



Research and  
Development Center

# 光学制造龙头迎来新发展

—— 水晶光电（002273.SZ）深度报告

2012年09月27日

庞立永  
电子元器件  
行业分析师

## 证券研究报告

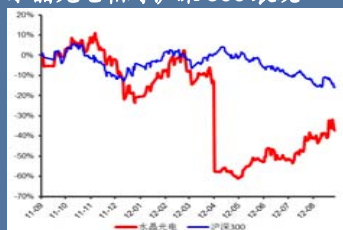
### 公司研究——调研报告

#### 水晶光电 (002273.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 水晶光电相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

庞立永 行业分析师

执业编号: S1500512070001

联系电话: +86 10 63081093

邮箱: pangliyong@cindasc.com

#### 相关研究

《销售额回升步伐坚定 行业复苏利好全产业链-2012年电子元器件行业6月报》2012.6  
 《中报业绩风险释放 关注下半年基本面向好行业》2012.7  
 《LED行业-2012-2013年度财政补贴推广LED照明中标入围结果发布》2012.8

#### 公司主要数据 (2012.09.26)

收盘价(元)	21.10
52周内股价波动区间(元)	12.90-24.10
最近一月涨跌幅(%)	2.38
总股本(亿股)	2.50
流通A股比例(%)	83
总市值(亿元)	52.7

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院  
 1号楼6层研究开发中心  
 邮编: 100031

## 光学制造龙头迎来新发展

### 水晶光电深度报告

2012年09月27日 目标价区间: 20.75-24.9元

#### 本期内容提要:

- ◆ **蓝玻璃 IRCF 市场快速成长, 公司充分受益:** 智能手机摄像头高像素化趋势带动蓝玻璃 IRCF 市场规模快速扩大, 2012 年蓝玻璃 IRCF 市场规模将超越普通 IRCF 市场规模, 到 2015 年, 蓝玻璃 IRCF 市场规模将达到 32.40 亿元, 2012-2015 年复合年均增长率为 58%。公司作为 IRCF 制造行业龙头, 将充分受益于行业规模快速增长。
- ◆ **多项业务储备有利公司持续成长:** 公司 PSS 衬底业务已开始贡献业绩, LED 行业对 PSS 的旺盛需求, 蓝宝石衬底业务有望成为公司新的业务增长点。在体感控制、视频眼镜领域, 公司有多项产品储备, 体感控制市场、视频眼镜市场正在慢慢启动, 未来公司将充分受益其市场规模增长。
- ◆ **股价催化剂:** 公司蓝玻璃 IRCF 业绩明显释放; 视频眼镜新品推出, 市场成长; 体感控制市场成长。
- ◆ **盈利预测及投资评级:** 我们预测水晶光电 2012-2014 年的归属母公司股东净利润分别为 1.57 亿元、2.09 亿元和 2.91 亿元, 未来三年的复合增长率为 33.5%, 对应的每股收益分别为 0.63 元、0.83 元和 1.16 元, 以最新 (2012-9-26) 收盘价 21.10 元计算, 对应的 PE 分别为 33X、25X 和 18X。我们首次给予水晶光电“增持”评级。
- ◆ **风险因素:** 公司产品良率水平下降、毛利率下滑; 智能手机摄像头高像素渗透率提升不及预期。

#### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	331.82	433.08	606.75	851.73	1,180.46
增长率 YoY %	76.55%	30.51%	40.10%	40.38%	38.60%
净利润(百万元)	93.76	122.11	157.49	208.50	290.64
增长率 YoY%	62.86%	30.23%	28.97%	32.39%	39.39%
毛利率%	47.38%	48.92%	45.92%	43.49%	43.48%
净资产收益率 ROE%	21.07%	17.09%	15.17%	17.06%	19.75%
每股收益 EPS(元)	0.83	1.06	0.63	0.83	1.16
市场一致预期 EPS(元)	0.83	0.98	0.65	0.92	1.24
市盈率 P/E(倍)	56	43	33	25	18
市净率 P/B(倍)	5.60	2.75	4.71	3.97	3.26

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 9 月 26 日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	1
水晶光电- 光学元器件制造龙头 .....	3
水晶光电- 光学元器件制造龙头 .....	3
公司盈利能力逐渐回升 .....	3
新产品升级打开市场上升空间 .....	4
红外截止滤光片和光学低通滤波器业务贡献主要利润 .....	4
蓝玻璃 IRCF 应用打开 IRCF 市场空间 .....	5
单反单电用光学低通滤波器提升市场空间 .....	10
图形化衬底贡献业绩 .....	12
窄带滤光片市场正在打开 .....	12
微型投影领域公司技术储备丰富 .....	14
产品创新+行业龙头提升业绩成长 .....	16
盈利预测假设 .....	19
估值与投资评级 .....	20
绝对估值 .....	20
相对估值 .....	21
投资评级 .....	21
风险揭示 .....	22

## 表 目 录

表 1: 2010Q1-2012Q2 水晶光电财务分析(单位: 百万元) .....	4
表 2: 品牌手机摄像头像素情况 .....	6
表 3: 下游客户产品或研发计划 .....	6
表 4: IRCF 市场规模情况 .....	7
表 5: 平板电脑摄像头像素情况 .....	8
表 6: 笔记本电脑摄像头像素情况 .....	8
表 7: 平板电脑及笔记本电脑 IRCF 市场规模 .....	9
表 8: OLPF 市场规模情况 .....	11
表 9: 公司业务预测情况 (万元) .....	19
表 10: 绝对估值假设 .....	20
表 11: 绝对估值敏感性分析 .....	21
表 12: 相对估值情况 .....	21

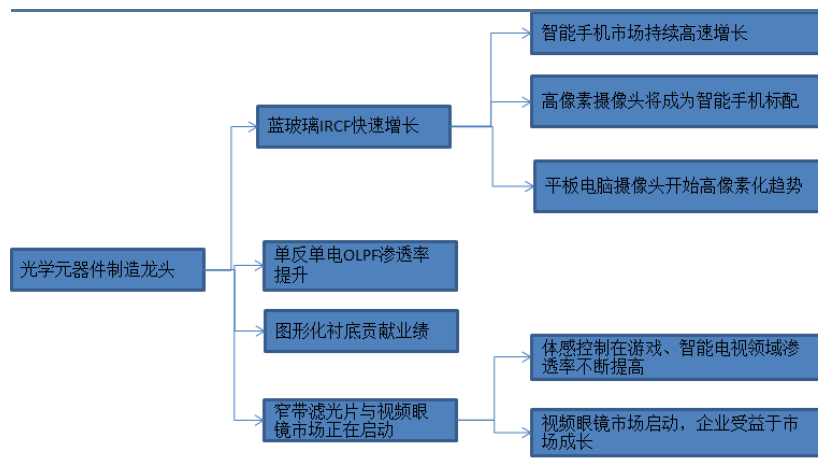
## 图 目 录

图 1: 蓝玻璃 IRCF 快速成长、多项业务储备助力未来成长 .....	1
图 2: 2010 年 IRCF 市场占有率情况 .....	3
图 3: 2011 年 1-6 月份主营业务占比情况 .....	5
图 4: 2012 年 1-6 月份精密光电薄膜元器件业务收入占比 90.4% .....	5
图 5: 2012 年 7 月中国智能手机摄像头像素关注比例 .....	6
图 6: 镜头模组结构 .....	6
图 7: 2011-2015 年 IRCF 市场规模情况 .....	10
图 8: 2007-2012.7 全球数码相机销售情况 .....	11
图 9: 2007-2012.7 全球可更换镜头销售情况 .....	11
图 10: 微软 XBOX360 的体感周边外设 Kinect .....	13
图 11: 三星体感智能电视 UA60ES8000 .....	13
图 12: 2011-2015 年窄带滤光片增长情况 .....	14
图 13: 2010-2014 年全球智能电视销量及渗透率情况 .....	14
图 14: 三星 GalaxyBeam 投影手机 .....	15
图 15: 索尼投影数码相机 .....	15
图 16: 2007-2011 年水晶光电研发投入资金占比情况 .....	16
图 17: 水晶光电、欧菲光、大立光研发投入占比情况 .....	16
图 18: 2010 年 CMOS 摄像模组用镜头主要厂家市场占有率 .....	17

## 投资聚焦

### 投资逻辑

图 1: 蓝玻璃 IRCF 快速成长、多项业务储备助力未来成长



资料来源: 信达证券研发中心

### 有别于市场的观点

**市场观点:** 公司业绩经过一季度低迷后开始回升, 公司产品良率水平上升, PSS 衬底开始贡献业绩。

**我们的观点:** 企业作为光学器件加工龙头, 充分受益于智能手机用 IRCF 升级到蓝玻璃 IRCF; 未来视频眼镜市场和体感控制市场规模的增长, 公司业绩将实现快速增长。

- 1、精密光学元器件制造行业具有明显的技术壁垒、产品质量和下游客户资源壁垒, 公司作为行业内龙头企业, 具有多项技术专利和较高的产品良率水平; 下游客户方面, 与台湾、日本等国际镜头模组、相机生产厂商建立了良好的合作关系。
- 2、公司作为全球第二大 IRCF 制造厂商, 具有很强的规模生产优势; 蓝玻璃 IRCF 研制成功以及与下游镜头模组客户良好的合作关系有利于蓝玻璃 IRCF 快速量产, 提升公司业绩。
- 3、公司窄带滤光片应用于微软的 Kinect; 2012 年 3 月三星推出体感智能电视, 体感控制在智能电视领域开始渗透。未来随着体感控制在游戏、智能电视领域应用不断提升, 窄带滤光片市场将快速成长, 有助于公司业绩提升。
- 4、视频眼镜领域市场正在慢慢启动, 谷歌、微软、苹果等企业已开发出或正在开发视频眼镜, 未来随着视频眼镜市场不断成

熟，公司的视频眼镜业务也将受益于市场规模的不断扩大。

### 股价催化剂

公司蓝玻璃 IRCF 业绩明显释放；体感控制市场成长；视频眼镜芯新品推出，市场规模扩大。

### 盈利预测与投资评级

随着智能手机用蓝玻璃 IRCF 市场规模的不断扩大，公司 IRCF 业务市场空间明显提升，公司作为行业龙头企业，具有很高的产品良率水平和很强的市场竞争力。随着 LED 行业的慢慢回暖，LED 衬底开始贡献业绩；未来视频眼镜和体感控制市场一旦打开，公司作为光学重要器件生产者，将充分受益于市场发展。

我们预测水晶光电 2012-2014 年的主营业务收入分别为 6.07 亿元、8.52 亿元和 11.80 亿元，未来三年的增速分别为 40.9%、40.4%和 38.6%，复合增长率为 39.7%。未来三年归属母公司股东净利润分别为 1.57 亿元、2.09 亿元和 2.91 亿元，未来三年的复合增长率为 33.5%，对应的每股收益分别为 0.63 元、0.83 元和 1.16 元。

基于蓝玻璃 IRCF 的市场进入快速增长阶段以及 LED 衬底、视频眼镜和体感控制等业务有望成为公司未来业绩成长亮点，我们首次给予水晶光电“增持”评级。

### 风险因素

公司产品良率水平下降、毛利率下滑；智能手机摄像头高像素渗透率提升不及预期；单反单电相机渗透率不及预期。

## 水晶光电- 光学元器件制造龙头

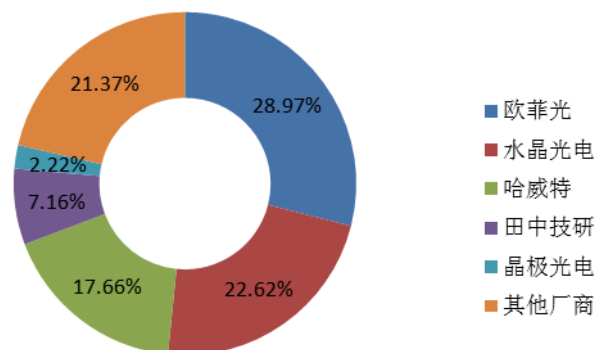
### 水晶光电- 光学元器件制造龙头

自 2002 年公司第一条月产 60 万套 OLPF 生产线建成投产，公司一直以来致力于光学低通滤波器和红外截止滤光片的研究生产和销售。作为光学光电子元器件制造龙头，公司主要生产的光学低通滤波器（OLPF）和红外截止滤光片（IRCF），其产品广泛应用于数码相机、可拍照手机、电脑摄像、监控系统、投影机、游戏机等影像领域。目前公司已进入精密光学镀膜和蓝宝石衬底领域，PSS 产品已逐步量产。

在红外截止滤光片行业中，公司的主要竞争对手是欧菲光、哈威特、田中技研和晶极光电等企业，其中欧菲光的红外截止滤光片产能目前达到 4.76 亿片左右，哈威特产能在 2.5 亿片以上。公司红外截止滤光片公司产能在年产 4 亿片左右，市场占有率位居全球第二位。

光学低通滤波器领域，日本企业占据优势，日本电波、大真空、爱普生拓优科梦等企业市场占有率较高，2010 年公司成为全球第三大光学低通滤波器制造企业。

图 2: 2010 年 IRCF 市场占有率情况



资料来源：欧菲光财务报告，信达证券研发中心

### 公司盈利能力逐渐回升

2012 年一季度，公司正进行产能转移，产品良率下降、毛利率下降，同时公司管理费用率大幅提高，公司销售净利率水平大幅下降。二季度，江西水晶的产能逐渐释放，产品良率开始回升导致公司综合毛利率提升，营业收入大幅增长，管理费用率大幅下降，销售净利率水平大幅回升。

根据我们的测算，公司二季度销售净利率回升主要受管理费用率大幅下降的影响，二季度管理费用率（12.71%）已降至

2010年以来当季管理费用率均值（13.68%）的下方，恢复到正常水平。

影响销售净利率影响的另一个重要因素-公司综合毛利率水平正在逐渐恢复，目前公司产能调整已经完成，未来随着蓝玻璃 IRCF 放量和 LED 蓝宝石衬底贡献利润，我们预测公司综合毛利率水平增长有限。

**表 1: 2010Q1-2012Q2 水晶光电财务分析(单位: 百万元)**

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
营业收入	59.07	79.67	92.40	100.68	89.42	101.43	128.41	113.81	92.90	144.19
同比增长率	121.60%	72.17%	64.27%	71.33%	51.39%	27.31%	38.97%	13.04%	3.89%	42.15%
毛利	31.36	37.16	40.31	48.37	47.90	49.06	62.38	52.53	33.15	57.77
毛利率	53.10%	46.64%	43.62%	48.05%	53.56%	48.37%	48.58%	46.16%	35.68%	40.07%
销售费用率	1.50%	1.18%	1.13%	1.48%	1.22%	1.64%	1.28%	1.67%	1.69%	1.22%
管理费用率	12.76%	11.41%	10.74%	15.80%	14.91%	10.47%	9.11%	17.21%	21.65%	12.71%
财务费用率	-0.62%	-0.01%	-0.88%	0.00%	0.11%	-0.33%	0.38%	0.52%	-1.08%	-2.58%
期间费用率	13.64%	12.58%	11.00%	17.28%	16.24%	11.78%	10.78%	19.41%	22.26%	11.35%
利润总额	22.73	26.50	30.18	28.32	34.67	36.87	44.63	32.06	12.99	39.91
同比增长率	155.37%	66.39%	37.23%	42.03%	52.55%	39.15%	47.88%	13.18%	-62.52%	8.25%
净利润	19.16	22.36	25.53	24.76	29.22	31.50	37.42	26.03	10.36	33.97
同比增长率	187.03%	87.21%	20.56%	46.11%	52.54%	40.88%	46.58%	5.13%	-64.54%	7.83%
销售净利率	32.43%	28.06%	27.63%	24.59%	32.68%	31.05%	29.14%	22.87%	11.15%	23.56%
归属母公司股东净利润	19.70	22.92	25.66	25.49	29.31	31.07	36.36	25.38	10.03	33.40
同比增长率	195.13%	91.89%	21.17%	43.37%	48.78%	35.56%	41.70%	-0.44%	-65.78%	7.50%
毛利率环比变动	-1.04%	-6.46%	-3.01%	4.42%	5.51%	-5.19%	0.21%	-2.42%	-10.48%	4.39%
期间费用率环比变动	-6.03%	-1.07%	-1.58%	6.29%	-1.04%	-4.46%	-1.00%	8.62%	2.85%	-10.91%
销售净利率环比变动	3.59%	-4.37%	-0.43%	-3.03%	8.08%	-1.63%	-1.91%	-6.27%	-11.72%	12.40%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 新产品升级打开市场上升空间

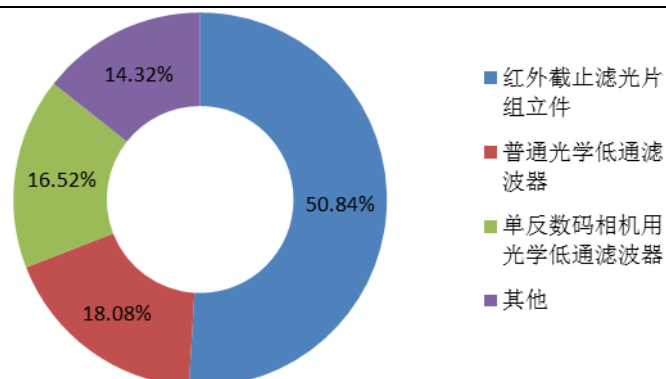
### 红外截止滤光片和光学低通滤波器业务贡献主要利润

根据公司公告，2011年上半年红外截止滤光片和光学低通滤波器业务收入占据公司主营业务收入占比的 85.7%。从 2011

年报开始，由于公司蓝宝石衬底业务开始销售，公司不再公布红外截止滤光片和光学低通滤波器等业务的具体明细，而统一公布为精密光电薄膜元器件。

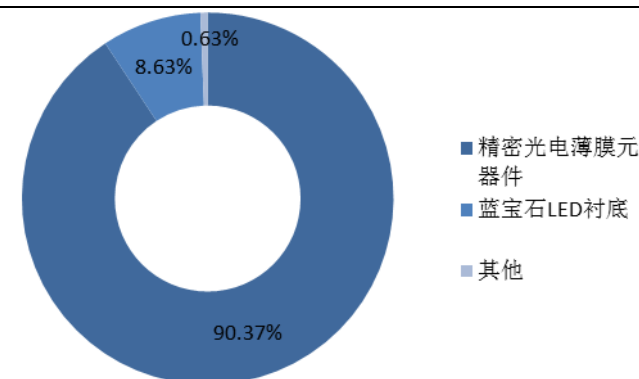
根据公司 2012 年中报，公司精密光电薄膜元器件业务收入占公司营业收入的 90.4%，蓝宝石衬底业务收入占营业收入的 8.6%。精密光电薄膜元器件业务毛利率为 41.55%，蓝宝石衬底业务毛利率仅为 6.68%，公司的红外截止滤光片和光学低通滤波器业务贡献了公司绝大部分利润。

图 3：2011 年 1-6 月份主营业务占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：2012 年 1-6 月份精密光电薄膜元器件业务收入占比 90.4%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 蓝玻璃 IRCF 应用打开 IRCF 市场空间

红外截止滤光片（IRCF）主要用于 CCD 或 CMOS 成像系统，起改善成像质量的作用，主要应用领域为手机摄像头、电脑摄像头、车载摄像头等镜头系统，也用于数码相机、数码摄像机等领域。

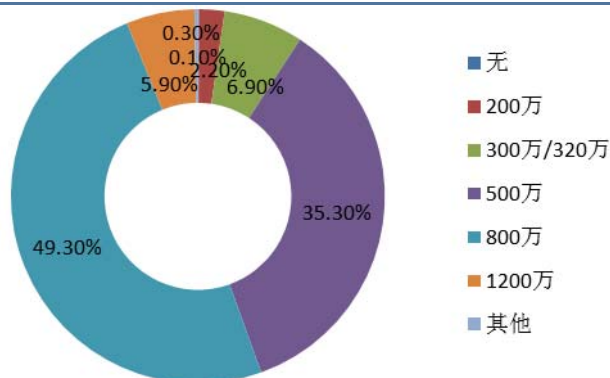
当摄像头像素在 800 万及以上时，模组中需要使用蓝玻璃 IRCF 消除低频干扰条纹。目前智能手机、平板电脑领域中 800 万以上像素摄像头渗透率不断提升，蓝玻璃红外截止滤光片需求大大增长。

### 相机、手机融合推动蓝玻璃 IRCF 快速增长

在智能手机领域，手机与相机融合程度不断加深，手机摄像头像素不断提高。目前摄像头已成为智能手机的标准配件，多数智能手机更是具有前后两个摄像头。

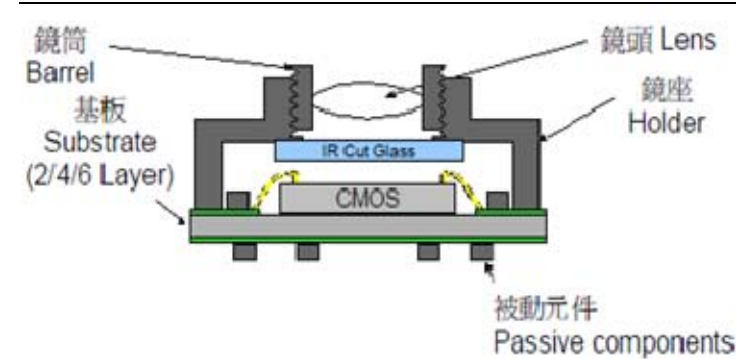
蓝玻璃红外截止滤光片开始仅在单反相机中应用，后来苹果公司率先在 iPhone4 手机上使用蓝玻璃红外截止滤光片，其优秀的拍摄能力引领智能终端摄像头像素不断升级。

图 5: 2012 年 7 月中国智能手机摄像头像素关注比例



资料来源: 中国智能手机市场分析报告, 信达证券研发中心

图 6: 镜头模组结构



资料来源: Shinko, 信达证券研发中心

目前智能终端摄像头像素基本达到了 500 万像素, 高端智能手机摄像头像素基本在 800 万像素以上。目前智能手机领域两大主力机型三星 I9300 GALAXY SIII 摄像头像素为 800 万, 新推出的苹果 Iphone5 摄像头的像素为 800 万像素, 最近推出的诺基亚 Lumia 920 的摄像头达到了 870 万像素。

表 2: 品牌手机摄像头像素情况

品牌	摄像头像素	双摄像头
苹果 iPhone 5	前: 130 万像素, 后: 800 万像素	是
三星 I9300 GALAXY SIII	前: 190 万像素, 后: 800 万像素	是
诺基亚 Lumia 920	前: 120 万像素, 后: 870 万像素	是
华为 U9200	前: 130 万像素, 后: 800 万像素	是
中兴 U985	前: 130 万像素, 后: 800 万像素	是
联想乐 Phone A789	前: 30 万像素, 后: 500 万像素	是

资料来源: 中关村在线, 信达证券研发中心

未来随着人们对于手机用摄像头应用更加频繁、应用领域更加宽广, 自然而然对于摄像头像素要求更加清晰化和真实化。根据镜头模组厂商的已完成研发产品或未来的研发计划, 手机镜头模组厂商们已准备好或正在准备着手机镜头未来向更高像素发展的技术储备。

表 3: 下游客户产品或研发计划

手机镜头厂商	已生成产品或研发计划
大立光	开发新式 4P 8.0M AF inner focus lens; 开发新式 5P 13M AF mobile phone lens; 开发新式 6P 13M AF mobile phone lens.
玉晶光	2011 年已具有 800 万像素手机摄像头提供能力。

舜宇光学	1200 万像素手机照相模块已开发完毕。
今国光	2011 年已完成 800 万像素 1/3.2"CMOS 手机模块镜头。
亚洲光学	手机相机 ZOOM 镜头研发。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 蓝玻璃 IRCF 增长扩大 IRCF 市场规模

根据 Gartner 统计，2011 年全球功能手机销量达到近 13 亿只，智能手机销量达到 4.68 亿只，Gartner 预计 2012 年智能手机销量将达到 6.3 亿只，2015 年将达到 11.05 亿只。

目前蓝玻璃 IRCF 的价格是普通 IRCF 价格的 10 倍左右，高单价蓝玻璃 IRCF 的增长扩大 IRCF 的市场空间。

根据我们的测算，到 2015 年手机用红外截止滤光片市场规模将达到 30.65 亿元，与 2011 年 7.16 亿元的市场规模相比，市场规模增长 328%。其中手机用蓝玻璃 IRCF 市场将有 2011 年的 1.87 亿元左右增长到 24.75 亿元左右，增幅达到 12.24 倍，手机用蓝玻璃 IRCF 市场正在快速启动。公司作为目前少数几个能生产手机用蓝玻璃红外截止滤光片的厂商未来将充分受益于快速增长的蓝玻璃红外截止滤光片市场。

表 4: IRCF 市场规模情况

	2011	2012	2013	2014	2015
功能手机市场规模(亿只)	12.98	12	11	10.5	10
摄像头比例	55%	60%	65%	70%	75%
500 万及以下(亿只)	7.14	7.20	7.15	7.35	7.50
智能手机市场规模(亿只)	4.68	6.3	7.88	9.47	11.05
双摄像头比例	40%	50%	60%	70%	80%
500 万及以下(亿只)	5.85	7.88	9.85	11.84	13.26
800 万及以上摄像头占比	10%	20%	35%	50%	70%
800 万及以上(亿只)	0.47	1.26	2.76	4.74	7.74
<b>价格</b>					
普通 IRCF(元)	0.4	0.35	0.35	0.32	0.3
蓝玻璃 IRCF(元)	4	4	3.8	3.5	3.2
<b>市场规模</b>					
普通 IRCF(亿元)	5.29	5.39	5.95	5.99	5.90
同比增长率		2%	10%	1%	-2%
蓝玻璃 IRCF(亿元)	1.87	5.04	10.48	16.57	24.75
同比增长率		169%	108%	58%	49%

合计	7.16	10.43	16.43	22.56	30.65
同比增长率		46%	58%	37%	36%

资料来源: Gartner, 信达证券研发中心预测

### 平板电脑摄像头开始高清化

在平板电脑领域, 苹果的 iPad 配备了前置与后置摄像头, 三星的平板电脑和微软 Surface 平板电脑也具有前置、后置摄像头, 亚马逊的 kindle fire 不具备摄像头, 市场中的白板多数具有前置与后置摄像头。目前平板电脑的后摄像头的像素在 500 万左右, 部分产品的摄像头像素达到 800 万以上, 我们预测平板电脑领域的摄像头开始高清化替代, 未来平板电脑摄像头像素将提升到 800 万像素以上。

表 5: 平板电脑摄像头像素情况

品牌	摄像头像素
苹果 New iPad	500 万像素 iSight 摄像头
ipad mini	具有前置、后置摄像头
三星 N8010	主数码相机像素 500 万像素; 副数码相机像素 190 万像素
Google Nexus 7	120 万像素
微软 surdace	具有前置、后置摄像头
亚马逊的 kindle fire	没有摄像头
联想乐 Pad S2007A	前置: 130 万像素, 后置: 800 万像素
华为 MediaPad 10FHD	前置: 130 万像素, 后置: 800 万像素

资料来源: 中关村在线, 信达证券研发中心

在个人电脑摄像头领域, 内置摄像头已成为笔记本的标配之一, 但像素要求不高, 目前摄像头的像素主要集中在 130-200 万像素左右。

表 6: 笔记本电脑摄像头像素情况

品牌	摄像头像素
苹果 MacBook Pro	720p FaceTime HD 高清摄像头
三星 530U3C-A01	130 万像素
联想 Y470P-IFI	200 万像素
华硕 N55XI267SL-SL	130 万像素

资料来源: 中关村在线, 信达证券研发中心

根据 IDC 统计, 到 2015 年笔记本电脑市场将稳步增长到 2.89 亿台, 与 2011 年销售量 2.09 亿台相比, 增长 38%。根据 Displaysearch 的报告, 到 2015 年全球平板电脑的出货量将达到 3.05 亿部, 与 2011 年销售量 0.6 亿台相比, 增长 408%。

根据我们的测算，到 2015 年，笔记本电脑和平板电脑用红外截止滤光片市场规模将达到 9.24 亿元，与 2011 年 2.57 亿元的市场规模相比，市场规模增长 259%。2015 年，蓝玻璃 IRCF 市场将增长到 7.65 亿元左右。

**表 7: 平板电脑及笔记本电脑 IRCF 市场规模**

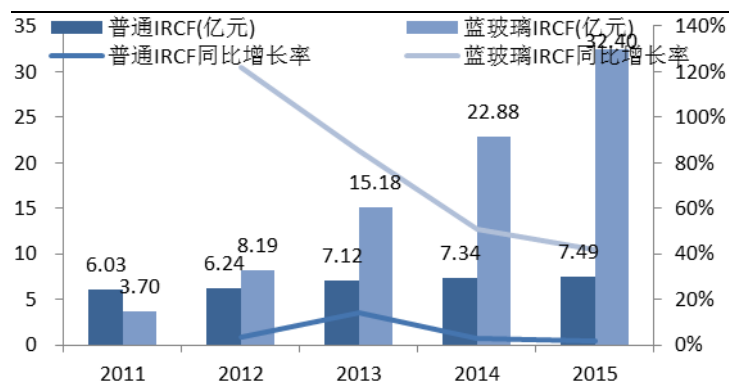
	2011	2012	2013	2014	2015
笔记本市场规模 (亿部)	2.09	2.14	2.36	2.60	2.89
摄像头比例	60%	65%	70%	75%	80%
普通 IRCF(亿只)	1.25	1.39	1.65	1.95	2.31
平板电脑市场规模 (亿部)	0.60	1.19	1.82	2.45	3.05
摄像头比例	95%	96%	97%	98%	98%
双摄像头比例	85%	60%	65%	70%	80%
蓝玻璃 IRCF 比例	80%	69%	70%	75%	80%
普通 IRCF(亿只)	0.60	1.04	1.68	2.28	2.99
蓝玻璃 IRCF(亿只)	0.46	0.79	1.24	1.80	2.39
价格					
普通 IRCF(元)	0.4	0.35	0.35	0.32	0.3
蓝玻璃 IRCF(元)	4	4	3.8	3.5	3.2
市场规模					
普通 IRCF(亿元)	0.74	0.85	1.17	1.35	1.59
蓝玻璃 IRCF(亿元)	1.82	3.15	4.70	6.30	7.65
IRCF 市场规模合计(亿元)	2.57	4.00	5.86	7.66	9.24
同比增长率		56%	46%	31%	21%

资料来源: IDC, Displaysearch, 信达证券研发中心预测

### 未来四年蓝玻璃 IRCF 市场规模快速增长

综合手机用蓝玻璃 IRCF 和平板电脑用 IRCF 的市场规模，我们测算，2012 年蓝玻璃 IRCF 市场规模将超越普通 IRCF 市场规模，到 2015 年，蓝玻璃 IRCF 市场规模将达到 32.40 亿元，2012-2015 年复合年均增长率为 58%。

图 7：2011-2015 年 IRCF 市场规模情况



资料来源：信达证券研发中心

## 单反单电用光学低通滤波器提升市场空间

光学低通滤波器 (OLPF) 利用双折射晶体或相位光栅的分光效应, 与前端光学系统与后端固体成像传感器 (CCD、CMOS) 匹配, 消除由于混频而引入的莫尔条纹, 起到低通滤波的效果, 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固体成像传感器成像的影响, 进一步提高成像品质。

从应用领域看, 光学低通滤波器应用于数码相机、数码摄像机和视频监控摄像头。目前公司的光学低通滤波器主要面对数码相机领域, 服务对象以柯达、索尼、奥林巴斯等国际数码制造企业。

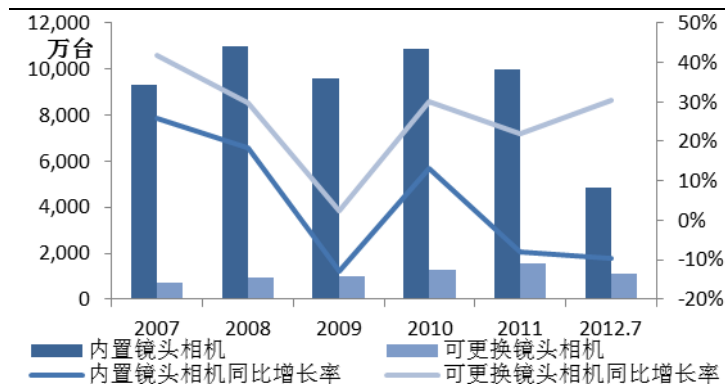
### 单反单电相机保持稳定增长

在数码相机领域, 目前传统数码相机仍占据市场大部分市场份额, 但受智能手机携带摄像头等因素的冲击, 销售量呈下降趋势。根据 CIPA 的统计, 2011 年内置镜头相机销售量为 9983 万部, 同比下降 8%, 2012 年 1-7 月销量依然呈现下降趋势, 销量达到 4841 万部, 同比下滑 10%。

全球数码相机出货量稳中略升, 其中以单反数码相机的增长为主。数码相机市场的焦点正从普通数码相机转向可置换镜头的单反数码相机。单电相机自 2008 年推出以来, 增长迅速, 目前奥林巴斯、松下、三星、索尼、佳能等全球主要相机制造商均开发出自己品牌的单电相机, 未来单电相机的出货量将快速提升。根据 CIPA 的统计, 2011 年可更换镜头相机销量达到 1569 万部, 同比增长率为 22%, 高速增长势头延续; 2012 年 1-7 月销量达到 1211 万部, 同比增长率为 30%。

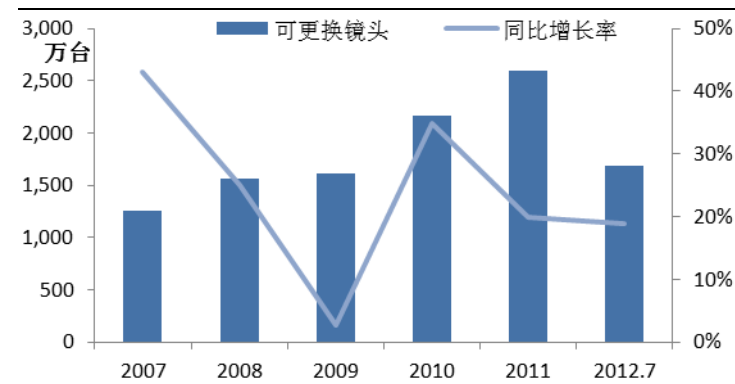
镜头方面, 可更换镜头保持稳定增长态势, 2011 年销售量达到 2601 万部, 同比增长率为 20%, 2012 年 1-7 月销售量达到 1681 万部, 同比增长率为 19%。

图 8: 2007-2012.7 全球数码相机销售情况



资料来源: CIPA, 信达证券研发中心

图 9: 2007-2012.7 全球可更换镜头销售情况



资料来源: CIPA, 信达证券研发中心

### 单反单电相机扩大光学低通滤波器市场空间

目前能够生产高精密度、高难度的单反数码相机镜头的供应资源有限。在 OLPF 领域,公司 2010 年成为全球第三大光学低通滤波器制造商,公司目前的产能为普通 OLPF 年产 4000 万片左右,单反单电 OLPF 产能为年产 400 万片左右,主要服务于索尼、奥林巴斯、佳能等主要国际相机制造商。

受单反单电相机持续高速增长的影响,我们预计到 2015 年光学低通滤波器市场将达到 28.69 亿元,与 2011 年 18.68 亿元相比,增长 54%。公司作为全球第三大光学低通滤波器制造商,凭借较高的生产工艺管理水平、严格的质量控制体系以及产品较高良率的高质量水平,公司将充分受益于市场增长。

表 8: OLPF 市场规模情况

	2011	2012	2013	2014	2015
内置镜头相机市场规模 (万台)	9983.05	8984.74	8535.51	8108.73	7703.29
同比增长率	-8%	-10%	-5%	-5%	-5%
可更换镜头相机市场规模 (万台)	1569.38	2040.19	2550.24	3060.29	3672.34
同比增长率	22%	30.00%	25.00%	20.00%	20.00%
可更换镜头市场规模 (万台)	2601.46	3119.16	3739.87	4484.10	5376.44
同比增长率	20%	20%	20%	20%	20%
<b>价格</b>					
普通 OLPF(元)	2	2	2	2	2
单反单电 OLPF (元)	40	38	35	32	30
<b>市场规模</b>					

普通 OLPF(亿元)	2.00	1.80	1.71	1.62	1.54
单反单电 OLPF (亿元)	16.68	19.61	22.02	24.14	27.15
OLPF 市场价值合计 (亿元)	18.68	21.40	23.72	25.76	28.69
OLPF 市场价值同比增长率		14.57%	10.84%	8.60%	11.35%

资料来源: CIPA, 信达证券研发中心预测

## 图形化衬底贡献业绩

根据高工 LED 的统计, 全球蓝宝石基板产能仍处于供大于求的状态。根据高工 LED 数据, 截至 2012 年一季度, 国内已投产、在建的和刚规划的蓝宝石项目已接近 60 个, 其中, 已投产的蓝宝石项目比例已超过 35%。若在建的和已规划的蓝宝石项目全部建成投产, 国内 2 英寸蓝宝石衬底年产能将超过 3 亿片。

根据高工 LED 的数据, 目前全球 MOCVD 机在 2500 台左右, 蓝宝石衬底的年需求量在 8000-9000 万片, 蓝宝石衬底形成明显的供大于求的状态。目前蓝宝石衬底价格一直维持在 8.5-9 美元/片的价格, 我们判断蓝宝石衬底供过于求的局面短期内难以改变, 蓝宝石衬底低价格仍将维持。

由于制作工艺存在一定难度, 整片图形做好一致性、均匀性都有一定难度, 制作过程对设备和工艺要求很高, 目前国内只有为数不多的几家企业能够批量供应 PSS 衬底。

图形化蓝宝石基板 (PSS) 可以增加 LED 光的萃取效率, 有效提升亮度 20%-30%, 使 LED 发光效率大幅提升, 加上目前 PSS 供货能力有限, 所以 PSS 产品价格目前是蓝宝石基板的两倍左右, 达到 17-20 美元/片。

公司中报显示, 公司蓝宝石基板项目上半年开始盈利, 毛利率水平达到 6.68%。根据公司的投资计划, 目前公司具有蓝宝石衬底月产 12 万片和 PSS 月产 3 万片的产能, 预计年底公司将扩产 PSS 产能到月产 5 万片。

## 窄带滤光片市场正在打开

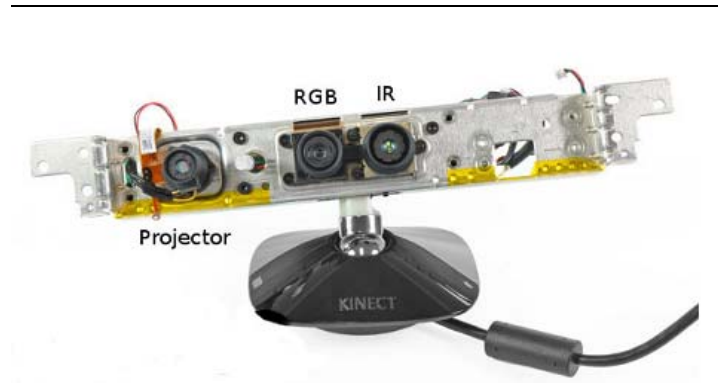
窄带滤光片属于带通滤波器, 它是指在一定的波段内, 只有中间一小段是高透射率的通带, 而在通带的两侧, 是高反射率的截止带。窄带滤光片的带宽比较窄, 工作区域可以是紫外光波段、可见光波段、近红外光波段、远红外光波段, 可广泛应用于各种分析仪器、激光发射和激光扫描系统。

目前全球能够量产且高质量窄带滤光片的企业不多, 微软 XBOX360 的体感周边外设 Kinect 供货企业仅有 JDSU 和水晶光电两家企业。

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。Kinect 上市四个月销量达到 1000 万，2011 年，累计销量达到 1800 万，销售情况略显疲软。

2012 年 3 月，三星推出体感智能电视，用户可以通过语音、手势就能完成从开关机、调节音量、换台甚至上网浏览或搜索等复杂功能。

图 10: 微软 XBOX360 的体感周边外设 Kinect



资料来源：信达证券研发中心

图 11: 三星体感智能电视 UA60ES8000



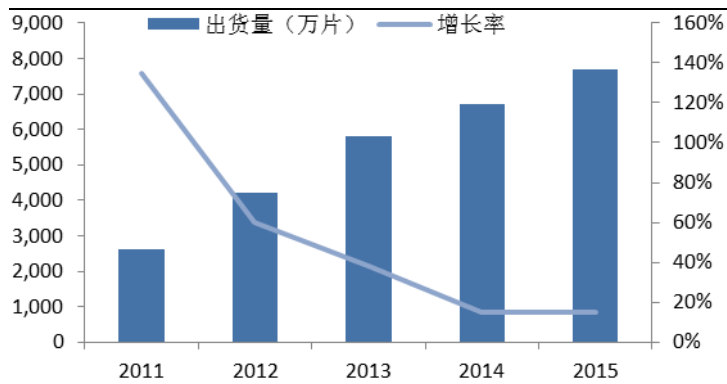
资料来源：三星，信达证券研发中心

体感控制智能电视打开了窄带滤光片的市场空间。由于体感控制可以克服语言控制具有的多种语言间相互理解困难、语义表达有差异等自身固有缺点，体感控制运用在全球推广更具优势。

目前体感控制仅在游戏领域内应用较多，电视领域刚刚起步，未来随着人们对于体感控制的体验和认知的不断加深，窄带滤光片将具有更大的市场空间。

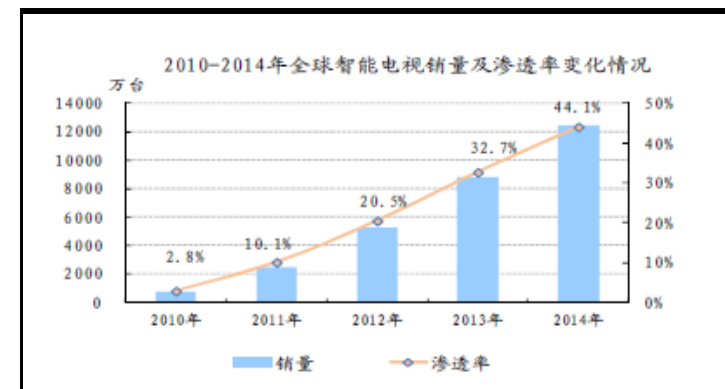
目前公司窄带滤光片产品的产能为 120 万片/月，且产品主要间接供应微软 XBOX360 的体感周边外设 Kinect，在其他产品上，公司产品还没有供货。赛迪顾问预计，至 2015 年，窄带滤光片市场规模将达到 7,700 万片，自 2011-2015 年的复合年均增长率达 30.8%。我们预计随着体感控制在游戏、家电等领域的不断渗透，公司窄带滤波器将为公司贡献利润。

图 12: 2011-2015 年窄带滤光片增长情况



资料来源: 赛迪顾问, 信达证券研发中心

图 13: 2010-2014 年全球智能电视销量及渗透率情况



资料来源: 信达证券研发中心

### 微型投影领域公司技术储备丰富

从光源技术上分, 微型投影市场分为 LED 光源市场和激光光源市场。LED 照明技术不断提升, 光照强度不断提升, LED 在微型投影领域的应用也越来越广泛。作为微型投影光源技术的另一种激光光源, Microvision 公司在 09 年推出的激光光源的微型投影机, 由于成本较高, 激光光源的微型投影市场规模增长不明显。

从投影技术看, DLP 技术和 LCoS 技术是微型投影技术的主流。DLP 技术掌握在德州仪器的手中, LCoS 技术的主要生产厂家是奇景光电、美光科技、豪威科技和晶典科技。

高亮、高清、便于携带是投影机的发展方向, 目前受技术限制, 微投的亮度还有待提升, 但各个厂商开始差异化策略寻求突破。

索尼在 2011 年推出了一款内置微投设备的家用数码摄像机。这款 DV 机可投射出最大约 60 英寸的画面, 用户可在自家后院、外出旅行交通工具、夏季野外宿营甚至自家卧室天花板等场景下欣赏到才拍摄下的影像。三星在今年的 MWC 移动通讯大会上, 推出 GalaxyBeam 投影手机。

图 14: 三星 GalaxyBeam 投影手机



资料来源: 百度图片, 信达证券研发中心

图 15: 索尼投影数码摄像机



资料来源: 百度图片, 信达证券研发中心

2008 年公司与奇景光电合作成立子公司晶景光电, 从事微投研究和生产, 目前公司控股晶景光电。2012 年中报显示晶景光电仍处于亏损期, 微投产品未实现量化销售。

公司微投业务在手机内嵌式微型投影、用于 DV 等市场的 DLP 微投产品和视频眼镜领域均储备了产品和项目。公司的主要竞争对手是 3M 公司、IVIEW、JOC 等, 目前公司产品还没有进入国际大公司。

### 视频眼镜市场在慢慢打开

视频眼镜最初是军事需求和应用于军事上, 在军事和技术上美国和以色列是最强的; 由于精密制造能力突出, 日本的视频眼镜技术发展走在世界前列; 欧洲在 OLED 超微显示屏和 3G 应用上抢先一步。

早期视频眼镜是非透明的视频眼镜, 主要分为头盔式、眼镜式、佩戴式等, 索尼和奥林巴斯首先在视频眼镜民用化方面做出成产品。主要参与厂商有索尼、奥林巴斯、尼康、卡尔蔡司等。

目前视频眼镜研发方向为穿透式视频眼镜, 穿透式视频眼镜可以象普通的眼镜一样, 透过眼镜观看外界; 同时可以观看视频, 不受任何外界光的照射影响。目前该产品多使用 LED 技术投影实现。

微软、谷歌、苹果等国际大企业在视频眼镜方面均有技术储备。谷歌在 2012 年 4 月发布 Google Glass, 它具有和智能手机一样的功能, 可以通过声音控制拍照, 视频通话和辨别方向以及上网冲浪、处理文字信息和电子邮件等。

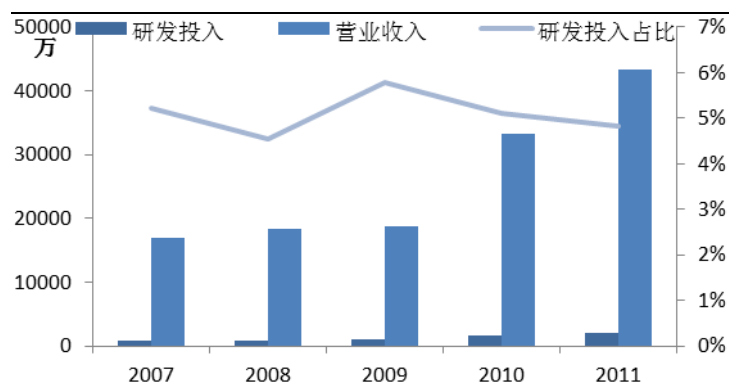
水晶光电与一家国外企业合作研发视频眼镜, 目前研发进展顺利, 未来视频眼镜市场启动将有利于公司业绩增长。

## 产品创新+行业龙头提升业绩成长

### 产品创新奠定业绩成长基础

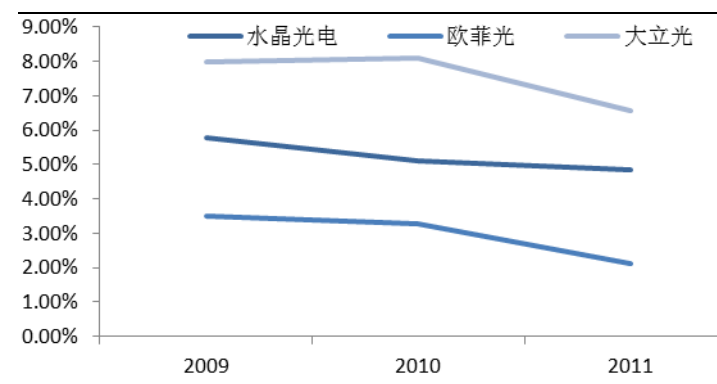
公司一直重视研发技术投入，多年来将其作为一项战略举措来执行。2007-2011 年期间公司每年研发投入均在营业收入 5%左右。与同行业相比，公司研发投入占比低于台湾企业大立光，但高于国内同行业欧菲光的研发投入占比。

图 16: 2007-2011 年水晶光电研发投入资金占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17: 水晶光电、欧菲光、大立光研发投入占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司持续的研发投入为公司带来众多新品和专利。公司目前获得获授专利 27 项，9 项专利申请获得受理或初审合格。2011 年，4 英寸蓝宝石衬底、PSS 产品、蓝玻璃红外截止滤光片、单电封装保护片、DLP 微投和 POD 视频眼镜等产品的成功研发，未来将逐步实现产业化。

### 稳定的客户关系提升公司竞争力

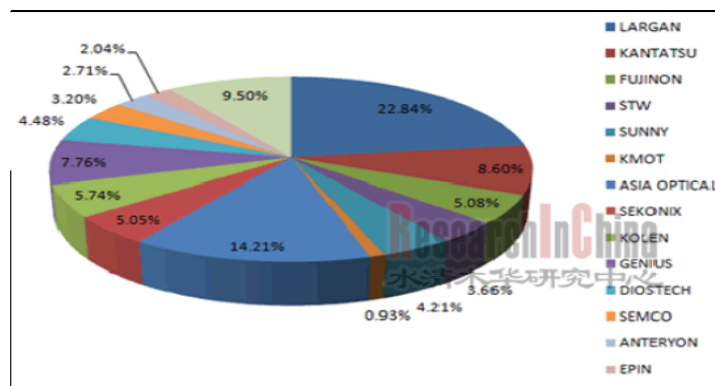
公司主营业务属于精密光电薄膜元器件，精密光电薄膜是指用物理或化学的方法，在光学、光电子元器件表面沉积、涂覆一层或多层透明的介质或者金属薄膜。薄膜每层的厚度与特定光波的波长存在函数关系，利用光的干涉现象，通过产生增透、反射、分光、分色、带通或截止等光学现象，以改变或突出光学、光电子元件的特定光学特性或光电子特性。

精密光电薄膜元器件的制造方法决定了公司与客户进行深度合作，这样产品的质量、交货期、服务等方面才能得到产业链上下游的统一，公司与客户的合作关系更加牢固。

在手机相机制造领域占据主要市场份额的大立光、玉晶光、伟创力都是公司的主要客户，在数码相机制造领域的佳能、索尼、奥林巴斯等国际大企业均为公司的客户。

公司下游客户的市场占有率相对比较集中，且客户均为国际知名厂商，他们与供应商的合作是建立在严格、较为漫长的认证基础上的。由于光学低通滤波器和红外截止滤光片产品是摄像系统的关键零部件，对成像质量有非常大的影响，所以客户对供应商的选择非常慎重。老客户出于对产品质量可靠性和服务稳定性的考虑，倾向于选择长期合作、产品质量稳定、售后服务及时的供应商。

图 18: 2010 年 CMOS 摄像模组用镜头主要厂家市场占有率



资料来源：水清木华，信达证券研发中心

### 规模化生产与高质量产品提高公司竞争力

在光学低通滤波器领域，公司已成为全球第三大低通滤波器制造商，目前公司普通 OLPF 的产能为年产 4000 万片左右，单反单电 OLPF 产能为年产 400 万片左右，其客户为佳能、索尼、奥林巴斯等国际相机制造企业。

日本的日本电波、大真空、爱普生拓优科梦和水晶光电在光学低通滤波器领域有很强的竞争实力和规模生产能力。在低通滤波器市场，市场的领先厂商已经建立了相当规模的产能，行业已形成规模经济效应。

在红外截止滤光片领域，公司占据了 22% 左右市场份额，是仅次于欧菲光的全球第二大红外截止滤光片制造商。

从产品原材料采购到产品制造的各个环节，公司均制定了严格的管理制度。

原材料采购方面，公司具有严格的供应商认证标准，光学玻璃、膜材等原材料采购来自德国、日本等国家高质量的原材料。在生产环节，已通过了三体系（ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系）的整合认证，并严格按照国际同类产品标准制造生产。

在产品制造方面，由于产品一般具有 20-30 道工序，生产流程长，工序复杂。水晶光电和浙江大学国家重点实验室国家

光学仪器工程技术研究中心合作开发了拥有自主知识产权的设计软件，实现了光学低通滤波器的设计软件化。专业的设计软件来实现光学低通滤波器的设计，设计的可靠性、效率得到很大提高，对设计人员的依赖性降低。在生产过程管理上，公司具有较高的生产工艺管理水平和严格的质量控制体系，这样才能保证产品合格率达到较高水平。

虽然光学低通滤波器和红外截止滤光片生产是充分竞争的行业，但规模化生产壁垒和高质量产品对新进入者形成很高的进入壁垒，公司作为行业龙头企业，能够满足客户对于大规模高质量的元器件的需求，稳定的规模化生产能力增强了公司的市场竞争能力。

### 蓝玻璃 IRCF 放量增长为业绩增长提供新动力

苹果公司率先在智能手机上使用蓝玻璃红外截止滤光片提高图像清晰度，三星、HTC、诺基亚等品牌智能手机的摄像头像素提高到 800 万像素及以上，打开了蓝玻璃红外截止滤光片的市场空间。

公司目前具有红外截止滤光片年产 4 亿片左右的生产能力，其中蓝玻璃红外截止滤光片月产 2000 万片的生产能力，是全球为数不多的能够量产高质量蓝玻璃红外截止滤光片的企业。

我们预计，到 2015 年手机用蓝玻璃 IRCF 市场将有 2011 年的 1.87 亿元左右增长到 24.75 亿元左右，增幅达到 12 倍左右；手机用红外截止滤光片市场规模将达到 30.65 亿元，与 2011 年 7.16 亿元的市场规模相比，市场规模增长 328%。

公司通过下游客户将充分受益于红外截止滤光片行业成长，随着蓝玻璃 IRCF 市场规模的快速扩张，公司下游客户大立光、玉晶光等 800 万像素以上镜头出货量的持续增长将带动公司业绩快速增长。

### 多项亮点业务储备、蓝宝石衬底开始贡献业绩

公司围绕水晶主业储备了多项亮点业务。微投领域：公司与 G5 合作推出内嵌式投影手机，控股子公司晶景光电已形成年产 300 万套微投模块的生产能力；视频眼镜方面，公司与一家国外公司共同开发视频眼镜，目前相关配套零配件产品送样数量逐步增加，随着终端产业化进程不断加快，公司将充分受益视频眼镜产业发展。

体感控制领域，目前公司与 JDSU 共同为微软 XBOX360 的体感周边外设 Kinect 提供窄带滤光片，2012 年 3 月，三星体感控制智能电视上市，体感控制在游戏、智能电视等领域不断渗透。目前公司具有月产 120 万片的产能，随着体感控制市场规模的不断扩大，公司将受益市场规模扩大。

公司的蓝宝石衬底业务在 2012 年上半年扭亏为盈，开始贡献业绩。目前公司具有蓝宝石衬底月产 12 万片、图形化衬底月产 3 万片的生产能力，公司预计 2012 年底图形化衬底产能将扩大到月产 5 万片的能力，随着 LED 行业对图形化衬底需求

不断放大，公司蓝宝石衬底业务将成为一个新的业务增长点。

## 盈利预测假设

- 1、全球智能手机渗透率不断提高，智能手机产业链保持快速增长；
- 2、智能手机摄像头像素持续高清化趋势，蓝玻璃 IRCF 渗透率持续提高；
- 3、单反单电相机普及化程度不断提升；
- 4、体感智能电视渗透率提高，体感控制市场逐渐打开，微投市场逐渐展开；
- 5、LED 照明市场逐渐打开，PSS 需求量旺盛；
- 6、公司良好的成本控制能力、较强的产品良率控制水平和较高的规模化生产能力提升公司产品竞争力，有利于公司获得新产品订单。

表 9: 公司业务预测情况 (万元)

精密光电薄膜元器件	2011A	2012E	2013E	2014E
收入	41,176.24	54,600.00	74,498.00	103,345.60
成本	20,199.37	27,425.77	38,977.21	54,335.59
毛利率	50.94%	49.77%	47.68%	47.42%
<b>蓝宝石衬底及 PSS</b>				
收入	951.16	5,175.00	9,775.00	13,800.00
成本	1,163.51	4,735.13	8,504.25	11,730.00
毛利率	-22.32%	8.50%	13.00%	15.00%
<b>其他</b>				
收入	948.73	900.00	900.00	900.00
成本	670.13	650.00	650.00	650.00
毛利率	29.37%	27.78%	27.78%	27.78%
<b>合计</b>				
收入	43,076.13	60,675.00	85,173.00	118,045.60
同比增长率	30.51%	40.86%	40.38%	38.60%
成本	22,033.00	32,810.90	48,131.46	66,715.59

同比增长率	26.68%	48.92%	46.69%	38.61%
毛利	21,043.13	27,864.10	37,041.54	51,330.01
同比增长率	34.77%	32.41%	32.94%	38.57%
毛利率	48.85%	45.92%	43.49%	43.48%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 估值与投资评级

我们预测水晶光电 2012-2014 年的主营业务收入分别为 6.07 亿元、8.52 亿元和 11.80 亿元，未来三年的增速分别为 40.9%、40.4%和 38.6%，复合增长率为 39.7%。未来三年归属母公司股东净利润分别为 1.57 亿元、2.09 亿元和 2.91 亿元，未来三年的复合增长率为 33.5%，对应的每股收益分别为 0.63 元、0.83 元和 1.16 元，对应最新（2012-9-26）收盘价 21.10 元，对应的 PE 分别为 33X、25X 和 18X。

基于蓝玻璃 IRCF 的市场进入快速增长阶段以及 LED 衬底、视频眼镜和体感控制等业务有望成为公司未来业绩成长亮点。综合绝对估值和相对估值结果，首次给予水晶光电“增持”评级。

### 绝对估值

根据我们的主要参数假设，基于股权资本成本为 10.55%，TV=2.00%的假设下，使用 DCF 模型计算出公司的每股价值为 23.53 元。

表 10: 绝对估值假设

行业平均资产 Beta	1.02
股票 Beta	0.98
无风险利率	3.25%
市场收益率	10.70%
风险收益率	7.30%
永续增长率(TV)	2.00%
股权资本成本	10.55%

资料来源: 信达证券研发中心

表 11: 绝对估值敏感性分析

每股价值	股权价值					
	23.53	8.55%	9.55%	10.55%	11.55%	12.55%
永续增长率(TV)	0.00%	27.28	23.44	20.39	17.92	15.89
	1.00%	29.86	25.32	21.80	18.99	16.72
	2.00%	33.23	27.70	23.53	20.29	17.71
	3.00%	37.82	30.81	25.72	21.89	18.90
	4.00%	44.42	35.03	28.58	23.91	20.38

资料来源: 信达证券研发中心

## 相对估值

公司主营业务为光学光电子元器件加工业务, 我们采取电子元器件行业中与其有相同业务的欧菲光及涉及加工业务的其他企业进行相对估值。

表 12: 相对估值情况

股票代码	股票简称	收盘价	EPS				PE				PEG
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E	
300115	长盈精密	28.08	0.92	0.88	1.26	1.67	29.3	30.8	21.4	16.2	0.45
002138	顺络电子	13.05	0.39	0.39	0.54	0.73	31.2	30.9	22.5	16.7	0.47
002475	立讯精密	29.98	0.99	0.94	1.36	1.89	29.8	31.9	21.5	15.1	0.44
002456	欧菲光	32.8	0.11	1.09	1.58	2.12	305.5	30.9	21.2	15.8	0.78
均值								31.1	21.6		
002273	水晶光电	21.1	1.06	0.63	0.83	1.16	19.9	33.5	25.4	18.2	0.36

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测。注: 股价为 2012 年 9 月 26 日收盘价

A 股市场中与其有相同业务的欧菲光及涉及加工业务的其他企业的 2012 年业绩对应的平均市盈率水平为 31 倍, 我们预计 2012、2013 年公司业绩分别是每股收益 0.63 元和 0.83 元, 对应的市盈率为 33.5 倍和 25.4 倍, 考虑到未来蓝玻璃 IRCF 业务的高增长, 未来三年公司的 PEG 为 0.36, 我们给予公司相对高溢价水平, 给予公司 2013 年业绩 25-30 倍的估值, 公司合理价值区间在 20.75-24.9 元。

## 投资评级

基于公司蓝玻璃 IRCF 的市场进入快速增长阶段、单反单电光学低通滤波器市场正在慢慢打开、LED 衬底业务开始贡献业绩以及视频眼镜和体感控制市场等将成为公司未来业绩成长亮点。综合绝对估值和相对估值结果, 首次给予水晶光电“增

持”评级。

## 风险提示

- 1、公司产品良率水平下降、产品毛利率大幅下滑。
- 2、智能手机摄像头高像素渗透率提升不及预期。
- 3、单反单电相机渗透率不及预期。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	330.78	729.53	742.63	968.76	1,322.04
现金	182.60	511.97	446.46	546.39	739.45
应收账款	1.47	3.59	3.85	5.41	7.50
其它应收款	84.85	79.38	133.18	186.96	259.11
预付账款	23.51	34.80	47.90	70.26	97.40
存货	37.60	92.43	103.88	152.38	211.22
其他	0.75	7.36	7.36	7.36	7.36
非流动资产	220.40	328.84	494.93	516.58	502.74
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	207.36	276.66	292.11	450.20	463.39
无形资产	9.50	15.17	14.85	14.53	14.21
其他	3.54	37.01	187.97	51.85	25.13
资产总计	551.18	1,058.37	1,237.56	1,485.34	1,824.78
流动负债	61.43	70.32	88.13	123.88	167.76
短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	30.86	52.69	68.07	99.86	138.42
其他	27.57	17.63	20.06	24.02	29.35
非流动负债	10.69	14.13	14.13	14.13	14.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.69	14.13	14.13	14.13	14.13
负债合计	72.13	84.45	102.26	138.02	181.90
少数股东权益	8.78	14.97	17.63	21.16	26.07
归属母公司股东权益	470.28	958.95	1,117.67	1,326.17	1,616.81
负债和股东权益	551.18	1058.37	1237.56	1485.34	1824.78

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	331.82	433.08	606.75	851.73	1,180.46
同比	76.55%	30.51%	40.10%	40.38%	38.60%
归属母公司净利润	93.76	122.11	157.49	208.50	290.64
同比	62.86%	30.23%	28.97%	32.39%	39.39%
毛利率	47.38%	48.92%	45.92%	43.49%	43.48%
ROE	21.07%	17.09%	15.17%	17.06%	19.75%
每股收益(元)	0.83	1.06	0.63	0.83	1.16
P/E	56	43	33	25	18
P/B	5.60	2.75	4.71	3.97	3.26
EV/EBITDA	18.18	14.72	23.01	17.41	12.69

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	331.82	433.08	606.75	851.73	1,180.46
营业成本	174.62	221.21	328.11	481.31	667.16
营业税金及附加	2.07	0.72	1.52	2.13	2.95
营业费用	4.36	6.31	9.10	12.78	17.71
管理费用	42.46	55.24	77.66	97.95	129.85
财务费用	-1.18	0.85	-2.09	-0.21	0.44
资产减值损失	2.42	7.31	5.95	9.14	13.70
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	107.07	141.44	186.50	248.63	348.66
营业外收入	2.46	7.37	5.75	5.75	5.75
营业外支出	1.80	0.58	0.45	0.45	0.45
利润总额	107.73	148.23	191.79	253.93	353.95
所得税	15.92	24.05	31.65	41.90	58.40
净利润	91.81	124.18	160.15	212.03	295.55
少数股东损益	-1.96	2.06	2.66	3.53	4.91
归属母公司净利润	93.76	122.11	157.49	208.50	290.64
EBITDA	130.98	178.96	228.96	302.63	415.25
EPS (摊薄)	0.83	1.06	0.63	0.83	1.16

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	78.50	137.94	135.52	168.76	238.25
净利润	91.81	124.18	160.15	212.03	295.55
折旧摊销	22.07	30.64	37.16	48.70	61.29
财务费用	1.19	0.09	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-39.59	-23.75	-66.75	-99.58	-130.03
其它	3.03	6.78	4.95	7.62	11.43
投资活动现金流	-103.07	-172.26	-201.03	-68.83	-45.18
资本支出	-96.99	-175.98	-201.03	-68.83	-45.18
长期投资	-10.14	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.06	3.71	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-40.37	363.69	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	366.79	0.00	0.00	0.00
长期借款	3.00	-3.00	0.00	0.00	0.00
其他	43.37	0.10	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-66.10	329.36	-65.51	99.93	193.06

## 分析师简介

**庞立永**，电子元器件行业分析师，中国人民大学经济学博士。2010年加入信达证券。对电子元器件行业的研究，专注从产业链视角和竞争力观点挖掘行业的发展方向和公司的成长机会。2010年获证券业协会课题三等奖。

## 电子元器件行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江海股份	002484	福星晓程	300139	丹邦科技	002618	莱宝高科	002106
长信科技	300088	锦富新材	300128	大族激光	002008	远望谷	002161
中瑞思创	300078	歌尔声学	002241	长盈精密	300115	士兰微	600460
春兴精工	002547	法拉电子	600563	七星电子	002371		

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：**股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：**股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：**股价相对基准波动在±5% 之间；

**卖出：**股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：**行业指数超越基准；

**中性：**行业指数与基准基本持平；

**看淡：**行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。