



**持有**

**6%↓**

目标价格: 人民币 15.57

002106.SZ 原目标价格: 人民币 17.32

价格: 人民币 16.53

目标价格基础: 30倍 2013年预测市盈率

板块评级: 中立

# 莱宝高科

## 业绩大幅下滑, 今年重点在布局

莱宝高科 2012 年上半年实现归属母公司净利润 8,090.47 万元, 同比大幅下降 69.62%, 主要是由于主要 SENSOR 客户自供比例提升, 造成订单和价格大幅下滑, 产能利用率下降。公司预计 1-9 月份归属母公司净利润同比下降 50% 至 70%。我们认为 2012 年是公司在产品和客户端布局的一年, 真正的增长还要看 2013 年。我们下调公司 2012 年-2014 年归属母公司净利润至 1.69 亿元、3.12 亿元和 4.23 亿元, 基于 30 倍 2013 年预测市盈率, 我们下调公司目标价至 15.57 元, 维持持有评级。

### 本报告要点

- 公司 2012 年上半年业绩同比下滑 69.62%。
- 公司正处在转型期, 下半年至明年上半年是重要观察期。

### 主要催化剂/事件

- GG 模组和 OGS 触摸产品产能释放。
- 新开发终端客户大规模释放订单。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9	(6)	9	(30)
相对新华富时 A50 指数	9	(1)	19	(16)

发行股数(百万)	600
流通股(%)	77.53
流通股市值(人民币 百万)	7,689
3 个月日均交易额(人民币 百万)	242
净负债率(%) (2012E)	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  
以 2012 年 8 月 14 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

李鹏

(8621) 2032 8313

nigel.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512060002

### 半年报要点

- 莱宝高科上半年实现归属母公司净利润 8,090.47 万元, 同比大幅下降 69.62%。我们判断 TPK 的 SENSOR 自供比例不断提升是造成公司上半年 SENSOR 产能利用率大幅下降的主要原因, 同时由于产品结构变动和 SENOR 产品价格下降导致盈利能力下降进一步加剧了业绩下滑。
- 由于上半年研发费用支出加大、莱宝光电电容式触摸屏模组项目开办费支出等影响, 公司上半年销售费用率和管理费用率也同比分别上升 0.32 个百分点和 3.17 个百分点。
- 我们认为 2012 年是公司业绩探底的一年, 同时更是公司产品 and 客户布局的一年。从产品布局方面来看, 模组产品和 TOL 产品都已经有了较好准备, 有望在年内具备一定规模产能; 从客户端看, 公司已经突破了中华酷联等厂商。今年产品和客户布局有望在明年使业绩重拾增长。
- 公司预期 1-9 月份归属母公司净利润同比下降 50% 至 70%, 我们认为不对公司今年业绩报过高预期, 公司主要产品和客户布局收获期应在明年。

### 评级面临的主要风险

- 触摸模组产能释放慢于预期。
- 产品价格进一步剧烈下跌。

### 估值

- 我们将公司 2012 年-2014 年预测净利润分别从 2.97 亿、3.51 亿和 4.51 亿下调至 1.69 亿元、3.12 亿元和 4.23 亿元, 基于 30 倍 2013 年预测市盈率, 我们将公司目标价由 17.32 元下调至 15.57 元, 维持持有评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,146.3	1,236.6	1,182.3	2,009.0	2,576.8
变动(%)	80.2	7.9	(4.4)	69.9	28.3
净利润(人民币 百万)	451.1	459.5	169.1	311.5	422.6
全面摊薄每股收益(人民币)	0.751	0.765	0.282	0.519	0.704
变动(%)	155.2	1.9	(63.2)	84.2	35.7
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.49	0.58	0.71
调整幅度(%)	-	-	(42.51)	(10.54)	(0.87)
全面摊薄市盈率(倍)	22.0	21.6	58.7	31.9	23.5
每股现金流量(人民币)	2.7	2.1	2.0	3.3	4.3
价格/每股现金流量(倍)	6.2	8.0	8.4	4.9	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	13.5	28.5	16.8	12.5
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	2.4	2.4	1.0	1.4	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 2012 年上半年净利润同比大幅下降，业绩探底中

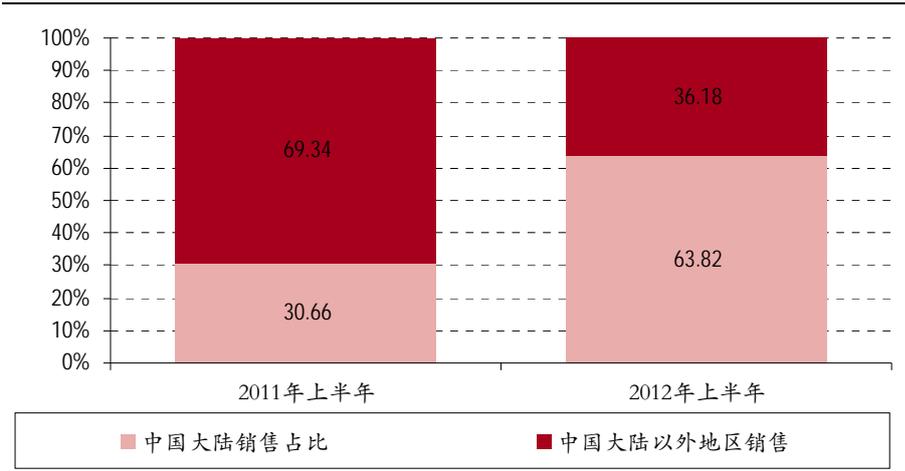
莱宝高科发布 2012 年上半年业绩，公司 2012 年上半年实现归属母公司所有者净利润 8,090.47 万元，同比大幅下降 69.62%；公司当期营业收入小幅下降 5.05%，但毛利率同比大幅下降 31.32 个百分点，是造成净利润大幅下降的主要原因；当期管理费用率同比上升 3.17 个百分点。总体来看，我们认为公司的业绩正在探底过程中，3 季度可能是业绩的底部。

1. 报告期公司实现营业收入 6.00 亿元，同比小幅下降 5.05%。我们判断上游主要 SENSOR 客户 TPK 的自供比例持续上升，造成了公司外销 SENSOR 减少，SENSOR 的产能利用率下降也对 SENSOR 的单价产生压力。
2. 从客户结构来看，公司上半年前五大客户的销售占比从去年同期的 83.96% 下降至今年上半年的 54.72%，同时海外销售占比也从去年同期的 69.34% 下降到今年上半年的 36.18%，从侧面印证了我们对于原来主要海外客户订单锐减的判断。
3. 当期毛利率为 25.04%，同比大幅下降 31.32 个百分点。我们认为造成毛利率大幅下降的主要原因有两点：一方面上游客户 SENSOR 自供比例持续上升，对公司产品的单价和毛利率产生压力；另一方面低毛利率的触摸屏模组产品开始出货，在整体营业收入中的占比上升，产品结构变动导致整体毛利率大幅下降。
4. 当期销售费用及管理费用上升，主要是由于人工费用与运费增加、研发投入增加、业务规模扩大相应增加人工等费用及莱宝光电电容式触摸屏模组项目开办费支出等综合影响所致。

图表 1. 莱宝高科 2012 年上半年季度财务数据

(人民币, 百万)	2011 年上半年	2012 年上半年	同比变化 (%)
营业收入	632.29	600.33	(5.05)
营业成本	275.92	450.02	63.10
销售费用	7.55	9.07	20.09
管理费用	46.45	63.10	35.85
财务费用	(8.55)	(11.71)	36.99
投资收益	0.00	5.77	N.M
营业利润	305.15	84.84	(72.20)
营业外收入	4.90	6.42	31.07
利润总额	310.05	91.26	(70.56)
所得税费用	43.51	10.69	(75.42)
归属于母公司所有者的净利润	266.28	80.90	(69.62)
<b>比率 (%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	56.36	25.04	(31.32)
销售费用率	1.19	1.51	0.32
管理费用率	7.35	10.51	3.17
财务费用率	(1.35)	(1.95)	(0.60)
营业处润率	48.26	14.13	(34.13)
所得税率	14.03	11.72	(2.31)
净利润率	42.11	13.48	(28.64)

资料来源：公司数据

**图表 2. 莱宝高科 2012 年上半年大陆地区及大陆外销售占比变化情况**


资料来源：公司数据

### 今年是痛苦的转型期，期待明年业务进入正轨

#### 2012 年重点在布局

2012 年是莱宝高科业绩探底、产品结构发生重大变化的转型期。总体来看，我们认为在苹果初次把触摸屏产品应用于终端产品时，苹果的主要触摸组供应商 TPK 的 SENSOR 产能不足，而莱宝高科凭借原有在镀膜工艺上的技术优势，一举切入苹果产业链，获得了业绩爆发式的增长。当 TPK 迅速提升 SENSOR 自供比例时，公司由于缺乏直接终端厂商客户同时没有模组产能准备，而陷入业绩低靡期。

2012 年公司把主要精力都放在产品结构转型，大举在模组生产方面布局；同时在 AMOLED 和 TOL 模组方面开始布局，希望在技术升级过程中重拾辉煌。

2012 年上半年子公司浙江金徕模组项目已经量产，实现净利润-25.75 万元，由于产能完全释放需要一定时间，因此我们判断下半年金徕可能对公司的业绩有一定贡献，但是力度有限。

**图表 3. 莱宝高科触控模组/TOL/新型显示产品布局**

项目	尺寸	设计年产能(kk)	达产日期
<b>TOL</b>			
实验线	4'	12	2012 年 12 月底
增发小尺寸	3.5'	33	2013 年
增发中大尺寸	10'	11	2013 年
<b>GG</b>			
投资电容屏模组	3.5"	24	2012 年 6 月底
电容屏模组扩产	4"	12	2012 年 12 月底
浙江金徕	3.5"	24	已量产
新型显示面板研发	-	-	2013 年

资料来源：公司数据

### 上半年客户端努力已经开始显示效果

公司上半年集中精力打开终端客户局面，在触摸模组方面，公司已经与国内中兴、华为、联想、宇龙酷派、金立、TCL等六大智能手机品牌厂商建立起业务合作关系；在TOL方面公司已经向Intel、日本东芝、中兴、华为、联想、宇龙酷派、TCL国内外厂商送样，认证状况良好；并已为Intel的数家合作伙伴——知名PC厂商制作了数款超极本用TOL电容式触摸屏样品认证情况良好，预计2012年底前有一定数量产品面市。

2012年2季度国产手机厂商包括华为、中兴、TCL等的出货量和市场份额受中低端智能手机放量的拉动同比提升，我们认为未来一段时间这一趋势将继续，莱宝高科产能释放加速，有可能受益于国产智能手机放量。

图表 4.2012 年 2 季度全球手机市场格局

(千台)	2011 年 2 季度	2012 年 2 季度	同比变化 (%)
三星	69,827.6	90,432.1	29.5
诺基亚	97,869.3	83,420.1	(14.8)
苹果	19,628.8	28,935.0	47.4
中兴	13,070.2	17,936.4	37.2
LG	24,420.8	14,345.4	(41.3)
华为	9,026.1	10,894.2	20.7
TCL	7,938.9	9,355.7	17.8
HTC	11,016.1	9,301.2	(15.6)
摩托罗拉	10,221.4	9,163.2	(10.4)
黑莓	12,662.3	7,991.2	(36.9)
其他	152,979.7	137,233.4	(10.3)
全部	428,661.2	419,007.9	(2.3)
市场份额 (%)			
三星	16.3	21.6	5.3
诺基亚	22.8	19.9	(2.9)
苹果	4.6	6.9	2.3
中兴	3.0	4.3	1.2
LG	5.7	3.4	(2.3)
华为	2.1	2.6	0.5
TCL	1.9	2.2	0.4
HTC	2.6	2.2	(0.4)
摩托罗拉	2.4	2.2	(0.2)
黑莓	3.0	1.9	(1.0)
其他	35.7	32.8	(2.9)

资料来源: Gartner

我们认为下半年，随着公司的模组项目陆续达产和 TOL 产品进入量产，公司的业绩有望进入底部并于明年开始有较好恢复，但就今年的情况来看，由于公司的模组量产需要过程，并且超级本的放量仍然要看 10 月份 WIN8 的市场效果，模组和 TOL 的业绩贡献应该主要在 2013 年。

### 盈利预测及评级

公司预计 2012 年 1-9 月份归属母公司净利润同比下降 50% 至 70%，主要原因是由于上游客户 SENSOR 自供比例上升，同时模组产能仍然处于爬坡期所致。我们认为，不应对公司今年的业绩期望过高。我们判断由于应用于超级本的触摸产品应从四季度才开始出货，同时要视 WIN8 的市场接受度，主要量的增长应在 2013 年；同时公司的模组项目爬坡和产能陆续释放也需要时间，真正业绩释放也应在 4 季度后半段及明年。我们认为，随着今年公司的客户及产能布局完善，2013 年才会是公司业绩重拾增长的一年。

基于以上判断我们下调公司 2012 年-2014 年归属上市公司净利润至 1.69 亿元、3.12 亿元和 4.23 亿元，基于 30 倍 2013 年预测市盈率，我们下调公司目标价至 15.57 元，维持**持有**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,146	1,237	1,182	2,009	2,577
销售成本	(515)	(618)	(876)	(1,470)	(1,851)
经营费用	(16)	(29)	(3)	27	58
息税折旧前利润	647	648	309	513	667
折旧及摊销	(110)	(135)	(151)	(183)	(210)
经营利润(息税前利润)	537	513	158	330	457
净利息收入/(费用)	(11)	14	34	33	38
其他收益/(损失)	7	10	10	10	10
税前利润	533	537	202	373	506
所得税	(78)	(78)	(30)	(55)	(74)
少数股东权益	(4)	0	(3)	(6)	(9)
净利润	451	459	169	312	423
每股收益(人民币)	0.75	0.77	0.28	0.52	0.70
每股股息(人民币)	0.13	0.15	0.13	0.13	0.13
收入增长(%)	80	8	(4)	70	28
息税前利润增长(%)	148	(4)	(69)	109	39
息税折旧前利润增长(%)	117	0	(52)	66	30
每股收益增长(%)	155	2	(63)	84	36

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	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	533	537	202	373	506
折旧与摊销	110	135	151	183	210
净利息费用	11	(14)	(34)	(33)	(38)
运营资本变动	26	17	170	53	25
税金	(78)	(78)	(30)	(55)	(74)
其他经营现金流	(8)	(7)	34	29	32
经营活动产生的现金流	594	590	493	551	661
购买固定资产净值	(277)	(255)	(400)	(300)	(300)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	1	43	0	0	0
投资活动产生的现金流	(276)	(212)	(400)	(300)	(300)
净增权益	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(54)	(219)	(145)	(79)	(79)
融资活动产生的现金流	(54)	(219)	(145)	(79)	(79)
现金变动	264	159	(52)	172	282
期初现金	766	1,026	1,187	1,135	1,307

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	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,026	1,187	1,135	1,307	1,589
应收帐款	165	139	133	226	289
库存	98	141	35	21	16
其他流动资产	109	91	89	89	90
流动资产总计	1,398	1,557	1,392	1,643	1,985
固定资产	878	1,072	1,334	1,463	1,558
无形资产	141	128	115	103	98
其他长期资产	125	32	30	30	30
长期资产总计	1,144	1,232	1,479	1,596	1,686
总资产	2,543	2,790	2,871	3,239	3,671
应付帐款	97	139	197	328	413
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	214	163	97	97	97
流动负债总计	310	302	294	426	510
长期借款	85	9	9	9	9
其他长期负债	17	13	8	8	8
股本	429	600	600	600	600
储备	1,648	1,804	1,896	2,129	2,473
股东权益	2,077	2,405	2,497	2,729	3,073
少数股东权益	53	61	64	67	70
总负债及权益	2,543	2,790	2,871	3,239	3,671
每股帐面价值(人民币)	3.46	4.01	4.16	4.55	5.12
每股有形资产(人民币)	3.22	3.79	3.97	4.37	4.95
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.6)	(2.0)	(1.9)	(2.2)	(2.6)

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	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	56.5	52.4	26.1	25.5	25.9
息税前利润率(%)	46.8	41.5	13.3	16.4	17.7
税前利润率(%)	46.5	43.4	17.1	18.6	19.7
净利率(%)	39.4	37.2	14.3	15.5	16.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.3	3.9	3.9	3.1	3.1
利息覆盖率(倍)	48.2	nm	nm	nm	nm
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	4.7	4.6	3.8	3.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	22.0	21.6	58.7	31.9	23.5
市净率(倍)	4.8	4.1	4.0	3.6	3.2
价格/现金流(倍)	6.2	8.0	8.4	4.9	3.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.5	13.5	28.5	16.8	12.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	54.9	70.7	36.5	6.9	3.7
应收帐款周转天数	51.3	44.8	41.9	32.6	36.5
应付帐款周转天数	28.4	34.8	51.8	47.7	52.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
净资产收益率(%)	24.0	20.5	6.9	11.9	14.7
资产收益率(%)	19.8	16.4	4.8	9.2	11.3
已运用资本收益率(%)	25.5	22.5	7.6	13.5	16.6

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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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