

元件
署名人: 李超
S0960511030016
021-62178345
lichao@cjis.cn

水晶光电

002273

推荐

单反 OLPF 和红外截止片仍是 2012 年的主要增长点

展望明年, 单反单电用 OLPF 和传统的红外截止片能见度最高, LED 衬底弹性最大。

投资要点:

- **单反单电用光学低通滤波器 (OLPF) 有望成为明年最耀眼的增长点。**在数码相机领域, 单反和单电已经成为市场主流趋势, 奥林巴斯、索尼、佳能、尼康等一线品牌均有系列产品推出。公司 2010 年单反用 OLPF 销售约 180 万套, 销售额达到 6433 万、增长了 6.2 倍, 在主营收入中占比 20%。2011 年前三季度实现销售约 260 万套, 预计全年超过 300 万套。随着新切入客户的持续放量, 预计 2012 年销量有望实现翻倍的增长。此外, 公司还在积极开发用于单反单电 CMOS 的封装玻璃, 今年已经初步实现了销售。
- **红外截止滤光片 (IR-Cut Filter) 作为传统支柱业务仍将持续扩张。**IRCF 是公司传统的支柱业务, 随着智能手机市场的高速增长, 手机镜头组件需求快速扩张。2010 年销售额 1.38 亿左右、同比增长 45.7%, 在主营收入中占比 45%。今年上半年实现销售 9700 万元、同比增长 68.5%, 占主营收入比例 51%。目前公司 IRCF 的产能约 4 亿片, 此外明年还有 1.8 亿片的扩产计划。该业务的另一重要变化就是随着镜头像素的提高、800 万像素以上的镜头、蓝玻璃路线成为主流, 目前公司正在积极拓展这一领域。
- **微型投影市场还处在培育阶段, 公司正积极进行相关储备。**微投市场的真正启动还有待于亮度、功耗、散热等技术指标的突破。公司通过杭州晶景光电进入微投领域, 上半年通过股权受让和增资方式将持股比例从 49% 提升到 72.74%, 目标是形成年产 300 万套微投影光机模块的生产规模。
- **LED 蓝宝石衬底项目开启新兴产业增长点。**公司计划利用光学冷加工的制造优势投资 3.25 亿建设 360 万片蓝宝石 LED 衬底和 240 万片图形化蓝宝石 LED 衬底项目。目前已经形成 12 万片的生产规模, 图形化衬底也已经研发出来、并向下游厂商送样。虽然今年蓝宝石衬底价格出现了大幅波动, 我们对 LED 行业的前景还是持乐观态度, 未来有望成为公司重要增长点。
- **维持“推荐”评级, 目标价格 42.0 元。**我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 1.35 亿、1.94 亿和 2.88 亿, 年均增长 45.2%, 每股收益分别为 1.17、1.68 和 2.49 元 (暂不考虑增发摊薄)。维持“推荐”评级, 近期目标价 42 元/股, 对应 2012 年 25 倍 PE。

风险提示: 下游需求波动、原材料价格波动、非公开增发募投项目风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	332	497	821	1449
收入同比(%)	77%	50%	65%	77%
归属母公司净利润	94	135	194	288
净利润同比(%)	63%	44%	43%	48%
毛利率(%)	47.4%	43.5%	37.5%	31.1%
ROE(%)	19.9%	20.6%	23.9%	27.6%
每股收益(元)	0.81	1.17	1.68	2.49
P/E	45.88	31.76	22.16	14.96
P/B	9.15	6.54	5.30	4.13
EV/EBITDA	32	22	15	10

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价: 42.00 元

当前股价: 37.05 元

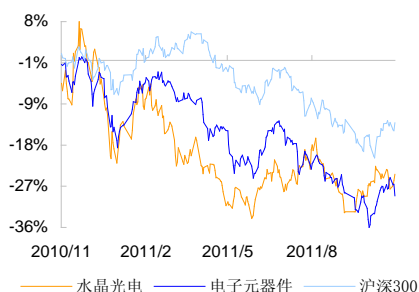
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2397.56
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	102
流通市值(亿)	38
EPS	0.83
每股净资产(元)	4.17
资产负债率	13.09%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
水晶光电	6.87	-4.62	5.38
电子元器件	9.53	-9.41	-17.43
沪深 300 指数	4.05	-7.06	-16.41



相关报告

- 水晶光电-传统业务表现良好、新兴增长点有望逐渐成熟 2011-10-18
- 水晶光电-业绩符合预期、衬底、微投等新兴业务进展顺利 2011-08-16
- 水晶光电-传统产品持续增长、积极布局相关领域 2011-04-28

一、单反单电 OLPF 和 IRCUT 业务收入和盈利能力

图 1: 单反单电 OLPF 收入及增速

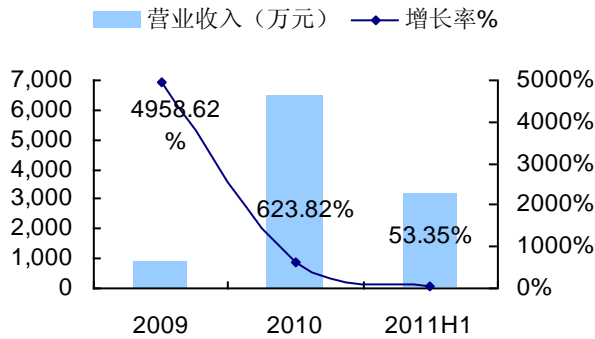
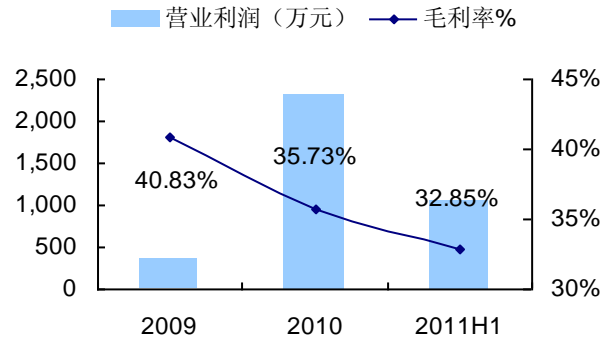


图 2: 单反单电 OLPF 净利润及毛利率



资料来源: Wind

图 3: 红外截止滤光片营业收入及增速

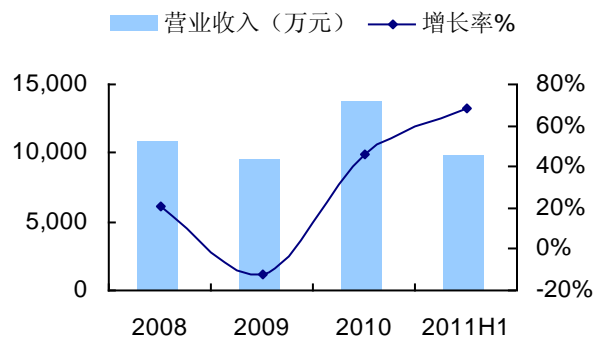
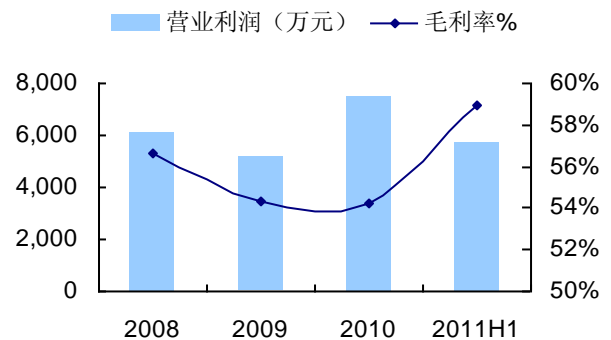


图 4: 红外截止滤光片营业利润及毛利率



资料来源: Wind

二、非公开增发募投项目

公司计划以不低于 35.95 元/股的价格非公开发行不超过 2000 万股、募集资金总额不超过 6.56 亿元, 扩建原有的精密光电薄膜元器件产品生产线和新建 LED 衬底生产线。目前已经通过证监会发审委的审核。

表 1: 公司非公开增发募投项目

项目名称		产能 (万套/片)	投资预算 (万元)	建设周期 (月)	销售收入 (万元)	税后利润 (万元)
精密光电薄膜元器件	单反单电用 OLPF	360	30,000	24	25,900	6,421
	红外截止滤光片	18,000				
	窄带滤光片	2,000				
LED 衬底	蓝宝石衬底	360	32,500	24	110,400	10,867
	图形化蓝宝石衬底	240				
研发中心建设		--	3,380	24	--	--
合计		--	65,880	24	136,300	17,288

资料来源: 公司公告

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	331	410	563	871	营业收入	332	497	821	1449
现金	183	200	200	200	营业成本	175	281	513	998
应收账款	85	118	195	344	营业税金及附加	2	3	5	9
其他应收款	1	0	0	0	营业费用	4	5	6	8
预付账款	24	34	62	120	管理费用	42	55	72	93
存货	38	56	103	200	财务费用	-1	-7	-3	4
其他流动资产	2	2	4	7	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	220	336	530	694	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	207	326	520	685	营业利润	107	159	228	338
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	4	1	1	0	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	551	746	1093	1565	利润总额	108	159	228	338
流动负债	61	79	272	515	所得税	16	24	34	51
短期借款	3	29	180	336	净利润	92	135	194	288
应付账款	31	51	92	180	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	28	0	0	0	归属母公司净利润	94	135	194	288
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	128	186	282	427
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	1.17	1.68	2.49
其他非流动负债	11	0	0	0					
负债合计	72	79	272	515	主要财务比率				
少数股东权益	9	9	9	9	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	113	116	116	116	成长能力				
资本公积	174	224	224	224	营业收入	76.6%	49.6%	65.3%	76.6%
留存收益	183	319	472	702	营业利润	67.2%	48.9%	43.3%	48.1%
归属母公司股东权益	470	658	812	1041	归属于母公司净利润	62.9%	44.5%	43.3%	48.1%
负债和股东权益	551	746	1093	1565	获利能力				
					毛利率	47.4%	43.5%	37.5%	31.1%
					净利率	28.3%	27.3%	23.7%	19.8%
					ROE	19.9%	20.6%	23.9%	27.6%
					ROIC	29.3%	26.1%	23.9%	24.5%
					偿债能力				
					资产负债率	13.1%	10.6%	24.9%	32.9%
					净负债比率	4.16%	36.34%	66.10	65.14%
					流动比率	5.38	5.17	2.07	1.69
					速动比率	4.77	4.46	1.69	1.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.77	0.89	1.09
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	7.00	6.90	7.18	7.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.81	1.17	1.68	2.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.71	1.18	1.35
					每股净资产(最新摊薄)	4.07	5.69	7.02	9.00
					估值比率				
					P/E	45.88	31.76	22.16	14.96
					P/B	9.15	6.54	5.30	4.13
					EV/EBITDA	32	22	15	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2011-10-18	水晶光电-传统业务表现良好、新兴增长点有望逐渐成熟
2011-08-16	水晶光电-业绩符合预期、衬底、微投等新兴业务进展顺利
2011-04-28	水晶光电-传统产品持续增长、积极布局相关领域

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

李超, 电子行业分析师。理学学士、管理学硕士, 在富士通(中国)通信业务部门工作多年, 涉及供应链、生产制造和研发等环节, 2008年6月加入中投证券研究所, 先后获得今日投资 2009 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 2010 年行业研究领先奖。

覆盖公司: 生益科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、立讯精密、长盈精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、星星科技、安洁科技、中瑞思创、达华智能、北斗星通、国腾电子、江海股份等。

免责条款

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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>

北京市

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

上海市

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

深圳市

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