

2010年10月28日

莱宝高科

小尺寸触摸器件的王者

买入
A 002106.SZ - 人民币 42.78
 目标价格: 人民币 48.66 (▲33.84)

公司1-3季度实现净利润2.7亿元, 同比上涨154.2%。我们认为公司业绩大幅爆发主要受益于下游触摸屏手机销量猛增导致的营业收入大幅上涨和产品结构的顺利转型。我们认为公司将持续受益触摸屏手机尤其是iPhone的热销, 并且在未来受益平板电脑热销、国家产业政策的明确及公司自身具有前瞻性的技术储备。上调目标价至48.66元, 维持买入评级。

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

季报要点

- 公司1-3季度实现归属母公司净利润2.7亿元, 同比上涨154.2%; 公司前三季度实现营业收入8.0亿元, 同比上升86.7%; 毛利率从去年的39.5%提高到53.4%; 营业收入和毛利率的大幅增长主要是得益于触摸屏产品销售激增及其在产品中占比大幅提高。
- 我们认为莱宝高科是 iPhone4 热销驱动的触摸屏需求放量的直接受益者; 并预计在未来两年中公司作为苹果供应链中的成熟供应商持续受益。
- iPad 热销将成为未来公司中尺寸触摸屏放量驱动因素; 我们认为参照目前 iPad 和平板电脑的火爆销售及未来增长, 莱宝的 10.4 寸触摸产品极有可能提前进入批量生产, 成为明年业绩成长的另一个动力。
- 我们认为公司作为国内显示器件的龙头公司, 将受益“十二五”产业规划方向的确立和整个产业的快速发展。
- 目前公司估值水平 (2011 年市盈率 36 倍) 仍然不高, 低于可比公司平均水平 (2011 年 40 倍), 我们认为市场理应给予公司更高的估值。

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(%)	128	20	51	234
相对新华富时	141	3	36	243
A50 指数 (%)				

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)	13,952
3个月日均交易额(人民币 百万)	243
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

估值

- 我们上调公司2010-12年每股收益预测分别至0.93元、1.19元和1.49元, 基于41倍市盈率, 将公司目标价由33.84元上调至48.66元, 维持买入评级。

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	1,171	1,457	1,745
变动(%)	-	18	84	24	20
净利润(人民币 百万)	213	177	399	509	638
全面摊薄每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.187	1.488
变动(%)	-	(17.0)	73.7	27.6	25.4
市场预期每股收益	-	-	0.8248	1.184	1.4923
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.790	1.025	1.472
调整幅度(%)	-	-	17.7	15.7	1.1
全面摊薄市盈率(倍)	66.3	79.9	46.0	36.0	28.8
每股现金流量(人民币)	0.89	0.66	1.02	1.44	1.78
价格/每股现金流量(倍)	47.9	65.0	42.1	29.7	24.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.5	45.4	27.8	21.6	17.0
每股股息(人民币)	0.403	0.409	0.308	0.400	0.400
股息率(%)	0.9	1.0	0.7	0.9	0.9

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 <GO>, thomsonreuters.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

公司 3 季度业绩亮丽

公司 1-3 季度实现净利润 2.7 亿元，同比增长 154.2%，主要得益于公司营业收入和毛利率受触摸屏产品热销推动而大幅增长。我们认为公司在触摸屏方面的进展远远超市场预期，公司已经确立了在苹果供应链上的稳固位置。

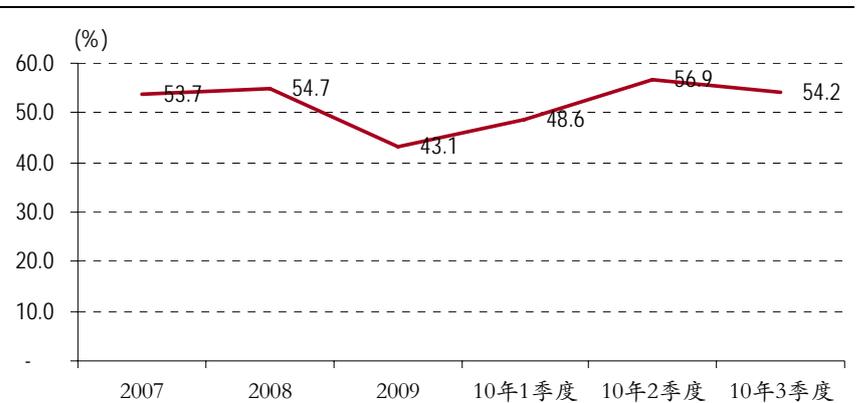
图表 2.1-3 季度业绩指标

(人民币, 百万)	2009 年 1-3 季度	2010 年 1-3 季度	同比 (%)
营业收入	427.8	798.8	86.7
毛利	168.8	426.8	152.9
销售费用	6.2	10.2	64.3
管理费用	27.8	55.9	100.8
财务费用	1.3	9.2	612.6
每股收益	0.25	0.63	154.3
毛利率 (%)	39.5	53.4	1,397.8
销售费用率 (%)	1.4	1.3	(17.4)
管理费用率 (%)	6.5	7.0	49.0
财务费用率 (%)	0.3	1.2	85.0

资料来源：公司数据

我们认为，触摸屏产品超预期增长带动了公司整体毛利率的大幅上升。我们观察进入到 2010 年公司的整体毛利率水准伴随着触摸屏产品放量稳步提升。公司专注于大部分供应苹果这样的优质客户和触摸屏产品相对高端，保证了公司整体毛利率的提升。

图表 3. 公司毛利率变化



资料来源：公司数据

触摸屏产品热销将持续，莱宝高科直接受益

我们认为受 iPhone 热销的影响，小尺寸玻璃电容屏的需求大幅攀升。iPhone4 于 6 月底全面上市，把 iPhone 的销售推上了一个新台阶。苹果公司数据显示，2010 年 1-3 季度 iPhone 销量达到了 3,125 万部，对比去年全年的 2,511 万部已经超出 24.5%；在国内，iPhone4 于 9 月 25 日上市，持续火爆。iPhone4 在国内国外一直保持着供不应求的状况，我们认为在 iPhone4 热销的推动下，国内的元器件供应商产能也受到了极大考验。莱宝作为国内触摸屏产品在苹果供应链上最成熟的供应商，必然持续受益。

图表 4. Iphone 出货量



资料来源: Apple

Ipad 自上市以来，一直占据着平板电脑的大部分的份额。DisplaySearch 的研究报告认为，明年平板电脑同比增速将实现 41% 的增长，达到 6,910 万部，我们认为 Ipad 和平板电脑的热销将持续推动对小尺寸电容屏的需求。在这种情况下，莱宝的 10.4 寸屏产线极有可能为了满足下游需求提早进入规模生产。

图表 5. 平板电脑及 Ipad 出货情况预测

(百万部)	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	环比 (%)	2010	2011	同比 (%)
10.4 寸以下电脑 (不包括 iPad)	8.7	11.2	29	36.0	44.3	23
10.4 寸以下电脑 (包括 iPad)	12.9	16.2	25	49.2	69.1	41

资料来源: DisplaySearch

战略性技术储备为未来带来更大想象空间

我们认为持续的技术创新是推动公司成长的原动力。公司立足于触摸屏产品的生产，在战略上已经有了更长远的布局。公司已经有了 OLED 显示材料的技术储备；在彩色电子书及柔性显示器件上也有了技术储备。相信在未来两至三年后，OLED 技术广泛应用的情况下，公司将借力先发优势，持续保持高成长。

据我们了解，台湾工业技术研究院已经授权友达光电 (2409.TW/新台币 30.75, 未有评级) 使用其开发的技术生产柔性面板，台湾业界预测最快今年年内就会有相应产品上市。与传统的显示器件相比，柔性显示具有轻薄、不易损坏的特性，很适合移动设备如电子书、移动多媒体等的使用。

OLED 在显示方面对比传统显示器件主要优点在于：主发光、视角范围大、高亮度、色彩丰富、分辨率高及响应速度快。也正由于上述原因，OLED 显示也一向被认为是理想的下一代显示器件。

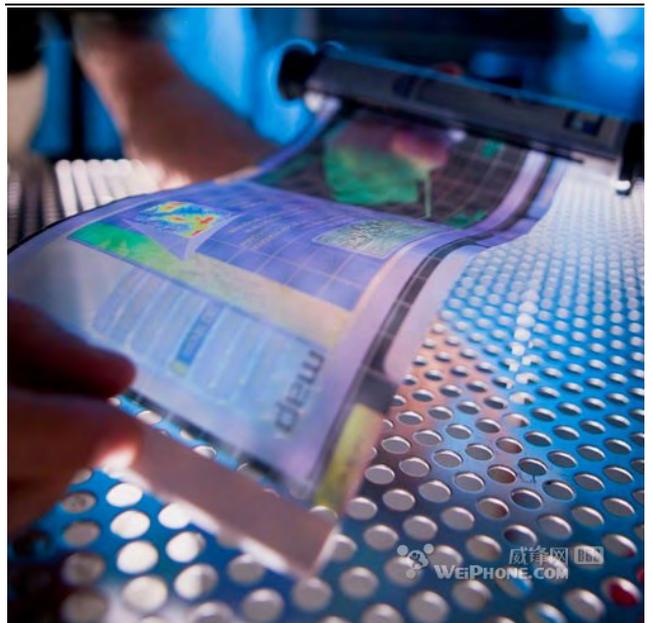
我们认为公司良好的战略前瞻性和技术储备，使公司成为 A 股显示器件板块中少有的优质标的。

图表 6.索尼的 OLED 柔性显示器



资料来源：索尼

图表 7.惠普的柔性显示材料



资料来源：威锋网

极可能进一步受益于国家“十二五”支持新型显示器件产业的政策

国务院 2010 年 32 号文《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》明确了新型显示器件作为“十二五”期间信息产业扶持的重点地位，并且指出国家在“十二五”期间将在财政和税收双方面对信息产业进行扶持；大力培育产业集群，促进优势区域率先发展。

工信部副部长奚国华在第七届信息产业论坛上也明确表态，将支持整机和新型平板显示器件企业享受高新技术企业的税收优惠政策。

公司已经有了 OLED、柔性显示、彩色电子纸等丰富的技术储备，占领了行业技术的高点，完全符合国家政策定义的新型显示器件生产，我们认为作为国内为数不多有自主研发和创新能力的显示器件公司，将进一步受益于国家产业政策的指导和整体行业在国家发展中的战略地位提升。

盈利预测调整及估值

我们观察 A 股电子元器件板块上市公司估值情况，2010 年平均市盈率应在 62 倍，而 2011 年平均市盈率在 38 倍；同时我们发现在 A 股中具有触摸屏概念的几家上市公司 2010 年平均市盈率在 53 倍，2011 年市盈率在 40 倍。莱宝估值仍然低于整个电子元器件板块和触摸屏类概念股的平均市盈率，我们认为作为国内触摸类器件的龙头企业，莱宝理应被市场给予更高的估值。

图表 8. 具有触摸屏概念的 A 股上市公司估值情况

	代码	价格 (人民币)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
莱宝高科	002106.SZ	42.78	0.93	1.19	1.49	46.0	36.0	28.8
长信科技	300088.SZ	39.00	0.73	0.88	1.15	53.8	44.5	33.9
超声电子	000823.SZ	14.77	0.35	0.43	0.53	42.5	34.3	27.7
欧菲光	002456.SZ	59.49	0.85	1.28	1.70	69.8	46.4	34.9
华东科技	000727.SZ	9.09	0.13	0.27	n.a	68.7	34.0	n.a
平均						53.0	40.3	31.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

基于公司触摸屏产业强劲增长、未来需求的光明前景及国家产业政策，我们对公司盈利预测做出调整。我们公司 2010-12 年营业收入分别上调至 11.7 亿元、14.6 亿元和 17.5 亿元，同时我们把 2010-12 年公司整体毛利率分别上调至 54.1%、55.1% 和 57.2% 来反映由于触摸屏在主营业务中占比迅速上升而带来的毛利率提升。

我们预测公司 2010-12 年每股收益分别为 0.93 元、1.19 元和 1.49 元，基于 41 倍 2011 年市盈率，上调公司目标价至 48.66 元，维持买入评级。

图表 9. 盈利预测调整

	2010 年(旧)	2010 年(新)	2011 年(旧)	2011(新)	2012(旧)	2012(新)
营业收入	1,011.5	1,170.8	1,301.5	1,457.5	1,706.7	1,745.1
毛利	522.9	634.0	617.7	802.9	749.4	997.7
销售费用	12.9	16.4	16.9	18.9	22.2	22.7
管理费用	73.8	83.1	96.3	103.5	119.5	122.2
财务费用	6.3	15.2	(2.6)	14.6	(8.5)	17.5
每股收益	0.79	0.93	1.03	1.19	1.47	1.49
毛利率(%)	51.7	54.1	47.5	55.1	43.9	57.2
销售费用率(%)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
管理费用率(%)	7.3	7.1	7.4	7.1	7.0	7.0
财务费用率(%)	0.6	1.3	(0.2)	1.0	(0.5)	1.0

资料来源：中银国际研究预测

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	1,171	1,457	1,745
销售成本	(244)	(362)	(537)	(655)	(747)
经营费用	(55)	(58)	(102)	(126)	(150)
经营利润(息税前利润)	295	299	642	821	1,018
折旧及摊销	(55)	(82)	(110)	(145)	(170)
息税折旧前利润	240	217	532	676	848
净利息收入(费用)	18	3	(15)	(15)	(17)
其他收益/(损失)	4	4	3	4	4
税前利润	262	224	520	666	835
所得税	(47)	(43)	(113)	(146)	(184)
少数股东权益	(2)	(4)	(8)	(10)	(13)
净利润	213	177	399	509	638
核心净利润	213	177	399	509	638
每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.187	1.488
核心每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.187	1.488
每股股息(人民币)	0.403	0.409	0.308	0.400	0.400
收入增长(%)	n.a.	18	84	24	20
息税前利润增长(%)	n.a.	(9)	145	27	25
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	1	115	28	24
每股收益增长(%)	n.a.	(17)	74	28	25
核心每股收益增长(%)	n.a.	(17)	74	28	25

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	669	781	1,170
应收帐款	124	157	289	360	431
库存	38	56	39	32	28
其他流动资产	57	92	92	92	92
流动资产总计	1,019	1,073	1,089	1,265	1,722
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	2,336	2,687	3,173
应付帐款	52	82	120	146	166
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	202	228	245
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	1,525	1,862	2,329
股东权益	1,597	1,687	1,954	2,291	2,758
少数股东权益	52	56	59	62	65
总负债及权益	1,831	2,079	2,336	2,687	3,173
每股帐面价值(人民币)	4.84	5.11	4.56	5.34	6.43
每股有形资产(人民币)	4.31	4.64	4.21	5.01	6.12
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.23)	(1.80)	(1.28)	(1.58)	(2.49)

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	520	666	835
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)	(76)	(38)	(47)
税金	0	(1)	0	0	0
其他经营现金流	(43)	(38)	(118)	(154)	(194)
经营活动产生的现金流	295	217	436	618	764
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)	(172)	(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)	(187)	(175)
现金变动	(84)	(37)	(97)	112	389
期初现金	884	800	766	669	781
公司自由现金流	84	(3)	71	284	546
权益自由现金流	67	101	19	269	543

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	54.7	47.0	54.9	56.3	58.3
息税前利润率(%)	44.5	34.1	45.4	46.4	48.6
税前利润率(%)	48.6	35.1	44.4	45.7	47.8
净利率(%)	39.5	27.8	34.1	34.9	36.6
流动性					
流动比率(倍)	5.7	6.0	5.4	5.5	7.0
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	5.2	5.4	6.9
估值					
市盈率(倍)	66.3	79.9	46.0	36.0	28.8
核心业务市盈率(倍)	66.3	79.9	46.0	36.0	28.8
目标价对应核心业务	75.5	90.9	52.3	41.0	32.7
市盈率(倍)					
市净率(倍)	8.8	8.4	9.4	8.0	6.7
价格/现金流(倍)	47.9	65.0	42.1	29.7	24.0
企业价值/息税折旧前	45.5	45.4	27.8	21.6	17.0
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	56.9	47.7	32.4	19.7	14.5
应收帐款周转天数	84.0	90.2	69.6	81.3	82.8
应付帐款周转天数	35.5	46.9	31.5	33.3	32.6
回报率					
股息支付率(%)	62.5	76.3	33.1	33.7	26.9
净资产收益率(%)	13.3	10.5	21.9	24.0	25.3
资产收益率(%)	10.7	8.4	18.9	21.0	22.6
已运用资本收益率(%)	15.0	11.5	25.5	28.8	30.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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 2009 年 9 月 3 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，豁免披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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

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，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁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员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)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、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

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 2009 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