

2010年7月26日

# 莱宝高科

## 借势触摸屏，业务欲腾飞

**A**
**买入**

002106.SZ – 人民币 25.48

目标价格: 人民币 31.23

**胡文洲, CFA\***

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	36	(3)	(2)	110
相对新华富时				
A50 指数 (%)	60	(5)	8	139

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数 (百万)	429
流通股 (%)	76.02
流通股市值 (人民币 百万)	84
3个月日均交易额 (人民币 百万)	200
净负债比率 (%) (2010E)	净现金
主要股东 (%)	
中国机电出口产品投资有限公司	23.98

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李鹏为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**

莱宝高科是国内 LCD 产业上游显示材料生产的龙头企业。公司从 08 年开始已经介入中小尺寸触摸屏生产, 同时大尺寸电容式触摸屏生产也将从 2011 年开始。借消费电子产品触摸屏需求爆发契机, 我们认为公司触摸屏业务在未来 3-5 年中可能实现爆发式的增长, 产品结构逐渐转向以触摸屏为主导的新结构。我们看好公司未来触摸屏业务的发展, 首次评级买入, 给予目标价 31.23 元。

### 支撑评级的要点

- 随着大屏幕智能手机和平板电脑的火爆热销, 消费电子产品对触摸屏需求升温, 我们认为电容式触摸屏将是未来触摸屏应用的主要方向, 电容式触摸屏需求可能未来几年呈现爆发式增长。
- 公司的触摸屏生产从 2008 年已经开始, 目前是国内唯一一家能够批量生产电容式触摸屏的厂商。公司现有的中小尺寸触摸屏生产线具有极强的通用性, 既可以生产电阻式触摸屏, 也可以生产电容式触摸屏, 触摸屏产品良率已达到 94%-95%, 处于行业领先水平。
- 我们预计公司产品结构的调整将带动公司整体毛利率稳步上升。触摸屏产品的毛利率高于公司目前整体毛利率, 营业收入中触摸屏产品比重的提升有利于公司利润率的提升。

### 评级面临的主要风险

- 产品价格剧烈下跌影响公司利润率; 触摸屏生产领域竞争的恶化; 半导体行业的景气程度转差。

### 估值

- 我们预计公司今后几年受益电容式触摸屏需求增长, 盈利能力将大幅提升, 2010-12 年每股收益复合增长率将达到 39%。我们给予公司 31 倍 2011 年市盈率, 目标价为 31.23 元, 首次评级买入。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	539	636	1,015	1,301	1,707
变动 (%)	-	18	60	28	31
净利润 (人民币 百万)	213	177	313	432	621
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.645	0.536	0.730	1.008	1.448
变动 (%)	-	(17.0)	36.3	38.0	43.6
市盈率 (倍)	39.5	47.6	34.9	25.3	17.6
每股现金流量 (人民币)	0.89	0.66	0.89	1.26	1.70
价格/每股现金流量 (倍)	28.8	39.1	28.9	20.4	15.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	26.2	26.3	20.4	14.8	10.4
每股股息 (人民币)	0.403	0.409	0.308	0.377	0.400
股息率 (%)	1.6	1.6	1.2	1.5	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

# 目录

投资摘要.....	3
估值.....	5
盈利前景：触摸屏是未来盈利增长的引擎.....	7
受益触摸屏光明前景，触摸屏业务腾飞.....	11
此消彼长，TFT 空盒提供中长期成长动能.....	19
ITO 导电玻璃是公司稳定的收入来源.....	22
新显示材料可能是未来超预期因素.....	25
财务状况.....	27
投资风险.....	28
附录一、公司概况.....	29
研究报告中所提及的有关上市公司.....	33

## 投资摘要

莱宝高科是行业内领先的显示材料生产厂商。公司多年来生产 ITO 导电玻璃和彩色滤光片，积累了深厚的技术基础。公司已经全面掌握了光刻和镀膜工艺，为公司切入触摸屏生产打下了基础。从 2008 年开始，公司积极介入触摸屏和 TFT 空盒生产业务，目前两种产品都已经批量出货，TFT 空盒已经实现满产。我们认为触摸屏产品将是今后几年公司业务的主要增长点。

**公司受益触摸屏需求旺盛，营业收入增长提速。**中小尺寸触摸屏产品已经开始量产，目前产能 46 万片/年，产能将迅速扩大至 130 万片/年，公司的中小尺寸触摸屏产品主要应用于手机、GPS、MID 等产品；大尺寸电容屏生产将从 2011 年 4 季度开始，主要应用于平板电脑等消费电子产品。公司的触摸屏生产线具有极高通用性，既可以生产电阻屏也可以生产电容屏，目前公司主要产品是电容式触摸屏。电容式触摸屏因为其灵敏度高、支持多点触碰和不易磨损的特性，将成为消费电子触摸屏的主流。我们预计，受益于触摸屏在消费电子领域的热度上升，公司的触摸屏产品将在未来几年中迅速放量，成为公司营业收入增长的引擎。

**TFT-LCD 空盒是中长期业绩成长动力。**公司现有 TFT-LCD 空盒产能 3 万片/月，截至一季度末已经达到满产状态。我们认为，随着低端彩色显示市场需求的不断萎缩，TFT-LCD 对 CSTN-LCD 的替代效应越来越明显。公司利用其技术通用性和前瞻性，及时调整进入 TFT-LCD 空盒生产。TFT-LCD 空盒生产将在一定程度上填补彩色滤光片业务萎缩后的空白，帮助公司中长期业绩成长。

**产品结构改善推动公司整体毛利率提升。**我们认为触摸屏产品的毛利率要高于现公司主营业务的整体毛利率。随着触摸屏产品在公司主营业务中的比重飞速增长，公司的整体毛利率将随之稳步增长。同时，公司 2008 年就已经开始触摸屏生产，生产工艺已经较为成熟，目前产品的良品率已经达到 94%-95%，稳定的高良品率为毛利率提供了保障。

强大的研发实力保证公司紧跟显示材料技术的演进和消费电子产品新趋势。公司是国内唯一全面掌握了光刻和镀膜技艺的公司，同时公司也是目前国内唯一能够批量生产电容式触摸屏产品的厂商。公司一直保持占营业收入 3%-4% 的研发费用，用于开发新产品和追踪产业新技术的成长。公司的研发人员占全部员工比重 26.66% 始终保持着强大的研发实力。目前莱宝正在积极关注 AMOLED 和彩色电子纸等显示材料的技术发张和需求状况，以保证及时切入新产品生产。我们认为公司在彩色电子纸显示材料生产上已经不存在大的技术障碍。未来时机成熟，公司完全有能力根据市场需求应变，及时切入新式显示材料的生产。

## 估值

莱宝高科是科技产业上游零部件生产企业，我们认为应用相对市盈率估值法可以有效的测算公司价值。同时我们应用自由现金流折现法来测算公司长期价值，为市盈率估值法提供参考。

### 相对估值

莱宝高科在 2008 年以前以 ITO 导电玻璃和彩色滤光片为主营业务，处于 LCD 产业上游。公司从 2008 年开始生产 TFT-LCD 空盒和触摸屏产品，我们认为在未来几年中触摸屏产品在主营业务中的比重将迅速上升，因此我们选择国内主要的 ITO 导电玻璃厂商洛阳玻璃和具有触摸屏生产能力的长信科技和超声电子作为公司的可比公司。三家公司均面向消费电子类下游厂商供应显示材料。

超声电子和长信科技都具有触摸屏生产能力，但莱宝高科比超声电子具有更高的盈利能力（更高的净资产收益率），目前莱宝高科比长信科技( 22 万片/年 )拥有更大的触摸屏产能，因此我们参考剔除洛阳玻璃后可比公司 2011 年的平均市盈率 29 倍和长信科技 2011 年 33 倍市盈率，给予公司 2011 年 31 倍市盈率，公司目标价为 31.23 元。

图表 2. 可比公司估值

公司	代码	股价 (人民币)	总市值 (人民币亿元)	市盈率(倍)			每股收益(人民币)			收益增长(%)			市净率(%)	净资产收益率 (%)
				2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2009
长信科技	300088.SZ	28.0	34.86	46.6	40.2	33.4	0.6	0.7	0.8	28.0	8.7	20.4	8.0	20.4
ST 洛玻	600876.SS	8.3	41.45	N/M	154.5	139.1	(0.3)	0.1	0.1	(1388.1)	N/M	11.1	120.3	(482.9)
超声电子	000823.SZ	11.3	50.87	37.7	31.2	24.0	0.3	0.4	0.5	1.6	43.0	29.9	3.2	7.2
平均				42.1	75.3	65.5								
剔除洛玻				37.7	35.7	28.7								

资料来源：万得资讯，中银国际

### 绝对估值

我们应用公司自由现金流折现估值法估算公司的每股公允价值。我们参考 2010 年 6 月发行的十年期国债利率假设市场无风险利率为 3.4%，市场风险溢价 7%，我们假设永续增长率为 3%，公司在 DCF 模型下估值的结果为 33.3 元/股。

**图表 3. 公司自由现金流折现估值**

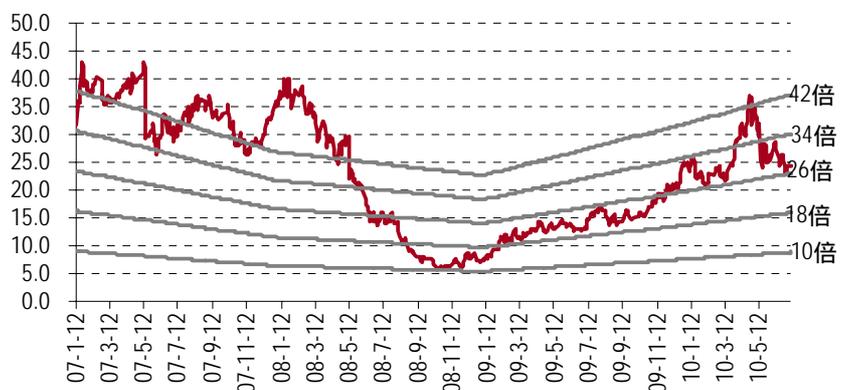
(人民币, 百万)	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2015年后(永续增长率)
息税前利润	559	800	951	1142	1347	
税率	22	22	22	22	22	
折旧&摊销	145	170	175	179	182	
资本性支出	(320)	(200)	(200)	(200)	(200)	
运营资本变动	23	45	40	64	45	
公司自由现金流	237	549	677	805	988	3
折现自由现金流	218	463	524	572	644	11,173
无风险利率(%)	3.4					
市场溢价(%)	7.0					
贝塔(%)	89.0					
股本收益(%)	9.6					
负债利率(%)	6.9					
负债(%)	16.2					
权益(%)	83.8					
WACC(%)	8.9					
企业价值	13,592					
现金	830					
负债	137					
股权价值	14,286					
公允价值/股(人民币元)	33.3					

资料来源：中银国际研究预测

**图表 4. 公允价值敏感度测试**

永续增长率	WACC						
	5.9%	6.9%	7.9%	8.9%	9.9%	10.9%	11.9%
1.5%	47.3	38.4	32.2	27.8	24.3	21.7	19.5
2.5%	59.3	45.7	37.1	31.2	26.9	23.6	21.0
3.0%	68.4	50.7	40.2	33.3	28.4	24.7	21.9
3.5%	81.1	57.2	44.1	35.8	30.2	26.0	22.8
4.0%	100.5	65.9	49.0	38.9	32.2	27.5	23.9

资料来源：中银国际研究预测

**图表 5. 莱宝高科市盈率区间**


资料来源：万得资讯及中银国际研究

## 盈利前景：触摸屏是未来盈利增长的引擎

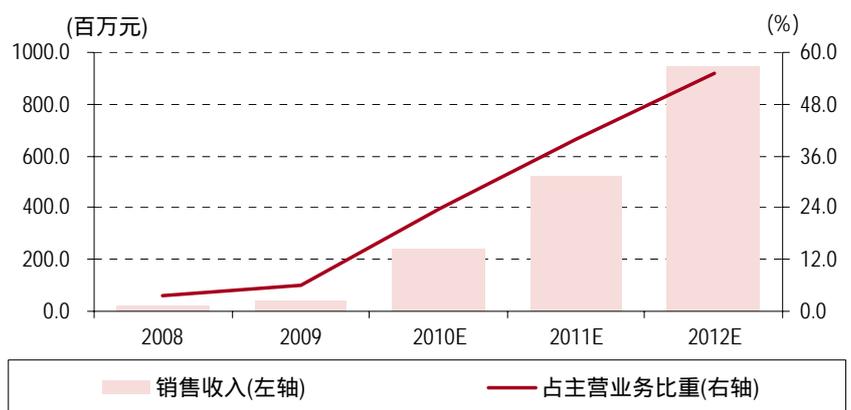
我们认为在今后 3-5 年中，公司的主营业务将会持续由传统的 ITO 导电玻璃和彩色滤光片为主转化成以触摸屏业务为重心的新型显示材料业务。随着业务结构中高毛利率的触摸屏产品比重提高，公司的总体毛利率也会稳步提升。我们认为公司产品结构的调整将有利于公司整体业务结构的优化，触摸屏产品将成为未来盈利增长的主要引擎。

### 触摸屏产品

公司目前是国内唯一能批量生产电容式触摸屏的厂商，现有的中小尺寸触摸屏产品良率已经稳定在 94%-95%，公司新增产 82 万片/年产能的中小尺寸触摸屏产线和 400 万片/年的大尺寸电容屏产线将分别在 2011 年 1 月和 4 季度开始生产。

我们预计受益于触摸屏市场需求爆发，随着中小尺寸触摸屏产能的释放和大尺寸电容式触摸屏的投产，公司触摸屏业务在营业收入中的比重将由 2009 年的 6% 上升到 2012 年的 55%，营业收入达到 9.4 亿元，成为未来公司营业收入和盈利的主要亮点。

图表 6. 触摸屏产品营业收入预测

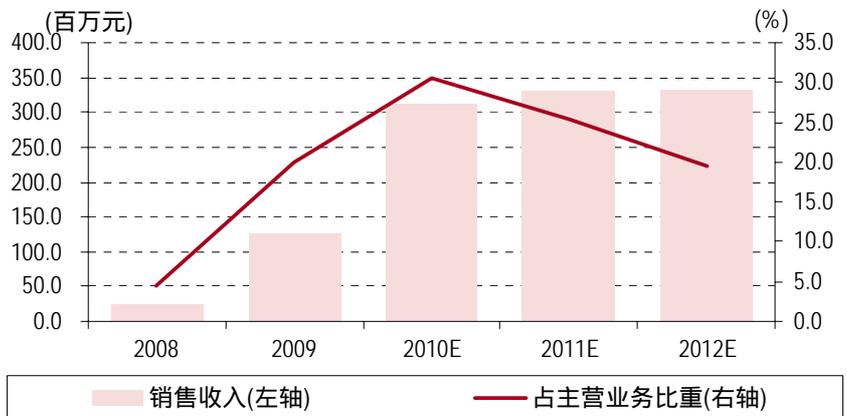


资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## TFT-LCD 空盒业务

CSTN-LCD 彩色显示材料主要应用在低端消费电子例如低端手机等，目前的需求迅速下降，与之搭配的彩色滤光片受替代效应的影响需求也在持续下降。公司已经意识到 TFT-LCD 对传统 CSTN-LCD 的替代，经过技术改造后将部分彩色滤光片产能调整为 3.0 万片/月的 TFT-LCD 空盒生产及时抓住市场需求的方向，我们预计公司的 TFT-LCD 空盒业务将在未来几年中以较快的速度增长，2010 年、2011 年和 2012 年公司 TFT-LCD 空盒营业收入将达 3.1 亿元、3.3 亿元和 3.3 亿元。

图表 7 TFT-LCD 空盒营业收入预测

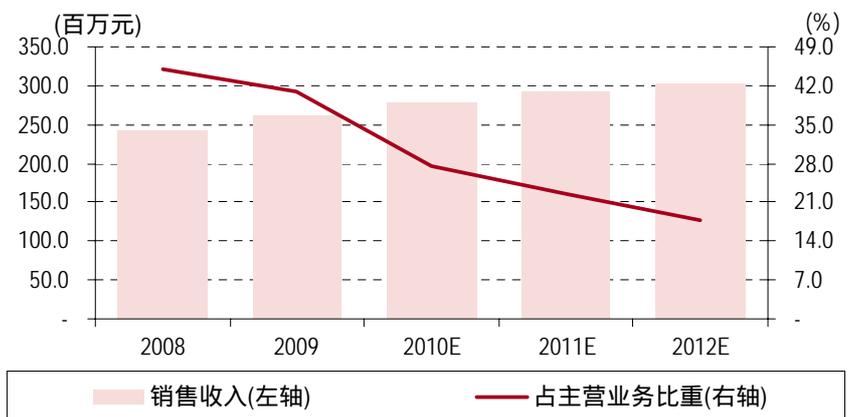


资料来源：公司数据

## ITO 导电玻璃

经过多年的竞争，ITO 导电玻璃的市场需求和价格都已经处于成熟期，我们认为在未来几年中，公司的导电玻璃业务将以稳定的速度增长。ITO 导电玻璃的营业收入将由 2009 年的 2.6 亿元增长到 2012 年的 3.0 亿元，实现复合增长率 5%。

图表 8. ITO 导电玻璃营业收入预测

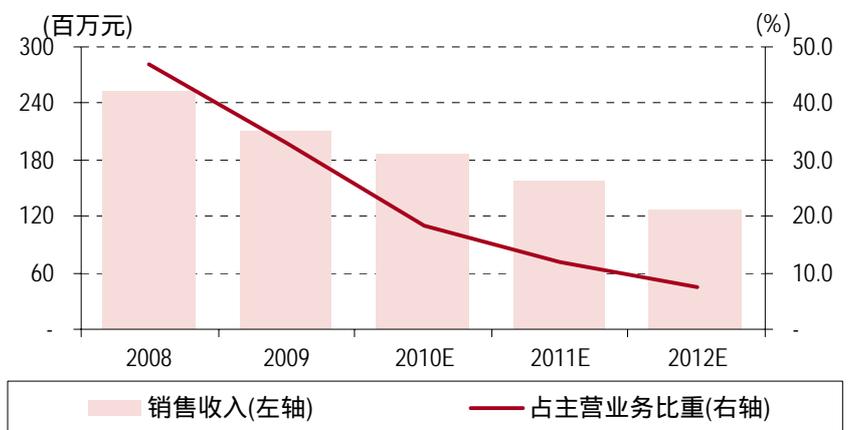


资料来源：公司数据

## 彩色滤光片

由于传统的 CSTN 彩色显示市场已经逐渐被 TFT-LCD 所侵蚀，与 CSTN 配套主要应用于低端消费产品的彩色滤光片需求在未来几年中将不断的萎缩。我们预测彩色滤光片产品在主营业务中的贡献率将由 2009 年的 33% 下降到 2012 年的 7%，彩色滤光片产品的毛利率也将从 2009 年的 63.2% 持续下降至 2012 年的 55.0%。

图表 9. 彩色滤光片营业收入预测



资料来源：公司数据

受益于触摸屏产品需求的爆发，公司的销售收入将在 2010-12 年间高速增长。我们预计公司在 2010 年、2011 年和 2012 年的主营业务收入分别为 10.2 亿元、13.0 亿元和 17.1 亿元。

随着公司主营业务结构转型向毛利率更高的触摸屏产品，公司的整体毛利率将在未来几年中稳步提升。我们预测公司的整体毛利率将由 2009 年的 43% 提升到 2012 年的 55%。

**图表 10. 公司主营业务营业收入预测**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>ITO 导电玻璃</b>					
销售收入(人民币 百万)	242.4	260.9	278.0	293.3	302.1
同比变化(%)	0.7	7.6	6.6	5.5	3.0
毛利率(%)	49.0	46.0	46.5	46.5	45.0
占主营业务比重(%)	45.0	41.0	27.4	22.5	17.7
<b>彩色滤光片</b>					
销售收入(人民币 百万)	253.2	209.6	185.8	156.8	126.6
同比变化(%)	(22.0)	(17.2)	(11.3)	(15.6)	(19.3)
毛利率(%)	65.7	63.2	63.0	60.0	55.0
占主营业务比重(%)	47.0	32.9	18.3	12.1	7.4
<b>TFT-LCD 空盒</b>					
销售收入(人民币 百万)	23.9	127.3	310.4	330.8	333.5
同比变化(%)	0.0	431.5	143.9	6.6	0.8
毛利率(%)	(3.0)	5.0	39.1	41.0	41.0
占主营业务比重(%)	4.4	20.0	30.6	25.4	19.5
<b>触摸屏产品</b>					
销售收入(人民币 百万)	19.2	38.5	241.2	520.5	944.5
同比变化(%)	0.0	101.1	526.0	115.8	81.4
毛利率(%)	53.0	52.0	55.5	55.5	55.5
占主营业务比重(%)	3.6	6.1	23.7	40.0	55.3
<b>总销售收入(人民币 百万)</b>					
销售收入(人民币 百万)	538.7	636.3	1015.4	1301.5	1706.7
同比变化(%)	(4.8)	18.1	59.6	28.2	31.1
公司毛利率(%)	54.7	43.1	49.4	52.1	55.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 费用率假设

随着公司业务扩张和新产品研发投入，公司的销售费用和管理费用额将在未来几年中上升，但受益于公司营业收入快速增长的规模效应，销售费用率将维持基本稳定，管理费用率也将从 2011 年开始逐步下降。基于以上营业收入和费用率假设，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年归属于母公司的净利润为 3.1 亿元、4.3 亿元和 6.2 亿元。

**图表 11. 公司营业费用率假设**

费用假设%	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率	2.4	1.7	1.5	1.5	1.5	1.4
管理费用率	6.9	8.0	7.5	7.9	7.5	7.0
财务费用率	(3.2)	(3.4)	(0.5)	(0.2)	(0.2)	(0.5)
营业费用率	6.2	6.4	8.5	9.2	8.8	7.9

资料来源：公司数据及中银国际预测

## 受益触摸屏光明前景，触摸屏业务腾飞

### 触摸屏简介

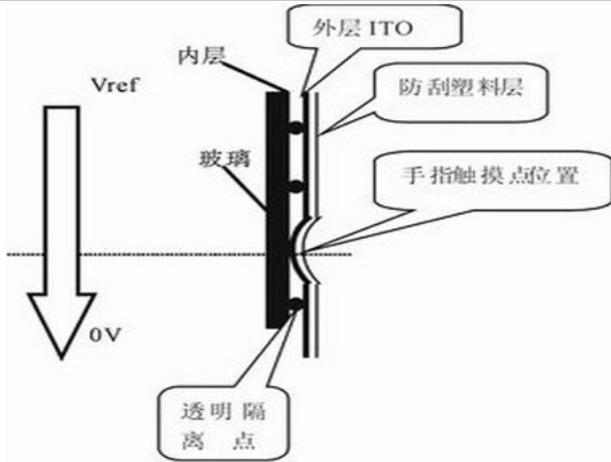
触摸屏是近年来迅速兴起的新型外部输入设备，广泛的应用于手机、个人电脑、GPS、游戏机等消费电子产品。随着 3G、WIFI 等互联网技术的不断普及，手机 PC 化和 PC 的轻薄化发展趋势逐渐明朗，支持无线上网、多种移动应用程序的移动终端不断涌现，为触摸屏移动资讯终端提供广阔市场空间。

触摸屏以其坚固耐用、反应速度快、节省时间、易于交流等优点，越来越多的得到消费者认同。目前触摸屏主要分为四类：电阻式触摸屏、电容式触摸屏、红外线式触摸屏、表面声波式触摸屏。公司生产的产品是电阻式触摸屏和电容式触摸屏，其中电容式触摸屏占公司产品结构的大部分。目前市场上的个人消费电子产品例如手机、MID 等多采用电阻式和电容式触摸屏，我们对比电阻屏和电容屏的工作原理及特性，认为电容式触摸屏将是今后触摸屏产品的主流。

电阻屏分为两层，中间以隔离物进行分离，当受外界压力两层接触时，电流便会产生反应，芯片因以计算力量与电流之间的数据，评定屏幕哪一个位置受压。由于电阻式屏幕需要上下两层碰撞后才能作出反应，当多点同时受压时压力容易变得不平衡，因此很难实现多点触控。另外电阻屏需要一定的外界压力才能实现操作，时间长了容易造成表面磨损和上下层接触不良的问题。

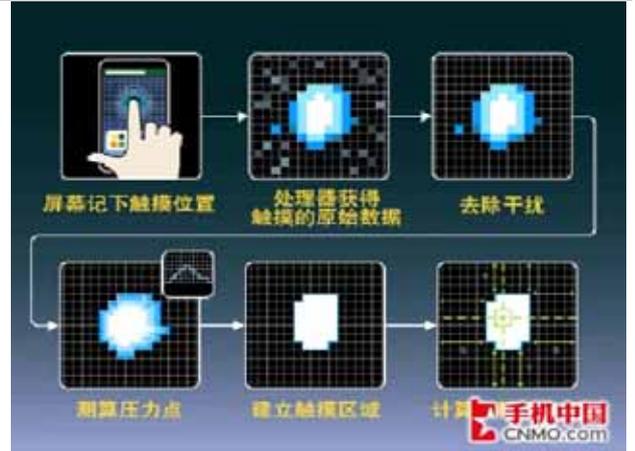
电容屏是利用下层发射讯号到上层，当上层被导体接触后，下层便能够接收讯息并作出计算确定触碰位置。电容屏是把人的手指作为一个外部电极，因此两层屏幕不必接触就可以实现操作。相比较电阻式触摸屏，电容式触摸屏用指尖轻触即可感应，减少了触碰的磨损，因此性能稳定使用寿命长。同时电容式触摸屏具备反应灵敏、支持多点触碰等特性，越来越受到消费者的青睐。

图表 12. 电阻式触摸屏工作原理图



资料来源：手机中国

图表 13. 电容式触摸屏工作原理图



资料来源：手机中国

图表 14. 电容屏和电阻屏的性能比较

触摸屏种类	四线电阻屏	五线电阻屏	电容屏
价格	低	较高	高
寿命	3年	3年	2年
维护	免	免	免
防暴性	一般	一般	好
稳定性	一般	一般	好
透明度	一般	好	一般
安装形式	内置或外挂	内置或外挂	内置
触摸物	任何物体 手指	任何物体	尖锐物不可
输出分辨率	4096*4096	4096*4096	4096*4096
抗强光干扰性	好	好	差
响应速度	<10ms	<15ms	<15ms
跟踪速度	好	好	好
误抬笔动作	好	好	好
传感器损伤影响	较小	较小	较小
污物影响	有	没有	较大
漂移	有	较大	较大
使用显示器	纯平	均可	均可
防水性	好	好	好
防电磁干扰	好	好	一般
适用范围	室内或室外	室内或室外	室内或室外

资料来源：手机中国

### 智能手机推动小尺寸触摸屏需求爆发

随着 iPhone 的推出和热销，大尺寸多点触摸智能手机的消费者关注度不断提升。iPhone 出货量在 2009 年达到 2,500 万部，较 2008 年增长 84%。iPhone 应用的 3.5 寸大尺寸电容式触摸屏引爆了手机领域的触摸屏应用需求。

图表 15. iPhone 出货量

	2007	2008	2009
iPhone 出货量(千台)	3,704	13,675	25,105
增长率%		269.2	83.6

资料来源：苹果公司

相较于传统键盘式手机，触摸屏手机输入时间更短，能够实现更简洁的人机交互，随着手机应用程序数量的变多和 3G 网络的普及，触摸屏在手机领域受到越来越广泛的关注。市场上热销的手机大多配备大尺寸触摸屏，触摸屏已经开始成为消费者选择手机的重要标准之一。

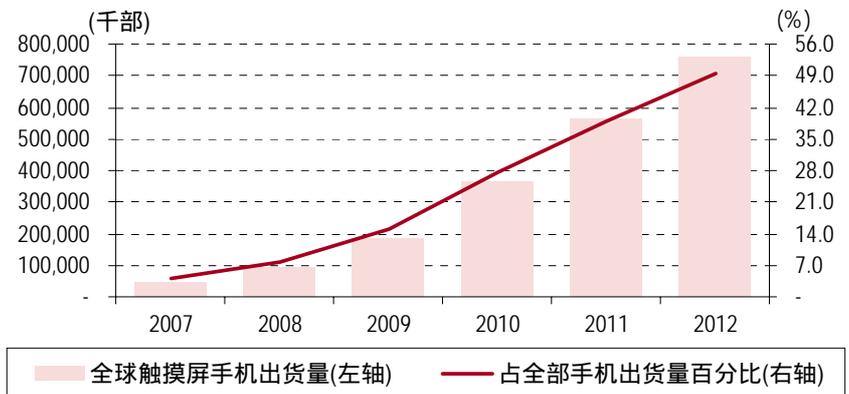
图表 16. 市场热销的智能手机大多配备大尺寸电容式触摸屏



资料来源：GSMArena, 中银国际

我们认为在今后的数年中，触摸屏手机在全球手机的出货量中的比重将不断提升，继续取代非触摸屏手机。Gartner 数据统计，触摸屏手机出货量在全球手机出货量的比重在 2008 年占 8%，这个比重在 2009 年达到了 15%。同时 Gartner 预测触摸屏手机出货量的比重在 2010 年将达到 27%，即出货量 3.6 亿部，这一比重在 2012 年将达到 49%，即出货量 7.6 亿部。

图表 17. 触摸屏手机的渗透率不断提升



资料来源：Gartner

我们认为智能手机将是推动触摸屏应用的关键动力。3G 网络的迅速普及和越来越多的应用程序的开发，将极大的提高智能手机的普及率。全球主要手机生产厂商迅速迎合这一趋势，不断推出智能手机。根据 Gartner 的统计，全球智能手机出货量在 2009 年增长了 24%，远远高于同期全球手机出货量的减少 1%，占全球手机出货量的 14%，其中触摸屏智能手机的出货量达到了 8,100 万部，占全部智能手机的 47%。智能手机在全球手机出货量的比重在 2012 年将上升到 32%。

触摸屏手机在智能手机中的比重越来越大。Gartner 预计 2010 年触摸屏智能手机出货量将达到 1.6 亿部，占全部智能手机出货量的 63%；2012 年触摸屏智能手机出货量将达 4.0 亿部，占全部智能手机出货量的 82%。

我们认为，随着智能手机对传统手机的替代越来越明显和触摸屏手机在智能手机中的比重越来越大，市场对中小尺寸触摸屏的需求也将在未来几年中飞速增长。

**图表 18. 智能手机出货比重迅速提升**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
智能手机 (千部)	122,317	139,288	172,275	251,928	374,866	491,947
全部 (千部)	1,152,836	1,222,252	1,214,019	1,322,371	1,431,222	1,533,195
智能手机比重(%)	10.6	11.4	14.2	19.1	26.2	32.1
智能手机增长率 (%)		13.9	23.7	46.2	48.8	31.2
全球手机增长率 (%)		6.0	-0.7	8.9	8.2	7.1

资料来源：Gartner

**图表 19. 智能手机是触摸屏应用的关键推动力**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
非智能手机(触摸屏) / (千部)	18,356	50,303	102,984	203,840	284,423	354,462
智能手机(触摸屏) / (千部)	27,437	44,731	81,292	158,884	275,736	404,097
全部 (千部)	45,792	95,035	184,276	362,725	560,159	758,559
渗透率 (%)						
非智能手机(触摸屏)	1.8	4.6	9.9	19.0	26.9	34.0
智能手机(触摸屏)	22.4	32.1	47.2	63.1	73.6	82.1
全部	4.0	7.8	15.2	27.4	39.1	49.5

资料来源：Gartner

公司已经完全掌握了电容式触摸屏的制作工艺和流程，目前公司供应的机型主要是 iPhone，我们认为公司中小尺寸触摸屏产品良率已经达到 94%-95%，处于行业前列。新推出的 iPhone4 应用的双镀膜单玻璃基板比以往的更薄，公司已经完全掌握了该项技术，具有极高的良品率，我们认为公司的电容屏显示材料极有可能在 iPhone4 中供应比例更高。我们认为公司在未来电容式触摸屏广泛应用和需求大规模攀升的情况下，将可能会获得更多新的客户。公司目前的触摸屏产能为 46 万片/年，目前生产的大部分产品是中小尺寸电容式触摸屏产品。公司为迎合的市场需求扩大小尺寸触摸屏的产能，2011 年 1 季度中小尺寸触摸屏产能将达到 130 万片/年。我们认为公司中小尺寸触摸屏产能迅速扩大也体现了公司对未来订单的把握。

## 平板电脑引爆中大尺寸电容屏需求

iPad 的推出引爆了平板电脑的热销，预示个人电脑领域的又一次革新。根据苹果公司的数据报道，iPad 在今年第二季度销量已经突破了 327 万台。根据 iSuppli 最新预测，iPad 出货量将在 2010 年达到 1,290 万台，并在 2012 年达到 5,000 万台。

图表 20. iPad 出货量预测

	2010	2011	2012
iPad 全球出货量预测 (百万台)	12.9	36.5	50.4
增长率 %		182.9	38.1

资料来源：iSuppli

iPad 的热销让电脑厂商继上网本后看到了个人电脑新的增长点，配备大尺寸触摸屏的平板电脑成为个人电脑领域新的热点。平板电脑采用电容式触摸屏，具有便携、耐用、轻薄、色彩明亮及低耗电量的特点，而且能够实现多媒体资源信息共享。

越来越多的电脑厂商推出触摸屏的平板电脑。台北国际电脑展历来是电脑产品的风向标。在今年 6 月的台北国际电脑展上，众多厂商展出触摸屏平板电脑。我们统计在台北国际电脑展上，大约有 15 款触摸屏平板电脑推出，其中大多配备了大尺寸的电容式触摸屏。我们认为平板电脑作为个人电脑一个新的子产品，将是未来几年个人电脑领域新的增长点。

图表 21. 台北国际电脑展上推出多款触摸屏平板电脑

					
型号 生产厂商	Eee Tablet 华硕	Eee Pad EP121 华硕	Touch pad B10 汉王	ueicuos ueicuos	iiView iiView
					
型号 生产厂商	Viliv Viliv	长城平板电脑 长城	ciio PC	LG UX10 LG	FIC TVB00 FIC
					
型号 生产厂商	W1-tablet 纬创	PC-A1001 万利达	CZC P10T 紫创科技	Gemsta GIGA9 Gemsta	FIC tycoon FIC

资料来源：台北国际电脑展，中关村在线，中银国际

随着上网本热度的消退和平板电脑的兴起，我们相信平板电脑有可能在未来 3-5 年达到甚至超过上网本的出货量，平板电脑的热销将为中大尺寸电容式触摸屏提供广阔的发展空间。我们认为在 iPad 的推动下，2010 年全球触摸屏平板电脑出货量将达到 1,390 万台，到 2012 年全球平板电脑出货量将达到 7,750 万台。

图表 22. 全球平板电脑出货量预测

	2009	2010	2011	2012
平板电脑出货量预测（百万台）	0.2	13.9	48.7	77.5
增长率%		6,835.5	250.9	59.3

资料来源：iSuppli，中银国际研究预测

公司已经意识到大尺寸触摸屏市场需求即将爆发，及时切入中大尺寸电容式触摸屏的生产。公司在 7 月 2 日发布公告利用已有部分设备完成投资 6,000 万元，拟计划利用自筹资金新增投资 10,137 万元建设大尺寸电容式触摸屏项目，项目设计年产能 400 万片（以 10 英寸计），预计 11 年 4 季度建成投产。

公司在 2009 年年报中表示将积极关注中大尺寸电容屏的研发和生产，7 月即公告投资中大尺寸电容屏生产项目，我们认为这从一定程度上反映出公司对于中大尺寸电容屏需求和订单的把握。

**图表 23. iPad 的成本分析**

零部件	供应商	零部件编号	以美元记成本
显示器模组 9.7 寸 262K 彩色 TFT IPS 技术, 1024*768 像素	LG Display(乐金显示)	N/A	65.00
9.7 寸触摸屏组装, 电容式, ITO glass on Glass, Painted	Wintek(台湾胜华)	N/A	30.00
所有金属塑料件, 印刷电路板基板, 连接器及其他.			32.50
锂电子聚合物电池, 3.75V 6600mAh	Amperex(新能源科技) Technology, Dynapack(顺达科技)	N/A	21.00
A4 微处理器, 集成图形微处理器 WPoP DRAM	PA Semiconductor 设计, 三星生产	K4X2G643GE, JQC 8	19.50
2Gbit Mobile SDRAM-Package on Package(stacked on A4)	Samsung(三星)		7.00
WLANn-BT-FM 模组( Broadcom 特制)	Broadcom	BCM4329XKUBG	8.05
<b>人机交互界面组件</b>			
触屏微处理器	Broadcom	BCM5973KFBGH	2.30
触屏驱动器	TI(德州仪器)	CD3240A1	1.80
多点触碰控制器, 电容式	Broadcom	BCM5874CKFBGH	1.40
音频解码-超重低音, w/Headphone 放大器	Cirrus Logio	CS42L61	1.20
<b>电源管理组件</b>			
电源管理芯片 t	Dialog Semiconductor	D1815A	2.10
电源管理芯片	Samsung Semiconductor(三星半导体)	S6T2MLCX01	1.25
<b>其他电子部件</b>	<b>多家</b>	<b>多家</b>	<b>20.20</b>
NAND 闪存	N/A		29.20
<b>机壳</b>	<b>N/A</b>		<b>7.50</b>
<b>原材料总计</b>			<b>250.60</b>
<b>加工</b>			<b>9.00</b>
<b>原材料及加工</b>			<b>259.60</b>
<b>零售价</b>			<b>499.00</b>

资料来源: iSuppli

根据 iSuppli 对 iPad 的成本分析，iPad 电容屏基板和保护玻璃的总成本约为 30 美元，我们认为电容屏基板的成本应在 20 美元左右，假设至 2012 年电容屏基板价格大幅下降 20% 至 16 美元，如果公司大尺寸触摸屏达产后，保守估计公司的触摸屏项目满产后每年对主营业务营业收入的贡献仍将在 4 亿元人民币左右，约合公司 2009 年营业收入的 63%。

### **触摸屏业务将成为 2010-2012 年业务增长的亮点**

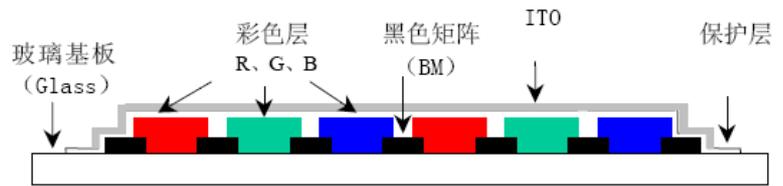
我们认为触摸屏业务将成为公司未来 3-5 年中业绩成长的主要催化剂，随着触摸屏需求的爆发和公司的触摸屏生产项目产能逐渐释放，公司的触摸屏业务将出现爆发式增长。我们预测，公司的触摸屏产品营业收入在 2010 年将达到 2.4 亿元，占公司主营业务收入的 24%。随着公司中小尺寸触摸屏产能的扩大和中大尺寸电容式触摸屏产能的释放，2011-12 公司的触摸屏产品营业收入将达到 5.2 亿元和 9.5 亿元，同比增长 116% 和 81%，分别占公司主营业务的 40% 和 55%。

## 此消彼长，TFT 空盒提供中长期成长动能

### 什么是 CF

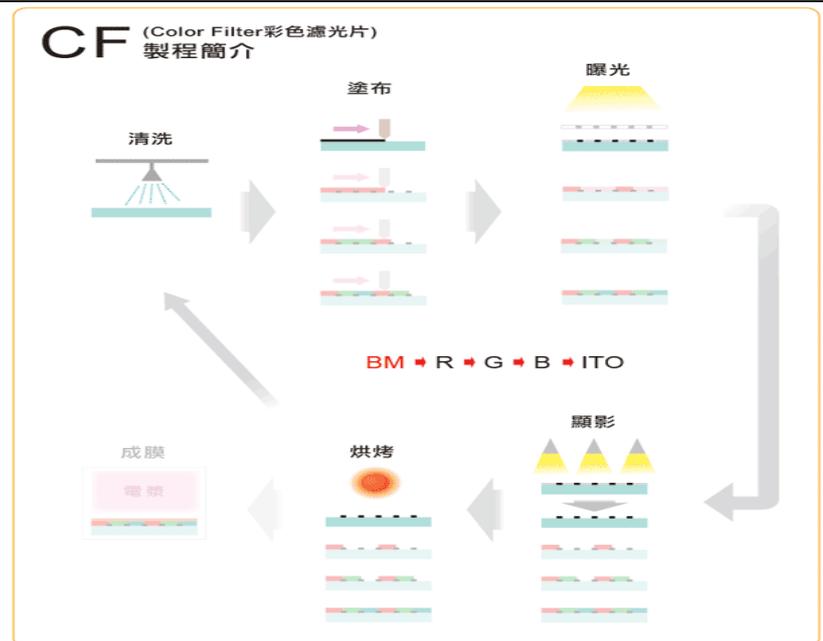
彩色滤光片（CF）是 CSTN-LCD 面板实现彩色显示的关键材料，与面板一对一搭配使用。彩色滤光片是由红、绿、蓝三色组成的滤色膜，经过清洗、涂布、曝光、显影、烘烤后有规律的制作在玻璃基板上，利用滤光原理生出红、绿、蓝三种颜色，三种颜色混合后显示出各种不同的颜色。CSTN-LCD 目前用于一些低端消费电子产品的显示屏，如低端手机等。随着消费电子产品显示材料的升级，CSTN-LCD 的需求正在逐渐下降，因此彩色滤光片的需求也在萎缩。

图表 24. CF 产品结构示意图



资料来源：公司数据

图表 25. 彩色滤光片的生产过程



资料来源：奇美电子

公司从 2003 年开始投产彩色滤光片 (CF)，目前公司的彩色滤光片产能为 100 万片/年。公司的彩色滤光片产品主要为中小尺寸滤光片 (小于 10.4 寸)，应用于手机、PDA、数码相机、MP4、车载显示屏等。

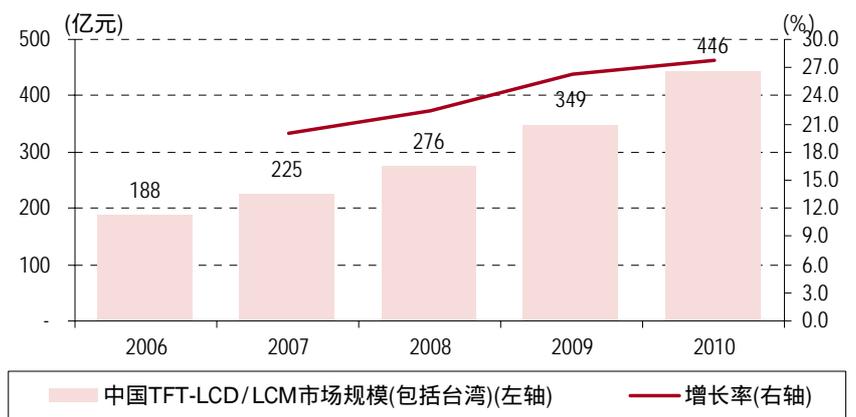
由于黑白显示手机、低端车载电子设备等传统显示需求的萎缩及新型彩色显示手机、数码相机等电子产品的迅速兴起，TFT-LCD 对于传统 TN/STN/CSTN-LCD 的替代效应越来越明显。造成彩色滤光片的需求正在逐年下降。同时受需求下降的影响，彩色滤光片的平均售价也迅速下降，尤其在 2008-2009 年出现了 15%-20% 的大幅下降。我们认为彩色滤光片的平均售价在未来几年，仍可能有 10% 以上的下降空间。

我们认为彩色滤光片对公司主营业务营收的贡献将在今后几年中逐年降低，同时因为价格的下降，彩色滤光片的毛利率也将持续下降。

### TFT-LCD 取代 CSTN-LCD

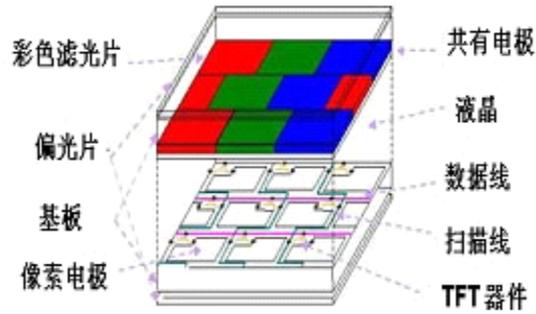
根据汉鼎世纪调查，中国 TFT-LCD/LCM 市场规模在 2006-2010 年以 24% 的复合增长率成长，远远超过了传统的 TN/STN/CSTN-LCD 的增长速度。我们认为 TFT-LCD 的市场空间在未来几年中仍然会不断扩大，并随着显示要求的提高，逐渐取代 CSTN-LCD。

图表 26. 中国 TFT-LCD/LCM 市场规模



资料来源：汉鼎世纪

图表 27. TFT-LCD 面板结构示意图



### TFT 主动式显示

资料来源：公司数据

公司自主开发和掌握的关键技术具有一定的通用性和延展性，可以拓展应用到触摸屏、TFT-LCD、OLED 等产品的制造中，针对彩色滤光片市场需求萎缩和 TFT-LCD 的替代趋势，公司及时进行技术改造将原定募集资金投建设计产能 3 万片/月的彩色滤光片生产线，调整为产能 3 万对/月的中小尺寸 TFT-LCD 空盒项目。

公司的 TFT 空盒项目已经于 2008 年下半年实现批量生产。受益于彩屏手机出货量的快速增长，公司在 2009 年下半年产量提升至 1.5-2.0 万对/月（项目盈亏平衡点为 2 万对/月），截至 2010 年 1 季度末 TFT 空盒产量已经达到 3 万对/月，实现盈利。

我们认为在未来几年中大屏幕和多点触碰手机将成为用户的首选，从而推动公司 TFT 空盒业务的发展。TFT-LCD 空盒项目在未来几年中将逐渐弥补彩色滤光片业务下降留下的空间。

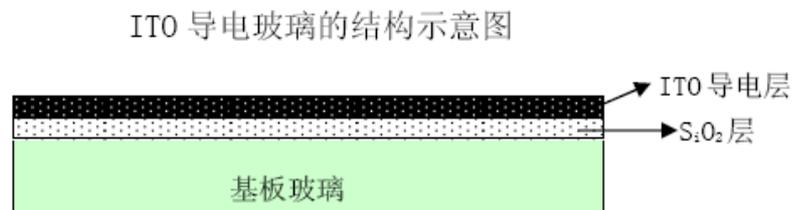
我们预测公司的 TFT-LCD 空盒业务的营收在将从 2009 年的 1.3 亿元增长到 2012 年的 3.3 亿元，成为公司中长期成长的动力。TFT 空盒业务毛利率将随着项目实现规模化生产而逐步改善。

## ITO 导电玻璃是公司稳定的收入来源

### 什么是 ITO 导电玻璃

ITO 俗称氧化铟锡是一种具有良好导电性能的金属化合物，可利用磁控溅射等方法把 ITO 膜镀在各类基板材料上用作导电的电极，广泛应用于 LCD、OLED、PDP、触摸屏等各类平板显示器上。ITO 导电玻璃是在钠钙基或者硅硼基片玻璃上利用磁溅射方法镀上一层 ITO 膜加工而成。液晶显示器专用 ITO 导电玻璃会在镀 ITO 薄膜之前镀上一层二氧化硅阻挡层，以阻挡玻璃基板上的钠离子向盒内液晶扩散。高档显示器用 ITO 玻璃还会在溅射 ITO 薄膜之前对基板玻璃进行抛光处理，以得到更均匀的显示控制。ITO 薄膜具有较长的产品寿命，并不会因为平板显示技术的更新和升级而淘汰。ITO 导电玻璃主要应用于家用电器、手机、笔记本、汽车仪表等产品的黑白显示。

图表 28. ITO 导电玻璃的结构示意图



资料来源：公司数据

按照玻璃基板尺寸的不同，LCD 面板也分为不同的代数，代数越大采用的玻璃基板尺寸越大，切割出来的 LCD 面板尺寸也越大。随着代数的递进，生产线制造的面板尺寸加大，同时生产工艺进一步简化和优化，自动化程度也相应提高。面板生产厂商通常专注于一定尺寸的产品生产。公司的 ITO 玻璃产品是中小尺寸 ITO 导电玻璃，主要应用于中小尺寸的 LCD 面板。

图表 29. 各世代 TFT-LCD 生产线

代数	玻璃基板尺寸 (mm*mm)	代数	玻璃基板尺寸(mm*mm)
1	300×400 320×400	4.5	730×920
2	360×465 370×470	5	1000×1200 1100×1250 1100×1300 1200×1300
2.5	400×500 400×505 404×515 410×520	6	1500×1850
3	550×650 550×660 550×670	7	1800×2200
3.5	590×670 600×720 610×720 620×720 620×750 650×830	8	2160×2400 2200×2600
4	680×880	9	2400×2800

资料来源：公司数据

ITO 导电玻璃产品经过多年的竞争，市场已经处于成熟状态，价格比较稳定。由于仍然没有其他替代产品出现，ITO 导电玻璃的需求也处于比较稳定的阶段。据汉鼎世纪调查，中国 TN/STN/CSTN-LCD 市场规模在 2006 年-2010 年以年复合增长率 8% 的速度稳定增长。

图表 30. 中国 TN/STN/CSTN-LCD 市场规模



资料来源：汉鼎世纪

### 公司的 ITO 导电玻璃业务处于稳定成长期

公司从建立开始就以 ITO 导电玻璃生产为主营业务，已经积累了 17 年的相关经验。公司的 ITO 导电玻璃采用真空溅射技术，技术水平一直处于国际国内领先地位。

目前公司的 ITO 导电玻璃产能约 1,000 万片/年，约占国内 ITO 导电玻璃市场产能约 12% 的份额。国内批量生产中高端 ITO 导电玻璃的厂商主要有莱宝高科、南玻科技、苏州美日和蚌埠华益。公司在高端 ITO 导电玻璃市场的份额在行业的前三位。

图表 31. 公司在 ITO 导电玻璃产业的地位

厂家	年产能	市场占有率 (%)
芜湖长信	2200 万片	26
蚌埠华益	1,500 万片	17
南玻科技	1,200 万片	14
莱宝高科	1,000 万片	12
洛阳玻璃	900 万片	10
赛格三星	700 万片	8
深圳豪威	425 万片	5
烟台多纳勒公司	360 万片	4
深圳南亚	300 万片	3

资料来源：公司招股说明书，FPdisplay，长信科技招股说明书

我们认为公司的 ITO 导电玻璃业务已经处于成熟期，今后将以稳定的速度成长，为公司的业绩成长提供稳定的助力。我们预测，公司的 ITO 导电玻璃业务在 2010-12 年将以 5% 的复合增长率增长，ITO 导电玻璃的毛利率将略微下降。

## 新显示材料可能是未来超预期因素

### 电子纸

随着亚马逊 Kindle、索尼 E-reader 和汉王电子书热销，电子书作为一种新型的阅读终端得到了广泛的关注。电子书以其近似纸张的阅读感受、轻便、低耗电等特性为消费者提供有别于电脑电视的视觉享受。电子书应用的电子纸是利用环境光显像的“反射型”显示媒介，依靠反射光进行工作。

电子纸因为其低电压和低能耗的要求，多采用“双稳定显示器件”。彩色高亮度、高对比度将是未来电子纸的一个重要发展方向。目前市场上销售的电子书主要满足黑白显示，而彩色显示无疑可以提供更丰富更逼真的视觉效果，高品质的彩色电子纸将有更强的竞争力和更大的市场空间。

图表 32.畅销的电子书



亚马逊kindle



汉王电纸书



索尼e-reader

资料来源：中银国际

由于电子纸的生产与 TFT-LCD 空盒的生产在技术上有一定的共通性，公司凭借其现有的技术基础，正在关注电子纸显示材料的技术演进。

### AMOLED 显示材料

AMOLED (Active Matrix/Organic Light Emitting Diode) 是有源矩阵有机发光二极管面板。相比传统的液晶面板，AMOLED 具有反应速度较快、对比度更高、视角较广等特点。

AMOLED 是 OLED 的一种，OLED 为自身发光。相对于 LCD，AMOLED 具有更薄更轻、主动发光（不需要背光源）、无视角问题、高清晰、高亮度、响应快速、能耗低、使用温度范围广、抗震能力强、成本低和可实现柔软显示等特点，其中不少特性是 TFT 液晶面板难以实现的。

据 iSuppli 研究预测，用于手机和其他小尺寸 AMOLED 的出货量在 2009 年为 2,040 万片，在 2012 年将达到 1.8 亿片，年复合增长率为 55.1%。

AMOLED 因为是新技术，大规模的应用仍然面临一定的问题。AMOLED 的产品良率现在仍然不够稳定，与 LCD 相比仍然偏低，造成产品的价格偏高。另外 LCD 生产相对已经成熟，设备投资面对相对较小的折旧压力，使 LCD 在固定成本方面相对于 AMOLED 生产更具有优势。我们认为在未来技术更成熟的情况下，AMOLED 因为其先天的优势有可能大规模应用，逐步引导中小尺寸显示材料发展方向。

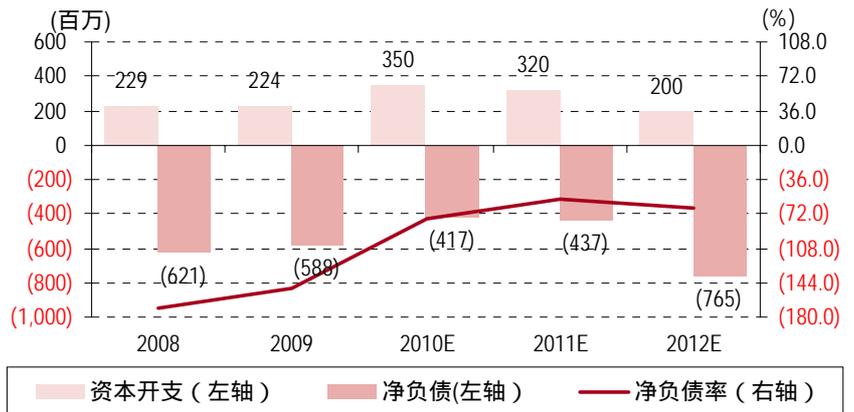
公司始终坚持技术领先的发展道路。公司目前正在积极关注彩色电子纸显示材料、AMOLED 用原材料等需求和技术的发展，并可能适时的切入新型显示器件的研发和生产。我们认为电子纸、AMOLED 等新型显示材料和技术在未来可能为公司的业绩提供超预期增长的动力。

## 财务状况

公司财务状况良好，一直处于净现金状况。公司正处在产品调整阶段，因此我们预计公司 2010 年和 2011 年资本开支将比较多。我们预测公司 2010 年和 2011 年资本支出分别为 3.8 亿和 3.5 亿元，公司资本开支主要用于今年投资中小尺寸电容屏产能扩大，增加产能 82 万片/年；2011 年投资 1.6 亿大尺寸触摸屏生产线，设计产能为 400 万片/年。

我们预计随着公司产品结构的变化和电容屏生产产能的释放，公司的盈利能力将有可能得到极大的增强，同时公司的经营性现金流将可能持续增加。我们认为公司的现金状况良好，足以支持未来投资和运营，未来几年中仍将保持净现金状况。

图表 33. 净负债（现金）及资本开支



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 投资风险

### 产品价格导致毛利率压力

公司处在显示材料生产上游，产品主要供应给下游消费类电子产品终端。原材料价格水平下降、消费产品的普及会导致终端产品价格的下降，最终对材料产生价格压力。产品价格的下降有可能导致毛利率的下降。

### 触摸屏生产领域竞争恶化

触摸屏方面，目前公司的客户比较单一；同时在电容式触摸屏市场需求快速增长的趋势下，有可能有更多的生产厂家进入触摸屏的生产。如果公司不能及时扩展新客户或者触摸屏生产领域的竞争恶化，有可能对公司的营收和利润率产生较大影响。

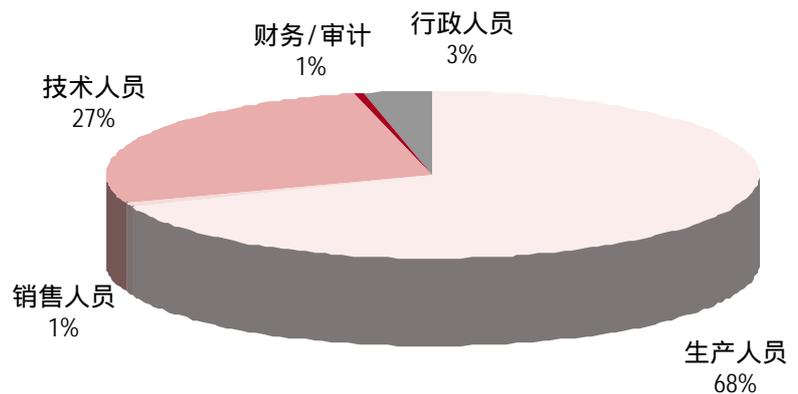
### 半导体行业的景气程度

公司处在消费电子产品产业链上游，受半导体产业的景气程度影响较大。半导体产业的景气程度将影响公司的业绩成长。

## 附录一、公司概况

公司成立于 1992 年，截至 2009 年年末公司员工总数 1,369 人（含控股公司 281 人），其中技术人员 365 人，占总员工数的 26.66%；公司资产总额 21.8 亿元，净资产 17.4 亿元。

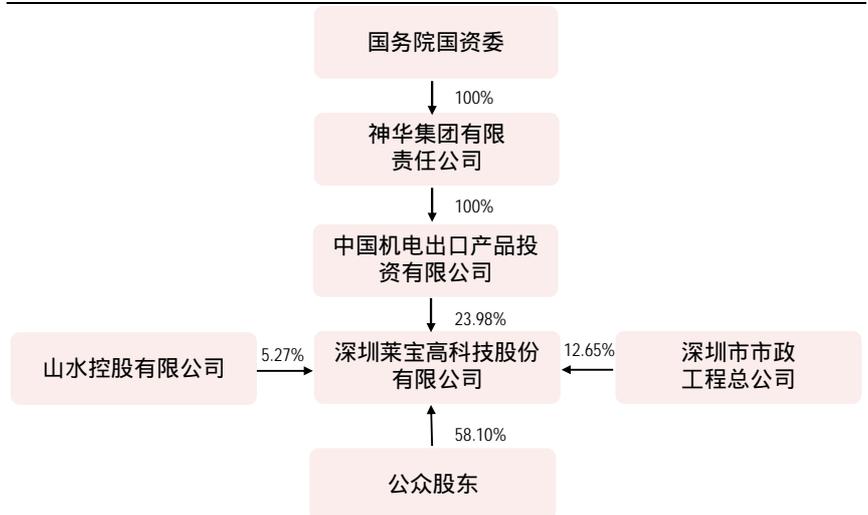
图表 34. 公司人员构成



资料来源：公司数据

公司的第一大股东是中国机电出口产品投资有限公司，持股比例为 23.98%。中国机电是神华集团的全资总公司，神华集团是国务院国资委的企业，因此莱宝高科实际控制人是国务院国资委。

图表 35. 公司股权结构

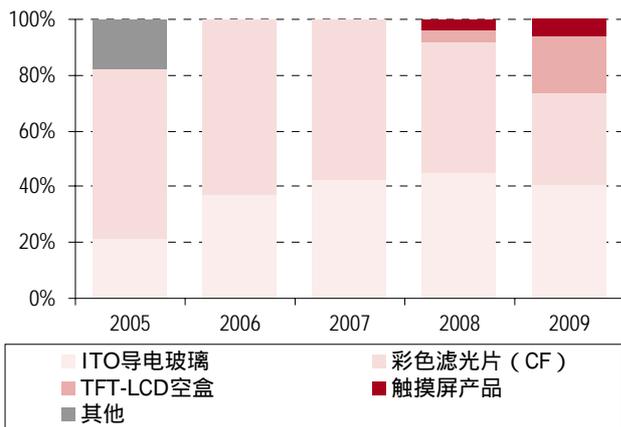


资料来源：公司数据

莱宝高科主要从事 LCD 行业上游显示材料的生产，公司的主导产品包括 ITO 导电玻璃、彩色滤光片（CF）、TFT-LCD 空盒、触摸屏显示产品。目前，公司 ITO 导电玻璃产能为 1,000 万片/年，是国内高档 ITO 导电玻璃排名前三位的生产厂家；公司目前拥有彩色滤光片（CF）生产线 12 条，产能 100 万片/年，CF 产品良率达到 99%；TFT-LCD 设计产能为 3 万对/年，2010 年 1 季度末已经达到满产状态；目前公司的中小尺寸触摸屏产品产能为 46 万片/年，预计 2011 年 1 季度产能增加至 130 万片/年，大尺寸电容式触摸屏产品设计产能为 400 万片/年，预计 2011 年 4 季度建成投产。公司目前是国内唯一能批量生产电容式触摸屏材料的厂商，同时也是国内唯一一家全面自主掌握镀膜和光刻技术的厂商，并已形成较为完整的技术体系，在行业内具有明显的技术优势。

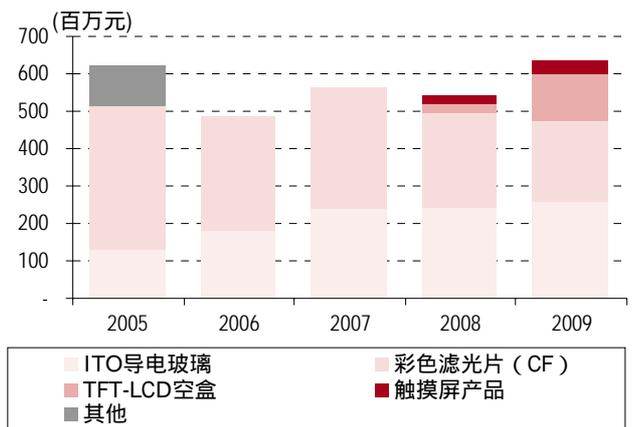
公司在 2008 年以前，主营产品主要是 ITO 导电玻璃和彩色滤光片，其中彩色滤光片占产品中的大部分。从 2008 年开始公司开始触摸屏显示材料和 TFT-LCD 空盒的生产，截至 2009 年触摸屏和 TFT-LCD 空盒占营业收入的比重已经从 2008 年的 4%和 4%上升到 6%和 20%。我们认为公司在未来几年中，随着触摸屏产品需求旺盛，触摸屏产品在主营业务中的比重将越来越大。

图表 36. 公司主营业务结构



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

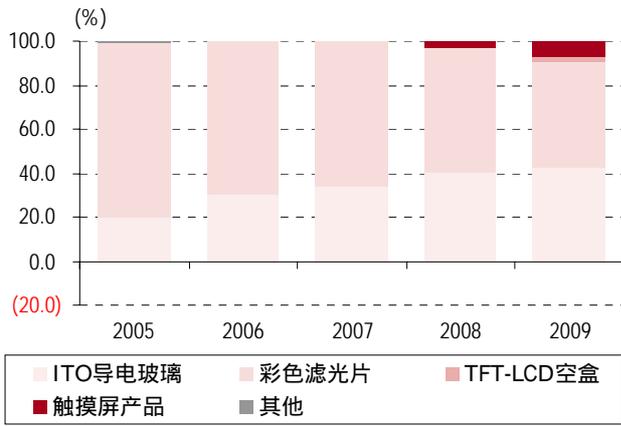
图表 37. 公司主营业务营业收入情况



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

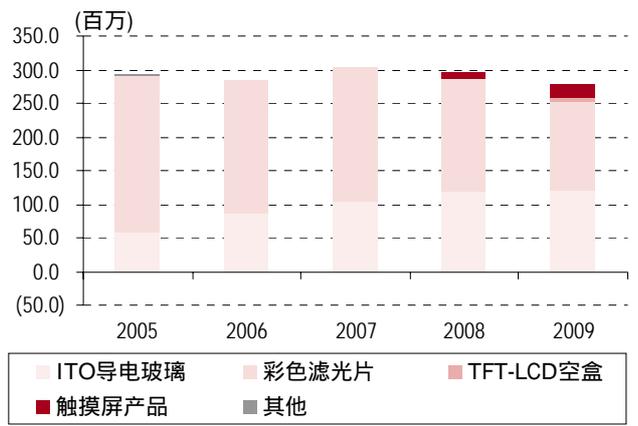
公司传统的彩色滤光片产品毛利率较高，彩色滤光片的毛利占主营业务毛利的大部分，在高毛利触摸屏产品比例提升的情况下，触摸屏产品在毛利中的比重也将越来越大。

图表 38. 公司毛利结构



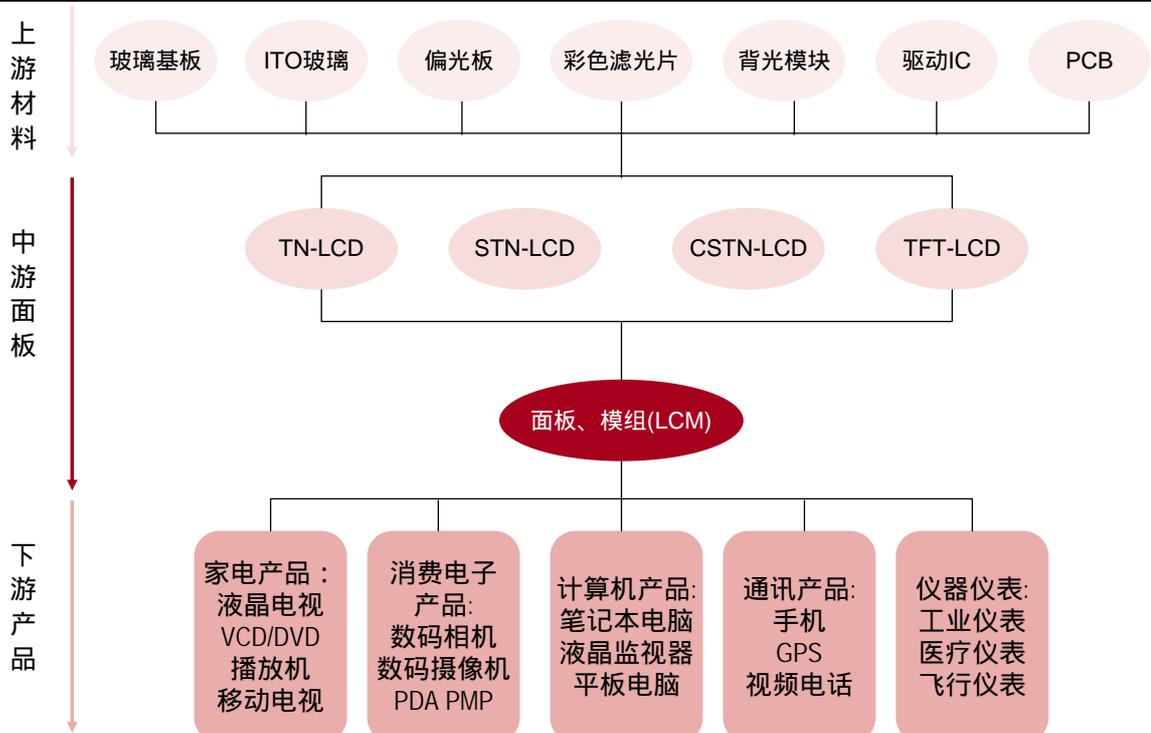
资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 39. 公司毛利情况



资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 40. 公司在 LCD 产业链中的位置



资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	539	636	1,015	1,301	1,707
销售成本	(244)	(362)	(514)	(624)	(761)
经营费用	(55)	(58)	(97)	(119)	(146)
经营利润 (息税前利润)	295	299	515	703	969
折旧及摊销	(55)	(82)	(110)	(145)	(170)
息税折旧前利润	240	217	405	559	800
净利息收入/(费用)	18	3	2	3	9
其他收益/(损失)	4	4	3	4	4
税前利润	262	224	410	565	812
所得税	(47)	(43)	(90)	(124)	(179)
少数股东权益	(2)	(4)	(6)	(9)	(13)
净利润	213	177	313	432	621
核心净利润	213	177	313	432	621
每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.730	1.008	1.448
核心每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.730	1.008	1.448
每股股息(人民币)	0.403	0.409	0.308	0.377	0.400
收入增长(%)	n.a.	18	60	28	31
息税前利润增长(%)	n.a.	(9)	87	38	43
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	1	72	37	38
每股收益增长(%)	n.a.	(17)	36	38	44
核心每股收益增长(%)	n.a.	(17)	36	38	44

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	800	766	615	658	1,013
应收帐款	124	157	251	322	422
库存	38	56	40	33	27
其他流动资产	57	92	92	92	92
流动资产总计	1,019	1,073	999	1,106	1,555
固定资产	598	732	979	1,162	1,199
无形资产	174	158	150	142	135
其他长期资产	39	117	117	117	117
长期资产总计	812	1,007	1,246	1,422	1,452
总资产	1,831	2,079	2,245	2,527	3,007
应付帐款	52	82	115	139	169
短期债务	63	34	20	20	17
其他流动负债	63	62	62	62	62
流动负债总计	179	178	197	221	248
长期借款	0	137	100	85	85
其他长期负债	3	20	20	20	20
股本	330	330	429	429	429
储备	1,267	1,357	1,439	1,710	2,159
股东权益	1,597	1,687	1,868	2,139	2,588
少数股东权益	52	56	59	62	65
总负债及权益	1,831	2,079	2,245	2,527	3,007
每股帐面价值(人民币)	4.84	5.11	4.36	4.99	6.03
每股有形资产(人民币)	4.31	4.64	4.01	4.65	5.72
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.23)	(1.80)	(1.15)	(1.29)	(2.12)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	262	224	410	565	812
折旧与摊销	55	82	110	145	170
净利息费用	6	3	0	0	0
运营资本变动	15	(53)	(45)	(40)	(64)
税金	0	(1)	0	0	0
其他经营现金流	(43)	(38)	(93)	(130)	(188)
经营活动产生的现金流	295	217	382	540	729
购买固定资产净值	(229)	(224)	(350)	(320)	(200)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(229)	(224)	(350)	(320)	(200)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(17)	104	(51)	(15)	(3)
支付股息	(133)	(135)	(132)	(162)	(172)
其他融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(150)	(31)	(183)	(177)	(175)
现金变动	(84)	(37)	(151)	43	355
期初现金	884	800	766	615	658
公司自由现金流	84	(3)	34	223	538
权益自由现金流	67	101	(18)	208	535

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	54.7	47.0	50.7	54.0	56.8
息税前利润率(%)	44.5	34.1	39.9	42.9	46.9
税前利润率(%)	48.6	35.1	40.3	43.4	47.6
净利率(%)	39.5	27.8	30.8	33.2	36.4
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	5.7	6.0	5.1	5.0	6.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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)	5.5	5.7	4.9	4.8	6.2
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	39.5	47.6	34.9	25.3	17.6
核心业务市盈率(倍)	39.5	47.6	34.9	25.3	17.6
目标价对应核心业务	48.4	58.3	42.8	31.0	21.6
市盈率(倍)					
市净率(倍)	5.3	5.0	5.8	5.1	4.2
价格/现金流(倍)	28.5	38.7	28.6	20.2	15.0
企业价值/息税折旧前	26.2	26.3	20.4	14.8	10.4
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	56.9	47.7	34.4	21.6	14.5
应收帐款周转天数	84.0	90.2	73.4	80.3	79.5
应付帐款周转天数	35.5	46.9	35.4	35.6	32.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	62.5	76.3	42.1	37.4	27.6
净资产收益率(%)	13.3	10.5	17.6	21.6	26.3
资产收益率(%)	10.7	8.4	14.6	18.3	22.5
已运用资本收益率(%)	15.0	11.5	20.5	25.8	31.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

超声电子 (000823.SZ/人民币 11.33, 未有评级)  
长信科技 (300088.SZ/人民币 28.01, 未有评级)  
洛阳玻璃 (600876.SS/人民币 8.34, 未有评级)  
苹果(AAPL.OQ/美元 259.02, 未有评级)  
华硕 (2357.TW/新台币 240.00, 未有评级)  
长城电脑 (000066.SZ/人民币 7.32, 未有评级)  
汉王科技 (002362.SZ/人民币 104.46, 未有评级)  
纬创 (3231.TW/新台币 57.00, 未有评级)  
乐金电子(066575.KS/韩元 41,600, 未有评级)  
乐金显示(0034220.KS/韩元 36,700, 未有评级)  
胜华 (2384.TW/新台币 29.05, 未有评级)  
Broadcom (BRCM.OQ/美元 37.76, 未有评级)  
德州仪器 (TXN.N/美元 25.38, 未有评级)  
顺达科技 (3211.TW/新台币 94.80, 未有评级)  
Dialog Semiconductor (DLG.DE/欧元 10.86, 未有评级)  
Cirrus Logic(CRUS.OQ/美元 19.82, 未有评级)  
南玻科技 (000012.SZ/人民币 11.93, 未有评级)  
赛格三星 (000068.SZ/人民币 5.36, 未有评级)  
索尼 (6758.T/日元 2513.00, 未有评级)  
亚马逊 (AMZN.OQ/美元 120.07, 未有评级)

以 2010 年 7 月 23 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级 (NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述  
指数在上下 10% 区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 7 月 22 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析师(“分析师”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 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) 2867 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) 2867 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 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

#### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 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