

显示器件III

署名人: 王鹏 (研究主管)

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

莱宝高科

002106

推荐

站在 apple 的肩膀上, 与 apple 一起起舞

本文重点分析了 iPhone 和 iPad 的热销给公司带来的盈利增长机会。我们认为公司电容式触摸屏材料业务将大大受益于 apple 公司代表产品 iPhone 和 iPad 的热销, 公司必将站在 apple 的肩膀上, 与 apple 一起起舞。

投资要点:

- **公司坚持以技术为导向的发展战略:** 公司多年来坚持以技术为导向的发展战略, 重视技术研发, 严格遵循“研发一代、储备一代、规划一代”的原则。公司已成长为国内液晶上游显示材料领域的龙头企业, 掌握了光刻和镀膜这两项核心工艺。
- **iPhone 热销带动小尺寸电容式触摸屏材料市场快速发展:** 近年来 apple 公司代表产品 iPhone 的旺销, 带动整个触摸屏智能手机市场快速增长, 据 Gartner 预计 2012 年触摸屏智能手机销量将达到 4 亿部, 占智能手机比重约为 82%。触摸屏智能手机市场的火爆也带动其上游材料小尺寸电容式触摸屏材料市场快速发展。
- **iPad 热销带动中大尺寸电容式触摸屏材料市场快速发展:** 2010 年 4 月 3 号 iPad 推出以来, 仅 28 天销量就突破百万, 第二季度 iPad 销售量更是达到 327 万部。iPad 的成功, 引爆了平板电脑市场, 众多知名厂商如三星、惠普等都介入平板电脑市场, 从而带动其上游材料中大尺寸电容式触摸屏显示材料市场快速发展。
- **触摸屏材料业务是公司未来盈利增长主要动力:** 随着公司小尺寸触摸屏材料产能的扩张和中大尺寸触摸屏材料生产线的筹建, 未来几年将是公司触摸屏材料业务的收获期, 我们预计公司触摸屏材料业务 2010 年将实现销售收入约 2.4 亿元, 2011 年将实现销售收入约 8.85 亿; 2012 年将实现销售收入约 9.8 亿。
- **公司 ITO 导电玻璃业务步入稳定增长期:** 我们认为未来几年随着下游 LCD 电视和 3D 电视市场规模的逐渐扩大, ITO 导电玻璃仍将保持旺盛需求, 公司 ITO 业务年均增长率将保持约 7%, 步入稳定增长期。
- 我们预计公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.75、1.23、1.26 元, 以 2011 年 30 倍 PE 计算, 未来 6-12 月的目标价格为 36.9 元。

风险提示:

- 公司主要风险来自于宏观经济下行, 导致的下游需求降低。

6-12 个月目标价: 36.90 元

当前股价: 30.02 元

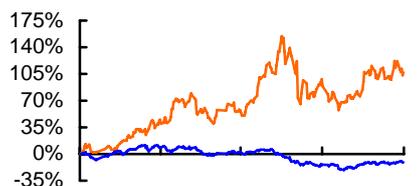
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2663.21
总股本(百万)	429
流通股本(百万)	407
流通市值(亿)	122
EPS (TTM)	0.63
每股净资产(元)	4.06
资产负债率	16.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
莱宝高科	3.70	4.60	71.91
上证综合指数	2.62	3.93	-12.65



2009/9 2009/12 2010/3 2010/6

— 莱宝高科 — 上证综合指数

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	636	914	1519	1580
同比(%)	18%	44%	66%	4%
归属母公司净利润(百万元)	177	320	528	541
同比(%)	-17%	81%	65%	3%
毛利率(%)	43.1%	49.2%	48.9%	47.2%
ROE(%)	10.5%	16.5%	21.4%	18.0%
每股收益(元)	0.41	0.75	1.23	1.26
P/E	72.88	40.17	24.39	23.78
P/B	7.63	6.63	5.21	4.28
EV/EBITDA	41	27	18	17

资料来源: 中投证券研究所

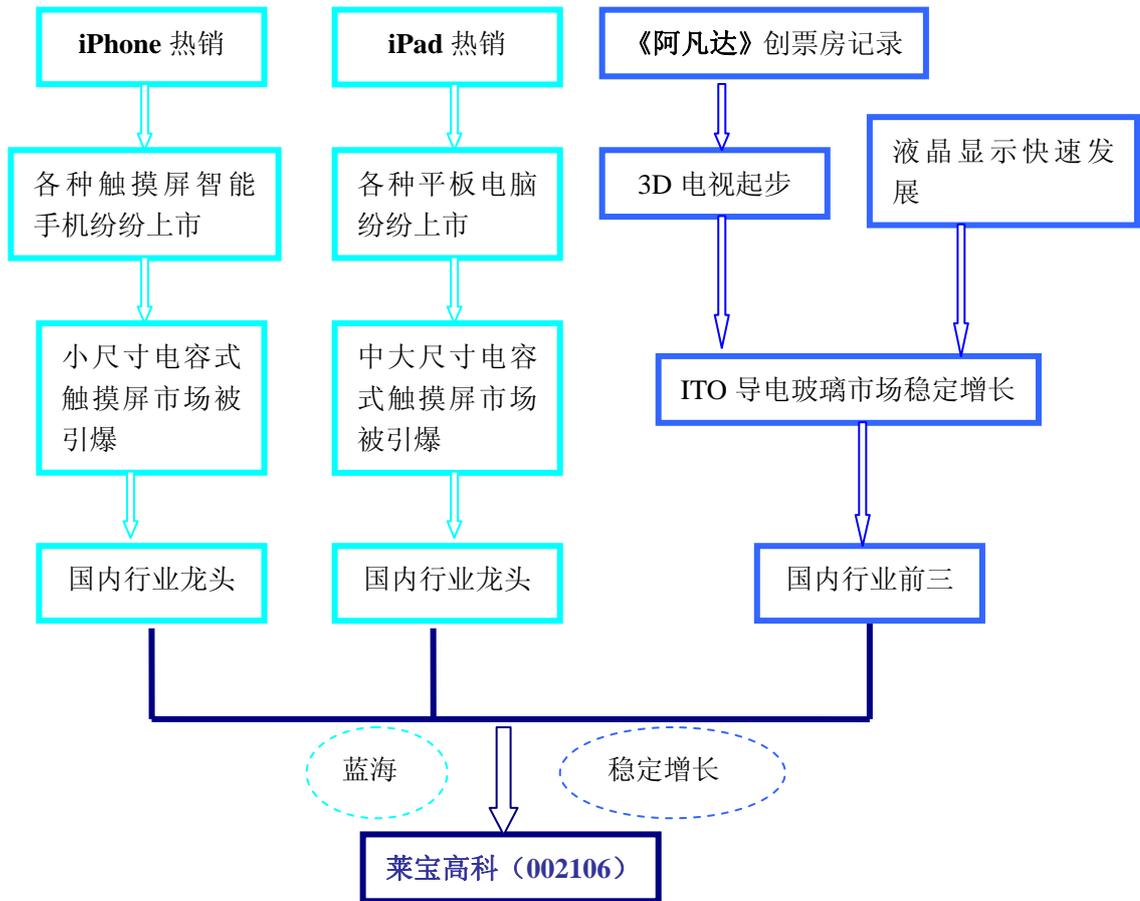
目 录

一、紧跟技术潮流，分享触摸屏的盛宴	5
1.1、公司股权结构	5
1.2、公司主营业务分析	5
1.3、以技术为导向，重视技术研发	8
二、触摸屏：引领人机交互的潮流	9
2.1、iPhone 和 iPad：采用电容式触摸屏	9
2.2、触摸屏智能手机：跟随 iPhone 的成长脚步	10
2.3、平板电脑：iPad 惊艳登场	11
2.4、公司触摸屏材料业务：站在 apple 的肩膀上，与 apple 一起起舞	12
三、TFT 空盒：未来增长有限	13
四、ITO 导电玻璃：未来将维持稳定增长	14
4.1、LCD 显示行业快速发展	14
4.2、3D 电视：市场源自《阿凡达》	15
4.3、公司 ITO 导电玻璃业务：步入稳定增长期	16
五、彩色滤光片：过半产能将转移给触摸屏材料业务	16
六、财务分析	19
6.1、营运能力分析	19
6.2、偿债能力分析	19
七、盈利预测	20
八、投资建议：推荐	21
九、风险提示	21

图表目录

图表 1 : 本文投资思路	4
图表 2 : 公司股权结构	5
图表 3 : 公司大股东股权结构	5
图表 4 : 公司所处细分行业	6
图表 5 : 液晶行业产业链	6
图表 6 : 2006 年~2010H 年公司主营业务收入变化情况	7
图表 7 : 2006 年~2010 年公司主营业务收入分业务占比	7
图表 8 : 2006 年~2010H 年公司主营业务毛利变化情况	7
图表 9 : 2006 年~2010 年公司主营业务毛利分业务占比	8
图表 10 : 公司员工学历情况	8
图表 11 : 公司员工按不同职能构成情况	8
图表 12 : 电容式触摸屏结构示意图	9
图表 13 : 电阻式触摸屏结构示意图	9
图表 14 : 电容式触摸屏和电阻式触摸屏性能比较	9
图表 15 : 2008~2016 全球触控面板产值及预测	10
图表 16 : 2007~2012 年全球手机和智能手机销量增长与预测	10
图表 17 : 2007~2012 年全球触摸屏智能手机销量增长与预测	11
图表 18 : iPad 实物图	11
图表 19 : 2010~2012 年全球 iPad 销量预测	12
图表 20 : iPad 成本构成	12
图表 21 : 2010~2012 年公司触摸屏业务营业收入和毛利预测	13
图表 22 : 2010~2012 年公司 TFT 空盒业务营业收入和毛利预测	13
图表 23 : ITO 导电玻璃结构示意图	14
图表 24 : 2005~2013 全球不同技术电视出货量增长与预测	14
图表 25 : 2010~2013 年 3D 电视出货量预测	15
图表 26 : 2010~2013 年不同显示技术的 3D 电视渗透率预测	15
图表 27 : 中国大陆 ITO 导电玻璃主要生产厂商比较	16
图表 28 : 2010~2013 年公司 ITO 导电玻璃业务营业收入和毛利预测	16
图表 29 : 彩色滤光片产品结构示意图	17
图表 30 : 彩色滤光片不同生产技术比较	17
图表 31 : 中国大陆彩色滤光片生产厂商比较	17
图表 32 : 2010~2012 年公司彩色滤光片业务营业收入和毛利预测	18
图表 33 : 公司营运能力分析	19
图表 34 : 公司偿债能力分析	20
图表 35 : 同比上市公司资产负债率比较	20
图表 36 : 同比上市公司流动比率比较	20
图表 37 : 2010 年~2012 年公司盈利预测	20

图表 1：本文投资思路



资料来源：中投证券研究所

一、紧跟技术潮流，分享触摸屏的盛宴

1.1、公司股权结构

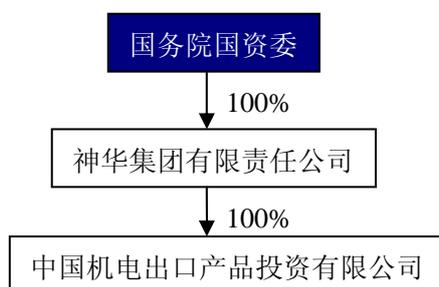
图表 2：公司股权结构

股东名称	股东性质	持股比例
中国机电出口产品投资有限公司	国有法人	23.98%
深圳市市政工程总公司	境内非国有法人	12.65%
中国建设银行-华夏优势增长股票型证券投资基金	境内非国有法人	4.77%
山水控股集团有限公司	境内非国有法人	4.33%
中国农业银行-富国天瑞强势地区精选混合型开放式证券投资基金	境内非国有法人	1.44%
全过社保基金-零四组合	境内非国有法人	1.40%
山东省国际信托有限公司-泽熙瑞金1号	境内非国有法人	1.40%
中国工商银行-南方绩优成长股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.22%
李国祥	境内自然人	1.19%
中国建设银行-信诚精粹成长股票型证券投资基金	境内非国有法人	1.17%

资料来源：公司年报，中投证券研究所

其中公司大股东股权结构如下所示：

图表 3：公司大股东股权结构

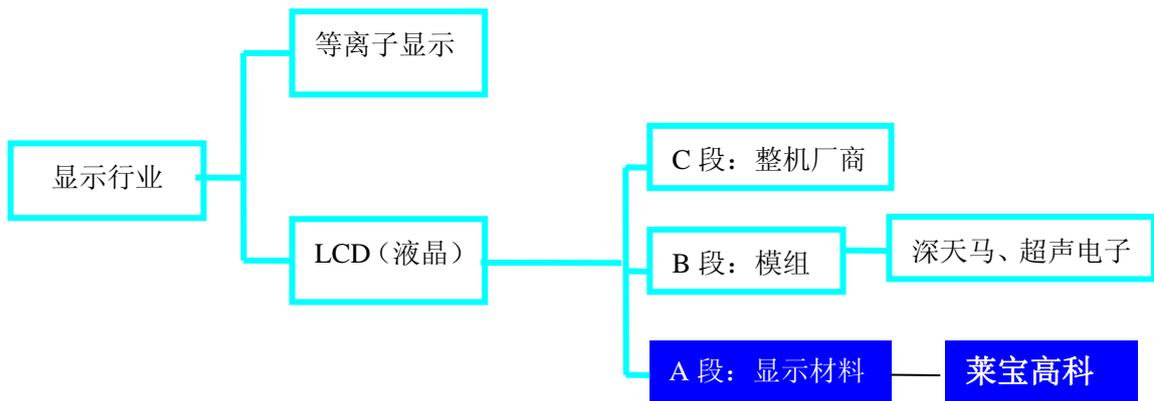


资料来源：公司年报，中投证券研究所

1.2、公司主营业务分析

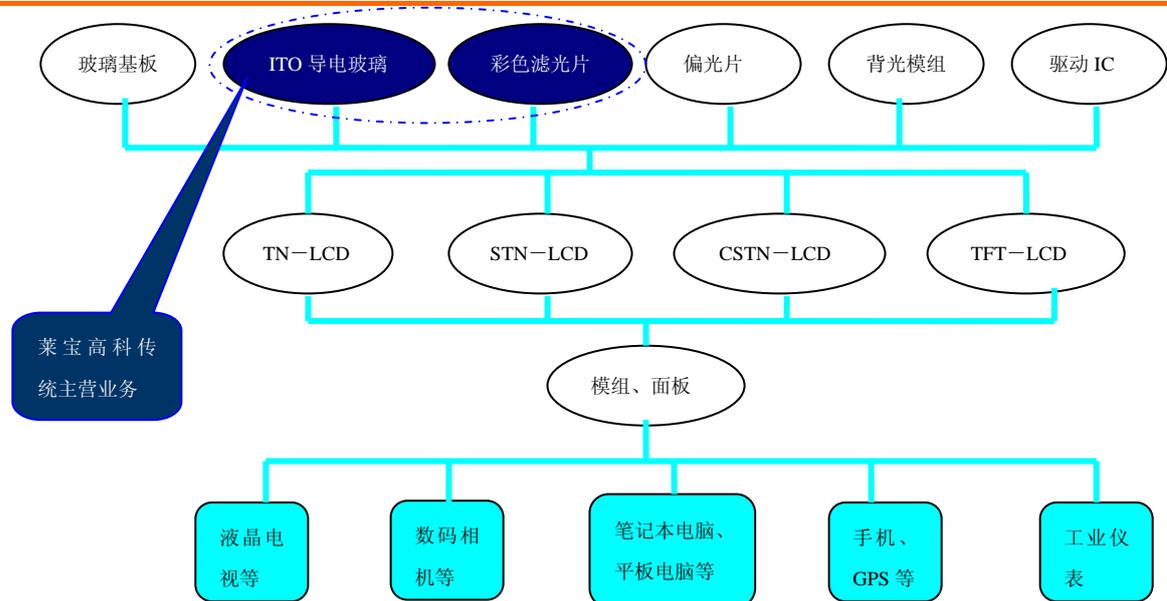
公司是国内液晶上游显示材料领域的龙头企业，多年来积累了丰富的技术经验，特别是掌握了光刻和镀膜这两项核心工艺。由于公司卓越的管理能力和对技术发展趋势准确的把握，公司一直站在液晶显示材料领域的最前沿。

图表 4：公司所处细分行业



资料来源：中投证券研究所

图表 5：液晶行业产业链



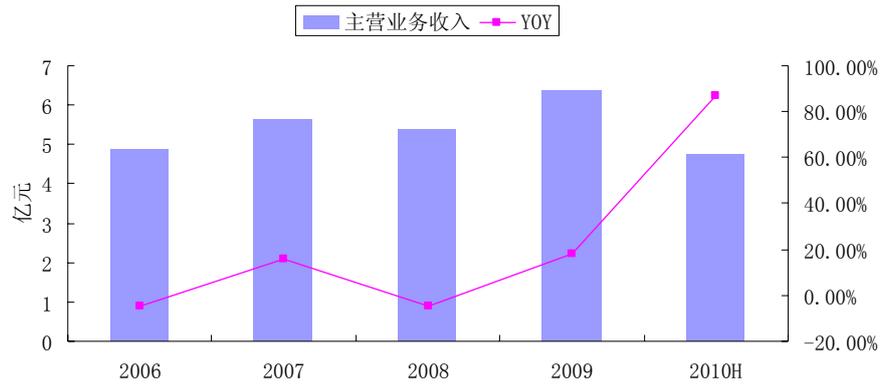
资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

公司主要产品从 ITO 导电玻璃，彩色滤光片到 TFT-LCD 空盒和小尺寸触摸屏，再到正在研发的中大尺寸触摸屏和高亮度彩色电子纸等，一直紧跟业界的技术潮流。

受益于触摸屏市场的火爆，公司触摸屏业务营业收入占比迅速增长，2008 年公司触摸屏营业收入占比仅为 4%，而 2010 年我们预计将达到约 25%。

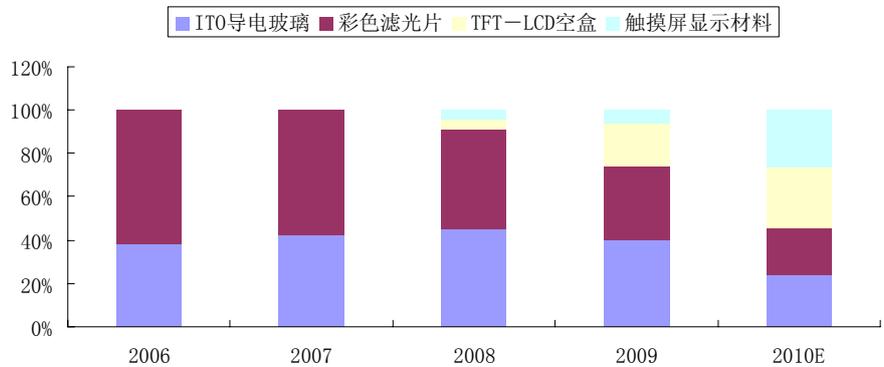
2010 年上半年公司营业收入增长 87.01%，主要系触摸屏产品销售及 TFT-LCD 空盒产品销量增加所致。2010 年上半年公司小尺寸触摸屏产品已实现批量生产，达到设计产能约为 48 万片/年；TFT-LCD 空盒产品也已达设计产能 36 万片/年，基本满产满销。而随着公司小尺寸触摸屏材料产能的扩张和未来中大尺寸触摸屏材料的投入生产，触摸屏将成为公司未来盈利增长的主要动力。

图表 6：2006 年~2010H 年公司主营业务收入变化情况



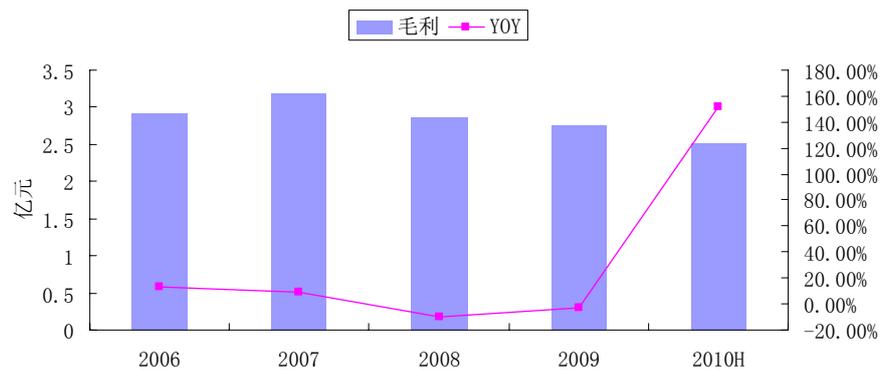
资料来源：公司年报，中投证券研究所

图表 7：2006 年~2010 年公司主营业务收入分业务占比



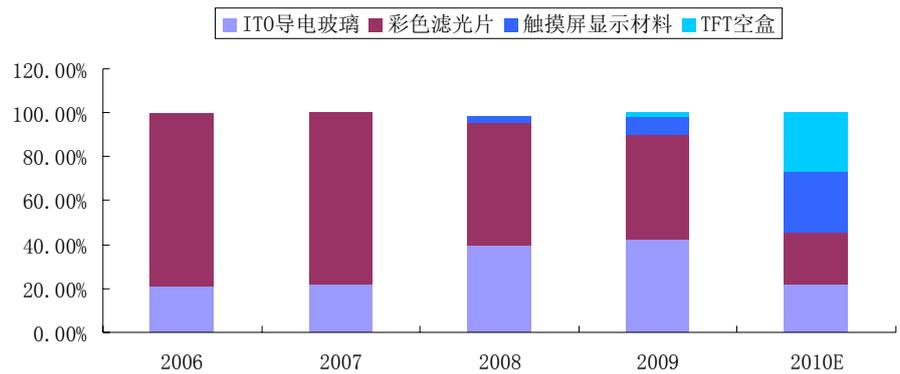
资料来源：公司年报，中投证券研究所

图表 8：2006 年~2010H 年公司主营业务毛利变化情况



资料来源：公司年报，中投证券研究所

图表 9：2006 年~2010 年公司主营业务毛利分业务占比



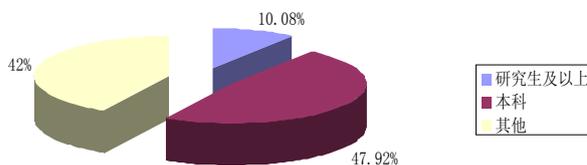
资料来源：公司年报，中投证券研究所

1.3、以技术为导向，重视技术研发

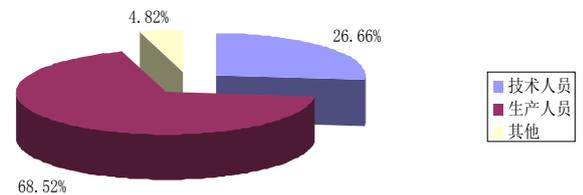
公司以技术为导向，重视技术研发，2007 年以来公司研发费用率均超过 3%，并且公司严格遵循“研发一代、储备一代、规划一代”的原则。

公司员工本科以上学历超过 50%，技术研发人员占比达到 26.66%，这也显示了公司对技术研发的重视，强大的技术研发团队也是公司未来发展的基石。

图表 10：公司员工学历情况



图表 11：公司员工按不同职能构成情况



资料来源：公司年报，中投证券研究所

公司小尺寸触摸屏产能年底将扩张至 130 万片/年，并已立项建设中大尺寸触摸屏生产线，设计产能达到 400 万片/年，预计 2011 年第四季度开始量产。同时公司还致力于高亮彩色电子纸和 AMOLED 上游材料低温多晶硅的研发，未来是否进一步投入将视其市场推广前景而定。

公司未来几年盈利增长将主要来自于触摸屏业务，近年来 apple 公司代表产品 iPhone、iPad 的畅销引爆了电容式触摸屏市场，公司站在 apple 的肩膀上，必将与 apple 一起起舞。

二、触摸屏：引领人机交互的潮流

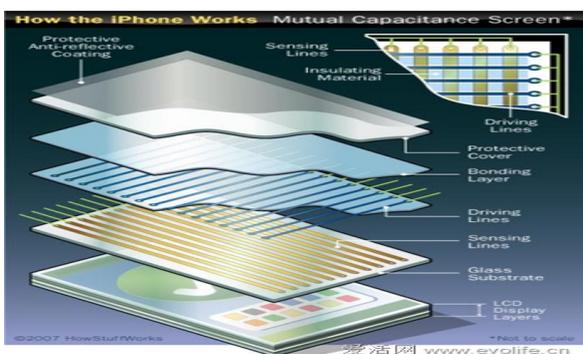
2.1、iPhone 和 iPad：采用电容式触摸屏

随着技术的发展，人们对硬件的用户体验要求越来越高，而人机交互技术也得到越来越多的重视，触摸屏作为最新的一种电脑输入设备，是目前最简单、最方便、最自然的一种人机交互方式。

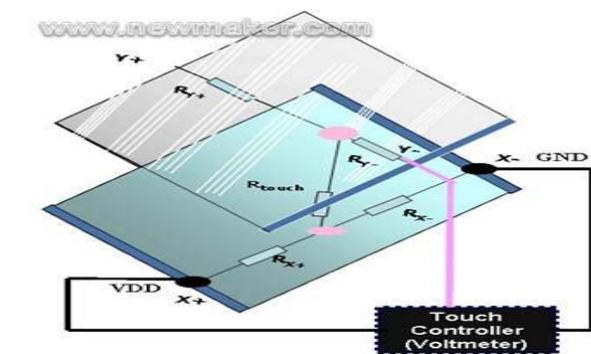
触摸屏 (Touch panel) 是个可接收触头等输入讯号的感应式液晶显示装置，它可用以取代机械式的按钮面板，并借由液晶显示画面制造出生动的影音效果，具有易于使用、坚固耐用、反应速度快、节省空间等优点。

目前较为主流的触摸屏技术有两种：电阻式和电容式。电阻式触摸屏基本原理为通过触摸时触摸屏电阻的变化进行工作；电容式触摸屏则是利用人体的电流感应进行工作。2009 年这两种触控技术出货量占据 98% 市场份额。

图表 12：电容式触摸屏结构示意图



图表 13：电阻式触摸屏结构示意图



资料来源：百度，中投证券研究所

由于工作原理的关系，电阻式触摸屏不是非常耐久，而且透明性较差，非常依赖触控笔，使用不方便；而电容式触摸屏更加灵敏，不依赖触控笔，并且不会有屏幕漂移定位不准的问题，显示亮度高，效果好，特别是容易实现多点触控，这也满足了现在高性能触摸屏的使用要求。电容式触摸屏主要应用领域包括智能手机、平板电脑等领域。

目前热销的 iPhone、iPad 都是采用电容式触摸屏。

图表 14：电容式触摸屏和电阻式触摸屏性能比较

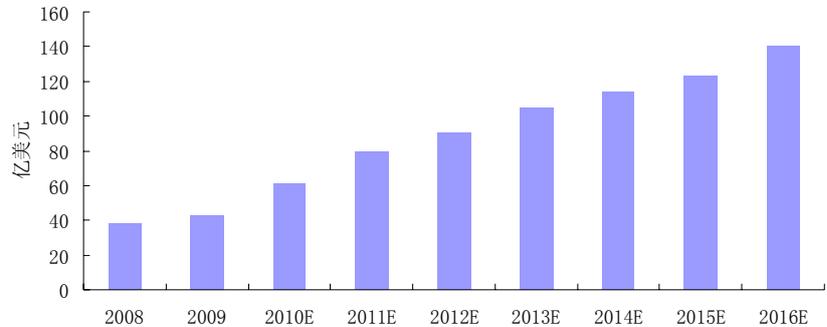
	电阻式	电容式
价格	低	高
寿命	3 年	3 年
稳定性	一般	好
透明度	一般	好
触摸物	触控笔	手指
抗干扰性	好	差
响应速度	<10ms	<15ms
污物影响	有	较小
漂移	有	较大

防水性 好 好

资料来源：手机中国，中投证券研究所

根据 DisplaySearch 分析，2009 年全球触控面板产值达 43 亿美元，估计 2016 年将达到 140 亿美元，年复合成长率约为 18%。

图表 15：2008~2016 全球触控面板产值及预测



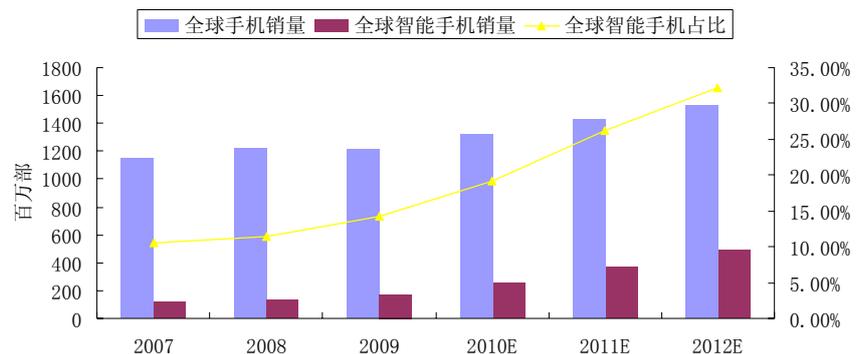
资料来源：Display Search，中投证券研究所

2.2、触摸屏智能手机：跟随 iPhone 的成长脚步

随着全球 3G 网络的进一步完善，人们对手机性能的要求越来越高，尤其是 iPhone 的迅速推广更是使得智能手机得到越来越多的关注。2009 年全球智能手机销量为 1.72 亿部，市场占有率约为 14%，据 Gartner 分析，2012 年全球智能手机销量将达到约 5 亿部，市场占有率将达到约 32%，未来几年年均增长率超过 40%。

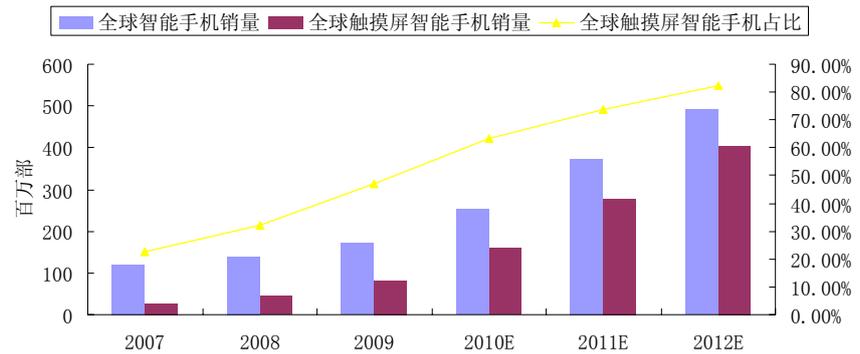
与此同时，触摸屏智能手机占智能手机比重也将越来越大。2009 年全球触摸屏智能手机销量约为 8100 万部，占智能手机比重为 47%，据 Gartner 预计 2012 年触摸屏智能手机销量将达到约 4 亿部，占智能手机比重约为 82%。

图表 16：2007~2012 年全球手机和智能手机销量增长与预测



资料来源：Gartner，中投证券研究所

图表 17：2007~2012 年全球触摸屏智能手机销量增长与预测



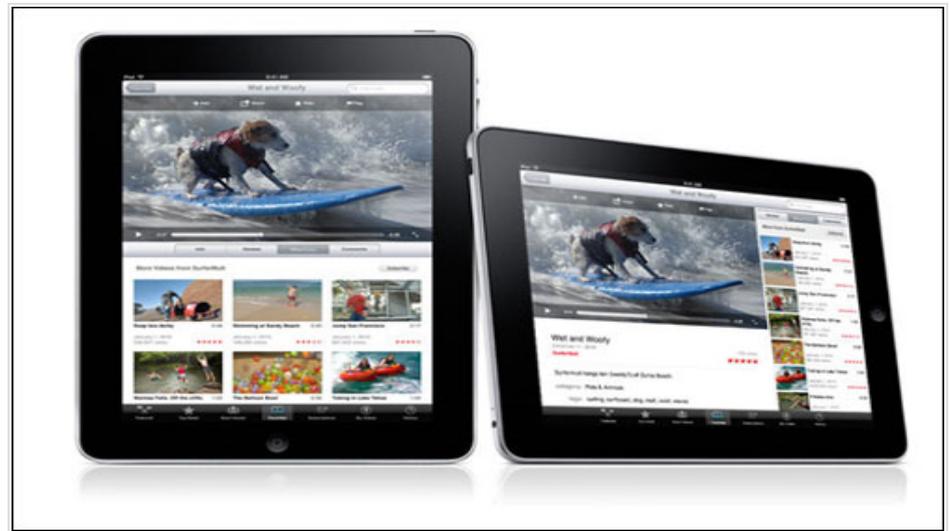
资料来源：Gartner，中投证券研究所

2.3、平板电脑：iPad 惊艳登场

平板电脑是下一代移动商务 PC 的代表，它无须翻盖、无须键盘、尺寸小、便于随身携带，相比笔记本电脑，其移动性和便携性更加优秀，更能满足移动商务的需求。而 iPad 的推出，引爆了平板电脑市场，众多厂商都聚焦平板电脑。

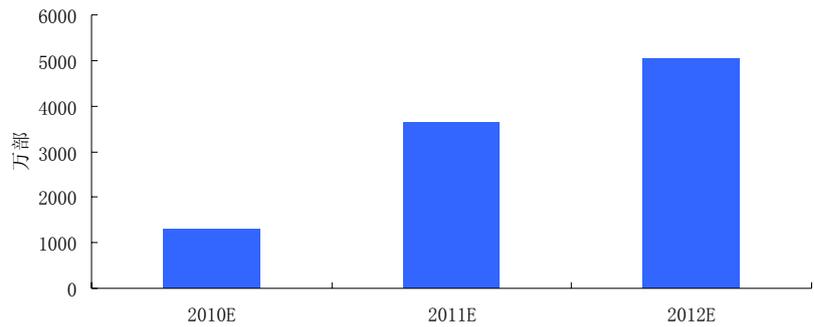
自 2010 年 4 月 3 号 iPad 推出以来，仅 28 天销量就突破百万，第二季度 iPad 销售量更是达到 327 万部，据 iSuppli 预测，今年 iPad 销售量将达到 1290 万部，2011 年将达到 3650 万部，而 2012 年将达到 5040 万部，年均增长率超过 100%。

图表 18：iPad 实物图



资料来源：百度，中投证券研究所

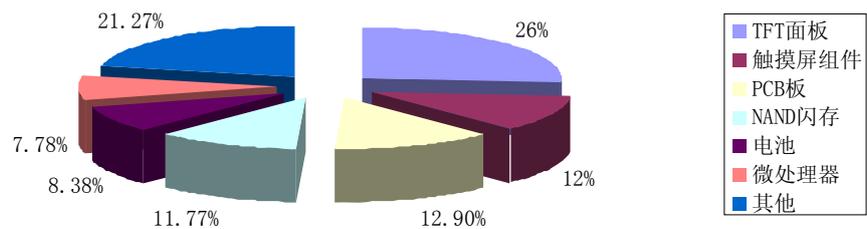
图表 19：2010~2012 年全球 iPad 销量预测



资料来源：iSuppli，中投证券研究所

根据 iSuppli 对 iPad 的拆机分析，iPad 材料成本约为 250.6 美元，其中 TFT-LCD 显示器价格为 65 美元，占比最高，约为 26%；其次触摸屏组件，价格为 30 美元，占比约为 12%；NAND 闪存和电池分别占比 11.77%和 8.38%。

图表 20：iPad 成本构成



资料来源：iSuppli，中投证券研究所

2.4、公司触摸屏材料业务：站在 apple 的肩膀上，与 apple 一起起舞

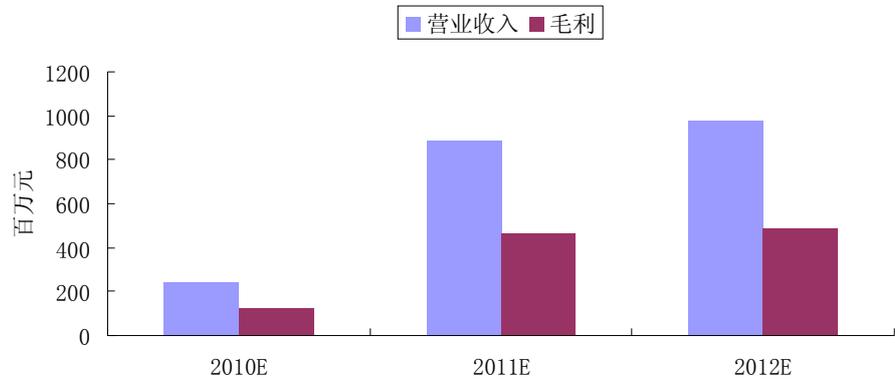
目前公司主要生产小尺寸电容式触摸屏材料，竞争对手主要为台湾厂商，国内基本无竞争对手。公司产品良品率已达到 95%。一季度公司触摸屏平均产量约为 2.5 万片/月，产能利用率约为 60%-70%；现产量已达到 4 万片/月，基本满产。

随着下游对电容式触摸屏需求的爆发式增长，公司目前的产能已不能满足需求，公司正在积极扩张产能，生产线上关键设备如镀膜机、光刻机以及配套设备等已基本到厂。据公司介绍 2011 年 1 月份新增产能可以正式投产，加上占用彩色滤光片产能，预计 2011 年公司触摸屏材料年产能将达到 150 万片。

公司在扩产小尺寸触摸屏的同时，于 7 月初发布公告计划投入 1.6 亿元建设中大尺寸电容式触摸屏项目（其中 6000 万为公司已有设备折算），设计年产能 400 万片（以 10 英寸计），预计达产时间为 2011 年 4 季度。

随着公司小尺寸触摸屏材料产能的扩张和中大尺寸触摸屏材料生产线的筹建，未来几年将是公司触摸屏材料业务的收获期，我们预计公司触摸屏材料业务 2010 年将实现销售收入约 2.4 亿元，2011 年将实现销售收入约 8.85 亿；2012 年将实现销售收入约 9.8 亿。

图表 21：2010~2012 年公司触摸屏业务营业收入和毛利预测



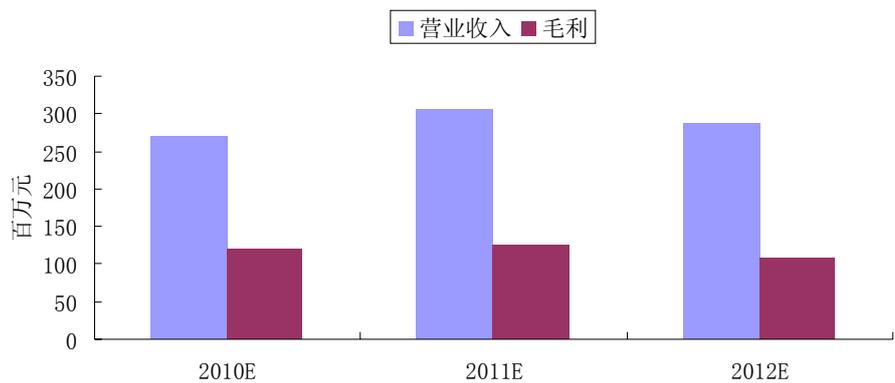
资料来源：中投证券研究所

三、TFT 空盒：未来增长有限

公司 2008 年 9 月份启动 TFT 空盒业务，2010 年一季度末产能达到 3 万对/月，目前基本满产，良品率大于 93%，TFT 空盒订单周期约为 30 天，预计今年该业务可以实现 2.7 亿元左右的收入。

该业务公司主要竞争对手为信利国际、上天马和京东方，其中莱宝高科为 2.5 代线（400mm*500mm）；上天马生产线为 5 代线；京东方生产线为 4.5 代线（720mm*930mm），产能为莱宝高科的 3 倍。2010 年 TFT 空盒业务是公司盈利增长重要来源，但该业务面对激烈的价格竞争，毛利率也低于公司其他业务产品，公司未来预计不会加大该领域的投入。

图表 22：2010~2012 年公司 TFT 空盒业务营业收入和毛利预测

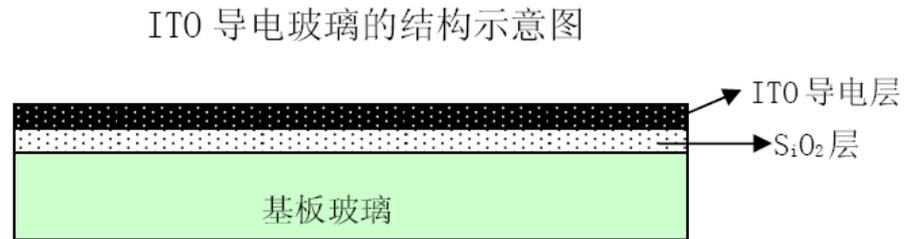


资料来源：中投证券研究所

四、ITO 导电玻璃：未来将维持稳定增长

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（基板材料包括钠钙玻璃、硼硅玻璃、PET 塑料等）上用作导电的电极。一般按应用可分为 TN、STN 和 CSTN ITO 导电玻璃。

图表 23：ITO 导电玻璃结构示意图



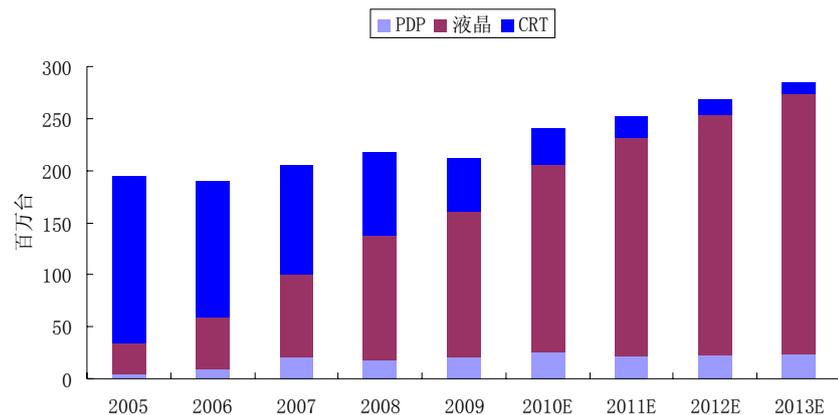
资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

ITO 导电玻璃是生产液晶显示（LCD）面板的关键原材料之一，并且还广泛应用于 3D 电视、OLED、PDP、触摸屏等各类显示器件。ITO 导电玻璃具有较长的产品寿命，并不会因为平板显示技术的不断更新和升级而淘汰，反而下游应用范围的扩大，使得 ITO 导电玻璃有着更多的市场空间。

4.1、LCD 显示行业快速发展

随着液晶电视价格的大幅度下滑，其中 2009 年同比下滑 24%，CRT 电视已经日薄西山，逐渐边缘化，据 Display 统计，2010 年第一季度全球液晶电视出货量超过 4000 万台，同比增长 50%，而 CRT 电视同比下降 22%。

图表 24：2005~2013 全球不同技术电视出货量增长与预测

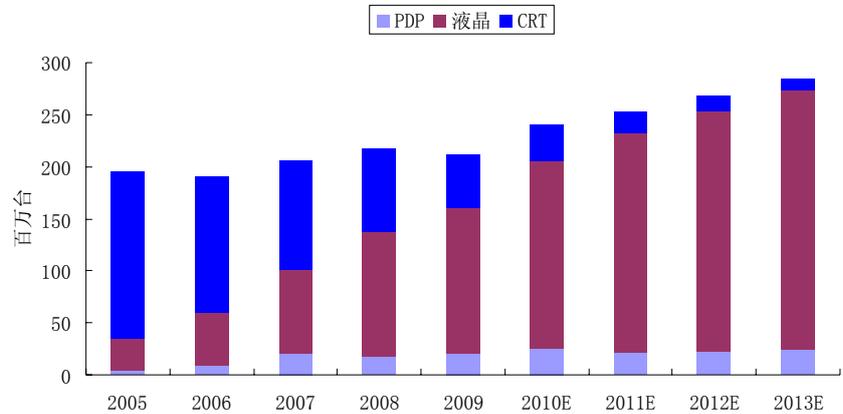


资料来源：Display search，中投证券研究所

4.2、3D 电视：市场源自《阿凡达》

《阿凡达》的热映唤起了人们对 3D 电视的热情，众多厂商如索尼等也宣布进军 3D 电视产业，据 DisplaySearch 分析，2010 年全球 3D 电视出货量约为 250 万台，而到 2013 年全球 3D 电视出货量将达到 2700 万台。

图表 25：2010~2013 年 3D 电视出货量预测

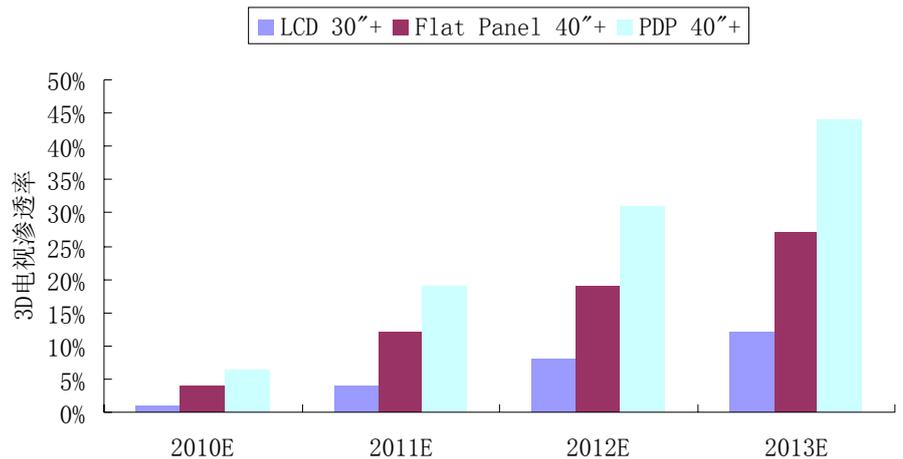


资料来源：Display search，中投证券研究所

3D 电视推广初期将以大尺寸为主，同时需要结合如蓝光 DVD 和 3D 数字广播系统，据 Display search 分析，今年 3D 电视出货将以北美市场为主，占全球出货量比重超过 50%，

目前 3D 电视相比其他显示方式，成本仍然较高，但随着未来技术的进一步发展以及逐渐的规模化生产，3D 电视成本将逐渐降低，也将逐渐走进千家万户。

图表 26：2010~2013 年不同显示技术的 3D 电视渗透率预测



资料来源：Display search，中投证券研究所

4.3、公司 ITO 导电玻璃业务：步入稳定增长期

ITO 导电玻璃有很多种生产技术，真空溅射技术的工艺控制好、技术成熟、可靠性高，并可在大面积的玻璃基板上均匀成膜，因此，该工艺在玻璃上的镀膜应用最为广泛，国际上工业化生产 ITO 导电玻璃大多采用此工艺。公司 ITO 导电玻璃也采用真空溅射技术生产，由于公司具有十多年的真空溅射镀膜经验，因此公司技术水平一直保持国际先进、国内领先的优势地位。

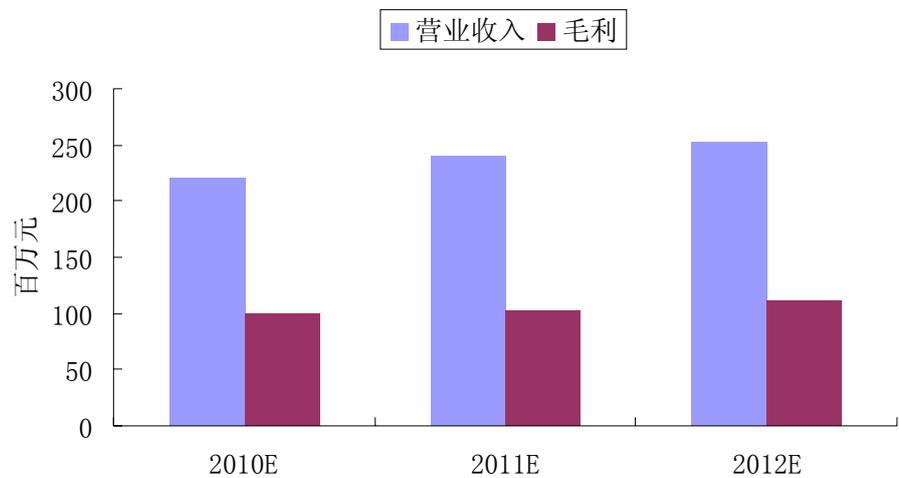
图表 27：中国大陆 ITO 导电玻璃主要生产厂商比较

厂家	技术来源	年产能 (14**14")/片
南玻科技	日本真空、德国 BPS、美国 AFC	1200 万
莱宝高科	德国 LEYBOLD	1000 万
蚌埠华益	NA	1500 万
洛阳玻璃	自有	900 万
深圳豪威	自有	425 万
深圳南亚	自有	300 万

资料来源：FPDisplay，中投证券研究所

公司 ITO 导电玻璃业务已经步入稳定增长期，我们认为未来几年随着下游 LCD 电视和 3D 电视市场规模的逐渐扩大，ITO 导电玻璃仍将保持旺盛需求，公司 ITO 业务年均增长率将保持约 7%。

图表 28：2010~2013 年公司 ITO 导电玻璃业务营业收入和毛利预测

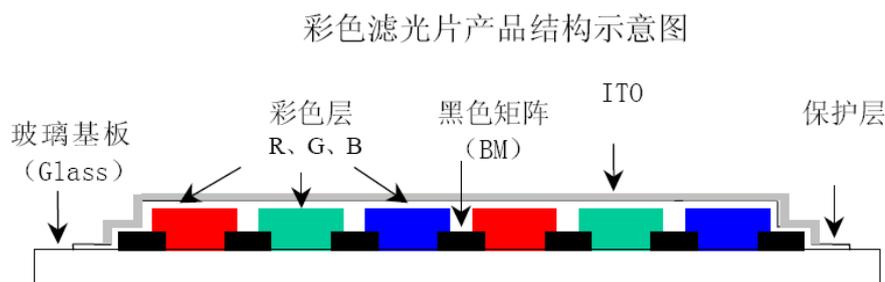


资料来源：中投证券研究所

五、彩色滤光片：过半产能将转移给触摸屏材料业务

彩色滤光片是生产液晶显示面板的关键原材料之一，约占彩色 LCD 面板材料成本的 25%。彩色滤光片与 LCD 面板为一对一对应关系，即大尺寸彩色滤光片用于生产大尺寸 LCD 面板，小尺寸彩色滤光片用于生产小尺寸 LCD 面板。彩色滤光片是由红、绿、蓝三种颜色组成的滤色膜，有规律地制作在一块玻璃基板上，利用滤光的原理，产生红 (R)、绿 (G)、蓝 (B) 三种颜色，根据驱动 IC 控制电压的不同，三种颜色依不同种类混合产生各式各样的色彩，其结构示意图如下所示：

图表 29：彩色滤光片产品结构示意图



资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

彩色滤光片的最初生产技术为染色法，后来又发展了电沉积法、印刷法、颜料分散法等生产技术，其中采用颜料分散法制作的 CF 具有高精度及较佳的耐光性与耐热性，已成为国际上制作彩色滤光片的主流方法，公司彩色滤光片生产技术即为颜料分散法。

图表 30：彩色滤光片不同生产技术比较

	颜料分散法	染色法	印刷法	电沉积法
着色材料	颜料	染料	颜料	颜料
膜厚/ μm	0.8~2.0	1.0~2.5	2.0~3.5	1.5~2.5
尺寸精度/ μm	7	7	15	12
像素自由度	较好	较好	差	差
解像性	较好	较好	差	较好
分光特性	较好	好	较好	较好
表面平坦性	较好	较好	差	好
耐热性/度	250	180	250	250
耐光性	较好	差	较好	较好
耐化学药品性	较好	差	较好	较好
成本	高	高	低	高
优点	耐热、耐光	精细	耐热、耐光	平整、耐热、耐光
缺点	成本高	耐性差	精度差	不适合规模生产

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

彩色滤光片专业生产厂商主要有日本 Andes、日本微技研、日本光村、台湾胜华和公司。其中日本 Andes 产量居全球第一，公司产量占世界全三和国内第一。

公司是国内最早实现 CF 规模化生产的企业，国内 CF 生产厂商主要有深圳南玻伟光和比亚迪，其中比亚迪所产 CF 主要为其自身 LCD 面板生产配套。所以公司主要竞争对手为南玻伟光。

图表 31：中国大陆彩色滤光片生产厂商比较

厂商名称	玻璃基板尺寸	代数	尺寸类别	月产能	技术来源
莱宝高科	400*500	2.5	小尺寸	9 万片	日本 MICRO
南玻伟光	400*500	2.5		4 万片	日本 ANDES
比亚迪	370*470	2.5		2 万片	日本 ABLE
金果实业	400*500	2.5		6 万片	日本 ABLE

上广电富士	1100*1300	5	大尺寸	7万片	日本富士
康达应彩	1100*1300	5		8.5万片	台湾和鑫

资料来源：公司招股说明书，中投证券研究所

公司掌握 CF 关键技术如下所示：

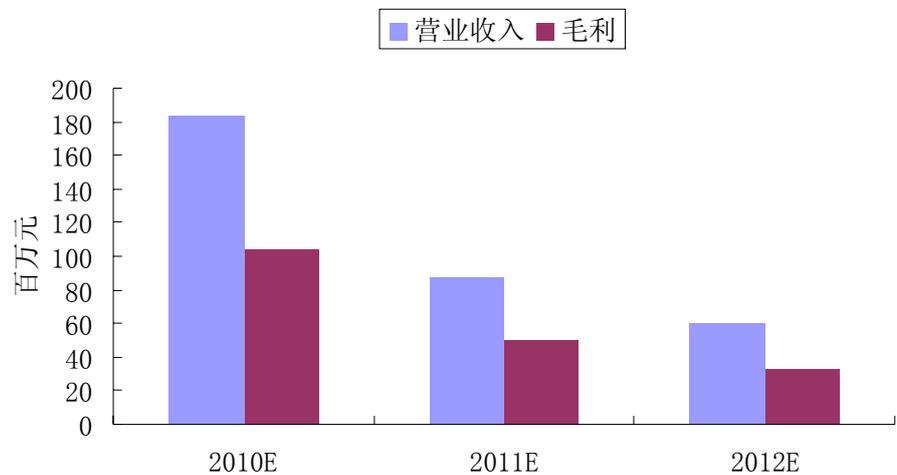
超薄玻璃切割磨边技术： 0.55mm 厚度玻璃切割磨边批量生产，合格率达到 99%，最薄玻璃厚度可达 0.3mm；

玻璃抛光技术： 抛光玻璃的合格率达到 99.5%以上；

低电阻高档 ITO 产品镀膜技术等。

公司共有 5~6 条 CF 生产线，约有 50%产能将转移给触摸屏材料业务，未来不是公司重点发展业务。

图表 32：2010~2012 年公司彩色滤光片业务营业收入和毛利预测



资料来源：中投证券研究所

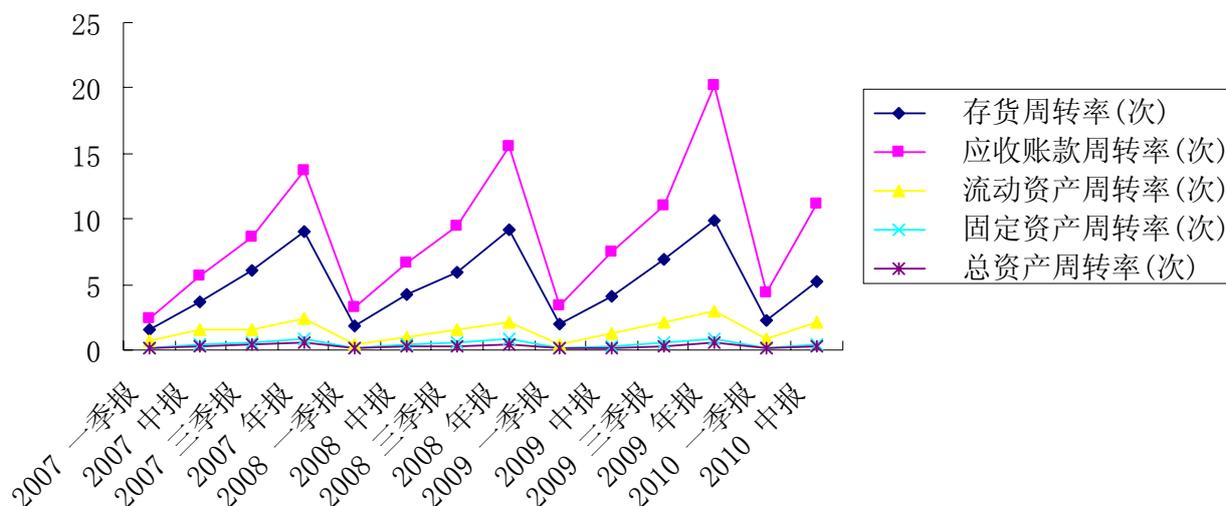
六、财务分析

6.1、营运能力分析

公司存货、应收账款和流动资产等资产营运水平有着明显的周期性特点，一般每年一季度其周转率较低，后几个季度则逐渐提高。

虽然有着明显的周期性特点，但公司各项资产周转率总体水平较高，显示了公司较强的营运能力和管理能力。

图表 33：公司营运能力分析



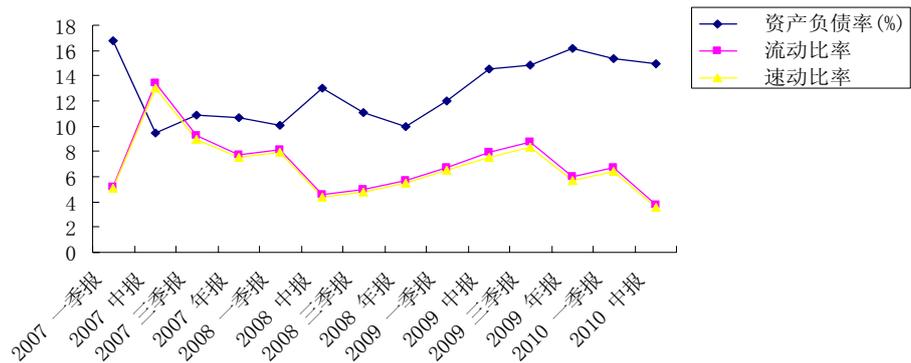
资料来源：Wind 资讯，中投证券研究所

6.2、偿债能力分析

公司资产负债率一直维持在较低水平，2009 年以来，公司各季度资产负债率水平维持在 15%左右。

2007 年以来公司流动比率和速动比率也一直维持在较高水平，近几个季度呈现下滑趋势，主要由于公司触摸屏业务扩产和新兴项目投入研发导致短时间内投入有所增加。

图表 34：公司偿债能力分析

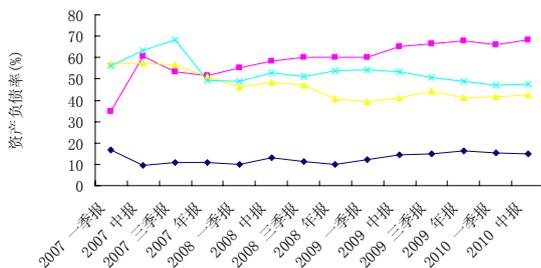


资料来源：Wind 资讯，中投证券研究所

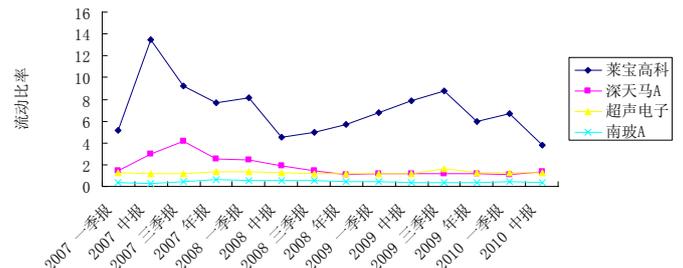
同比上市公司偿债能力比较

公司资产负债率和流动比率等各项指标都远远优于同比上市公司如深天马 A、超声电子和南玻 A 等，显示了公司优秀的管理能力和非常健康的财务状况。

图表 35：同比上市公司资产负债率比较



图表 36：同比上市公司流动比率比较



资料来源：Wind 资讯，中投证券研究所

七、盈利预测

图表 37：2010 年~2012 年公司盈利预测

(百万)	2010E	2011E	2012E
营业收入			
小尺寸触摸屏材料	240	885	880
中大尺寸触摸屏材料	0	0	100
ITO 导电玻璃	220	240	252
彩色滤光片	184	88	60
TFT 空盒	270	306	288
合计	914	1519	1580
毛利			
小尺寸触摸屏材料	126.4	465	432
中大尺寸触摸屏材料	0	0	60
ITO 导电玻璃	99	102	112

彩色滤光片	104	50	33
TFT 空盒	120	126	108
合计	449.4	734	745
毛利率			
小尺寸触摸屏材料	52.67%	52.54%	49.09%
中大尺寸触摸屏材料			60.00%
ITO 导电玻璃	45.00%	42.50%	44.44%
彩色滤光片	56.52%	56.82%	55.00%
TFT 空盒	44.44%	41.18%	37.50%
合计	49.17%	48.91%	47.15%

资料来源：中投证券研究所

八、投资建议：推荐

根据上述对莱宝高科的分析，我们预测公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.75、1.23、1.26 元。公司电容式触摸屏业务受益于 apple 公司代表产品 iphone 和 ipad 的热销，未来前景光明，公司必将站在 apple 的肩膀，与 apple 一起起舞。我们给予公司推荐的投资评级，以 2011 年 30 倍 PE 计算，未来 6-12 月的目标价格为 36.9 元。

九、风险提示

公司主要风险来自于宏观经济下行，导致的下游需求降低。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1073	1364	1895	2575	营业收入	636	914	1519	1580
现金	766	1035	1348	2007	营业成本	362	465	776	835
应收账款	157	229	380	395	营业税金及附加	0	1	2	2
其它应收款	0	0	0	0	营业费用	9	14	23	24
预付账款	2	0	0	0	管理费用	48	73	122	126
存货	56	0	0	0	财务费用	-3	-23	-36	-57
其他	90	101	167	174	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	1007	940	989	878	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	732	704	714	658	营业利润	220	385	633	650
无形资产	158	158	158	158	营业外收入	4	0	0	0
其他	117	78	117	62	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2079	2305	2884	3453	利润总额	224	385	633	650
流动负债	178	163	200	217	所得税	43	58	95	97
短期借款	34	0	0	0	净利润	180	327	538	552
应付账款	79	93	155	167	少数股东损益	4	7	11	11
其他	65	70	45	50	归属母公司净利润	177	320	528	541
非流动负债	158	137	141	141	EBITDA	299	453	699	705
长期借款	137	137	137	137	EPS (元)	0.54	0.75	1.23	1.26
其他	20	0	4	4					
负债合计	336	300	341	358	主要财务比率				
少数股东权益	56	63	73	84	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	330	429	429	429	成长能力				
资本公积	797	698	698	698	营业收入	18.1%	43.7%	66.2%	4.0%
留存收益	560	814	1342	1883	营业利润	-14.6%	74.8%	64.7%	2.6%
归属母公司股东权益	1687	1942	2469	3011	归属于母公司净利润	-17.0%	81.4%	64.7%	2.6%
负债和股东权益	2079	2305	2884	3453	获利能力				
					毛利率	43.1%	49.2%	48.9%	47.2%
					净利率	27.8%	35.1%	34.7%	34.3%
					ROE	10.5%	16.5%	21.4%	18.0%
					ROIC	15.6%	28.1%	38.1%	41.2%
					偿债能力				
					资产负债率	16.2%	13.0%	11.8%	10.4%
					净负债比率	59.16	45.70%	40.26	38.31%
					流动比率	6.01	8.36	9.46	11.84
					速动比率	5.70	8.36	9.46	11.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.42	0.59	0.50
					应收账款周转率	4	5	5	4
					应付账款周转率	5.60	5.41	6.26	5.18
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.75	1.23	1.26
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.89	1.02	1.40
					每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.53	5.76	7.02
					估值比率				
					P/E	72.88	40.17	24.39	23.78
					P/B	7.63	6.63	5.21	4.28
					EV/EBITDA	41	27	18	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

王国勋, 中投证券研究所电子行业分析师, 复旦大学微电子系学士, 复旦大学微电子系硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年电子行业相关经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434