

莱宝高科 (002106.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

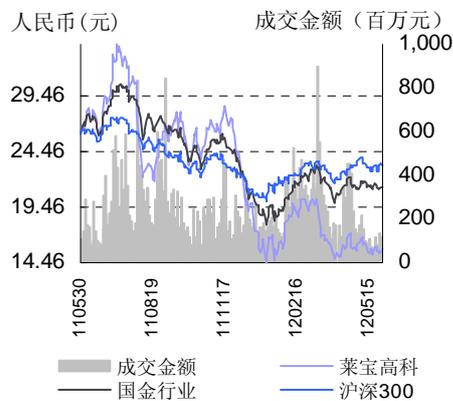
市价(人民币): 15.75元

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)	9,456.24
年内股价最高最低(元)	34.16/14.46
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《借触屏一体化技术,充分享受超级本产业繁荣》, 2012.4.23
2. 《短期业绩低于预期,长期仍是最佳触屏标的》, 2012.2.29
3. 《短期业绩低于预期不改其长期成长性》, 2011.10.26

高诗

联系人  
(8621)60893120  
gaoshi@gjzq.com.cn

程兵

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

## 依托业务转型和 OGS 推动公司估值提升

## 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	20.59	22.47	15.26	11.67
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

- **OGS 是当前触摸屏轻薄化的最佳技术, 莱宝量产进度居前将在国内率先受益:** 1、OGS 与内嵌式 On-cell、In-cell 技术均符合触摸屏轻薄化需求, 但 OGS 技术成熟度更高、量产进度更快、现阶段推广成本也更低, 是目前实现触摸屏技术升级的最佳方案; 2、Wintel 联盟今年下半年将力推搭配触摸屏的 Ultrabook 和平板电脑产品, OGS 被选为主要触屏配置方案, 一举打开中大尺寸触摸屏应用市场; 3、莱宝在国内触摸屏厂商中 OGS 产品种类最全、技术最好、量产进度也最居前, 同时与 Intel 取得深入合作和充分认可, 有望在国内最先享受中大尺寸触摸屏市场繁荣。
- **公司借助业务转型和产能释放, 将重回高成长之路:** 1、公司积极由触摸屏中游 Sensor 生产转型下游模组制造, 从 Q2 至 13 年 3 月, 公司将进入产能释放期, 最终形成电容式模组 4kk/月、小尺寸 OGS 44kk/年、中尺寸 OGS 11kk/年的产能规模; 2、借助触摸屏模组量产, 公司将实现三分之二 Sensor 产能的内部消化, 不仅消除大客户订单下滑的负面影响, 同时获得远高于 Sensor 的产值增长, 将使公司重现 09-10 年高成长的辉煌。

## 投资建议

- 2012 年将是莱宝高科的业绩底部, 通过产品结构由中游 Sensor 向下游模组的转型以及借助 OGS 技术切入市场空间更大的中大尺寸领域, 公司将重回业绩高成长之路, 因此理应给予更高估值。我们认为目前是公司的最佳买入时机, 继续给予“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; 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

借业务转型，公司将逐渐消除上半年业绩下滑的负面因素 .....	4
公司上半年业绩下滑源于大客户削减订单 .....	4
但公司积极转型模组厂，Sensor 产能将得以顺利消化 .....	5
公司将在大陆率先受益 OGS 产品导入市场 .....	5
OGS 是当前实现触摸屏轻薄化的最佳技术 .....	5
莱宝将在国内率先量产 OGS，有望在中大尺寸领域快速推广 .....	7
伴随产能释放，公司将重回高成长之路 .....	8
公司今年开始进入模组和 OGS 产能导入期 .....	8
公司直面终端市场，成长规模将获倍增 .....	9
继续给予莱宝高科“买入”评级，目标价 22.70 元 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	11

## 图表目录

图表 1: 公司单季度经营数据统计 .....	4
图表 2: 公司过去几年盈利水平远高于 TPK.....	4
图表 3: 传统玻璃式、OGS、内嵌式产品结构比较 .....	6
图表 4: 玻璃与薄膜式触摸屏结构简化示意图 .....	6
图表 5: 4 种电容式触摸屏方案的特点比较 .....	7
图表 6: Windows 8 界面专门针对触控设计 .....	7
图表 7: 英特尔展示配置 win8 的触控式 Ultrabook.....	7
图表 8: 主要触摸屏厂商 OGS 发展情况 .....	8
图表 9: 莱宝高科近两年产能规划 .....	9
图表 10: 相对估值表 .....	10
图表 11: 销售收入预测 .....	10

## 借业务转型，公司将逐渐消除上半年业绩下滑的负面因素

### 公司上半年业绩下滑源于大客户削减订单

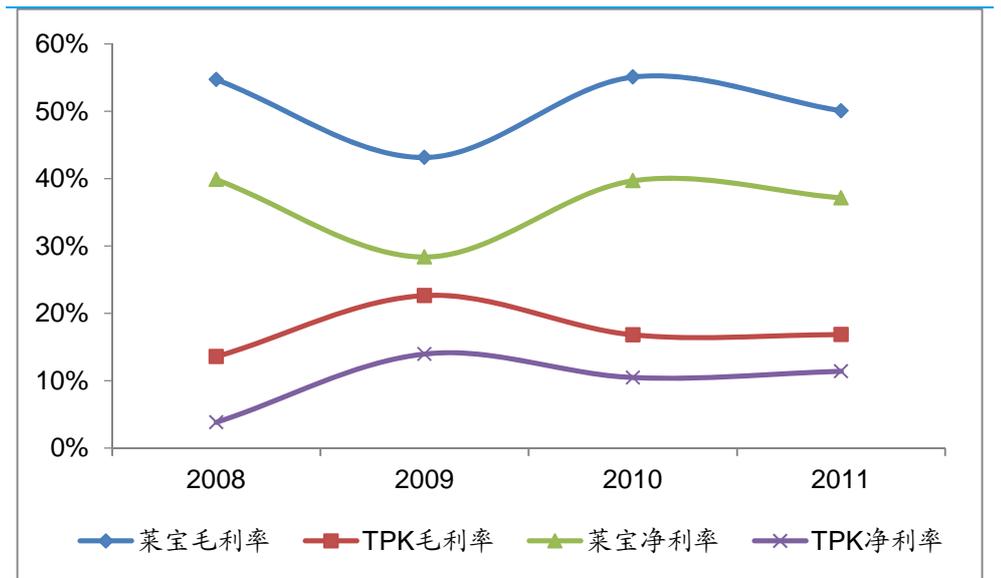
- 受下游客户 TPK 削减订单以及苹果新产品将转换技术影响，公司今年初以来遭遇苹果订单大幅削减，这是造成公司上半年业绩下滑的主要原因。
  - 公司过去几年主要供货触摸屏 Sensor 给苹果触摸屏主力供应商之一的 TPK，期间占比一度过半，但苹果对触摸屏模组的持续压价，使 TPK 迫于成本压力而积极向中游扩展，2011 年 TPK 还收购了台湾主要的 Sensor 供应商之一的达鸿，使 TPK 对 Sensor 的自给率大幅提升，也造成莱宝订单的大幅下降。
  - 而苹果将于下半年推出的 iPhone5 新机型，预计将采用 On-Cell 触摸屏技术，因此公司苹果订单的进一步削减是显而易见的。
  - 受此影响下，公司今年一季度收入和净利润分别同比下滑 20.59% 和 71.91%。根据公司预测，上半年净利润将同比下滑 50%-80%，对应二季度净利润约为 1,786 万至 9,774 万之间，同比下降幅度为 30.32% 至 87.27%，显示受苹果订单下滑影响的阵痛依然存在。

图表1：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

图表2：公司过去几年盈利水平远高于 TPK



来源：国金证券研究所

### 但公司积极转型模组厂，Sensor 产能将得以顺利消化

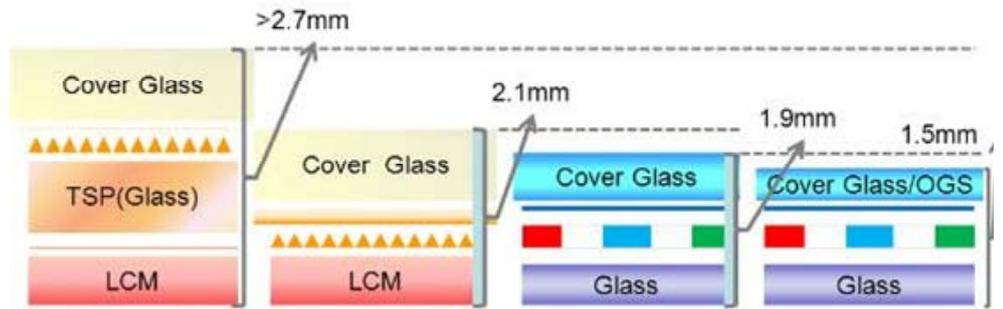
- 公司今年开始进入业务结构转型期，由触摸屏产业中上游的 Sensor 生产积极向下游的模组制造转变，模组产能将自 2 季度起陆续开出，预计至四季度总产能将达每月 4kk。
  - 公司在公明厂投建的月产能 2kk 的电容式触摸屏模组（以 3.5 寸计）项目，目前已实现 50% 开工率，良品率达 85%，达产进度超预期，预计 6 月底将顺利满产。
  - 而公司在光明厂二期厂房投建的电容式触摸屏模组产能扩充项目，预计最快将于 9 月份开始量产，月产能为 1kk（以 4 寸计），并采用新的水胶贴合工艺，生产成本更低而透光率更高。
  - 此外，公司在金华的金莱模组厂也拥有电容式触摸屏模组 1kk 的月产能。三厂累加将使公司年内模组总产能达每月 4kk。
- 根据我们的测算，公司电容式触摸屏模组完全开出后，sensor 产能的三分之二将能够实现内部消化，余下产能通过供货国内其他模组厂进行消化，将消弭大客户订单下滑所产生的负面影响。
  - 公司现有 Sensor 基板片产能为 2.5 代线月产 15 万片，3 代和 3.5 代线月产 7 万片，若转化为 4 寸的小尺寸产品，则 2.5 代线对应月产能为 390 万片，3 代和 3.5 代线对应月产能为 210 万片，即合计月产能 600 万片。
  - 根据公司今年规划的 4kk 触摸屏模组月产能，将每月消化 Sensor 产能的约三分之二；另外公司将把部分 Sensor 产线转产大尺寸 OGS 产品，对应原 Sensor 基板产能约 2 万片。由此，公司将实现大部分 Sensor 产能的内部消化。

### 公司将在大陆率先受益 OGS 产品导入市场

#### OGS 是当前实现触摸屏轻薄化的最佳技术

- 产品减薄和降低成本是当前触摸屏技术发展的重要目标，无论外挂式的 OGS 产品，还是内嵌式的 In-cell、On-cell 产品均符合触摸屏发展趋势要求，但 OGS 技术成熟度更高、量产进度更快，因此我们认为 OGS 是当前的最佳触屏技术。
  - OGS 技术是将 ITO 玻璃与保护玻璃整合成一片玻璃，触控 Sensor 做在这片玻璃上，不仅材料上可减少一片玻璃，也可省去一道贴合制程，较两片式 G/G 产品减薄约 0.4 毫米厚度，成本理论上可减少 5 成。
  - In-cell 和 On-cell 均为内嵌式触摸屏技术，In-cell 是将触控 Sensor 做在显示屏的 TFT 电极上，On-Cell 指将触控 Sensor 做在显示屏的彩色滤光片 CF 的背面。
  - 无论 OGS 还是 In-cell、On-cell，都是为了减少触摸屏的厚度，在用户体验上差别不大。但相比内嵌式技术，OGS 的技术工艺实现相对容易，成本及良品率相对可控，尽管仍存在玻璃强化和生产效率的问题，其规模商品化进程仍相对较快。
  - 而内嵌式技术由于需要把触摸屏做在面板内部，一旦做坏会导致整个显示模组报废，在目前产品良率极低的情况下，难以实现大规模量产，且导入内嵌式技术的面板厂必须拥有 LTPS 技术，无疑拔高了这一技术的进入门槛，市场已知的仅三星将推出搭配 On-cell 的 AMOLED 面板产品，故短期内难以对 OGS 技术形成威胁。

图表3: 传统玻璃式、OGS、内嵌式产品结构比较

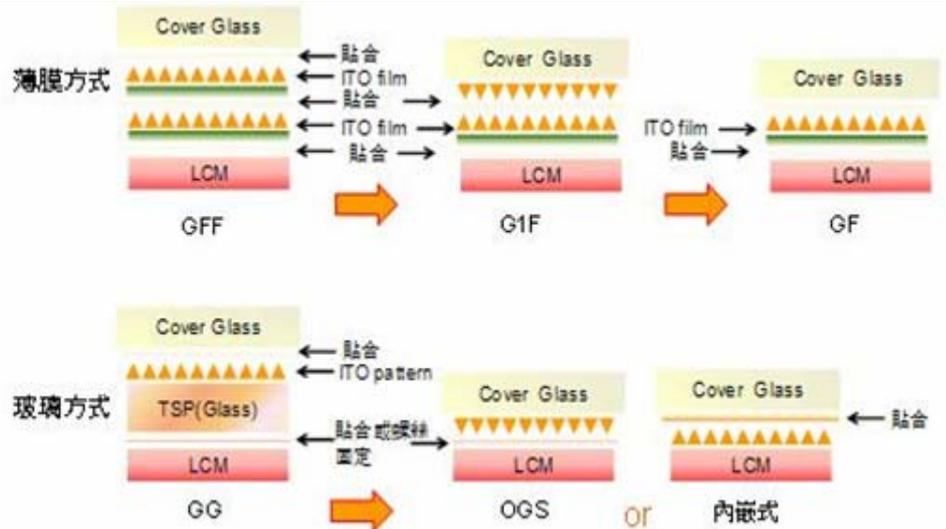


传统产品为TFT面板加外挂式双层玻璃的电容屏，总共4片玻璃  
采用OGS产品加TFT On-cell电容屏加保护玻璃及LTPS面板，总共3片玻璃  
OGS电容屏加LTPS面板，总共只需两片玻璃

来源: Digitimes, 国金证券研究所

- 对于外挂式减薄技术，亦有部分触摸屏厂商选择玻璃加单层ITO薄膜的产品结构。对此，我们认为薄膜式和玻璃式市场将有所区分：薄膜式方案工艺较玻璃式简单，价格也较低，较适合于低端产品市场；而玻璃式产品的性能明显占优，产品附加值也更高，因此将成为中高端产品的首选。
- 传统电容式触摸屏产品分为玻璃式和薄膜式两种，玻璃式产品由苹果及其供应链主导，而薄膜式产品由于在设备上与传统的电阻式通用，因此受到原电阻式触摸屏厂商的青睐。
- 在触摸屏减薄化趋势下，薄膜式产品也将由一片玻璃加两片薄膜（GFF）向一片玻璃加一片薄膜（GF）的结构发展，其工艺上为薄膜和玻璃的贴合，较玻璃式OGS产品在玻璃上镀Sensor更加容易，但透光性不及OGS，厚度较OGS大，耗电量也较高，更加适合低成本的产品方案。

图表4: 玻璃与薄膜式触摸屏结构简化示意图



来源: Digitimes, 国金证券研究所

图表5: 4种电容式触摸屏方案的特点比较

比較項目	GFF (Glass-Film-Film)	G1F (Glass-Film)	GG (Glass-Glass)	G2 (Glass Only)
價格	★★★★★	★★★☆☆	★★★★☆	★★★☆☆
薄型化	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★★
輕巧化	★★★★☆	★★★★☆	★★★☆☆	★★★★★
觸控感	★★★★☆	★★★★★	★★★★☆	★★★★★
優點	■ 相對成熟，有利於降低設計等方面成本。	■ 減少ITO膜用量至1片	■ 有利於提升光穿透率	■ 僅需使用單片玻璃，有利於達成薄型、輕巧化。
缺點	■ 需使用2片ITO膜，導致光穿透率降低。	■ 仍需使用1片ITO膜，影響光穿透率。	■ 貼合良率偏低 ■ 需使用2片玻璃，導致重量增加。	■ 技術尚未成熟，價格仍偏高。

注：黑色星号愈多，愈具优势。

来源：Digitimes，国金证券研究所

莱宝将在国内率先量产 OGS，有望在中大尺寸领域快速推广

- Wintel 组合今年下半年将力推搭配 Win 8 操作系统的触屏 Ultrabook 产品，并选择 OGS 触控方案，将使 OGS 产品应用由小尺寸智能手机迅速拓展至 7-10 寸的平板市场，以及 13-15 寸的 NB 市场。
- 英特尔在今年的 IDF 大会上邀请了莱宝高科、超声电子、长信科技等触摸屏厂商，并展示了搭配 OGS 触摸屏和 Win 8 操作系统的 Ultrabook 新产品“Nikiski”和“Letexo”，预计下半年就将推出市场。NB 搭配触摸屏的产品方案也得到 NB 厂商的响应。
- 而微软下半年将推出的新操作系统 Win 8，是微软真正意义上针对平板、超薄本等移动设备开发的操作系统，拥有类似 Windows Phone 7 的 Metro 界面，通过简明的图标和菜单展示所有功能，方便用户采用触控操作，将助 OGS 在平板和 NB 等中大尺寸应用领域的推广。

图表6: Windows 8 界面专门针对触控设计



来源：公开资料，国金证券研究所

图表7: 英特尔展示配置 win8 的触控式 Ultrabook



- 尽管已有部分台湾厂商实现 OGS 量产，但公司仍将是大陆厂商中最先量产的，也是与英特尔合作的触屏厂商中产品种类最为齐全的，因此将充分受益下半年触屏 Ultrabook 的出货成长。

- 公司光明厂的 OGS 产线将于 9 月份投产，折合 13 寸超极本的 OGS 触摸屏产能约为每月 6 万部，明年起，重庆厂投建的年产 1100 万片中大尺寸 OGS 和年产 3300 万片小尺寸 OGS 项目将陆续上量，将助推公司抢占 OGS 产品市场。
- 在客户方面，公司已经于英特尔深入合作并获得其认可，在今年 IDF 大会上，展示了公司与英特尔合作开发的全球首款配置 14.1 寸、带有 10 点触控功能的 OGS 电容屏的超极本，还展示了 3.5 寸和 5 寸的 OGS 产品，厚度至少减少 0.35mm；公司的 OGS 样品也已向数家国内外知名整机品牌客户送样并认证。
- 而目前在台厂中，胜华的 OGS 量产出货速度最快，2011 年已导入多家国际品牌智能机厂商，今年将进入部分平板厂商，达鸿也已具备量产 OGS 触摸屏的能力，TPK 和友达则将于今年年中进入量产阶段，进度略快于莱宝；而大陆厂商中，除莱宝下半年量产之外，其他厂商多处于研发阶段，预计量产时间较晚。

图表8: 主要触摸屏厂商 OGS 发展情况

胜华	2011年Q3开始量产OGS，进入HTC、三星和诺基亚等智能机客户，预计今年小尺寸OGS每月5kk，中尺寸OGS每月6.5kk。
TPK	2012年7月开始量产，预计小尺寸OGS产品每月2kk，中尺寸每月500k。
友达	已将部分3.5代、4代及5代线，改造为OGS产线，10.1寸产品将供给华硕新款变形平板TF300。
达鸿	2011年Q4开始量产OGS。
莱宝	已与英特尔形成合作关系，OGS产品规格包括14.1寸、3.5寸、5寸等。下半年大尺寸量产，每月60k，投建重庆项目将增加11kk中尺寸和33kk小尺寸的OGS年产能。
超声电子	OGS产品与英特尔取得合作，有望应用于Ultrabook上。
长信科技	与英特尔合作开发18.5寸一体化电容屏，有望配置在AIO和Ultrabook上。

来源：公司公告，国金证券研究所

## 伴随产能释放，公司将重回高成长之路

### 公司今年开始进入模组和 OGS 产能导入期

- 公司自 12 年起已陆续投资建设四个触摸屏项目，预计今年年中触摸屏模组产能达到小尺寸每月 3kk，到四季度小尺寸触摸屏模组和大尺寸 OGS 分别达到每月 4kk 和 60k，13 年 3 月年产 33k 小尺寸和 11k 中尺寸 OGS 将投产。
  - 金华的金徕模组厂的 1kk 月产能（3.5 寸计）于 2012 年 3 月实现 90% 以上良率的达产；深圳公明模组厂 2kk 月产能 5 月达产 50%，预计 6 月将满产；光明厂的 1kk 模组产能预计将于今年底达产。
  - 光明厂的 OGS 厂房尚在建设，预计今年 8 月实现量产，产能折合 13.1 寸为每月 60k；重庆的 OGS 产能则将在 2013 年 3 月实现量产，形成 33k 小尺寸和 11k 中尺寸 OGS 的年产能。

图表9: 莱宝高科近两年产能规划

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

### 公司直面终端市场, 成长规模将获倍增

- 公司的模组和 OGS 产能将在 13 年充分释放, 单位产品产值远高于原来的触控 Sensor, 产能也将实现倍增, 凸显公司未来业绩弹性和规模成长空间。
  - 公司投资项目完全达产后预计将形成 46 亿元触屏模组产值: 按小尺寸模组月产能 4kk, 每片单价 45 元, 对应年产值约 19.5 亿; 大尺寸 OGS 年产能 1100 万片, 以 10 寸计算, 考虑放量后价格降至 125 元, 对应年产值约 12.5 亿; 小尺寸 OGS 年产能 4400 万片, 按售价 35 元, 对应年产值约 14 亿。
  - 触控 Sensor 盈利水平较高, 而公司转向触摸屏模组后毛利率和净利率将有较大下降, 但随着收入规模的大幅增长, 公司净利润仍将获得较大提升。我们按净利率 15%-20% 计算, 触摸屏模组对应净利润将达 6.9-9.2 亿元。
  - 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。

### 继续给予莱宝高科“买入”评级, 目标价 22.70 元

- 我们维持公司盈利预测, 预计 2012~2014 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%, 对应 EPS 为 0.701、1.032 和 1.350 元。
- 2012 年将是莱宝高科的业绩底部, 通过产品结构由中游 Sensor 向下游模组的转型以及借助 OGS 技术切入市场空间更大的中大尺寸领域, 公司将重回业绩高成长之路, 因此理应给予更高估值。我们认为目前是公司的最佳买入时机, 继续给予“买入”评级, 维持公司 6~12 个月目标价 22.70 元, 相当于 2013 年 PE22X。

图表10: 相对估值表

公司名称	收盘价		EPS			PE			PB	总市值 百万元
	2012/5/30	2011	2012	2013	2011	2012	2013			
欧菲光	27.20	0.11	0.95	1.30	224.28	25.47	18.62	5.26	5,222.40	
长信科技	10.77	0.47	0.71	0.90	26.82	17.73	13.97	2.75	3,514.25	
超声电子	12.87	0.41	0.57	0.73	31.61	23.04	17.97	3.07	5,668.41	
宇顺电子	22.07	0.28	0.67	0.81	93.11	39.62	32.73	3.45	1,622.15	
平均					50.52	26.47	20.82	3.63		
莱宝高科	15.75	0.77	0.70	1.03	20.58	22.47	15.26	4.03	9,456.24	

来源: iFinD, 国金证券研究所整理

图表11: 销售收入预测

项 目	2011	2012E	2013E	2014E
<b>彩色滤光片 (CF-CSTN)</b>				
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%
<b>ITO导电玻璃</b>				
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%
<b>TFT阵列 (TFT-Arry)</b>				
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%
<b>触摸屏TP</b>				
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%
<b>TOL</b>				
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%	49.13%
占总销售额比重		17.33%	25.85%	31.88%
<b>TP 模组</b>				
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%	28.31%
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
<b>主营业务收入</b>	<b>636</b>	<b>1,146</b>	<b>1,237</b>	<b>1,948</b>	<b>2,946</b>	<b>3,742</b>	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
<b>主营业务成本</b>	<b>-362</b>	<b>-515</b>	<b>-618</b>	<b>-1,291</b>	<b>-1,921</b>	<b>-2,417</b>	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
<b>毛利</b>	<b>274</b>	<b>631</b>	<b>619</b>	<b>657</b>	<b>1,025</b>	<b>1,325</b>	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%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-12</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-36</b>	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
<b>营业费用</b>	<b>-9</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-26</b>	<b>-41</b>	<b>-52</b>	%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
<b>管理费用</b>	<b>-48</b>	<b>-77</b>	<b>-99</b>	<b>-156</b>	<b>-240</b>	<b>-303</b>	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%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>217</b>	<b>537</b>	<b>491</b>	<b>456</b>	<b>716</b>	<b>934</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,079</b>	<b>2,543</b>	<b>2,790</b>	<b>2,743</b>	<b>2,998</b>	<b>3,399</b>
%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
<b>财务费用</b>	<b>3</b>	<b>-11</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>-1</b>	<b>9</b>	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
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	流动负债	178	310	302	535	668	804
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	137	85	9	9	9	10
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	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%	<b>负债</b>	<b>341</b>	<b>421</b>	<b>325</b>	<b>544</b>	<b>677</b>	<b>814</b>
<b>营业利润</b>	<b>220</b>	<b>526</b>	<b>527</b>	<b>482</b>	<b>721</b>	<b>945</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,687</b>	<b>2,077</b>	<b>2,405</b>	<b>2,706</b>	<b>3,206</b>	<b>3,896</b>
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
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,079</b>	<b>2,543</b>	<b>2,790</b>	<b>2,743</b>	<b>2,998</b>	<b>3,399</b>
<b>税前利润</b>	<b>224</b>	<b>533</b>	<b>537</b>	<b>492</b>	<b>726</b>	<b>949</b>							
利润率	35.1%	46.5%	43.4%	25.3%	24.6%	25.4%							
<b>所得税</b>	<b>-43</b>	<b>-78</b>	<b>-78</b>	<b>-71</b>	<b>-105</b>	<b>-138</b>							
所得税率	19.3%	14.7%	14.5%	14.4%	14.5%	14.5%							
<b>净利润</b>	<b>180</b>	<b>455</b>	<b>459</b>	<b>421</b>	<b>620</b>	<b>811</b>							
少数股东损益	4	4	0	0	1	1							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>177</b>	<b>451</b>	<b>459</b>	<b>421</b>	<b>620</b>	<b>810</b>							
净利率	27.8%	39.4%	37.2%	21.6%	21.0%	21.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>180</b>	<b>455</b>	<b>459</b>	<b>421</b>	<b>620</b>	<b>811</b>	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.536	1.052	0.765	0.701	1.032	1.350
<b>非现金支出</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>138</b>	<b>158</b>	<b>217</b>	<b>272</b>	每股净资产	5.114	4.843	4.005	4.508	5.340	6.490
非经营收益	3	2	-28	-22	-4	2	每股经营现金净流	0.658	1.386	0.983	0.723	1.210	1.618
营运资金变动	-48	27	21	-123	-107	-113	每股股利	0.400	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>经营活动现金净流</b>	<b>217</b>	<b>594</b>	<b>590</b>	<b>434</b>	<b>726</b>	<b>972</b>	<b>回报率</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-224</b>	<b>-277</b>	<b>-255</b>	<b>-1,300</b>	<b>-284</b>	<b>-6</b>	净资产收益率	10.47%	21.72%	19.11%	15.55%	19.33%	20.80%
投资	0	0	43	-1	0	0	总资产收益率	8.49%	17.67%	16.51%	12.73%	15.74%	17.00%
其他	0	1	0	16	8	5	投入资本收益率	8.91%	19.19%	16.39%	13.87%	18.72%	20.15%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-224</b>	<b>-276</b>	<b>-212</b>	<b>-1,285</b>	<b>-276</b>	<b>-1</b>	<b>增长率</b>						
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	18.12%	80.17%	7.87%	57.50%	51.25%	27.02%
<b>债权募资</b>	<b>104</b>	<b>25</b>	<b>-128</b>	<b>-58</b>	<b>-48</b>	<b>1</b>	EBIT增长率	-10.25%	147.42%	-8.44%	-7.13%	56.90%	30.41%
<b>其他</b>	<b>-131</b>	<b>-83</b>	<b>-93</b>	<b>-3</b>	<b>-129</b>	<b>-131</b>	净利润增长率	-16.96%	155.35%	1.85%	-8.43%	47.31%	30.72%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-27</b>	<b>-58</b>	<b>-220</b>	<b>-61</b>	<b>-177</b>	<b>-130</b>	总资产增长率	13.33%	22.66%	9.03%	18.69%	19.13%	20.98%
<b>现金净流量</b>	<b>-34</b>	<b>260</b>	<b>158</b>	<b>-913</b>	<b>274</b>	<b>841</b>	<b>资产管理能力</b>						
							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
							<b>偿债能力</b>						
							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
买入	0	0	0	2	4
增持	1	2	3	3	5
中性	1	1	2	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.50	2.40	2.40	2.35	2.24

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 2011-01-25	增持	33.50	72.00 ~ 72.00
2 2011-02-28	增持	39.83	N/A
3 2011-03-27	增持	34.23	71.92 ~ 71.92
4 2011-04-25	增持	32.26	72.00 ~ 72.00
5 2011-10-11	增持	23.81	37.75
6 2011-10-26	增持	25.06	29.75 ~ 29.75
7 2012-02-29	增持	19.11	20.50 ~ 20.50
8 2012-04-23	增持	15.93	22.70 ~ 22.70

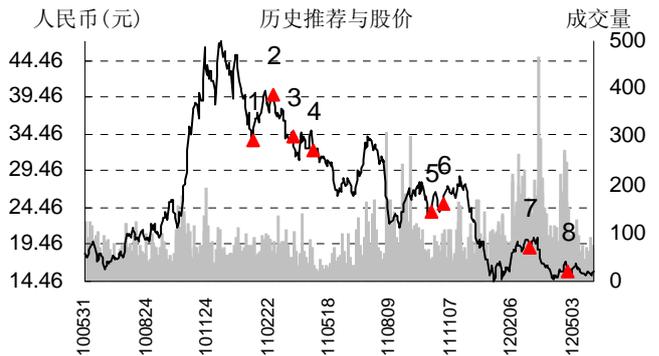
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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作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