

2018年6月20日

朱吉翔

C0044@capital.com.tw

目标价(元)

16.00RMB

公司基本资讯

产业别	电子		
A 股价(2018/6/20)	13.02		
深证成指(2018/6/20)	9501.34		
股价 12 个月高/低	23.65/12.41		
总发行股数(百万)	863.33		
A 股数(百万)	799.02		
A 市值(亿元)	104.03		
主要股东	星星集团有限公司(19.72%)		
每股净值(元)	3.78		
股价/账面净值	3.44		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-16.1	-10.1	-19.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

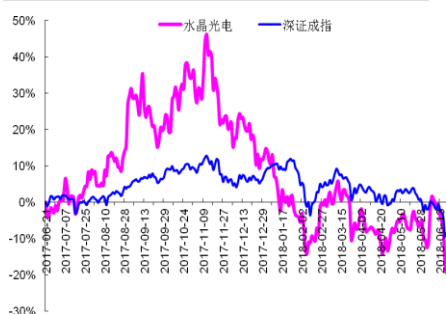
产品组合

精密光电薄膜元器件	78.6%
反光材料	10.9%
蓝宝石 LED 衬底	10.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	14.3%
一般法人	23.1%

股价相对大盘走势



水晶光电(002273.SH)

Buy 买入

3D Sensing助力业绩增长

结论与建议:

公司是国内手机滤光片行业的龙头企业，一方面手机滤光片产业在双摄、高像素等需求推动下未来依然将保持较快的增长态势。另一方面，3D感测需求的快速爆发，将提供公司业绩新的增长动力。

长期来看，光学领域的创新层出不穷，AR/VR，3D感测等应用逐步进入大规模商业化阶段，对于公司将是长期的业绩助力。我们预计公司2018、2019年可实现净利润5.0亿元和6.4亿元，YOY为42%和28%，EPS为0.58元和0.75元；目前股价对应2018-19年PE分别为22倍、18倍，估值处理历史低位。考虑到公司业绩快速成长，光学领域壁垒较高，给予“买入”的投资建议。

- 3D感测推动业绩提升:**公司浸淫窄带滤光片领域多年，最早Kinect即参与其中，目前与Viavi配合为苹果提供3D感测滤光片的后道以及与Heptagon配合为DOE镀膜，是目前上市公司中在相关供应链中渗透最深入的标的。2017年公司3D感测产品收入约1.4亿元，占公司营收份额的6%。预计2018年将是3D感测需求快速爆发的时点，苹果3款新机以及国内终端安卓机厂商旗舰机型均将配置该功能，将推动公司3D感测相关收入超过8亿元，在总收入中的比例大幅增长，是未来两年业绩增长的最大动力。同时从产能来看，2017年末公司扩充生物识别滤光片组件产能，预计到2019年生物识别组立件产能增加250KK/年，新增产值15.3亿元，预计净利润2.3亿元，产能扩张将保证公司业绩的持续提升。
- 双摄带动滤光片业务稳定增长:**2017年手机双摄渗透率不足两成，我们判断未来终端厂商对于成像质量的追求将持续，双摄渗透率有望大幅提升，将带动手机滤光片需求以年均15%的速度成长，同时8M像素镜头占比持续提升，对于蓝玻璃需求亦将有拉动，公司作为国内滤光片行业的龙头，其手机摄像头滤光片收入亦将保持稳定的增长态势。
- 2018业绩明显改善:**1Q18受去年底智能机去库存销量疲弱以及汇率波动影响，公司收入下降19%，净利润下降9%，随着国内智能机需求的抬头以及3D感测产品需求的爆发，公司预计1H18净利润0%-30%，对应2Q净利润增长7%-58%，增速明显加快。
- 盈利预测与投资建议:**我们预计公司2018、2019年可实现净利润5.0亿元和6.4亿元，YOY为42%和28%，EPS为0.58元和0.75元；目前股价对应2018-19年PE分别为22倍、18倍，估值处理历史低位，考虑到公司业绩快速成长，光学领域壁垒较高，给予“买入”的投资建议。
- 风险提示:**手机市场销量不及预期。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	149	254	356	504	644
同比增减	%	-2.51	70.05	40.35	41.61	27.79
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.17	0.29	0.41	0.58	0.75
同比增减	%	-2.51	70.05	40.35	41.61	27.79
市盈率 (P/E)	X	75.93	44.65	31.82	22.47	17.58
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.10	0.12	0.14	0.16
股息率 (Yield)	%	1.52	0.76	0.91	1.07	1.22

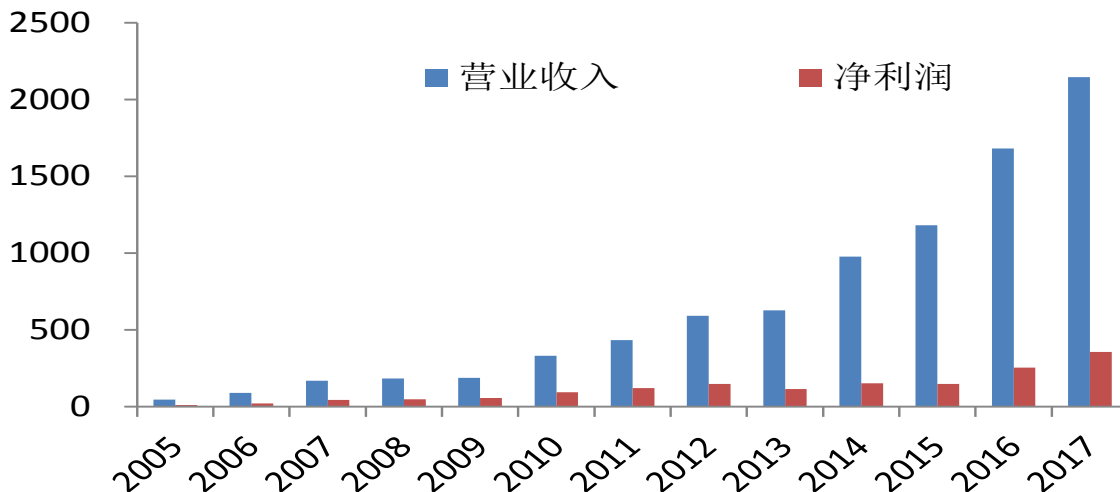
公司概况

公司是国内专业从事光学影像、LED、微显示、反光材料等领域的研发与制造企业，其成立于 2002 年，于 2008 年 9 月在深圳交易所挂牌上市。

从公司经营规模来看（图 1），公司 2005-2017，其营收 CAGR 37.7%，2017 年营收规模达到 21.5 亿元。其净利润 2005-2017 年 CAGR 为 32.9%，2017 年达到 3.6 亿元。

总体来看，公司业绩增长迅速，净利润增长与营收增长基本相当。

图 1：公司营收及净利润增长情况



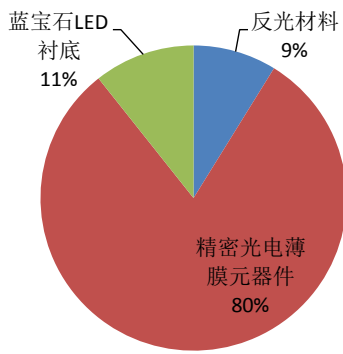
资料来源：公司年报，群益证券上海研究部

按业务类型分，目前公司主营可为三大块：精密光电元器件、蓝宝石衬底和反光材料。2017 年，三块业务收入分别占据公司营收规模的 80%、11%和 9%。从毛利润的角度看，精密光电元器件业务依然是公司最重要的利润来源，占比达到 77%，蓝宝石衬底、反光材料分占 9%和 14%（图 2/图 3）。

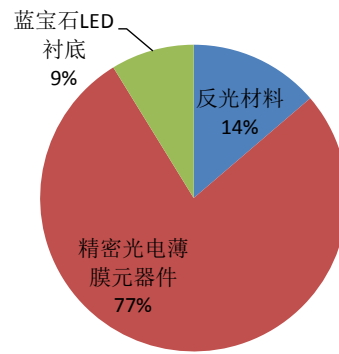
从产品端来看，精密光学镀膜元器件主要包括光学低通滤波器（OLPF）和红外截止滤光片（IRCF）两大产品，其主要作用是通过光学设计消除或降低部分频段光波的干扰，起到改善成像质量的作用。另外，公司反光材料是其 2013 年收购的子公司夜视丽的主要产品，多用于道路交通与个人防护领域。

图 2、2017 各项业务营收构成

图 3、2017 毛利润构成



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部



资料来源：公司公告，群益证券上海研究部

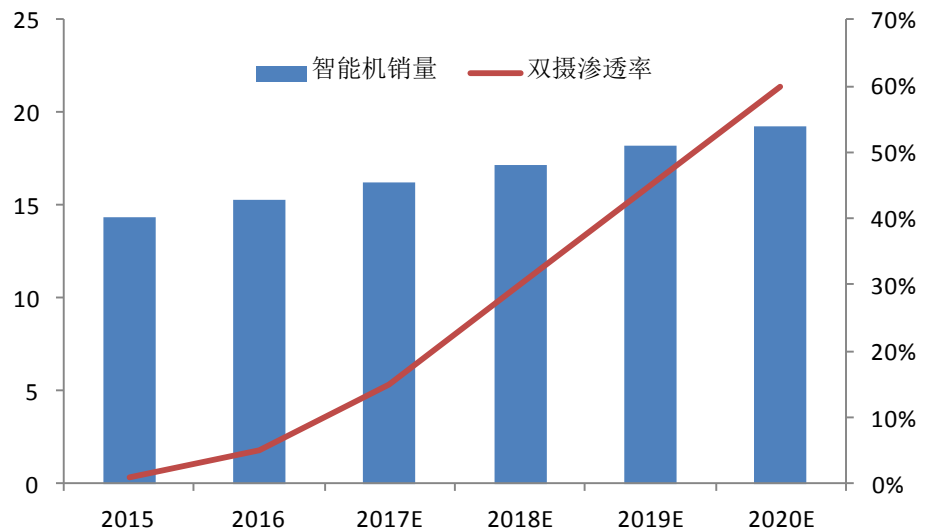
公司成长分析

从下游应用来看，手机用滤光片及组立件产品是公司业务的最大需求来源，虽然整体手机销量增速逐步放缓，但是用户对手机摄像头的的需求不断提高，高像素、双摄乃至三摄均对滤光片需求有较为明显拉动作用。

基于 2017 年双摄整体的渗透率不足 20%，未来 3 年渗透率有望挑战 60%的判断(图 4)，我们预计随着双摄渗透率的快速提升，未来三年年均的滤光片需求量增速将超过 15%。

图 4：智能机销量及双摄渗透率预测

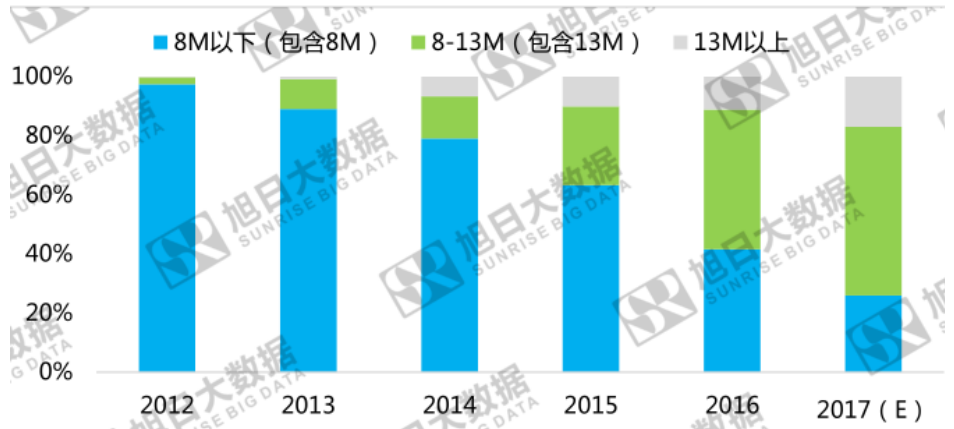
单位：亿台



资料来源：IDC，群益证券上海研究部

另外，从手机像素升级情况来看，高像素摄像头占比持续提升，8M 以上镜头占比超过 7 成，将继续推动蓝玻璃滤光片渗透率的提升，蓝玻璃滤光片单价数倍于普通滤光片，亦有利于公司利润的增长。

图 5：智能机摄像头像素结构分布

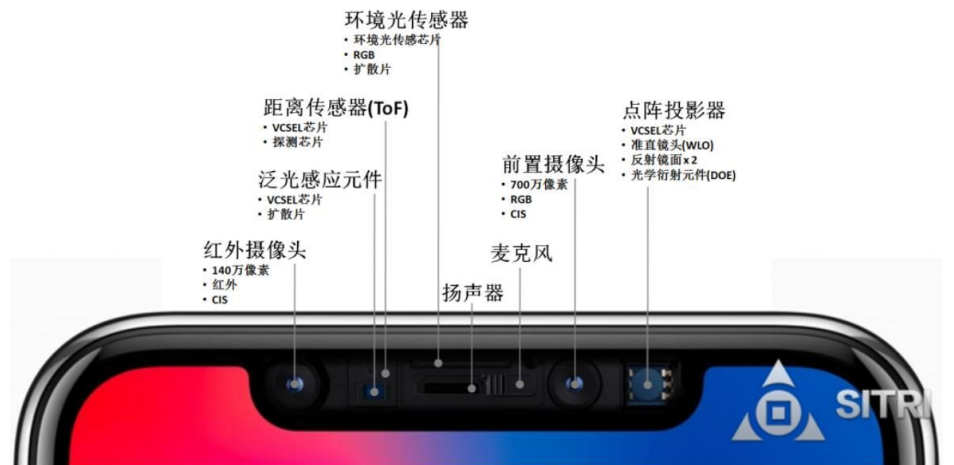


资料来源：旭日大数据，群益证券上海研究部

在手机镜头滤光片领域，公司是国内龙头，2017年约占公司总收入的2/3。客户包括苹果、小米、华为、oppo、Vivo等终端厂商。结合行业发展趋势，我们预计公司手机镜头滤光片收入未来两年增速将达到15%左右。

除传统手机镜头滤光片外，3D感测应用进入爆发阶段，自2017年iPhone X大规模商业化3D感测应用后（图7），预计2018年苹果3款新机搭载该功能，并且国产Android旗舰机型亦将跟风。预计2018年搭载3D感测的手机量将超过2亿部，出现爆发性增长，并且我们预计随着技术的逐步成熟，3D感测将持续向中端机型渗透，带动手机3D感测2017-2020产值CAGR将超过100%（图8）。

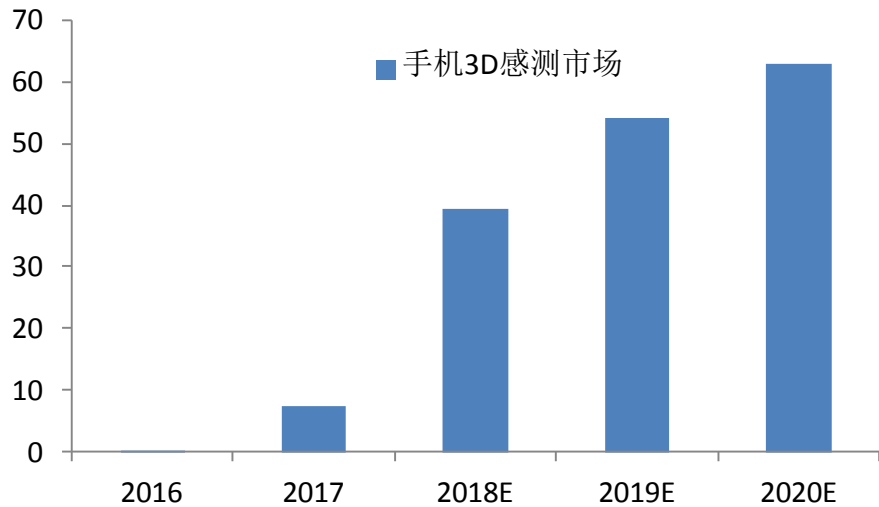
图7：iPhone X 刘海屏结构



资料来源：群益证券上海研究部

图7：手机3D感测市场规模

单位：亿美元



资料来源：群益证券上海研究部整理预测

3D 感测应用中，以 iPhone X 为例，在距离传感器（TOF）、点阵投影器、泛光感应元件均有滤光片的应用，其作用在于过滤可见光波，仅留存红外光源

（850-940nm）用于结构光或 TOF 的 3D 测距。我们预计苹果 2018 年搭载 3D 感测的手机出货量达到 1.5 亿部，较 2017 年 3000 万部左右的出货规模有数倍的增长，公司与 Viavi 配合（Viavi 做前道镀膜），公司以冷加工为主（切割抛光等），另外，与 heptagon 配合做 DOE 的镀膜，将带动公司相关收入的大幅增长。在安卓机部分，公司供货产品更多，因此单机价值或高于苹果。2017 年公司 3D 感测相关收入约 1.4 亿元，占公司营收份额的 6%。2017 年底公司发行可转债募集资金 11.8 亿元，其中 9.1 亿元用于蓝玻璃及生物识别扩产项目，计划扩充蓝玻璃滤光片产能至 500KK/年，生物识别滤光片组立件 250KK/年。项目达产后年销售收入预计为 15.3 亿元，预计创造年税后净利润 2.3 亿元。综合判断，3D 感测相关收入我们预计 2018 年将超过 8 亿元，成为业绩增长的最主要动力。同时考虑到 3D 感测相关产品制造难度大，该产品毛利率亦高于传统手机滤光片业务，将带动公司毛利率水平持续提高。

盈利预测

1Q18 公司实现营收 3.7 亿元，同比下降 18.7%，实现净利润 5865 万元，同比下降 9.2%。公司业绩下降主要是由于国内智慧机 1Q18 较为疲弱的需求所致，我们预计 2Q18 起随着智慧机销量的逐步恢复，公司业绩将呈现前低后高的走势。

从毛利率来看，1Q18 公司综合毛利率 26.1%，较上年同期下降了 1.6 个百分点，毛利率下降主要系新品爬坡影响，我们判断这亦是公司全年毛利率的低点位置。公司预计 1H18 净利润 1.54-2.00 亿元，同比增长 0%-30%，相应的 2Q18 净利润 0.94 亿元-1.4 亿元，同比增长 7%-58%，增速显著加快。

综合判断，我们预计公司 2018、2019 年可实现净利润 5.0 亿元和 6.4 亿元，YOY

为 42%和 28%，EPS 为 0.58 元和 0.75 元；目前股价对应 2018-19 年 PE 分别为 22 倍、18 倍，估值处理历史低位。考虑到公司业绩快速成长，光学领域壁垒较高，给予“买入”的投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
营业收入	1182	1680	2146	3023	3972
经营成本	840	1150	1488	2066	2719
营业税金及附加	10	19	13	21	28
销售费用	22	29	30	48	64
管理费用	155	235	268	375	493
财务费用	-1	-16	12	6	8
资产减值损失	6	19	6	5	5
投资收益	18	38	70	93	105
营业利润	168	282	416	594	761
营业外收入	9	17	2	10	10
营业外支出	2	1	1	2	2
利润总额	175	298	417	602	769
所得税	23	39	54	87	111
少数股东损益	3	5	7	10	13
归属于母公司所有者的净利润	149	254	356	504	644

附二: 合并资产负债表 6

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
货币资金	392	445	1165	1424	1769
应收账款	382	452	523	643	732
存货	183	189	247	289	338
流动资产合计	1656	1662	2631	3202	3823
长期股权投资	153	177	345	345	345
固定资产	664	749	1352	1757	2460
在建工程	213	378	351	878	439
非流动资产合计	1430	1742	2523	3089	3552
资产总计	3086	3404	5154	6291	7375
流动负债合计	319	425	604	453	340
非流动负债合计	53	47	1002	1975	2666
负债合计	372	472	1606	2428	3006
少数股东权益	30	35	69	79	92
股东权益合计	2684	2898	3480	3863	4369
负债及股东权益合计	3086	3404	5154	6291	7375

附三: 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
经营活动产生的现金流量净额	212	331	359	541	697
投资活动产生的现金流量净额	-859	-332	-835	-822	-733
筹资活动产生的现金流量净额	951	55	1142	540	381
现金及现金等价物净增加额	304	56	657	259	345

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。