

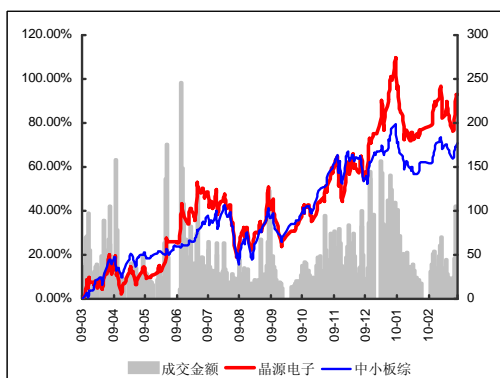
12个月目标价	16.8元
当前股价	12.44元
投资评级	买入

研究员: 高俊芳(执业证书号: S0640209120109)
 电话: 0755-83778731
 Email: junfanggao@tom.com
 报告日期: 2010.03.19

基础数据

上证指数	5947.28
总股本(亿股)	1.35
流通A股(亿股)	0.83
流通B股(亿股)	0
流通A股市值(亿元)	10.33
总市值(亿元)	16.80
每股净资产(元)	3.04
ROE	8.30%
资产负债率	13.16%
毛利率	23.63%
净利率	12.13%

近一年股价表现



相关报告:

江南金融研究所:

联系人: 邝野、毛艳琼
 联系电话: 0755-83778731
 地址: 深圳市深南中路68号航空大厦2902室
 (518031)

事件: 2010年3月19日我们参加了公司召开的股东大会, 并和公司相关管理人员进行了沟通, 综合判断, 我们认为公司存在长期性买入机会。

投资要点:

- ▶ 公司09年实现营业收入2.9亿元, 同比上升7.3%; 实现营业利润3,895万元, 同比增长5.9%; 实现净利润3,506万元, 同比增长12.9%。从年报公布的数据看, 09年公司主要产品综合售价下降10%, 而原材料则没有较大变化, 收入、利润增长主要来自于SMD产品放量以及生产效率提升带来的产销量增长, 数据显示09年度公司产品销量增长超过10%。
- ▶ 从行业所处的环境来看, 数字化电子信息产品不断涌现以及产品成本的不断降低导致应用领域不断扩大, 石英晶体元器件行业在可预见的将来仍将保持快速发展。2010年我国的石英晶体元器件产量将达到60亿只, 片式化率提升到30%左右, 销售收入100亿元。到2020年石英晶体元器件的片式化率将达到50%, 在当前3G手机、家电等旺盛需求背景下, 公司收入很可能超过年报披露的2010年经营目标: 全年完成元器件产销量4.6亿件, 实现销售收入3.1亿元。
- ▶ 年产7200万件片式石英晶体元器件技改项目和精密器件项目助推公司继续成长。从实际情况看, 公司片式石英晶体产品价格相比可研报告时下降了不少, 但产量相比可研时已经从600万提升至1000万件, 目前产能达到1700万件。公司原计划产能达到3000万件, 由于同方入驻, 相关扩产计划需要新董事会来决策, 不过产量稳定在2000万件是公司今年的目标。精密器件到10年2月底产量是3200万件, 现在处于进新设备阶段, 预计下半年开始量产。
- ▶ 同方入驻将给公司带来技术和产业链整合良机。乐观预计, 同方入驻的事情在3月底会有结果。做好相关董事会重组以及经营上的衔接是今年公司的重中之重, 未来公司将依托同方, 延伸产业链。研发专有集成电路、传感器等国家重点发展方向的产品是同方的强项。从同方的态度看, 晶源电子在做好主业的基础上, 未来将视情况可能介入其他新型行业。
- ▶ 按照我们盈利预测模型, 公司未来三年的每股收益分别为0.34元、0.42元和0.52元, 年复合增长率27.65%, 对应动态市盈率分别为36.63倍、29.96倍和24.06倍。考虑到公司属于“物联网”领域的上游电子元器件, 以及未来大股东变换后带给公司强烈的产业整合预期, 从电子元器件以及行业内可比较公司的估值水平看, 我们认为目前市场给予公司40倍PE水平仍然具有相对的估值优势和安全边际, 公司未来12个月目标价位上看至16.8元, 给予“买入”的投资评级。

财务数据简表

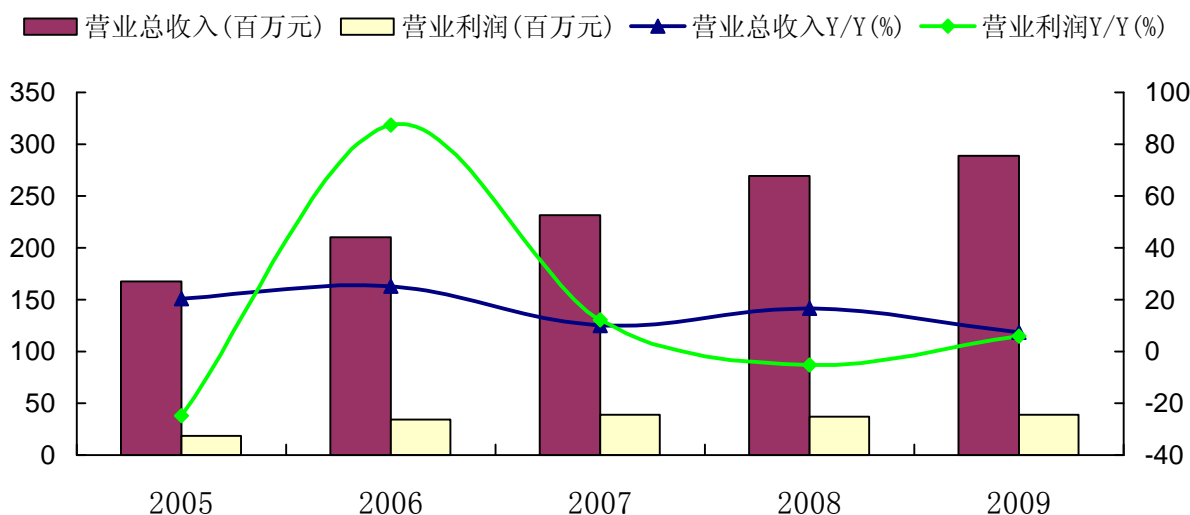
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	289	324	372	447
收入同比(%)	7%	12%	15%	20%
归属母公司净利润	34	46	56	70
净利润同比(%)	12%	34%	22%	25%
毛利率(%)	23.6%	25.0%	25.5%	26.0%
ROE(%)	8.3%	10.4%	11.7%	13.4%
每股收益(元)	0.25	0.34	0.42	0.52
P/E	49.26	36.63	29.96	24.06
P/B	4.09	3.80	3.52	3.22
EV/EBITDA	23	19	17	15

资料来源: 江南金融研究所

1. SMD产品放量以及其他产品产销量增长推动公司业绩成长。

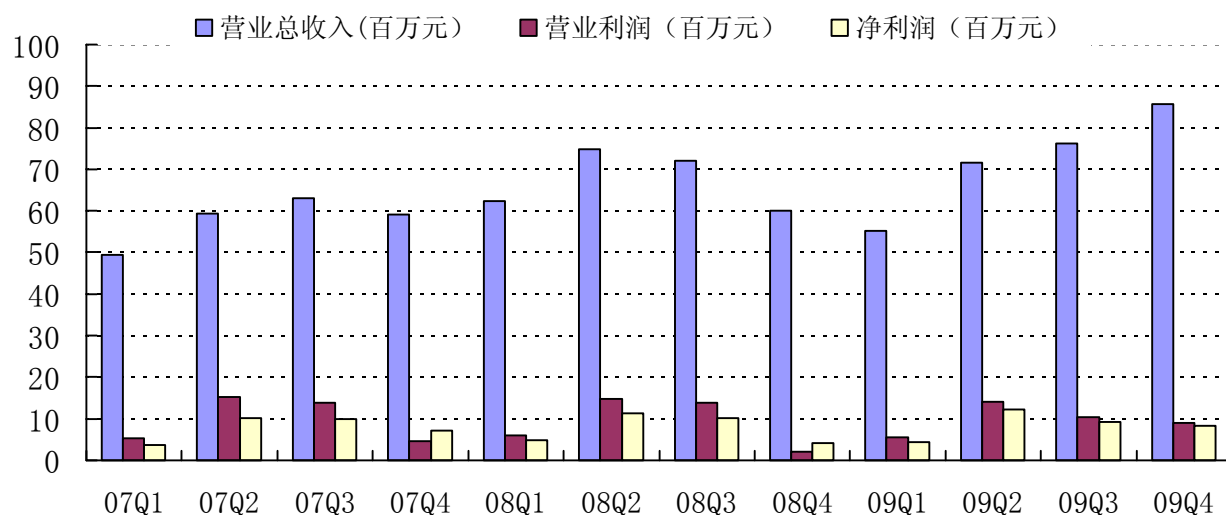
从公司实际经营情况看，08年10月份以前产能处于满产状态，11月份由于金融危机影响订单突然减少35%以上，到12月份则减少5成左右，09年1、2月份加上春节因素订单减少情况更为严重。政府政策刺激在3月份以后逐步显现出来，订单逐步增加，在积极跟原有老客户沟通并开拓新客户的基础上4月份产量恢复到危机前水平。

图表1：2005~2009年晶源电子营业总收入及营业利润表现情况



资料来源：Wind，江南金融研究所

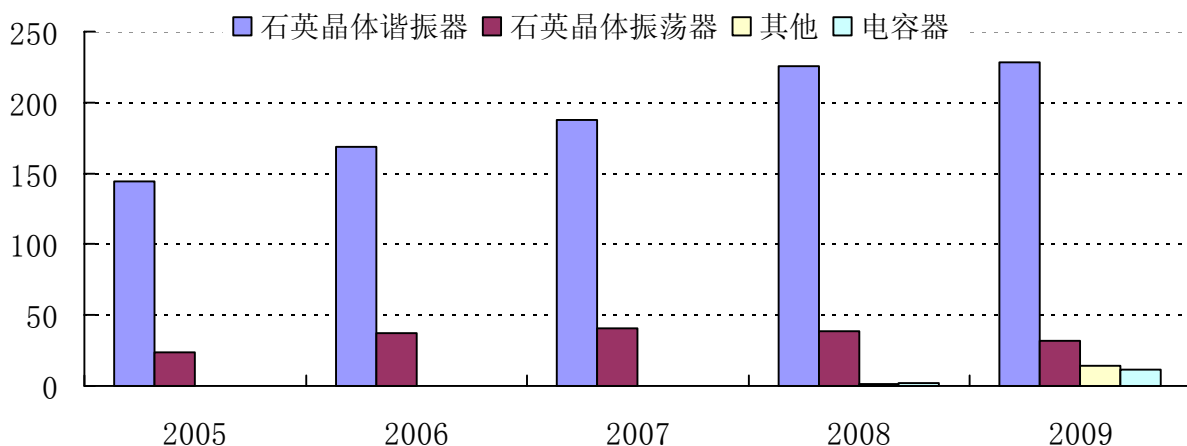
图表2：2007~2009年晶源电子各季度收入利润情况



资料来源：Wind，江南金融研究所

具体来看，2009年SMD系列G封装3225产品良品率超过88%，2520实现量产，2016完成3-4种代表性频点产品研发，小型高稳温补振荡器产业化项目投入建设。另有SMD/7050型TCXO加快量产，OCXO自动调拐系统、155M-622M型VCXO在研。公司仍是晶体行业最具技术优势、规模优势的企业，这为公司未来成长奠定了良好的基础。

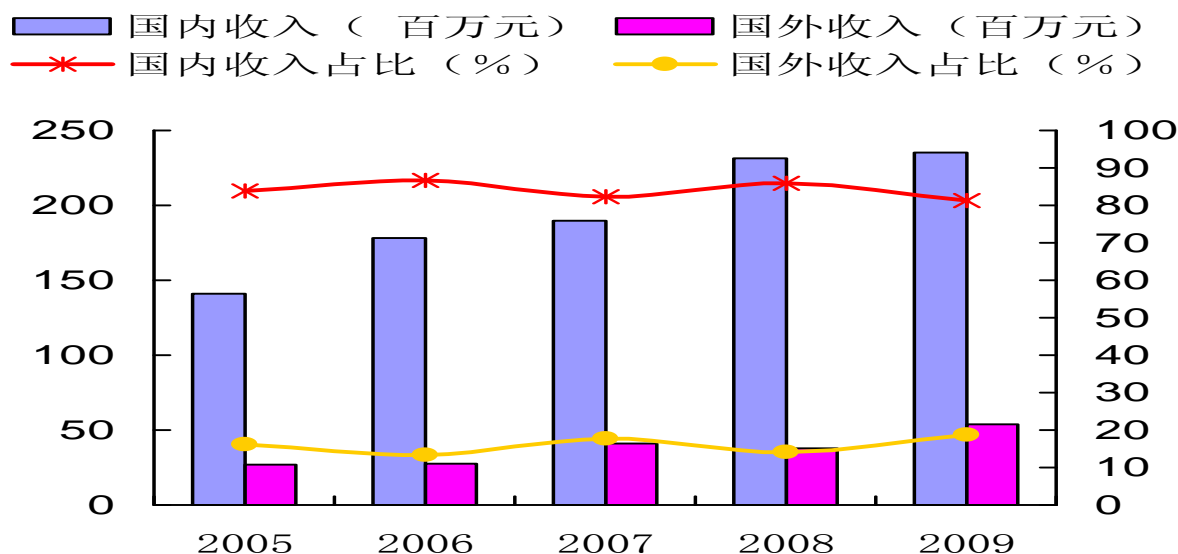
图表 3: 2005~2009 年晶源电子分产品收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 江南金融研究所

另外, 由于国内去年相继推出 3G、家电等刺激政策和电子信息产业振兴规划等措施, 国内对公司相关产品的需求急剧增长, 这导致公司内外销售比重出现一定的变动, 国内的销售比重开始上升, 这对汇率较为敏感的公司来说相对是一个好消息。

图表 4: 晶源电子国内外销售收入及占比变化

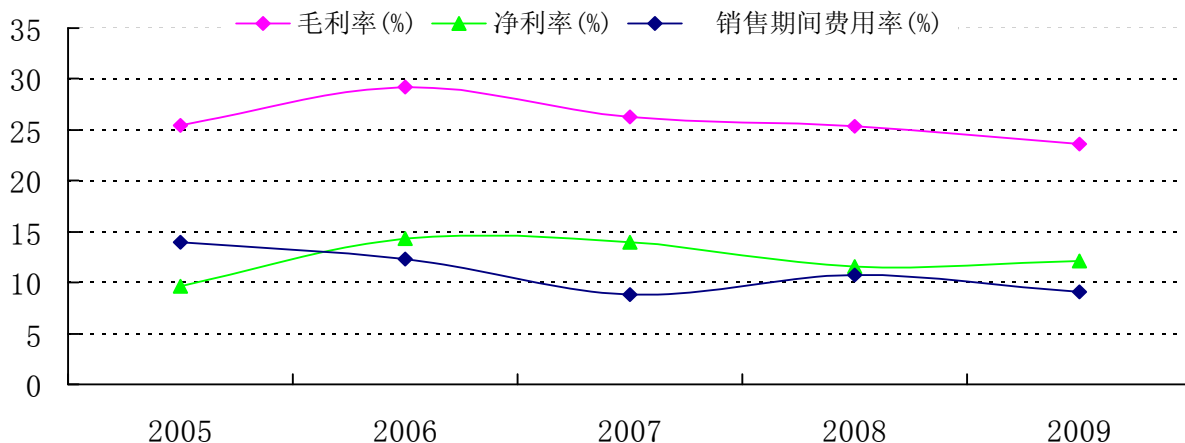


资料来源: Wind, 江南金融研究所

2. 成本和期间费用下降维持产品盈利水平。

09 年公司通过完善考核机制, 改造工艺等措施, 一方面大幅度提升了产量, 另一方面主要产品成本也到了显著降低。相关数字显示, 公司 09 年度销售数量增长 10%, 而主要单位成本降低 9.43%, 公司在主要产品综合售价下降 10% 的情形下, 管理和工艺改进带来的成本降低是公司盈利能力维持的重要保障。

图表 5: 2005 - 2009 年晶源电子综合毛利率、净利率及期间费用率情况

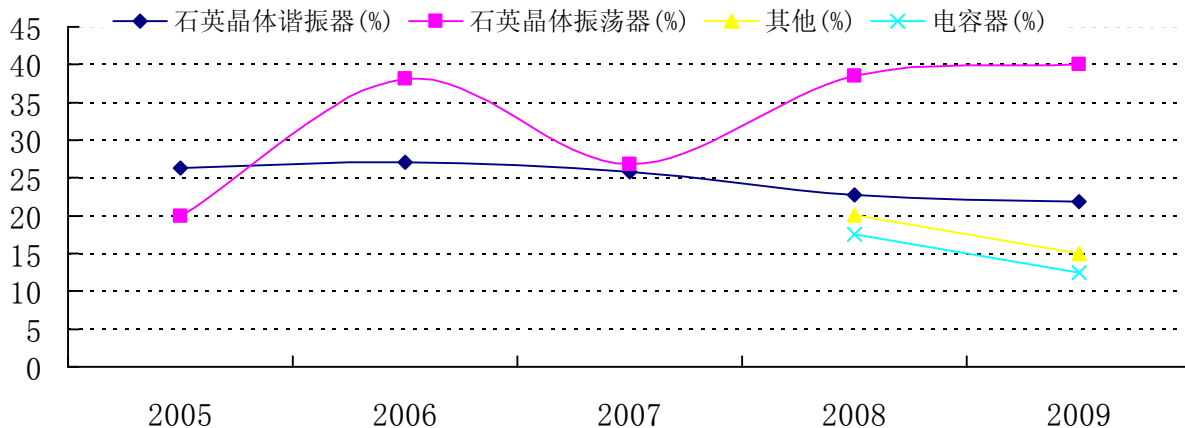


资料来源: Wind, 江南金融研究所

由于 09 年人民币与美元汇率基本保持稳定, 未产生汇兑损失; 同时年度贷款减少, 财务费用同比降低 78.53%。两因素加起来, 公司 09 年期间费用为 2640.27 万元, 同比减少 246.77 万元, 减少幅度为 9.33%。

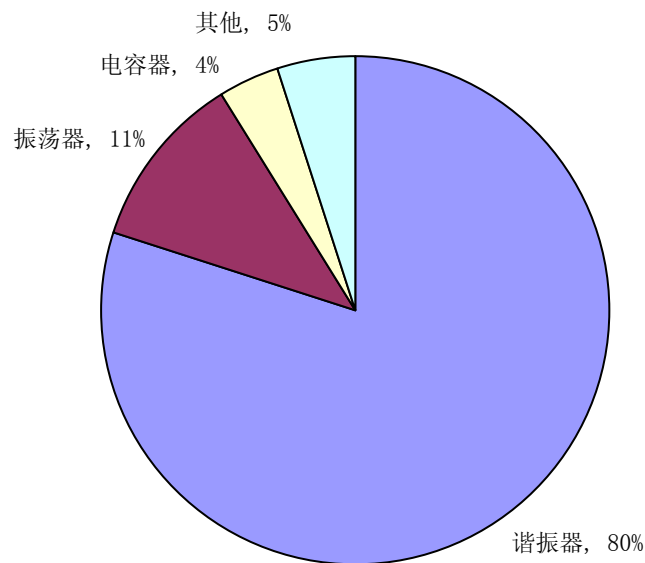
另外, 从公司披露的信息看, 09 年公司职工工资增长幅度 20%, 不过由于工作效率提高 20% 多, 工作效率的提升大致抵消了工资的上漲。

图表 6: 2005 - 2009 年晶源电子分产品毛利情况



资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表 7: 2009 年晶源电子产品组合构成情况



资料来源：公司公告，江南金融研究所

总体来看，由于低端谐振器产品市场竞争激烈，产品价格下降是大势所趋。从历史数据来看，DIP 系列（49S、49U、UM、DIP 钟振等）谐振器和振荡器产品单价逐年下滑，主要产品 49S 正在向矮型化发展，而 SMD 系列（金属封装谐振器、普通振荡器、温补振荡器）以及小批量生产的小型高稳振荡器毛利率较高，出货量保持上升趋势。随着公司 SMD 产品比重逐步上升以及石英晶体振荡器的逐步放量，公司产品结构有望实现从低端向中高端的战略过渡，公司产品盈利能力也随之可以得到更大程度的保障。以下是 2010 年度公司工艺改进及新产品研发计划：

DIP 产品部：①加快适应 49S 晶体向矮型化发展的市场趋势，通过技术改进，既要实现矮型化又要实现持续降低成本。②加快提升低电阻 3 次泛音产品技术成熟度，以满足客户需求。③半成品改进切割研磨工艺，持续提高晶片各项指标一致性和成品良品率。

SMD 产品部①完成 G 封装 3225 型产品技术成熟度，良品率稳定达到 88%以上。②实现 2520 型产品批量生产。③完成 2016 型产品技术研发有代表性频点 3-4 种。

器件部①加快量产高稳定度 SMD/7050 型 TCXO。②开发 0CX0 自动调拐点系统，完善 0CX0 产品量产质量控制和工艺稳定性等项管理制度。③研发 155M-622M VCXO 产品。

3. 同方入驻将给公司带来技术和产业链整合良机。

乐观预计，同方入驻的事情在 3 月底会有结果。做好相关董事会重组以及经营上的衔接是今年公司的重中之重，未来公司将依托同方，延伸产业链。研发专有集成电路、传感器等国家重点发展方向的产品是同方的强项。同方表示，在做好主业的基础上，未来晶源将视情况介入其他新型行业。

从公司层面看，今年最重要的工作就是做好与同方股份重组的后续工作。公司管理层认为同方股份主导晶源电子工作后，将晶源已有的能力、资源与同方新注入能力、资源融合成一体，这将会给晶源带来一个新的发展时期，并最终达到把晶源电子做大做强使其快速发展的双赢效果。

另外，公司在产业链上游方面投资 255 万元参股 30%九江佳华压电晶体材料有限公司，以此来控制上游高品质水晶资源。因为国内原来石英晶体大部分都是从俄罗斯进口，随着俄罗斯电价暴涨（4 分钱涨至 8 毛钱人民币），进口成本越来越高的情形下上下游资源越来越难以掌控。据估算，佳华每年可以为公司提供 80~100 吨高品质石英晶体，这完全满足公司对相关材料的需求。

4. 公司盈利预测与估值分析

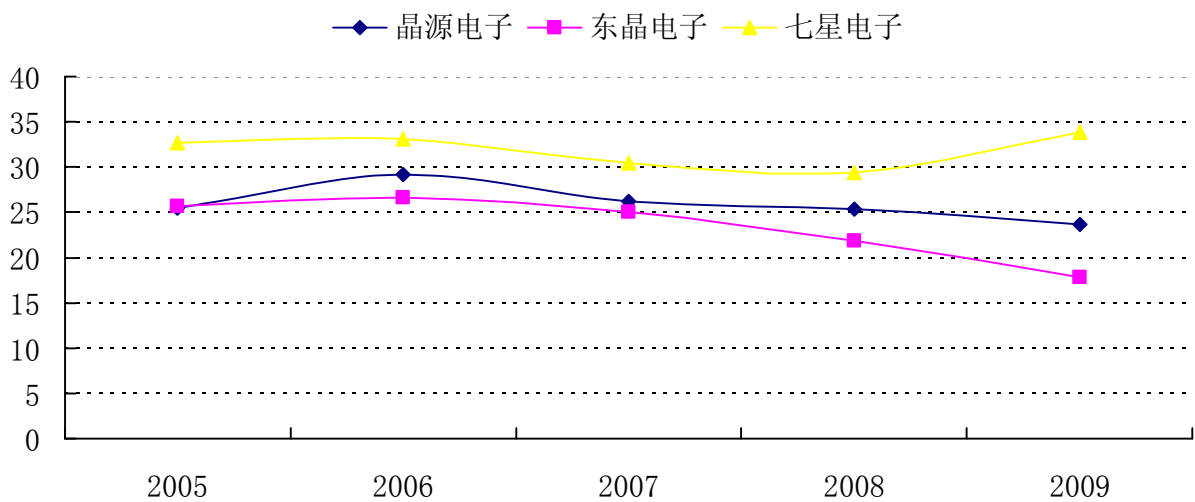
假设条件:

- 国内外经济形势不出现大的负面影响;
- 公司技术改进及新产品研发按照计划进行;
- 同方股份与公司重组工作按期进行。

按照我们盈利预测模型,公司未来三年每股收益分别为0.34元、0.42元和0.52元,年复合增长率27.65%,对应动态市盈率分别为36.63倍、29.96倍和24.06倍。从可比公司来看,晶源电子的毛利特别是净利水平是非常优秀的,净资产收益率和利润成长性相对较差跟公司相对保守的经营策略有关,这一点从公司的低负债率即可看出。随着同方入驻后更为年轻管理团队的成立,相信公司成长性问题将得到根本解决。

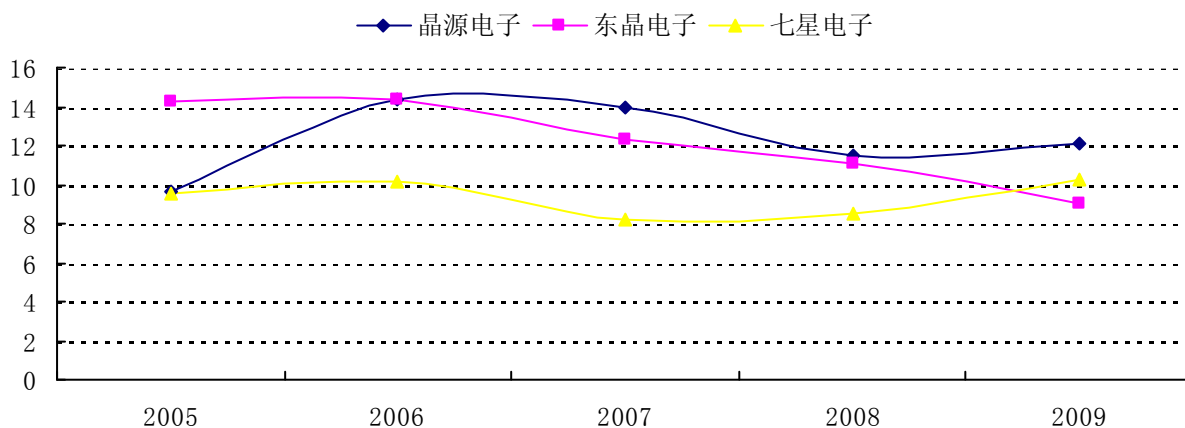
整体上判断:考虑到公司属于“物联网”领域的上游电子元器件,以及未来大股东变换后带给公司强烈的产业整合预期,从电子元器件以及行业内可比较公司的估值水平看,我们认为目前市场给予公司40倍PE水平仍然具有相对的估值优势和安全边际,公司未来12个月目标价位上看至16.8元,给予“买入”的投资评级。

图表 8: A股可比上市公司毛利率情况分析(单位: %)



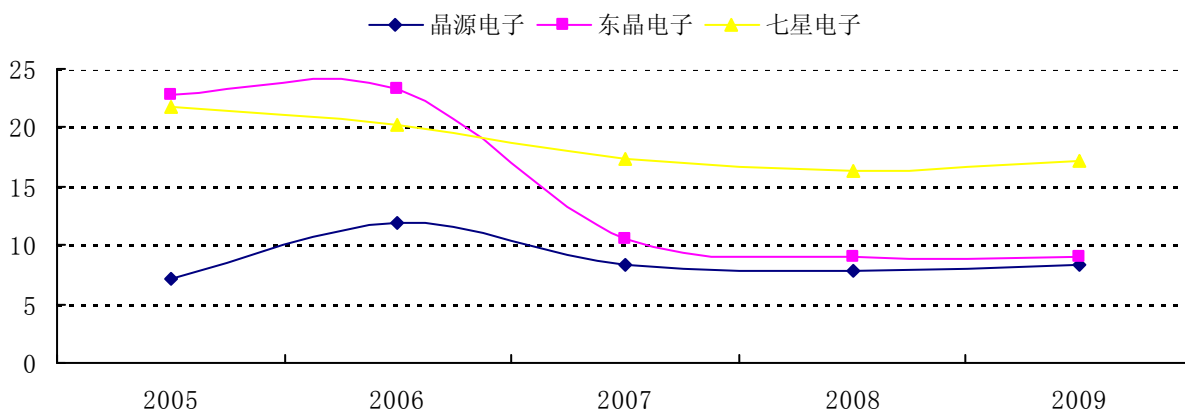
资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表 9: A 股可比上市公司净利率情况分析 (单位: %)



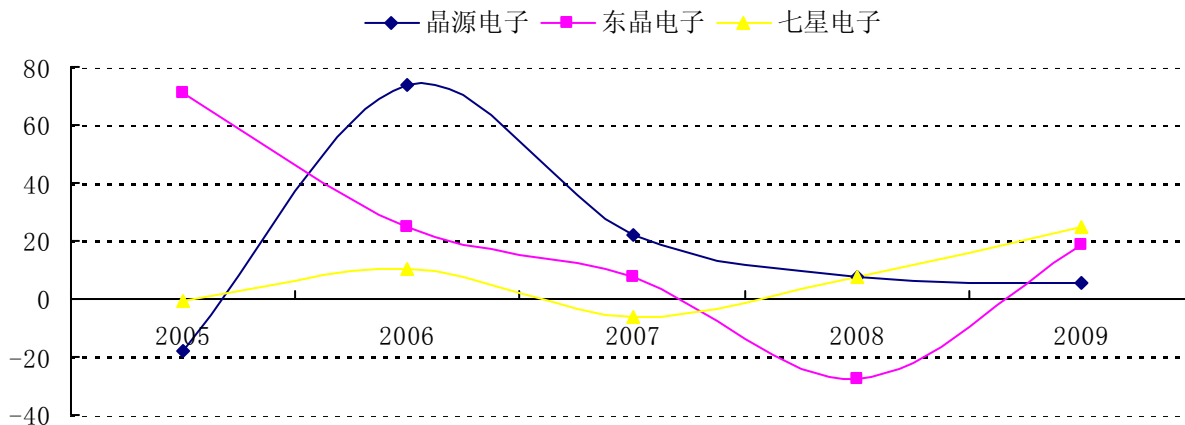
资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表 10: A 股可比上市公司净资产收益率 (摊薄) 情况分析 (单位: %)



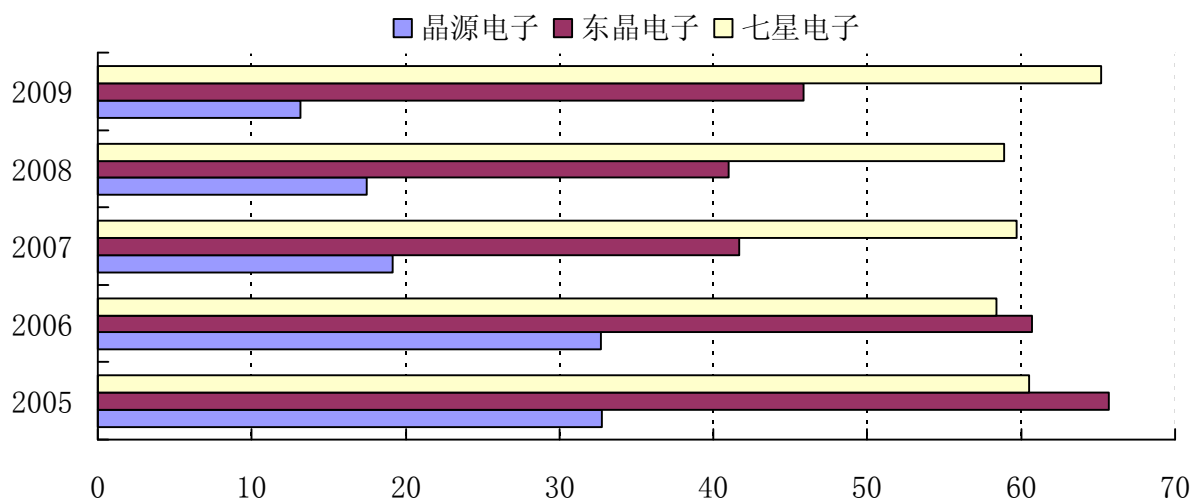
资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表 11: A 股可比上市公司归属于母公司净利润 (扣除非经常性损益) 增长情况分析 (单位: %)



资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表 12: A 股可比较公司资产负债率情况对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 江南金融研究所

图表 13: A 股市场可比公司以及电子元器件板块整体估值情况对比

简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (MRQ)
				TTM	09E	10E	TTM	09E	10E	
晶源电子	12.44	16.79	10.28	0.25	0.25	0.34	49.26	49.61	36.63	4.09
东晶电子	29.15	23.49	6.06	0.28	0.24	0.36	103.64	117.47	80.08	9.37
七星电子	55.62	36.15	7.37	0.00	0.00	1.01	72.88	57.55	54.56	12.46
行业中值		36.55	24.71	0.10	0.38	0.47	48.86	54.11	45.22	5.27
SW 电子元器件				截至 2010 年 3 月 19 日市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值) = 60.09						6.54
Wind 电子元件				截至 2010 年 3 月 19 日市盈率 (TTM, 整体法, 剔除负值) = 62.78						6.21

资料来源: Wind, 江南金融研究所

附：晶源电子财务报表与财务数据预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	198	309	367	457	营业收入	289	324	372	447
现金	60	168	205	262	营业成本	221	243	277	330
应收账款	76	76	87	105	营业税金及附加	1	2	2	2
其他应收款	6	6	7	9	营业费用	6	6	7	9
预付账款	7	7	8	10	管理费用	19	21	25	30
存货	46	48	55	65	财务费用	2	-3	-6	-8
其他流动资产	3	4	5	5	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	291	270	226	193	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	3	3	3	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	251	225	195	163	营业利润	39	54	65	81
无形资产	12	10	9	7	营业外收入	3	3	4	5
其他非流动资产	26	33	20	20	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	489	580	594	650	利润总额	42	56	69	86
流动负债	52	111	89	99	所得税	7	9	11	14
短期借款	10	28	27	26	净利润	35	47	58	72
应付账款	28	32	35	41	少数股东损益	1	1	2	2
其他流动负债	15	52	26	31	归属母公司净利润	34	46	56	70
非流动负债	12	11	11	11	EBITDA	72	84	94	108
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.25	0.34	0.42	0.52
其他非流动负债	12	11	11	11					
负债合计	64	122	99	109	主要财务比率				
少数股东权益	14	15	17	19	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	135	135	135	135	成长能力				
资本公积	162	162	162	162	营业收入	7.3%	12.0%	15.0%	20.0%
留存收益	114	145	180	225	营业利润	5.9%	38.0%	21.5%	24.4%
归属母公司股东权益	411	442	477	522	归属于母公司净利润	11.6%	34.5%	22.2%	24.5%
负债和股东权益	489	580	594	650	获利能力				
					毛利率(%)	23.6%	25.0%	25.5%	26.0%
					净利率(%)	11.8%	14.2%	15.1%	15.6%
					ROE(%)	8.3%	10.4%	11.7%	13.4%
					ROIC(%)	9.2%	14.2%	16.3%	21.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	13.2%	21.1%	16.7%	16.8%
					净负债比率(%)	17.36%	23.43%	28.23%	25.10%
					流动比率	3.81	2.78	4.14	4.63
					速动比率	2.91	2.34	3.52	3.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.61	0.63	0.72
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	9.72	8.21	8.31	8.67
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.25	0.34	0.42	0.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.74	0.39	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.27	3.54	3.87
					估值比率				
					P/E	49.26	36.63	29.96	24.06
					P/B	4.09	3.80	3.52	3.22
					EV/EBITDA	23	19	17	15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	82	100	53	75
净利润	35	47	58	72
折旧摊销	31	34	34	34
财务费用	2	-3	-6	-8
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	12	39	-44	-22
其他经营现金流	1	-16	10	-1
投资活动现金流	-26	2	0	0
资本支出	26	0	0	0
长期投资	0	-1	0	0
其他投资现金流	0	1	1	1
筹资活动现金流	-57	6	-16	-18
短期借款	-42	18	-1	-1
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-15	-12	-15	-18
现金净增加额	-1	107	37	58

分析师简介

高俊芳, SAC 执业证书号: S0640209120109

厦门大学经济学硕士, 2007 年 10 月加入江南证券金融研究所, 从事电子行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
- 持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
- 卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠, 但江南证券并不能担保其准确性或完整性, 而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易, 向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断, 可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户, 应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有, 保留一切权利。