

2010年11月18日

莱宝高科

借 iPad 东风，扩产中大尺寸电容屏

A

买入

002106.SZ - 人民币 57.19

目标价格: 人民币 64.21 (↑48.66)

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(%)	205	83	86	295
相对新华富时	226	93	85	318
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)	18,651
3个月日均交易额(人民币 百万)	281
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

公司临时股东大会通过《建设中大尺寸电容式触摸屏产能扩充项目议案》，扩产项目建成后公司将拥有中大尺寸电容屏产能达800万片。我们看好公司对于中大尺寸电容屏产品的布局，并认为中大尺寸触摸屏的布局将为公司未来业绩高速增长提供可靠保障。我们上调公司目标价至64.21元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司临时股东大会正式通过中大尺寸电容式触摸屏扩产计划，项目设计产能400万片，将在11年4季度建成投产，计入先期建设的400万片产能，合计公司在2012年预计将拥有年800万片产能，主要供应4.3-10.4寸消费电子产品。
- 中大尺寸电容式触摸屏应用已经不止于平板电脑，更拓展到GPS、移动资讯终端等产品，我们认为随着应用范围的扩大，电容屏的市场容量也随之不断扩大。
- 主流电脑和手机厂商，都推出或者计划推出平板电脑，明年和后年有可能是平板电脑爆发的时期，为公司产品的终端需求提供保障。

评级面临的主要风险

- 进入电容屏产品生产的厂商增多，竞争有可能使产品价格快速下降。
- 电容屏的应用方向是消费电子，存在一定的周期性，技术的升级有可能影响未来需求。

估值

- 我们预测2010-12年每股收益分别为0.93、1.49和2.05元，基于43倍2011年市盈率，目标价由48.66元上调至64.21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	1,736	2,138
变动(%)	-	18	84	48	23
净利润(人民币 百万)	213	177	399	640	878
全面摊薄每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.493	2.046
变动(%)	-	(17.0)	73.7	60.6	37.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.9235	1.3882	1.8063
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.930	1.187	1.488
调整幅度(%)	-	-	0.0	25.8	37.5
核心每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.493	2.046
变动(%)	-	(17.0)	73.7	60.6	37.0
全面摊薄市盈率(倍)	88.7	106.8	61.5	38.3	27.9
核心市盈率(倍)	88.7	106.8	61.5	38.3	27.9
每股现金流量(人民币)	0.89	0.66	1.02	1.64	2.25
价格/每股现金流量(倍)	64.0	86.9	56.3	34.9	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	61.7	61.3	37.4	23.9	17.4
每股股息(人民币)	0.403	0.409	0.308	0.400	0.400
股息率(%)	0.7	0.7	0.5	0.7	0.7

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

大尺寸触摸屏扩产为未来业绩增色

莱宝高科于 11 月 17 日召开临时股东大会，审议通过了《建设中大尺寸电容式触摸屏产能扩充项目议案》。按照议案，公司将自筹资金 2.5 亿元建设中大尺寸电容屏产线，设计年产能为 400 万片，预计项目在 2011 年 4 季度建成投产。

我们认为公司扩产计划显示了公司对于中大尺寸电容屏需求和未来客户订单的信心。计入公司前期投资的中大尺寸电容屏项目，到本次扩产项目建成后，公司将拥有年产 800 万片中大尺寸电容屏产品的能力。

中大尺寸触摸屏的应用已经不止于平板电脑，而且开始应用在 GPS、移动资讯终端等，公司的产品主要定位 4.3-10.4 寸消费电子产品上，因此应用范围十分广泛。

图表 2. TOM-TOM 的 5 寸电容屏 GPS



资料来源：中关村在线

图表 3. Garmin 的 4.3 寸电容屏 GP



资料来源：中关村在线

通过整理主流厂商关于平板电脑推出计划，我们发现主流的电脑厂商甚至手机厂商都推出或者计划推出平板电脑，以保证不落后于竞争对手。因此我们预计 2011-2012 很可能是平板电脑需求持续暴发的时期。

图表 4. 主流厂商平板电脑推出情况

2010 年 4 月	苹果推出 iPad。
2010 年 9 月	黑莓推出 Playbook 平板电脑。
2010 年 9 月	三星推出 7 英寸的平板电脑。
2010 年 11 月 23 日	宏基将推出价位在 299-699 美元的平板电脑。
2010 年	联想确认年内推出乐 pad。
2011 年 1 季度	华硕将推出 Eee Pad EP101TC。
2011 年	惠普将推出贴牌 PALM 的平板电脑 PalmPad。
2011 年	戴尔将推出一款 10 英寸屏幕的平板机产品。

资料来源：中银国际研究

基于对中大尺寸电脑的需求量攀升，我们认为公司的第一期400万片电容屏产能将会提前进入产能暴发期。

盈利预测调整与估值

基于公司股东大会已经确认通过中大尺寸电容屏扩产计划和未来大尺寸电容屏应用需求的增长，我们对盈利预测做出调整。我们维持2010年预测不变，分别调高2011年-2012年营业收入，并且调高整体毛利率来反映高毛利率的电容屏产品在主营业务中占比上升。

我们预测2010-12年每股收益分别为0.93、1.49和2.05元，基于43倍2011年市盈率，上调目标价至64.21元，维持买入评级。

图表 5. 盈利预测调整

(人民币, 百万)	2010(旧)	2010(新)	2011(旧)	2011(新)	2012(旧)	2012(新)
营业收入	1,170.8	1,170.8	1,457.5	1,736.2	1,745.1	2,137.9
销售费用	16.4	16.4	18.9	22.6	22.7	27.8
管理费用	83.1	83.1	103.5	123.3	122.2	149.7
财务费用	15.2	15.2	14.6	17.4	17.5	21.4
经营费用	114.7	114.7	137.0	163.2	162.3	198.8
每股收益	0.9	0.9	1.2	1.5	1.5	2.0
(%)						
毛利率	54.1	54.1	55.1	57.7	57.2	63.1
销售费用率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
管理费用率	7.1	7.1	7.1	7.1	7.0	7.0
财务费用率	1.3	1.3	1.0	1.0	1.0	1.0
经营费用率	9.8	9.8	9.4	9.4	9.3	9.3

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	1,736	2,138
销售成本	(244)	(362)	(537)	(734)	(789)
经营费用	(55)	(58)	(102)	(151)	(183)
经营利润(息税前利润)	295	299	642	996	1,335
折旧及摊销	(55)	(82)	(110)	(145)	(170)
息税折旧前利润	240	217	532	851	1,165
净利息收入(费用)	18	3	(15)	(17)	(21)
其他收益/(损失)	4	4	3	4	4
税前利润	262	224	520	838	1,148
所得税	(47)	(43)	(113)	(184)	(253)
少数股东权益	(2)	(4)	(8)	(13)	(18)
净利润	213	177	399	640	878
核心净利润	213	177	399	640	878
每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.493	2.046
核心每股收益(人民币)	0.645	0.536	0.930	1.493	2.046
每股股息(人民币)	0.403	0.409	0.308	0.400	0.400
收入增长(%)	NA	18	84	48	23
息税前利润增长(%)	NA	(9)	145	60	37
息税折旧前利润增长(%)	NA	1	115	55	34
每股收益增长(%)	NA	(17)	74	61	37
核心每股收益增长(%)	NA	(17)	74	61	37

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	864	1,455
应收帐款	124	157	289	429	528
库存	38	56	39	28	26
其他流动资产	57	92	92	92	92
流动资产总计	1,019	1,073	1,089	1,414	2,102
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	2,836	3,554
应付帐款	52	82	120	163	175
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	245	254
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	1,994	2,700
股东权益	1,597	1,687	1,954	2,423	3,129
少数股东权益	52	56	59	62	65
总负债及权益	1,831	2,079	2,336	2,836	3,554
每股帐面价值(人民币)	4.84	5.11	4.56	5.65	7.30
每股有形资产(人民币)	4.31	4.64	4.21	5.32	6.98
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.23)	(1.80)	(1.28)	(1.77)	(3.15)

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	838	1,148
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)	(86)	(85)
税金	0	(1)	0	0	0
其他经营现金流	(43)	(38)	(118)	(194)	(267)
经营活动产生的现金流	295	217	436	702	965
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)	195	590
期初现金	884	800	766	669	864
公司自由现金流	84	(3)	71	364	744
权益自由现金流	67	101	19	349	741

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	57.4	62.5
息税前利润率(%)	44.5	34.1	45.4	49.0	54.5
税前利润率(%)	48.6	35.1	44.4	48.3	53.7
净利率(%)	39.5	27.8	34.1	36.9	41.0
流动性					
流动比率(倍)	5.7	6.0	5.4	5.8	8.3
利息覆盖率(倍)	NA	NA	NA	NA	NA
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	5.6	8.2
估值					
市盈率(倍)	88.7	106.8	61.5	38.3	27.9
核心业务市盈率(倍)	88.7	106.8	61.5	38.3	27.9
目标价对应核心业务	99.6	119.9	69.1	43.0	31.4
市盈率(倍)					
市净率(倍)	11.8	11.2	12.6	10.1	7.8
价格/现金流(倍)	64.0	86.9	56.3	34.9	25.4
企业价值/息税折旧前	61.7	61.3	37.4	23.9	17.4
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	56.9	47.7	32.4	16.7	12.6
应收帐款周转天数	84.0	90.2	69.6	75.5	81.7
应付帐款周转天数	35.5	46.9	31.5	29.7	28.9
回报率					
股息支付率(%)	62.5	76.3	33.1	26.8	19.5
净资产收益率(%)	13.3	10.5	21.9	29.3	31.6
资产收益率(%)	10.7	8.4	18.9	25.7	28.5
已运用资本收益率(%)	15.0	11.5	25.5	35.3	38.9

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