

莱宝高科 (002106.SZ)

器件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

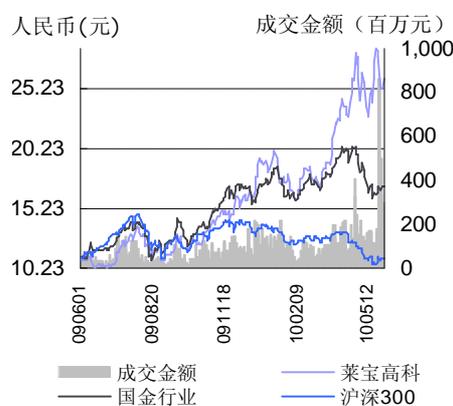
市价(人民币): 25.93元

目标(人民币): 29.65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)	405.84
总市值(百万元)	11,120.19
年内股价最高最低(元)	28.49/10.23
沪深 300 指数	2850.30
中小板指数	5821.42



相关报告

1. 《新型显示技术创新繁荣最佳投资标的》，2010.4.25
2. 《多种技术创新体现公司投资价值》，2010.3.28
3. 《分享技术创新带来的繁荣》，2010.3.19

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130208120262
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

高亮彩色电子纸等技术创新推动未来成长

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.645	0.536	0.735	0.988	1.220
每股净资产(元)	4.84	5.11	5.54	5.95	7.04
每股经营性现金流(元)	0.89	0.66	1.06	1.39	1.69
市盈率(倍)	10.79	45.56	33.99	25.29	20.49
行业优化市盈率(倍)	24.34	53.82	53.82	53.82	53.82
净利润增长率(%)	-7.17%	-16.96%	78.50%	34.41%	23.40%
净资产收益率(%)	13.32%	10.47%	17.26%	21.58%	22.53%
总股本(百万股)	329.89	329.89	428.86	428.86	428.86

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- n **董事长换届并不影响企业经营:** 1、新董事长与公司渊源很深, 十分熟悉公司经营情况; 2、大股东依然不干涉企业经营, 也未对公司业绩进行要求, 公司原有经营环境依然保存; 3、新董事长与原有管理团队十分熟悉, 不存在磨合期。
- n **高亮彩色电子纸等技术创新成为未来企业高成长重要动力:** 高亮度、彩色化是未来电子纸的最终发展方向。公司已经具有相关技术储备, 这些技术储备将成为公司未来全新的增长点;
- n **触摸屏项目达产后, 公司业绩有望出现逐季上行:** 我们认为公司触摸屏募投目前大概率已经满产, 这意味着下半年公司触摸屏生产线不再存在折旧负担, 成为公司业绩上行的重要动力;

投资建议

- n 多种技术创新与管理团队对行业的精准把握能力构筑莱宝高科的核心投资价值, 触摸屏项目扩产不仅进一步提升企业核心竞争力, 更成为推动其这两年高成长的重要因素, 而未来彩色电子纸技术储备更为其成长添力。我们维持“买入”评级, 给予公司 12 个月 29.65 元目标价, 相当于 2011 年 PE30 倍。

盈利预测

- n 我们上调公司盈利预测, 预测 2010~2012 年公司实现净利润 315.33、423.82 和 523.00 百万元, 同比分别增长 78.50%、34.41% 和 23.40%, EPS 分别为 0.735、0.988 和 1.220 元。

风险

- n 欧洲危机将影响半导体行业景气, 恐对莱宝高科短期业绩产生影响。

多重技术创新推动公司未来高速增长

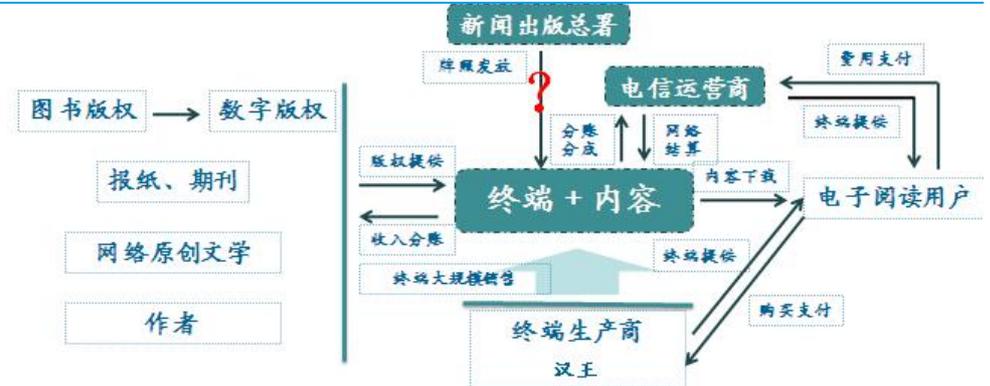
董事长换届，经营情况依旧

- n 臧卫东：男，1966年1月出生，汉族，工商管理硕士。曾任北京市财政局工业企业管理处办事员、财政部驻北京市财政监察专员办事处副主任科员、主任科员；1996年1月至2001年10月，在中国机电出口产品投资公司任职，历任计划财务部副经理、财务计划部经理、总经理助理；2001年10月至今，任中国机电出口产品投资有限公司董事、副总经理。
- n 新董事长上任并不影响公司经营风格，这是因为：
 - i 新董事长与莱宝高科渊源很深，其自1996年作为投资方参与了公司经营。此次上任亦有老董事长推荐之力。
 - i 中国机电公司地位已确定，未来无太大变化。中国机电作为神华集团全资子公司地位依然不变，其经营属性依然定位为“实业投资”，对莱宝高科无任何业绩要求。
 - i 新董事长与莱宝高科管理层十分熟悉。因此，上任后不存在短期磨合的问题。

高亮度彩色电子纸技术储备推动公司未来成长

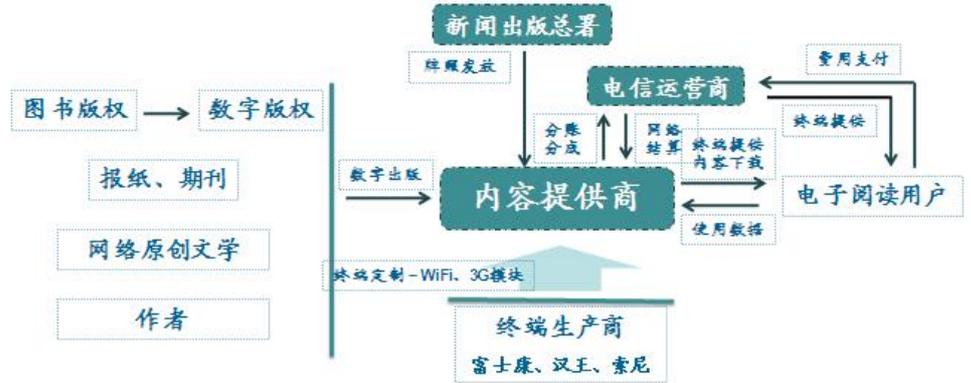
- n 高亮度、彩色化电子纸成为未来电子书发展的主流方向。我们从电子书作为终端的商业模式来理解：
 - i 彩色电子书在终端显示上无疑对单色电子书产生重大冲击，毫无疑问，这种电子纸的技术成熟对传统电子书是一个毁灭性的打击。
 - i 彩色电子书最重要的特性就是可实现彩色视频播放，这将增加电子书新的属性，使得电子书不仅成为电子传媒的载体，更实现公共传媒平台载体的平民化，让分众传媒的屏幕动起来。

图表1：终端制造商主导的“硬件+内容”平台运营



来源：国金证券研究所

图表2: 传统内容提供商向电子阅读运营的转型



来源: 国金证券研究所

n 因此, 我们不难理解莱宝高科拥有了高亮度彩色电子纸制造技术对其未来成长性的重要作用。

多种技术创新构筑莱宝高科的核心投资价值

触摸屏项目达产或略超预期, 上调公司盈利预测

- n 我们认为公司触摸屏项目 (产能 48 万片/年) 将在 5 月底大概率实现满产, 从而推动公司下半年业绩继续上行。
 - i 这意味着下半年公司触摸屏生产线无折旧压力, 从而带来业绩增量部分。
- n 我们上调公司盈利预测, 预测 2010~2012 年公司实现净利润 315.33、423.82 和 523.00 百万元, 同比分别增长 78.50%、34.41%和 23.40%, EPS 分别为 0.735、0.988 和 1.220 元。

图表3: 公司收入预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
彩色滤光片 (CF-CSTN)						
平均售价 (元/件)	342.04	273.63	246.27	226.56	219.77	224.16
增长率 (YOY)	-19.30%	-20.00%	-10.00%	-8.00%	-3.00%	2.00%
销售数量 (千件)	949.50	930.51	856.07	838.95	671.16	604.04
增长率 (YOY)	31.33%	-2.00%	-8.00%	-2.00%	-20.00%	-10.00%
销售收入 (百万元)	324.76	254.61	210.82	190.08	147.50	135.40
增长率 (YOY)	5.99%	-21.60%	-17.20%	-9.84%	-22.40%	-8.20%
毛利率	61.71%	65.47%	63.07%	63.76%	63.54%	63.98%
销售成本 (百万元)	124.34	87.93	77.86	68.89	53.77	48.77
增长率 (YOY)	14.37%	-29.28%	-11.45%	-11.52%	-21.94%	-9.30%
毛利 (百万元)	200.43	166.69	132.96	121.18	93.73	86.63
增长率 (YOY)	1.38%	-16.83%	-20.23%	-8.86%	-22.66%	-7.57%
占总销售额比重	57.42%	46.54%	32.83%	20.29%	11.82%	9.25%
占主营业务利润比重	65.99%	58.11%	47.99%	25.50%	14.36%	10.85%
ITO导电玻璃						
平均售价 (元/件)	26.07	29.42	30.43	31.53	32.55	33.65
增长率 (YOY)	30.97%	12.82%	3.45%	3.59%	3.24%	3.37%
销售数量 (千件)	9,235.94	8,331.67	8,499.79	8,772.37	9,163.09	9,933.59
增长率 (YOY)	1.81%	-9.79%	2.02%	3.21%	4.45%	8.41%
销售收入 (百万元)	240.82	245.10	258.67	276.57	298.24	334.23
增长率 (YOY)	33.34%	1.77%	5.54%	6.92%	7.84%	12.07%
毛利率	42.89%	45.48%	46.11%	46.50%	47.74%	49.45%
销售成本 (百万元)	137.54	133.63	139.40	147.98	155.87	168.96
增长率 (YOY)	45.11%	-2.84%	4.32%	6.15%	5.33%	8.40%
毛利 (百万元)	103.29	111.47	119.27	128.59	142.38	165.27
增长率 (YOY)	20.35%	7.92%	7.00%	7.81%	10.72%	16.08%
占总销售额比重	42.58%	44.80%	40.28%	29.52%	23.90%	22.83%
占主营业务利润比重	34.01%	38.86%	43.05%	27.06%	21.82%	20.69%
TFT空盒 (TFT-Arry)						
平均售价 (元/件)		850.00	867.41	918.00	986.00	1,054.00
增长率 (YOY)			2.05%	5.83%	7.41%	6.90%
销售数量 (千件)		30.00	155.00	309.60	340.00	350.00
增长率 (YOY)			416.67%	99.74%	9.82%	2.94%
销售收入 (百万元)		25.50	134.45	284.21	335.24	368.90
增长率 (YOY)			427.25%	111.39%	17.95%	10.04%
毛利率		-10.59%	4.50%	42.74%	46.49%	51.00%
销售成本 (百万元)		28.20	128.41	162.74	179.40	180.75
增长率 (YOY)		N/A	355.34%	26.74%	10.23%	0.75%
毛利 (百万元)		-2.70	6.04	121.47	155.84	188.15
增长率 (YOY)		N/A	-323.84%	1909.90%	28.30%	20.73%
占总销售额比重		4.66%	20.94%	30.34%	26.86%	25.20%
占主营业务利润比重		-0.94%	2.18%	25.56%	23.88%	23.56%
触摸屏TP						
平均售价 (元/件)		547.20	478.10	505.42	478.10	478.10
增长率 (YOY)		N/A	-12.63%	5.71%	-5.41%	0.00%
销售数量 (千件)		40.00	80.00	368.00	976.80	1,308.00
增长率 (YOY)		N/A	100.00%	360.00%	165.43%	33.91%
销售收入 (百万元)		21.89	38.25	185.99	467.01	625.35
增长率 (YOY)		N/A	74.74%	386.29%	151.09%	33.91%
毛利率		52.00%	49.16%	55.92%	55.82%	57.36%
销售成本 (百万元)		10.51	19.45	81.99	206.34	266.64
增长率 (YOY)		N/A	85.08%	338.90%	151.67%	29.23%
毛利 (百万元)		11.38	18.80	104.01	260.67	358.71
增长率 (YOY)		N/A	65.20%	431.52%	150.63%	37.61%
占总销售额比重		4.00%	5.96%	19.85%	37.42%	42.72%
占主营业务利润比重		3.97%	6.79%	21.88%	39.94%	44.91%
销售总收入 (百万元)	565.59	547.10	642.19	936.85	1247.99	1463.89
销售总成本 (百万元)	261.87	260.26	365.11	461.60	595.38	665.12
毛利 (百万元)	303.71	286.84	277.08	475.25	652.61	798.77
平均毛利率	53.70%	52.43%	43.15%	50.73%	52.29%	54.56%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	566	539	636	937	1,248	1,464
增长率		-4.8%	18.1%	47.2%	33.2%	17.3%
主营业务成本	-262	-244	-362	-462	-595	-665
%销售收入	46.3%	45.3%	56.9%	49.3%	47.7%	45.4%
毛利	304	295	274	475	653	799
%销售收入	53.7%	54.7%	43.1%	50.7%	52.3%	54.6%
营业税金及附加	-1	-1	0	-5	-6	-7
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-14	-9	-9	-14	-19	-20
%销售收入	2.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
管理费用	-39	-43	-48	-62	-82	-95
%销售收入	6.9%	8.0%	7.5%	6.6%	6.6%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	249	242	217	395	546	676
%销售收入	44.1%	44.9%	34.1%	42.1%	43.7%	46.2%
财务费用	18	18	3	4	3	5
%销售收入	-3.2%	-3.4%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-2	-2	0	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	266	258	220	397	548	680
营业利润率	47.0%	47.8%	34.6%	42.4%	43.9%	46.5%
营业外收支	5	4	4	7	8	15
税前利润	271	262	224	404	556	695
利润率	48.0%	48.6%	35.1%	43.1%	44.5%	47.5%
所得税	-40	-47	-43	-86	-130	-170
所得税率	14.7%	18.1%	19.3%	21.4%	23.4%	24.5%
净利润	231	215	180	317	426	525
少数股东损益	2	2	4	2	2	2
归属于母公司的净利润	229	213	177	315	424	523
净利率	40.5%	39.5%	27.8%	33.7%	34.0%	35.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	231	215	180	317	426	525
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	57	82	103	99	97
非经营收益	4	6	3	-19	9	5
营运资金变动	-83	18	-48	-53	-74	-70
经营活动现金净流	211	295	217	348	460	557
资本开支	-331	-229	-224	-166	-61	-5
投资	-10	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-341	-229	-224	-167	-61	-5
股权募资	0	0	0	0	-169	0
债权募资	35	-17	104	-61	0	1
其他	-129	-134	-131	-16	-115	-138
筹资活动现金净流	-94	-150	-27	-77	-284	-137
现金净流量	-224	-84	-34	104	115	415

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	884	800	766	870	985	1,399
应收款项	165	143	238	227	302	362
存货	27	38	56	63	73	91
其他流动资产	21	38	11	58	62	69
流动资产	1,097	1,019	1,073	1,218	1,422	1,921
%总资产	62.8%	55.6%	51.6%	44.4%	47.4%	56.5%
长期投资	10	10	68	69	68	68
固定资产	489	627	780	866	851	786
%总资产	28.0%	34.2%	37.5%	31.6%	28.4%	23.1%
无形资产	151	174	158	142	128	117
非流动资产	651	812	1,007	1,079	1,049	972
%总资产	37.2%	44.4%	48.4%	39.3%	35.0%	28.6%
资产总计	1,748	1,831	2,079	2,743	2,998	3,399
短期借款	63	90	61	0	0	0
应付款项	45	52	82	63	67	75
其他流动负债	33	36	35	139	172	226
流动负债	142	179	178	203	238	300
长期贷款	44	0	137	137	137	138
其他长期负债	0	0	25	0	0	0
负债	186	179	341	340	376	438
普通股股东权益	1,512	1,597	1,687	1,827	1,964	2,322
少数股东权益	53	54	53	55	57	59
负债股东权益合计	657	1,598	1,454	2,743	2,998	3,399

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.903	0.645	0.536	0.956	1.285	1.585
每股净资产	5.957	4.842	5.114	5.539	5.952	7.038
每股经营现金净流	0.832	0.894	0.658	1.056	1.393	1.688
每股股利	0.600	0.500	0.400	0.300	0.360	0.500
回报率						
净资产收益率	15.16%	13.32%	10.47%	17.26%	21.58%	22.53%
总资产收益率	13.09%	11.63%	8.49%	14.19%	17.68%	18.55%
投入资本收益率	12.73%	11.37%	8.91%	15.36%	19.37%	20.25%
增长率						
主营业务收入增长率	16.13%	-4.76%	18.12%	47.24%	33.21%	17.30%
EBIT增长率	4.20%	-3.13%	-10.25%	82.00%	38.32%	23.79%
净利润增长率	8.33%	-7.17%	-16.96%	78.50%	34.41%	23.40%
总资产增长率	9.06%	4.55%	13.75%	10.45%	7.59%	17.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.1	75.6	80.7	80.0	80.0	82.0
存货周转天数	37.6	48.4	47.7	50.0	45.0	50.0
应付账款周转天数	59.5	69.6	65.2	47.5	38.3	38.3
固定资产周转天数	189.9	405.5	419.7	326.2	240.5	188.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.69%	-42.98%	-32.61%	-38.92%	-41.92%	-52.95%
EBIT利息保障倍数	-13.8	-13.4	-69.0	-91.8	-203.9	-132.0
资产负债率	10.62%	9.76%	16.38%	15.30%	15.68%	15.55%

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	1	1	9	15	20
买入	0	1	2	4	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.21	1.21	1.26

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 2009-07-30	买入	13.21	21.60 ~ 21.60
2 2009-08-24	买入	11.82	21.60 ~ 21.60
3 2009-09-21	买入	12.87	N/A
4 2009-10-23	买入	12.67	N/A
5 2010-02-26	买入	18.50	N/A
6 2010-03-19	买入	18.55	27.00 ~ 27.00
7 2010-03-28	买入	19.31	N/A
8 2010-04-25	买入	25.88	39.72 ~ 39.72

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室