

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2016年11月15日

冯显权

SAC执业证书编号：

S0340514100001

电话：0769-22115935

莱宝高科（002106）调研报告

资产质量明显提升，内生以及外延均有看点

投资要点：

- **主要逻辑：**公司去年对闲置设备计提巨额减值后，G-G结构以及小尺寸OGS产能对公司的影响大大减轻，目前公司的资产质量明显提升。展望业绩前景，公司未来有两大看点，一是内生增长方面，公司的中大尺寸OGS CTP产品有望受益于二合一笔记本电脑渗透率提高而实现业绩较快增长；二是外延方面，公司有望通过同行业或跨行业并购扩张业务。
- **短期内仍聚焦主业，外延并购可期。**短期内公司重点聚焦主业，重点发展中大尺寸OGS产品，加强技术研发，在PC触摸屏细分市场扩大市场份额，但公司明确将进行资产收购，范围不仅限于同行业公司，还包括物联网、车联网等具有上升前景领域的相关标的，目前公司承诺不筹划重大资产重组期限已过，外延扩张可期。
- **闲置产能基本处置完毕，财务风险大幅下降。**年初公司董事会对G-G结构以及小尺寸一体化电容式OGS产品实施停产安排，使公司确认固定资产减值损失3.86亿元，确认存货减值损失0.38亿元，共计资产减值损失4.24亿元，但上市公司产能负担大幅减轻，资产质量明显提升，财务风险大幅下降。
- **中大尺寸OGS触摸屏预期发展较好。**二合一笔记本电脑普及需要用户需求与硬件共同推动，目前用户需求明确存在，只待硬件价格下降。从台积电10/7纳米工艺进展顺利，并将于2017年一季度量产的半导体制造技术可以看到，摩尔定律仍然主导着基础硬件领域趋势，同等功能终端产品价格下降趋势比较明确。因此，我们认为二合一笔记本电脑能充分适应产业趋势，换机需求将推动出货量增长，但考虑到目前价格偏高，二合一笔记本电脑普及需要较长时间。产业趋势比较明确，莱宝高科将明显收益，公司押注中大尺寸OGS有风险，但未来收益可期。
- **盈利预测。**预计公司2016-2018年实现归属母公司股东净利润分别为1.57/1.76/1.93亿元，对应EPS分别为0.22/0.25/0.27元，对应PE 62/54/50倍，维持莱宝高科“谨慎推荐”评级。

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万）	2,424	3,109	3,354	3,624
增长率（%）	3.4%	28.3%	7.9%	8.1%
净利润（百万）	-598	157	176	193
增长率（%）	/	/	12.1%	9.7%
净利率（%）	-24.7%	5.3%	5.5%	5.6%
PE	/	62	54	50

资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

目录

1. 短期内仍聚焦主业，外延并购可期	3
2. 闲置产能基本处置完毕，财务风险大幅下降.....	4
3. 中大尺寸 OGS 触摸屏预期发展较好	4
4. 投资建议	7
5. 风险提示	7

插图目录

图 1：上市以来公司股价走势	3
图 2：2007-2015 年公司年度归母净利润与 ROE 情况	3
图 3：2012Q1-2016Q3 全球笔记本电脑出货量增速	5
图 4：2012Q1-2016Q3 全球平板电脑出货量增速	5
图 5：联想控股 (3396.HK) IT 收入及增速	5
图 6：2010-2016 年华硕 ASUS (2357.TW) 营收及增速	5
图 7：联想 Miix 5 旗舰版主要配置参数	6

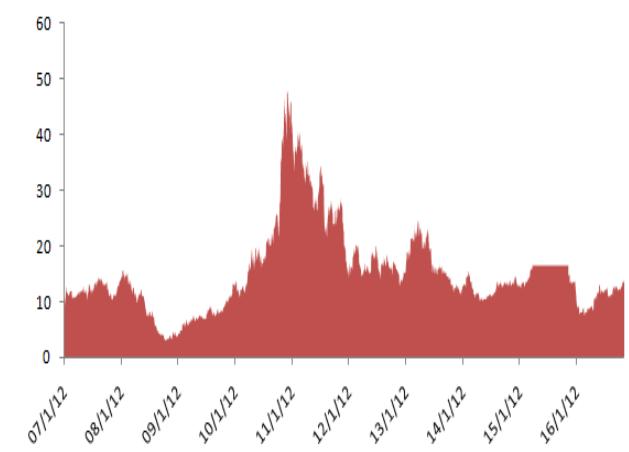
表格目录

表 1：2015 年公司闲置设备减值准备明细	4
------------------------------	---

1. 短期内仍聚焦主业，外延并购可期

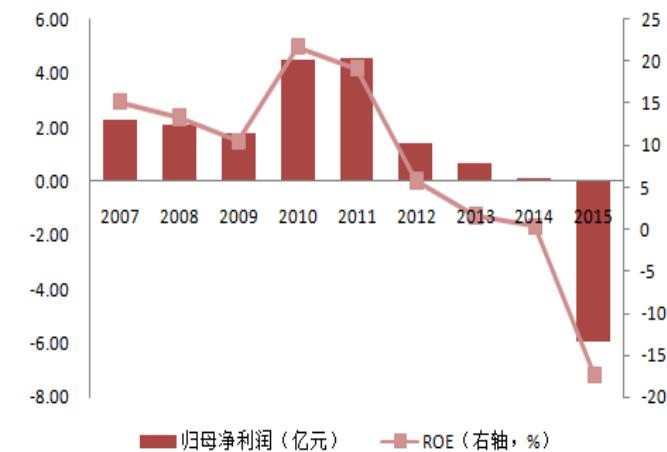
莱宝高科于 2007 年上市，主营 OGS 触控模组、OGS 产品、ITO 导电玻璃以及彩色滤光片（Color Filter, CF）。上市至今，公司主营业务变化不大，经营策略围绕触摸屏行业纵深发展，营业收入均由触摸屏相关产品贡献。公司所处的面板行业处于充分竞争格局，下游终端面板供过于求，上游面临需求以及价格下跌压力。由于公司业务单一，市场风险对公司业绩影响巨大。从股价以及年度业绩的走势可以看到，公司业绩对股价具有高度正相关影响，2010 年公司归母净利润达到 4.55 亿元，增速达到 155.35%，股价也同时达到历史峰值。此后，随着触摸屏行业竞争日趋激烈，产品大幅降价，股价也随之大幅下挫。

图1：上市以来公司股价走势



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图2：2007-2015年公司年度归母净利润与ROE情况



数据来源：Wind资讯，东莞证券研究所

2012-2015 年公司业绩持续下滑主要是由于公司所在的面板行业竞争加剧，G-G 结构产品不适合智能终端轻薄化趋势，小尺寸 OGS 产品价格大幅下跌，对公司业务影响尤为重大。

2016 年公司对产品线进行重组，砍掉不盈利、不适应产业发展趋势的 G-G 以及小尺寸 OGS 等产品线，重点发展中大尺寸 OGS 产品，目前公司的主要下游客户是 PC 行业，智能手机行业对公司的业绩贡献接近零。

对于电子行业而言，竞争门槛以及技术迭代大大缩短产品的生命周期，通常为了对冲单一市场或产品风险，规模经济、加大技术研发投入以及多元化策略均是较为妥当的选项。具体到莱宝高科上面，目前公司重点布局的中大尺寸 OGS 产品线市场前景相对较好，但产品线单一的问题突出。

因此，尽管短期内公司重点聚焦主业，加强技术研发，在 PC 触摸屏细分市场扩大市场份额，但公司明确将进行资产收购，范围不仅限于同行业公司，还包括物联网、车联网等具有上升前景领域的相关标的，目前公司承诺不筹划重大资产重组期限已过，外延扩张可期。

2. 闲置产能基本处置完毕，财务风险大幅下降

年初公司董事会对 G-G 结构以及小尺寸一体化电容式 OGS 产品实施停产安排，分别关停了宝莱光电以及浙江金徕的 G-G CTPM 生产线，此外，配套的南山工厂 2.5 代电容式触摸屏面板（CTP Sensor）生产线及光明工厂 3 代 CTP Sensor 生产线也实行停产。此举直接的财务后果是使公司确认固定资产减值损失 3.86 亿元，确认存货减值损失 0.38 亿元，共计资产减值损失 4.24 亿元，使上市公司去年巨亏 5.98 亿元。

表 1：2015 年公司闲置设备减值准备明细

闲置设备明细	账面价值	可回收金额	计提减值准备
深圳莱宝：			
平板材料事业部—南山工厂闲置设备	7,870.18	860.97	7,009.21
平板材料事业部—光明工厂一期闲置设备	29,516.06	6,566.64	22,949.42
触控模组事业部—光明工厂二期闲置设备	8,949.19	2,276.51	6,672.68
深圳莱宝闲置设备小计	46,335.43	9,704.12	36,631.31
莱宝光电闲置设备	1,353.88	471.52	882.36
浙江金徕闲置设备	1,457.41	354.28	1,103.13
合 计	49,146.72	10,529.92	38,616.80

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

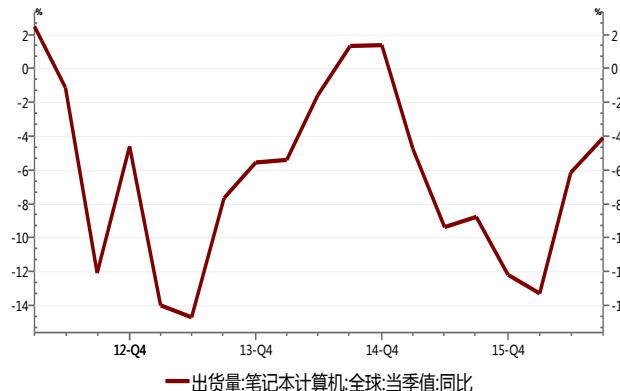
砍掉盈利前景恶化的 G-G 结构以及小尺寸电容式 OGS 后，上市公司资产质量明显提升。目前闲置设备账面价值为 1.05 亿元，年初以来小尺寸产品价格小幅回升，相关设备资产进一步减值概率较低。另一方面，停产闲置的生产线及其配套设备相关存货计提减值准备后账面价值为 304.56 万元，对上市公司业绩已没有重大影响。

3. 中大尺寸 OGS 触摸屏预期发展较好

公司生产的中大尺寸 OGS CTP 触摸屏主要应用于平板电脑、触控笔记本电脑、二合一笔记本电脑（2 in 1 NB）、一体化计算机（AIO PC）等应用领域，全资子公司重庆莱宝拥有国内唯一量产的五代线，下游客户包括联想（Lenovo）、美国惠普（HP）、戴尔（DELL）、台湾华硕（ASUS）等数家全球知名的 PC 厂商。

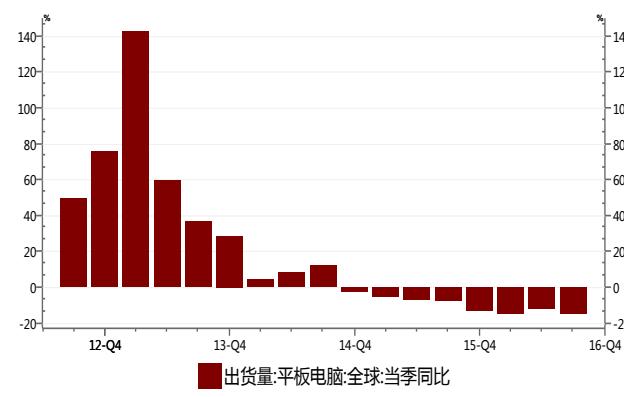
受到智能手机以及平板电脑冲击，笔记本电脑生命周期在拉长，整体市场持续萎缩，Wind 数据显示，2016 年前三季度笔记本电脑出货分别下滑了 -13.3% / -6.15% / -4.1%。对于平板电脑市场，供应过剩仍然存在，全球终端出货量持续萎缩，2016 年前三季度分别增长 -14.7% / -12.3% / -14.85%。

图3: 2012Q1-2016Q3全球笔记本电脑出货量增速



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

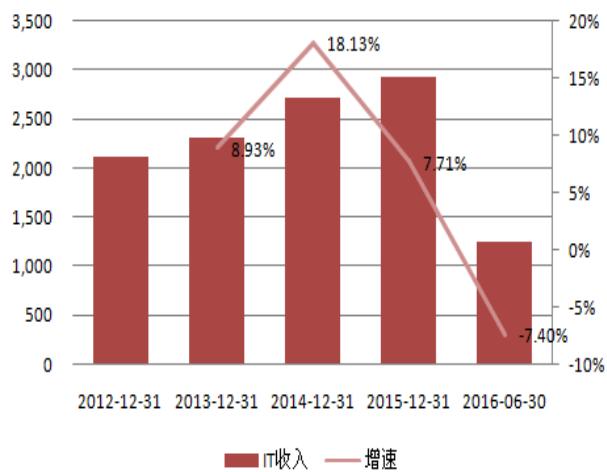
图4: 2012Q1-2016Q3全球平板电脑出货量增速



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

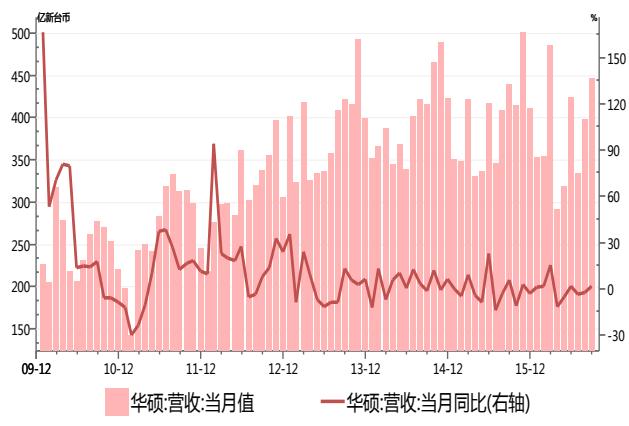
微观层面,作为全球电脑大厂的联想以及华硕业绩表现平平,联想上半年IT收入营收下滑7.4%,而华硕营收同样表现疲软。

图5: 联想控股 (3396.HK) IT收入及增速



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

图6: 2010-2016年华硕ASUS (2357.TW) 营收及增速



数据来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

尽管电脑市场表现持续疲软,不过市场对明年平板电脑市场行情预期乐观。根据IDC报告,2016年全球平板出货将达1.95亿台,同比下降5.9%。2016年之后平板市场将恢复增长,但增长率不会超过10%。更重要的是,二合一平板将成为增长的主要动力,预计出货量从2015年的1660万台,上升至2020年的6380万台,市占率将从8%快速上升到30%。

公司业绩在相当程度上受到二合一笔记本电脑市场的影响。上半年公司清理闲置产能后,目前主要贡献业绩的是生产中大尺寸OGS产品的重庆工厂。由于电脑市场整体疲软,平板电脑市场上半年也在萎缩,但二合一(2 in 1)笔记本电脑、带有触控功能的一体化计算机(AIO PC)等创新PC产品需求日益旺盛,直接带动上半年上市公司业绩强劲反弹。

我们的判断是，谨慎看好二合一笔记本电脑未来的增长前景。首先，从产品趋势来看，轻薄、便携是平板电脑挤占传统电脑市场份额的关键因素，在休闲活动中，Pad 完胜传统终端。但是不可否认的是，目前笔记本电脑在配置相同的情况下，体积、厚度不断减少，2011 年上市的超极本是笔记本行业的重要里程碑。目前联想二合一笔记本旗舰机型 Miix 5 旗舰版重量为 880g，而 32G iPad Pro 则重 713g，对消费者而言实际差别并不大。

图 7：联想 Miix 5 旗舰版主要配置参数



屏幕尺寸：12.2 英寸



屏幕分辨率：1920x1200



CPU 型号：Intel 酷睿 i7 6500U

核心/线程数：双核心/四线程



电池类型：锂电池

笔记本重量：880g

续航时间：8 小时左右，视具体使用环境而定

厚度：9.9mm

数据来源：中关村在线，东莞证券研究所

其次，从消费者角度来看，二合一电脑的使命在于，既可分离工作与生活，亦可将两者融合，减少消费者支出。在大屏智能手机出现后，某程度上大屏手机取代 Pad，成为休闲生活的主要智能终端，往后消费者的基本智能终端配置可能是大屏智能手机+笔记本电脑。但大屏手机并不能完全取代 Pad，这使得平板电脑的处境比较尴尬，屏幕尺寸低不成高不就，消费者选择比较困难。二合一笔记本电脑则通过屏幕与键盘分离，解决消费者的这一矛盾，可以实现办公与休闲双重目的。

不过，限制二合一笔记本电脑普及的关键因素是价格。目前联想二合一电脑的价格级差比较明显，以 12 英寸屏幕产品线为例，高端产品价格中枢为 7000 元，中端为 6000，低端为 4000-5000 元。而联想传统高端机型的价格中枢约为 6000 元，即差不多同等配置的情况下，二合一笔记本的价格比传统笔记本电脑高 1000 元。

此外，同等价格同等尺寸二合一笔记本电脑与 Pad 在屏幕分辨率、续航能力以及 CPU 架构方面均有区别，不过这些区别并非关键性因素，尤其是 win10 被广大用户接受并普及后，用户习惯并不妨碍消费者从不同终端间自由切换。

因此，二合一笔记本电脑普及需要用户需求与硬件共同推动，目前用户需求明确存在，只待硬件价格下降。从台积电 10/7 纳米工艺进展顺利，并将于 2017 年一季度量产的半导体制造技术可以看到，摩尔定律仍然主导着基础硬件领域趋势，同等功能终端产品价格下降趋势比较明确。因此，我们认为二合一笔记本电脑能充分适应产业趋势，换机需求将推动出货量增长，但考虑到目前价格偏高，二合一笔记本电脑普及需要较长时间。产业趋势比较明确，莱宝高科将明显收益，公司押注中大尺寸 OGS 有风险，但未来收益可期。

4. 投资建议

综合来看，公司去年对闲置设备计提巨额减值后，G-G 结构以及小尺寸 OGS 产能对公司的影响大大减轻，目前公司的资产质量明显提升。展望业绩前景，公司未来有两大看点，一是内生增长方面，公司的中大尺寸 OGS CTP 产品有望受益于二合一笔记本电脑渗透率提高而实现业绩较快增长；二是外延方面，公司有望通过同行业或跨行业并购扩张业务。

我们预期公司五代线产能利用率将持续位于高位，未来三年中大尺寸 OGS CTP 模组将以约 8% 的 CAGR 实现增长，预计公司 2016-2018 年实现归属母公司股东净利润分别为 1.57/1.76/1.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/0.25/0.27 元，对应 PE 62/54/50 倍，维持莱宝高科“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

经济增速低于预期影响换机需求；计算机硬件迭代放缓导致笔记本终端价格难以下行；研发进度缓慢导致技术换代风险等。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				现金流量表					
项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	2,424	3,109	3,354	3,624	净利润	-609	166	186	204
营业成本	2,339	2,667	2,860	3,071	折旧与摊销	751	277	272	269
营业税金及附加	7	4	5	5	财务支出	0	10	16	14
销售费用	57	43	47	51	投资损失	-5	0	0	0
管理费用	284	239	258	278	净营运资本变动	-36	-108	-75	-72
财务费用	-70	-56	-50	-40	经营活动现金流	102	345	399	415
资产减值损失	467	31	33	36	资本支出	-126	66	-259	-248
其他经营收益	5	0	0	0	其它投资	8	0	0	0
营业利润	-655	190	204	223	投资活动现金流	-117	66	-259	-248
利润总额	-637	205	217	238	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	-29	39	31	34	债券融资	0	0	0	0
净利润	-609	166	186	204	股利分配及其它	-14	-10	-16	-14
减 少数股东损益	-11	9	10	11	筹资活动现金流	-14	-10	-16	-14
归母公司净利润	-598	157	176	193	货币资金净变动	-29	401	124	153
资产负债表				主要财务比率					
项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	项目	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,248	1,400	1,512	1,633	成长能力(YOY)				
应收账款	734	1,112	1,201	1,297	营业收入	3.4%	28.3%	7.9%	8.1%
预付账款	5	1	1	1	营业利润	11406%	-125.9%	7.4%	9.3%
存货	327	520	562	607	归母公司净利润	-4476.2%	-124.9%	12.1%	9.7%
其它	130	42	61	74	盈利能力				
流动资产合计	2,444	3,075	3,337	3,612	销售毛利率	3.5%	14.2%	14.7%	15.3%
长期股权投资	9	10	10	10	销售净利率	-24.7%	5.3%	5.5%	5.6%
固定资产合计	1,505	1,468	1,450	1,432	ROE	-79.0%	4.3%	4.6%	4.8%
长期待摊费用	4	2	2	1	ROIC	-7.5%	4.0%	4.6%	5.2%
其它	320	232	203	172	偿债能力				
非流动资产合计	1,838	1,712	1,665	1,616	资产负债率	13.0%	23.9%	23.7%	23.7%
资产总计	4,281	4,787	5,002	5,227	流动比率	4.38	3.31	3.33	3.33
短期借款	0	0	0	0	速动比率	3.56	2.71	2.70	2.70
应付账款	434	712	769	831	营运能力				
预收款项	0	1	1	1	资产周转率	0.51	0.68	0.68	0.71
其它	124	215	233	253	存货周转率	6.00	6.29	5.29	5.25
流动负债合计	558	929	1,004	1,085	应收账款周转率	3.41	3.36	2.89	2.89
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其它	222	0	218	183	每股收益	-0.85	0.22	0.25	0.27
非流动负债合计	222	0	218	183	每股经营现金流	0.14	0.48	0.55	0.57
负债合计	558	1,147	1,187	1,241	每股净资产	5.21	5.09	5.33	5.58
股本	706	706	706	706	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	2,078	2,078	2,078	2,078	估值指标				
留存收益及其它	-2,013	857	1,032	1,203	PE	-16	62	54	50
所有者权益合计	771	3,641	3,815	3,987	PB	2.62	2.67	2.56	2.44
负债和权益总计	1,144	4,787	5,002	5,227	EV/EBITDA	17.26	19.97	18.83	17.65

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

请务必阅读末页声明。

东莞证券投资评级体系：
公司投资评级

推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级

推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数5%-10%之间
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险偏好评级

高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度50%-100%之间
一般风险	未来6个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度20%-50%之间
低风险	未来6个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深300指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn