

## 投资评级

**推荐**

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	38.76
总股本(万股)	11,565
流通股本(万股)	6,699
总市值(亿元)	44.83
流通市值(亿元)	25.96
52周高(元)	53.40
52周低(元)	32.41
第一大股东	星星集团
持股比例(%)	30.7%
每股净资产(元)	5.06
资产负债率	13.0%

## 股价走势图



## 研发部

何阳阳

SAC 执业证书编号: S1340510120005

联系电话: 010-68858150

Email: heyangyang@cnpsc.com

**传统业务依然快速增长，新业务弹性大**
**——水晶光电(002273)调研报告**

- 2011年上半年，在整体电子行业景气度下滑的背景下，公司红外截止滤光片和单反单电相机用光学低通滤波器两项业务在新增产能推动下，增长良好，带动公司整体业绩实现高增速。公司已公布增发投资项目及在江西鹰潭的投资项目，正进入新的发展阶段。
- **红外截止滤光片产品高端化，占有率将稳步提升。**摄像头应用扩散仍将带动红外截止滤光片需求稳步增长，我们预期行业未来三年出货量复合增长约18%。公司在核心技术镀膜工艺上积累深厚，在新产能支持下，将收获产品结构提升，市占率提升。
- **单反、单电光学低通滤波器将确定性高增长。**普通光学低通滤波器市场渐饱和，公司受益产能转移，增长预计平稳。单反、单电光学低通滤波器价格是普通产品的10-20倍，由于下游单反、单电相机销量将保持高速增长，预计未来需求量年增长在25%左右。借由日本地震公司在供应链中地位已获得提升，下半年以来新老客户陆续加大对公司释放订单力度，未来保持高增长较为确定。
- **蓝宝石衬底需求预计2012年将好转。**今年以来蓝宝石衬底供需阶段性失衡，价格大幅下降。公司携领先的光学冷加工技术和半导体光刻技术进入蓝宝石衬底领域，具备先发优势，已形成12万片/月产能，并且拥有图形化衬底，4英寸衬底等高端产品配套能力。预计2012年LED需求有望好于今年，可带动公司LED衬底项目销售进入轨道。
- **微型投影机模组业绩弹性十足。**微投模组手机应用渐行渐近。预计未来市场结构将呈现出高端市场采用DLP技术，而中低端市场采用LCOS技术的格局。公司持股72%的子公司晶景光电在微投模组业务上储备已久，今年以来与国内主流手机/电子书制造商的洽谈力度有明显增加。晶景光电有一定的技术领先优势与市场先发优势，预计2012年，微投业务将开始贡献净利润。
- **盈利预测与投资评级。**预计2011-2013年EPS分别为1.01元、1.58元和2.31元(按增发摊薄后)，对应PE分别是38倍、24倍和17倍，处于近年来公司股价主要运行区间(35-65倍PE)下限，给予“推荐”的投资评级。
- **投资风险：**(1) 消费电子产品需求增速放缓风险；(2) LED衬底产能过剩风险；(3) 微型投影机需求低于预期风险；(4) 2012年搬迁影响生产进度的风险。

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	188	332	512	1077	1609
(+/-)	1.8%	76.6%	54.4%	110.2%	49.4%
归属母公司股东净利润	58	94	134	210	307
(+/-)	20.9%	62.9%	42.6%	57.0%	46.1%
每股收益(EPS)	0.66	0.83	1.01	1.58	2.31
ROE	14.3%	20.8%	15.9%	16.4%	20.9%
市盈率(P/E)	58	46	38	24	17

## 目 录

1. 公司简介.....	4
2. 红外截止滤光片产品高端化，占有率将稳步提升.....	5
2.1 摄像头应用扩散仍将带动红外截止滤光片需求增长.....	5
2.2 核心技术镀膜工艺积累深厚，将收获产品结构提升，市占率提升.....	6
2.3 晶圆级红外截止滤光片应用空间尚未打开.....	7
3. 单反、单电光学低通滤波器确定性高增长.....	7
3.1 普通光学低通滤波器业务增长平稳.....	8
3.2 单反、单电光学低通滤波器高增长确定.....	8
4. 蓝宝石衬底需求预计 2012 年将好转.....	10
4.1 今年以来蓝宝石衬底供需阶段性失衡，价格大幅下降.....	10
4.2 预计 2012 年公司 LED 衬底项目销售有望进入轨道.....	12
5. 微型投影仪模组业绩弹性十足.....	13
5.1 微投模组手机应用渐行渐近.....	13
5.2 公司微投模组业务储备已久，业绩弹性大.....	14
6. 传统业务依然快速增长，新业务弹性大.....	15

## 图表目录

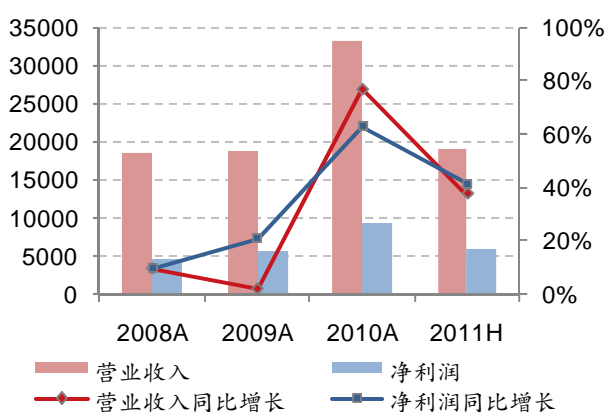
图表 1: 公司近三年一期营收和净利润情况 (单位: 万元) .....	4
图表 2: 2010 年以来半年度分项产品收入情况 (单位: 万元) .....	4
图表 3: 公司募投项目简介 .....	4
图表 4: 公司红外截止滤光片产品 .....	5
图表 5: 全球红外截止滤光片出货量需求结构预估 .....	5
图表 6: 全球红外截止滤光片出货量 (亿片) 稳步增加 .....	6
图表 7: 大立光月度营收 (百万台币) 情况 .....	6
图表 8: 公司 IPO 后, 红外截止滤光片产品结构 .....	6
图表 9: 红外截止滤光片业务公司毛利率好于欧菲光 .....	6
图表 10: 普通光学低通滤波器 (左图) 和单反数码相机用光学低通滤波器 (右图) .....	7
图表 11: 单反相机 (上图) 与单电相机 (下图) 外形对比 .....	9
图表 12: 单电相机和单反相机优缺点对比 .....	9
图表 13: 全球单反数码相机出货量 (万台) 保持高增长 .....	9
图表 14: 单反单电用光学低通滤波器需求 (万套) 预计 .....	9
图表 15: 全球和中国 MOCVD 台数预估 .....	10
图表 16: 2 寸蓝宝石衬底 2010 年以来价格 (美元/片) 走势 .....	10
图表 17: 蓝宝石衬底 (2 英寸) 新增需求假设 .....	11
图表 18: 蓝宝石衬底 (2 英寸) 新增供给假设 .....	11
图表 19: 国内主要蓝宝石衬底投资项目介绍 .....	11
图表 20: 国内上市公司蓝宝石衬底投资项目介绍 .....	12
图表 21: 苹果申请的微投相关专利 .....	13
图表 22: 网上流传的下一代 iPhone 的微投功能展示 .....	13
图表 23: 公司微型投影模组产品 .....	14
图表 24: 公司微投模组出货量假设 .....	15
图表 25: 公司分项业务收入预测 .....	15
图表 26: 公司分项业务毛利率预测 .....	16
图表 27: 公司历史 PE Band .....	16
图表 28: 相关公司估值情况 .....	17
图表 29: 公司盈利预测表 (单位: 万元) .....	18

## 1. 公司简介

公司专业从事精密薄膜光学及延伸产品研发、生产和销售，主导产品为红外截止滤光片（IR-Cut）和光学低通滤波器（OLPF），应用于数码相机、手机摄像头及其它数字摄像镜头系统。依托于薄膜光学技术良好的延展性，公司产品线还包括窄带滤片、微型投影模组、蓝宝石衬底、反射式聚光太阳能二极管聚光器等。

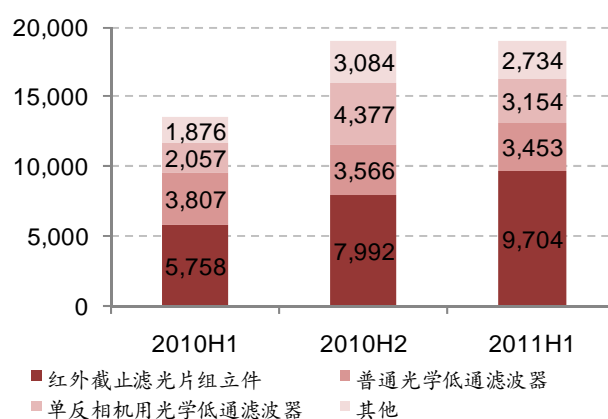
2011年上半年，在整体电子行业景气度下滑的背景下，公司红外截止滤光片和单反相机用光学低通滤波器两项业务在新增产能推动下，增长良好，带动公司整体业绩实现高增速。上半年实现营业收入1.91亿元，同比增长37.6%，净利润6,037万元，同比增长41.7%。

图表 1：公司近三年一期营收和净利润情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：2010 年以来半年度分项产品收入情况（单位：万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

公司已公布新的扩张计划，拟以不低于 35.95 元/股，发行不超过 2,000 万股，募资约 6.37 亿元投资于精密光电薄膜元器件项目、LED 蓝宝石衬底项目以及研发中心建设项目。同时，公司于 2011 年 5 月宣布拟在江西鹰潭经济技术开发区投资 1.5 亿元建设精密光电薄膜元器件产业基地，主要承接母公司精密光电薄膜元器件产品的部分产能转移及相关产品的量产和扩产。公司正进入新的发展阶段。

图表 3：公司募投项目简介

项目名称	项目投资	项目简介
精密光电薄膜元器件项目	30,000 万元	新增（1）单反单电用光学低通滤波器年产能360万套；（2）红外截止滤光片年产能1.8亿片；（3）窄带滤光片年产能2,000万片。
蓝宝石 LED 衬底项目	32,500 万元	新增（1）蓝宝石LED衬底360万片；（2）图形化蓝宝石LED衬底年产能240万片。
研发中心建设项目	3,380 万元	-

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

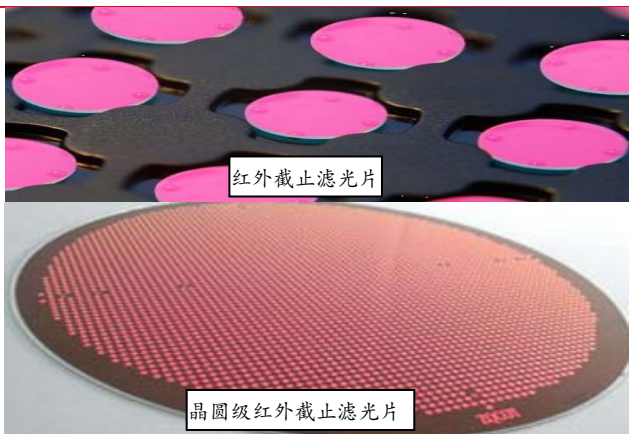
## 2. 红外截止滤光片产品高端化，占有率将稳步提升

红外截止滤光片（IR-CUT FILTER）是利用精密光学镀膜技术在光学基片上交替镀上高低折射率的光学膜，实现可见光区（400-630nm）高透，近红外（700-1100nm）截止的光学滤光片，主要应用于可拍照手机摄像头、电脑内置摄像头、汽车摄像头等数码成像领域，用于消除红外光线对 CCD/CMOS 成像的影响。这些领域对图像成像质量要求不高，不需要考虑空间滤波，而关注的是光波滤波，即红外光抑制。

### 2.1 摄像头应用扩散仍将带动红外截止滤光片需求增长

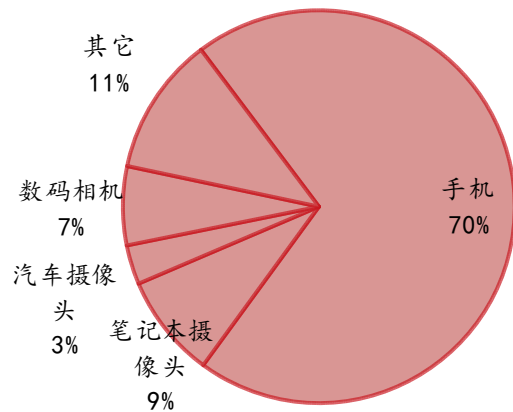
近年来，红外截止滤光片需求受摄像头应用领域扩散化带动，稳步增加。预估 2010 年全球红外截止滤光片总需求量约 18 亿片左右，相比 2009 年增长约 21.6%。从需求结构来看，应用于手机摄像头的红外截止滤光片约占整体市场的 7 成，其它需求来自于笔记本电脑、数码相机、汽车摄像头等。

图表 4：公司红外截止滤光片产品



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

图表 5：全球红外截止滤光片出货量需求结构预估



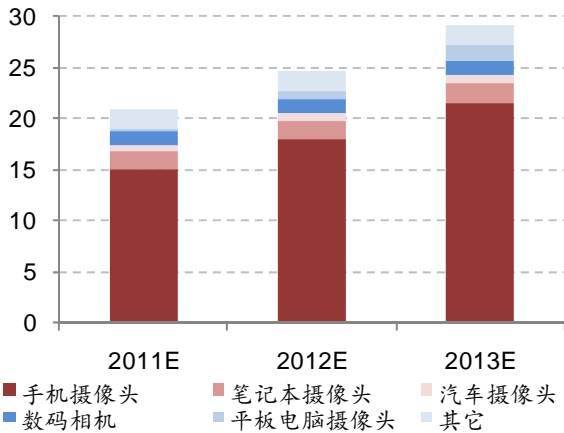
数据来源：公开资料，中邮证券研发部

随着可拍照手机的渐进饱和，3G 视频通话需求将使得手机由单镜头向双镜头升级，应用于手机摄像头领域的红外截止滤光片仍将保持增长，手机摄像头也仍将占据红外截止滤光片主要的需求。笔记本电脑摄像头、汽车摄像头以及安防视频监控摄像头等领域伴随着产品销售增长及渗透率提升，也将增加对红外截止滤光片的需求。平板电脑在 2010 年由苹果公司推出，iPad 1 并未配置摄像头，但 2011 年推出的 iPad 2 即配置了前后两个摄像头，观察其它终端厂商推出的平板电脑，搭载摄像头也成了标准配置。随着平板电脑出货量急剧增加，亦将新增红外截止滤光片需求。

我们预计 2011 年，全球红外截止滤光片需求将达到约 21 亿片，主要由智能手机双镜头需求拉动。至 2013 年，需求将进一步增长至约 29 亿片，未来三年复合增长率约为 18%。

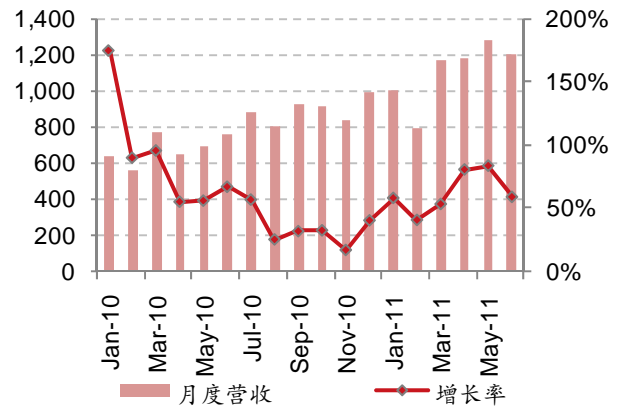
从跟踪的台湾主要手机相机镜头模组大厂大立光 2011 年 1-6 月以来的月度营收表现来看，在整体消费电子需求不旺的情况下，仍实现了较快的增长，显示了手机摄像头需求良好。

图表 6: 全球红外截止滤光片出货量 (亿片) 稳步增加



数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

图表 7: 大立光月度营收 (百万台币) 情况



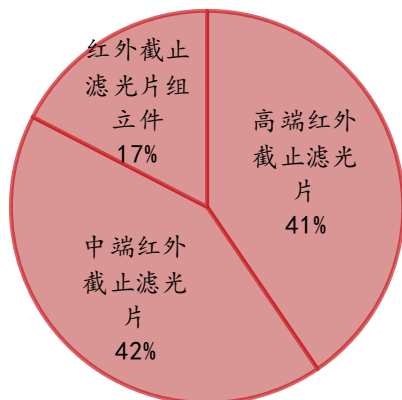
数据来源: CCID, 中邮证券研发部

## 2.2 核心技术镀膜工艺积累深厚, 将收获产品结构提升, 市占率提升

红外截止滤光片制造过程中包含膜系设计技术、精密平面光学冷加工技术、光学级超声波清洗技术、精密光学镀膜技术、半导体级切割技术、表面质量控制技术, 其中镀膜技术是最为关键的技术, 基本采用热蒸发镀膜技术。目前红外截止滤光片的生产厂商除了水晶光电外, 主要还有韩国奥拓仑, 欧菲光 (002456), 三家公司市场占有率超过 60%。

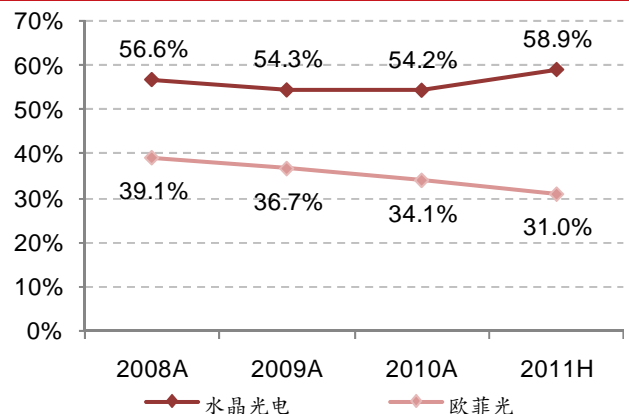
公司在镀膜加工工艺上积累较深, 生产良率控制严格, 可实现红外截止滤光片表面缺陷指标控制在 20 μm 以下, 并具备防静电红外截止滤光片生产工艺专利。目前产品应用在高像素手机镜头模组, 客户群体以日、韩系企业为主。反应在产品结构上, 我们预计公司当前高端红外截止滤光片占比已经超过 50%。从盈利能力上看, 公司近年来红外截止滤光片毛利率维持在 55% 左右, 好于竞争对手欧菲光。

图表 8: 公司 IPO 后, 红外截止滤光片产品结构



数据来源: 公司网站, 中邮证券研发部

图表 9: 红外截止滤光片业务公司毛利率好于欧菲光



数据来源: Wind, 中邮证券研发部

公司当前已形成红外截止滤光片产能约 3 亿片, 将通过增发项目新增红外截止滤光片产能

1.8 亿片，新增的产能将以高端产品为主，顺应手机镜头高像素的趋势。目前，由于智能手机的功能多样化，500 万以上像素已逐渐成为智能手机主流配置，因此，高端红外截止滤光片需求增长预计将好于行业整体。我们预计公司在新增产能支持下，高端红外截止滤光片占有率有望稳步提升。

在高端产品领域保持竞争力的同时，公司将适当覆盖中低端领域。2008 年下半年金融危机后，公司适当放缓了红外截止滤光片扩产项目，导致近年来公司产能始终比较吃紧，在订单选择上放弃了二三线的低端市场。随着产能瓶颈的缓解，公司也将加大国内市场开拓，有望新增舜宇、凤凰光学等国内客户。

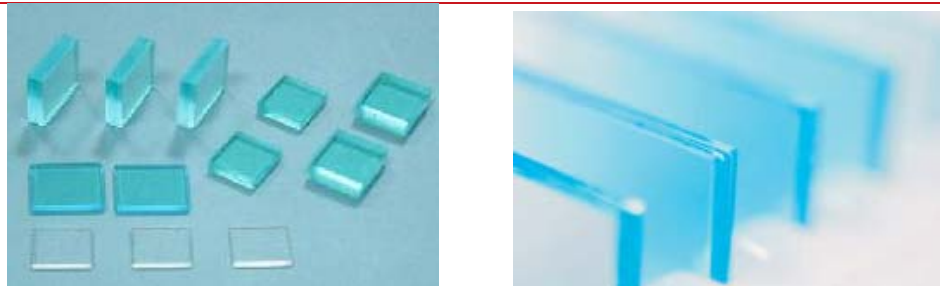
### 2.3 晶圆级红外截止滤光片应用空间尚未打开

公司开发有晶圆级红外截止滤光片产品，在业内率先将半导体加工工艺引入红外截止滤光片生产。该工艺是在 6 英寸或 8 英寸光学玻璃上进行图形化镀膜，然后提供给 CMOS 传感器芯片厂家，通过晶圆级封装技术（WLP）将晶圆、镜头及红外截止滤光片三者进行贴合，再进行切割。采用晶圆级工艺切割后的新模组比传统方式的模组更加精细，成本也将下降 1/3 以上。但目前由于下游高像素镜头配套加工技术尚未成熟，良率不佳，因此应用领域仅局限于手机副镜头等低像素市场。公司是掌握晶圆级红外截止滤光片工艺的少数几家厂商之一，具备十分明显的优势，一旦高像素配套加工工艺有所突破，良率符合产业化要求，晶圆级红外截止滤光片业务有望迎来爆发性增长。但基于谨慎原则，我们暂时假设该项业务未来三年维持平稳运营。

### 3. 单反、单电光学低通滤波器确定性高增长

光学低通滤波器是由两块或多块石英晶体薄板构成的，置于 CCD 影像传感器的前面，使通过镜头后的光波被滤去高频段的频率控制器件，是数字摄像头镜头系统的重要组成部分。只有在镜头组件和 CCD 影像传感器之间加上光学低通滤波器，才能防止 CCD 影像传感器由于像素间隔而产生的伪色与波数，使影像清晰稳定。如在光学低通滤波器表面再增镀一定层数的红外截止膜，还可同时改善红外线对 CCD 成像的影响，进一步提高成像品质。光学低通滤波器应用于数码相机、数码摄像机、单反数码相机以及安防监视器镜头系统等。

图表 10：普通光学低通滤波器（左图）和单反数码相机用光学低通滤波器（右图）



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

### 3.1 普通光学低通滤波器业务增长平稳

普通光学低通滤波器业务主要应用于便携式数码相机领域及安防监视器镜头系统。便携式数码相机市场已较饱和，一方面，它面临着被采用高像素（比如说 800 万像素）摄像头的手机冲击的不利影响，便携式数码相机在分辨率上的优势不明显；另一方面，移动互联网的发展使普通消费者倾向于及时通过网络分享照片，手机拍照提供了极大的灵活性，因此，便携式数码相机市场发展空间受挤压。2010 年，据日本国际相机影像器材工业协会（CIPA）统计，全球便携式数码相机出货量约 1.09 亿台，增长率约为 13%；今年上半年，受日本地震影响部分厂商生产计划及消费需求不佳影响，全球便携式数码相机市场出货量下滑 8%至 5227 万台。

预计未来的普通光学低通滤波器业务的增长点主要在安防监视镜头领域，安防监视摄像机在全球安保需求增长的背景下成长性较好，但目前安防监视摄像机对光学低通滤波器产品品质要求相对不高，市场定位偏向于中低端。未来随着安防监控高清化发展，对配套光学低通滤波器的要求也将提升。

公司当前传统光学低通滤波器产能在 4000 多万片，产品应用以数码相机、数码摄像机为主，客户包括了索尼、佳能、奥林巴斯等知名企业。公司面对的竞争对手主要是日本电波、大真空、爱普生拓优科梦等日本企业，四家企业合计市场占有率在 60%以上，市场相对集中。相比竞争对手，公司在工艺上的劣势已经不明显，而成本可以显著低于日企，长期以来延续订单转移的发展逻辑。今年 3 月下旬日本发生的地震一定程度上将促使日本企业加速本土产能外移，公司有望提升在供应链中地位。因此，我们认为传统光学低通滤波器业务受惠于订单转移，预期仍会有平衡增长。

### 3.2 单反、单电光学低通滤波器高增长确定

尽管便携式数码相机由于高像素手机冲击，市场规模面临停滞不前的困境，但消费者对专业级数码相机的需求不减。专业级数码相机主要是指单反相机（全称单镜头反光相机），无论是从清晰度还是照片质量上都是一般相机不可比拟的，因此对于专业用户和摄像爱好者其地位不可替代。价位上，目前高端单反数码相机价位仍在 8000 元以上，但入门级单反数码相机主流价位在 5000 元左右，有望刺激更多普通消费者购买。

另一方面，近年来数码相机厂商新开发单电相机（全称单镜头电子取景器相机）品种，凭借体积小、便携性佳以及价格亲和（主流品种价位在 4000 元左右）等优势，销售快速增长。在问世以来的两年多的时间里，松下、索尼、尼康、佳能、奥林巴斯等主流相机厂商纷纷加入单电相机推广，前前后后一共推出 20 余款单电相机，在单反与传统便携式数码相机市场之中，培育了新的需求。

图表 11: 单反相机 (上图) 与单电相机 (下图) 外形对比



数据来源: 互联网, 中邮证券研发部

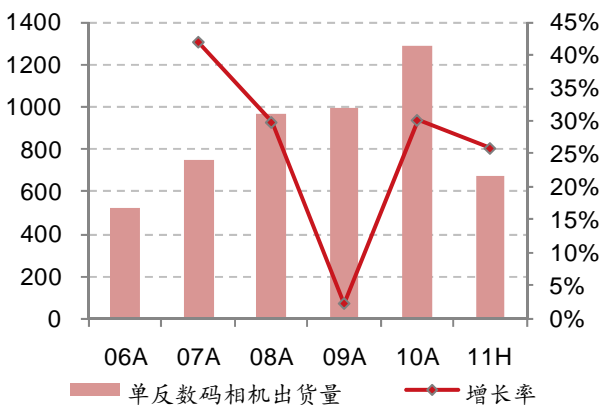
图表 12: 单电相机和单反相机优缺点对比

	单电相机	单反相机
优点	机身、镜头比较轻巧	机身手感好, 镜头性能相对较高
	机震低, 声音小	拥有光学取景器, 取景、对焦方式灵活
	可通过转接环使用大量手动镜头	可 AF 的镜头群选择性大
	制造门槛和成本相对较低	高端相机仍以单反为主
缺点	取景、对焦方式单一	反光镜及光学取景器使得机身较大
	缺乏手感、电池不太耐用	便携性较低
	系统扩展性低	购机之后的后续投入可能很高

数据来源: 互联网, 中邮证券研发部

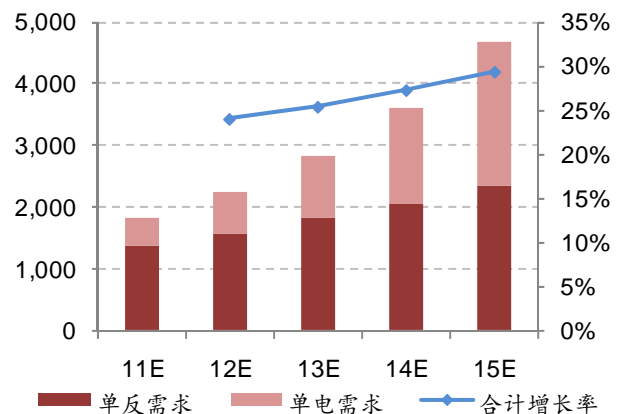
2010 年全球单反数码相机出货量为 1,289 万台, 同比增长 30%, 成长性远好于普通便携式数码相机。2011 年上半年, 单反出货量达 675 万台, 增长 26%, 作为相机中的高端产品, 单反受益于需求升级, 销量将保持快速增长。据赛迪预测, 至 2015 年, 全球单反相机出货量将达到 2334.5 万部。单电市场仍处于启动初期, 2010 年全球销量约为 150 万台, 我们预计在各数码大厂持续推广单电相机产品的策略下, 乐观估计至 2015 至, 单电相机出货量将接近于单反相机。在单反及单电相机迅速增长带动下, 单反单电用光学低通滤波器需求将保持 25% 左右的增速。

图表 13: 全球单反数码相机出货量 (万台) 保持高增长



数据来源: 日本相机与影像产品协会, 中邮证券研发部

图表 14: 单反单电用光学低通滤波器需求 (万套) 预计



数据来源: CCID, 中邮证券研发部

应用于单反、单电数码相机用的光学低通滤波器是大面阵高清数字成像系统滤光器件, 由光学水晶与蓝玻璃有效组合, 及表面膜层镀制而成, 具有防静电、高透、改善角度效应的功能。单反、单电相机用的光学低通滤波器是普通光学低通滤波器的数倍大, 并且对其表面缺陷也提出了更高的要求, 另外由于该产品的防尘、防静电的要求, 必须要镀具有防尘防静电功能的膜而不能使用一般光学低通滤波器的 AR、IR 膜。因此, 单反、单电相机用的光学低通滤波器单价远高于普通光学低通滤波器, 通常是后者的 10-20 倍。

公司已形成单反单电用光学低通滤波器产能约 250 万套，拟通过增发募投项目扩充产能 360 万套。在下游客户方面，日本地震加速日企的订单转移，公司在供应链中地位得到提升。除了原有主要客户以外，下半年全球单反数码相机占有率第一的企业也将加大释放给公司订单，从上半年约 2 万片/月提升至 10 万片以上，另一家单反相机品牌大厂也正式将公司纳入供应链，预计 2012 年将新增 10 万片/月的需求。因此，我们认为单反、单电光学低通滤波器将是确定性的高增长业务。

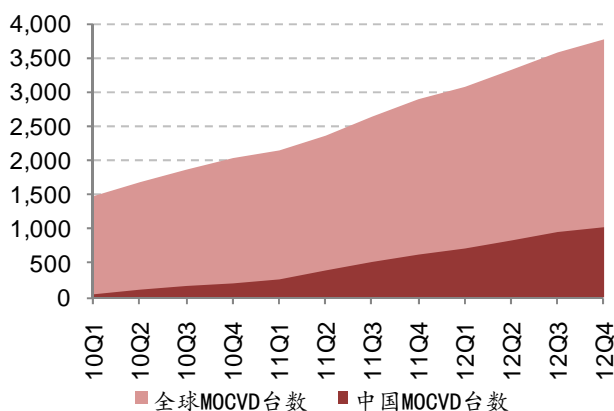
#### 4. 蓝宝石衬底需求预计 2012 年将好转

LED 外延片生长所用衬底包括 SiC、硅、蓝宝石等。蓝宝石是由氧化铝 (Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>) 六方结构单晶组成，具有机械强度高，器件稳定，透光率好，低介电损耗，优良的表面光洁度以及耐高温，抗化学侵蚀等优点，相比于硅衬底，后者的产业化技术仍不成熟，难以大规模应用；而相比于 SiC 衬底，蓝宝石衬底价格优势明显，即便存在低导热及导电特性以及晶格匹配率不佳等缺陷，但因低功率 LED 产生热能有限，大功率 LED 可通过封装材料及散热技术克服，因此蓝宝石是 LED 衬底的理想材料，应用占比约在 9 成以上。目前，主流的蓝宝石衬底以 2 英寸为主（预计比例在 80% 以上），4 英寸产品也有一些厂商开始导入。

##### 4.1 今年以来蓝宝石衬底供需阶段性失衡，价格大幅下降

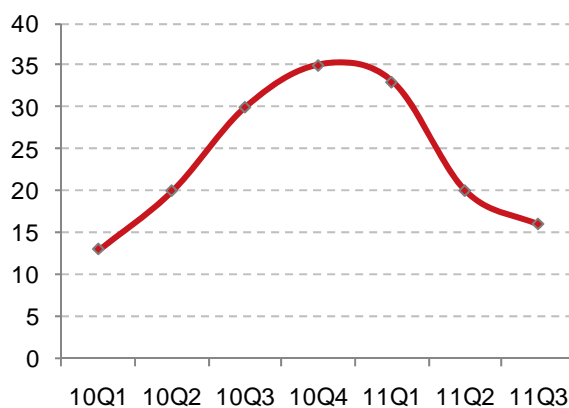
2009 年下半年以来，受 NB、LCD TV、显示器 LED 背光源的渗透率迅速提升，下游 LED 生产设备 MOCVD 开始大幅扩充，而蓝宝石衬底企业跟进扩产速度较慢，导致了蓝宝石衬底供不应求，价格持续攀升，2 英寸每片价格自 10 美元左右最高上扬至 30 美元以上。随着 2010 年下半年蓝宝石领域厂商纷纷扩产，供给瓶颈得到大幅缓解。而今年以来，液晶电视等需求增长放缓，LED 照明迟迟无法放量，LED 需求增长幅度远低于厂商预期，导致 LED 外延片厂商开工率下滑，蓝宝石需求下降，行业供需出现逆转。今年以来，LED 蓝宝石价格持续下滑，当前价格在 16 美元左右，预计价格仍可能进一步下降。

图表 15: 全球和中国 MOCVD 台数预估



数据来源: Displaybank, 中邮证券研发部

图表 16: 2 寸蓝宝石衬底 2010 年以来价格 (美元/片) 走势



数据来源: 公开资料, 中邮证券研发部整理

据 Displaybank 估计, 2011 年, 全球蓝光 MOCVD 设备有望新增约 850 台左右, 假设 90% 的设备采用蓝宝石衬底, 平均每炉可生长外延片 45 片, 按照每台设备每天运转 2.5 次, 每月运转 27 天测算, 2011 年新增 MOCVD 设备对应的蓝宝石衬底需求增长为 232 万片/月, 2012 年新增 MOCVD 设备对应的蓝宝石衬底需求增长为 243 万片/月。

而根据公开资料, 2011 年新增的蓝宝石衬底产能主要来自台湾厂商, 兆远、兆晶、晶美、中美晶、合晶等厂商预计至 2011 年底累计扩产幅度约 140 万片/月。上述五家厂商 2010 年市场占有率约 60%, 我们假定维持其市场占有率不变, 则其它厂商累计扩产幅度约 100 万片/月, 累计新增供给为 240 万片/月, 与新增需求基本匹配。因此, 当前蓝宝石衬底领域价格的大幅下跌主要源于下游 LED 企业 MOCVD 开工率不足, 阶段性供大于求。

图表 17: 蓝宝石衬底 (2 英寸) 新增需求假设

	2011 年	2012 年
新增 MOCVD 设备台数	850	815
采用蓝宝石衬底设备占比	90%	90%
平均每炉可生长外延片	45	49
单台设备每天运转次数	2.5	2.5
每月运转天数	27	27
<b>每月新增蓝宝石衬底需求 (万片)</b>	<b>232.3</b>	<b>242.6</b>

数据来源: 公开资料, 中邮证券研发部整理

图表 18: 蓝宝石衬底 (2 英寸) 新增供给假设

	2010 年底月产能	2011 年新增月产能	2011 年底月产能
晶美	40	60	100
兆晶	30	30	60
兆远	30	20	50
中美晶	6	18	24
合晶	10	10	20
<b>台湾地区合计 (万片)</b>	<b>116</b>	<b>138</b>	<b>254</b>
合计市场占有率	60%	-	60%
其它厂商	80	100	180
<b>合计 (万片)</b>	<b>196</b>	<b>238</b>	<b>434</b>

数据来源: 公开资料, 中邮证券研发部整理

目前, 大陆地区多家公司仍看好蓝宝石领域应用前景, 如晶桥光电、协鑫光电、贵阳工投、四联集团等, 纷纷涉足进入蓝宝石晶体及蓝宝石衬底领域。而当前国内主要蓝宝石生产企业云南蓝晶也加大投资力度, 近期宣布其投资 18 亿元新建年产 4 英寸蓝宝石衬底 200 万片、6 英寸蓝宝石衬底 45 万片的项目, 已获发改委批准。上市公司方面, 除了水晶光电外, 东晶电子、晶源电子、天通股份亦在蓝宝石衬底方面有投资。以当前各家企业宣布的投资计划, 预计至 2012 年底我国将形成蓝宝石衬底 (2 英寸) 产能 620 万片/月, 存在供大于求隐忧。

图表 19: 国内主要蓝宝石衬底投资项目介绍

公司	投资金额	地点	简介	2012 年底月产能 (万片)
晶桥光电	15 亿	合肥	3-5 年内创造 20 亿元以上的蓝宝石销售额	16.7
科瑞斯达	6000 万	河南焦作	衬底, 1 期年产能 36 万片, 2 期年产能 60 万片	3
协鑫光电	100 亿	江苏盐城	LED 外延片、芯片生产、制造、研发一体化基地	-
上海巴世玛	5.6 亿	江西宜春	五年内建立 200 台长晶炉	-
中晶光电	2 亿	江苏武进	-	-

香港青相国际	30 亿	连云港	今年投建 3 台长晶炉，2012 年投建 27 台长晶炉，远景是 500 台	-
贵阳工投	22 亿	贵阳	和 GT Solar 合作，年产能 3000 万片	125
四联集团	21 亿	重庆	陆续增加长晶炉，2012 年底形成产能 900 万片	75
上城科技	5 亿	海宁	年产 600 万片的蓝宝石衬底生产线	50
康蓝光电	20 亿	芜湖	年产 1200 万片蓝宝石晶片	100
露笑集团	11 亿	浙江诸暨	10 年 10 月研发成功，11 年 5 月可投产	33.3
南京高精传动	50 亿	合肥	400 台长晶设备	-
中赛光电	5.6 亿	江西宜春	年产值约 3.6 亿	-
云南蓝晶	18 亿	云南玉溪	目前年产能是 800 万片，到今年年底将达到 1300 万片的年产能	108

数据来源：高工 LED，中邮证券研发部整理

图表 20：国内上市公司蓝宝石衬底投资项目介绍

总投资		简介	效益预估
东晶电子	12 亿元	年产蓝宝石衬底 750 万片，包括蓝宝石晶体生长和开盒（掏棒）生产车间，以及后续的蓝宝石晶体切割和研磨、抛光生产车间。2012 年底完成一期投资。	预计年收入 17.5 亿元，年均利润总额 5.25 亿元（按 200~250 元/片测算）
晶源电子	0.79 亿元	年产 2"~4" 蓝宝石衬底 120 万片。2012 年投产。	预计年收入 1.2 亿元，年均利润总额 2100 万元（按 85~105 元/片测算）
天通股份	3.6 亿元	年产 4" 蓝宝石衬底 60 万片。	预计收入 3.0 亿元，年均利润 7732 万
水晶光电	3 亿元	年产蓝宝石衬底 360 万片，图形化蓝宝石 LED 衬底 240 万片。	预计收入 11.0 亿元，税后利润 1.09 亿元

数据来源：公开资料，中邮证券研发部

## 4.2 预计 2012 年公司 LED 衬底项目销售有望进入轨道

公司携领先的光学冷加工技术和半导体光刻技术进入 LED 蓝宝石衬底加工领域，投资 3 亿元，拟形成蓝宝石衬底 360 万片，图形化蓝宝石衬底 240 万片。图形化蓝宝石衬底（PSS），是通过半导体技术在蓝宝石基板上制作图形，达到规格的矩阵，有效提升其内部量子效率与外部取光效率，以达到消除普通蓝宝石衬底制成的 LED 容易使光在内部进行反射，且部分光会被基板吸收的不足。图形化衬底约能提高光效 30% 以上，可以满足高功率 LED 芯片需求。目前图形化蓝宝石衬底相比普通产品每片价格约高出 8-10 美元，附加值高。

截止 3 季度，公司已形成 12 万片/月的产能，图形化蓝宝石衬底预计至年底将达到 2 万片/月的产能，并且已具备 4 英寸衬底的加工能力。相比其它准备进入该领域的企业，公司已具备先发优势，并且拥有图形化衬底，4 英寸衬底等高端产品配套能力。今年以来，受制于下游 LED 外延片厂开工率低的不利因素，公司 LED 蓝宝石销售进度低于预期，目前仍处于积极送样予下游 LED 厂客户认证的阶段。据了解，目前下游客户对公司产品反馈较积极，但因市况不佳，正式采购意愿弱，且部分厂商报价过低，影响了销售。我们预计 2012 年，LED 行业在消费终端产品增长带动，以及 LED 照明领域进一步拓宽市场的带动下，需求将有所提升，可带动公司蓝宝石衬底产品销售放量。公司下一步将视市场需求扩充产能至 600 万片/年，其中包括 240 万片图形化加工衬底。

我们预计公司蓝宝石衬底业务达产后的毛利率在 20-25% 之间。蓝宝石衬底业务规模化后运营团队仅需几十个人，因此费用率亦较低，净利润贡献预计较为可观。公司在蓝宝石衬底业务上产业链存在进一步上移，往蓝宝石晶体生长环节延伸的可能，一方面是公司在传统晶体生长方面具备技术沉淀，技术障碍小，另一方面，介入晶体生长，实现晶体自给，将提升蓝宝石衬底业务的盈利能力。

## 5. 微型投影仪模组业绩弹性十足

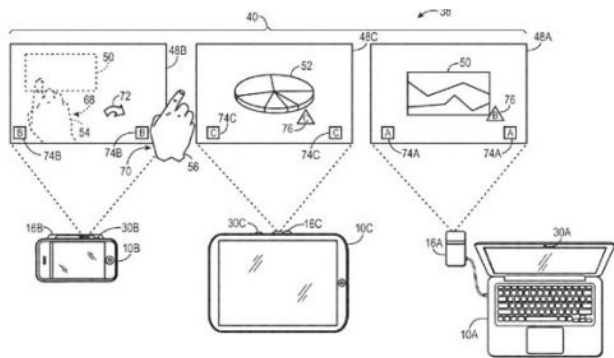
微型投影可以应用于现有的消费电子领域，如 MP4、笔记本电脑、手机等领域，将现有的可观看屏幕大幅扩大，满足娱乐、商务等需求，可能成为消费电子下一个主流配置功能。目前，微投主要有三种技术路线，DLP, LCOS 和 Laser Scan。DLP 由 TI 主导，技术较为成熟，具备对比度高、光源效能高等优点，但成本过高及专利限制多等不足可能限制其应用推广。LCOS 由 3M 主导，成本低是其主要优势。Laser Scan 由 Microvision 主导，采用激光作为光源，色彩好，但成本最高。

### 5.1 微投模组手机应用渐行渐近

当前微型投影仪主要应用于军事、汽车、工业和医疗设备等小众领域，而笔记本电脑、手机等市场规模庞大的消费电子终端设备应用极少。根据 PMA 统计，微型投影仪 2011 年全球出货量预计可达到 300 万台，主要是以 DLP 技术产品为主，而 LCOS 月出货量在 10 万片以下。由于手机、笔记本电脑、MP4 等电子产品市场规模大，若成功导入微型投影功能，将极大拓展微型投影仪市场空间。

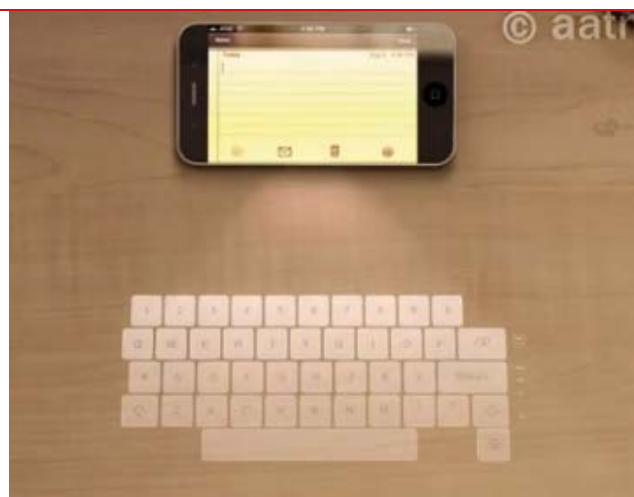
先前，三星与扬明光曾合作推出带有 DLP 微投功能的手机，但因技术成熟度不佳，售价过高等原因，销售平淡。此后，索尼、三星以及夏普等对于微投功能持续关注，但受限于投影效果低及价格高昂，始终无法很好地打开应用空间。随着技术进步及价格的下降，微投的手机应用重新被寄予厚望。尤其是近期，据 Patently Apple 报道，苹果已经拿下了在移动设备中集成微型投影机的专利，未来的苹果终端产品（包括 iPhone/iPad/Mac book）有望配置微投模组。微投模组在手机领域的应用渐行渐进。

图表 21：苹果申请的微投相关专利



数据来源：互联网，中邮证券研发部

图表 22：网上流传的下一代 iPhone 的微投功能展示



数据来源：互联网，中邮证券研发部

微型投影仪在消费电子领域的突破，预计有两种模式，第一种是由苹果、三星等主流消费电子品牌进行推广，带动其它终端厂商加速微投功能的普及；另一种是国内的山寨手机率先集成微投功能，形成一定的市场人气，然后知名品牌厂再跟进应用。无论哪一种模式，

考虑到 LCOS 在消费电子微投市场，提供了较适合的成本、效率、亮度和分辨率组合，因此，一旦消费终端设备领域微投功能大规模加载，LCOS 均可能迅速成为主流应用技术之一，尤其是考虑到手机、笔记本电脑等产品消费者对价格敏感度高于工业领域，二三线消费电子品牌对微投功能的选择可能以 LCOS 技术为主。预计未来市场结构将呈现出高端市场采用 DLP 技术，而中低端市场采用 LCOS 技术的格局。

## 5.2 公司微投模组业务储备已久，业绩弹性大

公司持股 72% 的晶景光电提供 LCOS 产品，相关研发人员从事 LCOS 技术研究近 9 年。目前已逐渐进入产业化环节，形成一条生产线，可提供独立式（应用于便携投影仪、移动电视、KTV 投影、教学投影等）、手持式（应用于手持式投影机、数码相机、游戏机等）以及内嵌式（应用于手机、数码相机、MP4 等超薄型电子产品等）三类产品，月出货量在 3 万片左右。

图表 23：公司微型投影模组产品



数据来源：公司网站，中邮证券研发部

目前 LCOS 在手机领域的规模化应用仍存在以下局限性：（1）功耗仍然较大，内嵌入手机的话，投影时长仅 2 个小时左右；（2）目前亮度在 8 流明左右，在强光环境下显示效果仍不太理想；（3）模组售价在 20 美金以上，成本还是偏高。晶景光电目前已可提供厚度在 9mm，亮度在 5 流明左右的产品，模组售价在 200 元左右；拟开发新一代产品厚度控制在 7mm，亮度提升至 7-8 流明，并将进一步压缩价格。2011 上半年，晶景光电与国内某手机大厂达成合作，搭载晶景微投模组的新款手机预计可于九月份推出，拉动微投模组业务放量至 10 万片/月左右。今年以来晶景光电与国内其它主流手机/电子书制造商的洽谈力度也有明显增加。

目前能够顺利实现微投模组产业化的企业只有三家，晶景光电有一定的技术领先优势与市场先发优势。首先，LCOS 产品中核心的光学器件由于晶景光电背靠水电光电，在光学薄膜加工上，可以充分利用现有设备和技术，大幅缩短了开发时间，而对于微投模组里面的软件系统开发，公司也积累较久，构筑了一定的技术壁垒；其次，微投模组在终端产品上的应用，需要前期设计过程中，终端厂与晶景光电进行充分的合作，结合微投模组产品去做设计，一定程度上也构筑了壁垒。

微投模组业务当前基本处于盈亏平衡状态，我们预计 2012 年，微投业务将开始贡献净利润。考虑到市场空间有望在短期内迅速拓展，我们认为微投业务业绩弹性大。

图表 24：公司微投模组出货量假设

	假设条件	2011E	2012E	2013E
智能手机出货量 (亿部)		4.79	6.35	7.90
	悲观	0.3%	0.5%	0.5%
内嵌微投功能比率	中性	0.4%	1.5%	3.0%
	乐观	0.5%	3.0%	5.0%
LCOS 技术所占比例	-	30%	50%	60%
	悲观	43	159	237
手机领域 LCOS 微投出货量 (万部)	中性	57	476	1,423
	乐观	72	952	2,371
其它领域出货量 (万部)	中性	50	150	360
LCOS 微投全部出货量 (万部)	中性	107	626	1,723
晶景光电出货量 (万部)	中性	20	120	360
市场占有率	-	19%	19%	21%

数据来源：公开资料，中邮证券研发部整理

微投模组领域，除了 LCOS 技术之外，公司也正积极投入 DLP 产品研发，目前已有三四个博士在攻克这个领域，拟形成更具竞争力的产品体系。

## 6. 传统业务依然快速增长，新业务弹性大

综合我们上述的分析，我们预计公司传统业务（包括红外截止滤光片组立件、普通光学低通滤波器、单反单电数码相机用光学低通滤波器以及投影机散热板，光学窗口片）在 2011-2013 年收入分别为 4.28 亿元、5.24 亿元和 6.59 亿元，仍保持快速的增长。新的产品业务（包括 LED 衬底、窄带滤光片和微投模组）弹性较大，预计未来三年收入分别为 0.84 亿元、5.53 亿元和 9.50 亿元。合计营业收入在 2011-2013 年公司分别为 5.29 亿元，9.90 亿元和 16.15 亿元，分别增长 62.8%，87.1%和 63.1%。对于公司的分项业务收入预测如下表：

图表 25：公司分项业务收入预测

收入(万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
红外截止滤光片组立件	13,750	20,874	26,671	32,254
普通光学低通滤波器	7,373	7,705	8,052	8,414
单反、单电数码相机用光学低通滤波器	6,433	11,250	14,400	21,600
其他(投影机散热板，光学窗口片等)	4,960	3,000	3,300	3,630
LED 衬底		2,800	35,760	54,000
窄带滤光片		2,000	4,500	8,600
微型投影模组		3,600	15,000	32,400
<b>合计收入</b>	<b>32,517</b>	<b>51,229</b>	<b>107,683</b>	<b>160,898</b>
yoy	76.1%	57.5%	110.2%	49.4%

数据来源：公开资料，中邮证券研发部整理（注：2010 年其他业务包括 LED 衬底、窄带滤光片、微投模组等）

公司技术竞争力强，尽管产品本身面临降价压力，但通过持续的工艺改进，基本上可以维持毛利率稳定。综合毛利率方面，由于 LED 蓝宝石衬底业务毛利率低于公司现有产品线，预计在蓝宝石衬底收入快速增长，占比提升下，公司综合毛利率将下滑，2011-2013 年综合毛利率分别为 45.3%，36.5%和 35.3%。

公司股权激励预计将新增管理费用每年约 800 万元；由于 LED 蓝宝石业务费用较低，公司

未来销售费用和管理费用增长幅度将低于收入增长幅度。预计未来三年销售费用率分别为 1.25%，1.20%和 1.10%；管理费用率分别为 12.1%，11.1%和 10.2%。

图表 26：公司分项业务毛利率预测

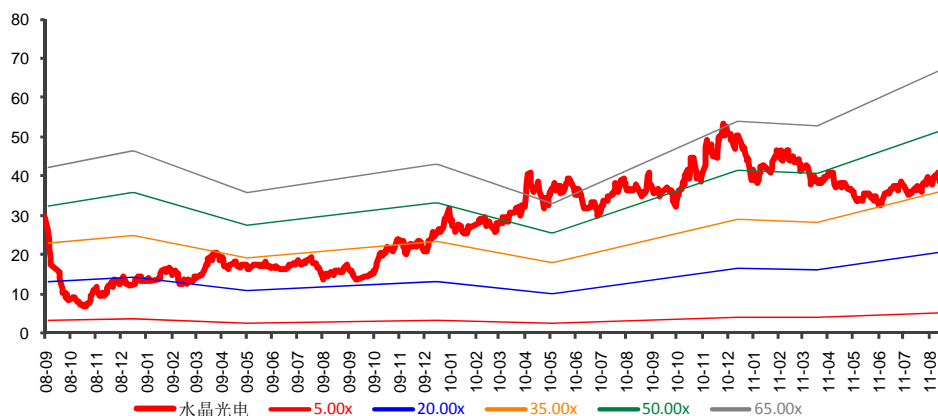
毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
红外截止滤光片组立件	54.2%	56.0%	55.0%	55.0%
普通光学低通滤波器	42.4%	37.0%	36.0%	36.0%
单反、单电数码相机用光学低通滤波器	35.7%	38.0%	37.0%	37.0%
其他(投影机散热板, 光学窗口片等)		50.0%	50.0%	50.0%
LED 衬底		22.0%	21.0%	21.0%
窄带滤光片		60.0%	60.0%	60.0%
微型投影模组		30.0%	30.0%	30.0%
<b>合计收入</b>	<b>48.1%</b>	<b>45.3%</b>	<b>36.5%</b>	<b>35.3%</b>
yoy	-3.6%	-2.8%	-8.9%	-1.2%

数据来源：公开资料，中邮证券研发部整理（注：2010 年其他业务包括 LED 衬底、窄带滤光片、微投模组等）

我们预计公司 2011 年-2013 年净利润为 1.34 亿元, 2.10 亿元和 3.07 亿元, 分别增长 42.6%, 57.0%和 46.1%，按照现有股本对应每股收益分别为 1.19 元，1.86 元和 2.72 元。假设公司将于今年完成非公开发行（2000 万股），考虑融资后的摊薄效应，对应每股收益分别为 1.01 元，1.58 元和 2.31 元。

公司在光学薄膜领域掌握核心技术，竞争力强，且技术储备多，近年来持续有新技术可以实现产业化，目前产品储备中除了微投和蓝宝石衬底外，阵列型晶圆级滤光片、反射式聚光太阳能二极聚光器也有进一步产业化前景。正因为如此，上市以来，公司估值持续处于较高水准。公司当前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 38 倍、24 倍和 17 倍（摊薄后），处于近年来公司股价主要运行区间（35-65 倍 PE）下限。

图表 27：公司历史 PE Band



数据来源：Wind，中邮证券研发部

A 股从事光学薄膜产品的公司主要有欧菲光，但其业务重心逐步转向触摸屏为主，因此可比性较差；从事蓝宝石业务的主要有东晶电子，晶源电子，天通股份等，上述公司尚无蓝宝石业务收入，且其主营业务多半处于较低的盈利水准，估值缺乏可比性。

综合上述分析，考虑到公司未来三年增速较高，微投模组业务有望贡献进一步超预期因素，我们给予公司“推荐”投资评级。

图表 28：相关公司估值情况

股票代码	股票简称	股价	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE
002456	欧菲光	18.85	0.40	0.94	48	20
002199	东晶电子	14.91	0.26	0.94	57	16
002049	晶源电子	21.22	0.56	0.87	38	24
600330	天通股份	10.61	0.00	0.25	-	42

数据来源：Wind，中邮证券研发部（注：盈利预测取自 wind 一致预期）

我们认为公司风险主要有：

- (1) 消费电子产品需求增速放缓风险。当前全球经济前景动荡，电子产品需求可能受此影响而出现增速放缓风险。公司产品主要应用于手机、数码相机、数码摄像机等数码终端产品，需求不振将影响到公司主要业务增长力度。
- (2) LED 衬底产能过剩风险。LED 衬底业务将对公司 2012-2013 年业绩有较大贡献。LED 行业景气度与 LED 衬底需求、价格密切相关，若 LED 行业景气未能如预期复苏，LED 衬底价格存在进一步下跌风险。此外，今年以来，大陆 LED 衬底新增投资较多，存在产能集中释放造成供给过剩的风险。
- (3) 微型投影仪需求低于预期风险。尽管我们对公司微型投影仪采用中性假设条件预估，但仍预计微型投影仪在手机领域渗透率将逐步提高。若微型投影仪因价格、市场因素未能增加其市场规模，公司的微型投影仪业务需求将低于预期。
- (4) 2012 年搬迁影响生产进度的风险。预计公司将于 2012 年上半年启用江西鹰潭生产基地，届时搬迁将对公司生产经营造成一定影响，可能影响当期营业收入和净利润。

图表 29: 公司盈利预测表 (单位:万元)

资产负债表						损益表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>324</b>	<b>331</b>	<b>920</b>	<b>957</b>	<b>1198</b>	<b>营业收入</b>	188	332	512	1077	1609
货币资金	249	183	734	569	618	减:营业成本	92	175	280	684	1041
应收票据和账款	52	86	128	269	402	营业税金及附加	2	2	4	8	11
预付款项	3	24	5	11	16	营业费用	3	4	6	13	18
存货	19	38	51	108	161	管理费用	29	42	62	120	164
其他	2	1	1	1	1	财务费用	-4	-1	-1	-6	-6
<b>非流动资产</b>	<b>140</b>	<b>220</b>	<b>373</b>	<b>543</b>	<b>580</b>	资产减值损失	2	2	3	6	10
固定资产	133	207	357	523	559	加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	5	9	13	16	18	投资净收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>64</b>	<b>107</b>	<b>158</b>	<b>252</b>	<b>371</b>
其他	2	4	4	4	4	营业外收入	3	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>463</b>	<b>551</b>	<b>1293</b>	<b>1500</b>	<b>1777</b>	营业外支出	0	2	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>33</b>	<b>61</b>	<b>79</b>	<b>135</b>	<b>188</b>	<b>利润总额</b>	<b>67</b>	<b>108</b>	<b>158</b>	<b>252</b>	<b>371</b>
短期借款	0	3	0	0	0	所得税	10	16	24	38	56
应付票据和账款	19	31	51	108	161	<b>净利润</b>	<b>57</b>	<b>92</b>	<b>135</b>	<b>214</b>	<b>316</b>
预收账款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-1	-2	1	4	9
其他	14	27	27	27	27	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58</b>	<b>94</b>	<b>134</b>	<b>210</b>	<b>307</b>
<b>非流动负债</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
其他	7	11	11	11	11						
<b>负债合计</b>	<b>40</b>	<b>72</b>	<b>89</b>	<b>146</b>	<b>199</b>						
股本	87	113	133	133	133						
资本公积	200	174	784	784	784						
留存收益	133	183	277	424	638						
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>420</b>	<b>470</b>	<b>1194</b>	<b>1341</b>	<b>1555</b>						
少数股东权益	3	9	10	14	23						
<b>股东权益合计</b>	<b>423</b>	<b>479</b>	<b>1204</b>	<b>1355</b>	<b>1578</b>						
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>463</b>	<b>551</b>	<b>1293</b>	<b>1500</b>	<b>1777</b>						

主要财务比率					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	1.8%	76.6%	54.4%	110.2	49.4%
EBITDA 增长率	-3.3%	65.1%	42.8%	50.5%	48.8%
净利润增长率	20.9%	62.9%	42.6%	57.0%	46.1%
总资产增长率	9.9%	18.9%	134.6	16.1%	0.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.0%	47.4%	45.3%	36.5%	35.3%
期间费用率	15.1%	13.8%	13.1%	11.8%	10.9%
净利率	30.6%	28.3%	26.1%	19.5%	19.1%
所得税率	15.0%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
ROE	14.3%	20.8%	15.9%	16.4%	20.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	8.7%	13.1%	6.9%	9.7%	11.2%
流动比率	9.69	5.38	11.69	7.09	6.36
速动比率	9.17	5.07	11.21	6.70	5.78
<b>营运能力</b>					
存货周转率	5.35	6.22	6.31	8.61	7.75
应收账款周转率	4.40	4.81	4.78	5.42	4.79
总资产周转率	0.42	0.65	0.56	0.77	0.98
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.66	0.83	1.01	1.58	2.31
每股净资产	4.84	4.17	9.00	10.10	11.72
每股红利	0.00	0.00	0.30	0.47	0.69
每股经营现金	0.64	0.70	1.07	0.68	1.61
<b>估值指标</b>					
P/E	57.59	45.97	37.97	24.19	16.55
P/B	7.90	9.17	4.25	3.79	3.26
EV/EBITDA	59.13	34.48	26.59	18.25	12.41

现金流量表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>142</b>	<b>90</b>	<b>214</b>
税后经营净利润	57	92	135	214	316
折旧摊销	17	22	25	28	43
财务费用	0	1	-1	-6	-6
存货的减少	-3	-17	-14	-56	-53
应收款项变化	-23	-43	-23	-147	-138
应付款项变动	5	20	20	56	53
其它	-0	1	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-0</b>	<b>-1</b>	<b>-178</b>	<b>-198</b>	<b>-79</b>
资本支出	0	0	-178	-198	-79
其他	-0	-1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>588</b>	<b>-57</b>	<b>-86</b>
短期债务	0	0	-3	0	0
长期债务	0	0	0	0	0
股权筹资	0	0	630	0	0
其他	5	0	-39	-57	-86
<b>现金净增加额</b>	<b>60</b>	<b>78</b>	<b>552</b>	<b>-166</b>	<b>49</b>

数据来源: 公司公告, Wind, 中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；  
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；  
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；  
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。