

光学元件

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@china-invs.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 20.05元

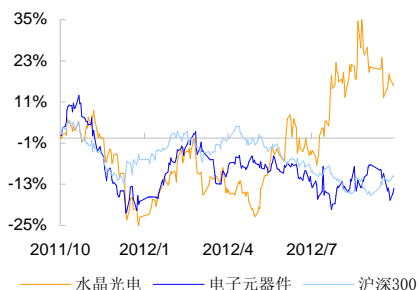
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2115.99
总股本(百万)	249
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	42
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	-7.32	17.66	26.11
电子元器件	3.72	4.48	-7.57
沪深300指数	5.14	-3.60	-11.98



相关报告

水晶光电 - 公司已经渡过业绩低点、蓝玻璃是下一阶段最大看点 2012-08-15

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

002273

强烈推荐

受益蓝玻璃滤片、未来 3 个季度的增长依旧清晰可见

公司公布 2012 年 1-9 月业绩: 收入 4.18 亿、同比增长 30.97%, 营业利润 1.17 亿、同比增长 2%, 净利润 1.02、同比增长 5.9%, 每股收益 0.41 元。第 3 季度收入 1.81 亿、同比增长 41.0%, 净利润 589 万、同比增长 62.2%, 每股收益 0.24 元。

投资要点:

- **主要受益于蓝玻璃滤片、第 3 季度收入和利润均创下历史新高, 且未来 3 个季度的增长依旧清晰可见。**公司 Q1-3 收入分别为 0.93 亿、1.44 亿和 1.81 亿, 逐季快速增长; 净利润分别为 1002 万、3340 万和 5898 万元。公司预计全年净利润同比增长 10-30%、在 1.34 亿-1.59 亿元之间, 折合每股收益 0.54-0.64 元。我们预计随着客户新品的陆续上市, Q4 的收入和毛利率水平环比 Q3 仍有小幅增加, 但考虑到 Q4 会计提部分管理费用以及政府补贴的不确定性、净利润绝对值环比可能会有所降低。同时由于 2011 年 Q4 以及今年 1-2 季度均是业绩低点, 未来 3 个季度同比高增长清晰可见。
- **高端智能手机用蓝玻璃红外截止滤光片 (IR-Cut Filter) 和单反单电用光学低通滤波器 (OLPF) 是业绩成长的主要驱动力。**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 和 Q4 业绩的改善则来自新产品新客户的上量。OLPF 和 IR-CUT 两大传统业务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 万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 8 月份已开始量产, 预计 Q4 的产能在 2000-2500 万片/月左右, 而佳能和尼康的单反单电订单也有望逐渐放量。我们分析, 随着智能手机像素普遍的提高和双镜头的广泛使用, 将打开公司滤片业务的长期成长空间。
- **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。
- **维持“强烈推荐”, 目标价格 25.0 元。**预测公司 2012-14 年净利润为 1.50、2.51 和 3.64 亿, 年均增长 43%, 每股收益 0.60、1.01 和 1.46 元。维持“强烈推荐”评级, 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	613	1124	1767
收入同比(%)	31%	41%	83%	57%
归属母公司净利润	122	150	251	364
净利润同比(%)	30%	23%	67%	45%
毛利率(%)	48.9%	41.8%	40.5%	39.4%
ROE(%)	12.7%	14.3%	20.0%	23.6%
每股收益(元)	0.49	0.60	1.01	1.46
P/E	41.00	33.37	19.94	13.76
P/B	5.22	4.78	4.00	3.25
EV/EBITDA	26	22	13	9

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 1-9 月合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2011M1-9	2012M1-9	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	31926.93	41814.38	30.97%	
其中: 营业收入	31926.93	41814.38	30.97%	蓝玻璃滤片、单反单电低通
二、营业总成本	20493.45	30152.55	47.13%	
其中: 营业成本	15993.36	24178.14	51.18%	人工成本增加、固定资产投资增加
营业税金及附加	69.61	41.25	-40.74%	--
营业费用	440.45	547.38	24.28%	--
管理费用	3565.28	5810.58	62.98%	研发投入、人才引进、江西公司成立
财务费用	25.98	-748.31	--	利息收入增加、汇兑收益增加
资产减值损失	398.76	323.51	-18.87%	--
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	11433.48	11661.83	2.00%	
加: 营业外收入	223.36	748.59	235.15%	政府补助
减: 营业外支出	39.77	58.16	46.23%	--
四、利润总额	11617.07	12352.26	6.33%	
减: 所得税	1802.84	1935.92	7.38%	
五、净利润	9814.23	10416.34	6.14%	
少数股东损益	140.99	175.30	24.34%	--
归属于母公司所有者净利润	9673.24	10241.04	5.87%	--
六、摊薄每股收益 (元)	0.387	0.410	5.87%	

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 3 季度实现收入 1.81 亿、同比增长 41.0%、环比增长 25.6%，营业利润 6453 万、同比增长 45.3%、环比增长 63%，净利润 5898 万、同比增长 62.2%、环比增长 76.6%，综合毛利率 47.2%、同比降低 1.4 个百分点、环比提高 7.1 个百分点。

图 1: 营业收入及增速

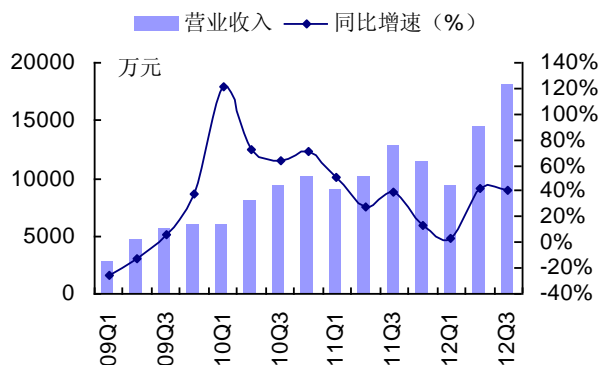
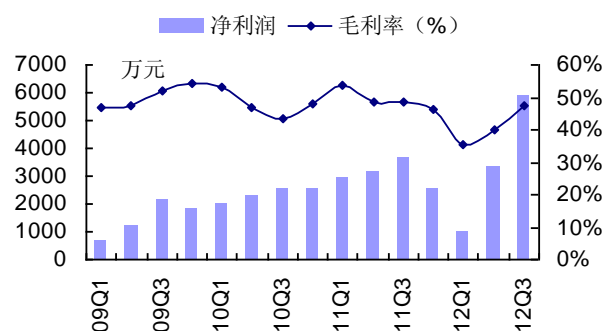


图 2: 净利润及毛利率



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
流动资产	730	643	775	1028
现金	512	381	289	257
应收账款	79	146	267	420
其他应收款	7	0	0	0
预付账款	35	43	80	129
存货	92	71	134	214
其他流动资产	4	3	6	9
非流动资产	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
资产总计	1058	1126	1388	1749
流动负债	70	64	120	193
短期借款	0	0	0	0
应付账款	53	64	120	193
其他流动负债	18	0	0	0
非流动负债	14	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	14	0	0	0
负债合计	84	64	120	193
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	393	599	888
归属母公司股东权益	959	1047	1253	1541
负债和股东权益	1058	1126	1388	1749

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	138	114	140	233
净利润	124	150	251	364
折旧摊销	31	45	70	92
财务费用	1	-18	-13	-11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-24	-49	-174	-220
其他经营现金流	6	-15	6	8
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	364	-45	-32	-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	-45	-32	-64
现金净增加额	329	-131	-92	-32

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	433	613	1124	1767
营业成本	221	356	669	1072
营业税金及附加	1	4	7	11
营业费用	6	9	16	26
管理费用	55	86	144	226
财务费用	1	-18	-13	-11
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
营业利润	141	175	301	444
营业外收入	7	8	5	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	148	183	306	444
所得税	24	33	55	80
净利润	124	150	251	364
少数股东损益	2	0	0	0
归属母公司净利润	122	150	251	364
EBITDA	173	203	357	525
EPS (元)	0.98	0.60	1.01	1.46

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.5%	41.5%	83.5%	57.2%
营业利润	32.1%	24.1%	71.7%	47.3%
归属于母公司净利润	30.2%	22.9%	67.4%	44.9%
获利能力				
毛利率	48.9%	41.8%	40.5%	39.4%
净利率	28.2%	24.5%	22.3%	20.6%
ROE	12.7%	14.3%	20.0%	23.6%
ROIC	25.2%	19.0%	24.1%	27.3%
偿债能力				
资产负债率	8.0%	5.7%	8.7%	11.0%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.37	10.03	6.44	5.33
速动比率	8.98	8.92	5.33	4.22
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.56	0.89	1.13
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	5.30	6.10	7.25	6.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.60	1.01	1.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.45	0.56	0.93
每股净资产(最新摊薄)	3.84	4.19	5.02	6.17
估值比率				
P/E	41.00	33.37	19.94	13.76
P/B	5.22	4.78	4.00	3.25
EV/EBITDA	26	22	13	9

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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