科技— 元器材

证券研究报告 —调整目标价格

2011年3月10日

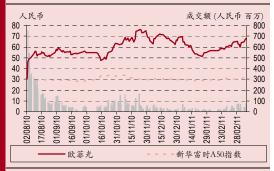
买入 002456.SZ - 人民币 67.89 标价格: 人民币 77.98(♠71.57)

胡文洲,CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520 Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今 1 个月	3个月	12 个月
绝对(%)	(<mark>2</mark>) 20	(2) -	
相对新华富时			
A50 指数 (%)	(9) 12	(7) -	
资料来源: 彭博及	中银国际研究		

重要数据

发行股数(百万)96	
流通股 (%)	25
流通股市值 (人民币 百万) 1,62	9
3个月日均交易额 (人民币 百万) 30	
净负债比率 (%)	净现金
主要股东(%)	
深圳市欧菲投资控股有限公司	27

资料来源:公司数据,彭博及中银国际研究

*李鹏为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司 具备证券投资咨询业务资格

欧菲光

10年低于预期,11年成长可期

2010年欧菲光实现营业收入 6.2亿元,同比增加 66%。公司录得归属母公司净利润 5,208.8 万元。公司年报公布,向全体股东每 10 股派发现金 1.6 元(含税),并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。我们看好公司未来触摸屏业务发展,预计 2011 年-2013 年公司业绩将受益募投触摸屏产能爆发,实现快速增长。我们预测 2011-2013年归属母公司净利润分别为 1.6亿元、2.3亿元和 3.2亿元。我们上调公司目标价至 77.98 元,维持买入评级。

年报要点

- 2010年公司实现营业收入6.2亿元,同比大增66%,公司营业收入的快速增长主要得益于纯平触摸屏产品和红外截止滤光片的热销。
- 2010年公司录得归属母公司净利润 5,208.8 万元,低于我们预期。低于预期的净利润主要由于:1)新增产能仍在建设中,主营业务仍以传统业务为主;2)发行费用计入当期损益;3)南昌及苏州工厂先期招聘及建设工作拉升费用率。
- 我们认为公司募投项目将在2011年陆续达产,并将在大客户开拓方面取得进展。预计新增产能及客户订单将为公司业绩成长提供动力。
- 公司年报公布将向全体股东每 10 股发现金 1.6 元(含税), 并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。

估值

我们看好公司触摸屏业务的发展及募投产能释放带来的增长,我们预计2011-2013年公司将实现净利润1.6亿元、2.3亿元和3.2亿元。我们将公司目标价由71.57元上调至77.98元,维持买入评级。

图表 1.投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010 2	011E 2	012E	2013E
销售收入(人民币百万)373		618 1,19	2 1,57	3	2,119
. 变动(%)	-	66	93	32	<i>35</i>
净利润(人民币百万)51		52 161 2	32		319
全面摊薄每股收益(人民币)	0.708	0.543 1.67	7 2.41	5	3.320
变动(%)	-	(23.4)	209.1	44.0	37.5
市场预期每股收益(人民币)-		- 1.44	0 2.12	0	-
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	- 1.68	4 2.41	2	-
调整幅度 (%)	-	-	(0.4)	0.1	N/A
核心每股收益(人民币)	0.709	0.550 1.67	7 2.41	5	3.320
变动(%)	-	(22.5)	205.1	44.0	37.5
全面摊薄市盈率 (倍) 95.9		125.1 40.5		28.1	20.5
核心市盈率 (倍) 95.7		123.5 40.5	28.1		20.5
每股现金流量(人民币)0.68		(0.93) 5.14	2.19		2.70
价格/每股现金流量(倍)99.4		(72.8) 13.2	31.1		25.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)65.6		72.1 28.1	17.9		13.7
每股股息(人民币)0.00	0	0.160 0.49	5 0.71	2	0.979
股息率 (%)	0.0	0.2 0.7 1	.0		1.4

资料来源:公司数据及中银国际研究预测



2010年业绩低于预期

2010 年公司实现归属母公司净利润 5,208.8 万元,同比增长 2.2%,低于我们预测的 6,390.9 万元;我们认为公司 2010 年业绩低于预期主要是由于以下原因: 1) 募投项目产能仍在建设中,产品结构仍然以传统低毛利率产品为主,造成毛利率低于预期; 2)公开发行费用计入当期损益使费用率上升; 3) 募投项目先期建设及招聘人员使管理费用率上升。

2010年公司总营业收入同比上升 65.8%, 比我们预期高 4.4%, 快速增长的营业收入主要受益于纯平触摸屏和红外截止滤光片终端需求快速上升。

2010年公司毛利率为22.6%,同比下降218个基点,低于我们预期163.8个基点。低于预期的毛利率主要是因为公司主营产品仍然以传统业务为主,新增产品产能尚在建设中,未能起到提升毛利率的作用,同时纯平触摸屏业务毛利率在报告期内出现下降。

公司的费用率分别比我们预期高 191 个基点,同比上升 8.2 个基点,高于预期的管理费用率主要是因为公司将发行费用计入当期损益,同时由于募投项目先期人员招聘及项目建设引起的费用上涨。

我们认为 2011 年公司募投项目将陆续达产,因此费用率将呈下降趋势。同时由于产品结构中新增高毛利产品,公司整体毛利率有望得到改善。

图表 2.年报业绩指标

图本 2. 干极亚须	1日 小				
(人民币, 百万)	2010年	2010年	2009 年	与预测间差别	同比(%/基
	预测	实际		(%/基点)	点)
营业收入	59,203.6	61,817.2	37,289.7	4.4	65.8
毛利 14,3	78.9	14,001.2	9,871.1	(2.6)	41.8
销售费用	1,184.1	1,240.5	690.3	4.8	79.7
管理费用 4,49	9.4	5,910.9	2,580.4	31.4	129.1
财务费用	1,105.8	1,122.4	974.9	1.5	15.1
营业利润 7,51	8.7	5,656.4	5,588.2	(24.8)	1.2
归属母公司净利润	6,390.9	5,208.8	5,098.8	(18.5)	2.2
比率(%)					
毛利率	24.3	22.6	26.5	(163.8)	(218.4)
销售费用率 2.0		2.0	1.9 (0.7	14.9
管理费用率	7.6	9.6	6.9	196.2	68.0
财务费用率 1.9		1.8	2.6	(5.2)	(74.7)
营业利润率	12.7	9.2	15.0	(355.0)	(228.6)
净利润率 10.8		8.4	13.7	(236.9)	(287.9)

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

2011年3月10日 欧菲光 2



受益触摸屏需求爆发,2011年业绩可期

据 DisplaySearch 预测, 2011 年触摸屏手机在全球手机出货量中的占比将由 2010 年 22.3%上升到 27.4%, 触摸屏手机需求在经历了 2010 年良好的开始后,将进入大规模爆发期。同时,投射电容屏的占比也将迅速提升。



图表 3.触摸屏手机市场预测

资料来源: DisplaySearch

我们对触摸屏产业链上主要模组生产商 2011 年产能扩充情况进行统计,我们认为 2011 年是触摸屏产能爆发的一年,但是整个产业链仍然将处在供不应求的状况。我们预计 2012 年开始触摸屏产业链可能达到供需平衡。

因此我们判断公司从 2011 年开始切入电容式触摸屏, 其盈利能力仍能得到保障。

我们预计公司 2011-2013 年实现归属母公司净利润分别为 1.6 亿元、2.3 亿元和 3.2 亿元。

图表 4.2011 年触摸屏产业链主要模组公司产能扩充情况

	2010 设计年产能	2011 年设计年产能	其他
宸鸿科技	玻璃式3.5寸9,600万片/10寸1800万片	玻璃式 3.5 寸 1.2 亿片/10 寸 1801 万片/	
	/膜式 3.5 寸 1800 万片	膜式 3.5 寸 3600 万片	
胜华科技10	寸 2400 万片 10	寸 6600 万片 2010	年 12 月达产年产能 2400 万片,
			2011年下半年扩产至6600万片
和鑫光电	10 寸 3240 万片	N.A	2010 年达产
达虹13	寸 480 万片 13	寸 1800 万片 13	寸 2011 年下半年达产
洋华	膜式 3.5 寸 1.4 亿片	膜式 3.5 寸 2011 年上半年 1.9 亿片/下	10 寸 2011 年下半年达产
		半年 2.4 亿片/10 寸 600 万片	
华映3.5	寸 2400 万片 N.A		2010年下半年达产
凌巨	10 寸 1200 万片	10 寸 2400 万片	1200万片 2010 年年中达产, 2400万片
			2011 年年中达产
明兴 N.A		N.A	2011年上半年达产
ELK	3.5 寸 2400 万片	N.A	已经达产

资料来源: 太联大及中银国际

2011年3月10日 欧菲光 3



损益表 (人民币百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	373	618	1,192	1,573	2,119
销售成本	(275)	(479)	(881)	(1,150)	(1,545)
经营费用	(22)	(50)	(81)	(67)	(111)
息税折旧前利润	76	90	229	356	462
折旧及摊销	(10)	(22)	(28)	(72)	(76)
经营利润 (息税前利润)	66	68	201	284	387
净利息收入/(费用)	(10)	(11)	(11)	(11)	(11)
其他收益/(损失)1		4	0	0	(1)
税前利润	57	61	189	273	375
所得税	(6)	(9)	(28)	(41)	(56)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	51	52	161	232	319
核心净利润	51	53	161	232	319
每股收益(人民币) 0.70	8	0.543	1.677	2.415	3.320
核心每股收益(人民币) 0.70	9	0.550	1.677	2.415	3.320
每股股息(人民币) 0.00	0	0.160	0.495	0.712	0.979
收入增长(%) n.a.		66	93	32	35
息税前利润增长(%) n.a.		4	195	42	36
息税折旧前利润增长(%) n.a.		18	155	56	30
每股收益增长(%) n.a.		(23)	209	44	37
核心每股收益增长(%) n.a.		(23)	205	44	37

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

 	477)				
年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物 39		270	316	358	423
应收帐款88		158	281	371	500
库存61		165	197	256	345
其他流动资产 21		422	70	91	123
流动资产总计	210	1,016	864	1,077	1,390
固定资产 241		318	689	717	742
无形资产	4	6	6	5	5
其他长期资产	1	11	11	11	11
长期资产总计	247	335	706	734	758
总资产	457	1,351	1,570	1,811	2,149
应付帐款51		94	163	212	285
短期债务76		177	177	177	177
其他流动负债 18		52	90	118	158
流动负债总计	145	324	430	507	620
长期借款67		51	51	51	51
其他长期负债	0	7	7	7	7
股本72		96	96	96	96
储备 173		872	986	1,149	1,374
股东权益	245	968	1,082	1,245	1,470
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	457	1,351	1,570	1,811	2,149
每股帐面价值(人民币) 3.4	0	10.08	11.27	12.97	15.31
每股有形资产(人民币) 3.3	4	10.03	11.21	12.91	15.26
每股净负债/(现金)(人民币) 1.44	(0.44)	(0.92)	(1.35)	(2.03)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润57		61	189	273	375
折旧与摊销10		22	28	72	76
净利息费用 10		11	11	11	11
运营资本变动	(26)	(52)	(123)	(62)	(89)
税金	(13)	(9)	(28)	(41)	(56)
其他经营现金流11		(122)	416	(44)	(57)
经营活动产生的现金流	49	(89)	494	210	259
购买固定资产净值	(48)	(420)	(400)	(100)	(100)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(48)	(420)	(400)	(100)	(100)
净增权益	0	678	0	0	0
净增债务26		174	0	0	0
支付股息	0	(10)	(47)	(68)	(94)
其他融资现金流	(11)	(101)	0	0	0
融资活动产生的现金流	16	741	(47)	(68)	(94)
现金变动 17		231	46	41	65
期初现金22		39	270	316	358
公司自由现金流	1	(509)	94	110	159
权益自由现金流20		(347)	82	99	148
·					

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

主要比率

-21-1					
年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	20.4	14.5	19.2	22.7	21.8
息税前利润率(%) 17.6		11.0	16.8	18.1	18.3
税前利润率(%)1	5.2	9.9	15.9	17.3	17.7
净利率(%) 13.7		8.4	13.5	14.7	15.0
流动性					
流动比率(倍)	1.5	3.1	2.0	2.1	2.2
利息覆盖率(倍) 6.9		6.1	17.9	25.3	34.5
净权益负债率(%) 42.2		净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍) 1.0		2.6	1.6	1.6	1.7
估值					
市盈率 (倍) 95.9		125.1	40.5	28.1	20.5
核心业务市盈率 (倍)	95.7	123.5	40.5	28.1	20.5
目标价对应核心业务	109.9	141.9	46.5	32.3	23.5
市盈率 (倍)					
市净率 (倍) 19.9		6.7	6.0	5.2	4.4
价格/现金流 (倍) 99.4		(72.8)	13.2	31.1	25.1
企业价值/息税折旧前	65.6	72.1	28.1	17.9	13.7
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数 69.5		86.2	74.9	71.9	71.0
应收帐款周转天数66.6		72.7	67.3	75.7	75.1
应付帐款周转天数43.8		42.8	39.4	43.5	42.8
回报率					
股息支付率(%)0	.0	29.5	29.5	29.5	29.5
净资产收益率 (%)	19.4	8.6	15.7	19.9	23.5
资产收益率(%)	13.4	6.4	11.7	14.3	16.6
已运用资本收益率(%)	16.1	8.6	16.0	20.4	24.4

资料来源:公司数据及中银国际研究预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明, 其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员; 也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益; 本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明,其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员;在本报告发布前的十二个月内,与欧菲光存在投资银行业务关系;本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定,中银国际证券有限责任公司确认以下事项:在本报告首次发布时,中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息,仅供收件人使用。阁下作为收件人,不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人,或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称"中银国际集团")的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用,并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要,不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请,亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议,阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前,就该投资产品的适合性,包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所裁资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到,但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外,中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告,亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问,本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料,中银国际集团未有参阅有关网站,也不对它们的内容负责。 提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的,纯粹为了阁下的方便及参考,连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状,不构成任何保证,可随时更改,毋须 提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用 于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证,也不能代表或对将来表现做出任何 明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在 本报告所载日期的判断,可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值 及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现,可能在出售或变现投资时存在难度。同样,阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述,阁下须在做出任何投资决策之前,包括买卖本报告涉及的任何证券,寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东 银城中路 200号 中银大厦 39楼 邮编 200121

电话: (8621) 6860 4866 传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号中银大厦二十楼电话:(852) 2867 6333 致电香港免费电话:

中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065 中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065

新加坡客户请拨打: 800 852 3392

传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号中银大厦二十楼电话:(852) 2867 6333 传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区 金融大街28号 盈泰中心2号楼15层 邮编:100032

电话: (8610) 6622 9000 传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街90号

EC4N 6HA

电话: (4420) 7022 8888 传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室

NY 10020

电话: (1) 212 259 0888 传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z 新加坡百得利路四号 中国银行大厦四楼(049908) 电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630 传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371