

光学元件

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 25.0元

当前股价: 18.80元

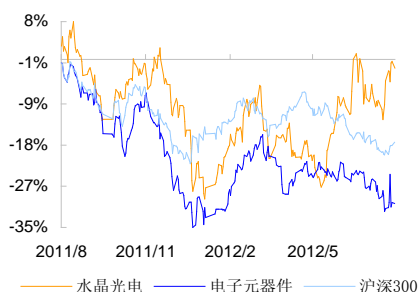
评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2142.53
总股本(百万)	249
流通股本(百万)	204
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	0.98
每股净资产(元)	7.68
资产负债率	7.98%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
水晶光电	6.70	23.37	27.64
电子元器件	0.74	-6.11	-2.57
沪深300指数	-0.67	-9.70	-5.12



相关报告

水晶光电-传统产品持续增长、新兴业务逐渐成熟 2012-03-19

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

002273

强烈推荐

公司已经渡过业绩低点、蓝玻璃是下一阶段最大看点

公司公布2012年中期业绩: 收入2.37亿、同比增长24.2%, 营业利润5029万、同比减少25.5%, 净利润4342万、同比减少28.1%, 每股收益0.174元。其中第2季度收入1.44亿、同比增长42.2%, 净利润3339万、同比增长7.5%, 每股收益0.134元。

投资要点:

- 公司已经渡过业绩低点、Q3净利润同比环比仍将高速增长。公司上半年销售未达预期、主导产品的良率在Q1也有波动, 加之新工厂年初投产后产能未能充分发挥, 公司Q1业绩出现大幅下滑; 随着良率恢复到历史高位, 以及LED衬底的上量盈利, 公司Q2收入和利润均出现大幅改善: 收入1.44亿、同比增长42.2%、环比增长55.2%, 净利润3339万、同比增长7.5%、环比增长233%, 综合毛利率40.1%、同比减少8.3个百分点、环比提高4.4个百分点。公司预计1-9月份净利润同比增长0-10%、在9600-11600万之间, 折合每股收益0.39-0.46元; 其中Q3净利5300-7200万元、同比增长47-100%, 环比增长60%-118%, 每股收益0.21-0.29元。
- 单反单电用光学低通滤波器(OLPF)和高端智能手机用蓝玻璃红外截止滤光片(IR-Cut Filter)是下一阶段业绩主要驱动力。我们分析Q2业绩的改善主要来自良率的提升和产能利用率的上升, 而Q3业绩的持续改善则来自自主新产品新客户的上量。上半年公司OLPF和IR-CUT两大传统业务占收入比重90.7%、仍将是下一阶段业绩增长的驱动力, 但结构将有所变化: OLPF主要是单反单电产品, IR-CUT主要是800像素及以上高端智能手机产品; 为日本厂商代工的蓝玻璃滤光片7月份已开始量产, 而佳能和尼康的单反单电订单也有望逐渐放量。
- 视频眼镜和微型投影将成为公司未来新型战略性业务。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。我们看好这两项光电产品在智能终端领域的应用前景, 但短期都还处于培育期: 上半年实现收入150万元、亏损168万元。
- LED衬底项目逐步上量并开始实现盈利。目前公司已经形成蓝宝石衬底月产12万片和PSS月产3万片的生产能力。上半年LED衬底业务实现收入2047万、毛利率6.68%, 已经开始实现盈利。
- 上调评级至“强烈推荐”, 目标价格25.0元。预测公司2012-14年净利润为1.71、2.53和3.60亿, 年均增长43%, 每股收益0.69、1.01和1.44元。上调评级至“强烈推荐”, 目标价25.0元/股, 对应2013年25倍PE。

风险提示: 单反单电低于预期、蓝玻璃产量低于预期、市场风险等

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	433	652	1123	1715
收入同比(%)	31%	50%	72%	53%
归属母公司净利润	122	171	253	360
净利润同比(%)	30%	40%	47%	43%
毛利率(%)	48.9%	44.1%	41.0%	39.8%
ROE(%)	12.7%	16.0%	19.9%	23.2%
每股收益(元)	0.49	0.69	1.01	1.44
P/E	38.44	27.41	18.59	13.04
P/B	4.90	4.40	3.70	3.02
EV/EBITDA	24	18	12	8

资料来源: 中投证券研究所

## 一、合并利润表比较

表 1: 2011 年和 2012 年上半年合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2011H1	2012H1	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	19085.83	23708.68	24.22%	
其中: 营业收入	19085.83	23708.68	24.22%	单反相机低通、LED 蓝宝石衬底
二、营业总成本	12094.70	18499.62	52.96%	
其中: 营业成本	9390.22	14617.01	55.66%	良率波动、新增工厂产能利用率
营业税金及附加	44.10	27.85	-36.85%	--
营业费用	275.58	332.69	20.72%	--
管理费用	2394.84	3844.06	60.51%	职工薪酬和股权激励费用
财务费用	-23.13	-472.69	1943.62%	利息收入增加、汇兑损益减少
资产减值损失	13.09	150.70	1051.26%	--
加: 公允价值变动净收益	0.00	0.00	--	--
投资收益	0.00	0.00	--	--
三、营业利润	6991.13	5209.06	-25.49%	
加: 营业外收入	185.80	112.48	-39.46%	政府补助减少
减: 营业外支出	23.18	31.32	35.12%	--
四、利润总额	7153.75	5290.22	-26.05%	
减: 所得税	1081.59	857.49	-20.72%	
五、净利润	6072.16	4432.72	-27.00%	
少数股东损益	34.81	89.96	158.43%	--
归属于母公司所有者净利润	6037.36	4342.76	-28.07%	--
六、摊薄每股收益 (元)	0.242	0.174	-28.07%	

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

第 2 季度实现收入 1.44 亿、同比增长 42.2%、环比增长 55.2%，营业利润 3958 万、同比增长 8.9%、环比增长 216%，净利润 3339 万、同比增长 7.5%、环比增长 233%，综合毛利率 40.1%、同比降低 8.3 个百分点、环比提高 4.4 个百分点。

图 1: 营业收入及增速

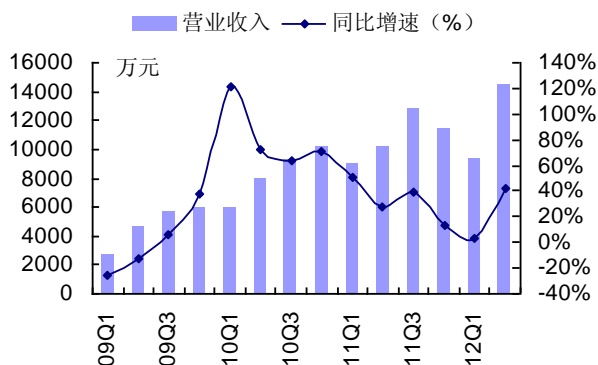
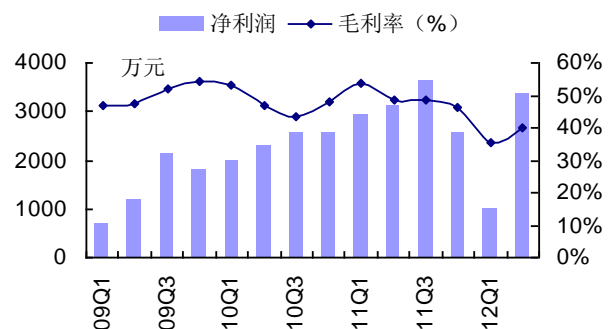


图 2: 净利润及毛利率



资料来源: 公司报表

**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	666	790	1033
现金	512	392	306	287
应收账款	79	155	267	407
其他应收款	7	0	0	0
预付账款	35	44	79	124
存货	92	73	132	207
其他流动资产	4	3	6	9
<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	1148	1403	1754
<b>流动负债</b>	70	66	119	186
短期借款	0	0	0	0
应付账款	53	66	119	186
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	119	186
少数股东权益	15	15	15	15
股本	125	250	250	250
资本公积	529	404	404	404
留存收益	305	414	615	900
归属母公司股东权益	959	1068	1269	1553
<b>负债和股东权益</b>	1058	1148	1403	1754

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	138	124	152	245
净利润	124	171	253	360
折旧摊销	31	45	70	92
财务费用	1	-18	-14	-12
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-60	-162	-202
其他经营现金流	6	-15	6	7
<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	-44	-37	-64
短期借款	-3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	12	125	0	0
资本公积增加	354	-125	0	0
其他筹资现金流	0	-44	-37	-64
<b>现金净增加额</b>	329	-120	-86	-19

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	433	652	1123	1715
营业成本	221	364	662	1033
营业税金及附加	1	4	7	10
营业费用	6	10	16	25
管理费用	55	83	144	220
财务费用	1	-18	-14	-12
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	209	308	439
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	209	308	439
所得税	24	38	55	79
<b>净利润</b>	124	171	253	360
少数股东损益	2	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	122	171	253	360
<b>EBITDA</b>	173	236	364	519
<b>EPS (元)</b>	0.49	0.69	1.01	1.44

**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%	72.4%	52.7%
营业利润	32.1%	47.7%	47.4%	42.6%
归属于母公司净利润	30.2%	40.3%	47.4%	42.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.9%	44.1%	41.0%	39.8%
净利率	28.2%	26.3%	22.5%	21.0%
ROE	12.7%	16.0%	19.9%	23.2%
ROIC	25.2%	22.6%	24.7%	27.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.0%	5.7%	8.5%	10.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.37	10.17	6.63	5.56
速动比率	8.98	9.06	5.52	4.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.59	0.88	1.09
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	5.30	6.16	7.17	6.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.69	1.01	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.50	0.61	0.98
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.28	5.08	6.22
<b>估值比率</b>				
P/E	38.44	27.41	18.59	13.04
P/B	4.90	4.40	3.70	3.02
EV/EBITDA	24	18	12	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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，2008 年 6 月加入中投证券研究所。先后获得今日投资 09 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 10 年行业研究领先奖、今日投资 11 年盈利预测最准分析师奖。

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。

## 免责条款

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