

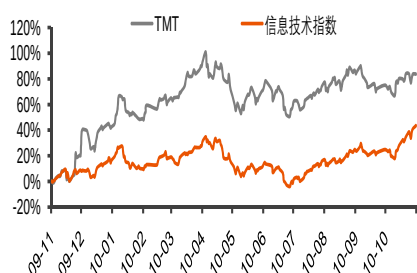
TMT行业2011年度投资策略

挖掘“体验”的价值

推荐 (维持)

投资要点

行情走势图



研究员

联络人

覃韦杰 0755 - 2262 3083
张洪建 0755 - 2262 4358
冯明远 0755 - 2262 1434
刘武 0755 - 2262 7860
肖燕松 0755 - 2262 5910

研究员

李忠智
Lizhongzhi001@pingan.com.cn

- **回顾：2010年A股市场上TMT板块表现优异。**TMT板块指数总体表现优于大盘；相比去年同期，交易量提升、板块指数上涨；同时，板块之间出现倾向于客户体验的价值结构变化。
- **展望：“体验”成为产业和市场共同追求的价值主题。**TMT全行业的服务化引发了产业对客户体验的高度关注；资本市场的价值配置也朝着对客户体验有高度影响的板块迁移；此外，政府的经济规划思路也在对产业和市场趋势发挥催化效应。
- **挖掘“体验”价值的逻辑：一个中心、三个环节和四个步骤。**即以客户体验贡献度为中心，从“内容、管道和终端”这三个TMT产业环节着手，通过四个层层推进的分析步骤，来寻找对客户体验有卓越贡献的公司。
- **在TMT的“内容、管道和终端”这三个产业环节中，最重要的受益子领域包括：**“网络传送”环节中的“网络优化”、“网络延伸”和“网络补充”；“应用内容”环节中的“个性化内容”和“优势型渠道”；“终端界面”环节中的“触摸屏”和“平板电脑”。这些子领域对客户体验具有举足轻重的影响，极有希望成为2011年度最重要的受益领域。
- **重点关注公司。**在挖掘体验价值的投资思路下，需要重点关注的公司包括：内容应用环节的北纬通信和华谊兄弟；网络传送环节的世纪鼎利和日海通讯；终端界面环节的长信科技、莱宝高科等企业。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS（元/股）				PE（倍）				评级
		2010-11-18	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
北纬通信	002148	41.8	0.47	0.6	0.87	1.11	88.9	69.7	48.0	37.7	推荐
华谊兄弟	300027	29.37	0.25	0.41	0.6	0.77	117.5	71.6	49.0	38.1	推荐
世纪鼎利	300050	67.23	1.03	1.77	2.81	3.77	65.3	38.0	23.9	17.8	强烈推荐
日海通讯	002313	48.1	0.73	1.05	1.58	2.26	65.9	45.8	30.4	21.3	强烈推荐
莱宝高科	002106	61.55	0.41	1.07	1.76	2.13	150.1	57.5	35.0	28.9	推荐
长信科技	300088	48.73	0.48	0.88	1.27	2.06	101.5	55.4	38.4	23.7	强烈推荐

正文目录

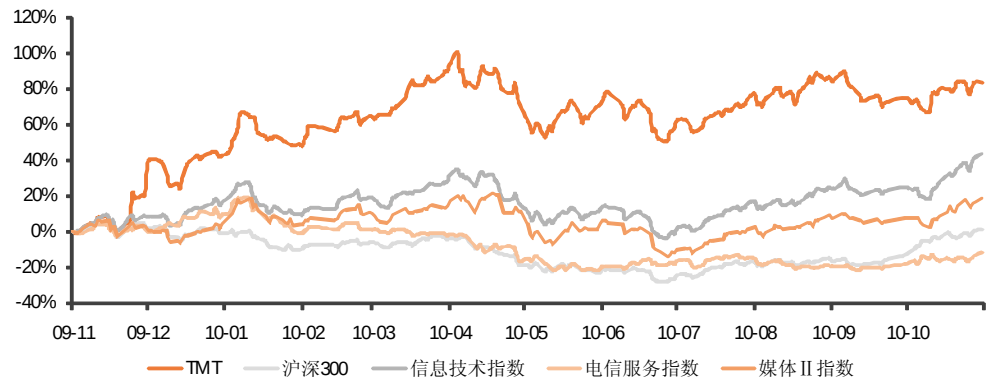
回顾：2010 年 A 股市场的 TMT 板块	3
1. 展望：体验成为产业和市场追求的共同价值主题	4
1.1 TMT 的全行业服务化促发了对客户体验的高度关注	5
1.2 资本市场热烈追逐与客户体验和感知相关的产业环节	5
1.3 挖掘“体验”价值的逻辑：一个中心、三个环节和四个步骤	6
2. 内容应用：打造个性化、情感化的应用和内容	7
2.1 “个性化”、“定制化”和“娱乐性”是内容业务体验的关键指标	7
2.2 游戏和影视制作与传播等子领域有望面临行业发展拐点	9
2.3 拥有个性化内容和优势推广渠道的公司，将成为最终的受益者	9
2.4 推荐公司：北纬通信（002148）、华谊兄弟（300027）	10
3. 网络传送：建设处处连通的传送管道	14
3.1 “泛在化”、“宽带化”和“稳定性”是连接性业务体验的最关键标尺	14
3.2 “网优”、“网伸”和“网护”等子行业将成为年度最重要的受益子行业	15
3.3 业已建立的市场地位成为盈利改善的重要基础	15
3.4 推荐公司：世纪鼎利（300050）、日海通讯（002313）	16
4. 终端界面：实现完美的人机交互	19
4.1 “视觉”、“触觉”和“交互”成为界面体验衡量的铁三角	19
4.2 取得突破性发展的触摸屏，成为兼跨三角的终端界面新宠	19
4.3 电容式触摸屏有望成为最富增长潜力的类别	21
4.4 推荐公司：长信科技（300088）、莱宝高科（002106）	23

回顾：2010 年 A 股市场的 TMT 板块

我们简要检索 2010 年度 TMT 板块和大盘指数的关系，并对部分关键市场指标与 2009 年同期表现进行比较，从纵横两个方向回顾一下 2010 年 A 股市场 TMT 板块的变化。

首先，从和大盘指数的关系上看，TMT 板块跑赢大盘，见**图表 1** 2010 年 TMT 板块和大盘的关系。

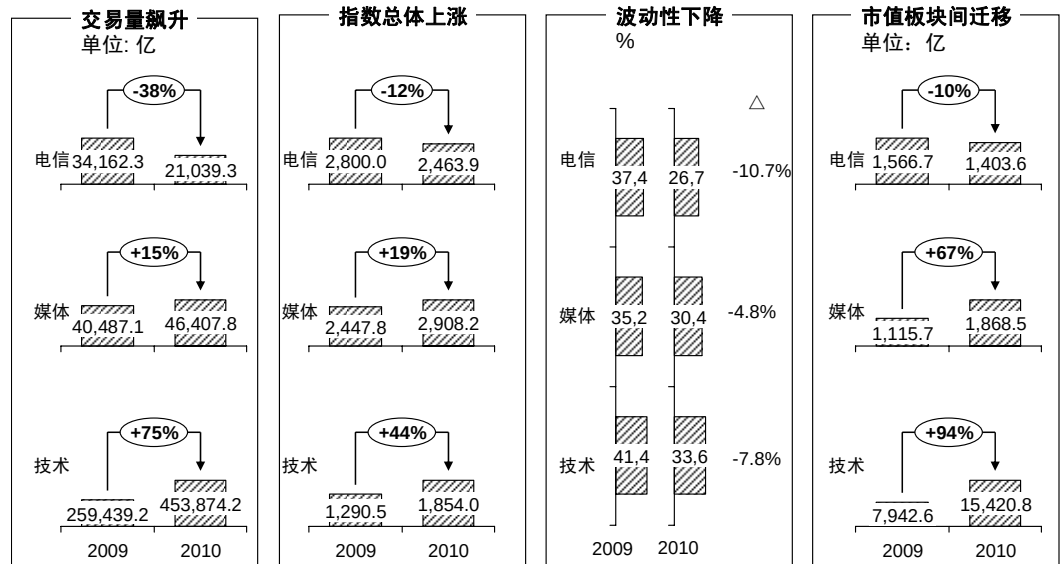
图表 1 2010年TMT板块和大盘的关系



资料来源：Wind，平安证券研究所

其次，相比 2009 年同期，2010 年的 TMT 板块呈现了如下几个方面的特征：一，总体交易量放大，市场活跃度上升；二，总体指数上涨，资产价格提升；三，市场波动性下降，变动频度趋稳；四，市场价值呈现结构迁移，信息技术和媒体表现出明显的增长态势。

图表 2 2010年TMT板块的几个关键特征



资料来源：Wind，平安证券研究所

2010 年 TMT 板块的市场表现，可以归因于以下几个方面的影响：

- **投资拉动：**电信运营商在 3G 无线和光通信方面持续的资本支出，直接影响了上游的设备、网护、网优、网伸等行业；
- **政策影响：**政府的经济发展思路，例如产业升级和信息化提升工业化，推动了产业界的参与和投资者的关注；同时，特定的产业政策的推进，例如“三网融合”政策，既实质性地刺激了电信和广电两个行业的资本支出，也刺激了投资者对未来业务多样性的想象；
- **产业创新：**不断涌现的行业热点，提升了人们对未来的积极预期，这些热点包括“云计算”、“物联网”、“移动内容”、“移动支付”等；

这些因素的综合影响，既整体上改善了整个板块的基本面，也提高了投资者对 TMT 板块未来发展的预期。

一、展望：体验成为产业和市场追求的共同价值主题

在过去的几十年里，TMT 行业发生了广泛而深远的变化。由于基础设施在数字化技术的推动和渗透率的提升，电信、媒体和信息技术三个领域之间的边界日渐模糊、业务和终端日益多样、新商业模式不断涌现，也由此催生了形态各异、丰富多样的价值链和价值网。

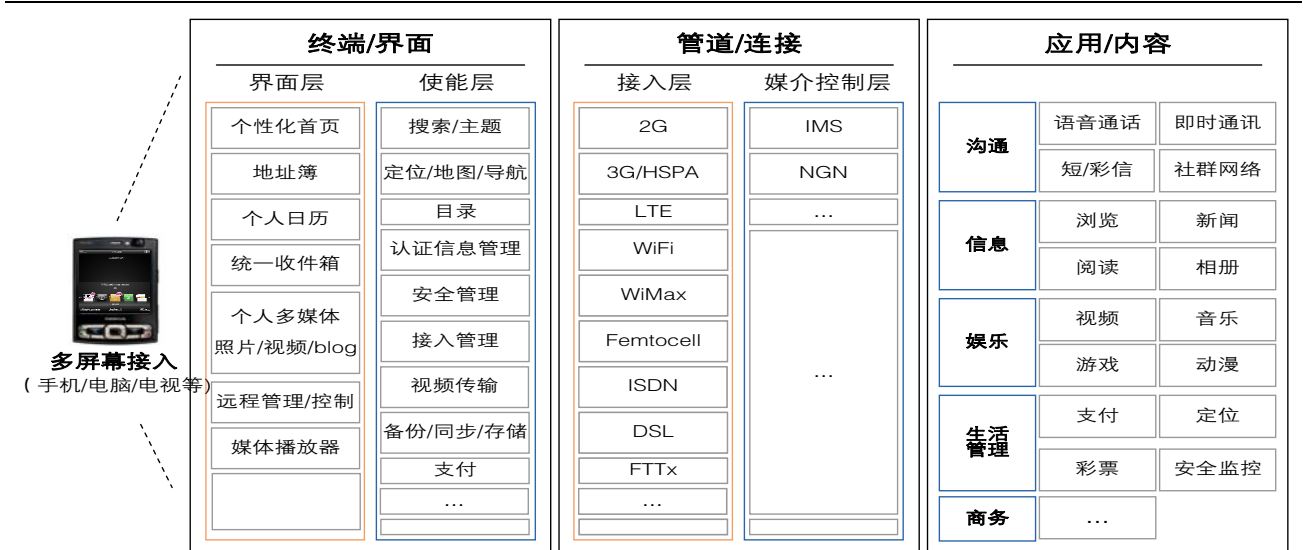
我们眼中的 TMT 板块。描绘 TMT 板块，有两种各有侧重的视角：

第一种视角是板块的视角，即从垂直行业和业务功能相结合的角度，将 TMT 板块分为电信(Telecom)、媒体(Media)、信息技术(Technology)三大垂直行业板块和业务功能上的基础设施、应用和内容、服务等三个层面，这个视角的优点在于便于识别各个板块里的在位参与者。

第二种视角是用户体验的视角，即从用户使用和消费过程当中产生的体验为中心建立认知框架，涉及终端和界面、管道和连接、应用和内容等三大环节，见图表 3。

以用户体验为中心的 TMT 认知框架，其优势在于便于帮助识别每个环节的创新变数和潜在可能，同时便于认识贯穿各个板块的共同主题。这在业务丰富多样、板块联动频仍的今天，尤其引起产业界和投资者的共同关注。

图表 3 以用户体验为中心的TMT认知框架



资料来源：平安证券研究所

1.1 TMT 的全行业服务化促发了对客户体验的高度关注

TMT 板块正在涌现全面服务化的转变态势。当前 TMT 板块最值得关注的重要趋势之一，就是遍及整个行业的服务化转型，即绝大部分的行业参与者，在努力实现由销售产品向提供服务的转变。

例如，通信设备厂商正在通过网络代维服务提供、业务咨询能力构建等，努力变成基础设施服务提供商；电信网络运营商通过加强客户服务的质量，努力变成通信服务提供商；计算机硬件提供商通过提供一站式的集成服务，转变解决方案提供商；独立软件提供厂商通过提高软件客户化程度，努力变成应用服务提供商等等，诸如此类，不一而足。

正是这股内生的结构性变迁，促发了许多新的业务形态的出现，例如，基础设施作为一种服务(IaaS, Infrastructure as a Service)，软件作为一种服务(SaaS, Software as A Service)，以及平台作为一种服务(PaaS, Platform as A Service)等。

在服务化进程当中，如何创造高品质的客户体验，成为 TMT 各板块参与者的共同主题。相对于产品为主要经营形态的公司而言，服务经济由于其具有生产过程和消费过程往往同时发生的特性，从而对服务的个性化和客户化程度提出了更高的要求。

所谓个性化，即针对客户的特定需求和偏好去提供服务；客户化，即是把产品售卖关系，转化为对客户关系的经营。

近年来在行业内造成重大影响力的案例，无不是和客户体验的掌控和客户关系的经营方面的突破。例如，在硬件标准化程度逐渐提高、硬件产品逐年低值化的过程中，苹果公司能够成功重塑一个硬件设备生产商的影响，变成一个横跨电子消费品、媒体/娱乐、互联网的重要企业，所凭依的就是对工业设计、交互设计环节的革命性突破，以及围绕客户化体验对内容 and 应用进行高效整合的能力。

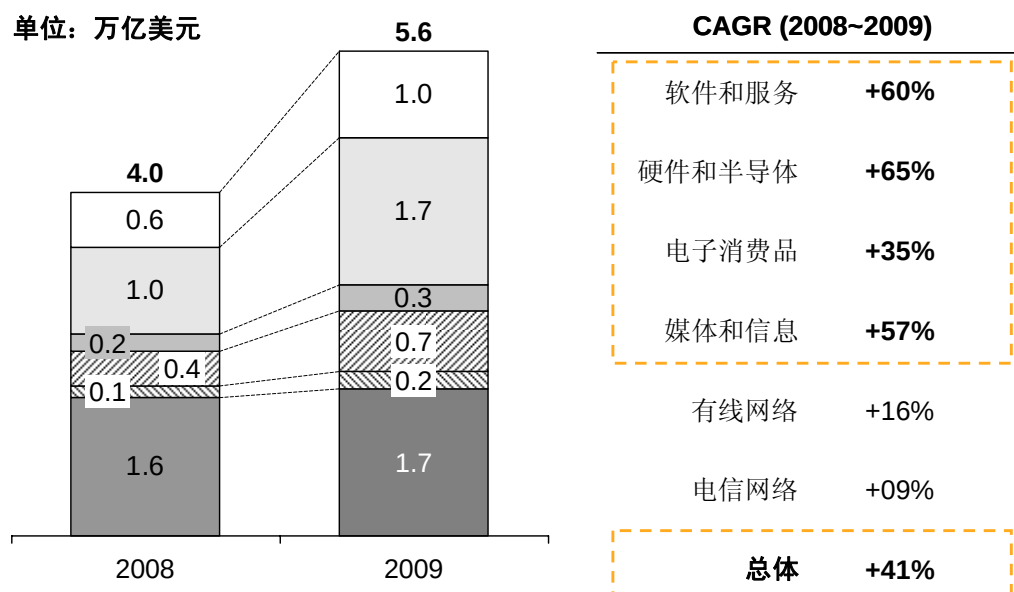
因此，提供高品质客户体验的能力，将成为市场参与者长期竞争优势和市场价值的源泉；拥有提供高品质客户体验能力的企业，将有机会收获长期的胜利。

1.2 资本市场热烈追逐与客户体验和感知相关的产业环节

由于全球资本市场的关联性和我国资本市场一定程度的滞后性，追溯全球资本市场在 2008 年金融危机后到 2009 年的反弹轨迹，将为我们的趋势理解提供指引，有助于我们理解 TMT 板块间价值迁移的规律、把握我国 A 股市场上 TMT 板块今后的发展特征。

TMT 各个板块内部，市场价值向客户体验关联度高的子行业迁移：08 年到 09 年 TMT 板块的反弹和增长，呈现了向制造环节和应用消费环节两端迁移的态势。具体的讲，制造环节的硬件和半导体上涨+65%；和客户体验显著相关的应用/消费环节中，软件和服务上涨 60%，媒体上涨 57%，消费电子上涨 35%。详情见图表 4。

图表 4 2008-2009年全球TMT板块，市值向客户体验关联度高的子行业迁移



注：以450家TMT上市公司为基础计算

资料来源：Oliver Wyman, 平安证券研究所

同样地，市场给予更贴近最终客户的企业更高的市值/营收倍数。我们比较了阿里巴巴、百度、Google、中国移动、中兴通讯、苹果等公司的市值和营收的关系，具体见图表 5。数据上可以发现，距离客户体验越近的公司，其市值/营收倍数往往越高。

图表 5 距离最终客户较近的企业市值/收入倍数更高

公司	年度收入 百万	总市值 百万	市值/收入倍数 市值/收入
Cisco	36,117	136,783	3.8
中兴通信	60,273	79,810	1.3
Deutsche Telekom	64,602	61,272	0.9
中国移动	432,066	211,540	0.5
Google	23,651	153,810	6.5
腾讯	12,440	322,605	25.9
Apple	42,905	291,731	6.8
RIM	11,065	30,741	2.8

注1：百万为当地货币；注2：收入为2009年度，市值为2010年11月11日

资料来源：Google Finance, 平安证券研究所

1.3 挖掘“体验”价值的逻辑：一个中心、三个环节和四个步骤

■ 从一个中心出发

一个中心，即寻找投资价值的根本出发点。在我们的逻辑中，这个中心就是以“客户体验”贡献度为中心，寻找对客户体验有卓越贡献的公司。

■ 从三个产业环节着手

TMT 板块的下面三个环节对客户体验和感知产生最重要的影响，因而也成为选择投资标的时需要重点关注的领域。

内容 – 内容应用环节：内容应用是客户的最终消费品，将直接给客户带来使用和消费体验和感知，其独特性、客户化、以及娱乐性，成为体验评判的最终标准。

管道 – 网络传送环节：网络传送是基础设施，提供的是从终端到内容/应用的管道。这个环节的体验，既关系到客户是否有条件享受到相应的内容/应用，也影响到享受相应的内容的愉悦程度。

终端 – 终端界面环节：终端设备环节是应用和内容与客户交互最频繁、关系最密切的环节，对客户体验和感知产生极为重要的影响。

■ 遵循四个分析步骤

这四个分析步骤见图表 6，如下。

图表 6 挖掘“体验”价值：三个考察环节和四个分析步骤

挖掘体验价值的逻辑 四个关键步骤	TMT产业环节 1. 内容应用	TMT环节 2. 网络传送	TMT环节 3. 终端界面
① 该环节上，客户追求什么体验？	从最终用户的视角、基于三个关键的TMT产业环节，识别出用户最重视的体验维度		
② 这会让机会落到哪些子行业？	分析由于用户对这些体验维度的重视，哪些相关的子行业将因此获得增长的机会		
③ 什么样的公司能收获这些机会？	分析这些显著受益子行业中的公司，必须具有什么样的资源禀赋和竞争优势，才能收获这些增长机会		
④ 这些公司是谁？	结合上面的三个步骤，识别出各个产业环节中，对客户体验有卓越贡献的公司		

资料来源：平安证券研究所

二、 内容应用：打造个性化、情感化的应用和内容

由于中国互联网和传媒市场面临消费升级和移动互联网发展加速的双重带动，行业正在进入快速发展的黄金十年。内容应用大发展，娱乐将先行，“个性化”、“定制化”和“娱乐性”是内容业务体验的最关键标准。游戏、影视制作与传播等子领域有望面临行业发展拐点。其中，拥有个性化内容和优势推广渠道的公司，将成为最大受益者。

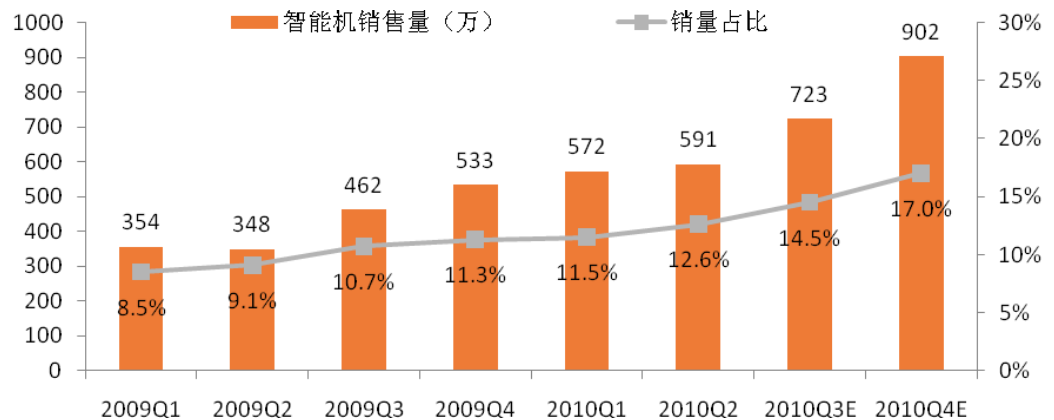
2.1 “个性化”、“定制化”和“娱乐性”是内容业务体验的关键指标

内容端催化着 TMT 产业链的演变。内容端是互联网和传媒是为人们制造并传递内容媒介，在产业链中和最终用户的距离最为紧密。从发达国家经验来看，产业技术变革期间，内容端的发展均是最早呈现出爆发式增长，进而推动 TMT 产业链整体快速发展。技术升级的过程中，用户有意愿付钱购买

的是新产品，而非新技术；而电信运营商针对用户的宣传也以产品为主。

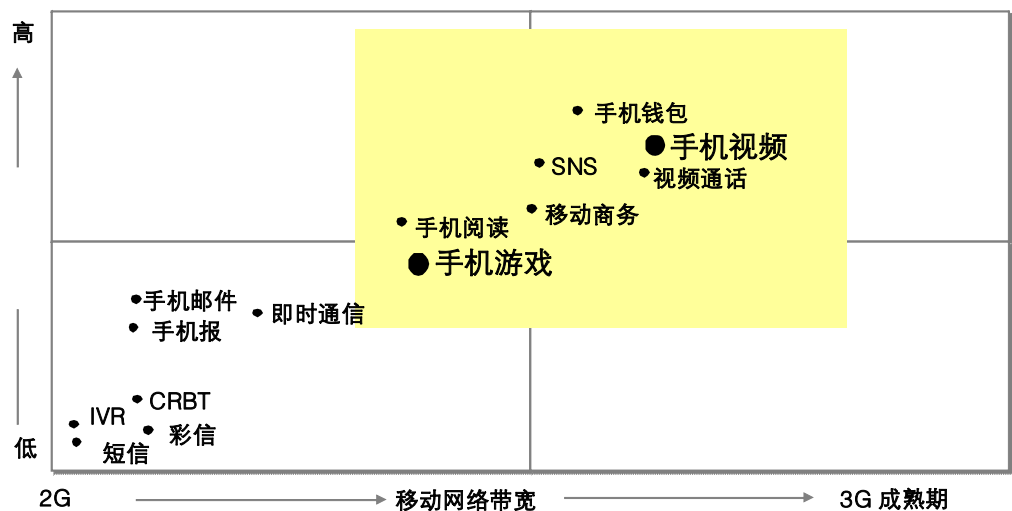
由于消费水平和供应能力的双重改善，中国互联网和传媒市场正在进入快速发展的黄金十年。随着人们收入的提高和 3G 网络的铺设，国内市场正面临着消费升级和移动互联网发展加速的双重推动：目前，中国互联网和传媒的规模在国内经济中占比过低，中国以 5 倍于美国的人口，仅消费了 1/10 的影院市场容量，提升的消费水平势必拉动更多的内容消费；2010 年，国内智能手机销量有望同比增长 60%，至 2012 年普及率有望达到 20%，固线和移动网络的带宽改善必将为内容厂商搭建了良好的发展平台。

图表 7 中国智能手机销售占比快速提升



资料来源：平安证券研究所

图表 8 网络带宽和业务复杂度促使手机游戏等业务优先发展



资料来源：平安证券研究所

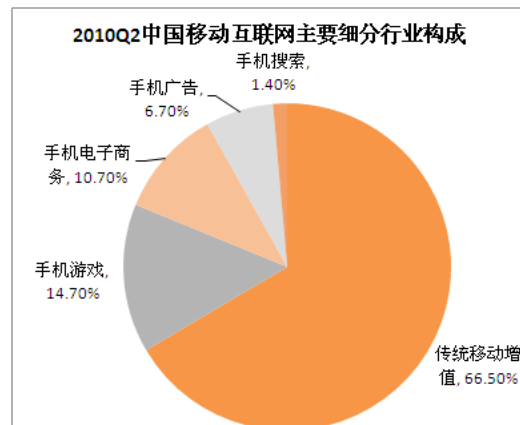
应用内容大发展，娱乐将先行，“个性化”、“定制化”和“娱乐性”是内容业务体验的最关键标准。具体地说，“个性化”和“定制化”源于对客户需求的差异化处理，由粗放式经营转为针对细分人群进行产品定制；“娱乐性”源于历史上的技术革新，最早取得突破的方向总是娱乐类应用，游戏和影视类有望成为技术变革的排头兵。

2.2 游戏和影视制作与传播等子领域有望面临行业发展拐点

游戏和影视制作与传播是最能体现“个性化”、“定制化”和“娱乐性”原则的细分领域。以移动内容为例，由于对带宽要求较少，手机游戏业务是 3G 建设初期发展速度最快的业务。在手机应用的调查结果中，游戏作为用户最愿意付费购买的业务排列第一。

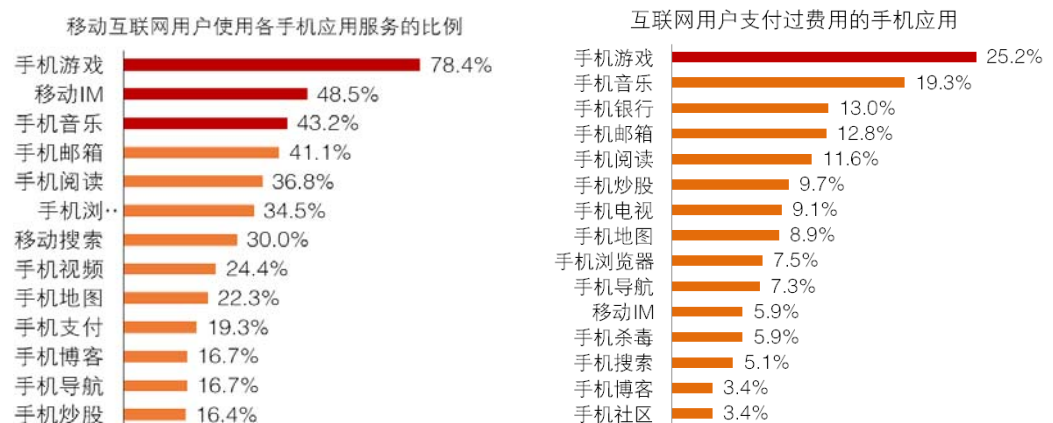
3G 网络建设的改善及智能终端的普及，带来手机游戏业务的高速发展。国内手机游戏市场未来 3 年复合增长率有望达 54%。而平板电视、平板电脑的普及更为影视制作与传播带来了有力支撑。

图表 9 3G 新业务在移动互联网收入占比已升至 33.5%



资料来源：艾瑞咨询、平安证券研究所

图表 10 手机游戏在用户使用和支付过费用的应用中均列首位



资料来源：易观国际、平安证券研究所

2.3 拥有个性化内容和优势推广渠道的公司，将成为最终的受益者

详细的说，内容类公司的核心竞争力有两个最重要的来源：

一是具有个性化内容的生产能力。个性化内容有助于用户将公司同市场竞争者区分开来，从而带来一定的竞争壁垒。对于影视制作来说，个性化内容往往由知名导演、人气明星组成；对于手机游戏来说，个性化内容由优秀的游戏工作室构成。

二是具有推广渠道，能将内容第一时间送达客户手中。对于影视制作来说，推广渠道主要是院线和 DVD 卖场；对于手机游戏来说，运营商渠道和个人 wap 网站是最重要的推广渠道。

2.4 推荐公司：北纬通信（002148）、华谊兄弟（300027）

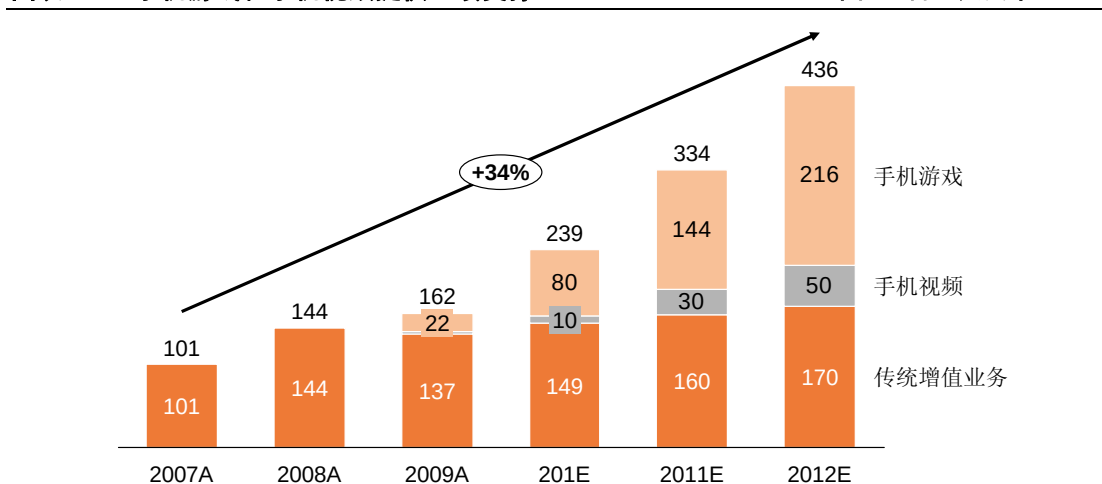
2.4.1 北纬通信（002148）：内容、渠道双发动机，驱动公司前行

■ 手机游戏、手机视频将成为收入增长核心驱动力

短信业务和彩信业务增长趋于停滞；彩铃业务进入低速增长期，未来三年复合增长率约为 20%。北纬通信对手机游戏、手机视频、手机阅读和手机社区等业务均有布局。游戏业务发展提速，2010 年将得到 8000 万收入，占总收入比例提升至 33%。手机视频业务受益于中移动手机视频业务推广，2011 年将达到 3000 万收入，占总收入比例达 12.5%。3G 业务为公司长期增长提供充足动力。

图表 11 手机游戏和手机视频提供业绩支撑

单位：百万人民币



资料来源：平安证券研究所

■ 内容：收购+基地建设快速提升公司产品质量

北纬通信通过参股及收购手机游戏研发团队，快速扩充研发力量。目前公司已经参股了杭州掌盟公司、西安袖意无限、大连斯芬克斯等主要手机游戏开发商。通过参股进入新的游戏开发市场和游戏人员的交流，公司的研发团队得到的较快发展。

其中，西安袖意无限布局 iPhone 平台，目前主要开发中医养生类游戏，如能成功，将在 2011 年为公司贡献 2000 万左右收入。大连斯芬克斯主要运作手机动作类游戏，和公司的主要游戏类别具有相似性，有助于提升公司游戏素质品质预计公司未来 2 年内还将通过收购快速进行扩张游戏研发团队。

2010 年 9 月，公司和南京市政府达成协议，建立南京游戏开发基地。预计将扩充 300~400 人的游戏团队，届时公司的游戏研发团队实力有望增强一倍。目前北纬通信的手机游戏画面已和全球最畅销的掌机 NDS 上的游戏相近，这得益于智能手机的大幅提升和公司游戏研发团队的扩充。

图表 12 公司参股的手机游戏研发团队

参股公司	参股比例	参股成本	面对平台	盈利情况
杭州掌盟	35%	200 万元	山寨机	2010 年预计实现 2000 万元净利润
西安袖意无限	35%	200 万元	iPhone	盈亏平衡
大连斯芬克斯	30%	300 万元	多种平台	15 万的月均收入，盈亏平衡 手机动作类游戏第三名

资料来源：北纬通信报告、任天堂网站、平安证券研究所

图表 13 游戏画面对比：北纬通信游戏（左）和NDS上的马里奥赛车（右）



资料来源：北纬通信报告、任天堂网站、平安证券研究所

■ 渠道：布局 wap 网站渠道，移动推广和个人网站两条腿走路

北纬通信快速布局 wap 网站推广渠道，目前手机游戏收入 60~70%来源于 wap 网站。同时快速降低山寨手机内置和移动推广平台占比，降低对中移动通道依赖程度。随着公司对 wap 网站推广平台的加大力度，今年将有 8000 万元左右的收入。我们预测，2011 年、2012 年将有 1.4 亿元、2.1 亿元的收入规模。

■ 短期仍需等待，长期值得期待

短期 3G 业务占比较低，对公司业绩影响较低；长期 3G 业务未来发展空间巨大，股价仅需等待催化剂。以 2010 年 11 月 18 日 41.8 元股价计算，对应 10、11 和 12 年 PE 分别为 70、48 和 38 倍，考虑到公司 3G 业务的发展潜力及移动互联网上市公司的稀缺性，给予“推荐”评级。

图表 14 北纬通信2010~2012年盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	145.1	164.3	238.8	334.6	436.3
YoY(%)	35.4%	13.3%	45.3%	40.1%	30.4%
净利润(百万元)	34.5	35.5	45.6	66.1	83.6
YoY(%)	8.1%	2.9%	28.5%	45.0%	26.4%
毛利率(%)	52.5%	49.1%	47.9%	48.9%	48.6%
净利率(%)	23.8%	21.6%	19.1%	19.8%	19.2%
ROE(%)	9.3%	9.1%	10.9%	14.8%	17.0%
EPS(摊薄/元)	0.46	0.47	0.60	0.87	1.11
P/E(倍)	89.2	88.9	69.7	48.0	37.7

资料来源：平安证券研究所

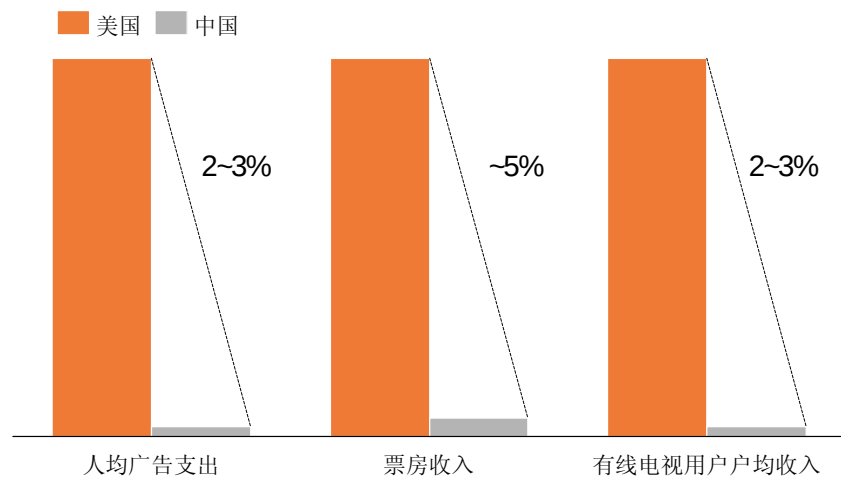
2.4.2 华谊兄弟（300027）：全明星阵容带来完美消费体验

■ 影视资源的稀缺和全球最大规模的消费者群体，有望催生传媒巨头

中国的传媒业发展程度仍远低于发达国家，人均广告支出仅占美国的 2~3%，票房收入仅占 5%，有线电视用户户均收入仅占 2~3%，上升潜力巨大。从国际市场经验来看，TMT 三大板块中，媒体和技术的产业市值应该等于电信业的市值。目前国内的电信业产值仍和媒体和技术的产值有较大差距，预计两者之间的差距将随着媒体的发展迅速减小。

中国电影票房年复合增长率有望达到 43%，超高的增长速度带来了行业内公司的整体成长机遇，从国外经验来看，美国 28 年影视行业的高速增长催动迪斯尼市值增长 40 倍。基于中国现有的这种影视资源的稀缺现状和中国消费能力的提高，我们认为，在其中占据优势的行业龙头有望成就迪斯尼类的传媒帝国。

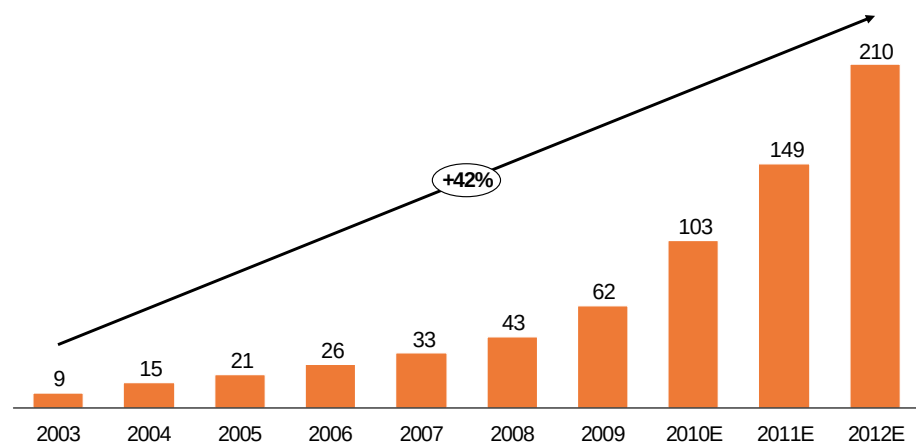
图表 15 中国的传媒业发展仍远低于发达国家



资料来源：华谊兄弟财报、中国电影网、平安证券研究所整理

图表 16 中国电影票房高速增长

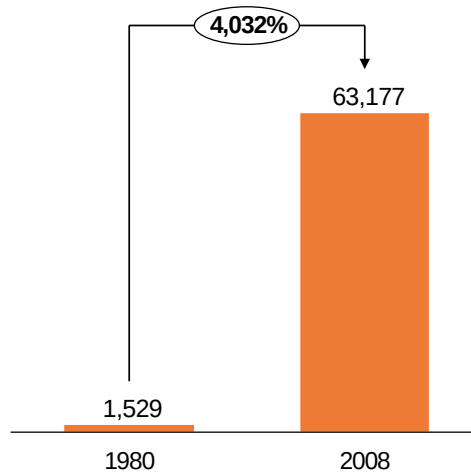
单位：亿元人民币



资料来源：华谊兄弟财报、中国电影网、平安证券研究所整理

图表 17 1980年至2008年迪斯尼市值增长了40倍

单位：百万美元



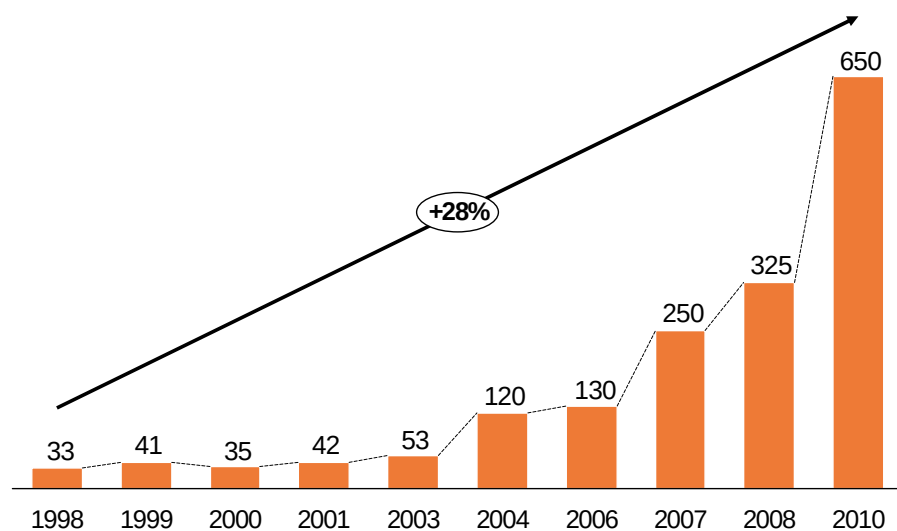
资料来源：Bloomberg、平安证券研究所整理

■ 华谊兄弟的优秀管理机制打造了最具票房号召力的影视团队，具备端到端的影响力

影视公司的竞争归根到底是内容创意和对消费者影响力的竞争，大牌导演和超级明星正在成为中国影视产业稀缺资源。从产业链角度分析，影视产业链上有生产、聚合、分销、发布等各环节，最后才能到消费者。华谊兄弟通过优秀的管理机制打造出大牌导演和超级明星，目前具有冯小刚、张纪中等中国知名导演和黄晓明、李冰冰、周迅、邓超等大量明星演员。公司完善的明星培养机制和核心导演的高产，使得公司虽处于内容生产端，却具有直接影响最终消费者的能力。

图表 18 冯小刚电影票房12年增长近20倍

单位：百万元



资料来源：华谊兄弟财报、中国电影网、平安证券研究所整理

■ 资源整合带来的职业快速通道和核心人员的股权激励，带来行业领先的稳定性和凝聚力

华谊兄弟是国内实现电影、电视剧和艺人经纪三大业务板块有效整合的典范，是在产业链完整性和影视资源丰富性方面较为突出的公司之一。业务覆盖电影、电视、广告、文化经济和音乐事业，在统一平台的整体运作下，电影、电视剧的制作、发行业务与艺人经纪业务形成了显著的协同效应。凭借“三大业务板块联动”和“工业化运作”的管理体系，公司为导演和演员提供了职业发展的快

速通道，形成了演员和导演阵容的持续发展。针对核心导演和演员团队，公司采用股权激励的手段，提高稳定性和凝聚力。

■ 长期前景看好，给予“推荐”评级

考虑到所处行业维持高速发展态势，华谊兄弟作为行业龙头有成长为影视帝国的潜力，未来前景值得期待。以 2010 年 11 月 18 日 29.37 元股价计算，对应 2010、2011 和 2012 年 PE 分别为 72、48 和 38 倍，给予“推荐”评级。

图表 19 华谊兄弟2010~2012年盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	409	604	918	1125	1400
YoY(%)	74.4%	47.6%	52.0%	22.6%	24.4%
净利润(百万元)	68	85	139	201	258
YoY(%)	16.9%	24.2%	63.5%	44.6%	28.4%
毛利率(%)	53.7%	46.3%	47.5%	46.7%	45.2%
净利率(%)	23.8%	21.6%	19.1%	19.8%	19.2%
EPS(摊薄/元)	0.20	0.25	0.41	0.60	0.77
P/E(倍)	146.9	117.5	71.6	49.0	38.1

资料来源：平安证券研究所

三、网络传送：建设处处连通的传送管道

网络传送业务，其功能在于帮助沟通双方建立连接通道；基于这个属性，故国际上也称之为“连接性业务”(Connectivity Service)。目前，这类业务的主要提供商，是我们熟悉的电信运营商。

连接性业务体验的最关键标尺，是“泛在化”、“宽带化”和“稳定性”；能对这三个方面有重要贡献的子行业，将成为 2011 年度最重要的受益行业。

3.1 “泛在化”、“宽带化”和“稳定性”是连接性业务体验的最关键标尺

连接性业务的战略性和重要性正在发生历史性改变。连接性业务本是提供应用与人、人与人、机器与机器之间互动的连接通道，然而在 TMT 应用和内容高度丰富化的今天，连接性业务的战略性和重要性已经超越提供通道基础设施，更成为业务创新的使能者和催化剂。

政府和产业共同推动连接性业务的体验提升。

各国政府都在极力投入，期望更多发挥连接性业务的创新催化剂功能。例如，2008 年经济危机以后，美国经济刺激政策的重要内容之一，就是建设高宽带网络；中国政府的“十二五规划”，也以下一代宽带网络作为重要的投资方向。

同时，产业界也期望通过连接性业务体验的革命性改善，来挖掘相关的经济价值。例如，成熟市场中的电信运营商，包括德国电信，已经发表了“建设 G 级宽带社会”的发展愿景，加大固移宽带网络的建设；我国的电信运营商也在如火如荼的加大 FTTx 光网络和 3G 移动宽带网络的投入。

网络传送业务最重要的体验指标，是“泛在化”、“宽带化”和“稳定性”。

具体地说，“泛在化”就是随时随地都能够连线，其重要性在于能够最深入的渗透到用户从“居家”、“在途”、和“工作”等不同的活动地点和时间碎片，激发丰富多样的应用场景。

“宽带化”就是保持高速的线路带宽，其重要性在于能够支持不同流量要求的应用和内容，从而扩

大相关适用业务类别的广度和深度。

“稳定性”就是永不掉线，其重要性在于确保用户体验和感知的一致性，是激发应用和内容的大规模渗透和普及的前提基础。

3.2 “网优”、“网伸”和“网护”等子行业将成为年度最重要的受益子行业

承接前面的论述，我们已知“泛在化”、“带宽”和“稳定性”是连接性业务最关键的体验标尺。那么，能对“泛在化”、“带宽”和“稳定性”带来重要贡献的子行业，将有在市场中收获的更大机会。

这些子行业主要包括三类：第一类是电信运营商，即是那些能向最终用户提供泛在化、高带宽、高稳定连接性的服务提供商，此类厂商通过收取最终用户的连接性业务服务费来产生营收；第二类是能向服务提供商提供必要的网络设备和服务平台的厂商；第三类是为外围设备和服务提供商，为主要的网络基础设施提供服务的子行业。

具体的受益推导逻辑，见图表 20。

图表 20 2011年度重要受益子行业的识别

	“泛在化”	“宽带化”	“稳定性”
直接相关的行业	无线宽带 3G/HSPA 设备厂商	光通信设备厂商	N/A
间接相关的行业	■ “网伸”子行业：网络延伸和弥补设备提供商（WLAN/热点等）	■ “网护”子行业：物理连接设备、配线架、交变箱等保护设备商等	■ “网优”子行业：网络优化商、测试设备商、网管系统商等

资料来源：平安证券研究所

结合受益周期进行分析，“网优”、“网伸”和“网护”等子行业有望成为 2011 年度最重要的受益行业。

原因在于，电信运营商的大型基础设施从建设到运营到投资回收，一般都要经历至少 4~5 年的周期，在投入的初始年份里，其建设成本和折旧费用将超过当年资产所创造的营收；同时，现有的综合设备提供商（例如中兴、华为）由于其既有的较大规模的体量、多样的产品线和全球化的分散市场，其短期盈利的改善程度容易被既有的费用水平、区域市场间和产品线之间的收入贡献的不平衡冲销，而变得难以精确预期。

相对而言，“网优”、“网伸”和“网护”等行业，由于其相对较小的体量、较为聚焦的产品线和较为集中的市场区域，其受益程度将变得更加值得期待。从 2011 年单年度来看，盈利提升程度最值得期待的，将是那些帮助运营商建设和完善连接性基础设施的“网优”、“网伸”和“网护”等子行业的参与者。

3.3 业已建立的市场地位成为盈利改善的重要基础

上文识别出来的“网优”、“网伸”和“网护”三个子行业存在以下几个关键的特征：一，行业集中度较低，即行业参与者数量较多，市场份额不只向一家企业倾斜；二，企业体量较小，即单个企业规模难以和华为、中兴等综合型网络核心设备厂商相提并论；三，主要在国内市场经营；四，对

电信运营商的依赖度较大。

在具有如上所述特征的市场里，要取得优于同行的业绩表现，就需要依赖已建立的市场地位，并能在这个基础上进一步发挥这些优势。具体而言，既有市场地位的优势要体现在以下几个方面：

一，技术地位：即公司的技术实力已经取得了客户的认可，进入客户集采选型的候选名单，这一点在运营商集采范围和深度大幅提高的今天尤其重要；

二，解决方案：即公司能够围绕运营商的最终客户、业务和产品，提供跟感知相关的解决方案，而不仅仅是单品的销售；

三，渠道覆盖：即公司已经具备全国 30 多个省的销售渠道覆盖，这是因为相比大型核心设备，小规模采购的决策重心相对更往省级公司下移，这为捕捉非常规采购机会奠定基础；

四，成本控制能力：即在遭遇必要的价格战时，有能力通过技术手段降低成本从而取得价格优势，或者通过规模优势来抵销价格下降的冲击。

3.4 推荐公司：世纪鼎利（300050）、日海通讯（002313）

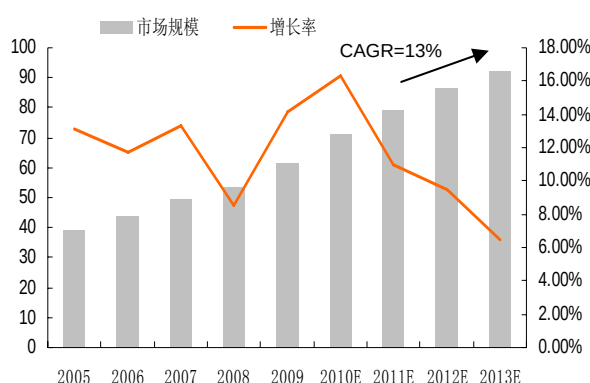
3.4.1 世纪鼎利（300050）：行业空间广阔，3G 端到端网优竞争优势明显

■ **行业成长空间广阔：3G 网优市场空间数倍于 2G 网优；第三方网优厂商有望占据大部分市场份额**

3G 业务类型复杂，业务数据量大，网优的难度大大提高；由此导致 3G 网优市场容量将是 2G 的数倍。3G 条件下运营商将会不断推出新型数据业务，如移动 IM、移动炒股、手机视频、游戏等业务，传统的接通率、掉话率等指标已不再适用，**通常需要对业务进行一对一优化**；3G 环境下数据业务及信令产生的数据量将是 2G 的数倍；3G 网络将与 2G 长期共存，**网络优化复杂性高**，既要保持 2G 网络稳定性，又要体现 3G 网络的高质量。

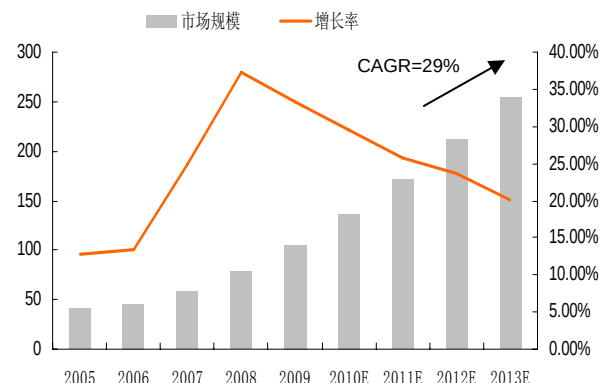
第三方网优厂商具有独立、公允的优势，未来市场份额有望扩大。以前的网络优化和测试，大多由设备商附带提供。设备商出于自身利益的考虑，网络出现问题后，经常发生定位不清、互相推诿扯皮等现象。第三方网优厂商以其专业、独立、公允的特性，受到运营商和设备商的欢迎，顺应了国际市场专业分工的发展趋势，市场份额将不断扩大。

图表 21 网络优化系统未来稳定增长 单位：亿元



资料来源：CCID、平安证券

图表 22 网络优化服务未来高速增长 单位：亿元



资料来源：CCID、平安证券

■ **3G 端到端网优竞争优势明显：传统空口侧技术领先，网络侧通过收购兼并迅速构建竞争**

力；以空口为基础构建完整的端到端优化方案

相比 2G, 3G 时代网络优化在内容和技术上都有较大变化, 行业格局将会产生变化。内容上, 网络优化的重点从语音业务向数据、语音并重发展; 技术上, 智能化、集成化是发展方向, 出现了空口侧与网络侧结合的端到端优化、本地交换网结构优化等技术。

通过收购世源信通、贝软科技, 构建完整的信令测试分析产品线, 在网络侧信令分析市场具备相当的竞争力, 在基础信令层面, 已形成 A、Abis、Gb 等 2G、3G 移动通信全接口的测试分析能力, 以及基于信令的营销支撑系统; 在应用层, 构建 WireRunner 移动通信业务智能分析平台, 以及 ANOS 无线网络监测系统, 实现基于全网用户实测的网络优化。

我们预计一个运营商在一个中等规模城市的端到端信令测试分析市场规模在 1500-2000 万左右, 以 100 个城市数量计算, 市场总容量在 20 亿元左右。在此基础上, 未来业务更有可能推进到用户行为分析、数据挖掘等领域。

目前, 公司已经中标大连及深圳移动的无线信令分析及优化项目, 主要涉及 BSC 的 Abis、A 以及 Gb 等接口的数据分析及主动检测、目前这二个单子的规模在 100 万-200 万间, 此二个示范项目效果良好, 未来有望逐渐铺开。

■ 维持“强烈推荐”评级

根据我们的盈利预测, 2010~2012 年的 EPS 分别为 1.77 元、2.81 元、3.77 元, 对应 11 月 18 日的股价 67.23 元, 动态 PE 为 38 倍、24 倍、17 倍, 维持“强烈推荐”评级。

图表 23 世纪鼎利2010~2012年盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	136.65	327.45	527.91	810.58	1101
YoY(%)	105%	140%	61.2%	53.5%	35.8%
净利润	38.99	111.37	191.91	303.59	407.39
YoY(%)	47.5%	186%	72.3%	58.2%	34.2%
EPS(摊薄/元)	0.49	1.03	1.77	2.81	3.77
P/E(倍)	137	65	38	24	17

资料来源: 平安证券研究所

3.4.2 日海通讯 (002313): 行业景气高峰将延续未来高增长态势明确

■ 下游需求: 光通信接配线行业将在 2011、2012 年达到景气高点

未来三年运营商光纤到户投资计划连年翻番, 市场空间在 4 倍以上, 我们预计光通信建设将在 2012 年左右达到景气高点。以中国电信为例, 2010 年中电信规划 FTTH 覆盖 800 万线左右, 2011 年规划覆盖 2000 万线, 2012 年 3500 万线以上。中移动与中国联通的具体规划尚未明确, 但在运营商全业务运营的背景下, 可以预期他们的光纤到户建设力度将相似或更大。

随着小区到户建设的逐步展开, 接配线占投资比例将会提高, 公司受益程度将加大。相对于省到地市、地市到小区的建设, 小区到户建设中接配线产品占投资比例将会显著提升。从公司今年接到的订单看, 今年光纤到户建设的重点仍在省到地市, 地市到小区。未来 3 年的小区到户光纤宽带建设将是公司发展的黄金期。

■ 理性看待价格战——对于市场竞争的解读

价格战两大诱因: 接配线产品同质化; 运营商集采。接配线行业进入门槛不高, 竞争激烈。集采类

接配线产品，产品同质化严重，由此导致产品竞争将主要通过价格战展开。采购模式方面，中移动在 2008 年开始接配线产品大规模集采，采用反向竞标模式，即在竞标的当天，价格标排名实时可见，竞标厂商可以在竞标时间内调整报价，以获取更好的排名。中联通、中电信在 2009 年开始学习中移动开展集采。反向集采导致各厂商为了排名不断互相杀价，08 年集采产品出现 50% 左右的价格下滑，今年下滑幅度在 20% 左右。

价格战导致产品质量低下，随着 1、2 年后质量问题开始暴露，预计运营商会改进集采模式。近几年集采产品价格下滑较快，由此导致部分厂商通过降低材料质量、简化内部结构等手段压缩成本，质量隐患明显。同时，接配线类产品在光纤到户建设中的成本占比不足 20%，其价格减少对总成本的减少效果不明显。因此我们预期未来运营商将提高技术标的比重，同时降低价格标比重。

价格战加速行业洗牌：实力不强的小企业退出竞争，预计未来价格下滑将逐步趋缓。激烈的价格战使得参与集采的企业数量大幅减少，08 年有 100 家以上的厂商参与竞标，到 10 年，参与的厂商减少到 70 几家。最终竞标入围的厂商在 4-5 家左右。目前集采市场上的几个大厂商包括宁波隆兴、常州太平、世纪人、华脉、新海宜、河北四方等。我们认为，接配线产品价格继续下降的空间不会太大。一方面企业数量的减少将减缓价格战的激烈程度，另一方面，经过 3 年的集采，接配线产品的价格已经接近各厂商成本价的水平。

■ 价格战不等于毛利率下滑——市场尚未充分认识的几个提升毛利率的积极因素

1) 高毛利新产品不断推出。新产品往往具有创新的功能与设计，不参与集采，售价高。如公司今年推出的户外一体化机房，具有布置迅速、轻巧灵活的特点，未来通信及专网建设中的使用量会快速增加，其主要亮点在于机房与铁塔配套产品毛利率较高，预计利润将大幅超过市场预期。

2) 柜内光通信配套器件自产带来的毛利提升作用。募集资金新建产能 350 万套左右的光纤连接器生产线，光器件自产比例从 20% 提高到 70%。以 2010 年上半年为例，机柜类产品 1.2 亿左右的销售额计，假设光器件占 60% 达 7200 万，自产节约 15% 的成本，则仅此一项即可减少约 550 万的成本，提升毛利率约 2 个百分点。此外，规划中的武汉基地将实现公司大部分的钣金件自产，此一项便可大幅压缩产品成本。

3) 武汉生产基地的建设将大幅减少运输费用。机房、机柜类产品较为笨重，运输费用较高，目前公司的生产基地集中在深圳，对于华北、华东地区的运费较高。武汉基地设计产能 20 亿左右。到时将实现钣金件部分的全部自产。武汉基地对于华东、华北地区的运输费用将有大幅下降。

■ 维持“强烈推荐”评级

预计 2010~2012 年净利润复合增速为 42.3%，EPS 分别为 1.05 元、1.57 元、2.26，对应 2010 年 11 月 18 日股价 48.1 元，PE 分别为 45 倍、30 倍、21 倍。维持“强烈推荐”评级。

图表 24 日海通讯2010~2012年盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	415.58	684.97	943.04	1,381.37	1,866.02
YoY(%)	18.5%	64.82%	37.68%	46.48%	35.08%
净利润	35.51	72.54	104.52	157.98	225.87
YoY(%)	7.3%	104.3%	44.09%	51.15%	42.97%
毛利率(%)	30.2%	31.0%	29.3%	29.3%	29.6%
EPS(摊薄/元)	0.36	0.73	1.05	1.58	2.26
P/E(倍)	133	65	45	30	21

资料来源：平安证券研究所

四、 终端界面：实现完美的人机交互

终端界面是应用和内容与客户交互最频繁、关系最密切的环节，对客户体验和感知产生极为重要的影响。对于终端界面而言，“视觉”、“触觉”和“交互”成为衡量终端体验的“铁三角”。由于近年触摸屏技术的发展和苹果公司产品的催化，触摸屏由于兼跨“铁三角”的体验要求，成为消费电子信息输入的新宠，也由此引发了触摸屏相关市场的爆发式增长。

4.1 “视觉”、“触觉”和“交互”成为界面体验衡量的铁三角

电子消费品体验的衡量标准，是终端界面的“视觉”、“触觉”和“交互”体验。在技术已经逐渐成为通用品、难以作为差异化因素的今天，在界面设计方面如果取得突破性的进展，往往能够提高最终用户市场的认知和接受，赢得真正的竞争优势。

这三个方面，成为电子消费品制造商极力追求卓越的领域。例如苹果公司的复兴，业界往往将其归功于苹果在工业设计和交互设计领域里取得的巨大成就，而不是技术本身的突破。同样地，当年三星电子在意识到自己无法在技术领域和美国企业抗衡的时候，也转而加强工业设计能力，期望通过工业设计领域的蹊径，再造三星。为此，三星建立了高达 500 多人的工业设计团队，遍布在不同的区域市场，理解各地的文化、传统和偏好，融入到自己的工业设计中去。最终的市场结果，也表明了这一竞争思路的效能和效率。

4.2 取得突破性发展的触摸屏，成为兼跨三角的终端界面新宠

触摸屏受到市场高度接受。触摸屏在消费电子中的应用，所创造的客户体验在“视觉”、“触觉”和交互三方面都获得重大突破，极大提高终端设备的人机互动性和效率，创造了传统按键式输入无法比拟的新型感受，受到市场的热捧。

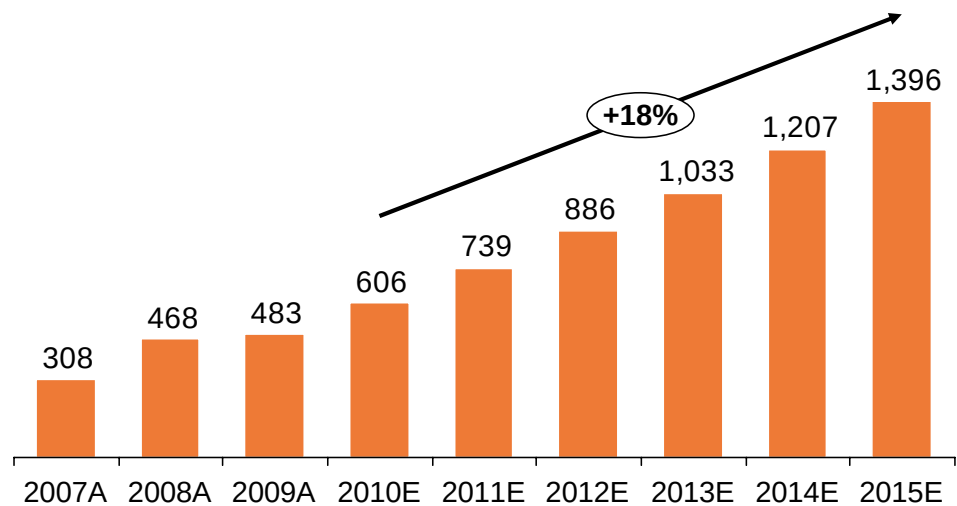
图表 25 苹果电容式触摸屏产品（IPAD/IPHONE 4）受市场热捧



资料来源：平安证券综合研究所

图表 26 触摸屏在迷你笔电、平板电脑中的出货量快速增长

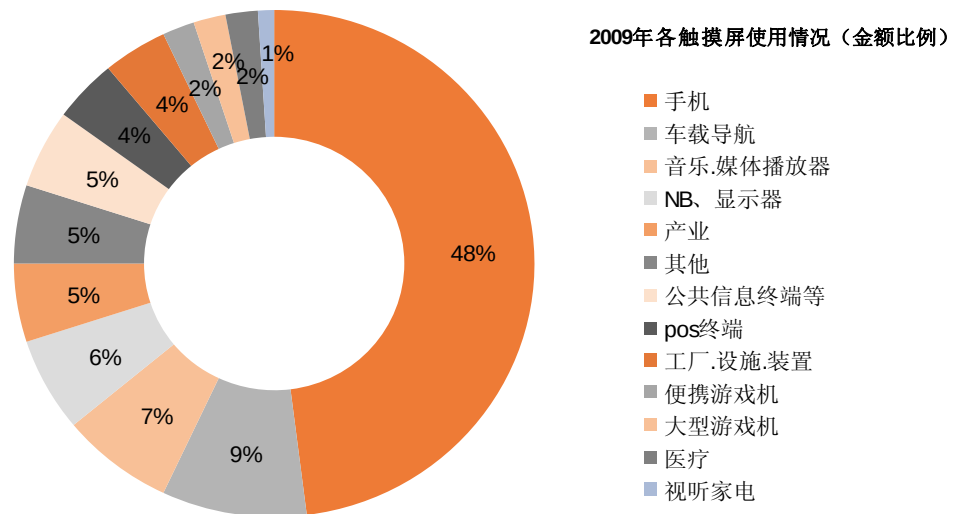
单位：百万片



资料来源：DisplaySearch，平安证券综合研究所

触摸屏应用领域广泛。除了快速渗入手机、车载导航、媒体播放器、视听家电等个人领域之外，也逐步向公共信息终端、医疗、POS 终端等产业和公共领域延展。其中，手机是触摸屏第一大需求领域，据 DIGITIMES Research 统计数据表明，2009 年按出货金额计算，手机用触摸屏面板占比在 48% 左右，远高于其他领域或产品。

图表 27 2009年各用途触摸面板的供货业绩（金额比例）



资料来源：DIGITIMES Research、平安证券综合研究所

“显示+触摸”模式有望取代按键式输入方式。在“显示屏+触摸技术”的发展推动下，两者融合产品正快速向不同的市场领域渗透。特别是电容式触摸屏，由于其设计和使用时方便、耐用且具有美学效果等优点，其应用渗透最快，电容式触摸屏成为传统按键产品的理想替代者。如，电容式触摸屏应用于银行密码键盘中，不仅美观，并且可实现随即显示而更安全。另外，用“显示屏+触摸屏”替代传统按键产品，还为我们提供新的媒体价值，空闲时可将植入广告而实现附加价值。

图表 28 屏显式密码键盘/乱序密码键盘（上）和触控式遥控器（下）



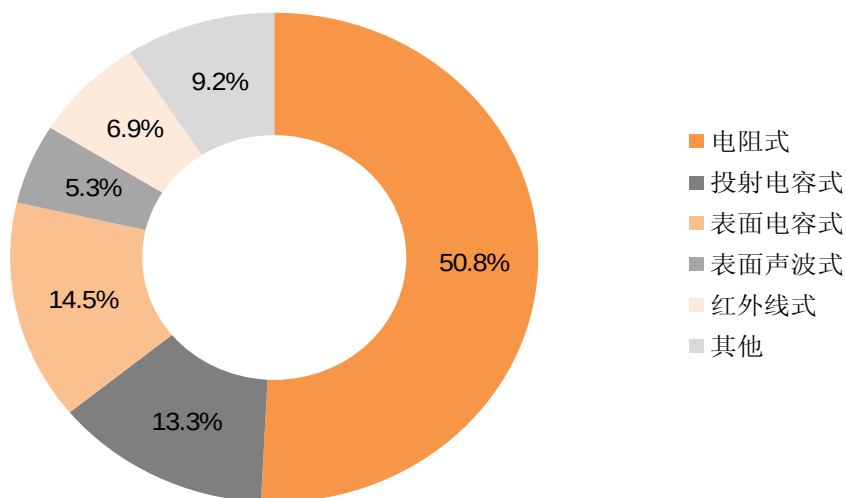
资料来源：公开资料、平安证券研究所

4.3 电容式触摸屏有望成为最富增长潜力的类别

受成本等限制，电阻式触摸屏当前尚占主要份额；但电容式触摸屏呈崛起之势。触摸屏因技术不同原理，主要分为电阻式、投射电容式、表面电容式、红外式和声波式等，由于电阻式技术相对成熟、

成本较低，市场渗透率较高，见图表 14。

图表 29 当前按技术原理区分的触摸屏市场份额



资料来源: DIGITIMES、平安证券研究所

然而，电容式触摸屏有望崛起，成为未来的主流技术，原因在于：

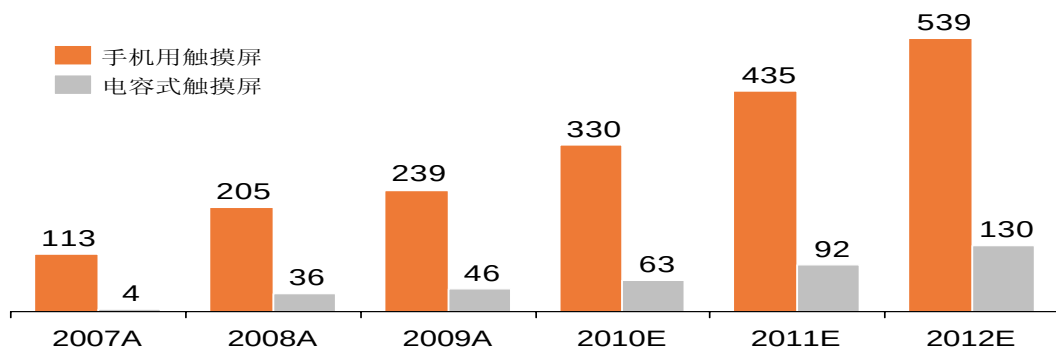
其一，厂商正在积极采用和推广。随着投射电容式触摸屏技术的提升，其成本水平目前已得到较大改善；电容式触摸屏凭借其独特的魅力，日益成为众高端电子消费品的标准配置之一；更由于得到苹果、三星等一线厂商推广和带动，势必有更多的厂商积极采用；

其二，优质体验降低客户对价格的敏感性。自 2007 年 iPhone 手机采用多点触控的电容屏以来，由于只需用手指轻轻滑动、点击就能完成各种操作，iPhone 及 iPad 等成为明星产品受消费者热捧，特别是其高透光率超过 95%、支持多指触控等特性，弱消费者对价格的敏感性（iPhone 均价是 RIM、Motorola 的 2.5 和 3.6 倍）；

其三，电容式触摸屏在中小尺寸面板中有应用优势。电容式触摸屏在中小尺寸面板中有应用优势，其在手机、平板电脑等消费电子产品的渗透率有望大幅提升，电容式触摸屏或将进入高速增长的金

据 DisplaySearch 报告显示，2009 年触摸面板供货金额超过 43 亿美元，电容式面板约占 35%。2010 年，在智能手机和 iPad 拉动下，预计电容式面板市场容量快速扩展，电容式面板的出货金额在 30 亿美元以上，到 2016 年市场规模将扩大至接近 70 亿美元，静电容式面板市场份额有望在 50% 以上。

图表 30 电容式触摸屏快速增长，到2012年在手机领域的渗透率将达10%左右 单位：百万片



资料来源: DIGITIMES Research、平安证券综合研究所

4.4 推荐公司：长信科技（300088）、莱宝高科（002106）

4.4.1 长信科技（300088）：攻守兼备，电容屏市场异彩缤纷提升投资价值

■ 国内 ITO 导电玻璃主流供应商

从事 LCD-ITO 导电膜玻璃、TP-ITO 导电膜玻璃、视窗材料等，拥有导电玻璃镀膜生产线 9 条，产销量多年居国内第一。随着募投及超募资金新增投资项目投产，未来将以 STN、TP 用导电玻璃及电容式触摸屏为主，其中 STN 导电玻璃生产线有望提升至 5 条，年产能可在 1500 万片以上，电容式触摸屏年产能有望达到 80 万片以上。

■ 产品档次结构优化业绩高增长可期

公司一直致力于产品结构高档化战略，目前进入加速推进阶段。随着募投及超募资金新增投资项目投产，未来将以 STN、TP 用导电玻璃及电容式触摸屏为主，其中 STN 导电玻璃生产线有望提升至 5 条，产能达到 1500 万片每年，电容式触摸屏产能有望达到 80 万片每年。未来几年将在电容式触摸屏等中高端产品的推动下，呈现产品结构持续优化和业绩高速增长态势。

■ 从追求规模向技术引领迈进，电容式触摸屏驱动持续成长

公司已基本完成从规模扩张到技术引领的初期，未来将在研发中心的支持下，逐渐过渡到以生产电容屏等中高端产品的技术引领型企业。

电容式触摸屏拟投建两条生产线，年产 2000 万只 3.5 尺寸电容触摸屏，应用领域定位为手机、GPS、电子书、MP4/MP5、数码相机、工控仪器等，也可生产 10 英寸（25.4*20.32cm）左右触摸屏。电容式触摸屏的量产，不仅使公司产品结构进一步高端化。由于电容式触摸屏市场前景看好，电容式产能的扩张将打消目前市场对公司未来业绩增长驱动因素模糊的困境。

■ 维持业绩预测及“强烈推荐”评级

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 4.64、6.57 和 9.83 亿元，2009-2012 年营收复合增长率 55%，每股收益分别为 0.88、1.27 和 2.06 元。以 2010 年 11 月 18 日收盘价 50.91 元，对应 2010-2012 年的动态市盈率分别为 58、40 和 25 倍。我们认为，国内显示器件行业未来发展空间大，特别是触摸屏良好的人机界面，应用领域持续扩大，看好公司长期发展态势，维持“强烈推荐”评级。

图表 31 长信科技2010~2012年盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	212.11	261.50	463.60	656.60	983.00
YoY(%)	18.5	23.3	77.3	41.6	49.7
净利润(百万元)	46.28	60.55	110.08	159.71	258.87
YoY(%)	16.6	30.8	81.8	45.1	62.1
毛利率(%)	36.12	37.56	38.65	39.22	42.25
净利率(%)	21.82	23.15	23.74	24.32	26.33
ROE(%)	17.36	18.45	9.55	12.17	16.48
EPS(摊薄/元)	0.37	0.48	0.88	1.27	2.06
P/E(倍)	138.1	105.5	58.0	40.0	24.7
P/B(倍)	18.0	14.6	5.5	4.9	4.1

资料来源：平安证券研究所

4.4.2 莱宝高科（002106）：触控天下，知者先行

■ 触控天下，知者先行

莱宝高科主要从事中高端显示材料的研发与生产销售，产品包括电容式触摸屏（sensor）、彩色滤光片（CF）、TFT 空盒和 ITO 导电玻璃。公司是国内典型的技术引领型企业，前瞻性的技术研发和果断投产，过去几年，ITO、CF 和电容式触摸屏均领先同行，其中电容式触摸屏成功进入苹果供应链。

■ 成为苹果核心供应商，分享电容触摸屏市场盛宴

苹果 iPhone 3GS 上市三日内销量超过 100 万部，iPhone 4 首日的预定量达 60 余万部，三天内达到 170 万部，在美国、日本、中国 iPhone 均受到消费者追捧，在智能手机中的市场份额远远领先同行。可以说，不管从技术来看，还是从客户而言，莱宝高科是国内触摸屏投资标的的最好选择。随着公司产能的扩张，将充分分享电容式触摸屏市场盛宴。

■ 平板电脑热销，触摸屏市场高增长添新动力

据调查显示，iPad 在 2010 年 4 月份推出后的 80 天内销量达 300 万台，目前单季销量约 420 万台。由于 iPad 采用 9.7 英寸屏，其热销进一步推动触摸屏市场需求的增长，我们虽然并不认为平板电脑一定会成为一款革命性产品，但相信在创新型企业的推动下，市场空间仍然很大，平板电脑的超预期的繁荣将确保未来几年电容式触摸屏市场的高增长态势。

■ 触摸屏驱动业绩增长，持续超预期提高估值水平

公司电容式触摸屏项目的提前达产，使 2010 公司业绩持续超预期，预计全年净利润增幅超过公司预计的 150%。主要原因是年产 48 万片和年产 82.8 万片中小尺寸电容式触摸屏项目提前达产。

根据公司项目进展，预计原定于 2011 年投产的 400 万片/年的中大尺寸（10 英寸）触摸屏项目也有望提前在 2010 年底投产，并且 2011 年将另有 400 万片中大尺寸电容屏在下半年投产。因此，公司电容屏项目的快速投产，加之行业需求正出鼎盛时期，预计明后年公司业绩高增长的持续性和确定性高。虽然公司市场较大（流通市值 217 亿，总市值 230 亿），但持续超预期的业绩增长为公司估值水平的提升奠定基础。

■ 管理团队优秀，技术驱动成长

公司管理团队相当优秀，在前瞻性技术研发和选择投资时机均有独到之处，把公司打造成技术驱动成长的典范。目前公司电容式触摸屏在国内领先同行至少 2 年时间，彩色电子书、柔性显示技术、OLED 技术等下一代显示材料技术储备也有条不紊的在研发和储备，电容式触摸屏后，随着新技术市场的成熟，加之公司盈利能力和资金充裕，这些新技术将接过公司业绩持续增长的“接力棒”。

■ 盈利预测与评级

在电容式盛宴推动下，预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 11.79、19.33 和 23.31 亿元，净利润分别为 4.60、7.57 和 9.14 亿元，EPS 分别为 1.07、1.76 和 2.13 元。对应 2010 年 11 月 18 日股价（61.55 元）的动态 PE 为 57、35 和 29 倍，估值相对合理，首次给予“推荐”评级。

图表 32 莱宝高科2010 ~ 2012年盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	538.65	636.27	1179.00	1932.50	2330.60
YoY(%)	-4.8	18.1	85.3	63.9	20.6
净利润(百万元)	212.74	176.66	459.54	756.91	914.02
YoY(%)	-7.2	-16.0	157.2	64.7	20.8
毛利率(%)	54.71	43.14	53.96	54.63	54.70
净利率(%)	39.86	28.36	39.36	39.55	39.60
ROE(%)	13.44	10.70	20.67	25.46	23.57
EPS(摊薄/元)	0.50	0.41	1.07	1.76	2.13
P/E(倍)	124.1	149.4	57.4	34.9	28.9
P/B(倍)	12.7	12.0	11.8	8.8	6.7

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257