

莱宝高科 (002106.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

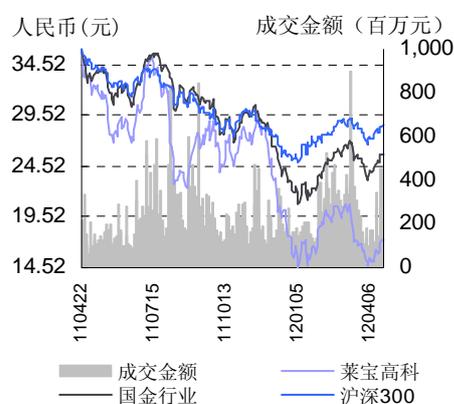
市价(人民币): 17.35元

目标(人民币): 22.70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)	577.69
总市值(百万元)	10,416.87
年内股价最高最低(元)	35.50/14.52
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《短期业绩低于预期,长期仍是最佳触摸屏标的》, 2012.2.29
2. 《短期业绩低于预期不改其长期成长性》, 2011.10.26
3. 《一体化电容式触摸屏投资抓住新的成长机遇》, 2011.10.11

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

高诗

联系人
(8621)60893120
gaoshi@gjzq.com.cn

借触屏一体化技术, 充分享受超级本产业繁荣

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.052	0.765	0.701	1.032	1.350
每股净资产(元)	4.84	4.01	4.51	5.34	6.49
每股经营性现金流(元)	1.39	0.98	0.72	1.21	1.62
市盈率(倍)	62.98	21.90	24.76	16.81	12.86
行业优化市盈率(倍)	65.45	44.94	44.94	44.94	44.94
净利润增长率(%)	155.35%	1.85%	-8.43%	47.31%	30.72%
净资产收益率(%)	21.72%	19.11%	15.55%	19.33%	20.80%
总股本(百万股)	428.85	600.40	600.40	600.40	600.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 莱宝高科将借助 TOL 技术充分享受 Ultrabook 繁荣: 1、TOL 技术作为 Ultrabook 成本较大的核心部件, 又拥有技术壁垒, 未来有望形成每年将近百亿美元的市场; 2、莱宝高科 TOL 技术已经被 Intel 充分认可, 并且量产时间表与良率领先于其他企业; 3、TOL 技术作为触摸屏技术的创新, 未来 1~2 年将出现“供给创造需求”格局, 无需担心供需问题, 借助 Ultrabook 繁荣, 莱宝高科有望复制 07 年 iPhone 推出时的繁荣。
- 2012 年是莱宝高科的业绩低点, 2013 年将借助 TOL 技术重回高速增长之路: 1、iPhone5 订单消失、模组厂与 TOL 厂还在建设期等因素只在 2012 年产生作用; 2、千元智能机兴起有利于莱宝高科模组厂量产, 这部分产能足以消化 iPhone5 订单消失的份额; 3、TOL 技术充分享受 Ultrabook 市场繁荣, 莱宝高科光明厂产能将于 2012 年 8 月量产, 而重庆厂有望在 2013 年 3 月量产, 与 Ultrabook 大规模生产契合; 4、模组厂与 TOL 产能充分释放都将在 2013 年, 莱宝高科有望复制 07 年 iPhone 推出时的繁荣。

投资建议

- 2012 年是莱宝高科的业绩底部, TOL 技术创新将帮助莱宝高科充分享受 Ultrabook 市场繁荣, 复制电容式触摸屏技术在 2007 年所带来的业绩繁荣。鉴于公司的优秀管理能力与 TOL 技术价值, 我们认为目前是公司最好的买入机会, 给予“买入”评级。
- 我们预测 2012~2014 年公司实现净利润为 420.76、619.84 和 810.25 百万元, 分别增长-8.43%、47.31%和 30.72%, EPS 为 0.701、1.032 和 1.350 元; 我们给予公司 6~12 个月目标价 22.70 元, 相当于 2013 年 PE22X。

风险

- Ultrabook 推广不理想; 触摸屏模组价格竞争激烈等负面因素。

内容目录

借助 TOL 技术，莱宝高科将充分享受 Ultrabook 繁荣	3
大市场的技术创新，TOL 技术是未来触摸屏领域的最佳投资标的	3
莱宝高科 TOL 技术已充分受 Intel 认可，且有望率先实现量产	4
2012 年是莱宝高科业绩底部，2013 年将重回高成长之路	5
2012 年，诸多负面因素集中体现	5
借助 TOL 技术，莱宝高科将有望复制 09 年的繁荣	6
给予莱宝高科“买入”评级，目标价 22.70 元	6
2013 年公司将重回高成长之路，重视 TOL 技术价值	7
附录：三张报表预测摘要	9

图表目录

图表 1: Ultrabook 推动整体 PC 制造链的制造技术	3
图表 2: 2012 年是莱宝高科高投入期，也为其业绩带来负担	5
图表 3: 公司单季度经营数据统计	5
图表 4: 电容式触摸屏技术创新推动莱宝高过往高成长	6
图表 5: 相对估值表	7
图表 6: 销售收入预测	8

借助 TOL 技术，莱宝高科将充分享受 Ultrabook 繁荣

大市场的技术创新，TOL 技术是未来触摸屏领域的最佳投资标的

- Ultrabook 将继续强化笔记本电脑的商业与娱乐作用，是对抗 Pad 冲击，存续笔记本市场的杀手锏，未来笔记本电脑超极本化是必然趋势！（Ultrabook 是 Intel 与微软联合推出强化 NB 市场的杀手锏）。因此，超极本（Ultrabook）未来发展潜力非常巨大。2012 年下半年有望出现高速增长态势。
 - 价格下降至 1000 美元以下助推 Ultrabook 增长。4 月底英特尔将推出专门针对 Ultrabook 打造的新一代 Ivy Bridge 处理器平台，不仅推动 Ultrabook 性能的全面进化，同时英特尔将给予 PC 厂商核心芯片 20%-30% 的价格让步，促使其成本下降。
- Ultrabook 出现提升了整体 PC 制造链的制造技术。其技术创新有四个方面：1、显示屏触摸化，2、硬盘 SSD 化，3、PCB 制造高度集成化，4、外壳金属化等。这些技术创新都是未来半导体投资最值得重视的方向，特别是一体化触摸屏技术的快速渗透！
 - 显示屏触摸化将显著提升人机交互感，作为对抗 Pad 冲击，Ultrabook 显然需要配置；而 TOL 技术显著降低触摸屏厚度，是实现 Ultrabook 薄轻小的最佳路径。
 - 固态硬盘（SSD 硬盘）以其高速的数据读写能力与可靠性将显著提升 Ultrabook 的性能，特别是开关机时间。而本身 Pad 产品使用的就是固态硬盘。
 - 金属外壳不仅是 Ultrabook 一个巨大卖点（炫、轻薄），更有助于解决 Ultrabook 的散热问题，从目前的情况来看，是初期 Ultrabook 的主要选择。
 - PCB 制造工艺进步是 Ultrabook 的重要特征。PCB 的高度集成化，如将硬盘直接焊到 PCB 板上等，不仅解决了散热问题，也为电池腾出更多空间，从而实现待机 10 小时的可能。

图表1: Ultrabook 推动整体 PC 制造链的制造技术

1. 强劲轻薄，就在眼前
13mm刀锋般薄锐*
轻于1.4kg羽量轻薄**
高强度铝合金上盖光华四射

2. 瞬间，浸入影院体验
视觉，听觉，分享你所有的高清影音体验，只在Acer clear.fi
专为挑剔的耳朵调试，杜比家庭影院4.0iA认证

3. 无线自由，不插电
即使待机持续超过50天，仍可瞬间唤醒！

4. 轻生活，来了
高速处理器，长效电池，固态硬盘及可选HDD，随时轻装上阵

5. 等待，已是过去式
瞬间唤醒，仅需1.5s就能把我从睡眠中唤醒
即刻联接，4倍速接入互联网*

所带来的技术进步

- 1、显示屏触摸化：触摸屏显著提升人机交互感，若对抗 Pad 的冲击，Ultrabook 不可避免配置触摸屏，而 TOL 技术将显著降低厚度；
- 2、硬盘 SSD 化：有助于 Ultrabook 实现高速数据读写与快速启动关机等功能；
- 3、外壳金属化：金属外壳帮助 Ultrabook 实现超薄、轻以及时尚等因素，且有利于解决散热。
- 4、PCB 制造高度集成化：PCB 制造高度集成化，是解决 Ultrabook 薄以及待机时间有效手段。

来源：公开资料，国金证券研究所

- **大市场中的技术创新，TOL 技术未来发展空间巨大**：TOL 技术作为 Ultrabook 成本较大的核心部件，又拥有技术壁垒，未来将有望形成每年将近百亿美元的市场。

- 触摸屏一体化技术有望成为 Ultrabook 的标配，而 Ultrabook 作为夯实笔记本地位（近两亿部的市场容量）的杀手锏，长期快速增长值得期待，特别是随着 Ultrabook 售价可降低至 800~1000 美金附近。
- 显然，未来 NB 超级本化已是大势所趋，以目前 NB 近 2 亿部/年的出货量计算，即使 TOL 产品售价在 70 美元，其未来市场空间也将近 150 亿美元，**因此 TOL 技术是典型的大市场的技术创新！**
- **短期无需担心 In-Cell 或 On-Cell 技术的冲击**，这两种技术不论从成本、技术成熟度以及推广者来考虑，都无法与 TOL 技术竞争；更何况这两种技术的产能目前集中在 Apple 供应链！
 - In-Cell 指将 TP-Sensor 做在显示屏的阵列板上，On-Cell 指将 TP-Sensor 做在显示屏的 CF 上，而 TOL 技术指将 TP-Sensor 做在触摸屏的 Cover Lens 上，这些技术都是减少触摸屏的厚度。从用户体验上，这三种技术差别不大。
 - In-Cell 与 On-Cell 技术虽然可以简化部分触摸屏制造工艺，但在相同良品率的情况下，成本显著高于 TOL 技术（In-Cell 和 On-Cell 坏一个产品相当于损坏了一个显示屏，而 TOL 坏一个产品也就是坏一片 Cover Lens，后者显然比前者便宜）。
 - 目前 In-Cell 与 On-Cell 技术成熟度显然要低于 TOL 技术，且目前 In-Cell 与 On-Cell 技术的产能基本上在 Apple 供应链上。这显然是 Ultrabook 产业链短期无法企及的。
 - In-Cell 与 On-Cell 技术需要掌握显示技术（因为，TP Sensor 制作融合在显示屏的制造中），因此，最佳的推广者是显示技术企业，如友达、奇美等，但目前显示技术企业也面临着 TFT 技术切换至 OLED 技术，要一步到位还需要过程。

莱宝高科 TOL 技术已充分受 Intel 认可，且有望率先实现量产

- 莱宝高科在 2012 年一季度报告中这样阐述到：公司的一体化电容式触摸屏设计及制作工艺技术得到进一步完善，已开发出数款一体化电容式触摸屏的样品，已向数家国内外知名整机品牌客户送样、认证；其中，**与 Intel 公司合作开发出全球首款 14.1 英寸、带有 10 点触摸控制功能的一体化电容式触摸屏的超极本(Ultrabook)**，受 Intel 公司邀请，公司参加了 2012 年 4 月 11 日至 12 日在北京国家会议中心举行的 Intel 信息技术峰会(IDF 2012)并在 Ultrabook 专项展区展示该产品，其性能和品质获得境内外厂商的高度认可。
- 公告中已经明确的表达了**莱宝高科和 Intel 的合作关系以及 Intel 对其的充分认可**。据我们所知，莱宝高科的 TOL 技术显著领先于国内外企业。
 - 此次 IDF 展在显示屏与触摸屏企业中，大陆仅邀请了莱宝高科、超声电子与京东方、龙腾光电。而超声电子仅展出只带有 4 点触控功能的一体化电容屏产品。
 - 而从莱宝高科展示的包括 3.5 英寸、5 英寸、14.1 英寸等 3 个尺寸的一体化电容式触摸屏样品来看，采用了单片玻璃的触控技术方案，与其他技术方案相比，电容式触摸屏模组厚度至少减少 0.35mm。技术显著领先于国内大陆企业。
- 而莱宝高科已用自有资金以及光明厂房设备进行了 TOL 的量产扩张，因此，莱宝高科 TOL 技术有望最先实现量产。
 - 莱宝高科公告：莱宝高科技拟利用已有的电容式触摸屏面板(CTP Sensor)等部分生产资源，以自筹资金 9,499 万元投资建设一体化电容式触摸屏批量试验线项目，项目实施地点为位于深圳市光明新区光明高新技术产业园区五号路 9 号的公司光明工厂二期厂房(4 号厂房)，项目产品为一体化电容式触摸屏(15 英寸以下)，设计产能为月产 100 万块一体化电容式触摸屏(以 4 英寸计)。

- 我们预估光明厂房的 TOL 产能有望在 2012 年 8 月份实现量产，从现有信息来看，显著领先于国内外其他企业。

2012 年是莱宝高科业绩底部，2013 年将重回高成长之路

2012 年，诸多负面因素集中体现

- iPhone5 订单消失、模组厂的建设以及 TOL 技术的建设是影响莱宝高科 2012 年业绩下滑的主要因素。
 - iPhone5 使用 On-Cell 技术，因此，莱宝高科 TP-Sensor 销量减少时显而易见的。
 - 而金华金徕模组厂（以 3.5 寸计算为 100 万片/月）于 2012 年 3 月份才实现 90% 以上良品率的达产，前几个月依然是负担。深圳公明模组产能依然在建设，4 月份公司为工厂储备了仅 900 员工，我们预计该厂要在 6 月份才能满产，这都将影响企业业绩。
 - TOL 技术的光明厂房还在建设，预计在 2012 年 8 月实现量产，且重庆产能至少要在 2013 年 3 月才能实现量产，在此之前都对公司业绩造成负担。
 - 而这些负面因素已经在一季报中集中体现，公司一季度收入和净利润分别下滑 20.59% 和 71.91%，毛利率和净利率各降 15 和 19 个百分点，上半年预计业绩下滑幅度为 50%-80%。

图表2：2012 年是莱宝高科高投入期，也为其业绩带来负担

项目	投资额	实现产能	达产时间
电容式触摸屏模组产能扩充项目	6,533 万元	月产 100 万块电容式触摸屏模组（以 4 英寸计）	2012 年 12 月
一体化电容式触摸屏批量试验线项目	9,499 万元	月产 100 万块一体化电容式触摸屏（以 4 英寸计）	2012 年 12 月
投资建设电容式触摸屏模组项目	9,533 万元	月产 200 万片电容式触摸屏模组（以 3.5 英寸计）	2012 年 6 月
一体化电容式触摸屏项目	192,416 万元	年产 3,300 万块小尺寸一体化电容式触摸屏（以 3.5 英寸计）， 年产 1,100 万块中尺寸一体化电容式触摸屏（以 10 英寸计）	2013 年 3 月
新型显示面板研发试验中心项目	34,691 万元	研发出新型显示面板的制作工艺流程，掌握关键工序的制作工艺技术	2013 年 3 月

来源：国金证券研究所整理

图表3：公司单季度经营数据统计

莱宝高科	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
营业收入	104.38	120.04	168.92	145.31	116.04	138.05	173.67	208.51	225.37	249.81	323.63	347.53	294.25	338.04	288.43	315.84	233.65
季度同比	-21.02%	-20.46%	17.80%	4.45%	11.17%	15.00%	2.81%	43.50%	94.22%	80.96%	86.35%	66.67%	30.56%	35.32%	-10.88%	-9.12%	-20.59%
季度环比	-24.97%	14.99%	40.73%	-13.98%	-20.14%	18.96%	25.81%	20.06%	8.09%	10.84%	29.55%	7.39%	-15.33%	14.88%	-14.68%	9.50%	-26.02%
毛利率	54.93%	55.09%	54.94%	53.96%	37.40%	38.38%	41.68%	50.69%	48.56%	56.88%	54.16%	58.88%	57.35%	55.50%	45.08%	41.99%	26.98%
营业费用率	2.24%	2.40%	1.49%	1.00%	1.23%	2.07%	1.09%	1.49%	1.49%	1.26%	1.12%	1.30%	1.14%	1.24%	1.44%	1.50%	1.93%
管理费用率	10.63%	10.20%	4.87%	8.07%	5.24%	6.62%	7.25%	9.64%	9.97%	5.51%	6.07%	5.98%	6.67%	7.93%	8.35%	9.06%	11.99%
财务费用率	-5.23%	-2.90%	-2.26%	-3.66%	-2.98%	0.19%	2.59%	-2.13%	0.71%	2.93%	0.08%	0.56%	-2.06%	-0.73%	0.00%	-1.64%	-3.35%
净利润	40.17	43.79	69.52	59.26	30.55	33.35	42.80	69.95	61.96	94.08	115.25	179.81	126.01	140.27	84.40	108.79	35.40
季度同比	-6.79%	-27.77%	23.19%	-14.15%	-23.94%	-23.83%	-38.43%	18.03%	102.82%	182.06%	169.25%	157.06%	103.37%	49.09%	-26.77%	-39.50%	-71.91%
季度环比	-41.81%	9.02%	58.76%	-14.76%	-48.45%	9.18%	28.32%	63.42%	-11.42%	51.83%	22.50%	56.02%	-29.92%	11.31%	-39.83%	28.90%	-67.46%
净利润率	38.48%	36.48%	41.16%	40.78%	26.33%	24.16%	24.65%	33.55%	27.49%	37.66%	35.61%	51.74%	42.83%	41.49%	29.26%	34.45%	15.15%

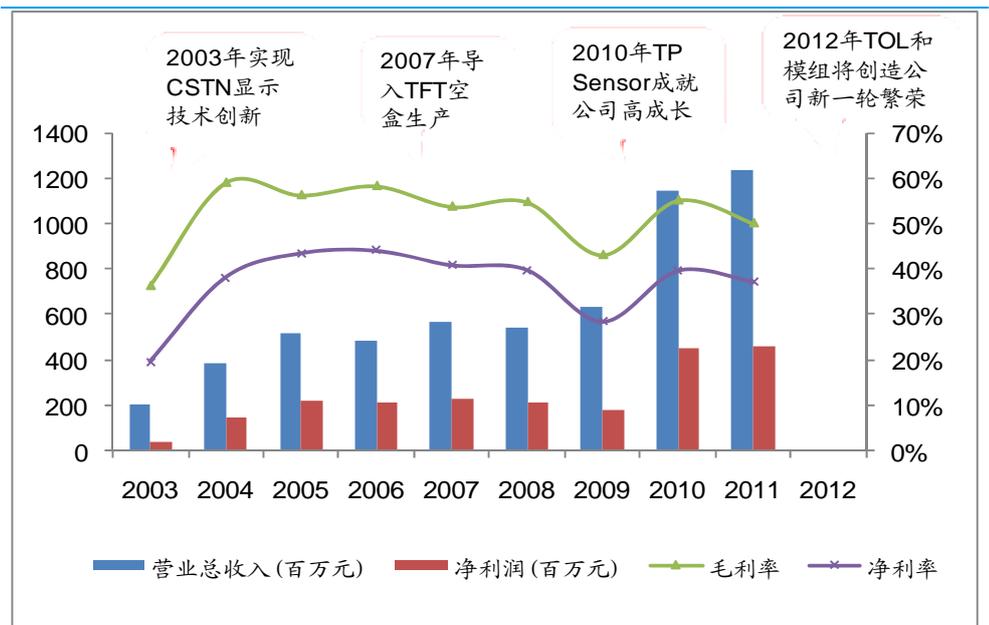
来源：公司财报，国金证券研究所整理

- 显然，这些因素在 2013 年都会消失。
 - 历史上莱宝高科供给 Apple 的 TP Sensor 产能相当于 4000 万部 iPhone 手机，随着模组厂的达产（共计 3600 万部/年），莱宝高科有望借此充分消化 iPhone5 减少带来的影响。同时，经过这几年的压价，目前莱宝高科 TP Sensor 的盈利能力已显著下降，与卖给其他企业相差不大。
 - 显然，2013 年模组厂已经充分量产，且借助国内千元智能机的繁荣，这些产能有效消化是显著的（莱宝高科模组的良率与质量最佳）。
 - 而 TOL 在 2013 年的负面影响显然相比 2012 年降低很多，更重要的是 TOL 技术主要针对 Ultrabook 市场，是大市场的技术创新，短期内无需担心供需！

借助 TOL 技术，莱宝高科将有望复制 09 年的繁荣

- 短期内，我们无需担心 TOL 技术的供需关系；作为大市场的技术创新，“供给创造需求”，相信 TOL 技术在 Ultrabook 应用中未来 1~2 年都将供小于求。
 - 触摸屏一体化技术作为触摸屏创新技术，目前大部分企业还在技术研发阶段，我们无法仔细获知台湾以及日本企业的触摸屏一体化技术产能（他们还没有公布资本性开支）；
 - 而国内长信科技的触摸屏一体化技术离量产至少落后莱宝高科半年。虽然超声电子已经具备了产品的制造能力，但其在良品率已经产品性能上略逊莱宝高科一筹。
- 因此，短期内，莱宝高科的 TOL 技术并不会担心竞争对手竞争问题。未来 Ultrabook 繁荣，莱宝高科有望复制 07 年 iPhone 推出时的繁荣。
 - 时过 5 年，莱宝高科目前的 TOL 技术创新又如 2007 年的电容式触摸屏技术，借助着 Intel 的推广将充分享受 Ultrabook 的繁荣，如同当年享受 iPhone 繁荣带来的高成长。

图表4：电容式触摸屏技术创新推动莱宝高过往高成长



来源：国金证券研究所整理

给予莱宝高科“买入”评级，目标价 22.70 元

2013 年公司将重回高成长之路，重视 TOL 技术价值

- 我们建议投资者重视 TOL 技术的投资价值，类似于 2007 年的电容式触摸屏，TOL 技术将带领公司重回高成长之路。
 - **电容式触摸屏将触摸技术引入手机应用领域，而 TOL 技术将把触摸技术引入 PC 领域；相比手机领域，PC 领域市场空间与发展潜力更大，这是我们推荐拥有最好 TOL 技术的莱宝高科的核心逻辑所在！**
- 我们预测 2012~2014 年公司实现净利润为 420.76、619.84 和 810.25 百万元，分别增长-8.43%、47.31%和 30.72%，EPS 为 0.701、1.032 和 1.350 元。
 - 公司触摸屏模组产能为 300 万部/月（以 3.5 寸计），考虑 TP Sensor 自给，该产品公司完全满产后有望实现净利润 2.52~3.12 亿元；
 - TOL 光明厂拥有 100 万/月（以 4 寸计算），折合 14.1”产能约为 15 万/月；而重庆厂将投资 22.71 亿，预计每年实现净利润 3.9 亿元；
 - 而 TP Sensor 扣除自给还有 200 万部/月的产能，该部分有望给公司贡献近 5000 万净利润；
 - 传统产品由于市场稳定，预计还能实现将近 1.5 亿元净利润。
 - 暂未考虑增发后股本摊薄。
- 2012 年是莱宝高科的业绩底部，TOL 技术创新将帮助莱宝高科充分享受 Ultrabook 市场繁荣，复制电容式触摸屏技术在 2007 年所带来的业绩繁荣。鉴于公司的优秀管理能力与 TOL 技术价值，我们认为目前是公司最好的买入机会，给予“买入”评级。我们给予公司 6~12 个月目标价 22.70 元，相当于 2013 年 PE22X。

图表5：相对估值表

公司名称	收盘价		EPS		PE			PB	总市值 百万元
	2012/4/20	2011	2012	2013	2011	2012	2013		
欧菲光	24.20	0.11	0.95	1.30	224.28	25.47	18.62	4.68	4,646.40
长信科技	16.30	0.61	0.92	1.17	26.82	17.73	13.97	3.20	4,091.30
超声电子	13.06	0.41	0.57	0.73	31.61	23.04	17.97	3.11	5,752.09
宇顺电子	26.35	0.28	0.67	0.81	93.11	39.62	32.73	4.06	1,936.73
平均					50.52	26.47	20.82	3.76	
莱宝高科	17.35	0.77	0.70	1.03	22.67	24.75	16.81	4.27	10,416.87

来源：iFinD，国金证券研究所整理

图表6: 销售收入预测

项 目	2011	2012E	2013E	2014E
彩色滤光片 (CF-CSTN)				
销售收入 (百万元)	56.92	27.04	12.84	6.10
增长率 (YOY)	-49.00%	-52.50%	-52.50%	-52.50%
毛利率	57.45%	56.17%	54.85%	53.70%
占总销售额比重	4.60%	1.39%	0.44%	0.16%
ITO导电玻璃				
销售收入 (百万元)	296.52	276.20	257.03	239.47
增长率 (YOY)	7.52%	-6.85%	-6.94%	-6.83%
毛利率	47.72%	44.52%	41.35%	39.13%
占总销售额比重	23.98%	14.18%	8.73%	6.40%
TFT阵列 (TFT-Array)				
销售收入 (百万元)	137.70	130.82	124.27	118.06
增长率 (YOY)	-10.53%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	2.69%	3.30%	3.83%	3.02%
占总销售额比重	11.14%	6.72%	4.22%	3.16%
触摸屏TP				
销售收入 (百万元)	745.42	176.00	116.16	87.12
增长率 (YOY)	22.86%	-76.39%	-34.00%	-25.00%
毛利率	58.52%	52.47%	51.13%	50.92%
占总销售额比重	60.28%	9.04%	3.94%	2.33%
TOL				
销售收入 (百万元)		337.50	761.40	1,192.86
增长率 (YOY)			125.60%	56.67%
毛利率			50.32%	49.76%
占总销售额比重		17.33%	25.85%	31.88%
TP 模组				
销售收入 (百万元)		1,000.00	1,674.00	2,098.08
增长率 (YOY)			67.40%	25.33%
毛利率			25.24%	27.97%
占总销售额比重		51.35%	56.83%	56.07%
销售总收入 (百万元)	1236.55	1947.55	2945.71	3741.69
平均毛利率	49.66%	33.74%	34.78%	35.41%

来源: 国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	636	1,146	1,237	1,948	2,946	3,742	货币资金	766	1,026	1,187	274	548	1,389
增长率		80.2%	7.9%	57.5%	51.3%	27.0%	应收款项	238	217	186	335	481	608
主营业务成本	-362	-515	-618	-1,291	-1,921	-2,417	存货	56	98	141	247	368	463
%销售收入	56.9%	44.9%	49.9%	66.3%	65.2%	64.6%	其他流动资产	11	56	44	70	88	111
毛利	274	631	619	657	1,025	1,325	流动资产	1,073	1,398	1,557	927	1,485	2,571
%销售收入	43.1%	55.1%	50.1%	33.7%	34.8%	35.4%	%总资产	51.6%	55.0%	55.8%	33.8%	49.5%	75.7%
营业税金及附加	0	-4	-12	-19	-28	-36	长期投资	68	69	5	6	5	5
%销售收入	0.1%	0.3%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	780	933	1,094	2,259	2,344	2,094
营业费用	-9	-15	-16	-26	-41	-52	%总资产	37.5%	36.7%	39.2%	82.4%	78.2%	61.6%
%销售收入	1.5%	1.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	无形资产	158	142	131	117	108	100
管理费用	-48	-77	-99	-156	-240	-303	非流动资产	1,007	1,144	1,232	2,385	2,459	2,201
%销售收入	7.5%	6.7%	8.0%	8.0%	8.1%	8.1%	%总资产	48.4%	45.0%	44.2%	86.9%	82.0%	64.8%
息税前利润 (EBIT)	217	537	491	456	716	934	资产总计	2,079	2,543	2,790	2,743	2,998	3,399
%销售收入	34.1%	46.8%	39.7%	23.4%	24.3%	24.9%	短期借款	61	151	93	48	0	0
财务费用	3	-11	14	11	-1	9	应付款项	82	97	139	236	352	436
%销售收入	-0.5%	1.0%	-1.1%	-0.6%	0.0%	-0.3%	其他流动负债	35	62	70	251	316	368
资产减值损失	0	0	-3	-1	-2	-3	流动负债	178	310	302	535	668	804
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	137	85	9	9	9	10
投资收益	0	1	25	16	8	5	其他长期负债	25	26	14	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.2%	4.6%	3.3%	1.1%	0.5%	负债	341	421	325	544	677	814
营业利润	220	526	527	482	721	945	普通股股东权益	1,687	2,077	2,405	2,706	3,206	3,896
营业利润率	34.6%	45.9%	42.6%	24.8%	24.5%	25.2%	少数股东权益	53	54	53	54	55	55
营业外收支	4	7	10	10	5	4	负债股东权益合计	2,079	2,543	2,790	2,743	2,998	3,399
税前利润	224	533	537	492	726	949	比率分析						
利润率	35.1%	46.5%	43.4%	25.3%	24.6%	25.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-43	-78	-78	-71	-105	-138	每股指标						
所得税率	19.3%	14.7%	14.5%	14.4%	14.5%	14.5%	每股收益	0.536	1.052	0.765	0.701	1.032	1.350
净利润	180	455	459	421	620	811	每股净资产	5.114	4.843	4.005	4.508	5.340	6.490
少数股东损益	4	4	0	0	1	1	每股经营现金净流	0.658	1.386	0.983	0.723	1.210	1.618
归属于母公司的净利润	177	451	459	421	620	810	每股股利	0.400	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
净利率	27.8%	39.4%	37.2%	21.6%	21.0%	21.7%	回报率						
							净资产收益率	10.47%	21.72%	19.11%	15.55%	19.33%	20.80%
							总资产收益率	8.49%	17.67%	16.51%	12.73%	15.74%	17.00%
							投入资本收益率	8.91%	19.19%	16.39%	13.87%	18.72%	20.15%
							增长率						
							主营业务收入增长率	18.12%	80.17%	7.87%	57.50%	51.25%	27.02%
							EBIT增长率	-10.25%	147.42%	-8.44%	-7.13%	56.90%	30.41%
							净利润增长率	-16.96%	155.35%	1.85%	-8.43%	47.31%	30.72%
							总资产增长率	13.33%	22.66%	9.03%	18.69%	19.13%	20.98%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	80.7	51.3	44.8	48.0	45.0	45.0
							存货周转天数	47.7	54.9	70.7	70.0	70.0	70.0
							应付账款周转天数	65.2	61.7	68.7	66.0	66.0	65.0
							固定资产周转天数	419.7	279.5	316.4	244.7	286.4	228.3
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-32.62%	-37.09%	-44.13%	-7.89%	-16.53%	-34.89%
							EBIT利息保障倍数	-69.0	48.2	-35.8	-41.7	1,071.7	-99.3
							资产负债率	16.39%	16.51%	11.66%	16.46%	17.19%	17.07%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	3	3	9
买入	0	0	1	1	10
持有	0	1	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	3.00	2.13	2.07	1.89

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-10-28	买入	33.39	42.17 ~ 52.70
2 2011-01-25	买入	34.68	72.00 ~ 72.00
3 2011-02-28	买入	41.22	N/A
4 2011-03-27	买入	35.43	71.92 ~ 71.92
5 2011-04-25	买入	33.39	72.00 ~ 72.00
6 2011-10-11	买入	24.48	37.75
7 2011-10-26	买入	25.81	29.75 ~ 29.75
8 2012-02-29	买入	19.47	20.50 ~ 20.50

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，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。

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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B