



持有

9%↓

目标价格: 人民币 17.32

002106.SZ 原目标价格: 人民币 24.85

价格: 人民币 19.08

目标价格基础: 35倍 2012年预测市盈率

板块评级: 中立

莱宝高科

1 季度业绩同比预减 50%-80%

莱宝高科发布 2012 年 1 季度业绩预减公告, 公司预计 1 季度实现归属于上市公司股东净利润 2,520.27 万元-6,300.67 万元, 同比下降 50%-80%。我们判断触摸模组项目将一定程度上缓解营业收入方面的压力, 但是公司整体毛利率将面临压力, 我们下调公司 2012-2013 年归属上市公司净利润至 2.97 亿元和 3.51 亿元, 下调公司目标价至 17.32 元, 维持持有评级。

支撑评级的要点

- 3月9日, 莱宝高科发布1季度业绩预减公告, 公司预计2012年1季度归属于上市公司股东净利润同比下降50%-80%。我们判断公司1季度业绩同比大幅下滑主要由于: 1. 下游主要客户 Sensor 自供比例明显提升, 导致公司订单下滑, 产能利用率下降, 同时价格下降较快; 2. 除 ITO 玻璃之外的传统产品销量在1季度出现较大下滑。
- 公司经营状况说明公告显示, 电容式触摸屏模组项目预计 2012 年 6 月底前投产, 设计产能为月产 200 万块; 同时公司也将利用自有资金预先投入增发项目中的一体化触摸屏项目, 预计 2012 年底动工建设 (公司增发项目可行性研究报告显示, 项目建设周期为 1.5 年)。
- 我们认为由于下游主要客户的 Sensor 产能扩张较快, 公司 Sensor 订单面临较大的不确定性。公司投资的触摸屏模组产品将在一定程度上缓解营业收入的压力, 并且消化部分自有 Sensor 产能, 但是由于触摸屏模组厂商在 2012 年扩产速度较快, 产业的竞争程度更加激烈, 因此触摸屏模组产品面临较大的价格和毛利率压力。一体化触摸屏项目可能将 2014 年才能开始贡献业绩, 具有一定不确定性。
- 综合来看, 我们认为公司在 2012 年将可能经历业绩增长上的阵痛, 如模组项目顺利投产, 则可一定程度上缓解营业收入的压力, 但是由于模组产品毛利率大幅低于公司传统产品且面临激烈竞争, 因此毛利率上的压力不容忽视。我们下调公司 2012-2013 年归属上市公司股东净利润至 2.97 亿元和 3.51 亿元。

评级面临的主要风险

- 触摸屏模组项目达产慢于预期。
- 触摸屏模组产品价格和毛利率下降幅度大于我们预期。

估值

- 我们认为公司在显示器件方面的技术储备较多, 但是从短期来看, 公司将面临 sensor 产销率下降、毛利率压力等风险。我们下调公司 2012-2013 年归属上市公司股东净利润至 2.97 亿元和 3.51 亿元, 将公司目标价由 24.85 元下调至 17.32 元, 维持持有评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,146.3	1,236.6	1,202.6	1,581.0	2,276.6
变动 (%)	80.2	7.9	(2.7)	31.5	44.0
净利润(人民币 百万)	451.1	459.5	297.1	350.6	426.3
全面摊薄每股收益(人民币)	0.751	0.765	0.495	0.584	0.703
变动 (%)	155.2	1.9	(35.3)	18.0	20.4
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.040	1.170	-
调整幅度 (%)	-	-	(52.4)	(50.1)	-
全面摊薄市盈率(倍)	25.4	24.9	38.6	32.7	27.1
每股现金流量(人民币)	2.7	2.1	2.0	2.6	3.8
价格/每股现金流量(倍)	7.1	9.3	9.5	7.2	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.2	15.5	20.7	17.2	14.2
每股股息(人民币)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
股息率 (%)	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

本报告要点

- 公司预计 2012 年 1 季度业绩同比大幅下滑。
- 新模组产品投入将缓解营业收入压力, 但使整体毛利率承压。

主要催化剂/事件

- 2012 年 1 季度业绩预减。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	23	(1)	(5)	(52)
相对新华富时 A50 指数	11	(2)	(12)	(38)

发行股数(百万)	600
流通股(%)	77.53
流通股市值(人民币 百万)	8,876
3 个月日均交易额(人民币 百万)	251
净负债率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国机电进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
以 2011 年 3 月 12 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技: 电子元器件

胡文洲, CFA*

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

* 李鹏为本报告重要贡献者

2011 年业绩基本符合预期，预计 1 季度业绩同比大幅下降

莱宝高科 2011 年业绩快报显示，全年实现归属上市公司股东净利润 4.59 亿元，基本符合我们预期。但 2012 年 1 季度业绩预警显示，1 季度单季归属上市公司股东净利润将同比下降 50%-80%，大幅低于我们预期。

我们判断 1 季度业绩大幅低于预期主要由于以下原因：

1. 下游主要客户 Sensor 自供比例明显提升，导致公司订单下滑，产能利用率下降，同时价格下降较快。
2. 除 ITO 玻璃之外的传统产品销量在 1 季度均出现较大下滑。
3. 2011 年 1 季度由于 sensor 产品热销导致基数较高原因。

我们认为，公司传统的触摸产品主要是前段的 sensor，由于下游主要模组厂 sensor 自供比例不断提高，使公司的 sensor 产品销量出现大幅下滑是公司目前面临的主要问题，我们观察触摸屏产业的结果显示，台湾和大陆模组厂都倾向于自供 sensor，因此在未来一段时间内，单纯的 sensor 生产将继续面临压力。

模组项目将发力，但仍将面临价格和毛利率压力

莱宝高科公告显示，电容式触摸屏模组项目设计产能为月产 200 万块，主要生产设备将于 2012 年 3 月底前全部到位，预计将于 2012 年 4 月投产，并力争 2012 年 6 月前达产，公司自制的 Sensor 作为其关键材料，将相应消化现有的 Sensor 近 40% 产能、减少公司原有 Sensor 产品销售收入和利润、并转移至模组产品。

我们认为，公司模组项目如能顺利达产，则下半年营业收入方面的压力将得到一定程度缓解，但由于触摸屏模组的毛利率大幅低于原有 sensor 产品，也低于公司传统的 ITO 玻璃和 CF 等产品，将使公司的整体毛利率出现下降趋势。

公司还将利用自筹资金提前实施重庆莱宝产业园（一体化电容屏项目）的建设工作，预计 2012 年底前开工建设。我们预计此项目将可能从 2014 年才开始贡献业绩。

总体来看，我们认为公司在模组和新显示技术方面都具备较好的技术储备，但是由于切入模组生产时间较晚，产业竞争态势趋于激烈，且传统 sensor 产品的产销压力较大，短期业绩面临较大压力。

盈利预期及评级

我们下调公司 2012-2013 年全年归属上市公司股东净利润至 2.97 亿元和 3.51 亿元，下调公司目标价至 17.32 元，维持**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,146	1,237	1,203	1,581	2,277
销售成本	(515)	(578)	(743)	(1,041)	(1,598)
经营费用	(16)	(14)	(47)	(63)	(37)
息税折旧前利润	647	673	506	603	715
折旧及摊销	(110)	(127)	(150)	(182)	(209)
经营利润(息税前利润)	537	545	356	420	506
净利息收入/(费用)	(11)	(19)	(11)	(11)	(10)
其他收益/(损失)	7	10	10	10	11
税前利润	533	537	355	419	507
所得税	(78)	(68)	(52)	(62)	(74)
少数股东权益	(4)	(9)	(6)	(7)	(9)
净利润	451	460	297	351	426
每股收益(人民币)	0.75	0.77	0.49	0.58	0.70
每股股息(人民币)	0.13	0.22	0.22	0.22	0.22
收入增长(%)	80	8	(3)	31	44
息税前利润增长(%)	148	2	(35)	18	20
息税折旧前利润增长(%)	117	4	(25)	19	19
每股收益增长(%)	155	2	(35)	18	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	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,026	1,081	1,044	1,158	1,373
应收帐款	165	178	173	227	327
库存	98	44	34	24	16
其他流动资产	109	108	108	108	109
流动资产总计	1,398	1,410	1,359	1,518	1,825
固定资产	878	1,065	1,329	1,458	1,554
无形资产	141	126	113	101	96
其他长期资产	125	125	125	125	125
长期资产总计	1,144	1,317	1,567	1,685	1,775
总资产	2,543	2,727	2,926	3,203	3,599
应付帐款	97	108	139	194	297
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	214	90	90	90	93
流动负债总计	310	198	229	284	390
长期借款	85	52	52	52	52
其他长期负债	17	16	16	16	16
股本	429	600	600	600	600
储备	1,648	1,805	1,970	2,188	2,479
股东权益	2,077	2,405	2,570	2,789	3,079
少数股东权益	53	56	59	62	61
总负债及权益	2,543	2,727	2,926	3,203	3,599
每股帐面价值(人民币)	3.46	4.01	4.28	4.64	5.13
每股有形资产(人民币)	3.22	3.80	4.09	4.48	4.96
每股净负债/(现金)(人民币)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

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	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
税前利润	533	537	355	419	507
折旧与摊销	110	127	150	182	209
净利息费用	11	19	11	11	10
运营资本变动	26	53	45	10	12
税金	(78)	(68)	(52)	(62)	(74)
其他经营现金流	(8)	(25)	(14)	(16)	(18)
经营活动产生的现金流	594	643	495	546	646
购买固定资产净值	(277)	(300)	(400)	(300)	(300)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(276)	(300)	(400)	(300)	(300)
净增权益	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(54)	(289)	(132)	(132)	(132)
融资活动产生的现金流	(54)	(289)	(132)	(132)	(132)
现金变动	264	54	(37)	114	214
期初现金	766	1,026	1,081	1,044	1,158

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	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	56.5	54.4	42.1	38.1	31.4
息税前利润率(%)	46.8	44.1	29.6	26.6	22.2
税前利润率(%)	46.5	43.4	29.6	26.5	22.3
净利率(%)	39.4	37.2	24.7	22.2	18.7
流动性					
流动比率(倍)	3.3	5.5	4.6	4.1	3.5
利息覆盖率(倍)	48.2	29.4	31.3	36.9	48.7
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)	4.2	6.9	5.8	5.3	4.6
估值					
市盈率(倍)	25.4	24.9	38.6	32.7	27.1
市净率(倍)	5.5	4.8	4.5	4.1	3.7
价格/现金流(倍)	7.1	9.3	9.5	7.2	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.2	15.5	20.7	17.2	14.2
周转率					
存货周转天数	54.9	45.1	19.3	10.3	4.6
应收帐款周转天数	51.3	50.5	53.2	46.2	44.4
应付帐款周转天数	28.4	30.3	37.5	38.4	39.4
回报率					
股息支付率(%)	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2
净资产收益率(%)	24.0	20.5	11.9	13.1	14.5
资产收益率(%)	19.8	18.1	10.8	11.7	12.7
已运用资本收益率(%)	25.5	22.3	13.3	14.7	16.2

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刊载或转发的，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 2 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