

日期: 2010年5月10日

行业: 电子元器件制造业



邓永康

021-53519888-1919

ykden@126.com

执业证书编号: S0870200010011

## 国内规模最大的 ITO 导电玻璃生产企业

IPO 报价区间 RMB 19.52~23.42 元  
上市合理定价 RMB 24.20~29.28 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	31.50
发行后总股本 (百万股)	94.00
发行数量占发行后总股本	25.10%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	平安证券

## 主要股东 (IPO 前)

香港东亚真空电镀厂有限公司	33.19%
芜湖润丰科技有限公司	29.73%
中国-比利时直接股权投资基金	15.96%

## 收入结构 (09Y)

ITO 导电玻璃	93.24%
手机视窗	6.55%
材料废料销售	0.12%
其他	0.09%

报告编号: DYK10-NSP02

首次报告日期: 2010年5月10日

## ■ 投资要点:

## ■ 公司是国内规模最大的 ITO 导电玻璃生产企业

根据中国光学光电子行业协会的统计资料分析,公司近三年 ITO 导电玻璃产销量的市场占有率约为 20%,是国内规模最大的 ITO 导电玻璃生产企业之一。

## ■ 公司利润来源多元化趋势明显

公司主营业务收入中 TN 的收入比重较大,但呈逐年下降的趋势;STN 和 TP 的收入占主营业务收入的比重虽然相对较小,但增长速度较快。随着公司 STN 和 TP 等成品收入的增长,TN 成品的毛利占比有逐年下降的趋势,公司利润来源多元化趋势明显。

## ■ 募集资金项目将进一步提高中高端产品的市场占有率

公司拟通过此次募集资金引进建设新的生产线,打造专业的触摸屏面板真空镀膜材料优势平台。进一步提高公司中高端产品的市场占有率,完善公司产品结构,进一步扩大公司的营业收入。

## ■ 盈利预测

我们初步预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 26.19%、48.14% 和 25.02%,相应的稀释后每股收益为 0.61 元、0.90 元和 1.13 元。

## ■ 定价结论

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况,我们认为给予长信科技 10 年 40-48 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 24.40-29.28 元。综合考虑最近发行的 20 家创业板上市公司目前的市场价格相对发行价的平均溢价率为 31.92%,对应的发行价平均折扣率为 20.69%。综合考虑公司的基本面,我们建议选取 20% 的折扣率,对应的询价区间为 19.52-23.42 元,对应 10 年动态市盈率区间为 32.00 倍-38.56 倍,对应 09 年动态市盈率区间为 40.67 倍-48.79 倍。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	212.11	261.5	335.00	514.00	659.00
年增长率 (%)	18.54	23.29	28.11	53.43	28.21
归属于母公司的净利润	46.28	60.55	76.41	113.19	141.51
年增长率 (%)	16.63	30.83	26.19	48.14	25.02
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.37	0.48	0.61	0.90	1.13

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● ITO 导电玻璃市场前景广阔

全球平板显示产业稳步发展，市场规模不断扩大。据 Display Search 公司的报告，2005 年全球平板显示领域的销售收入达到了 740 亿美元，与 2004 年相比增长了 20%，其中 LCD 为 600 亿美元，占 80% 以上。据中国电子报报道，2008 年全球平板显示领域的销售收入达到了 1,154 亿美元的历史新高。从产品市场看，LCD、PDP、OLED 面板等市场都有了不同程度的增长，但 LCD 面板在整个平板显示产业所占的比重最大，市场份额维持在 80% 以上。LCD 的发展也迫使 PDP 走向成熟。2007 年，等离子电视整机的出货量同比增长 22%，达到 1,100 万台；而到 2012 年将达到 1,800 万台的规模。迫于液晶电视的压力，等离子电视面板的技术在 2006 年到 2008 年间快速成熟。同时，电视也将成为 OLED 增长的驱动力。目前，OLED 主要应用在手机和 MP3 上，随着 OLED 被索尼、东芝、三星等日韩厂商应用到电视上，市场将快速扩大。在未来几年，由于电视尺寸大部分集中在大尺寸上，因此电视将成为 OLED 未来产值增长最主要的驱动力。2008 年全球 OLED 整体营收高达 6 亿美元，预计到了 2015 年将成长到 55 亿美元，年复合成长率达 37%。

目前，全球平板显示器的生产线已经开始向中国大陆集结转移。在 20 世纪 80 年代初，从 TN-LCD 生产线开始，我国就开始陆续引进 LCD 生产线。目前我国已有 TN-LCD 生产线超过 100 条，STN-LCD 生产线 40 多条，TFT-LCD 生产线近 10 条。截至目前，我国的 LCD 产量约占世界产量的 25%，其中 TN/STN-LCD 的产量占世界产量的 90% 以上。在 TFT-LCD 方面，通过不断加大研发投入，推进自主创新，已经掌握了基本的产业技术，拥有五条四点五代生产线、两条五代生产线以及在建的三条六代线。目前，我国大陆 TFT-LCD 面板占业界出货量的 2%。随着国内技术的发展和产能的有效释放，未来几年 TFT-LCD 面板的出货量将有望得到大幅提高。PDP 方面，长虹、彩虹等几家企业在这方面已有一定的技术积累，拥有数项专利技术。在 OLED 方面，在部分领域已具有国际先进水平，掌握专利 171 项。

2008 年中国及台湾地区 TN/STN-LCD 的产值为 171.85 亿元，预计 2008 年-2010 年 TN/STN-LCD 的年复合增长率将达 7.5%。

LCD 的增长拉动了 LCD 用 ITO 导电膜玻璃的需求，国内 ITO 导电玻璃不同的产品档次面临着截然不同的市场环境：中、低档 ITO 导电玻璃已呈现供大于求的趋势；但高档 STN 型产品，主要为低电阻 ITO 导电玻璃和做过特殊处理的 ITO 导电玻璃，市场仍然供不应求，价格走势相对平稳。

DisplaySearch 发布的最新报告显示，2007 年全球触摸屏销售额达 12.5 亿美元，2008 年全球触摸屏销售额超过 23 亿美元，到 2015 年，触摸屏产值将超过 33 亿美元，仅触摸屏在手机、PND、笔记本电脑、车载系统和 GPS 导航仪上的应用，2011 年全球共需要触摸屏用 ITO 导电玻璃近 4,500

万片。加上公共查询系统、工控仪器、医疗仪器和游戏机等方面的应用，这些方面需要的触摸屏面积更大，因此预测 2011 年整个触摸屏用 ITO 导电玻璃的市场容量将在 8,500-9,500 万片左右。

ITO 导电膜玻璃具有良好的导电性和透明性，是目前新型平板显示器件透明电极的唯一材料，除应用于 LCD 外，也能应用于 OLED、PDP 等其他 FPD 终端产品中。OLED 市场的成长空间主要来自 AMOLED（主动矩阵有机发光二极管面板）开始被大量使用在手机或者是个人媒体播放器上，包括了诺基亚、三星、Sony Ericsson 等手机大厂，也都不断推出采用 AMOLED 屏幕的手机产品，未来，一旦技术愈来愈成熟之后，AMOLED 可以使用在笔记型电脑、液晶电视等大尺寸屏幕上，市场将会高速增长。预计到 2015 年，LCD 面板年出货规模将达到 7.48 亿片，OLED 面板则可望增长至 7.15 亿片。由此，ITO 导电膜玻璃在 OLED 市场也将有广阔的前景。

### ● 国内 ITO 导电玻璃行业竞争结构及公司的地位

目前，国内 ITO 导电玻璃生产线约 50 条，产品以 TN/STN 为主，主要生产厂商包括长信科技、南玻 A、莱宝高科、蚌埠华益等。从事视窗薄膜材料生产的企业约 10 家，主要生产厂商包括天津美泰、深圳豪威、文登次世代等。大量的中小企业对公司不构成竞争威胁，部分规模与公司相当，或技术水平与公司接近的企业构成公司现实或潜在的竞争对手。

根据中国光学光电子行业协会的统计资料分析，公司近三年产销量分别为 264 万平方米（折合 14"×16"，下同，1,813 万片）、308 万平方米（折合 2,116 万片），303 万平方米（折合 2,081 万片），市场占有率约为 20%，是国内规模最大的 ITO 导电玻璃生产企业之一。

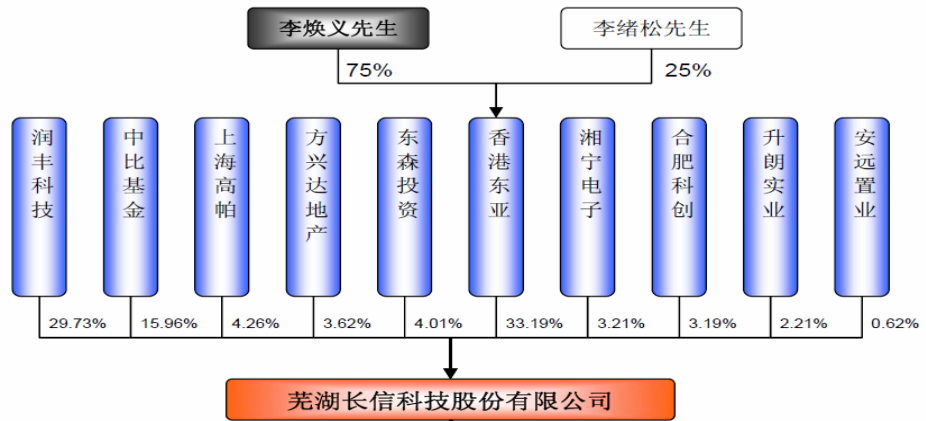
## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系于 2005 年 12 月 27 日经商务部商资批【2005】3210 号《商务部关于同意长信薄膜科技（芜湖）有限公司转制为外商投资股份有限公司的批复》批准，由长信薄膜整体变更设立的外商投资股份有限公司。2005 年 12 月 28 日，公司依法召开创立大会。

李焕义通过香港东亚间接持有公司 3,120 万股，占公司发行前总股本的 33.19%，香港东亚为公司控股股东，李焕义为公司实际控制人。

图 1 长信科技公司组织结构图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

2007、2008 和 2009 年，公司主营业务收入中 TN 的收入比重较大，分别为 81.84%、69.82% 和 55.76%，但呈逐年下降的趋势；STN 和 TP 的收入占主营业务收入的比重虽然相对较小，但增长速度较快，2007-2009 年，公司 STN 和 TP 的销售收入年均复合增长率分别为 127.21% 和 60.80%，且占公司营业收入的比重呈逐年递增的趋势。公司的毛利主要来自于 TN，2007、2008 和 2009 年，TN 的毛利分别占公司毛利总额的 82.37%、60.71% 和 40.12%。随着公司 STN 和 TP 等成品收入的增长，TN 成品的毛利占比有逐年下降的趋势，公司利润来源多元化趋势明显。

图 2 长信科技营业收入结构

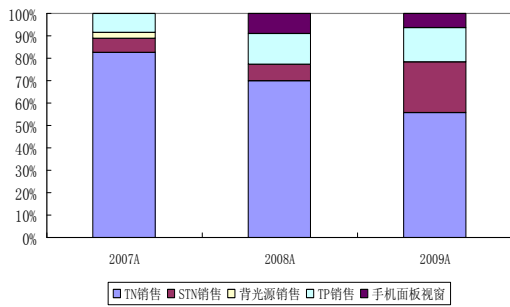
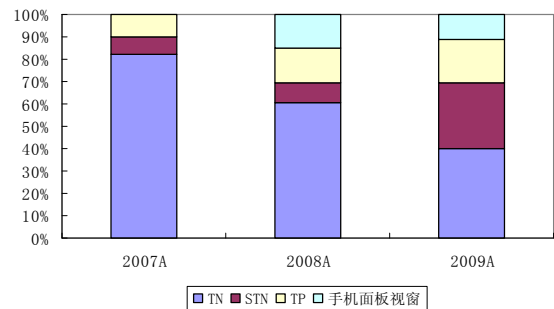


图 3 长信科技毛利结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

公司此次募集资金投资项目，拟向社会公众公开发行人民币普通股 3,150 万股，占发行后总股本的 25.10%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金。公司拟通过此次募集资金引进建设新

的生产线，打造专业的触摸屏面板真空镀膜材料优势平台。进一步提高公司中高端产品的市场占有率，完善公司产品结构，进一步扩大公司的营业收入。

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入
1	触摸屏用 ITO 导电玻璃项目	17,438.60	17,438.60
2	工程技术研发中心项目	3,045.78	3,045.78
3	其他与主营业务相关的营运资金项目		

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

### 触摸屏用 ITO 导电玻璃项目

该项目总投资为 17,438.6 万元，其中固定资产投资 16,940.4 万元，铺底流动资金 498.2 万元。项目建设期为 24 个月，建设资金根据项目实施计划和进度安排分批投入使用。该项目产品年产销量 360 万片，达产后预计销售收入（不含税）12,390 万元，利润总额 3,181.59 万元。

### 工程技术研发中心项目

该项目建设投资总额为 3,045.78 万元，其中固定资产投资 2,765.78 万元，研发费和运行费 280 万元。项目建设期为 2 年，固定资产投资在项目建设期全部投入。研发中心项目实施后产生的效益将主要公司的整体利润中体现。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 毛利率处于行业较高水平

2007、2008 和 2009 年，公司通过调整产品结构，充分发挥自身的市场、技术和成本管理的优势，在相当程度上克服了 2008 年年初雪灾和金融危机所带来的不利影响，使公司主营业务的毛利处于行业中较高的水平，公司的主营业务毛利率分别为 32.68%、33.50% 和 35.77%。

### ● 收入增长稳定

2007、2008 和 2009 年，公司实现营业收入分别为 17,894.38 万元、21,210.96 万元、和 26,150.48 万元，2008 年、2009 年分别比上年同期增长 18.53%、23.29%。公司营业收入呈逐年增长的趋势，一方面是由于公司高端产品 STN 和 TP 的市场需求旺盛，另一方面是由于公司生产工艺的改进导致产品结构的变化以及营销能力的不断增强所致。

图 4 长信科技毛利率变化趋势

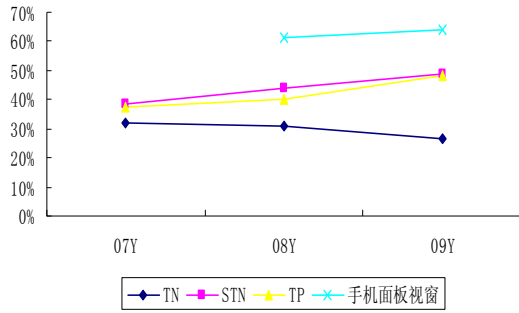
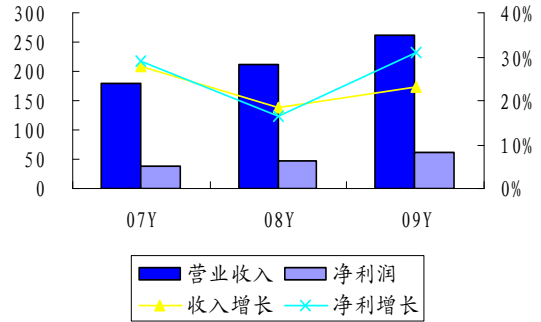


图 5 长信科技近年来收入及净利润增长率

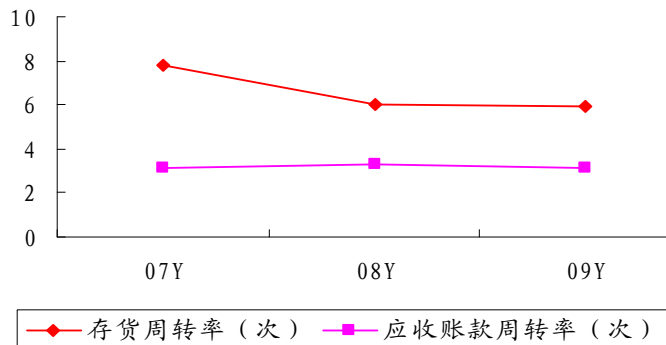


资料来源: 公司招股意向书; Wind; 上海证券研究所整理

● 资产流动性较强

随着公司销售规模的不断扩大, 营业收入与应收账款的余额均有明显增长。2007、2008 和 2009 年, 公司应收账款周转率平均为 3.20, 且变动幅度不大, 主要系公司制定了较为严格的应收账款回收内控措施, 并在执行中取得了较好的成果。2007、2008 和 2009 年, 随着公司销售收入的增加和产品规格的增加, 公司采购规模随之扩大, 原材料和库存商品有所增加, 公司存货周转率呈现一定的下降趋势, 2007-2009 年公司存货周转的天数均在 56 天左右。公司存货周转速度正常, 存货的占用资金水平较低, 流动性较强, 存货转换为现金或应收账款的速度较快, 变现能力强。

图 6 长信科技存货和应收账款周转率变化趋势



资料来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

● 业绩预测

- 1) 触摸屏用 ITO 导电玻璃项目将在 2011 年底投产。
- 2) TN 业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 26.50%、26.20% 和 26.00%。STN 业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 46.00%、46.00% 和 45.00%。TP 业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 46.00%、45.00%



%和44.00%。手机面板视窗在10年、11年和12年的毛利率分别为63.00%、63.00%和63.00%。

表2 公司未来三年分业务收入及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>TN</b>					
收入	148.10	145.81	180.00	280.00	360.00
毛利率	31.15%	26.81%	26.50%	26.20%	26.00%
<b>STN</b>					
收入	14.92	59.32	70.00	110.00	140.00
毛利率	44.15%	48.58%	46.00%	46.00%	45.00%
<b>TP</b>					
收入	29.54	38.70	56.00	90.00	120.00
毛利率	39.92%	48.03%	46.00%	45.00%	44.00%
<b>手机面板视窗</b>					
收入	18.80	17.13	20.00	24.00	28.00
毛利率	61.06%	63.91%	63.00%	63.00%	63.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

我们初步预计公司10-12年归属于母公司的净利润将实现年递增26.19%、48.14%和25.02%，相应的稀释后每股收益为0.61元、0.90元和1.13元。

表3 长信科技损益简表及预测(单位:百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	212.11	261.5	335.00	514.00	659.00
营业成本	135.5	163.29	216.74	334.42	431.96
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	6.92	6.3	8.71	13.36	17.13
管理费用	12.63	19.33	24.46	38.55	49.43
财务费用	5.08	4.28	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.61	1.17	1.20	1.50	2.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	-0.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	51.37	66.21	83.90	126.17	158.48
营业外收入	0.78	4.13	6.00	7.00	8.00
营业外支出	0.10	0.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	52.05	70.29	89.90	133.17	166.48
所得税费用	5.77	9.74	13.48	19.97	24.97
净利润	46.28	60.55	76.41	113.19	141.51
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

归属于母公司所有者的净利润	46.28	60.55	76.41	113.19	141.51
摊薄 EPS (元)	0.37	0.48	0.61	0.90	1.13

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 原材料采购依赖进口和供应商相对集中风险

ITO 导电玻璃生产所需的主要原材料分为两大类，一类是超薄浮法玻璃，约占原材料采购成本 60% 左右，一类是靶材，约占原材料采购成本 20% 左右。目前，本公司生产所需上述原材料主要从板硝子、旭硝子、日本能源、三井、优美科等公司进口。2007、2008、2009 年度公司进口原材料占上述主要原材料的比例分别为 40.56%、48.42%、58.38%，公司主要原材料采购存在一定程度的依赖进口风险。

### 客户集中的风险

报告期内公司对前 5 名客户的销售金额分别占公司同期销售总额的 55.88%、52.82% 和 39.34%，公司客户的集中度相对较高。如果主要客户的生产经营和市场销售不佳或财务状况出现恶化等重大波动，将会对本公司的产品销售或应收账款的及时回收等产生影响。

### 募集资金投向风险

此次募集资金投资项目符合国家产业政策，公司对项目进行了慎重、充分的可行性论证，预期能产生良好的经济效益，但项目的可行性研究是根据当前的国家宏观经济环境、产业政策、产品的市场需求、主要原材料及产品价格、设备价格以及平板显示行业的状况进行测算的，若国家的宏观经济环境、产业政策、国际市场等因素发生重大变化，则项目实施存在不能达到预期效果的风险。因此，不能排除项目投资的实际收益和预期目标出现差异的可能性，从而对公司发展战略目标的实现、公司的市场竞争力和经营业绩产生不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

目前在 A 股公司中，与长信科技业务相近的上市公司在 10 年、11 年的动态市盈率为 65.98 倍、45.56 倍。



表 4 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E
002106.SZ	莱宝高科	31.66	0.64	0.52	0.87	1.11	49.09	60.37	36.30	28.64
000012.SZ	南玻 A	21.95	0.34	0.65	0.94	1.16	63.88	33.74	23.46	18.97
002032.SZ	方兴科技	38.69	0.02	0.17	0.28	0.44	2015.10	227.59	138.18	88.76
<b>平均值</b>							<b>709.36</b>	<b>107.23</b>	<b>65.98</b>	<b>45.46</b>

数据来源: WIND 资讯; 股价以 4 月 30 日收盘价计

#### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况,我们认为给予长信科技 10 年 40-48 倍市盈率较为合理,公司合理估值区间为 24.40-29.28 元。综合考虑最近发行的 20 家创业板上市公司目前的市场价格相对发行价的平均溢价率为 31.92%,对应的发行价平均折扣率为 20.69%。综合考虑公司的基本面,我们建议选取 20%的折扣率,对应的询价区间为 19.52-23.42 元,对应 10 年动态市盈率区间为 32.00 倍-38.56 倍,对应 09 年动态市盈率区间为 40.67 倍-48.79 倍。

## 分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的一项，代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。