



投资要点:

1、传统产品增长迅速

公司传统产品为光学低通滤波器(含单反用光学低通滤波器)、红外截止滤光片、红外截止滤光片组立件等,受益于数码单反、单电相机、智能手机等新兴消费的需求的快速增长公司,传统业务高速增长,在今年电子行业景气下滑的情况下,公司的业绩高速增长更突出,随着未来数码相机和智能终端对镜头需求的提高,公司未来的增长依然能够得到保证。

2、新产品前景看好

随着微投在手机、NB、相机等等其它电子消费品的渗透率,市场潜力大,公司微投产品市场前景看好;蓝宝石基底短期存在调整需求,但是长期来看,LED照明替代趋势难以阻挡,公司计划募投的蓝宝石基底项目长期看好;窄带滤光片需求主要来自于Kinect的需求。随着技术的进步和用户认知度的提高,体感成为新型交互输入设备的可能性较大,这将具有变革性的意义。

3、经营积极发展看好

公司拟在江西鹰潭经济技术开发区投资设立全资子公司,目前主要承接母公司精密光电薄膜元器件产品部分产能转移和扩产。公司产能转移到中部地区对于公司的成本控制有利。同时公司计划募集资金投入精密光电薄膜元器件技改项目、年产600万片蓝宝石LED衬底项目等已获审批通过,募投项目的发展前景良好,公司的后续发展依然看好

4、投资建议

我们初步预计公司2011-2013年 每股业绩分别为1.13、1.59、2.27元。综合比较行业相关上市公司估值情况,我们认为对应11 年35 PE左右区间较为合理。合理目标价为39.55元。我们给予“推荐”评级。

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	331.82	460.00	643.00	890.00
增长率(%)	76.55%	38.63%	39.78%	38.41%
归属母公司股东净利润	93.76	130.16	183.67	262.11
增长率(%)	62.86%	38.82%	41.11%	42.71%
每股收益(EPS)	0.811	1.13	1.59	2.27
市盈率(P/E)	43.25	31.15	22.08	15.47

数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

水晶光电 002273

2011-9-28

评级 推荐(首次)

目标价格 39.55  
当前价格 35.06

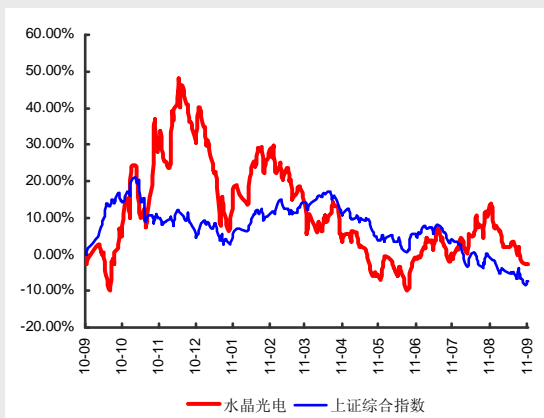
基础数据

总市值(百万) 4054.79  
总股本/流通股本(百万) 115.65/102.48  
流通市值(百万) 3592.82  
每股净资产 5.06  
净资产收益率 6.04%

交易数据

52 周内股价区间 31.31/53.59  
10 年市盈率 43.25  
市净率 6.93

一年期走势图



行业研究员: 朱志勇

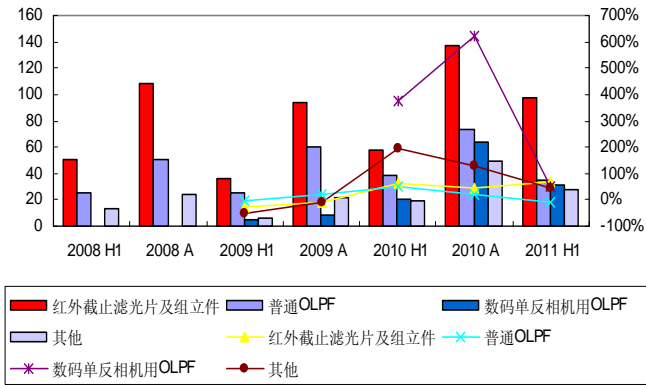
证书编号 S0820209120022  
电话 021-32229888-3510  
E-mail zhuzhiyong@ajzq.com

相关报告

## 一、传统产品增长迅速

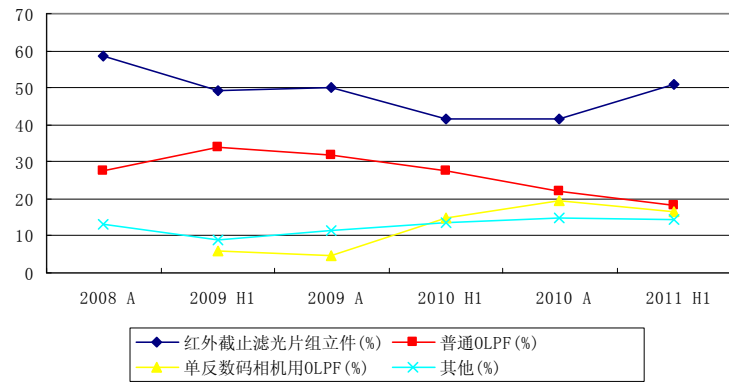
公司目前主要产品为光学低通滤波器（含单反用光学低通滤波器）、红外截止滤光片、红外截止滤光片组立件、投影机散热板，其他产品为窄带滤片、蓝宝石衬底、微型投影模组等产品的生产、加工和销售。产品广泛应用于数码相机、可拍照手机、监控系统、投影机、游戏机等影像领域及半导体照明、显示领域。受益于数码单反、单电相机、智能手机等新兴产品的需求的快速增长公司传统业务高速增长，在今年电子行业景气下滑的情况下，公司的业绩高速增长更显突出，随着未来数码相机和智能终端对镜头需求的提高，公司未来的增长依然能够得到保证。

图 1 公司 2008-2011H1 年公司分产品收入及增速情况（单位：百万元）



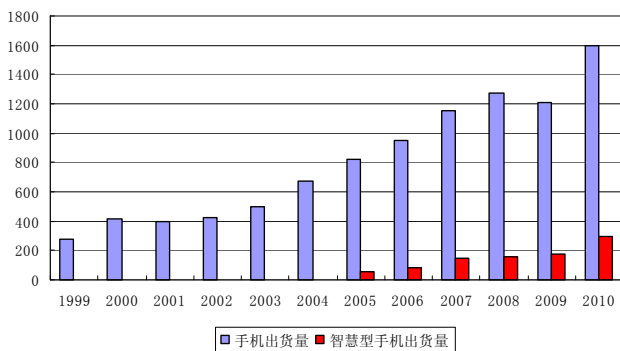
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 2 公司 2008-2011H1 年公司分产品收入占比情况



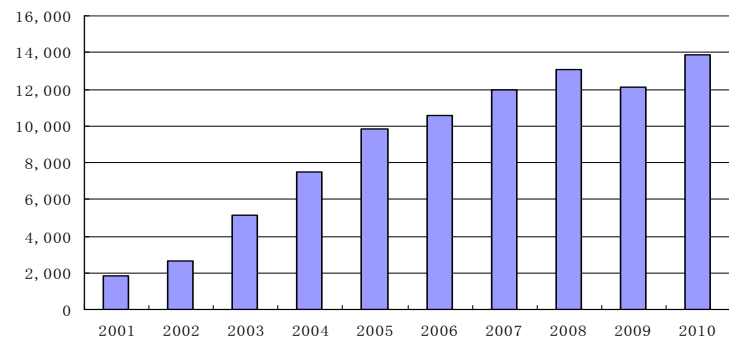
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

图 3 全球手机、智能手机出货量（单位：百万支）



数据来源：嘉实资讯 爱建证券研究发展总部

图 4 全球数码相机出货量（单位：百万台）



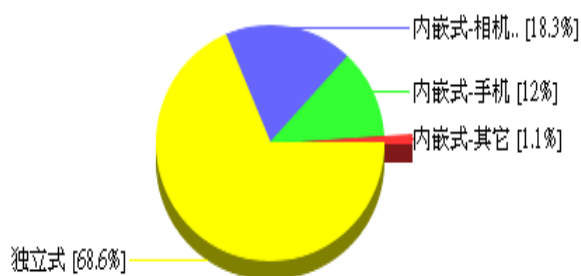
数据来源：嘉实资讯 爱建证券研究发展总部

## 二、新产品前景看好

### 1、微投市场潜力大

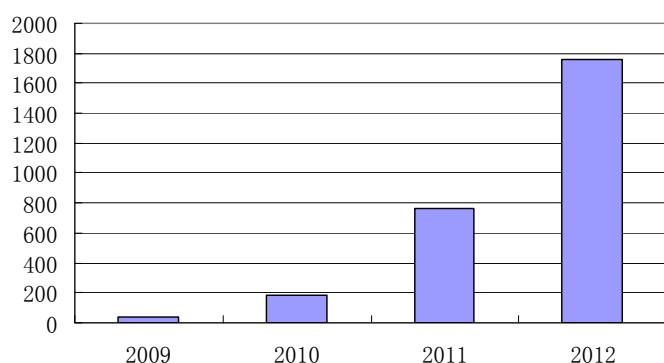
公司控股子公司晶景光电的注册资本 2,400 万元人民币，公司合计出资 1,745.76 万元人民币，占注册资本的 72.74%。主要从事微型投影系列光机模组设计、制造。公司生产 LCOS 技术产品，目前已逐渐进入产业化环节，月出货量在 3 万片左右。上半年晶景光电亏损 157 万。目前行业处于起步阶段，预计未来随着微投在手机、NB、相机等等其它电子消费品的应用，市场潜力大。

图 5 2010 年微型投产品应用市场



数据来源：嘉实资讯 爱建证券研究发展总部

图 6 全球微型投影仪市场（单位：万台，预估值）



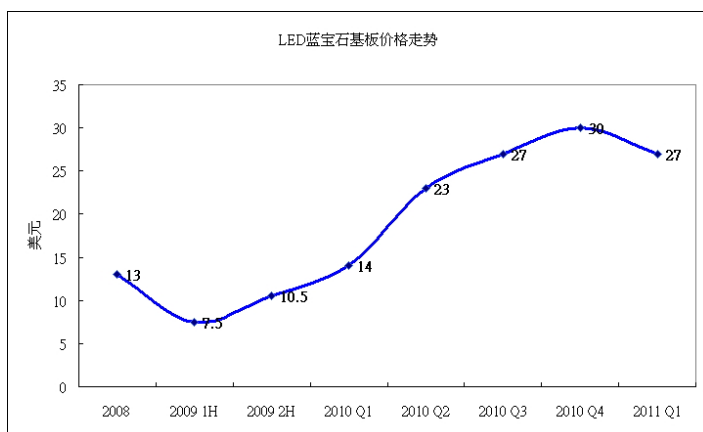
数据来源：嘉实资讯 爱建证券研究发展总部

### 2、蓝宝石基底长期看好

2010 年，公司研发成功蓝宝石 LED 衬底生产技术并小批量试产，进入 LED 衬底制造领域。赛迪顾问统计，2010 年全球蓝宝石 LED 衬底总出货量达到 4,902.8 万片，比 2009 年增长 93.1%。据 Displaybank 估计，2011 年，全球蓝光 MOCVD 设备有望新增约 850 台左右。蓝宝石基底需求动力较强。

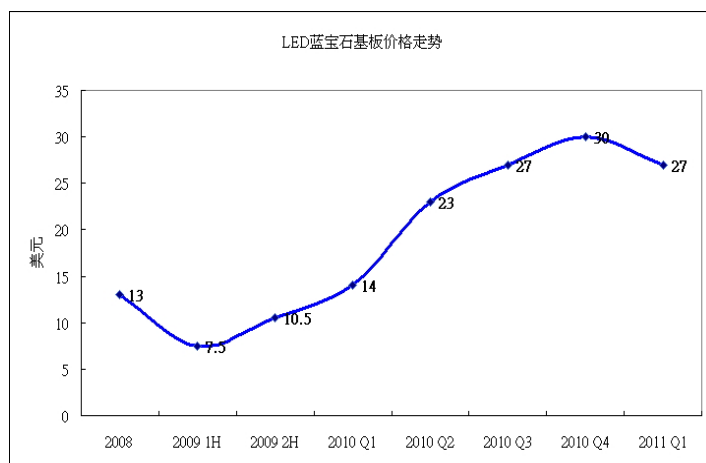
由于库存的压力和下游终端市场需求的低迷的影响，产品价格下降迅速，LED 企业的营收压力较大。四季度圣诞节的需求会短时间内增加需求，但是由于照明市场低于预期。供大于求的局面预计将会持续一段时间。国内企业在面对这波不景气的冲击下，对于产能扩充也采取相对保守的态度。预计对于 2012 年 LED 价格的后市产生正面的影响。由于短期的供需失衡，蓝宝石基底短期存在调整需求，但是长期来看，LED 照明替代趋势难以阻挡，公司计划募投的蓝宝石基底项目长期看好

图 7 蓝宝石基板价格走势



数据来源：嘉实资讯 爱建证券研究发展总部

图 8 LED 蓝宝石晶棒价格走势



数据来源：嘉实资讯 爱建证券研究发展总部

### 3、新型交互输入方式

窄带滤光片属于带通滤光片，是一种可以让特定波长的光通过而让其它波段的光反射(或衰减)的光学组件。目前窄带滤光片主要应用于微软 XBOX360 的体感周边外设 Kinect 上。Kinect 是一种 3D 体感摄影机，该产品上有两个关键的摄像头，分别是景深摄像头及 RGB 摄像头，窄带滤光片是其中景深摄像头的必要元件。由于窄带滤光片生产难度较高，目前仅美国 JDSU 公司和公司能够高质量生产并保持较高的产品良率。

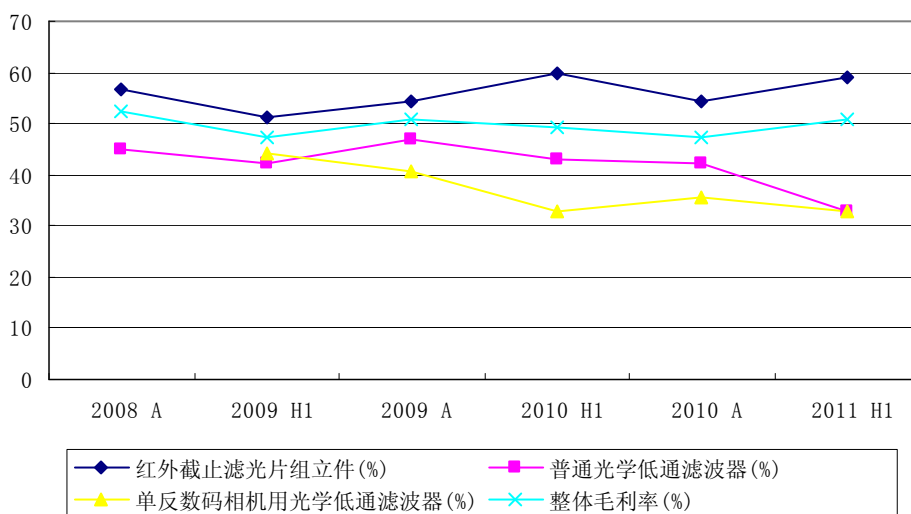
体感目前主要产品是 Kinect 用于游戏，目前公司产品的需求主要来自于 Kinect 的需求。随着技术的进步和用户认知度的提高，体感成为新型交互输入设备的可能性较大，这将具有变革性的意义。

## 三、公司的快速增长能够持续

### 1、毛利率保持稳定

由于技术壁垒较高公司红外截止滤光片及组立件片毛利率一直维持较高的水平。光学低通滤波器（含单反用光学低通滤波器）受下游产品价格影响有所下降，公司其他产品属于新兴产品毛利率较高。整体上与去年同期相比，毛利率略有下滑，但是新兴产品的的毛利率有提升的趋势，预计公司产品的毛利率将保持稳中有升。

图 9 毛利率情况



数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

## 2、经营积极发展看好

公司拟在江西鹰潭经济技术开发区投资设立全资子公司, 目前主要承接母公司精密光电薄膜元器件产品部分产能转移和扩产。公司产能转移到中部地区对于公司的成本控制有利。同时公司计划募集资金投入精密光电薄膜元器件技改项目、年产 600 万片蓝宝石 LED 衬底项目等已获审批通过, 募投项目的发展前景良好, 公司的后续发展依然看好。

## 四、盈利预测与估值

综合前面分析, 我们初步预计公司 2011-2013 年 每股业绩分别为 1.13、1.59、2.27 元。综合比较行业相关上市公司估值情况, 我们认为对应 11 年 35 PE 左右区间较为合理。合理目标价为 39.55 元。我们给予“推荐”评级。

表 1 盈利预测表(单位:百万元)

报表预测					
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	187.95	331.82	460.00	643.00	890.00
减: 营业成本	92.17	174.62	228.16	313.14	418.30
营业税金及附加	1.62	2.07	2.87	4.01	5.55
营业费用	2.91	4.36	6.67	9.84	14.24
管理费用	29.45	42.46	59.80	86.81	124.60
财务费用	-4.05	-1.18	-1.10	-1.53	-2.70
资产减值损失	1.83	2.42	3.00	4.00	6.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

请务必阅读正文之后的重要声明

公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	64.02	107.07	160.60	226.73	324.01
加: 其他非经营损益	2.74	0.66	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	66.76	107.73	160.60	226.73	324.01
减: 所得税	10.02	15.92	29.44	41.57	59.40
<b>净利润</b>	56.74	91.81	131.16	185.17	264.61
减: 少数股东损益	-0.83	-1.96	1.00	1.50	2.50
<b>归属母公司股东净利润</b>	57.57	93.76	130.16	183.67	262.11
<b>资产负债表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
货币资金	239.94	160.41	300.16	369.04	582.31
应收和预付款项	55.68	110.36	112.41	198.45	230.40
存货	18.57	37.60	41.31	66.99	77.68
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	132.54	207.36	175.98	143.59	109.20
无形资产和开发支出	4.99	9.50	8.49	7.49	6.48
其他非流动资产	0.49	1.36	0.68	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	452.20	526.59	639.03	785.56	1006.07
短期借款	0.00	3.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	22.19	33.85	53.27	64.22	90.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	6.90	10.69	10.69	10.69	10.69
<b>负债合计</b>	29.09	47.54	63.96	74.91	101.58
股本	86.71	112.72	112.72	112.72	112.72
资本公积	200.27	174.26	174.26	174.26	174.26
留存收益	132.89	183.29	278.31	412.39	603.73
<b>归属母公司股东权益</b>	419.87	470.28	565.30	699.37	890.72
少数股东权益	3.25	8.78	9.78	11.28	13.78
<b>股东权益合计</b>	423.12	479.06	575.07	710.65	904.50
负债和股东权益合计	452.20	526.59	639.03	785.56	1006.07
<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
经营性现金净流量	51.22	80.04	172.79	110.94	273.33
投资性现金净流量	-27.54	-103.07	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-15.93	-40.37	-33.04	-42.06	-60.06
<b>现金流量净额</b>	7.75	-64.56	139.75	68.88	213.26

数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

## 五、风险提示

**主要风险:** 蓝宝石基底、微投市场的推广低于预期; 经济形势若进一步恶化, 将影响下游需求。

## 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐:预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

### ● 行业评级

强于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势:预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

## 重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格,本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任,爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考,并不构成所述证券的买卖出价或征价,爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下,我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有,未经书面许可,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“爱建证券有限责任公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明