

2011年7月15日

# 欧菲光

## 经历升级阵痛

**持有 (买入)**

**A**

002456.SZ - 人民币 26.26

目标价格: 人民币 25.40 (↓30.40)

欧菲光发布上半年业绩修正预报, 2011年上半年归属于母公司净利润同比大幅下降170%-190%, 亏损1,700万元-2,000万元; 上半年亏损主要是由于新产品生产线未达预期理想状况及相关的新品研发费用增加所致; 我们认为公司在触摸屏产业链上的地位及在产业的长期布局, 但我们认为公司的短期股价将受到业绩不佳的压制, 我们下调公司评级至持有, 并相应下调目标价至25.40元, 对应28倍2012年预测市盈率。

### 业绩要点

- 欧菲光发布2011年上半年业绩修正预报, 2011年上半年归属于母公司净利润与上半年相比同比下降170%-190%, 亏损1,700万元-2,000万元。
- 我们认为公司上半年亏损主要原因是: 1. 公司主流业务正在从电阻屏向电容屏生产延伸过程中, 南昌和苏州电容屏生产线仍然处在建设初期, 目前处于试产阶段, 产品良率尚在爬坡, 进度慢于我们预期, 造成前期投入较大而未对公司产生实质性的盈利贡献; 2. 由于新客户导入, 相应技术要求提高, 高端客户产品需求和技术升级的研发费用投入加大, 导致上半年费用有所缓解。
- 我们认为公司的电容屏新业务处在爬坡阶段, 新业务的导入具有比传统业务更大的难度, 因此经历业务上的阵痛。公司取得三星的供应商资格是新业务的良好开始, 预计在下半年随着南昌和苏州厂产线调试完毕, 订单导入取得进展和生产进入正常后, 公司的业绩将有可能出现上升趋势。

胡文洲, CFA\*  
(8621) 2032 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(%)	(24)	(1)	(6)	-
相对新华富时A50指数(%)	(24)	(3)	2	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	192	
流通股(%)		25
流通股市值(人民币 百万)	1,26	0
3个月日均交易额(人民币 百万)	48	
净负债比率(%) (2011E)		净现金
主要股东(%)		
深圳市欧菲投资控股有限公司		27

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  
具备证券投资咨询业务资格

### 估值

- 我们看好公司在触摸屏方面的布局和长期战略以及在国际大客户方面的开拓, 但公司短期业绩不理想, 有可能使公司的股价经历阵痛。我们将公司2011-13年归属母公司净利润分别从1.2亿元、1.9亿元和3.0亿元下调至6,630万元、1.7亿元和2.7亿元, 并下调公司评级至持有, 我们将公司目标价由30.40元下调至25.40元, 对应28倍2012年预测市盈率。

### 图表 1. 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)	373	618	1,19	2,157	3,219
变动(%)		66	93	32	35
净利润(人民币 百万)	51	52	66	174	274
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.543	0.34	5.090	7.1429
变动(%)		(23.4)	(36.4)	162.7	57.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.60	0.99	9.1541
调整幅度(%)			(42.5)	(9.2)	(7.3)
核心每股收益(人民币)	0.709	0.550	0.34	9.091	2.1435
变动(%)		(22.5)	(36.5)	161.1	57.3
全面摊薄市盈率(倍)	39.4	51.4	80.8	30.8	19.5
核心市盈率(倍)	39.3	50.8	79.9	30.6	19.4
每股现金流量(人民币)	0.68	(0.93)	2.08	0.79	1.12
价格/每股现金流量(倍)	40.8	(29.3)	13.4	35.2	24.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.8	29.3	22.2	9.4	6.5
每股股息(人民币)	0.00	0.160	0.20	4.053	5.0843
股息率(%)	0.0	0.6	0.7	1.9	3.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**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	1,192	1,573	2,119
销售成本	(275)	(479)	(969)	(1,222)	(1,613)
经营费用	(22)	(50)	(103)	(68)	(102)
息税折旧前利润	76	90	120	283	403
折旧及摊销	(10)	(22)	(28)	(72)	(76)
经营利润(息税前利润)	66	68	91	211	328
净利息收入(费用)	(10)	(11)	(18)	(12)	(12)
其他收益/(损失) 1		4	5	6	7
税前利润	57	61	78	205	323
所得税	(6)	(9)	(12)	(31)	(48)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	51	52	66	174	274
核心净利润	51	53	67	175	275
每股收益(人民币) 0.70	8	0.543	0.345	0.907	1.429
核心每股收益(人民币) 0.70	9	0.550	0.349	0.912	1.435
每股股息(人民币) 0.00	0	0.160	0.204	0.535	0.843
收入增长(%) n.a.		66	93	32	35
息税前利润增长(%) n.a.		4	34	131	55
息税折旧前利润增长(%) n.a.		18	33	136	42
每股收益增长(%) n.a.		(23)	(36)	163	58
核心每股收益增长(%) n.a.		(23)	(36)	161	57

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	396	270	304
应收帐款 88		158	281	371	500
库存 61		165	216	272	360
其他流动资产 21		422	74	95	126
流动资产总计	210	1,016	968	1,008	1,289
固定资产 241		318	689	717	742
无形资产	4	6	6	5	5
其他长期资产	1	11	11	11	11
长期资产总计	247	335	706	734	758
总资产	457	1,351	1,674	1,742	2,048
应付帐款 51		94	179	225	297
短期债务 76		177	177	50	50
其他流动负债 18		52	98	124	164
流动负债总计	145	324	455	400	512
长期借款 67		51	197	197	197
其他长期负债	0	7	7	7	7
股本 72		96	192	192	192
储备 173		872	823	946	1,139
股东权益	245	968	1,015	1,138	1,331
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	457	1,351	1,674	1,742	2,048
每股帐面价值(人民币) 3.40		10.08	10.57	11.85	13.87
每股有形资产(人民币) 3.34		10.03	10.51	11.80	13.81
每股净负债/(现金)(人民币)	1.44	(0.44)	(0.23)	(0.23)	(0.59)

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	78	205	323
折旧与摊销 10		22	28	72	76
净利息费用 10		11	18	12	12
运营资本变动	(26)	(52)	(126)	(61)	(88)
税金	(13)	(9)	(12)	(31)	(48)
其他经营现金流 11		(122)	413	(46)	(59)
经营活动产生的现金流	49	(89)	399	152	215
购买固定资产净值	(48)	(420)	(400)	(100)	(100)
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)	(100)
净增权益	0	678	0	0	0
净增债务 26		174	(146)	127	0
支付股息	0	(10)	(20)	(51)	(81)
其他融资现金流	(11)	(101)	293	(255)	0
融资活动产生的现金流	16	741	127	(179)	(81)
现金变动 17		231	126	(127)	34
期初现金 22		39	270	396	270
公司自由现金流	1	(509)	(1)	52	115
权益自由现金流 20		(347)	(165)	167	103

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	20.4	14.5	10.1	18.0	19.0
息税前利润率(%) 17.6		11.0	7.7	13.4	15.5
税前利润率(%) 1	5.2	9.9	6.5	13.0	15.2
净利率(%) 13.7		8.4	5.6	11.1	13.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	3.1	2.1	2.5	2.5
利息覆盖率(倍) 6.9		6.1	5.0	17.4	27.0
净权益负债率(%) 42.2		净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍) 1.0		2.6	1.7	1.8	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍) 39.4		51.4	80.8	30.8	19.5
核心业务市盈率(倍)	39.3	50.8	79.9	30.6	19.4
目标价对应核心业务	35.8	46.2	72.7	27.9	17.7
市盈率(倍)					
市净率(倍) 8.2		2.8	2.6	2.4	2.0
价格/现金流(倍) 40.8		(29.9)	13.4	35.2	24.9
企业价值/息税折旧前	27.8	29.3	22.2	9.4	6.5
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数 69.5		86.2	71.8	73.0	71.5
应收帐款周转天数 66.6		72.7	67.3	75.7	75.1
应付帐款周转天数 43.8		42.8	41.8	46.9	45.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%) 0	.0	29.5	29.5	29.5	29.5
净资产收益率(%)	19.4	8.6	6.7	16.2	22.2
资产收益率(%)	13.4	6.4	5.1	10.5	14.7
已运用资本收益率(%)	16.1	8.6	7.1	15.2	22.1

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士，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转载或转发的，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。所有本报告期内使用的商标、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及其附属及关联公司版权所有。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 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

英国伦敦嘉嘉街 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