

2011年10月25日

莱宝高科

3季报符合预期，但全年业绩承压

莱宝高科2011年1-3季度实现净利润3.5亿元，同比增长29.3%，基本符合我们预期。公司预计2011年全年净利润同比增长0%-10%，大幅低于我们预期。我们认为TPK产能的扩大直接影响到公司的订单，同时由于产品价格下降较快，触摸屏 Sensor 的盈利下降也将影响到公司的盈利能力。我们下调公司2011-2013年每股收益至0.80元、1.04元和1.17元，基于24倍2012年预测市盈率，我们下调公司目标价至24.85元，并下调公司评级至持有。

持有 (买入)

A

002106.SZ - 人民币 25.66

目标价格: 人民币 24.85 (↓31.65)

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

支撑评级的要点

- 莱宝高科发布业绩报告，1-3季度实现净利润3.5亿元，同比增长29.3%，符合我们预期。
- 公司3季度单季毛利率比去年同期下降9.1个百分点，我们认为主要是由于竞争加剧导致产品价格和盈利能力下降。1-3季度管理费用率上升0.7个百分点，主要是由于研发费用的增长。
- 公司预计2011年全年净利润增长0%-10%，大幅低于我们预期，我们认为行业竞争加剧及下游模组厂自有产能扩张是导致全年业绩增长低于我们预期的主要原因。
- 我们认为2011年下半年至2012年是公司新产品重要研发期，如进展顺利，公司拟投入的一体式电容屏及AMOLED产品试产线有望在2013年掀起新一轮的增长。
- 我们认为投入项目如进展顺利，将极大拓宽公司的产品线，使公司未来增长得到保障。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(46)	(8)	(23)	(9)
相对新华富时A50指数(%)	(33)	(8)	(11)	14

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	600
流通股(%)	77.53
流通股市值(人民币 百万)	11,937
3个月日均交易额(人民币 百万)	261
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中国机电出口产品投资有限公司	22.47

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

评级面临的主要风险

- 产品价格剧烈下跌导致盈利能力大幅下降。
- 下游客户进一步削减产品订单。
- 新客户开发慢于预期。

估值

- 我们预计2011-2013年公司将分别实现每股收益0.80元、1.04元和1.17元，基于24倍2012年预测市盈率，我们将公司目标价由31.65元下调至24.85元，并下调公司评级至持有。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	636.3	1,146.3	1,280.5	1,889.2	2,267.0
变动(%)	n.a	80.2	11.7	47.5	20.0
净利润(人民币 百万)	176.7	451.1	480.8	621.8	701.7
全面摊薄每股收益(人民币)	0.536	0.751	0.801	1.036	1.169
变动(%)	n.a	40.3	6.6	29.3	12.9
先前预测每股收益(人民币)			1.079	1.217	1.457
调整幅度(%)			(25.8)	(14.9)	(19.8)
全面摊薄市盈率(倍)	47.9	34.2	32.0	24.8	22.0
每股现金流量(人民币)	1.9	2.7	2.1	3.1	3.8
价格/每股现金流量(倍)	13.3	9.6	12.0	8.2	6.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	15.5	20.4	15.9	12.8
每股股息(人民币)	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
股息率(%)	1.6	0.7	1.1	1.6	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

1-3 季度业绩基本符合预期

莱宝高科 2011 年 1-3 季度实现净利润 3.5 亿元，同比增长 29.3%，符合我们预期。

- 公司当期实现营业收入 9.2 亿元，同比增长 15.3%，据我们调研得知，由于 TPK 产能扩大，一定程度上影响了公司 Sensor 的订单，导致营业收入增长较慢。
- 公司期间毛利率为 52.8%，略低于去年同期水平。
- 公司期间管理费用率较去年同期水平增长 0.7 个百分点，我们认为这体现了 3 季度开始公司在新产品研发方面加大投入。

图表 2.1-9 月份业绩指标

(人民币, 百万)	2010 年 1-3 季度	2011 年 1-3 季度	同比变化(%)
营业收入	798.8	920.7	15.3
毛利	426.8	486.4	14.0
销售费用	10.2	11.7	15.2
管理费用	55.9	70.5	26.2
财务费用	9.2	(8.5)	(192.7)
营业利润	347.9	404.5	16.3
净利润	271.3	350.7	29.3
比率(%)		百分点变化	百分点变化
毛利率	53.4	52.8	(0.6)
销售费用率	1.3	1.3	(0.0)
管理费用率	7.0	7.7	0.7
财务费用率	1.2	(0.9)	(2.1)
营业利润率	43.6	43.9	0.4
净利润率	34.0	38.1	4.1

资料来源：公司数据

从单季度业绩指标来看，公司当期净利润为 8,440 万，环比和同比分别下降 39.8%和 26.8%，同时毛利率下降 9.1 个百分点，我们认为毛利率的下降体现了 Sensor 产品的价格竞争进一步加剧。

图表 3.3 季度单季业绩指标

(人民币, 百万)	2010年 3季度	2011年 2季度	2011年 3季度	环比变化 (%)	同比变化 (%)
营业收入	323.6	338.0	288.4	(14.7)	(10.9)
毛利	175.3	187.6	130.0	(30.7)	(25.8)
销售费用	3.6	4.2	4.1	(1.0)	13.8
管理费用	19.6	26.8	24.1	(10.2)	22.5
财务费用	0.3	(2.5)	0.0	(100.6)	(94.4)
营业利润	149.8	156.2	99.4	(36.4)	(33.7)
净利润	115.2	140.3	84.4	(39.8)	(26.8)

比率(%)			百分点变化	百分点变化	
毛利率	54.2	55.5	45.1	(10.4)	(9.1)
销售费用率	1.1	1.2	1.4	0.2	0.3
管理费用率	6.1	7.9	8.3	0.4	2.3
财务费用率	0.1	(0.7)	0.0	0.7	(0.1)
营业利润率	46.3	46.2	34.5	(11.7)	(11.8)
净利润率	35.6	41.5	29.3	(12.2)	(6.3)

资料来源: 公司数据

公司预计 2011 年全年净利润同比增长 0%-10%，低于我们预期。我们认为，行业竞争的加剧及下游模组厂自有产能扩张导致对公司订单减少是全年业绩低于我们预期的主要原因。

公司正处于产品升级期，新产品将带动未来增长

公司 10 月 10 日公告，计划募集资金 17 亿，投入一体式电容屏生产，并建设一条 AMOLED 试生产线，我们认为此举将在未来应对行业技术升级以及电容屏行业进入成熟期的价格下降导致盈利能力下降的风险。

我们认为 2011 年至 2012 年是公司产品升级期，原有电容屏将在大尺寸进入产出期后开始贡献业绩，但是由于行业竞争激烈，增速将显著低于 2010 年。2013 年公司新产品有望投入生产从而带动业绩进入新一轮增长周期。

下调盈利预期及评级

我们下调 2011-13 年公司每股收益至 0.80 元、1.04 元和 1.17 元，基于 24 倍 2012 年预测市盈率，下调公司目标价至 24.85 元，下调评级至**持有**。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	636	1,146	1,281	1,889	2,267
销售成本	(362)	(515)	(578)	(962)	(1,218)
经营费用	25	16	16	26	110
息税折旧前利润	299	647	719	954	1,158
折旧及摊销	(82)	(110)	(127)	(188)	(293)
经营利润(息税前利润)	217	537	592	765	866
净利息收入(费用)	3	(11)	(19)	(23)	(27)
其他收益/(损失)	4	7	4	4	4
税前利润	224	533	577	746	842
所得税	(43)	(78)	(87)	(112)	(126)
少数股东权益	(4)	(4)	(10)	(13)	(14)
净利润	177	451	481	622	702
核心净利润	177	451	481	622	702
每股收益(人民币)	0.54	0.75	0.80	1.04	1.17
核心每股收益(人民币)	0.54	0.75	0.80	1.04	1.17
每股股息(人民币)	0.41	0.18	0.29	0.40	0.40
收入增长(%)	n.a	80	12	48	20
息税前利润增长(%)	n.a	148	10	29	13
息税折旧前利润增长(%)	n.a	117	11	33	21
每股收益增长(%)	n.a	40	7	29	13
核心每股收益增长(%)	n.a	40	7	29	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	766	1,026	789	363	619
应收帐款	157	165	184	271	326
库存	56	98	44	26	21
其他流动资产	92	109	108	108	108
流动资产总计	1,073	1,398	1,125	769	1,074
固定资产	732	878	1,365	2,190	2,409
无形资产	158	141	126	113	101
其他长期资产	117	125	125	125	125
长期资产总计	1,007	1,144	1,617	2,429	2,636
总资产	2,079	2,543	2,742	3,198	3,710
应付帐款	82	97	108	179	227
短期债务	34	0	0	0	0
其他流动负债	62	214	90	90	90
流动负债总计	178	310	198	269	317
长期借款	137	85	85	85	85
其他长期负债	20	17	16	16	16
股本	330	429	600	600	600
储备	1,357	1,648	1,786	2,168	2,629
股东权益	1,687	2,077	2,387	2,768	3,230
少数股东权益	56	53	56	59	62
总负债及权益	2,079	2,543	2,742	3,198	3,710
每股帐面价值(人民币)	5.11	4.84	3.98	4.61	5.38
每股有形资产(人民币)	4.64	4.51	3.76	4.42	5.21
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.8)	(2.2)	(1.2)	(0.5)	(0.9)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	224	533	577	746	842
折旧与摊销	82	110	127	188	293
净利息费用	(3)	11	19	23	27
运营资本变动	(53)	26	47	1	(1)
税金	(43)	(78)	(87)	(112)	(126)
其他经营现金流	10	(8)	(25)	(32)	(39)
经营活动产生的现金流	217	594	658	814	996
购买固定资产净值	(224)	(277)	(600)	(1,000)	(500)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	1	0	0	0
投资活动产生的现金流	(224)	(276)	(600)	(1,000)	(500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	104	25	(124)	0	0
支付股息	(135)	(79)	(172)	(240)	(240)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(31)	(54)	(295)	(240)	(240)
现金变动	(37)	264	(237)	(426)	256
期初现金	800	766	1,026	789	363
公司自由现金流	(3)	307	39	(208)	469
权益自由现金流	101	332	(84)	(208)	469

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	47.0	56.5	56.2	50.5	51.1
息税前利润率(%)	34.1	46.8	46.2	40.5	38.2
税前利润率(%)	35.1	46.5	45.1	39.5	37.2
净利率(%)	27.8	39.4	37.5	32.9	31.0
流动性					
流动比率(倍)	4.3	3.3	4.0	1.3	2.0
利息覆盖率(倍)	nm	48.2	31.9	33.6	31.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.7	4.2	5.5	2.8	3.3
估值					
市盈率(倍)	47.9	34.2	32.0	24.8	22.0
核心业务市盈率(倍)	47.9	34.2	32.0	24.8	22.0
目标价对应核心业务	47.9	34.2	32.0	24.8	22.0
市盈率(倍)					
市净率(倍)	5.0	5.3	6.5	5.6	4.8
价格/现金流(倍)	13.3	9.6	12.0	8.2	6.8
企业价值/息税折旧前	26.3	15.5	20.4	15.9	12.8
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	nm	54.9	45.1	13.4	7.1
应收帐款周转天数	90.2	51.3	49.7	44.0	48.1
应付帐款周转天数	46.9	28.4	29.2	27.8	32.7
回报率					
股息支付率(%)	1.6	0.7	1.1	1.6	1.6
净资产收益率(%)	10.5	24.0	21.5	24.1	23.4
资产收益率(%)	8.4	19.8	19.0	21.9	21.3
已运用资本收益率(%)	11.5	25.5	24.2	27.3	26.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371