

光学元件

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 40.80元

当前股价: 34.55元

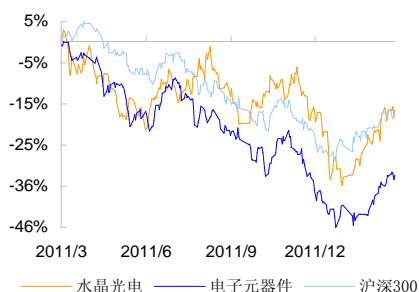
评级调整: 维持

基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2404.74 |
| 总股本(百万)   | 124     |
| 流通股本(百万)  | 102     |
| 流通市值(亿)   | 35      |
| EPS (TTM) | 0.83    |
| 每股净资产(元)  | 4.17    |
| 资产负债率     | 13.09%  |

股价表现

| (%)     | 1M    | 3M   | 6M     |
|---------|-------|------|--------|
| 水晶光电    | 11.52 | 6.08 | -3.80  |
| 电子元器件   | 3.34  | 6.32 | -14.94 |
| 沪深300指数 | 2.52  | 7.84 | -5.40  |



相关报告

水晶光电-单反OLPF和红外截止片仍是2012年的主要增长点 2011-11-25

水晶光电-传统业务表现良好、新兴增长点有望逐渐成熟 2011-10-18

水晶光电-业绩符合预期、衬底、微投等新兴业务进展顺利 2011-08-16

水晶光电

002273

推荐

传统产品持续增长、新兴业务逐渐成熟

公司公布2011年业绩: 营业收入4.33亿、同比增长30.5%, 营业利润1.41亿、同比增长32.1%, 归属母公司的净利润1.22亿、同比增长30.2%, 按照增发后全面摊薄每股收益0.98元。同时拟每10股派5元(含税)、并以资本公积金每10股转增10股。

投资要点:

- **去年4季度和今年1季度可能是业绩低点。**公司去年四季度实现营业收入1.14亿、同比增长13%、环比下滑11.4%, 净利润2538万、同比下滑0.4%、环比下滑30.2%, 毛利率为46.2%、比去年同期的48.1%和第三季度的48.6%均有下滑; 我们分析去年4季度业绩不理想与下游需求和毛利率下滑有关外, 也与管理费用的大幅列支有关(1958万、占11年全年35%左右)。此外公司还对今年1季度业绩进行了预告: 净利润同比下滑50-70%、约为879万-1465万之间, 摊薄后每股收益在0.07-0.12元之间。
- **单反单电用光学低通滤波器(OLPF)和红外截止滤光片(IR-Cut Filter)作为传统支柱业务仍有望持续增长。**随着单反单电用OLPF切入新客户, 预计2012年销量有望实现较大的增长, 此外公司还在积极开发用于单反单电CMOS的封装玻璃, 已经初步实现了销售。IRCF是公司传统的支柱业务, 2011年上半年实现销售9700万元、同比增长68.5%, 占主营收入比例51%; 目前公司IRCF的产能约4亿片, 此外12年还有1.8亿片的扩产计划; 该业务的另一重要变化就是随着镜头像素的提高、800万像素以上的镜头、蓝玻璃路线成为主流, 未来有望成为滤片业务最重要的增长点。
- **微型投影和视频眼镜暂未贡献利润, 公司正在积极进行相关储备。**公司通过持股72.74%的浙江晶景光电进入微投领域, 进行DLP和LCOS微投产品以及POD视频眼镜的研发。2011年实现收入198万元、亏损345万。
- **LED衬底项目有望逐渐走出低谷、开启新兴产业增长点。**公司计划投资360万片蓝宝石LED衬底和240万片图形化蓝宝石LED衬底项目。目前已经形成蓝宝石衬底月产12万片和PSS月产1.5万片的生产能力。2011年公司LED衬底业务实现收入951万、营业成本1163万。
- **维持“推荐”评级, 目标价格42.0元。**我们预测公司2012-2014年净利润分别为1.73亿、2.26亿和2.99亿, 年均增长34.8%, 摊薄每股收益分别为1.36、1.77和2.34元。维持“推荐”评级, 6-12个月目标价40.8元/股, 对应2012年30倍PE。

风险提示: 下游需求波动、原材料价格波动、非公开增发募投项目风险

主要财务指标

| 单位: 百万元   | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 433   | 652   | 1001  | 1454  |
| 收入同比(%)   | 31%   | 50%   | 54%   | 45%   |
| 归属母公司净利润  | 122   | 173   | 226   | 299   |
| 净利润同比(%)  | 30%   | 42%   | 30%   | 32%   |
| 毛利率(%)    | 48.9% | 44.1% | 40.5% | 38.7% |
| ROE(%)    | 12.7% | 14.6% | 16.6% | 18.8% |
| 每股收益(元)   | 0.98  | 1.36  | 1.77  | 2.34  |
| P/E       | 35.26 | 25.49 | 19.54 | 14.79 |
| P/B       | 4.60  | 3.73  | 3.25  | 2.78  |
| EV/EBITDA | 22    | 16    | 12    | 9     |

资料来源: 中投证券研究所

## 一、合并利润表比较

表 1: 2010 年和 2011 年合并利润表各科目变动情况

| 项目 (万元)      | 2010FY   | 2011FY   | 同比变动     | 重要项目大幅变动原因       |
|--------------|----------|----------|----------|------------------|
| 一、营业总收入      | 33182.31 | 43307.77 | 30.51%   |                  |
| 其中: 营业收入     | 33182.31 | 43307.77 | 30.51%   | 单反单电、中高端滤片销售大幅增加 |
| 二、营业总成本      | 22475.1  | 29164.23 | 29.76%   |                  |
| 其中: 营业成本     | 17461.99 | 22121.12 | 26.68%   | --               |
| 营业税金及附加      | 207      | 72.19    | -65.13%  | 应缴流转税减少          |
| 营业费用         | 435.88   | 630.86   | 44.73%   | 差旅办公、职工薪酬等增加     |
| 管理费用         | 4246.17  | 5523.97  | 30.09%   | --               |
| 财务费用         | -117.91  | 85.4     | -172.43% | 汇兑净损益接近 350 万元   |
| 资产减值损失       | 241.96   | 730.68   | 201.98%  | 存货跌价损失           |
| 加: 公允价值变动净收益 | 0        | 0        | --       | --               |
| 投资收益         | 0        | 0        | --       | --               |
| 三、营业利润       | 10707.21 | 14143.54 | 32.09%   |                  |
| 加: 营业外收入     | 245.88   | 737.21   | 199.83%  | 政府补助及无需支付款项增加    |
| 减: 营业外支出     | 180.32   | 57.95    | -67.86%  | 非流动资产处置损失减少      |
| 四、利润总额       | 10772.77 | 14822.8  | 37.60%   |                  |
| 减: 所得税       | 1592.16  | 2405.26  | 51.07%   | --               |
| 五、净利润        | 9180.61  | 12417.54 | 35.26%   |                  |
| 少数股东损益       | -195.7   | 206.5    | -205.52% | --               |
| 归属于母公司所有者净利润 | 9376.31  | 12211.04 | 30.23%   | --               |
| 六、摊薄每股收益 (元) | 0.751    | 0.978    | 30.23%   |                  |

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

## 二、营业收入及盈利能力季度变动趋势

图 1: 营业收入及增速

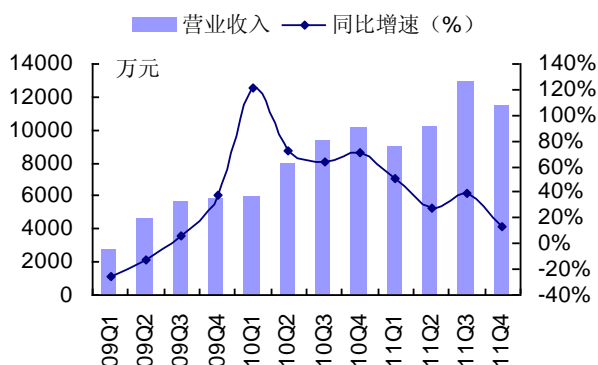
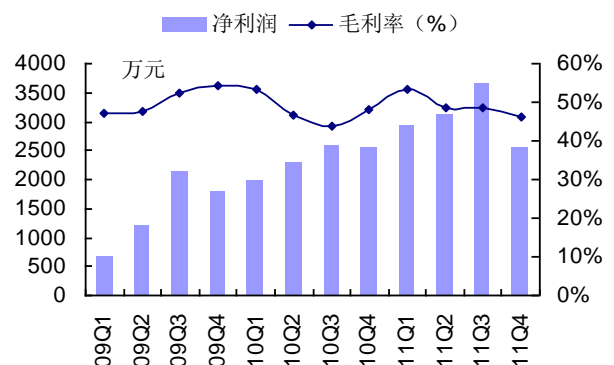


图 2: 净利润及毛利率



资料来源: Wind

### 三、非公开增发募投项目

公司于 2011 年 12 月以 35.95 元/股的价格非公开发行了 920 万股、募集资金总额 3.3 亿元、净额 3.1 亿元。用于扩建原有的精密光电薄膜元器件产品生产线和研发中心建设项目。

其中总投资 1.2 亿元的 1.8 亿片红外截止滤光片项目由公司设在江西鹰潭开发区的全资子公司江西水晶光电负责实施。

表 2：公司非公开增发募投项目

| 项目名称        |            | 产能<br>(万套/片) | 投资预算<br>(万元) | 建设周期<br>(月) | 销售收入<br>(万元) | 税后利润<br>(万元) |
|-------------|------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| 精密光电薄膜元器件   | 单反单电用 OLPF | 360          | 30,000       | 24          | 25,900       | 6,421        |
|             | 红外截止滤光片    | 18,000       |              |             |              |              |
|             | 窄带滤光片      | 2,000        |              |             |              |              |
| LED 衬底 (备注) | 蓝宝石衬底      | 360          | 32,500       | 24          | 110,400      | 10,867       |
|             | 图形化蓝宝石衬底   | 240          |              |             |              |              |
| 研发中心建设      |            | --           | 3,380        | 24          | --           | --           |
| 合计          |            | --           | 65,880       | 24          | 136,300      | 17,288       |

资料来源：公司公告（备注：LED 衬底项目改由公司自有资金酌情投资）

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 730  | 783   | 868   | 1044  |
| 现金             | 512  | 508   | 435   | 406   |
| 应收账款           | 79   | 155   | 238   | 345   |
| 其他应收款          | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 预付账款           | 35   | 44    | 72    | 107   |
| 存货             | 92   | 73    | 119   | 178   |
| 其他流动资产         | 4    | 3     | 5     | 7     |
| <b>非流动资产</b>   | 329  | 482   | 613   | 721   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 277  | 467   | 598   | 707   |
| 无形资产           | 15   | 15    | 15    | 14    |
| 其他非流动资产        | 37   | 0     | 0     | -1    |
| <b>资产总计</b>    | 1058 | 1265  | 1481  | 1765  |
| <b>流动负债</b>    | 70   | 66    | 107   | 160   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 53   | 66    | 107   | 160   |
| 其他流动负债         | 18   | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动负债</b>   | 14   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 14   | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 84   | 66    | 107   | 160   |
| 少数股东权益         | 15   | 15    | 15    | 15    |
| 股本             | 125  | 128   | 128   | 128   |
| 资本公积           | 529  | 578   | 578   | 578   |
| 留存收益           | 305  | 479   | 653   | 883   |
| 归属母公司股东权益      | 959  | 1185  | 1359  | 1589  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1058 | 1265  | 1481  | 1765  |

**现金流量表**

| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 138  | 124   | 160   | 223   |
| 净利润            | 124  | 173   | 226   | 299   |
| 折旧摊销           | 31   | 45    | 70    | 92    |
| 财务费用           | 1    | -20   | -19   | -17   |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -24  | -60   | -121  | -156  |
| 其他经营现金流        | 6    | -15   | 4     | 6     |
| <b>投资活动现金流</b> | -172 | -200  | -201  | -201  |
| 资本支出           | 176  | 200   | 200   | 200   |
| 长期投资           | -2   | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 2    | 0     | -1    | -1    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 364  | 73    | -33   | -51   |
| 短期借款           | -3   | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 12   | 3     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 354  | 50    | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 0    | 20    | -33   | -51   |
| <b>现金净增加额</b>  | 329  | -4    | -74   | -28   |

**利润表**

| 会计年度            | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 433  | 652   | 1001  | 1454  |
| 营业成本            | 221  | 364   | 596   | 891   |
| 营业税金及附加         | 1    | 4     | 6     | 9     |
| 营业费用            | 6    | 10    | 15    | 21    |
| 管理费用            | 55   | 83    | 128   | 186   |
| 财务费用            | 1    | -20   | -19   | -17   |
| 资产减值损失          | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 141  | 211   | 276   | 364   |
| 营业外收入           | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 148  | 211   | 276   | 364   |
| 所得税             | 24   | 38    | 50    | 66    |
| <b>净利润</b>      | 124  | 173   | 226   | 299   |
| 少数股东损益          | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 122  | 173   | 226   | 299   |
| <b>EBITDA</b>   | 173  | 236   | 326   | 439   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.98 | 1.36  | 1.77  | 2.34  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 30.5% | 50.5% | 53.7% | 45.2% |
| 营业利润            | 32.1% | 49.3% | 30.4% | 32.1% |
| 归属于母公司净利润       | 30.2% | 41.8% | 30.4% | 32.1% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 48.9% | 44.1% | 40.5% | 38.7% |
| 净利率             | 28.2% | 26.6% | 22.6% | 20.5% |
| ROE             | 12.7% | 14.6% | 16.6% | 18.8% |
| ROIC            | 25.2% | 22.6% | 22.4% | 23.8% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 8.0%  | 5.2%  | 7.2%  | 9.1%  |
| 净负债比率           | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率            | 10.37 | 11.95 | 8.09  | 6.51  |
| 速动比率            | 8.98  | 10.84 | 6.98  | 5.40  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.54  | 0.56  | 0.73  | 0.90  |
| 应收账款周转率         | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 应付账款周转率         | 5.30  | 6.16  | 6.90  | 6.66  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.96  | 1.36  | 1.77  | 2.34  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 1.08  | 0.97  | 1.25  | 1.75  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.50  | 9.27  | 10.63 | 12.44 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 36.16 | 25.49 | 19.54 | 14.79 |
| P/B             | 4.60  | 3.73  | 3.25  | 2.78  |
| EV/EBITDA       | 22    | 16    | 12    | 9     |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

| 报告日期       | 报告标题                                 |
|------------|--------------------------------------|
| 2011-11-25 | 水晶光电 - 单反 OLPF 和红外截止片仍是 2012 年的主要增长点 |
| 2011-10-18 | 水晶光电-传统业务表现良好、新兴增长点有望逐渐成熟            |
| 2011-08-16 | 水晶光电-业绩符合预期、衬底、微投等新兴业务进展顺利           |
| 2011-04-28 | 水晶光电-传统产品持续增长、积极布局相关领域               |

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
**推荐:** 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
**回避:** 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
**中性:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
**看淡:** 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李超, 电子行业分析师。理学学士、管理学硕士, 在富士通(中国)通信业务部门工作多年, 涉及供应链、生产制造和研发等环节, 2008年6月加入中投证券研究所, 先后获得今日投资 2009 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 2010 年行业研究领先奖。

覆盖公司: 生益科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、立讯精密、长盈精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、星星科技、安洁科技、中瑞思创、达华智能、北斗星通、国腾电子、江海股份、银河磁体、环旭电子、共达电声等。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434