代加速。终端厂商积极响应。国外主流终端厂商纷纷在主力机型中应用新技术，相对国外厂商技术路径的多样化，国内主流厂商则相对单一，主要集中在 TOL 技术上，并推出数款主力产品。

2.TOL 技术脱颖而出，有望成为主流：In-Cell、On-Cell 技术近期局限于部分高端市场，对中、低端市场无法形成冲击，G1F 技术在中小尺寸的中、低端市场具有较强的竞争力，TOL 技术由于性能综合，在各类尺寸产品的高、中、低端市场均具有较强的竞争力，近期有望成为主流技术。

3.公司转型中，TOL 助力重回快车道：公司 2012 年处于转型中，经营业绩处于谷底。公司在 TOL 技术推进上，走在大陆厂商的前列。公司有望复制历史，经营业绩重回快车道，实现大幅增长。

4. 投资建议

我们认为公司处于平板显示材料行业，与下游行业关联度高，下游行业需求的增加为平板显示材料行业的高速发展提供保障，公司产品类别丰富，包括触摸屏、ITO 导电玻璃、彩色滤光片、TFT液晶盒及触摸屏模组等。随着新技术成熟，推动 TOL产品出货量提升，公司未来经营状况将出现改善，但目前市场竞争激烈，公司在市场开拓方面仍面临较大的压力，产品价格下滑过快，短期内业绩改善幅度有待观察，我们对公司保持谨慎态度。

综上，触摸屏、ITO 导电膜玻璃、彩色滤光片、TFT液晶盒及触摸屏模组仍是公司营业收入的主要来源。我们预测公司2012年到2014年公司EPS 分别为0.28，0.77，0.91元，当前股价对应动态PE分别为56.26，20.70和17.60倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：行业景气度低迷，产品价格下滑过快，下游订单低于预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,187	1,434	967	1,431	净利润	459	170	463	545
交易性金融资产	0	1,434	967	1,431	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	139	136	719	437	折旧及摊销	135	131	191	252
存货	141	118	707	485	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	17	0	0	0	财务费用	-14	-26	-16	-15
流动资产合计	1,557	1,769	2,645	2,692	投资损失	-25	0	0	0
可供出售金融资产	5	5	5	5	运营资本变动	21	85	-565	284
长期投资净额	5	5	5	5	其他	4	17	13	0
固定资产	1,072	1,266	2,016	2,316	经营活动净现金流量	590	380	89	1,081
无形资产	128	115	102	90	投资活动净现金流量	-212	-140	-695	-246
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-219	8	139	-371
非流动资产合计	1,232	1,248	1,762	1,764	企业自由现金流	357	200	-628	814
资产总计	2,790	3,017	4,407	4,457					
短期借款	0	0	257	0	财务与估值指标				
应付款项	137	173	772	540		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	93	100	110	122	每股收益 (元)	0.77	0.28	0.77	0.91
流动负债合计	302	478	1,522	1,145	每股净资产 (元)	4.01	4.09	4.66	5.37
长期借款	9	10	12	15	每股经营性现金流量 (元)	0.98	0.63	0.15	1.80
其他长期负债	12	12	12	12	成长性指标				
长期负债合计	26	25	25	25	营业收入增长率	7.9%	-9.4%	211.0%	35.2%
负债合计	324	500	1,547	1,172	净利润增长率	1.9%	-62.9%	171.8%	17.6%
归属于母公司股东权益合计	2,405	2,456	2,800	3,224	盈利能力指标				
少数股东权益	61	61	60	60	毛利率	50.1%	23.9%	24.5%	22.5%
负债和股东权益总计	2,790	3,017	4,407	4,457	净利率	37.2%	15.2%	13.3%	11.6%
					运营效率指标				
利润表 (百万元)					应收账款周转率 (次)	45	45	45	45
	2011A	2012E	2013E	2014E	存货周转率 (次)	71	55	57	60
营业收入	1,237	1,121	3,486	4,712	偿债能力指标				
营业成本	618	852	2,633	3,653	资产负债率	11.6%	16.6%	35.1%	26.3%
营业税金及附加	12	7	23	31	流动比率	5.15	3.70	1.74	2.35
资产减值损失	3.07	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.69	3.45	1.27	1.93
销售费用	16	15	46	62	费用率指标				
管理费用	99	82	268	354	销售费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
财务费用	-14	-26	-16	-15	管理费用率	8.0%	7.4%	7.7%	7.5%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	财务费用率	-1.1%	-2.4%	-0.4%	-0.3%
投资净收益	25	0	0	0	分红指标				
营业利润	527	191	532	628	分红比例				
营业外收支净额	10.45	8.88	9.66	9.27	股息收益率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
利润总额	537	199	542	637	估值指标				
所得税	78	29	79	93	P/E (倍)	20.88	56.26	20.70	17.60
净利润	459	170	463	545	P/B (倍)	3.99	3.91	3.43	2.98
归属于母公司净利润	459	171	463	545	P/S (倍)	7.76	8.56	2.75	2.04
少数股东损益	0	0	0	0	净资产收益率	19.1%	6.9%	16.6%	16.9%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760