

# 受益新品放量和光学行业高景气

## 增持 维持

目标价格：暂无

### 投资要点：

蓝玻璃 IRCF、单反 OLPF 推动公司业绩快速成长。

公司未来将全力发展视频眼镜等新型显示产业。

### 报告摘要：

- 公司公布 12 年年报，全年经营前低后高。公司全年实现营业收入 5.92 亿元、归属母公司净利润 1.48 亿元，同比分别增长 36.81% 和 21.15%，对应 EPS 为 0.59 元。
- 年初公司受到行业景气下滑、部分产能搬迁等影响，Q1 净利大幅下滑，随着年中推出用于 iPhone 等高端手机相机模组的蓝玻璃 IRCF，同时高单价的单反 OLPF 销售占比增长以及江西新厂的良率提升，公司 Q3 盈利增至历史最高水平。
- Q4 公司收入依然维持较高水准，环比小幅下滑 3.71%，但面向日本客户的数码相机业务受到日元大幅贬值影响，导致盈利环比下滑 22.81%。
- 公司全年毛利率下降 2.6% 至 46.37%，净利率下降 3.2% 至 25.49%；由于研发费用和子公司管理人员大幅增加，管理费用增长 69.65%。
- 公司未来将全力发展视频眼镜等新型显示产业。微投显示是谷歌等视频眼镜的核心显示技术，子公司晶景光电在 LCoS、DLP 等微投技术领域已有多年研发储备，将使公司成为国内最先受益视频眼镜市场爆发的电子企业。
- 预计 2013-15 年 EPS 为 0.90/1.23/1.48 元。预计 2013-15 年公司将实现净利润 2.27/3.09/3.73 亿元，3 年复合增速 35%。

### 电子元器件行业研究组

分析师：

沈建锋(S1180512090003)

电话：021-31352152

Email: shenjianfeng@hysec.com

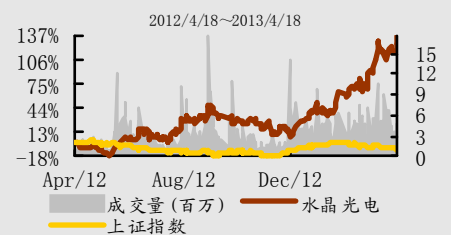
研究助理：

高诗

电话：021-51782233

Email: gaoshi@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

- 《欣旺达：业绩有望实现高增长》  
2013/4/18
- 《安洁科技：毛利率大幅提升，净利润快速增长》  
2013/4/18
- 《国光电器：业绩反转趋势确定》  
2013/4/16
- 《宜安科技：业务转型年拖累业绩表现》  
2013/4/12
- 《汉威电子：经济不佳减缓下游需求》  
2013/3/29
- 《环旭电子：定位代工利基市场，净利大幅成长》  
2013/3/27
- 《莱宝高科：业绩已见底，OGS 值得期待》  
2013/3/22
- 《沪电股份：现金流良好，稳定增长可期》  
2013/3/7
- 《顺络电子：受益国产智能机增长和盈利改善》  
2013/2/28

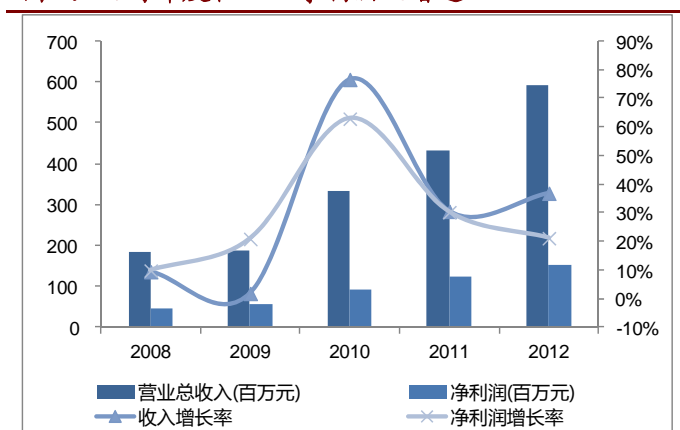
| 主要经营指标    | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E   | 2015E   |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万)  | 433.08 | 592.49 | 876.78 | 1135.38 | 1367.51 |
| 增长率 (%)   | 30.51  | 36.81  | 47.98  | 29.49   | 20.45   |
| 归母净利润(百万) | 124.18 | 151.08 | 226.84 | 308.90  | 373.39  |
| 增长率 (%)   | 21.67  | 21.67  | 50.14  | 36.18   | 20.88   |
| 每股收益      | 0.98   | 0.59   | 0.90   | 1.23    | 1.48    |
| 市盈率       | 79.07  | 65.25  | 43.14  | 31.56   | 26.07   |

图 1: 公司单季度经营数据

|       | 2010.Q1 | 2010.Q2 | 2010.Q3 | 2010.Q4 | 2011.Q1 | 2011.Q2 | 2011.Q3 | 2011.Q4 | 2012.Q1 | 2012.Q2 | 2012.Q3 | 2012.Q4 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入  | 59.07   | 79.67   | 92.40   | 100.68  | 89.42   | 101.43  | 128.41  | 113.81  | 92.90   | 144.19  | 181.06  | 174.35  |
| 同比增长  | 121.65% | 72.15%  | 64.27%  | 71.31%  | 51.38%  | 27.31%  | 38.97%  | 13.04%  | 3.89%   | 42.16%  | 41.00%  | 53.19%  |
| 环比增长  | 0.51%   | 34.87%  | 15.98%  | 8.96%   | -11.18% | 13.43%  | 26.60%  | -11.37% | -18.37% | 55.21%  | 25.57%  | -3.71%  |
| 净利润   | 19.16   | 22.36   | 25.53   | 24.76   | 29.22   | 31.50   | 37.42   | 26.03   | 10.36   | 33.97   | 59.84   | 46.89   |
| 归属母公司 | 19.70   | 22.92   | 25.66   | 25.49   | 29.31   | 31.07   | 36.36   | 25.38   | 10.03   | 33.40   | 58.98   | 45.53   |
| 同比增长  | 195.35% | 91.96%  | 21.15%  | 43.36%  | 48.78%  | 35.56%  | 41.70%  | -0.43%  | -65.78% | 7.50%   | 62.22%  | 79.39%  |
| 环比增长  | 10.80%  | 16.35%  | 11.95%  | -0.66%  | 14.99%  | 6.00%   | 17.03%  | -30.20% | -60.48% | 233.00% | 76.60%  | -22.81% |
| 销售毛利率 | 53.10%  | 46.64%  | 43.62%  | 48.05%  | 53.56%  | 48.37%  | 48.58%  | 46.16%  | 35.68%  | 40.07%  | 47.19%  | 56.41%  |
| 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%  | 33.05%  | 26.89%  |
| 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%   | 1.19%   | 1.69%   |
| 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%  | 10.86%  | 20.42%  |
| 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%  | -1.52%  | 3.84%   |

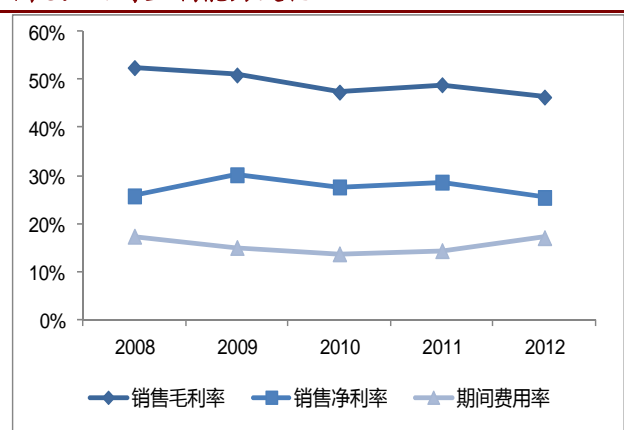
资料来源: Wind, 宏源证券

图 2: 公司年度收入、净利润及增速



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 3: 公司盈利能力变化



资料来源: 公司公告, 宏源证券

图 4: 水晶光电三张报表摘要及财务分析

| 利润表           |       |       |       |       |       | 资产负债表       |      |      |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|------|------|-------|-------|-------|
|               | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |             | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入          | 433   | 592   | 877   | 1,135 | 1,368 | 货币资金        | 512  | 389  | 272   | 821   | 967   |
| YOY           | 31%   | 37%   | 48%   | 29%   | 20%   | 应收和预付款项     | 121  | 131  | 377   | 366   | 452   |
| 营业成本          | 221   | 318   | 471   | 608   | 737   | 存货          | 92   | 107  | 255   | 212   | 283   |
| 毛利            | 212   | 275   | 406   | 527   | 631   | 其他流动资产      | 0    | 12   | 1     | 1     | 1     |
| % 营业收入        | 49%   | 46%   | 46%   | 46%   | 46%   | 长期股权投资      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业税金及附加       | 1     | 1     | 2     | 2     | 3     | 投资性房地产      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入        | 0.2%  | 0.1%  | 0.2%  | 0.2%  | 0.2%  | 固定资产和在建工程   | 310  | 481  | 531   | 581   | 1081  |
| 销售费用          | 6     | 8     | 12    | 16    | 19    | 无形资产和开发支出   | 15   | 49   | 61    | 69    | 76    |
| % 营业收入        | 1.5%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 1.4%  | 其他非流动资产     | 0    | 0    | 1     | 1     | 1     |
| 管理费用          | 55    | 94    | 132   | 165   | 194   | 资产总计        | 1058 | 1185 | 1403  | 1766  | 2373  |
| % 营业收入        | 12.8% | 15.8% | 15.0% | 14.5% | 14.2% | 短期借款        | 0    | 4    | 0     | 0     | 222   |
| 财务费用          | 1     | -1    | -8    | -14   | -16   | 应付和预收款项     | 70   | 102  | 109   | 163   | 172   |
| % 营业收入        | 0.2%  | -0.1% | -1.0% | -1.3% | -1.2% | 长期借款        | 0    | 0    | 0     | 0     | 3     |
| 资产减值损失        | 7     | 3     | 7     | 0     | -4    | 其他负债        | 14   | 13   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 负债合计        | 84   | 118  | 109   | 163   | 397   |
| 投资收益          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 股本          | 125  | 250  | 250   | 250   | 250   |
| 营业利润          | 141   | 170   | 262   | 359   | 435   | 资本公积        | 529  | 410  | 410   | 410   | 410   |
| % 营业收入        | 32.7% | 28.6% | 29.9% | 31.6% | 31.8% | 留存收益        | 305  | 391  | 615   | 921   | 1291  |
| 营业外收支         | 7     | 9     | 6     | 6     | 6     | 归属母公司股东权益   | 959  | 1051 | 1275  | 1580  | 1951  |
| 利润总额          | 148   | 179   | 268   | 365   | 441   | 少数股东权益      | 15   | 18   | 21    | 24    | 27    |
| % 营业收入        | 34.2% | 30.1% | 30.6% | 32.1% | 32.3% | 股东权益合计      | 974  | 1069 | 1296  | 1605  | 1978  |
| 所得税费用         | 24    | 27    | 41    | 56    | 68    | 负债和股东权益合计   | 1058 | 1187 | 1404  | 1768  | 2375  |
| 净利润           | 124   | 151   | 227   | 309   | 373   |             |      |      |       |       |       |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 122   | 148   | 224   | 306   | 370   |             |      |      |       |       |       |
| 少数股东损益        | 2     | 3     | 3     | 3     | 3     |             |      |      |       |       |       |
| 现金流量表         |       |       |       |       |       | 财务指标        |      |      |       |       |       |
|               | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |             | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营活动现金流净额     | 138   | 177   | -40   | 603   | 431   | 毛利率         | 49%  | 46%  | 46%   | 46%   | 46%   |
| 取得投资收益收回现金    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 三费/销售收入     | 14%  | 17%  | 15%   | 15%   | 14%   |
| 长期股权投资        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | EBIT/销售收入   | 35%  | 29%  | 30%   | 30%   | 30%   |
| 无形资产投资        | -176  | -242  | -59   | -54   | -504  | EBITDA/销售收入 | 42%  | 57%  | 45%   | 45%   | 46%   |
| 固定资产投资        | 0     | 0     | -150  | -100  | -300  | 销售净利率       | 29%  | 25%  | 26%   | 27%   | 27%   |
| 其他            | 0     | 0     | 1     | 0     | 0     | ROE         | 13%  | 14%  | 18%   | 19%   | 19%   |
| 投资活动现金流净额     | -172  | -241  | -60   | -54   | -504  | ROA         | 12%  | 12%  | 16%   | 17%   | 16%   |
| 债券融资          | -3    | 4     | -13   | 0     | 3     | ROIC        | 13%  | 14%  | 17%   | 18%   | 16%   |
| 股权融资          | 367   | 0     | 0     | 0     | 0     | 销售收入增长率     | 31%  | 37%  | 48%   | 29%   | 20%   |
| 银行贷款增加(减少)    | 0     | 0     | -4    | 0     | 225   | EBIT 增长率    | 38%  | 15%  | 51%   | 33%   | 20%   |
| 筹资成本          | 1     | -1    | -8    | -14   | -16   | EBITDA 增长率  | 38%  | 86%  | 17%   | 29%   | 23%   |
| 其他            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 净利润增长率      | 35%  | 22%  | 50%   | 36%   | 21%   |
| 筹资活动现金流净额     | 364   | -59   | -17   | 0     | 219   | 总资产增长率      | 92%  | 0%   | 18%   | 26%   | 34%   |
| 现金净流量         | 329   | -123  | -117  | 549   | 146   | 股东权益增长率     | 0%   | 0%   | -123% | ##### | -29%  |
|               |       |       |       |       |       | 经营现金净流增长率   | 76%  | 0%   | -123% | ##### | -29%  |
|               |       |       |       |       |       | 流动比率        | 10.4 | 6.2  | 8.4   | 8.6   | 4.4   |
|               |       |       |       |       |       | 速动比率        | 9.1  | 5.2  | 6.0   | 7.3   | 3.6   |
|               |       |       |       |       |       | 应收账款周转天数    | 69.2 | 80.0 | 80.0  | 80.0  | 80.0  |

资料来源: Wind, 宏源证券

**作者简介:**

**沈建锋:** 宏源证券研究所电子元器件行业分析师, 复旦大学电子本科, 通信硕士、MBA, CFA, 2 年半证券分析从业经验, 6 年电子半导体行业从业经验, 2012 年 5 月加盟宏源证券研究所, 曾任职于国金证券。个人代表个股东软载波、德豪润达、汉威电子、天喻信息等。

**机构销售团队**

| 区域   | 姓名  | 手机号           | 手机号         | 邮箱                   |
|------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 华北区域 | 牟晓凤 | 010-88085111  | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
|      | 李倩  | 010-88083561  | 13631508075 | liqian@hysec.com     |
|      | 王燕妮 | 010-88085993  | 13911562271 | wangyanni@hysec.com  |
|      | 张瑶  | 010-88013560  | 13581537296 | zhangyao@hysec.com   |
| 华东区域 | 张珺  | 010-88085978  | 13801356800 | zhangjun3@hysec.com  |
|      | 赵佳  | 010-88085291  | 18611796242 | zhaojia@hysec.com    |
|      | 奚曦  | 021-51782067  | 13621861503 | xixi@hysec.com       |
|      | 孙利群 | 010-88085756  | 13910390950 | sunliqun@hysec.com   |
|      | 李岚  | 021-51782236  | 13917179275 | lilan@hysec.com      |
| 华南区域 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com   |
|      | 罗云  | 010-88085760  | 13811638199 | luoyun@hysec.com     |
|      | 赵越  | 0755-33968162 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com    |
|      | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| QFII | 胡玉峰 | 010-88085843  | 15810334409 | huyufeng@hysec.com   |

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                             |
|--------|----|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%   |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上      |

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。