

2011年8月2日

莱宝高科

中报高增长、下半年面临竞争压力

A 持有 (↓买入)

002106.SZ - 人民币 31.93

目标价格: 人民币 30.21 (↓45.86)

莱宝高科 2011 年上半年录得归属母公司净利润 2.7 亿元, 同比增长 70.6%, 公司上半年维持高增长主要是因为触摸屏产品持续热销, 在产品结构中占比提高。公司预计 2011 年 1-9 月归属母公司净利润同比增长 10%-30%, 低于我们预期。我们仍然看好公司在触摸屏产业链中的地位, 但是公司短期增长将面临行业竞争激烈带来的压力, 我们预计 2011-13 公司每股收益分别为 1.08 元、1.22 元和 1.46 元, 基于 28 倍 2011 年预测市盈率, 我们下调公司目标价至 30.21 元, 下调评级至持有。

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

中报要点

- 莱宝高科 2011 年上半年录得归属母公司净利润 2.7 亿, 同比增长 70.6%, 触摸屏产品的持续热销使公司上半年业绩实现高增长。
- 2011 年上半年公司的销售和管理费用率分别同比下降 0.2 和 0.3 个百分点, 体现公司在成本和费用控制方面进一步取得成效。
- 从 2 季度单季业绩指标来看, 公司的单季毛利率环比和同比都出现一定下降, 我们认为这种下降体现了触摸屏行业的趋势; 我们预计随着更多的触摸屏生产厂商进入, 触摸屏产品的价格和利润空间都将出现下降趋势, 行业公司的盈利能力将受到更大挑战;
- 公司预计 3 季度中大尺寸触摸产品达产, 中大尺寸触摸屏产品达产慢于我们预期。3 季度中大尺寸触摸屏产品的达产, 有可能对公司的业绩起到一定的支撑作用。
- 公司预计 2011 年 1-9 月归属母公司净利润同比增长 10%-30%。

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(%)	(33)	4	(5)	50
相对新华富时 A50 指数(%)	(28)	8	4	55

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(%)	76.02
流通股市值(人民币 百万)	14,564
3 个月日均交易额(人民币 百万)	197
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	23.98

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

估值

- 基于对触摸屏行业的判断及公司对 1-9 月的盈利预测, 我们下调公司 2011-13 年归属母公司净利润至 6.5 亿元、7.3 亿元和 8.7 亿元, 对应每股收益 1.08 元、1.22 元和 1.46 元 (公司 10 年年报每 10 股转增 4 股, 总股本增加为 6 亿股);
- 基于 28 倍 2011 年预测市盈率, 我们将公司目标价格由 45.86 元下调至 30.21 元, 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	1,146	1,617	1,971	2,365
变动(%)	-	80	41	22	20
净利润(人民币 百万)	177	451	648	731	875
全面摊薄每股收益(人民币)	0.54	0.75	1.08	1.22	1.46
变动(%)	-	40	44	13	20
先前预测每股收益(人民币)			1.32	1.78	2.19
调整幅度(%)			(18.5)	(31.6)	(33.6)
全面摊薄市盈率(倍)	59.6	30.4	29.6	26.2	21.9
每股现金流量(人民币)	2.3	2.4	2.0	2.8	3.7
价格/每股现金流量(倍)	13.8	13.4	15.8	11.6	8.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.3	19.7	19.6	16.8	13.8
每股股息(人民币)	0.41	0.18	0.29	0.40	0.40
股息率(%)	1.3	0.6	0.9	1.3	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年维持高增长、但单季盈利能力有所下降

莱宝高科 2011 年上半年录得归属母公司净利润 2.7 亿元，同比增长 70.6%。我们认为上半年业绩高增长主要由于：

公司录得总营业收入 6.3 亿元，同比增长 33.1%，主要受益于消费电子的需求旺盛，触摸屏产品需求持续走强。

2011 年上半年公司毛利率为 56.4%，比去年同期提高 3.4%，主要是由于触摸屏等高毛利产品在营业收入中的占比提高所致。

期间销售和管理费用率分别同比下降 0.2 和 0.3 个百分点，体现了公司在成本和费用控制方面进一步取得成效。

图表 2. 半年报业绩指标

(人民币, 百万)	2010 年上半年	2011 年上半年	同比 (%)
营业收入	475.2	632.3	33.1
毛利	251.5	356.4	41.7
销售费用	6.5	7.6	16.0
管理费用	36.2	46.4	28.2
财务费用	8.9	(8.5)	(195.6)
归属母公司净利润	156.0	266.3	70.6
毛利率 (%)	52.9	56.4	3.4
销售费用率 (%)	1.4	1.2	(0.2)
管理费用率 (%)	7.6	7.3	(0.3)
财务费用率 (%)	1.9	(1.4)	(3.2)

资料来源：公司数据

我们对公司 2 季度单季业绩进行分拆，2011 年 2 季度公司实现归属母公司净利润 1.4 亿元，环比和同比分别增长 11.3% 和 49.1%，2 季度公司毛利率环比和同比分别下降 1.8 和 1.4 个百分点。

我们认为，随着触摸屏产业链上更多的公司加入竞争，触摸屏的整体价格可能在下半年或明年上半年开始出现一定下滑，从而对产业链上的从业公司盈利能力产生影响，总体来看，产业链上从业公司的毛利率可能会出现下降趋势。

图表 3.2 季度单季业绩指标

(人民币, 百万)	2010年 2季度	2011年 1季度	2011年 2季度	环比 (%)	同比 (%)
营业收入	249.8	294.2	338.0	14.9	35.3
毛利	142.1	168.7	187.6	11.2	32.0
销售费用	3.2	3.4	4.2	24.2	32.7
管理费用	13.8	19.6	26.8	36.6	94.8
财务费用	7.3	(6.1)	(2.5)	(59.2)	(133.8)
归属母公司净利润	94.1	126.0	140.3	11.3	49.1
毛利率 (%)	56.9	57.3	55.5	(1.8)	(1.4)
销售费用率 (%)	1.3	1.1	1.2	0.1	(0.0)
管理费用率 (%)	5.5	6.7	7.9	1.3	2.4
财务费用率 (%)	2.9	(2.1)	(0.7)	1.3	(3.7)

资料来源: 公司数据

下半年将可能面临价格压力

公司预计2011年1-9月归属母公司净利润同比增长10%-30%，同时公司预计在2季度完成中大尺寸触摸屏产品试生产后，3季度有望达到批量生产能力，中大尺寸电容式触摸屏产能扩充项目尚有部分主要设备将在下半年陆续到厂，并将进行安装调试。

公司3季度业绩预计低于我们预期，我们认为，一方面是由于大尺寸触摸屏产品达产慢于我们先前预期；另一方面由于下半年触摸屏行业竞争将更为激烈，随着更多生产商加入价格下跌将可能加剧，从而有可能对整个产业链上的公司业绩形成一定影响。

综合我们对触摸屏类上市公司的观察及调研信息，我们判断3季度触摸屏类产品的单价环比有可能下降达到10%左右，对触摸屏产品生产厂商的毛利率构成压力。

我们认为判断公司下半年业绩，需重点关注中大尺寸触摸屏生产线的进度，如中大尺寸触摸屏产品顺利达产，将有利于公司营业收入和盈利能力的维持。

从需求层面来看，中大尺寸触摸屏的市场仍然旺盛。据Strategy Analytics统计，2011年2季度全球平板电脑的销量较去年同期增长了331%，增加至1,500万台以上，其中，苹果iPad的销量较去年增加了600万台。

下调盈利预期，下调公司评级至持有

我们仍然看好公司在触摸屏产业链上的地位，但随着更多厂商进入触摸屏生产，公司将面临更加激烈的价格竞争，我们对公司的盈利预期进行如下调整：

我们基于触摸屏产品价格下降的判断及中大尺寸触摸屏产品生产慢于我们预期，下调 2011 年全年营业收入预测至 16.2 亿元；

我们下调公司 2011 年毛利率至 57.7% 来反映价格下降对于毛利率的压力；

基于以上假设变动，我们下调公司全年归属母公司净利润至 6.5 亿元。我们预计 2011-13 年归属母公司净利润分别为 6.5 亿元、7.3 亿元和 8.7 亿元。

我们认为公司短期业绩将受到行业竞争的影响，同时公司的中大尺寸的触摸屏产品达产慢于我们预期，我们下调公司目标价至 30.21 元，对应 28 倍 2011 年预测市盈率，下调公司评级至**持有**。

图表 4. 盈利预期调整

(人民币 百万)	2011 年(新)	2011 年(旧)	变动(%)
营业收入	1,616.9	1,856.6	(12.9)
毛利	932.5	1,129.4	(17.4)
销售费用	21.0	24.1	(12.9)
管理费用	114.8	131.8	(12.9)
财务费用	18.6	18.6	0.0
归属母公司净利润	647.8	794.5	(18.5)
毛利率 (%)	57.7	60.8	(3.2)
销售费用率 (%)	1.3	1.3	0.0
管理费用率 (%)	7.1	7.1	0.0
财务费用率 (%)	1.1	1.0	0.1

资料来源：公司数据

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	1,617	1,971	2,365
销售成本	(362)	(515)	(684)	(906)	(1,101)
经营费用	25	16	(13)	(16)	(32)
息税折旧前利润	299	647	920	1,049	1,232
折旧及摊销	(82)	(110)	(127)	(152)	(159)
经营利润(息税前利润)	217	537	792	896	1,074
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	778	877	1,050
所得税	(43)	(78)	(117)	(132)	(158)
少数股东权益	(4)	(4)	(13)	(15)	(18)
净利润	177	451	648	731	875
核心净利润	177	451	648	731	875
每股收益(人民币)	0.536	0.750	1.079	1.217	1.457
核心每股收益(人民币)	0.536	0.750	1.079	1.217	1.457
每股股息(人民币)	0.409	0.184	0.29	0.4	0.4
收入增长(%)	n.a.	80	41	22	20
息税前利润增长(%)	n.a.	148	48	13	20
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	117	42	14	18
每股收益增长(%)	n.a.	40	44	13	20
核心每股收益增长(%)	n.a.	40	44	13	20

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	1,214	1,660	2,241
应收帐款	157	165	232	283	340
库存	56	98	37	28	23
其他流动资产	92	109	108	108	108
流动资产总计	1,073	1,398	1,592	2,079	2,712
固定资产	732	878	1,085	1,146	1,199
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	1,337	1,384	1,426
总资产	2,079	2,543	2,929	3,464	4,137
应付帐款	82	97	128	169	205
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	218	259	295
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	1,953	2,444	3,079
股东权益	1,687	2,077	2,554	3,044	3,679
少数股东权益	56	53	56	59	62
总负债及权益	2,079	2,543	2,929	3,464	4,137
每股帐面价值(人民币)	5.11	4.84	4.25	5.07	6.13
每股有形资产(人民币)	4.64	4.51	4.04	4.88	5.96
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.8)	(2.2)	(1.9)	(2.6)	(3.6)

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	778	877	1,050
折旧与摊销	82	110	127	152	159
净利息费用	3	2	19	23	27
运营资本变动	(53)	26	25	(1)	(16)
税金	0	0	(117)	(132)	(158)
其他经营现金流	(39)	(78)	(29)	(35)	(42)
经营活动产生的现金流	217	594	803	886	1,021
购买固定资产净值	(224)	(277)	(320)	(200)	(200)
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)	(320)	(200)	(200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	104	25	(124)	-	-
支付股息	(135)	(79)	(172)	(240)	(240)
其他融资现金流	0	0	-	-	-
融资活动产生的现金流	(31)	(54)	(295)	(240)	(240)
现金变动	(37)	264	188	445	581
期初现金	800	766	1,026	1,214	1,660
公司自由现金流	(3)	307	465	663	794
权益自由现金流	101	332	341	663	794

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	56.5	56.9	53.2	52.1
息税前利润率(%)	34.1	46.8	49	45.5	45.4
税前利润率(%)	35.1	46.5	48.1	44.5	44.4
净利率(%)	27.8	39.4	40.1	37.1	37
流动性					
流动比率(倍)	6	4.5	7.3	8	9.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	7.1	7.9	9.1
估值					
市盈率(倍)	59.6	30.4	29.6	26.2	21.9
核心业务市盈率(倍)	59.6	30.4	29.6	26.2	21.9
目标价对应核心业务	56.4	28.7	28	24.8	20.7
市盈率(倍)					
市净率(倍)	6.2	6.6	7.5	6.3	5.2
价格/现金流(倍)	13.8	13.4	15.8	11.6	8.6
企业价值/息税折旧前	33.3	19.7	19.6	16.8	13.8
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	n.a.	54.9	36.2	36.2	36.2
应收帐款周转天数	90.2	51.3	44.8	44.8	44.8
应付帐款周转天数	46.9	28.4	25.4	25.4	25.4
回报率					
股息支付率(%)	76.3	17.4	26.5	32.9	27.5
净资产收益率(%)	10.5	24	28	26	26
资产收益率(%)	8.4	19.8	24.6	23.8	24
已运用资本收益率(%)	11.5	25.5	31.5	29.7	29.8

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士，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