

2011年8月29日

欧菲光

扩产增动力，2012-13年是业绩爆发期

A
买入(持有)

002456.SZ - 人民币 21.50

目标价格: 人民币 26.18(↑25.40)

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(%)	(38)	(12)	(14)	(17)
相对新华富时A50指数(%)	(32)	(10)	(10)	(13)

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)	1,032
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%) (2011E)	39
主要股东(%)	
深圳市欧菲投资控股有限公司	27.27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*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

欧菲光公告增资南昌子公司, 使触摸屏产品计划产能增加到5,400万片/年。我们认为公司的此次增资扩产有利于在产业链上抢占有利地位。我们通过产业链调研得出判断, 欧菲光的经营情况有可能在三季度末开始改善, 并在四季度开始出现较好转变。我们预计2011-13年公司净利润分别为6,630万元、2.0亿元和3.0亿元, 我们上调公司目标价至26.18元, 并上调评级至买入。

支撑评级的要点

- 欧菲光8月27日发布公告, 对南昌公司增加投资。此次增资使触摸屏产品计划产能增加到5,400万片/年(包括电阻式触摸屏和电容式触摸屏)。
- 据DisplaySearch预测, 受消费电子产品如手机、平板电脑等驱动, 全球触摸屏模组需求持续旺盛, DisplaySearch预计, 2017全球触摸屏模组需求将达到239亿美元。因此在未来几年, 触摸屏模组产品的需求高峰将持续。
- 我们对产业链进行调研得出结论, 欧菲光的前期较低良率最近取得了一定提升, 整体经营状况有可能在三季度末开始改善, 并在四季度开始出现较好转变。

评级面临的主要风险

- 公司电容式触摸屏产品良率提升慢于我们预期。
- 触摸屏产品价格下跌大幅快于我们预期。

估值

- 我们看好公司在触摸屏产品上的布局和先发优势, 并预计公司整体业绩将在四季度出现较好转变。我们预计2011-13年公司净利润分别为6,630万元、2.0亿元和3.0亿元, 基于25倍2012年预测市盈率, 我们将公司目标价由25.40元上调至26.18元, 并上调公司评级至买入。

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)	372.9	618.2	1,192.0	1,688.1	2,373.8
变动(%)	n.a	65.8	92.8	47.6	40.6
净利润(人民币百万)	51.0	52.1	66.3	201.0	296.2
全面摊薄每股收益(人民币)	0.266	0.271	0.346	1.047	1.543
变动(%)	n.a	2.2	27.6	202.4	47.3
市场预期每股收益(人民币)			0.396	0.900	1.280
原先预测摊薄每股收益(人民币)				0.907	1.429
调整幅度(%)				15.4	7.9
核心每股收益(人民币)	0.3	0.3	0.3	1.0	1.5
变动(%)	n.a	2.2	27.6	202.4	47.3
全面摊薄市盈率(倍)	81.0	79.2	62.1	20.5	13.9
核心市盈率(倍)	81.0	79.2	62.1	20.5	13.9
每股现金流量(人民币)	0.5	2.8	2.6	2.2	2.4
价格/每股现金流量(倍)	39.3	7.6	8.3	9.8	8.9
企业价值息税折旧前利润(倍)	24.5	29.5	48.4	16.5	11.6
每股股息(人民币)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.4
股息率(%)	0.3	1.5	0.8	1.4	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

公告增资南昌，扩产触摸屏产品

欧菲光8月27日发布公告，对南昌公司增加投资，用于扩产触摸屏产品，主要内容如下：

- 对比前次投资计划，总投资由3.5亿增加到10亿元，主要用于扩产强化玻璃产品和触摸屏产品。
- 此次增资使触摸屏产品计划产能增加到5,400万片/年(其中包括电阻屏和电容屏)。
- 南昌项目建设周期预计为12个月，从第12个月开始试车投产。
- 公司预计项目进入正常生产后年销售收入为198,000万元，投产第一年销售收入为128,700万元，投产第二年进入正常达产年份，年销售收入约为198,000万元。

我们认为，此次增资可以保证欧菲光在其他触摸屏模组厂商进入膜式触摸模组生产之前，抢先占领有利位置，从而获得先发优势。

我们调研得知，国内目前有数百家生产电阻式触摸屏的厂商，近期都在努力转产膜式电容屏，但是由于技术差距，大部分并不成功。公司赶在其他厂商转产成功之前，扩大产能抢占市场有利于长期发展。

同时，公司在下游厂商认证方面具有先发优势，公司已经获得了三星的认证，而通常类似三星的国际一线手机厂商认证周期较长，华为和中兴是公司的传统客户，在客户认证方面公司已经走在了其他厂商之前。

图表2. 项目实施进度表

时间(月)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
工作内容												
立项申请	■											
初步设计	■	■										
车间简单改造		■	■									
土建和厂房装修			■	■	■	■	■	■				
设备采购与运输		■	■	■	■	■	■	■	■	■		
设备安装与调试			■	■	■	■	■	■	■	■	■	
正式投产					■	■	■	■	■	■	■	■

资料来源:公司公告

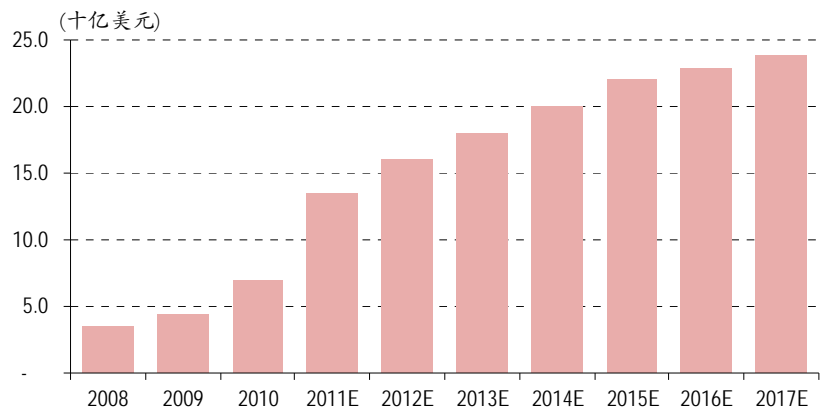
触摸屏模组需求旺盛

据 DisplaySearch 预测，受消费电子产品如手机、平板电脑等驱动，全球触摸屏模组需求持续旺盛，DisplaySearch 预计，2017 全球触摸屏模组需求将达到 239 亿美元。

DisplaySearch 认为，从技术角度看，投射式电容屏是触摸屏模组需求的主要来源，2011 年将有 70% 的触摸屏收入是来自于投射式电容屏；同时触摸手机用电容屏将始终是触摸屏需求的主要来源，2011 年手机触摸屏需求将达 8.7 亿块；平板电脑也日渐成为触摸屏产品应用的方向，2012 年平板电脑用触摸屏出货量将达到 1 亿块。

总体来看，触摸屏模组的需求高峰仍然在延续，我们认为欧菲光全力投入触摸屏生产，将会抓住未来几年行业快速增长的契机。

图表 3. 全球触摸屏模组产值预测



资料来源: DisplaySearch

上调 2012-13 年盈利预期，上调评级至买入

我们对产业链进行调研得知，欧菲光前期良率偏低的情况正日渐改善，由于深圳是欧菲光传统生产基地，熟练工人较多，良率维持较高；而南昌在开始投产的半年多时间中，由于厂区新建、工人正在熟悉生产过程等原因，造成良率偏低，使上半年出现亏损。我们认为这一情况将在三季度末得到改善，四季度欧菲光的整体业绩有可能出现较好的变化。

我们判断在今年下半年良率爬升较快的情况下，明年的情况应较为乐观，同时公司进入三星的供应链也为以后出货打下基础，我们认为进入三星供应链一方面可以保证公司获得较好的出货价和量，另一方面有三星作为基础，其他大的手机厂商也将更容易认可公司的技术能力。

我们认为 2011 年是公司经营转型的一年，2012-13 年将是业绩大规模释放的时点。我们上调公司 2012-2013 年盈利预期：

- 我们把公司 2012-2013 年营业收入预测分别上调至 16.9 亿和 23.7 亿元，以此反映公司 2012-13 年触摸屏产能大规模解放及良率上升，我们看好未来两年公司对三星及其他大客户的出货量上升。
- 我们上调 2012-13 年整体毛利率预测至 27.3% 和 25.8%，以此反映触摸屏产品在产品结构中占比迅速上升带来的毛利提升，但我们认为由于触摸屏产品的价格下跌，将带动总体毛利率呈现微降趋势。

我们预计公司 2012-13 年分别实现净利润 2.0 亿元和 3.0 亿元。基于 25 倍 2012 年预测市盈率，我们上调公司目标价至 26.18 元，并上调评级至 **买入**。

图表 4. 盈利预测调整

(人民币, 百万)	2012 年(新)	2012 年(旧)	2013 年(新)	2013 年(旧)
营业收入	1,688.12	1,572.72	2,373.76	2,118.62
毛利	461.18	352.35	613.50	507.51
销售费用	33.76	31.45	35.61	31.78
管理费用	151.93	108.50	189.90	146.17
财务费用	42.52	12.12	42.52	12.12
营业利润	231.51	198.91	343.44	315.61
归属母公司净利润	201.04	174.17	296.17	274.39
比率(%)				
毛利率	27.3	22.4	25.8	24.0
销售费用率	2.0	2.0	1.5	1.5
管理费用率	9.0	6.9	8.0	6.9
财务费用率	2.5	0.8	1.8	0.6
营业利润率	13.7	12.6	14.5	14.9
净利润率	11.9	11.1	12.5	13.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

风险

电容式触摸屏产品后续良率提高慢于预期；触摸屏产品价格下跌大幅快于我们预期。

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	1,688	2,374
销售成本	(274)	(478)	(968)	(1,227)	(1,760)
经营费用	(33)	(72)	(131)	(186)	(226)
息税折旧前利润	85	92	121	334	462
折旧及摊销	(19)	(24)	(29)	(58)	(74)
经营利润(息税前利润)	66	68	93	275	388
净利息收入(费用)	(10)	(11)	(18)	(43)	(43)
其他收益/(损失)	1	5	6	6	7
税前利润	57	61	78	237	348
所得税	(6)	(9)	(12)	(35)	(52)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	51	52	66	201	296
核心净利润	51	52	66	201	296
每股收益(人民币)	0.27	0.27	0.35	1.05	1.54
核心每股收益(人民币)	0.27	0.27	0.35	1.05	1.54
每股股息(人民币)	0.07	0.32	0.18	0.31	0.44
收入增长(%)	n.a	66	93	42	41
息税前利润增长(%)	n.a	4	35	197	41
息税折旧前利润增长(%)	n.a	9	31	175	38
每股收益增长(%)	n.a	2	28	202	47
核心每股收益增长(%)	n.a	2	28	202	47

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	498	423	463
应收帐款	88	158	305	432	608
库存	61	165	334	423	607
其他流动资产	21	422	456	485	526
流动资产总计	210	1,016	1,593	1,764	2,203
固定资产	241	318	591	735	763
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	606	748	774
总资产	457	1,351	2,199	2,512	2,977
应付帐款	51	94	191	242	348
短期债务	43	177	588	588	588
其他流动负债	51	52	107	137	196
流动负债总计	145	324	886	968	1,132
长期借款	67	51	262	262	262
其他长期负债	0	7	7	7	7
股本	72	96	192	192	192
储备	173	872	851	1,082	1,383
股东权益	245	968	1,043	1,274	1,575
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	457	1,351	2,199	2,512	2,977
每股帐面价值(人民币)	1.28	5.04	5.43	6.64	8.20
每股有形资产(人民币)	1.25	4.95	5.36	6.57	8.15
每股净负债/(现金)(人民币)	0.98	净现金	1.83	2.22	2.02

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	237	348
折旧与摊销	19	24	29	58	74
净利息费用	10	11	18	43	43
运营资本变动	(30)	(176)	(198)	(164)	(236)
税金	(6)	(9)	(12)	(35)	(52)
其他经营现金流	(0)	(1)	0	0	0
经营活动产生的现金流	49	(89)	(84)	137	177
购买固定资产净值	(48)	(420)	(300)	(200)	(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)	(300)	(200)	(100)
净增权益	0	678	0	0	0
净增债务	105	258	622	0	0
支付股息	(8)	(62)	(34)	(59)	(84)
其他融资现金流	(81)	(134)	24	47	46
融资活动产生的现金流	16	741	612	(12)	(38)
现金变动	17	231	228	(75)	39
期初现金	22	39	270	498	423
公司自由现金流	(8)	(521)	(403)	(105)	34
权益自由现金流	97	(263)	219	(105)	34

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	10.2	19.8	19.5
息税前利润率(%)	17.7	11.1	7.8	16.3	16.3
税前利润率(%)	15.2	9.9	6.6	14.0	14.7
净利率(%)	13.7	8.4	5.6	11.9	12.5
流动性					
流动比率(倍)	1.5	3.1	1.8	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	6.8	6.1	5.0	6.5	9.1
净权益负债率(%)	(0.3)	净现金	(0.3)	(0.3)	(0.2)
速动比率(倍)	1.0	2.6	1.4	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	81.0	79.2	62.1	20.5	13.9
核心业务市盈率(倍)	81.0	79.2	62.1	20.5	13.9
目标价对应核心业务	98.6	96.5	75.6	25.0	17.0
市盈率(倍)					
市净率(倍)	16.8	4.3	4.0	3.2	2.6
价格/现金流(倍)	39.3	7.6	8.3	9.8	8.9
企业价值/息税折旧前	24.5	29.5	48.4	16.5	11.6
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	nm	86.3	94.1	112.7	106.9
应收帐款周转天数	86.2	72.7	71.0	79.7	80.0
应付帐款周转天数	49.5	42.8	43.8	46.9	45.4
回报率					
股息支付率(%)	0.3	1.5	0.8	1.4	2.0
净资产收益率(%)	20.8	8.6	6.6	17.3	20.8
资产收益率(%)	13.0	6.5	4.4	9.9	12.0
已运用资本收益率(%)	15.8	7.4	4.8	11.6	15.2

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，与欧菲光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