

2010 年 03 月 24 日

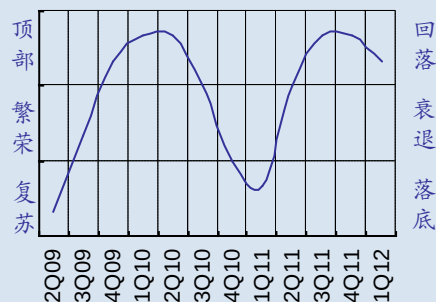
长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	48.84
市场优化平均市盈率	29.70
国金元器件指数	3594.98
沪深 300 指数	3275.57
上证指数	3053.13
深证成指	12304.98
中小板指数	5967.88



行业景气周期预期 2Q09-1Q12



程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

元器件行业 2010 年 2 季度报告

——景气持续向上，科技股投资春天已来临

减持

持有

增持

投资要点

- 我们再次重申半导体行业景气将持续至 2011 年，行业长期繁荣成为投超配电子板块最核心的因素；
 - ◆ “总体上判断 2010 年虽然会有许多的困难和不明朗因素，也可能出现季节性的起伏，但市场需求总体趋好，因为 2008 年四季度订单急速消失和 2009 年上半年出口市场极度萎缩的情况，在 2010 年可能不会出现”。——生益科技 09 年年报。
 - ◆ 从短期来看，我们有理由相信 2010 年 Q2 市场需求将不逊色 2010 年 Q1，而进入旺季后，2010 年 Q3、Q4 市场需求将显著好于上半年。
 - ◆ 而全球经济进一步复苏显然带动半导体市场景气持续升温。更何况，半导体产业历来是经济复苏的急先锋！
- 更重要的，在技术创新繁荣推动下，中国半导体企业将由“周期性转向成长性”，这种成长性体现在以下三个方面：
 - ◆ 1、新产品市场需求有望出现超预期复苏。2010 年将是全球半导体行业进入新一轮景气繁荣的起点。新产品不断推出成为半导体行业景气繁荣的重要因素
 - ◆ 2、技术附加值在不断提升。相比几年前，很多技术的盈利能力不断提升，如触摸屏技术、LED 技术、大功率电容技术、IGBT 技术等，毛利率均达 35%以上，净利润率可达 25%以上；
 - ◆ 3、本土市场的壮大与本土企业的技术差距缩小。如智能电网、高铁建设、新能源汽车与家电节能等本土市场，同时在 LED 技术、IGBT 技术、触摸屏技术等，已有企业站在全球同步的技术地位；
- 我们要重新审视半导体的估值水平，因为，未来企业业绩不断超预期将导致实际估值水平依然较低的现象出现。更重要的是，半导体企业成长性将由 2010 年开始逐季体现，目前估值水平依然未反映这种情况。
 - ◆ 法拉、生益、莱宝、华微、长电与横店东磁等等，这些企业一季度均出现不逊色 09Q4 的经营情况。这已经预示着 2010 年这些企业业绩存在上调的空间。
- 我们建议投资拥有创新技术有望实现进口替代的企业，目前重点推荐法拉电子、华微电子、生益科技与莱宝高科。

图表 1：行业内重点公司投资评级（人民币）

股票名称	收盘价 (元)	已上市流通A股 (百万股)	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	10PE	11PE	PB	投资 评级	上期 评级
华微电子	8.65	410.29	0.250	60.40%	0.401	34.60	21.57	3.07	买入	买入
法拉电子	17.62	225.00	0.700	27.43%	0.892	25.17	19.75	2.53	买入	买入
生益科技	10.92	956.66	0.450	38.44%	0.623	24.27	17.53	4.69	买入	买入
莱宝高科	23.92	229.75	0.816	35.17%	1.103	32.66	21.76	6.43	买入	买入

来源：国金证券研究所

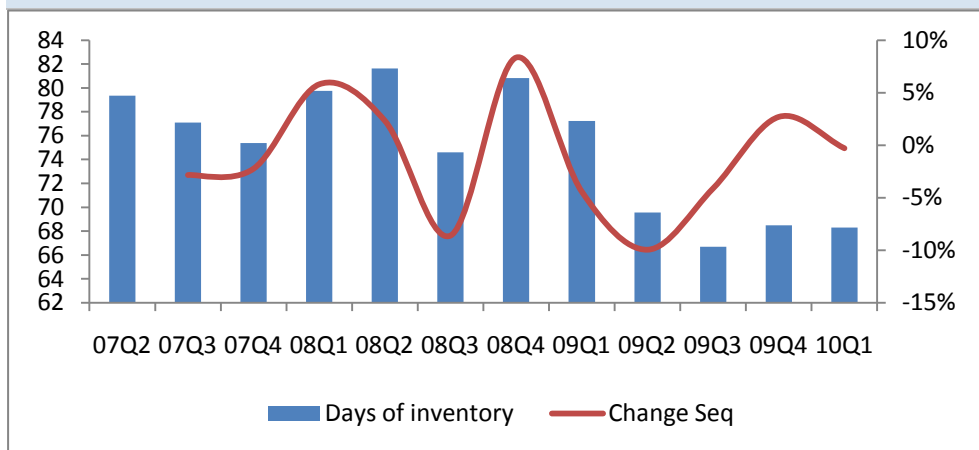
景气持续向上，中国科技股投资春天已来临

全球半导体行业景气向上将持续至 2011 年以后

全球半导体行业景气向上将持续至 2011 年以后

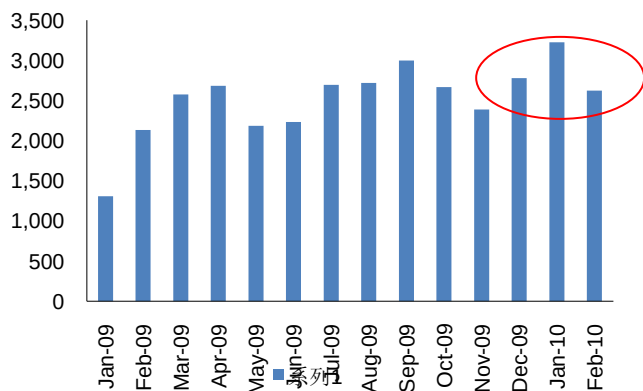
- **2010 年 Q1 低库存水平与超预期的订单需求预示着 2010 年半导体景气将好于 2009 年！**
 - ◆ 我们已经看到中国大陆半导体企业一季度订单的火爆与超预期的业绩。这种现象普遍存在各个子行业中。
 - ◆ 台湾各个子行业也是如是。进入 2010 年，各公司订单情况与企业月度收入情况并不比 2009 年 Q4 逊色！
 - ◆ 但，根据 iSuppli 的预测，2010 年 Q1 库存水平环比并没有出现大幅增长，依然维持在较低水平！
- 在此我们要重点表达一个观点：库存处理方式是半导体订单需求的放大器，在库存高企，终端需求疲软情况下，企业优先抛售库存，从而导致企业订单大幅下滑；在库存低位，终端需求复苏情况下，补库存将推动企业订单超预期增长。因此，库存与终端需求成为影响订单的重要因素。
- 那么 2010 年 Q1 之后，企业订单会减少么？答案显然是不会！首先，全球半导体供应链超额库存依然维持低位，业者并没有抛库存的压力。其次，全球经济在逐季复苏，终端需求不可能出现大幅波动，业者心态与订单也势必稳定。
- 因此，我们认为 2010 年 Q2 半导体景气并不会逊色于 2010 年 Q1，而 2010 年 Q3/Q4，随着旺季来临，半导体景气好于上半年，完全是定数！

图表 1：全球半导体超额库存情况



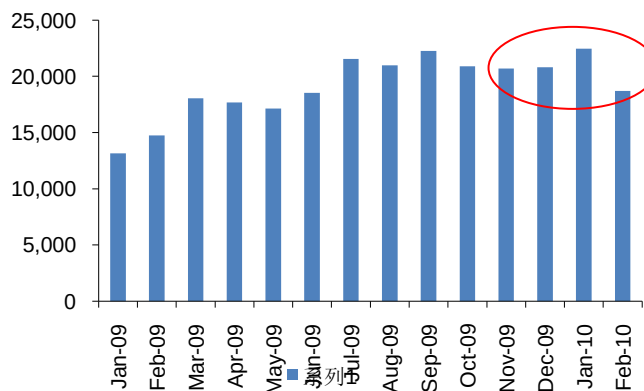
来源：国金证券研究所整理，iSuppli

图表 2：台湾 CCL 企业 10Q1 经营不逊色 09Q4

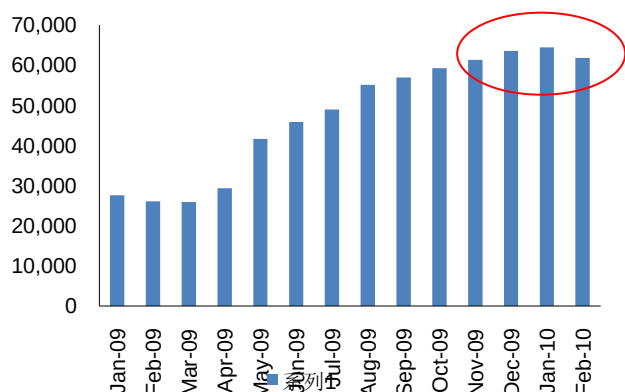


来源：国金证券研究所整理

图表 3：台湾 PCB 企业 10Q1 经营不逊色 09Q4

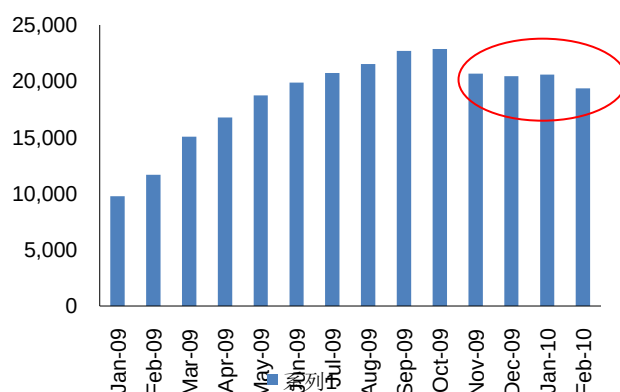


图表 4：台湾 IC 制造行业月度收入情况

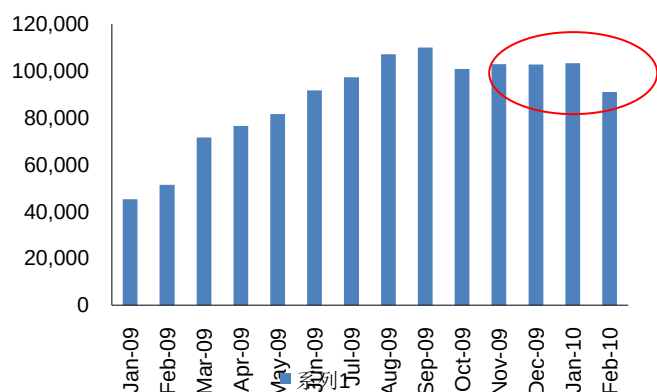


来源：国金证券研究所整理

图表 5：台湾 IC 封装行业月度收入情况

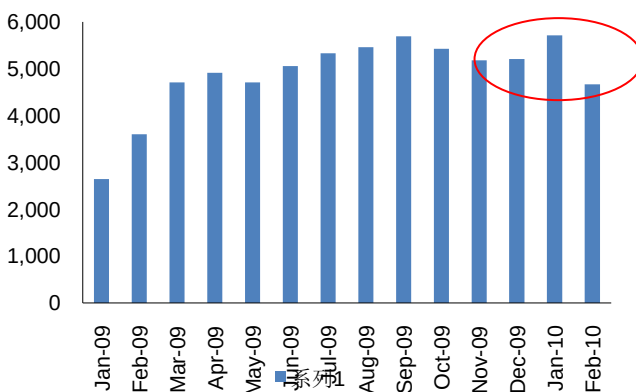


图表 6：台湾大尺寸面板行业月度收入情况



来源：国金证券研究所整理

图表 7：台湾被动元器件行业月度收入情况



- 经济持续复苏成为 2011 年推动半导体景气持续向上的核心因素。事实上，自 2009 年 3 月份行业景气反弹开始至今，我们可以清楚看到每个阶段都有新增推动因素，这也充分证明 2011 年景气向上态势不变。
- ◆ 2010 年上半年并没有出现类似 2009 年同期的订单骤减，同时，由于经济的反复导致自 2009 年 3 月景气反弹是稳中上升，因此，2010 年景气好于 2009 年是显而易见的。
- ◆ 但，我们看到外需并没有出现加速复苏态势，目前外需订单对中国半导体企业订单增长并没有出现太大的作用，事实上，2010 年 Q1 订单火爆，国内市场成为重要的因素。因此，如果 2011 年经济复苏，外需订单复苏势必推动 2011 年行业景气好于 2010 年。

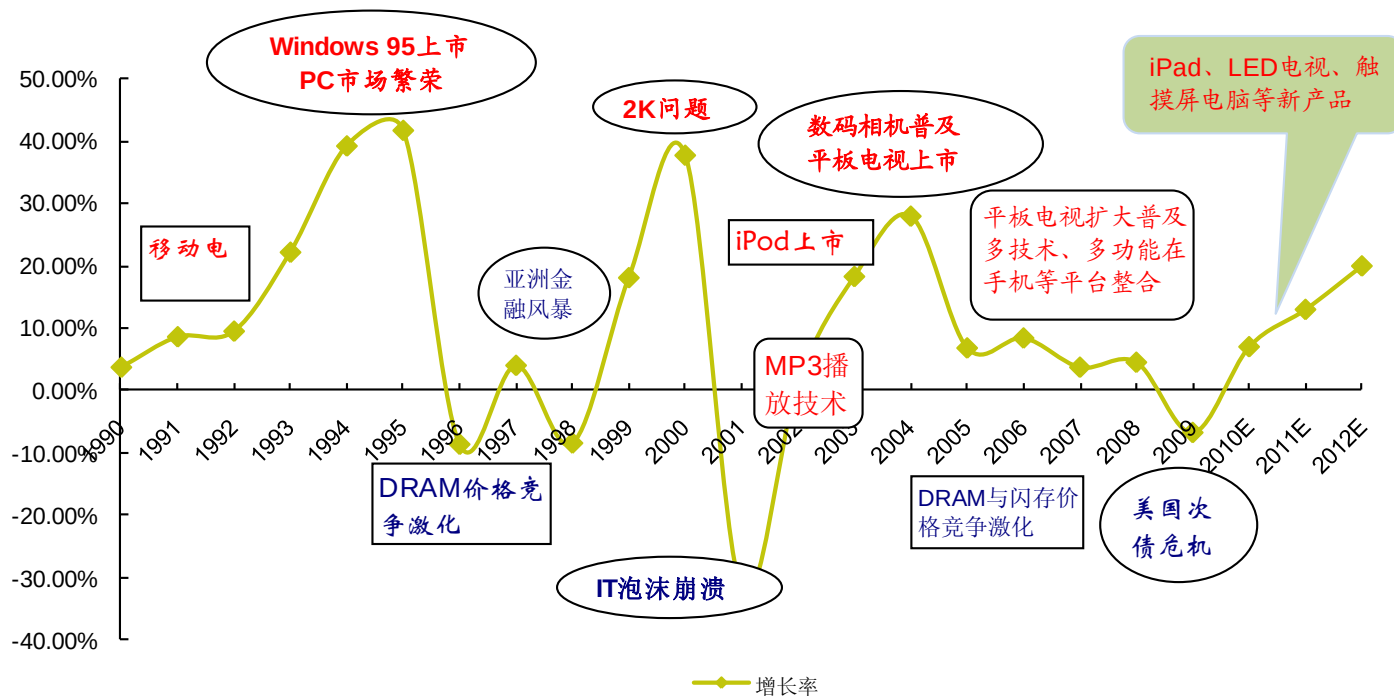
科技创新推动半导体企业由“周期性转向成长性”

半导体企业将由“周期性”转向“成长性”

- 我们认为全球半导体企业自 2010 年将会出现“成长性”的发展特征，这由以下因素推动：
 - ◆ 1、新产品市场需求有望出现超预期复苏。2010 年将是全球半导体行业进入新一轮景气繁荣的起点。新产品不断推出成为半导体行业景气繁荣的重要因素
 - ◆ 2、技术附加值在不断提升。相比几年前，很多技术的盈利能力不断提升，如触摸屏技术、LED 技术、大功率电容技术、IGBT 技术等，毛利率均达 35%以上，净利润率可达 25%以上；

- ◆ 3、本土市场的壮大与本土企业的技术差距缩小。如智能电网、高铁建设、新能源汽车与家电节能等本土市场，同时在 LED 技术、IGBT 技术、触摸屏技术等，已有企业站在全球同步的技术地位；
- 推动因素一：新产品密集推出。我们再次强调“2010 年将是全球半导体行业进入新一轮景气繁荣的起点。新产品不断推出成为半导体行业景气繁荣的重要因素”。
 - ◆ 自 1990 年起，每一轮半导体市场繁荣都有着“创新产品”的踪影，如 90 年的移动电话技术，97 年的 PC 技术以及 2003 年消费电子繁荣。
 - ◆ 而自 2010 年后，将会更多全新的产品推出，新产品火爆销售必定推动相关制造企业订单超预期增长。

图表 8：2010 年是全球半导体行业进入全新繁荣的起点



来源：国金证券研究所整理

图表 9：全触摸语音控制的腕表手机



来源：国金证券研究所整理

图表 10：全显示的新型电子手表



图表 11：电子报纸



来源：国金证券研究所

图表 12：全触摸屏笔记本

Useful in every position.



- 推动因素二：技术附加值在不断提升与本土企业技术差距不断缩小。技术附加值在不断提升是自 2009 年来中国半导体产业最大亮点。我们可以看到，本土企业在投资的这些技术，其盈利能力显著提升（图表 6）。

图表 13：技术的附加值在不断提升

技术	用途	毛利率	净利润率	中国公司现状
IGBT	家电节能、智能电网与高铁建设等	40%~60%	30%~45%	大功率 IGBT（6500V/120A）株洲时代电气公司已经实现量产
LED	新一代光源	40%以上	25%以上	三安光电规模已经具备与台湾企业竞争能力
电容式触摸屏技术	人机互动性更强的显示技术	50%以上	30%以上	莱宝、南玻已经实现技术突破，并初步量产
大功率电容	新能源汽车、新能源领域等	45%以上	35%以上	法拉电子已经实现技术突破，并与比亚迪进行战略合作
BGA等封装技术	集成电路（12寸晶圆）封装技术	35%以上	20%以上	长电科技、太极实业等已经实现 BGA封装技术量产

来源：国金证券研究所

- 事实上，我们也可以把这种情况归结于在技术水平上，中国企业与国际差距在逐步缩小（图表 13）。

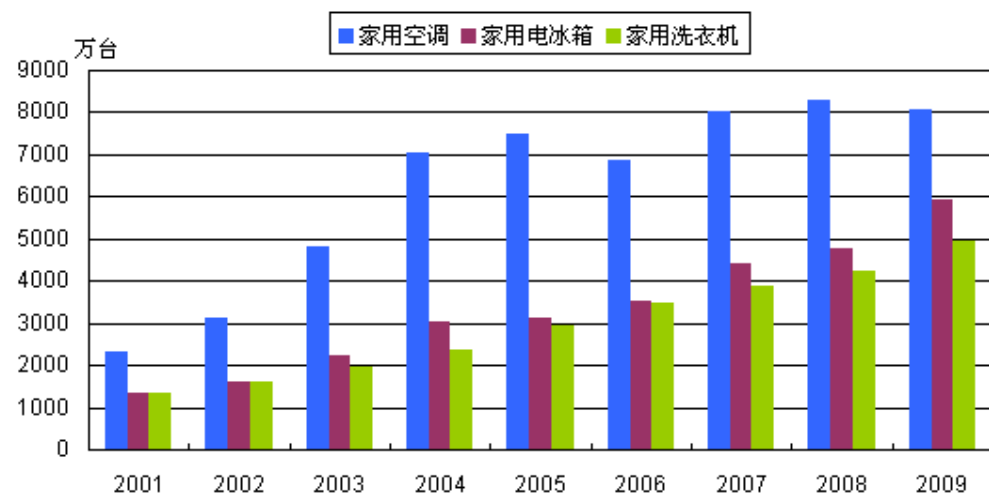
图表 14：中国部分企业在中高端技术与国际差距显著缩小

创新技术	中国代表企业	与国外差距	产业描述
IGBT技术	中国南车时代电气	有望今年实现3300V以上IGBT国产化；东芝已经完成9000V产品的开发	产业技术突破有望从高铁建设与智能电网相关领域突破，然后传导至家电节能领域
LED技术	三安光电	三安光电规模有望达到台湾晶电（台湾规模最大，全球领先）水平	在景观照明拥有本土市场优势，并在LED灯管制造（照明）已经出现量产公司。大企业逐步开始切入背光源市场
电容式触摸屏技术	莱宝高科、南玻伟光/控股	目前规模依然较小，无法实现大尺寸触摸屏量产	技术水平并不逊色与国际同行。并已纳入iPhone供应链
大功率电容	法拉电子	通过不同技术路径两者差距已经较小。	全球为数不多实现大功率薄膜电容制造技术，产品开始在混合动力车与风能领域使用
BGA封装技术	长电科技、太极实业	国际上依然是主流封装技术，中国只有部分企业实现突破	部分企业技术通过消化吸收实现技术的掌握。
语音识别技术	科大讯飞	在融资方面，相比国外企业较差	成为全球五大拥有语音识别技术的企业
高速动车制造技术	中国南车、中国北车	已经达到国际领先	能够生产具有自主知识产权的350km/h的动车组
智能电网技术	国电南瑞等	已经达到国际领先	已建成全球第一条特高压直流输电线

来源：国金证券研究所

- 推动因素三：本土市场的扶持。我国拥有全球最大的家电制造能力以及手机、笔记本等电子产品的制造能力。

图表 15：中国家用空调、电冰箱、洗衣机产量



来源：国家统计局，国金证券研究所

中国科技股投资春天已来临

投资拥有创新技术有望实现进口替代的企业

- 因此，我们要重新审视半导体的估值水平，因为，未来企业业绩不断超预期将导致实际估值水平依然较低的现象出现。更重要的是，半导体企业成长性将由 2010 年开始逐季体现，目前估值水平依然未反映这种情况。

- ◆ 法拉、生益、莱宝、华微、长电与横店东磁等等，这些企业一季度均出现不逊色 09Q4 的经营情况。这已经预示着 2010 年这些企业业绩存在上调的空间。
- 这种逻辑也就决定了我们投资标的选择上必须关注拥有技术创新有望实现进口替代的企业。因此，我们首先推荐法拉电子、华微电子、生益科技与莱宝高科。

图表 16：中国半导体公司的技术创新点分布

公司	技术创新点	核心卖点	10EPS	11EPS	12EPS
法拉电子	大功率电容	业绩好，大功率电容市场高速增长	0.700	0.906	1.163
华微电子	IGBT	基本面反转，IGBT 技术突破	0.260	0.420	0.570
莱宝高科	触摸屏	触摸屏市场繁荣。电子书等技术突破	0.816	1.032	1.251
横店东磁	新一代磁瓦	新能源带动磁性材料市场繁荣	0.530	0.700	0.860
顺络电子	LTCC	超小型化电阻电感的进口替代	0.500	0.620	0.860
得润电子	高端连接器	泰科代工订单			
生益科技	软板	消费电子创新繁荣	0.456	0.625	0.821
超声电子		3G 受益、光纤受益			
歌尔声学		手机市场繁荣			
彩虹股份	玻璃基板	液晶面板材料国产			
永太科技	单晶材料	液晶面板材料国产			
诚志股份	混晶材料	液晶面板材料国产			
三安光电	LED	LED 技术创新			

来源：国金证券研究所

法拉电子 (600563.SH)

——新能源推动公司股价上行

市场数据 (人民币)

市价(元)	18.74
已上市流通A股(百万股)	225.00
总市值(百万元)	4,216.50
年内股价最高最低(元)	18.74/9.55
沪深 300 指数	3302.63
上证指数	3074.58
2008 年股息率	0.00%



相关报告

- 1 《节能灯与新能源市场繁荣推动法拉电子景气加速》，2010.2.8
- 2 《新能源战略逐步实现推动公司股价上涨》，2009.12.23

程兵

(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况 (人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.595	0.436	0.535	0.700	0.906	1.163
净利润增长率	24.84%	-26.67%	22.55%	30.85%	29.49%	28.35%
先前预期每股收益(元)				0.700	0.906	1.163
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.686	0.841	N/A
市盈率(倍)	37.04	13.52	30.78	25.26	19.50	15.20
行业优化市盈率(倍)	56.85	20.09	44.38	44.38	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.49	N/A	1.36	0.82	0.66	0.54
已上市流通A股(百万股)	124.13	146.63	225.00	225.00	225.00	225.00
总股本(百万股)	225.00	225.00	225.00	225.00	225.00	225.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们重申法拉电子“买入”评级，并**维持目标价至 23.56**，相当于 10 年 PE33.65X，11 年 PE26X，我们认为公司未来业绩与目标价位依然有上调空间。
- 我们建议从下面三个角度来理解法拉电子的投资价值与未来加速成长的核心因素。
- 推动因素一：节能灯市场复苏推动法拉电子原有业务加速复苏。
 - ◆ 这轮节能灯市场需求繁荣来自于欧盟强令淘汰白炽灯，这一禁令将持续 3 年！而美国政府有望在 2012 年执行照明能耗新标准。这种市场需求拉动作用是强制并且持续的！
 - ◆ 而欧洲的 7 家厂商（包括飞利浦、欧司朗与通用照明）现在控制了欧洲节能灯市场的 95%，竞争格局稳定有利于未来节能灯市场供求关系稳定。同时飞利浦、欧司朗与通用照明都是法拉电子的核心客户，这也确保了法拉电子在节能灯市场复苏的受益程度！
- 推动因素二：竞争对手退出传统市场进一步加速法拉电子主业的复苏。
 - ◆ Vishay 将逐步推出被动元器件市场，转而专注做半导体器件。
 - ◆ KEMET 由于过度并购带来的财务压力，已经濒临破产。
 - ◆ 松下电工也逐步退出传统市场，将公司战略转移至新能源领域。
- 推动因素三：新能源战略将带领法拉电子进入薄膜电容全新的市场领域，推动其重归快速增长之路。

- ◆ 在新能源汽车，公司已经与比亚迪建立了良好的合作关系，并已经带来小量的收入。但我们注意到，尽管 2009 年比亚迪仅为法拉电子不到 100 万收入，但这已经是比亚迪混合动力车所需要大功率薄膜电容器的全部，这也显示了法拉电子的技术实力！
- ◆ 更重要的是，大功率电容的用途还不仅仅在混合动力车，在太阳能，风能发电以及机车牵引等很多领域都有广泛应用。这将是法拉电子未来的重点发展领域。
- 我们维持对法拉电子的盈利预测，预测 2010~2012 年公司实现净利润 157.42、203.85 和 261.64 百万元，同比分别增长 30.85%、29.49%和 28.35%，EPS 分别为 0.700、0.906 和 1.163 元。维持“买入”评级；

图表 17：法拉电子三张表

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	578	656	762	937	1,204	1,552
增长率		13.6%	16.1%	23.0%	28.5%	28.9%
主营业务成本	-365	-455	-507	-622	-785	-1,001
% 销售收入	63.1%	69.3%	66.6%	66.4%	65.2%	64.5%
毛利	213	202	254	315	419	551
% 销售收入	36.9%	30.7%	33.4%	33.6%	34.8%	35.5%
营业税金及附加	-5	-5	-5	-6	-8	-11
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-10	-12	-14	-17	-23	-30
% 销售收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
管理费用	-53	-65	-83	-90	-118	-151
% 销售收入	9.2%	10.0%	10.8%	9.6%	9.8%	9.7%
息税前利润（EBIT）	145	120	153	201	270	360
% 销售收入	25.0%	18.2%	20.0%	21.5%	22.4%	23.2%
财务费用	0	-5	2	-2	-2	-1
% 销售收入	0.1%	0.7%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-4	-2	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	1	0	5	7	9
% 税前利润	4.1%	1.1%	n.a	2.4%	2.5%	2.4%
营业利润	147	115	152	204	275	368
营业利润率	25.4%	17.5%	20.0%	21.8%	22.8%	23.7%
营业外收支	2	5	5	8	10	12
税前利润	149	120	157	212	285	380
利润率	25.8%	18.2%	20.6%	22.7%	23.7%	24.5%
所得税	-15	-16	-21	-37	-58	-93
所得税率	10.3%	13.5%	13.5%	17.4%	20.4%	24.4%
净利润	134	104	136	175	227	288
少数股东损益	0	5	16	18	23	26
归属于母公司的净	134	98	120	157	204	262
净利率	23.2%	15.0%	15.8%	16.8%	16.9%	16.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	134	104	136	175	227	288
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	53	60	72	82	92	100
非经营收益	0	3	2	-5	-10	-14
营运资金变动	-93	36	-41	-204	-137	-180
经营活动现金净流	94	203	170	49	172	194
资本开支	-150	-143	-45	-22	-19	-18
投资	0	-20	-6	-1	0	0
其他	16	0	2	5	7	9
投资活动现金净流	-134	-163	-49	-18	-12	-9
股权募资	0	0	0	0	-105	0
债权募资	0	-2	2	-12	37	-36
其他	-68	3	-58	-7	-63	-63
筹资活动现金净流	-68	1	-55	-19	-131	-99
现金净流量	-108	41	65	12	29	86

来源：国金证券研究所整理

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	133	173	239	251	280	366
应收款项	246	230	278	364	468	604
存货	103	127	151	171	215	274
其他流动资产	32	22	9	64	81	102
流动资产	515	551	676	850	1,044	1,346
% 总资产	55.7%	50.8%	55.9%	64.0%	71.5%	79.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	380	486	481	440	369	290
% 总资产	41.1%	44.8%	39.8%	33.1%	25.3%	17.1%
无形资产	27	46	49	36	45	55
非流动资产	409	534	532	479	416	346
% 总资产	44.3%	49.2%	44.1%	36.0%	28.5%	20.5%
资产总计	924	1,085	1,208	1,329	1,460	1,692
短期借款	0	14	12	0	37	0
应付款项	40	68	111	72	91	116
其他流动负债	29	25	34	87	96	108
流动负债	69	108	158	160	224	224
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	70	108	158	160	224	225
普通股股东权益	855	953	1,022	1,123	1,166	1,372
少数股东权益	0	25	29	47	70	96
负债股东权益合计	924	1,085	1,208	1,329	1,460	1,692

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.595	0.436	0.535	0.700	0.906	1.163
每股净资产	3.798	4.234	4.543	4.993	5.183	6.096
每股经营现金净流	0.419	0.900	0.755	0.216	0.765	0.863
每股股利	0.300	0.000	0.200	0.250	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	15.67%	10.30%	11.77%	14.01%	17.48%	19.08%
总资产收益率	14.49%	9.04%	9.96%	11.84%	13.96%	15.46%
投入资本收益率	15.19%	10.44%	12.44%	14.22%	16.87%	18.54%
增长率						
主营业务收入增长率	17.73%	13.59%	16.05%	22.97%	28.47%	28.95%
EBIT 增长率	19.04%	-17.30%	27.58%	31.84%	33.85%	33.49%
净利润增长率	24.84%	-26.67%	22.55%	30.85%	29.49%	28.35%
总资产增长率	6.49%	17.47%	11.32%	10.02%	9.81%	15.90%
资产管理能力						
应收账款周转天数	101.2	98.9	91.0	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	99.2	92.4	99.8	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	35.0	39.7	62.1	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	168.3	172.3	229.6	172.4	118.6	73.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.62%	-16.19%	-21.66%	-21.48%	-19.68%	-24.88%
EBIT 利息保障倍数	396.0	24.7	-94.0	95.6	157.4	642.2
资产负债率	7.52%	9.94%	13.04%	12.00%	15.35%	13.29%

华微电子 (600360.SH)

——2011 年公司将收获 IGBT 量产

市价(人民币): 8.14 元
 目标(人民币): 12.03 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 410.29
 总市值(百万元) 4,344.93
 年内股价最高最低(元) 9.47/4.55
 沪深 300 指数 3292.13
 上证指数 3060.62



卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.510	0.607	0.107	0.051	0.252	0.401
净利润增长率	34.45%	31.50%	-64.69%	-52.44%	394.25%	59.44%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.048	0.246	0.338
市盈率(倍)	28.92	37.76	32.50	159.85	32.34	20.29
行业优化市盈率(倍)	28.08	56.85	20.09	44.38	44.38	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
股息率	N/A	N/A	N/A	0.00%	0.12%	0.12%
PE/G(倍)	0.84	1.20	N/A	-3.05	0.08	0.34
净资产收益率	14.02%	11.10%	3.77%	1.76%	8.03%	11.39%
每股净资产(元)	3.64	5.47	2.84	2.89	3.13	3.52
市净率(倍)	4.05	4.19	1.23	2.82	2.60	2.31
每股经营性现金流(元)	0.28	0.76	0.38	1.06	0.44	0.60
已上市流通A股(百万股)	125.00	151.22	337.09	410.29	410.29	410.29
总股本(百万股)	236.00	260.80	521.60	521.60	521.60	521.60

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 我们基于以下理由推荐华微电子:
 - 理由一: 技术实力是其竞争力的直接体现, 我们认为公司有望率先实现 IGBT 的技术突破。
 - ◆ 公司在 VDMOS 场效应晶体管制造方面的经验, 有助于指导其在 IGBT 领域的研发与生产。
 - ◆ 从研究进度来看, 公司是技术上的领先者, 技术上的突破将使其拥有相对其他竞争对手更大的优势。
 - 理由二: 产业链的整合及全国网络的布局将提升公司的盈利水平, 使其更贴近终端市场, 直接受益于本土 IGBT 市场成长。
 - ◆ 近年来公司积极向产业链的上下游拓展业务, 产业链的整合特别是下游封装领域的拓展使公司直接面向下游市场, 将大大提升公司的盈利水平。
 - ◆ 注重全国网络的布局使公司更接近市场, 利于订单的获取, 同时能够对市场变化迅速做出反应。
 - 理由三: 业绩反转, 公司最坏的日子已经过去。
 - ◆ 传统业务借助家电内需、节能灯市场繁荣而加速复苏。麦吉柯厂随着自销市场开拓提升其收入增长与利润增长。IGBT 等中高端功率器件量产带来业绩增量。

程兵

(8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉
 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- 我们预测 09~11 年公司实现净利润 26.56、131.28 和 209.31 百万元，同比分别增长-52.44%、394.25%和 59.44%，EPS 分别为 0.051、0.252 和 0.401 元。我们业绩预测基于保守假设，未来依然有上调空间。
- 我们给予公司 12 个月目标价 12.03 元，给予“买入”评级。建议投资者应该把投资逻辑建立在“谁将是 IGBT 国产化第一人”上，2010 年是华微电子传统业务复苏年，2011 年才是 IGBT 业务成长年。原有业务复苏带来安全边际，华微电子将大概率成为 IGBT 芯片制造技术突破第一人，使我们推荐其的核心理由。

图表 18：华微电子子公司

子公司	子公司类型	持股比例 (%)	所在地	业务
上海华微科技有限公司	全资子公司	100	上海市	半导体分立器件制造销售
吉林麦吉柯半导体有限公司	全资子公司	100	吉林市	半导体分立器件制造销售
无锡吉华电子有限责任公司	控股子公司	55	无锡市	半导体元器件封装测试；引线框架制造、销售
深圳市鹏微科技有限公司	控股子公司	70	深圳市	电子产品
大连海微电子经贸有限公司	控股子公司	96.43	大连市	电子产品
北京傲志众达科技发展有限公司	控股子公司的控股子公司	60	北京市	小型服务器代理及技术支持
深圳市启欣科技有限公司	控股子公司的控股子公司	81	深圳市	半导体芯片设计与销售
广州华微电子有限公司	控股子公司的控股子公司	75	广州市	半导体器件研发与生产
吉林华升电子有限责任公司	全资子公司	100	吉林市	电子元器件制造与销售

来源：华微电子 2009 年中报，国金证券研究所

图表 19：华微电子销售收入预测

产品销售收入 (单位：人民币百万元)						
项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
原有业务						
销售收入 (百万元)	764.17	1,128.06	1,062.74	1,080.56	1,273.81	1,462.31
增长率 (YOY)	N/A	47.62%	-5.79%	1.68%	17.88%	14.80%
毛利率	30.33%	30.11%	28.08%	18.92%	28.07%	29.57%
销售成本 (百万元)	532.40	788.39	764.29	876.07	916.21	1,029.89
增长率 (YOY)	N/A	48.08%	-3.06%	14.63%	4.58%	12.41%
毛利 (百万元)	231.77	339.67	298.45	204.49	357.60	432.42
增长率 (YOY)	N/A	46.55%	-12.13%	-31.48%	74.88%	20.92%
占总销售额比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	91.92%	83.55%
占主营业务利润比重	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	93.55%	83.35%
MOSFET以及相关器件						
销售收入 (百万元)					112.00	288.00
增长率 (YOY)					N/A	157.14%
毛利率					22.00%	30.00%
销售成本 (百万元)					87.36	201.60
增长率 (YOY)					N/A	130.77%
毛利 (百万元)					24.64	86.40
增长率 (YOY)					N/A	250.65%
占总销售额比重					8.08%	16.45%
占主营业务利润比重					6.45%	16.65%
销售总收入 (百万元)	764.17	1128.06	1062.74	1080.56	1385.81	1750.31
销售总成本 (百万元)	532.40	788.39	764.29	876.07	1003.57	1231.49
毛利 (百万元)	231.77	339.67	298.45	204.49	382.24	518.82
平均毛利率	30.33%	30.11%	28.08%	18.92%	27.58%	29.64%

来源：国金证券研究所

图表 20：华微电子三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	892	1,151	1,087	1,081	1,386	1,750
增长率		29.0%	-5.5%	-0.6%	28.2%	26.3%
主营业务成本	-619	-803	-778	-876	-1,004	-1,231
% 销售收入	69.3%	69.7%	71.6%	81.1%	72.4%	70.4%
毛利	274	348	309	204	382	519
% 销售收入	30.7%	30.3%	28.4%	18.9%	27.6%	29.6%
营业税金及附加	-9	-5	-6	-5	-7	-9
% 销售收入	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-22	-20	-31	-30	-42	-53
% 销售收入	2.5%	1.7%	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%
管理费用	-73	-99	-116	-111	-144	-180
% 销售收入	8.2%	8.6%	10.7%	10.3%	10.4%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	169	224	155	58	190	277
% 销售收入	19.0%	19.5%	14.3%	5.3%	13.7%	15.8%
财务费用	-35	-48	-52	-37	-30	-22
% 销售收入	3.9%	4.2%	4.8%	3.4%	2.2%	1.3%
资产减值损失	0	-7	-36	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	18	2	2	2	2
% 税前利润	n.a	9.5%	2.7%	5.9%	1.2%	0.7%
营业利润	134	188	68	22	161	257
营业利润率	15.0%	16.3%	6.3%	2.1%	11.6%	14.7%
营业外收支	13	1	5	12	10	15
税前利润	147	189	73	34	171	272
利润率	16.4%	16.4%	6.7%	3.1%	12.3%	15.5%
所得税	-20	-27	-16	-7	-38	-60
所得税率	13.6%	14.4%	22.2%	20.0%	22.1%	22.0%
净利润	127	162	57	27	133	212
少数股东损益	7	4	1	1	2	3
归属于母公司的净利润	120	158	56	27	131	209
净利率	13.5%	13.7%	5.1%	2.5%	9.5%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	120	162	57	27	133	212
少数股东损益	7	0	0	0	0	0
非现金支出	60	74	113	99	110	119
非经营收益	41	31	48	23	27	16
营运资金变动	-162	-73	-23	405	-43	-36
经营活动现金净流	66	194	193	554	227	311
资本开支	-138	-175	-433	-146	-19	-25
投资	-38	64	-14	-1	0	0
其他	1	0	2	2	2	2
投资活动现金净流	-174	-111	-445	-145	-17	-23
股权募资	1	403	0	0	0	0
债权募资	230	27	25	-337	-131	-120
其他	-49	-49	-53	-45	-39	-38
筹资活动现金净流	182	381	-28	-383	-170	-158
现金净流量	74	464	-279	27	40	129

资产负债表 (人民币百万元)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	179	648	373	400	440	569
应收款项	481	583	399	337	432	546
存货	213	286	474	264	302	371
其他流动资产	107	78	62	91	104	126
流动资产	980	1,595	1,307	1,092	1,278	1,613
% 总资产	51.4%	61.6%	48.3%	42.9%	48.2%	55.5%
长期投资	149	126	137	138	137	137
固定资产	695	749	1,126	1,212	1,139	1,066
% 总资产	36.4%	28.9%	41.6%	47.6%	43.0%	36.7%
无形资产	83	117	125	101	94	88
非流动资产	928	996	1,398	1,453	1,372	1,294
% 总资产	48.6%	38.4%	51.7%	57.1%	51.8%	44.5%
资产总计	1,908	2,591	2,705	2,545	2,650	2,906
短期借款	504	600	588	253	121	0
应付款项	329	403	484	610	710	874
其他流动负债	12	32	-20	15	24	29
流动负债	844	1,036	1,052	878	855	903
长期贷款	162	91	128	128	128	129
其他长期负债	28	14	18	0	0	0
负债	1,033	1,141	1,198	1,006	983	1,032
普通股股东权益	858	1,426	1,482	1,508	1,634	1,838
少数股东权益	16	30	31	31	33	36
负债股东权益合计	1,908	2,596	2,711	2,545	2,651	2,907

比率分析						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.510	0.607	0.107	0.051	0.252	0.401
每股净资产	3.635	5.466	2.841	2.892	3.133	3.525
每股经营现金净流	0.281	0.761	0.380	1.063	0.436	0.596
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.010	0.010
回报率						
净资产收益率	14.02%	11.10%	3.77%	1.76%	8.03%	11.39%
总资产收益率	6.31%	6.09%	2.06%	1.04%	4.95%	7.20%
投入资本收益率	10.13%	8.90%	5.38%	2.40%	7.70%	10.79%
增长率						
主营业务收入增长率	45.57%	29.02%	-5.53%	-0.63%	28.25%	26.30%
EBIT 增长率	43.15%	23.77%	-30.83%	-62.94%	229.58%	46.23%
净利润增长率	34.45%	31.50%	-64.69%	-52.44%	394.25%	59.44%
总资产增长率	21.12%	36.10%	4.40%	-5.93%	4.14%	9.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	114.4	123.8	124.5	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	114.4	113.5	178.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	126.7	106.7	123.2	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	281.7	220.8	260.0	269.9	207.0	184.2
偿债能力						
净负债/股东权益	55.47%	2.85%	22.64%	-1.33%	-11.49%	-23.55%
EBIT 利息保障倍数	5.2	4.7	3.0	1.5	6.2	12.3
资产负债率	54.17%	43.95%	44.21%	39.53%	37.10%	35.52%

来源：国金证券研究所

2010 年 03 月 24 日

市场数据 (人民币)

市价(元)	11.46
已上市流通 A 股(百万股)	956.66
总市值(百万元)	10,967.49
年内股价最高最低(元)	12.65/6.29
沪深 300 指数	3293.87
上证指数	3067.75
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《季报结果充分验证我们行业判断的准确性》，2009.10.30
- 2 《结构性市场需求增量带动生益走出谷底》，2009.3.27

程兵

(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

生益科技 (600183.SH)

——景气长期向上，公司投资价值凸显

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况 (人民币)

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.494	0.136	0.330	0.456	0.625	0.821
净利润增长率	10.09%	-72.55%	143.60%	38.03%	37.01%	31.33%
先前预期每股收益(元)				0.390	0.509	N/A
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.457	0.549	N/A
市盈率(倍)	32.18	34.14	31.33	25.13	18.34	13.97
行业优化市盈率(倍)	56.85	20.09	44.38	44.38	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	3.19	N/A	0.22	0.66	0.50	0.45
已上市流通 A 股(百万股)	603.80	739.31	956.66	956.66	956.66	956.66
总股本(百万股)	957.02	957.02	957.02	957.02	957.02	957.02

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 我们再次重申: 半导体行业景气将保持长时期的**向上趋势**, 覆铜板行业将出现**供小于求**格局, **价格触底反弹**, 生益科技投资机会已经来临! 我们上调公司目标价位至 15.00 元, 相当于 10 年 PE32.89 倍, 11 年 PE24 倍。重申“买入”评级。
 - ◆ 全球半导体行业景气向上有望持续至 2011 年以后, 覆铜板行业有望自 2010 年后出现供小于求局面, 覆铜板价格自 2010 年开始有望出现 3~4 此提价将成为推动生益科技股价上涨核心因素。
- 三大因素推动生益科技进入“盈利能力不断提升, 净利润增长高于收入增长”为特征的快速增长时期, 未来三年复合增速有望超过 30%。
 - ◆ **供需关系改善:** 2010 年后覆铜板出现供小于求局面概率增强。终端需求快速增长、覆铜板产能 3 年未见大规模扩张是推动覆铜板行业出现拐点的核心因素。
 - ◆ **价格触底反弹:** 覆铜板 2009 年同比 2008 年价格跌幅超过 25%, 供需改善推动覆铜板价格触底反弹, 我们认为 2010 年将出现 3~4 次提价。
 - ◆ **新增产能贡献:** 柔性板投产不仅带来收入增长, 更提升企业毛利率水平。而铜价向上趋势也确保了企业毛利率进一步获得提升空间。
- 我们上调生益科技业绩预测, 预测 2010~2012 年公司实现净利润 436.43、597.95 和 785.29 百万元, 同比分别增长 38.03%、37.01%和 31.33%, EPS 分别为 0.456、0.625 和 0.821 元;

图表 21：销售收入预测

产品销售收入（单位：人民币百万元）						
项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
覆铜板和粘结片						
销售收入（百万元）	4,221.30	4,317.74	3,527.73	4,504.43	6,002.46	7,013.49
增长率（YOY）	25.46%	2.28%	-18.30%	27.69%	33.26%	16.84%
毛利率	15.26%	9.30%	14.04%	15.00%	15.66%	16.83%
销售成本（百万元）	3,577.13	3,916.19	3,032.44	3,828.76	5,062.33	5,833.36
增长率（YOY）	30.67%	9.48%	-22.57%	26.26%	32.22%	15.23%
毛利（百万元）	644.17	401.55	495.29	675.66	940.13	1,180.13
增长率（YOY）	2.71%	-37.66%	23.35%	36.42%	39.14%	25.53%
占总销售额比重	99.08%	99.12%	98.77%	98.92%	99.12%	99.18%
占主营业务利润比重	97.69%	96.53%	96.49%	97.17%	97.78%	98.07%
硅微粉						
销售收入（百万元）	39.25	38.53	44.05	49.14	53.38	58.00
增长率（YOY）	15.66%	-1.85%	14.34%	11.55%	8.64%	8.64%
毛利率	38.86%	37.45%	40.92%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本（百万元）	24.00	24.10	26.02	29.48	32.03	34.80
增长率（YOY）	21.25%	0.41%	7.99%	13.29%	8.64%	8.64%
毛利（百万元）	15.25	14.43	18.03	19.66	21.35	23.20
增长率（YOY）	7.83%	-5.41%	24.93%	9.04%	8.64%	8.64%
占总销售额比重	0.92%	0.88%	1.23%	1.08%	0.88%	0.82%
占主营业务利润比重	2.31%	3.47%	3.51%	2.83%	2.22%	1.93%
销售总收入（百万元）	4260.56	4356.27	3571.78	4553.57	6055.84	7071.48
销售总成本（百万元）	3601.13	3940.29	3058.46	3858.25	5094.36	5868.16
毛利（百万元）	659.42	415.98	513.32	695.32	961.48	1203.33
平均毛利率	15.48%	9.55%	14.37%	15.27%	15.88%	17.02%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	4,267	4,317	3,619	4,554	6,056	7,071
增长率		1.2%	-16.2%	25.8%	33.0%	16.8%
主营业务成本	-3,567	-3,878	-3,061	-3,858	-5,094	-5,868
% 销售收入	83.6%	89.8%	84.6%	84.7%	84.1%	83.0%
毛利	701	439	558	695	961	1,203
% 销售收入	16.4%	10.2%	15.4%	15.3%	15.9%	17.0%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-1	-2	-2
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-70	-76	-79	-71	-97	-113
% 销售收入	1.6%	1.8%	2.2%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-149	-142	-176	-153	-206	-248
% 销售收入	3.5%	3.3%	4.9%	3.4%	3.4%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	481	220	303	470	657	840
% 销售收入	11.3%	5.1%	8.4%	10.3%	10.8%	11.9%
财务费用	-62	-80	-50	-69	-82	-61
% 销售收入	1.4%	1.9%	1.4%	1.5%	1.4%	0.9%
资产减值损失	0	-131	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	103	96	80	100	110	120
% 税前利润	19.4%	88.7%	20.6%	19.6%	15.9%	13.3%
营业利润	522	104	361	501	685	899
营业利润率	12.2%	2.4%	10.0%	11.0%	11.3%	12.7%
营业外收支	9	4	26	9	7	3
税前利润	531	108	386	510	692	902
利润率	12.4%	2.5%	10.7%	11.2%	11.4%	12.8%
所得税	-35	-5	-44	-44	-59	-77
所得税率	6.6%	4.8%	11.3%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润	496	103	343	466	633	825
少数股东损益	23	-27	27	30	35	40
归属于母公司的净利润	473	130	316	436	598	785
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	496	103	343	466	633	825
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	110	271	112	175	227	216
非经营收益	-42	-20	-14	18	11	5
营运资金变动	-350	145	30	-543	-860	-410
经营活动现金净流	215	500	471	116	11	637
资本开支	-447	-186	-154	-593	-122	-37
投资	-52	0	-63	-1	0	0
其他	40	11	67	100	110	120
投资活动现金净流	-459	-175	-150	-494	-12	83
股权募资	15	0	0	0	-321	0
债权募资	411	-61	-77	408	527	-534
其他	-180	-231	-171	-96	-176	-176
筹资活动现金净流	246	-292	-247	312	31	-710
现金净流量	1	33	74	-66	30	10

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	270	315	366	300	330	340
应收款项	1,672	1,366	1,545	1,895	2,642	3,120
存货	692	439	538	719	1,005	1,093
其他流动资产	13	55	5	8	10	11
流动资产	2,647	2,175	2,455	2,922	3,987	4,565
% 总资产	57.2%	51.6%	53.2%	53.3%	61.8%	66.7%
长期投资	373	416	547	548	547	547
固定资产	1,426	1,419	1,435	1,875	1,791	1,625
% 总资产	30.8%	33.7%	31.1%	34.2%	27.8%	23.7%
无形资产	150	154	147	132	120	110
非流动资产	1,977	2,037	2,161	2,557	2,460	2,284
% 总资产	42.8%	48.4%	46.8%	46.7%	38.2%	33.3%
资产总计	4,624	4,213	4,615	5,480	6,446	6,848
短期借款	1,230	1,184	839	1,247	1,774	1,239
应付款项	885	578	840	729	860	991
其他流动负债	96	42	61	209	261	295
流动负债	2,211	1,804	1,739	2,184	2,896	2,525
长期贷款	158	150	419	419	419	420
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	2,369	1,954	2,159	2,604	3,315	2,945
普通股股东权益	2,040	2,054	2,227	2,616	2,846	3,583
少数股东权益	206	179	206	236	271	311
负债股东权益合计	4,615	4,188	4,592	5,456	6,432	6,840

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.494	0.136	0.330	0.456	0.625	0.821
每股净资产	2.131	2.147	2.327	2.734	2.974	3.744
每股经营现金净流	0.224	0.523	0.492	0.121	0.012	0.665
每股股利	0.156	0.120	0.150	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	23.18%	6.32%	14.20%	16.68%	21.01%	21.92%
总资产收益率	10.25%	3.10%	6.89%	8.00%	9.30%	11.48%
投入资本收益率	12.37%	5.86%	7.27%	9.52%	11.31%	13.84%
增长率						
主营业务收入增长率	25.56%	1.17%	-16.18%	25.83%	32.99%	16.77%
EBIT 增长率	-0.28%	-54.34%	37.66%	55.48%	39.65%	27.96%
净利润增长率	10.09%	-72.55%	143.60%	38.03%	37.01%	31.33%
总资产增长率	43.60%	-9.25%	9.64%	18.72%	17.64%	6.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	113.8	122.1	136.7	113.2	120.5	122.3
存货周转天数	63.5	53.3	58.3	68.0	72.0	68.0
应付账款周转天数	66.5	65.6	81.2	65.7	58.4	58.4
固定资产周转天数	118.0	109.0	138.7	148.6	106.7	83.3
偿债能力						
净负债/股东权益	49.82%	45.65%	36.64%	47.89%	59.78%	33.89%
EBIT 利息保障倍数	7.8	2.7	6.1	6.8	8.0	13.7
资产负债率	51.34%	46.66%	47.01%	47.72%	51.54%	43.06%

2010 年 03 月 19 日

市场数据(人民币)

市价(元)	23.92
已上市流通 A 股(百万股)	310.45
总市值(百万元)	7,890.92
年内股价最高最低(元)	26.04/11.59
沪深 300 指数	3267.55
中小板指数	5904.24
2008 年股息率	0.00%



相关报告

- 1 《2010 年,触摸屏项目助推股价上涨》, 2010.2.26
- 2 《关注触摸屏项目对公司投资价值的深刻影响》, 2009.10.23

程兵

 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

莱宝高科 (002106.SZ)

——分享技术创新带来的繁荣

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.084	0.903	0.645	0.545	0.816	1.030
净利润增长率	2.72%	8.33%	-7.17%	-15.42%	49.61%	26.27%
先前预期每股收益(元)				0.545	0.816	1.030
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.528	0.799	1.000
市盈率(倍)	N/A	37.81	10.79	43.64	29.17	23.10
行业优化市盈率(倍)	20.55	75.35	24.34	53.82	53.82	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	N/A	4.54	N/A	-2.83	0.59	0.88
已上市流通 A 股(百万股)	39.04	63.44	161.27	161.27	161.27	161.27
总股本(百万股)	195.20	253.76	329.89	329.89	329.89	329.89

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 技术创新是推动莱宝高科不断成长的重要手段,也是其不断保持较高盈利能力的源泉。在短期内,我们判断**电子纸制造技术与大世代触摸屏制造技术**将是其技术创新的重点。
- 我们可以从莱宝历史技术创新特点分析:
 - ◆ **技术储备的长期性:** 三年以上技术研发储备是莱宝技术创新的重要特征。如 04 年跟踪关注 TFT 技术,选择 07 年投资;而触摸屏技术更是自 2005 年就开始筹划。自 2007 年公司就开始跟踪关注柔性显示技术、电子纸技术等。
 - ◆ **谨慎投资原则:** 这体现了莱宝对股东负责任的态度。公司的投资将综合市场、政策、技术实现难易度以及上下游配套程度,更重要的是设备的可延展性来考虑每一次技术创新的投资始点。
 - ◆ **对行业的精准把握能力:** 从 CSTN 用 CF,到 TFT 空盒,以及触摸屏的设备投资始点来看,公司总能在行业的拐点来临前进行投资。CSTN 用 CF 生产线已被同行评价为“印钞机”。而 TFT 生产线,尽管投资后行业出现短周期的波动,但不可否认,同行要想以莱宝的投资获得该生产线已经是不可能的了。
- 我们看好**电子书与大尺寸电容式触摸屏**的市场发展。
- 我们暂维持对公司的盈利预测,预测 2010~2011 年公司实现净利润 269.19 和 339.91 百万元,同比分别增长 49.61%和 26.27%,EPS 分别为 0.816 和 1.030 元。维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	487	566	539	612	886	1,097	1,097
增长率		16.1%	-4.8%	13.6%	44.8%	23.8%	0.0%
主营业务成本	-203	-262	-244	-356	-479	-567	-567
% 销售收入	41.8%	46.3%	45.3%	58.3%	54.1%	51.7%	51.7%
毛利	284	304	295	255	407	530	530
% 销售收入	58.2%	53.7%	54.7%	41.7%	45.9%	48.3%	48.3%
营业税金及附加	-1	-1	-1	-3	-4	-5	-5
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-12	-14	-9	-14	-20	-24	-24
% 销售收入	2.5%	2.4%	1.7%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%
管理费用	-30	-39	-43	-40	-58	-71	-70
% 销售收入	6.3%	6.9%	8.0%	6.6%	6.6%	6.5%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	239	249	242	198	324	429	430
% 销售收入	49.1%	44.1%	44.9%	32.3%	36.5%	39.1%	39.2%
财务费用	-1	18	18	10	4	3	18
% 销售收入	0.3%	-3.2%	-3.4%	-1.7%	-0.4%	-0.2%	-1.7%
资产减值损失	0	-2	-2	-1	-1	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	7	6	7	7
% 税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	3.2%	1.8%	1.5%	1.5%
营业利润	238	266	258	214	333	438	455
营业利润率	48.9%	47.0%	47.8%	34.9%	37.6%	39.9%	41.5%
营业外收支	15	5	4	7	8	15	14
税前利润	253	271	262	221	341	453	469
利润率	52.0%	48.0%	48.6%	36.0%	38.5%	41.3%	42.8%
所得税	-38	-40	-47	-39	-70	-111	-115
所得税率	15.0%	14.7%	18.1%	17.5%	20.5%	24.5%	24.5%
净利润	215	231	215	182	271	342	354
少数股东损益	4	2	2	2	2	2	2
归属于母公司的净	212	229	213	180	269	340	352
净利率	43.4%	40.5%	39.5%	29.4%	30.4%	31.0%	32.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	212	231	215	182	271	342	354
少数股东损益	4	0	0	0	0	0	0
非现金支出	50	59	57	117	127	135	136
非经营收益	3	4	6	-9	-7	-12	-21
营运资金变动	41	-83	18	-33	-64	-67	-2
经营活动现金净流	309	211	295	256	328	398	468
资本开支	-96	-331	-229	-386	-181	-5	-6
投资	0	-10	0	-1	0	0	0
其他	0	0	0	7	6	7	7
投资活动现金净流	-96	-341	-229	-380	-175	2	1
股权募资	938	0	0	0	-151	0	0
债权募资	14	35	-17	-90	0	1	2
其他	0	-129	-134	-7	-106	-129	-165
筹资活动现金净流	952	-94	-150	-98	-257	-128	-163
现金净流量	1,165	-224	-84	-222	-104	272	306

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E
货币资金	1,108	884	800	578	474
应收款项	93	165	143	148	215
存货	27	27	38	49	59
其他流动资产	2	21	38	47	50
流动资产	1,230	1,097	1,019	823	798
% 总资产	77.0%	75.5%	82.6%	30.0%	26.6%
长期投资	0	10	10	11	10
固定资产	346	195	28	323	402
% 总资产	21.7%	13.4%	2.3%	11.8%	13.4%
无形资产	22	151	174	156	140
非流动资产	368	357	214	491	554
% 总资产	23.0%	24.5%	17.4%	17.9%	18.5%
资产总计	1,598	1,454	1,233	2,743	2,998
短期借款	50	63	90	0	0
应付款项	44	45	52	49	59
其他流动负债	27	33	36	128	154
流动负债	121	142	179	177	213
长期贷款	27	44	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
负债	148	186	179	177	213
普通股股东权益	1,397	1,512	1,597	1,602	1,601
少数股东权益	53	54	53	55	57
负债股东权益合计	657	1,598	1,454	2,743	2,998

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E
每股指标					
每股收益	1.084	0.903	0.645	0.545	0.816
每股净资产	7.155	5.957	4.842	4.857	4.854
每股经营现金净流	1.584	0.832	0.894	0.777	0.994
每股股利	0.000	0.600	0.500	0.300	0.360
回报率					
净资产收益率	15.15%	15.16%	13.32%	11.23%	16.81%
总资产收益率	13.24%	13.09%	11.63%	9.81%	14.38%
投入资本收益率	13.33%	12.72%	11.37%	9.85%	15.52%
增长率					
主营业务收入增长率	-6.51%	16.13%	-4.76%	13.59%	44.83%
EBIT增长率	0.14%	4.20%	-3.13%	-18.11%	63.66%
净利润增长率	2.72%	8.33%	-7.17%	-15.42%	49.61%
总资产增长率	141.03%	9.63%	4.46%	6.58%	2.82%
资产管理能力					
应收账款周转天数	64.1	57.1	75.6	80.0	80.0
存货周转天数	50.4	37.6	48.4	50.0	45.0
应付账款周转天数	59.8	59.5	69.6	47.5	38.3
固定资产周转天数	256.3	189.9	405.5	544.0	408.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-71.17%	-49.65%	-42.99%	-34.89%	-28.57%
EBIT利息保障倍数	177.5	-13.8	-13.4	-19.4	-83.2
资产负债率	9.26%	10.61%	9.76%	9.63%	11.36%

公司投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。