买入 **19%** ⬆
目标价格: 人民币21.88

002456.SZ
价格: 人民币 18.45
目标价格基础: 24.0 倍 2012 年预测市盈率
板块评级: 中立

欧菲光

2012 年继续受益中低端智能手机放量

欧菲光 2 月 4 日的业绩快报显示，2011 年归属上市公司净利润为 2,254.9 万元，主要受益 2011 年下半年公司产品的市场需求不断扩大。我们认为 2012 年公司业绩将继续受益中低端智能手机快速增长，基于 24.0 倍 2012 年预测市盈率，给予目标价 21.88 元，维持买入评级。

本报告要点

- 公司 2011 年业绩快报，好于市场预期。
- 2012 年中国智能手机出货量将持续高增长。

主要催化剂/事件

- 公司触摸屏模组出货量大幅增长。

股价表现

(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(0)	9	(24)	(35)
相对新华富时 A50 指数	(9)	5	(22)	(23)

发行股数 (百万)	192
流通股 (%)	43.07
流通股市值 (人民币 百万)	1,526
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	50
净负债率(11E) (%)	49.1
主要股东(%)	
深圳市欧菲光投资控股有限公司	27.27

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究
以 2011 年 2 月 10 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技: 电子元器件

胡文洲, CFA*
(8621) 2032 8520
eric.hu@bocigroup.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300510120004

** 李鹏为本报告重要贡献者*

支撑评级的要点

- 2 月 4 日，欧菲光发布 2011 年全年业绩快报，公司实现归属上市公司净利润 2,254.9 万元，同比下降 56.71%。公司 2011 年实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 101.9%；2011 年公司实现营业利润 1,553.5 万元，同比下降 72.5%。
- 公司 2011 年公司主营业务规模扩大，销售收入较快增长，但由于募投触摸屏项目在前三季度良率未达预期导致亏损。公司第四季度业绩良好，产销和利润均有大幅提高，同时南昌公司获得 1,000 万元财政补贴，使得四季度单季盈利能力得到大幅提升，印证了我们关于公司业绩在四季度反转的判断。
- iSuppli 预计 2012 年中国智能手机出货量将达到 1.0 亿部，同比增长 94%。我们认为大尺寸触摸屏在智能手机上的应用比例将不断提升，2012 年公司将继续受益国内中低端智能手机放量，电容式触摸屏产能得到进一步释放，推动营业收入维持快速增长。
- 我们判断，由于中低端智能手机持续放量将使得智能手机的平均价格在 2012 年大幅降低，价格变动趋势将传导至器件价格变化，有可能导致器件厂商毛利率承压。

评级面临的主要风险

- 新技术路线触摸屏产品大规模代替成熟技术路线产品。
- 触摸屏产品价格下跌大幅快于我们预期。

估值

- 我们认为受益于中低端智能手机放量和大客户订单进入，公司的营业收入在 2012 年将维持较快增长，但由于触摸屏模组价格下降，毛利率可能面临一定压力。我们预计 2011-13 年公司净利润分别为 2,254.9 万元、1.8 亿元和 2.3 亿元，基于 24.0 倍 2012 年预测市盈率，我们给予公司目标价 21.88 元，维持对公司的**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	372.9	618.2	1,248.2	2,859.6	3,803.4
变动 (%)	*n.a*	*65.8*	*101.9*	*129.1*	*33.0*
净利润 (人民币 百万)	51.0	52.1	22.5	175.1	231.7
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.266	0.271	0.117	0.912	1.207
变动 (%)	*n.a*	*2.2*	*(56.7)*	*676.4*	*32.3*
先前预测每股收益 (人民币)	-	-		1.05	1.54
调整幅度 (%)				*(13.1)*	*(21.8)*
全面摊薄市盈率(倍)	69.5	68.0	157.1	20.2	15.3
每股现金流量 (人民币)	0.5	2.8	2.1	1.6	2.6
价格/每股现金流量 (倍)	33.7	6.6	8.8	11.6	7.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	16.5	18.8	49.8	12.0	9.9
每股股息 (人民币)	0.04	0.05	0.05	0.02	0.17
股息率 (%)	0.2	0.3	0.3	0.1	0.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2011 年业绩超出市场预期，预计 1 季度业绩同比仍将大幅增长

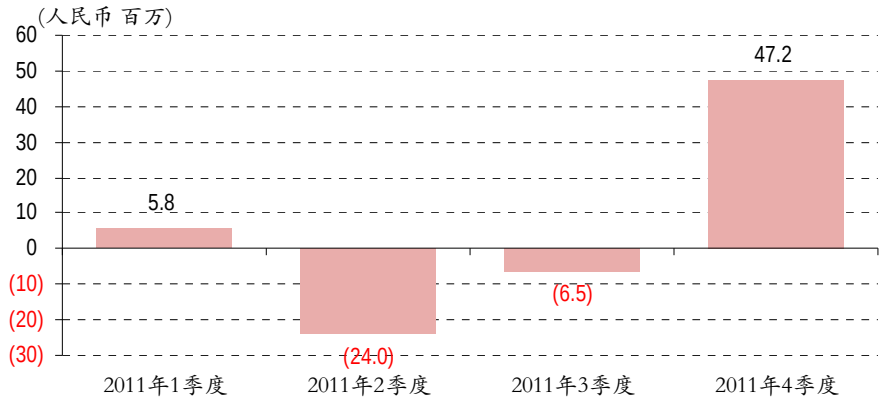
2 月 4 日，欧菲光发布 2011 年全年业绩快报，公司实现归属上市公司净利润 2,254.9 万元，同比下降 56.71%。公司 2011 年实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 101.9%；2011 年公司实现营业利润 1,553.5 万元，同比下降 72.5%。

按单季净利润变化的来看，由于此前公司在南昌和苏州投入电容式触摸屏模组生产基地，同时良率未达预期，导致先期投入过大、大客户订单迟迟未能实质性导入，业绩下降在 2 季度尤其严重，出现单季 2,000 万以上的亏损。

进入 3 季度以后，我们持续调研信息显示，公司的产品线良率不断提升，由于良率的提升及产线稳定性增强，大客户订单开始进入，并在 3 季度下半段至 4 季度放量，4 季度单季净利润恢复到 4,719.4 万元。

我们判断由于 1 季度是消费电子产品淡季，同时春节休假也将给电子企业的盈利带来影响，我们认为公司 2012 年 1 季度的整体盈利虽仍将同比实现大幅增长，但环比有可能由于季节原因和春节休假原因出现下降。但总体来看，公司的业绩反转趋势在 2012 年将持续。

图表 1. 欧菲光 2011 年单季净利润

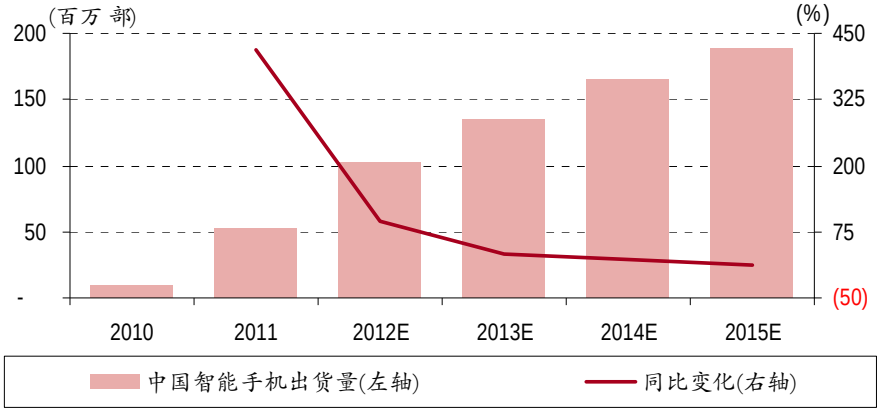


资料来源：公司数据

2012 年智能手机市场仍然高速成长，关注价格和毛利率变化趋势

iSuppli 预估，2011 年全年中国智能手机出货量为 5,200 万部，并且预计 2012 年中国智能手机出货量将达到 1.0 亿部，同比增长 94%。iSuppli 认为，目前中国智能手机出货多数在国内使用，在未来这一形势将出现变化，2015 年生产的半数智能手机将面向出口市场。

图表 2. 中国智能手机出货量预测



资料来源 iSuppli, 中银国际研究预测

以联通 2011 年 12 月最新定义的千元智能机来看，联通联合中兴、华为、宇龙酷派、TCL、联想、海信、夏新、桑菲等公司推出首批 8 款 4.0 英寸大屏、主频最高升至 1GHz、售价在 1,500 元以下的千元智能手机。我们判断智能手机触摸屏将向大屏化过渡，预计 4.0 寸以上的电容屏将取代 2011 年的 3.5 寸电容屏成为 2012 年智能手机应用主流。

我们判断，由于主流触摸屏模组产品尺寸变大，将对触摸屏模组厂商的出货单价产生正面影响，但毛利率压力在行业整体价格下降的情况下会有一定体现。一方面由于主流触摸屏模组产品尺寸增大，我们预计 2012 年公司触摸屏产品出货结构将由 3.5 寸左右调整到 4.0 以上尺寸为主，对产品出货单价产生正面影响；另一方面虽然出货产品的单价对比原来有所提升，但是就同尺寸产品对比，单品的毛利率压力仍然存在。

盈利预期及评级

我们预计公司 2011-13 年全年净利润分别为 2,254.9 万元、1.8 亿元和 2.3 元亿元，基于 24.0 市盈率，我们给予公司目标价 21.88 元，维持***买入***评级。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	373	618	1,248	2,860	3,803
销售成本	(274)	(478)	(1,052)	(2,335)	(3,182)
经营费用	(33)	(72)	(144)	(257)	(304)
息税折旧前利润	85	92	81	337	389
折旧及摊销	(19)	(24)	(29)	(69)	(73)
经营利润 (息税前利润)	66	68	53	267	317
净利息收入/(费用)	(10)	(11)	(36)	(64)	(48)
其他收益/(损失)	1	5	16	7	10
税前利润	57	61	30	206	273
所得税	(6)	(9)	(8)	(31)	(41)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	51	52	23	175	232
每股收益(人民币)	0.27	0.27	0.12	0.91	1.21
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.05	0.02	0.17
收入增长(%)	n.a	66	102	129	33
息税前利润增长(%)	n.a	4	(23)	409	18
息税折旧前利润增长(%)	n.a	9	(12)	315	16
每股收益增长(%)	n.a	2	(57)	676	32

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	57	61	30	206	273
折旧与摊销	19	24	29	69	73
净利息费用	10	11	36	64	48
运营资本变动	(30)	(176)	(219)	(199)	(79)
税金	(6)	(9)	(8)	(31)	(41)
其他经营现金流	(0)	(1)	0	0	(0)
经营活动产生的现金流	49	(89)	(132)	110	274
购买固定资产净值	(48)	(420)	(400)	(100)	(50)
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	(48)	(420)	(400)	(100)	(50)
净增权益	0	678	0	0	0
其他融资现金流	(89)	(195)	(10)	(4)	(33)
融资活动产生的现金流	16	741	662	(104)	(33)
现金变动	17	231	130	(94)	191
期初现金	22	39	270	401	306

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	39	270	401	306	497
应收帐款	88	158	320	572	634
库存	61	165	363	667	909
其他流动资产	21	422	459	554	610
流动资产总计	210	1,016	1,542	2,099	2,650
固定资产	241	318	691	724	703
无形资产	4	6	5	5	4
其他长期资产	1	11	9	8	7
长期资产总计	247	335	706	737	714
总资产	457	1,351	2,248	2,836	3,364
应付帐款	51	94	208	519	707
短期债务	43	177	600	500	500
其他流动负债	51	52	116	258	351
流动负债总计	145	324	924	1,277	1,558
长期借款	67	51	300	300	300
其他长期负债	0	7	7	7	7
股本	72	96	192	192	192
储备	173	872	825	1,060	1,307
股东权益	245	968	1,017	1,252	1,499
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	457	1,351	2,248	2,836	3,364
每股帐面价值(人民币)	1.28	5.04	5.30	6.52	7.81
每股有形资产(人民币)	1.25	4.95	5.22	6.45	7.75
每股净负债/(现金)(人民币)	0.98	净现金	2.60	2.57	1.58

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	22.7	14.9	6.5	11.8	10.2
息税前利润率(%)	17.7	11.1	4.2	9.4	8.3
税前利润率(%)	15.2	9.9	2.4	7.2	7.2
净利率(%)	13.7	8.4	1.8	6.1	6.1
流动性					
流动比率(倍)	1.5	3.1	1.7	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	6.8	6.1	1.5	4.2	6.6
净权益负债率(%)	(28.7)	净现金	(49.1)	(39.5)	(20.2)
速动比率(倍)	1.0	2.6	1.3	1.1	1.1
估值					
市盈率 (倍)	69.5	68.0	157.1	20.2	15.3
市净率 (倍)	14.5	3.7	3.5	2.8	2.4
价格/现金流 (倍)	33.7	6.6	8.8	11.6	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.5	18.8	49.8	12.0	9.9
周转率					
存货周转天数	nm	86.3	91.6	80.5	90.4
应收帐款周转天数	86.2	72.7	69.9	56.9	57.9
应付帐款周转天数	49.5	42.8	44.2	46.4	58.8
回报率					
股息支付率(%)	0.2	0.3	0.3	0.1	0.9
净资产收益率 (%)	20.8	8.6	2.3	15.4	16.8
资产收益率 (%)	13.0	6.5	2.2	8.9	8.7
已运用资本收益率(%)	15.8	7.4	1.1	10.2	12.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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