

合理价格区间

33.00-37.35 元

发行基本情况

发行前总股本	7,200 万股
发行价	30.00 元
发行市盈率(按 2009 年摊薄后 EPS 算)	59
发行数量	2,400 万股
网下发行	480 万股
网上发行	1,920 万股
网上发行日期	2010.07.21
拟募集资金	24,146 万元
实际募集资金	72,000 万元
第一大股东	深圳市欧菲投资 控股有限公司
发行后持股比例	27.27%

研发部

邵明慧
 SAC 执业证书编号: S0690200010032

联系人: TMT 研究小组
 Tel: 010-68858150
 Email: heyangyang@cnpsec.com

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

触摸屏业务将拉动公司高增长

——欧菲光 (002456) 新股定价报告

摘要:

- 公司是国内领先的精密光电薄膜元器件制造商,主要产品包括红外截止滤光片及镜座组件和纯屏触摸屏,应用于消费类电子产品领域。公司实际控制人是蔡荣军,目前担任公司董事长。蔡氏家族占发行后总股本的 46%。
- 红外截止滤光片全球市占率近三成,应用于主流品牌手机摄像头中。近年来受限于产能营收增长较为平稳。未来发展方向将积极向笔记本摄像头、汽车摄像头等领域延伸,仍具备发展潜力。但总体而言,由于目前市占率已高,未来红外截止滤光片业务增长速度将维持平稳,成长空间亦有限。
- 触摸屏是公司未来着重发展的业务,目前客户主要是国内手机品牌商,2011 年有望打入知名韩系手机厂商供应链。公司在生产成本上优于日企,在产品开发周期、面板镀膜等环节优于台湾企业,在技术水平上优于国内企业,构成了公司的竞争力。未来公司将丰富产品线,投入 glass-glass 和 glass-film 两种电容式触摸屏的生产,并将延伸产业链,介入上游关键材料 ITO film 的生产。触摸屏业务是决定公司业绩能否实现高增长的关键。
- 公司储备项目较多,目前已有强化玻璃等业务开始贡献营收和利润。
- 募投项目分析:本次 IPO 募集资金将投资于精密光电薄膜元器件生产项目、精密光电薄膜技术研发中心项目两个项目,包括新增红外截止滤光片类产能 1.4 亿片/年,新增触摸屏类产能 700 万片/年。公司生产规模将得到扩大,以缓解目前产品供不应求的态势;另一方面公司的整体研发水平和技术水平也将得到提升。
- 盈利预测与估值:我们预计公司 2010-2012 年的营业收入分别是 5.92 亿元、8.09 亿元和 10.75 亿元,对应的增速分别为 59%、37%和 33%;每股收益分别是 0.83 元、1.23 元和 1.57 元,增长 57%、47%和 28%。综合相关公司的估值水平,我们认为可给予公司的合理估值区间是 40-45 倍 PE,合理价格为 33.00-37.35 元,对应的 2011 年 PE 是 26-30 倍。
- 投资风险提示:1、受消费电子市场波动的风险;2、行业竞争导致的风险;3、原材料采购相对集中的风险;4、汇率波动导致的净利润波动风险。

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	231	373	592	809	1075
(+/-)	50.5%	61.7%	58.9%	36.5%	32.9%
归属母公司股东净利润	37	51	80	118	151
(+/-)	22%	37%	57%	47%	28%
每股收益(EPS)	0.52	0.71	0.83	1.23	1.57
ROE	19.2%	20.8%	7.7%	10.1%	11.5%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

目 录

一、国内领先的精密光电薄膜元器件制造商	1
1.1 公司基本情况及股权结构介绍	1
1.2 主要业务是红外截止滤光片和触摸屏，应用于消费电子领域	2
1.3 光学光电子行业重要性越发显著	2
二、主营业务分析	4
2.1 红外截止滤光片市占率第一，但成长空间有限	4
2.2 触摸屏行业发展迅速，该业务将持续高增长	5
2.3 强化玻璃行业前景乐观	7
三、募投项目解决产能瓶颈，增强研发能力	9
四、投资价值分析	10
4.1 盈利预测	10
4.2 估值讨论	10
4.3 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司发行前的股权结构图.....	1
图表 2: 本次发行后的股权结构图.....	1
图表 3: 近三年公司营收和净利润情况 (万元)	2
图表 4: 近三年营业收入构成情况.....	2
图表 5: 我国光学光电子产业规模发展情况 (亿元)	3
图表 6: 我国精密光电薄膜元件产业规模发展情况 (亿元)	3
图表 7: 红外截止滤光片和镜头组件	4
图表 8: 近三年红外截止滤光片营收 (万元) 和毛利率情况.....	4
图表 9: 红外截止滤光片下游应用市场增长情况预测	5
图表 10: 全球红外截止滤光片出货量情况 (亿片)	5
图表 11: 全球红外截止滤光片市场份额情况.....	5
图表 12: 2009 年不同技术触摸屏的市场份额 (按收入划分)	6
图表 13: 纯平触摸屏构造	6
图表 14: 公司触摸屏业务营收 (万元) 和毛利率情况	6
图表 15: 全球触摸屏模组收入预测	6
图表 16: 全球触摸屏厂商按出货量统计的市场份额 (2008 年)	7
图表 17: 全球触摸屏主要厂商毛利率情况	7
图表 18: 公司目前的技术储备情况	8
图表 19: 募投项目投资情况	9
图表 20: 预计公司细分业务收入 (亿元)	10
图表 21: 预计公司细分业务毛利率情况	10
图表 22: A 股相关公司估值情况	11
图表 23: 盈利预测表 (单位: 百万元)	12

一、国内领先的精密光电薄膜元器件制造商

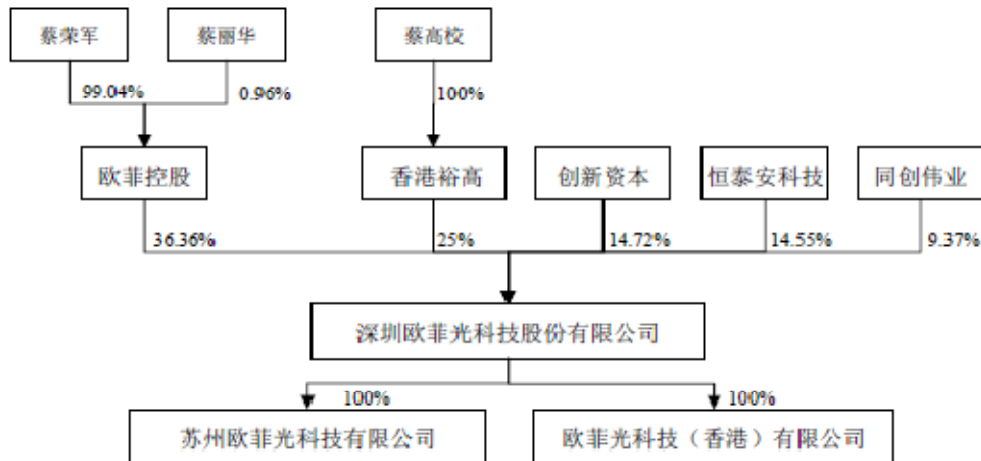
1.1 公司基本情况及股权结构介绍

公司成立于 2001 年 3 月，是国内领先的精密光电薄膜元器件制造商，以拥有自主知识产权的精密光电薄膜镀膜技术为依托，从事精密光电薄膜元器件的研发、生产和销售。

公司控股股东是欧菲控股，持有公司发行前 36%的股份；实际控制人是蔡荣军，目前担任公司董事长，持有欧菲控股 99%的股份。公司的其他股东中蔡丽华、蔡高校与蔡荣军系姐弟关系。

公司目前拥有两家全资子公司，分别是苏州欧菲光科技有限公司和欧菲光科技（香港）有限公司。苏州欧菲光科技有限公司从事新型光电元器件的研究与开发、生产、销售和技术服务。欧菲光科技（香港）有限公司主要从事贸易服务业务。

图表 1：公司发行前的股权结构图



资料来源：公司公告，中邮证券研发部

本次公司拟公开发行 2400 万股，占发行后总股票的 25%。发行后第一大股东仍为欧菲控股，持股比例为 27%。蔡氏家族占发行后总股本的 46%。

图表 2：本次发行后的股权结构图

股东	本次发行前		本次发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
一、有限售条件流通股	7,200.00	100.00%	7,200.00	75.00%
1、欧菲控股	2,618.18	36.36%	2,618.18	27.27%
2、香港裕高	1,800.00	25.00%	1,800.00	18.75%
3、创新资本	1,059.98	14.72%	1,059.98	11.04%
4、恒泰安科技	1,047.28	14.55%	1,047.28	10.91%
5、同创伟业	674.56	9.37%	674.56	7.03%
二、本次发行流通股	-	-	2,400.00	25.00%
合计	7,200.00	100.00%	9,600.00	100.00%

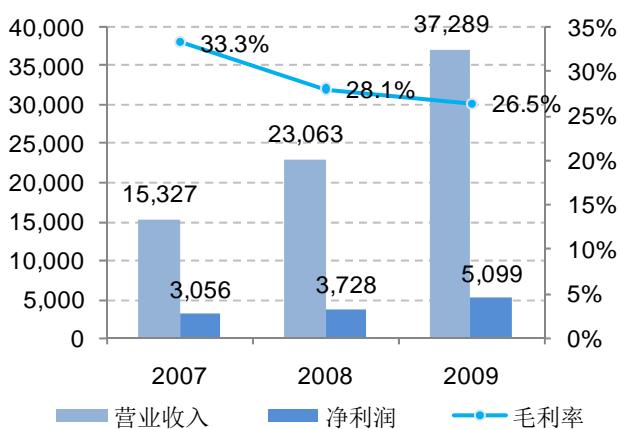
资料来源：公司公告，中邮证券研发部

1.2 主要业务是红外截止滤光片和触摸屏，应用于消费电子领域

公司近三年来营收与净利润实现快速增长，09 年营业收入增长 62%，净利润增长 37%。目前，公司主要产品包括红外截止滤光片及镜座组件和纯平触摸屏，2009 年这两项业务分别占公司主营业务收入比重的 35%和 43%，占毛利比重的 48%和 46%；其他产品和业务包括光纤头镀膜加工、光学低通滤波器、保护玻璃、激光光学读取头薄膜元件、分光棱镜等。

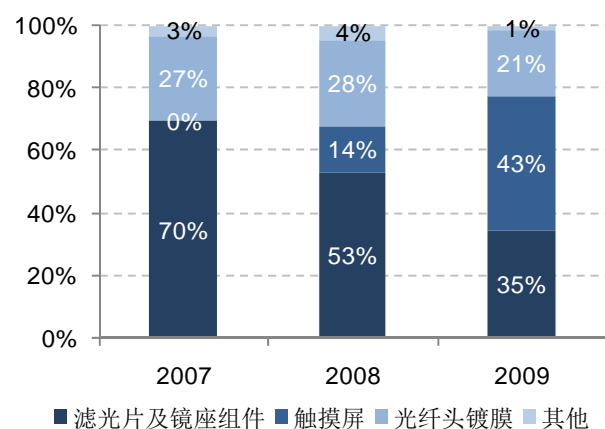
公司产品主要应用于手机、数码相机、摄像机、投影仪、DVD 设备等消费类电子产品领域，亦有部分业务应用于医疗器械、监控系统、光通信等领域。

图表 3：近三年公司营收和净利润情况（万元）



资料来源：中邮证券研发部

图表 4：近三年营业收入构成情况



资料来源：中邮证券研发部

1.3 光学光电子行业重要性越发显著

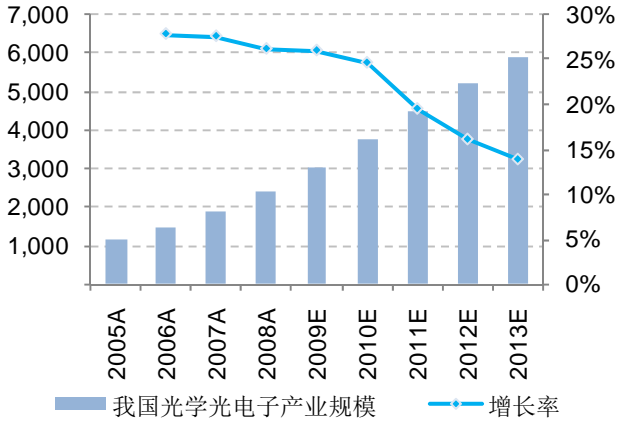
光学光电子产业涉及的下游领域包括信息科学、空间科学、新能源、新材料、生物科技、医学、环境科学、遥感技术、通信技术以及各种消费类电子产品领域，因此，光学光电子产业是 21 世纪潜力巨大的产业。

据赛迪顾问预计，2009 年，全球光学光电子产业规模约为 3510 亿美元，未来几年，行业仍将持续以 10% 左右的速度增长。我国光学光电子产业规模 2009 年底约为 3010 亿元，占全球比重约为 13%。未来几年，全球光学光电子产业将加速向我国转移，预计到 2013 年我国光学光电子产业规模将达到 5920 亿元，CAGR 约为 18%，其中部分专业领域增长速度可达 30%。

精密光电薄膜元件是光电子行业的重要产品，它是指用物理或化学的方法，在光学、光电子元件表面沉积、涂覆一层或多层透明的介质或者金属薄膜，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。

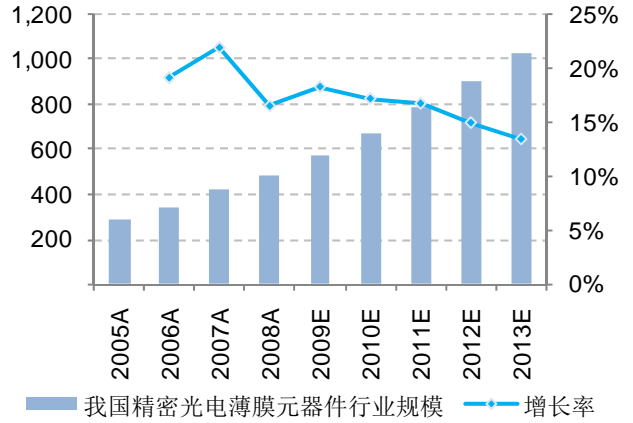
同样来自赛迪顾问的数据显示，2009 年，我国精密光电薄膜元件产业规模约为 576 亿元，占全球规模约三成；预计产业规模到 2013 年可成长至 1028 亿元，CAGR 为 16%。公司作为国内领先的精密光电薄膜元件制造商，发展空间大。

图表 5：我国光学光电子产业规模发展情况（亿元）



资料来源：CCID，中邮证券研发部

图表 6：我国精密光电薄膜元件产业规模发展情况（亿元）



资料来源：CCID，中邮证券研发部

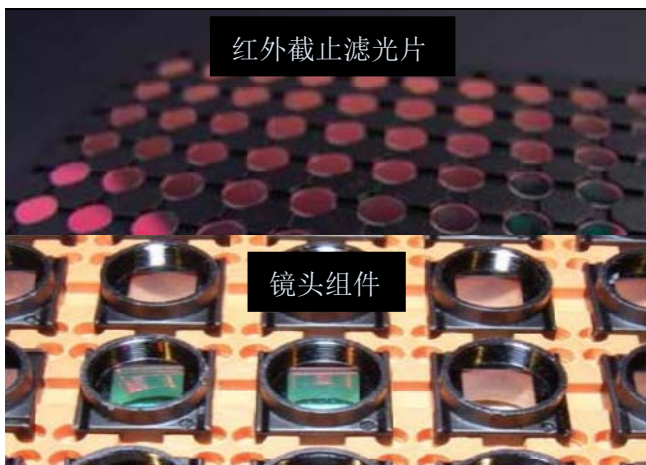
二、主营业务分析

2.1 红外截止滤光片市占率第一，但成长空间有限

红外截止滤光片及镜座组件是公司主要业务之一，主要用于 CCD 或 CMOS 成像系统，阻挡干扰成像质量的红外光，以改善成像质量。镜座组件是将红外截止滤光片粘贴在塑胶元件上形成的镜头模组器件。红外截止滤光片及镜座组件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，也可以应用于数码相机、数码摄像机等领域以及监控系统等绝大多数涉及 CCD/CMOS 成像系统的领域。

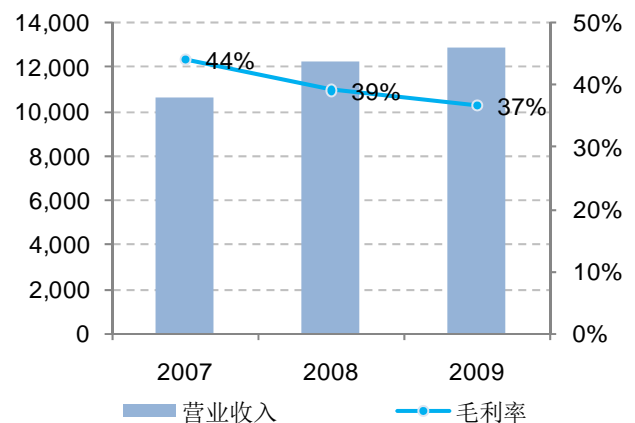
公司红外截止滤光片和镜座组件主要应用于可拍照手机领域，客户包括大立光电、伟创力集团、ST 意法半导体等厂商，产品最终应用于诺基亚、摩托罗拉、索尼爱立信、苹果等品牌手机上。近三年受限产能瓶颈，营收平衡增长，2009 年该项业务收入达到 1.29 亿元，增长 5%。毛利率因产品价格下降，近年来呈下滑趋势，09 年毛利率为 37%。

图表 7：红外截止滤光片和镜头组件



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

图表 8：近三年红外截止滤光片营收（万元）和毛利率情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

红外截止滤光片的下游终端产品中，可拍照手机的需求量最大。预计可拍照手机用红外截止滤光片占该产品全球出货量的 75% 左右。2009 年，全球可拍照手机的销量约为 8.73 亿只，占手机总出货量的七成以上，渗透率已经较高。未来可拍照手机用红外截止滤光片的增长动力主要来自于两个方面，一是 3G 服务的普及促使手机需要多安装一个摄像头以满足可视通话的需求，带来新增需求。二是可拍照手机渗透率仍将进一步提高。

除了拍照手机外，摄像头价格的下滑使其不断融入消费电子产品甚至汽车领域。例如，现在带有摄像头的电脑笔记本普及率处于快速上升中；而倒车雷达的应用使摄像头进入汽车领域。此外，全球安防行业蓬勃发展，用于安防领域的摄像机也将高增长。

根据赛迪顾问的预测，2009 年至 2013 年，红外截止滤光片主要应用领域中，可拍照手机、电脑摄像头、汽车摄像头及数码相机的 CAGR 分别将是 8.8%、15.4%、33.4% 和 6.2%。下游终端出货量的上升将拉动红外截止滤光片出货量由 2010 年的约 11.4 亿片增长至 2013 年的 14.6 亿片，CAGR 达到 8.71%。其中具有较高附加值的镜座组件产品及适用于 200 万以上像素摄像系统中的红外截止滤光片的需求情况更为乐观，其年均复合增长率分别可达 34.0% 和 9.06%。

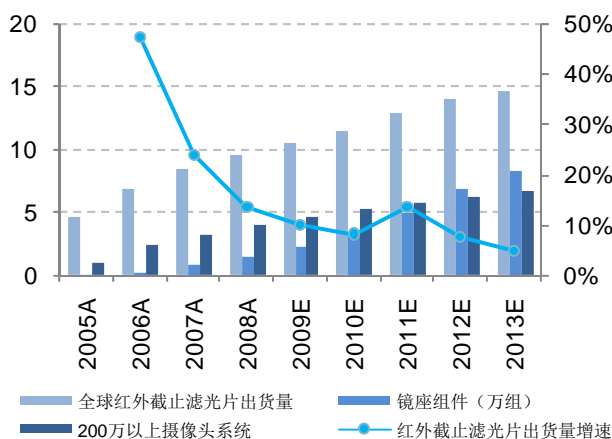
图表 9：红外截止滤光片下游应用市场增长情况预测

下游市场	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	年均复合增长率
可拍照手机（万部）	87,000	98,600	104,000	112,000	122,000	8.8%
电脑摄像头（万个）	13,600	16,800	19,500	22,300	24,100	15.4%
汽车摄像头（万个）	3,760	5,410	7,500	9,800	11,900	33.4%
数码相机（万台）	11,020	11,610	12,300	13,100	14,030	6.2%

资料来源：CCID，中邮证券研发部

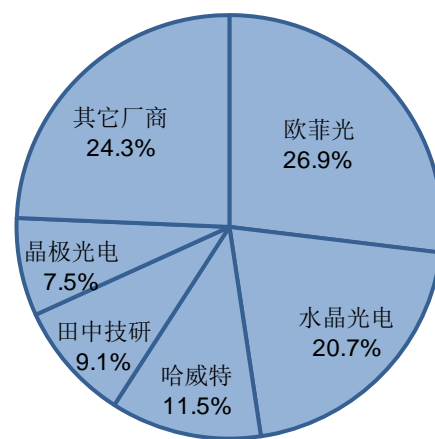
红外截止滤光片行业属资本密集与劳动密集一体，因此，国内企业凭借人力成本上的优势，占全球红外截止滤光片供应的 50%左右。公司具备强大的研发能力，同时能迅速准确的响应客户需求，产品价格亦有竞争力，使得公司在该行业中市场占有率为 26.9%，领先于水晶光电（大陆）、哈威特（韩国）、田中技研（日本）等竞争对手。相比国内的竞争对手水晶光电，公司产品主要应用于手机摄像头领域，而水晶光电产品主要应用于数码照相机领域。公司未来的发展方向仍集中于手机摄像头，并积极向笔记本摄像头、汽车摄像头等领域延伸，仍具备发展潜力，但总体而言，由于目前公司市占率已高，未来红外截止滤光片业务增长速度仍将维持平衡局面，未来的成长空间亦有限。

图表 10：全球红外截止滤光片出货量情况（亿片）



资料来源：CCID，中邮证券研发部

图表 11：全球红外截止滤光片市场份额情况



资料来源：CCID，中邮证券研发部

2.2 触摸屏行业发展迅速，该业务将持续高增长

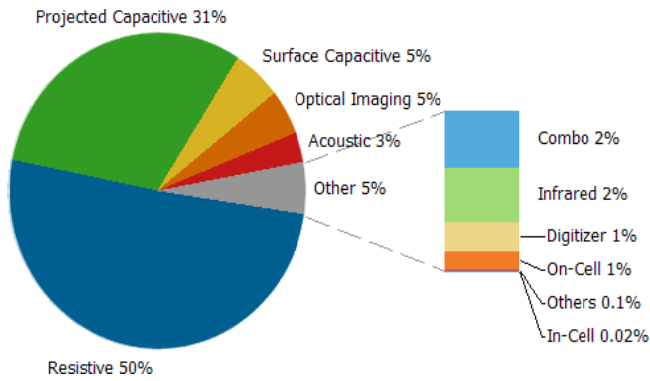
触摸屏使人与产品的交互更为直接，具有简单、便捷、时尚和人性化等特点，因此，广泛应用于手机、计算机、信息查询、办公设备、工业控制、军事指挥、电子游戏机、高端消费类电子产品、多媒体教学等领域，获得了快速的增长。

从技术上分，触摸屏可分成电阻式、电容式、红外线式和表面声波式，应用于消费电子领域的主要是前两种。电阻式触摸屏成本低，因此目前应用最广泛，据 DisplaySearch 统计，按收入划分其 2009 年的市场份额为 50%。电容式触摸屏相对于传统的电阻式触摸屏具有外观时尚，使用寿命长，支持多点触控等优点，有望成为未来的主流产品。

公司的触摸屏业务主要指纯触摸屏，是电阻式触摸屏的一种，它实现了 Lens 镜片与四线式电阻式触摸屏的组合，兼具 Lens 的外观和 Touch 的功能。自 2008 年开始进入生产

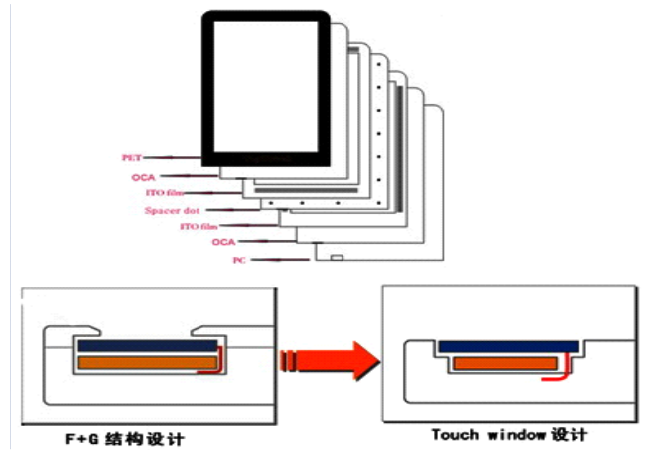
销售，以手机领域应用为主，受益于智能手机的发展及触摸屏手机渗透率的提升，该业务发展迅猛，2009 年收入即达到 1.61 亿元。目前公司客户包括天宇朗通、金立通信、中兴通讯、康佳、TCL-阿尔卡特等国内主流品牌手机厂商。此外，公司已开始为韩国品牌 Pantech 供货，并正在申请 LG 和三星的供应商认证，预计可从 2011 年开始为 LG 和三星供货。

图表 12：2009 年不同技术触摸屏的市场份额（按收入划分）



资料来源：DisplaySearch，中邮证券研发部

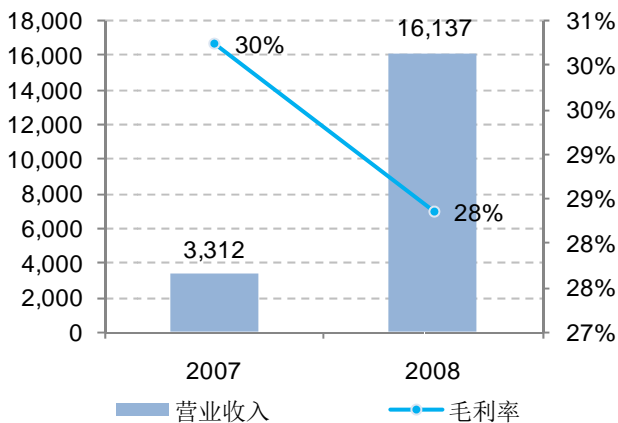
图表 13：纯平触摸屏构造



资料来源：中邮证券研发部

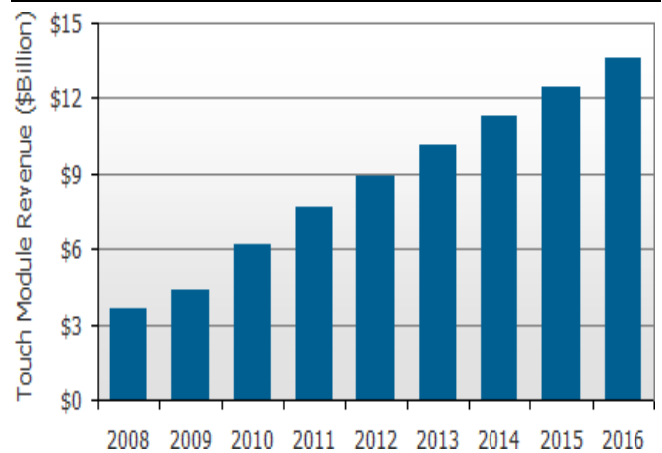
预计未来拉动触摸屏行业增长的主要是手机，DisplaySearch 估计 2010 年将有三分之二触控面板应用于手机，2010 年估计全球将销售 5.31 亿部触摸屏手机，触摸屏手机的渗透率将接近三成，预测到 2016 年渗透率将超过 50%。而中大尺寸领域触摸屏电脑的普及也将是触摸屏的重要推动力。尤其是平板电脑的盛行，将极大推动触摸屏在电脑领域的应用。除此之外，数字相机、摄像机、电子书等领域也将成为触摸屏的潜在市场。预计全球触摸屏触摸屏模组收入至 2016 年将达 140 亿美元，复合增长率达 18%。

图表 14：公司触摸屏业务营收（万元）和毛利率情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

图表 15：全球触摸屏模组收入预测

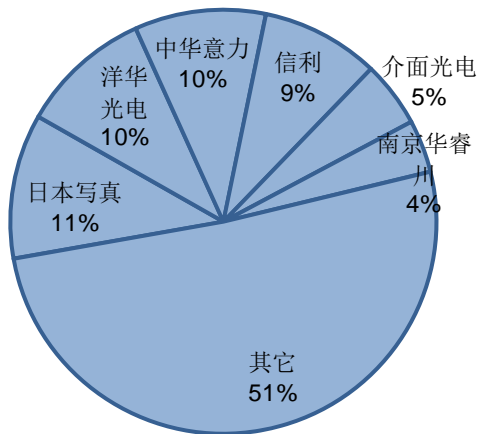


资料来源：DisplaySearch，中邮证券研发部

触摸屏市场参与者较多，全球约有 170 多家企业从事触摸屏生产销售，集中在日本、韩国、美国、大陆及中国台湾地区。目前的市场集中度较低，据 DisplaySearch 的数据显示，2008 年全球触摸屏最大的三家供应商日本写真、洋华光电、中华意力的合计市场份额为 32%。相比竞争对手，公司介入触摸屏领域稍晚，但公司在镀膜技术与精密组装上的深厚技术积

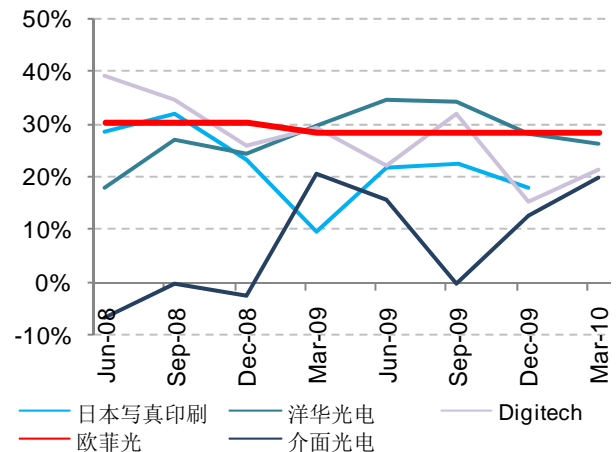
累帮助公司快速打开市场，并迅速打入国内知名手机品牌供应链。公司在生产成本上优于日企，在产品开发周期、面板镀膜等环节优于台湾企业，在技术水平上优于国内企业，构成了公司的竞争力。

图表 16: 全球触摸屏厂商按出货量统计的市场份额 (2008 年)



资料来源: 招股说明书, 中邮证券研发部

图表 17: 全球触摸屏主要厂商毛利率情况



资料来源: 中邮证券研发部

目前公司触摸屏产品产能在 600 万片/年, 产能规模偏小, 但盈利能力从同业来比较处于较高水平。触摸屏是公司未来着重发展的业务之一, 公司将丰富产品线, 投入 glass-glass 和 glass-film 两种电容式触摸屏的生产, 并且将延伸产业链, 介入触摸屏上游关键材料 ITO film 的生产。无论从使用寿命还是使用体验来看, 电容式触摸屏均优于电阻式触摸屏 (包括纯平电阻式触摸屏), 电阻式触摸屏的发展空间预计将主要集中在中低端手机市场。公司电容式触摸屏预计可于 2011 年开始贡献收入和利润。ITO film 生产是公司基于提高关键原材料自给率, 降低生产成本的考虑。凭借在镀膜技术上的成熟工艺, 公司自行开发的 ITO film 可达 91% 的透光率, 优于日本企业, 并将大幅降低 ITO film 成本。

2.3 强化玻璃行业前景乐观

公司的其它业务包括光纤头镀膜业务及保护玻璃等, 此外, 公司拥有光学低通滤波器、激光光学读取头薄膜元件、分光棱镜等技术储备。

光纤头镀膜业务是在光纤头上镀制光学增透薄膜, 其主要作用是在光纤通信中, 增加透射光以提高耦合效率、减小反射干扰。其应用范围主要为激光器组件、SLD、隔离器、耦合器、DFB/FP 激光器件、耦合带探测器、小体积器件感应仪器等方面。公司自 2005 年起开展该业务, 实质是为奥兰若公司提供进料加工服务。因此, 尽管该项业务占公司 2009 年收入的 21%, 但因毛利率仅为 3.04%, 占全年毛利的比重仅 3%。光纤头镀膜业务占用公司的资源较少, 预计未来仍将稳定贡献收入和利润。我们认为公司保留该业务是基于未来积极与奥兰若拓展在其它光学领域合作的目的。

保护玻璃主要通过光学玻璃表面镀制增透膜及功能膜, 使其具有美观、光学透过性好、清晰度高、能够一定程度地防压裂防刮伤等特点, 从而对电子产品的屏幕起到保护和装饰作用, 其主要应用领域为高档手机、MP4、数码相机、仪器仪表等产品的平板显示屏幕。公司已成功推出全球第一个数码相机用镜头强化玻璃 (Cover Glass), 其综合了防水、防油、防指纹等特性, 产品已应用在索尼 2010 年 3 月推出的 Cybershot DSC-TX5 系列中。公司目

前是索尼在该产品的唯一供应商。预计防水防尘功能将成为数码相机必备要素，因此强化玻璃行业前景乐观。除了数码相机领域，随着手机屏幕尺寸越来越大，分辨率越来越高，并同时搭载输入与输出的重要功能，强化玻璃也将越来越多的应用于手机领域。

图表 18：公司目前的技术储备情况

产品	功能	应用领域
光学低通滤波器	将通过的光波中的高频段滤除，减小光敏面的频谱宽度，以消除频谱混叠现象，使拍摄目标的成像更为清晰、色彩更为逼真	单反数码相机、中高级数码相机、安防监视器镜头系统等
激光光学读取头薄膜元件	改变激光束的方向以及将激光束分束、合束（合色），同时保持直线性，以实现信号拾取、信号检测及信号监控的功能	光存储设备，如只读型、刻录型、可擦写型的 DVD 和 CD 以及蓝光光碟设备
棱镜	改变光的传播路线，实现光的反射、偏转、旋转、散射、汇聚等，	投影仪、数码相机等产品

资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

三、募投项目解决产能瓶颈，增强研发能力

公司本次 IPO 所募集资金将投资于精密光电薄膜元器件生产项目、精密光电薄膜技术研发中心项目两个项目。项目总投资额为 24146 万元，实施主体为全资子公司苏州欧菲。本募投项目实施后，公司生产规模将得到扩大，以缓解目前产品供不应求的态势；另一方面公司的整体研发水平和技术水平也将得到提升，利于公司继续保持在同行业中的领先地位，巩固和扩大市场份额。

图表 19：募投项目投资情况

序号	项目名称	项目总 投资	募集资金 使用量	建设投资	铺底流动 资金	建设期
1	精密光电薄膜元器件生产项目 红外截止滤光片类 1.4 亿片/年 触摸屏类 700 万片/年	20,171	20,171	17,782	2,389	1.5 年
2	精密光电薄膜技术研发中心项目	3,975	3,975	3,975	-	1 年
	颗粒直径 10 μ 以下的薄膜技术工艺研发	200				
	基于柔性基材的卷绕式镀膜工艺研究	400				
	新型精密光电薄膜工艺设备研发	200				
	非晶硅太阳能电池薄膜材料及工艺研究	220				
	大尺寸平面精密光电薄膜材料与应力研究	240				
	合计	24,146	24,146	21,757	2,389	-

资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

精密光电薄膜元器件生产项目主要包括将新增红外截止滤光片类产能 1.4 亿片/年，新增触摸屏类产能 700 万片/年。公司目前红外截止滤光片产能为 3.45 亿片/年，近三年来产能利用率维持在 95%以上，扩产必要性强。该业务上，公司仍将以手机镜头模组厂或代工厂为主要销售对象。考虑到目前公司在红外截止滤光片领域的竞争优势及市占率，产能去化不成问题。

新增的触摸屏产能是现有产能的一倍以上。由于公司目前触摸屏销售对象以国内手机客户为主，正积极申请三星和 LG 等海外品牌的供应商认识，届时公司产能将面临较大的缺口。此外，新增的触摸屏产能预计将以 glass-film 电容式触摸屏为主，其发展空间好于公司现有的纯平电阻式触摸屏。

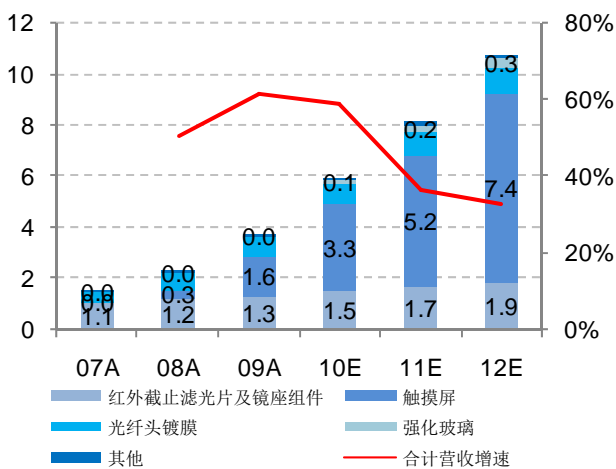
四、投资价值分析

4.1 盈利预测

我们预计公司 2010 年至 2012 年的营业收入分别是 5.92 亿元、8.09 亿元和 10.75 亿元，对应的增速分别为 59%、37%和 33%；净利润分别是 0.80 亿元、1.18 亿元和 1.51 亿元，分别增长 57%、47%和 28%，未来三年每股收益分别是 0.83 元、1.23 元和 1.57 元。盈利预测主要基于以下几点假设：

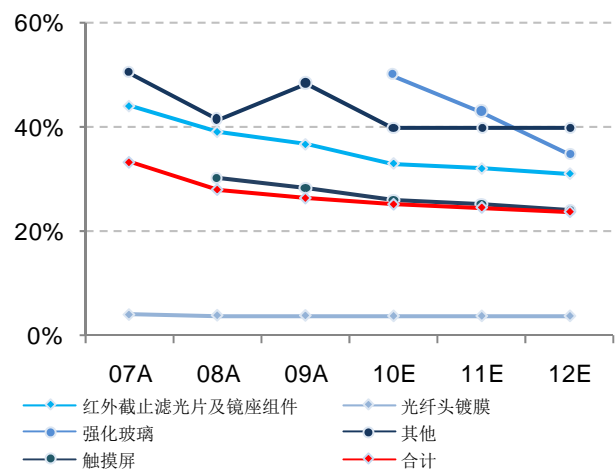
- 1、红外截止滤光片及镜座组件业务实现 15%左右的收入增长，公司仍保持全球市场占有率第一，该业务毛利率逐年下滑；
- 2、触摸屏业务收入快速增长，成为公司营收和毛利率的主要来源，至 2012 年占营收和毛利的比重分别达 68%和 69%；毛利率有明显下滑；
- 3、光纤头镀膜业务收入增长 10%，毛利率仍维持在低水平；
- 4、强化玻璃业务于 2011 年、2012 年顺利打开市场，业务量大幅增长；
- 5、期间费用增长幅度低于营业收入增长幅度，未来期间费用率递减；
- 6、企业所得税比例为 15%。

图表 20：预计公司细分业务收入（亿元）



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

图表 21：预计公司细分业务毛利率情况



资料来源：招股说明书，中邮证券研发部

4.2 估值讨论

选取 A 股当中与公司业务相似的 8 家公司进行估值比较。目前上述 8 家公司的 2010 年预估 PE 平均值是 39 倍，2011 年预估 PE 平均值是 28 倍。与公司业务最相近的水晶光电 2010 年预估 PE 是 40 倍，2011 年预估 PE 是 29 倍。我们认为公司在光学光电子行业内与水晶光电竞争力相当，同时考虑到公司募投资项目投产后可迎来高增长，因此可给予公司二级市场的合理估值区间是 40-45 倍 PE，合理价格为 33.00-37.35 元，对应的 2011 年 PE 是 26-30 倍。

图表 22: A 股相关公司估值情况

代码	公司简称	总市值	P/E 2010E	P/E 2011E	P/E 2012E
002273	水晶光电	34	40	29	20
002106	莱宝高科	108	36	27	22
000727	华东科技	22	47	23	-
000823	超声电子	49	31	24	19
300088	长信科技	34	38	32	27
002236	大华股份	73	42	31	23
002214	大立科技	28	42	29	23
002415	海康威视	328	35	26	20
	平均值		39	28	22

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

4.3 风险提示

公司投资风险主要有:

- 1、受消费电子市场波动的风险: 公司下游主要是消费电子, 经济周期、消费偏好、市场热点等均会影响消费类电子产品需求。若未来数码相机、手机等消费电子需求增速放缓, 将对公司业绩产生不利影响。
- 2、行业竞争导致的风险: 公司的竞争对手既包括传统的境外厂商, 也包括新兴的国内竞争者, 行业竞争较为激烈。激烈的市场竞争可能导致公司主营产品价格或销售量波动, 从而对公司的经营业绩产生不利影响。
- 3、原材料采购相对集中的风险: 公司部分原材料采购来源相对集中, 例如生产红外截止滤光片产品所需的光学玻璃绝大部分来自于德国肖特。若公司与现有供应商的合作出现问题而不得不向其他供应商采购原材料时, 有可能对公司的产品质量产生不利影响。
- 4、汇率波动导致的净利润波动风险: 公司出口销售收入占营业收入较大比例, 2009 年出口占比为 65%, 出口部分主要以美元结算, 因此, 美元汇率波动对公司净利润将产生影响。

图表 23: 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	138	194	793	902	1048	营业收入	231	373	592	809	1075
货币资金	19	28	518	563	568	减: 营业成本	166	274	443	609	818
应收账款	49	91	136	175	239	营业税金及附加	0	0	1	1	1
预付账款	27	14	39	43	66	营业费用	7	7	11	14	19
存货	43	61	100	122	176	管理费用	15	26	39	51	64
其他	0	0	0	0	0	财务费用	5	10	5	-5	-6
非流动资产	209	247	382	420	445	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	205	241	378	416	442	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	4	4	4	4	4	营业利润	37	56	94	139	178
其他	0	1	0	0	0	营业外收支	3	1	0	0	0
资产总计	349	445	1181	1330	1504	利润总额	40	57	94	139	178
流动负债	64	133	136	167	190	所得税	3	6	14	21	27
短期借款	23	43	0	0	0	净利润	37	51	80	118	151
应付账款	39	53	94	127	145	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收账款	2	1	6	4	9	归属母公司净利润	37	51	80	118	151
其他	1	36	36	36	36	每股收益 (元)	0.52	0.71	0.83	1.23	1.57
非流动负债	91	67	0	0	0						
长期借款	89	67	0	0	0	主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他	2	0	0	0	0	成长能力					
负债合计	155	200	136	167	190	营业收入增长率	50.5%	61.7%	58.9%	36.5%	32.9%
股本	72	72	96	96	96	EBITDA 增长率	20.2%	43.6%	53.9%	41.9%	27.0%
资本公积	62	62	758	758	758	净利润增长率	22.0%	36.8%	57.0%	47.1%	28.3%
留存收益	60	111	191	309	460	总资产增长率	44.8%	27.4%	165.3%	12.6%	13.1%
归属母公司股东权益	194	245	1045	1163	1314	获利能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	毛利率	28.1%	26.5%	25.3%	24.7%	23.9%
股东权益合计	194	245	1045	1163	1314	期间费用率	11.7%	11.4%	9.3%	7.4%	7.2%
负债和股东权益	349	445	1181	1330	1504	净利率	16.2%	13.7%	13.5%	14.6%	14.1%
						ROE	19.2%	20.8%	7.7%	10.1%	11.5%
						ROIC	23.3%	23.9%	26.9%	18.3%	20.6%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	偿债能力					
经营活动现金流	0	59	38	108	62	资产负债率	44.5%	44.9%	11.5%	12.5%	12.6%
税后经营净利润	0	51	80	118	151	净负债比率	14.5%	21.4%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	0	19	25	38	44	流动比率	219.1%	149.3%	588.1%	545.6%	556.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	速动比率	151.4%	103.2%	514.7%	472.6%	464.3%
财务费用	0	9	-3	-12	-13	营运能力					
存货的减少	0	-18	-39	-22	-54	总资产周转率	0.66	0.84	0.50	0.61	0.71
营运资金变动	0	-12	-26	-14	-67	应收账款周转率	4.74	4.08	4.34	4.63	4.50
其它	0	-0	0	0	0	存货周转率	3.83	4.48	4.44	5.00	4.66
投资活动现金流	0	-48	-161	-76	-70	每股指标 (元)					
资本支出	0	0	161	76	70	每股收益	0.52	0.71	0.83	1.23	1.57
其他	0	0	0	0	0	每股净资产	2.70	3.40	10.89	12.11	13.69
筹资活动现金流	0	16	613	12	13	每股经营现金	0.61	0.82	0.39	1.13	0.65
短期债务	0	0	-43	0	0	估值指标					
长期债务	0	0	-67	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权筹资	0	0	720	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0	0	3	12	13	EV/EBITDA	0.43	0.57	-	-	-
现金净增加额	0	27	490	45	5						

资料来源: Wind 资讯, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准：

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于基准市场指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于基准市场指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于基准市场指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 看好： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于基准市场指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于基准市场指数-5%—5%之间；
看淡： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于基准市场指数 5%以上；

本报告采用的基准市场指数：沪深 300 指数

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券的特定客户及其他专业人士。未经中邮证券事先书面许可，不得更改或以其他方式传、复印或印刷本报告。

公司简介：

中邮证券有限责任公司是经中国证监会批准，由西安华弘证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司。

西安华弘证券经纪有限责任公司是经中国证监会 2002 年 6 月以证监机构字[2002]192 号文批复同意，由西安市财政证券中心转制的证券经纪公司。公司股东为西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册地址为西安市太白北路 320 号，初次注册资本为人民币 5,300 万元，公司经营范围为：证券经纪。

2005 年 9 月 26 日，中国证监会以证监机构字[2005]97 号文批复同意公司增资扩股，公司新增股东中国邮政集团公司（原国家邮政局）、北京市邮政公司（原北京邮政局）、中国集邮总公司，新增注册资本人民币 50,700 万元。至此，公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局。公司注册资本为人民币 56,000 万元。

2009 年 3 月 20 日，中国证监会以证监许可字[2009]247 号文批复同意公司增加“证券自营、证券投资咨询业务”，公司目前的经营范围为：证券经纪；证券自营；证券投资咨询。

业务简介：

■ 证券经纪业务

我公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

我公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

我公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

2009 年 8 月 26 日，中国证监会以证监许可字[2009]856 号文核准批复，同意将西安华弘证券经纪有限责任公司更名为“中邮证券有限责任公司”，并于 2009 年 10 月 21 日为公司换发了新的《经营证券业务许可证》。