

欧菲光 (002456)

无评级

未来增长主要看触摸屏

市场数据

报告日期	2010-7-18
收盘价 (元)	
发行前股本 (百万股)	72.00
拟发行股本 (百万股)	0.00
总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
净资产 (百万元)	245.14
总资产 (百万元)	456.81
每股净资产	3.40

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	373	591	749	930
同比增长 (%)	61.6%	58.5%	26.7%	24.2%
净利润 (百万元)	51	81	101	125
同比增长 (%)	36.8%	58.0%	25.2%	24.4%
毛利率 (%)	26.5%	25.3%	24.8%	24.7%
净利率 (%)	13.7%	13.6%	13.5%	13.5%
净资产收益率 (%)	20.8%	10.6%	11.7%	12.8%
每股收益 (元)	0.53	0.84	1.05	1.31
每股经营现金流 (元)	0.51	-0.06	0.65	0.83

相关报告

分析师

刘亮 S0190209030141
021-3856 5917
liuliang@xyzq.com.cn

楼鸿强
021-38565937
louhq@xyzq.com.cn

投资要点

- **红外截止滤光片和纯平电阻式触摸屏是公司主要收入来源：**公司 2009 年收入 3.73 亿元中，红外截止滤光片占 1.29 亿元，纯平电阻式触摸屏占 1.61 亿元，两块业务毛利占比分别为 47.88%、46.36%。
- **手机用红外截止滤光片增长空间有限：**拍照手机渗透率已经很高，我们预计未来几年出货量增速在 10% 左右，滤光片价格可能会逐年下降。此外，低端红外截止滤光片正逐步被晶圆级红外截止滤光片替代。
- **触摸屏业务是公司未来发展重点：**公司目前主要以纯平电阻式触摸屏为主，未来将发展 Film-Glass、Glass-Glass 两种类型的投射电容式触摸屏。我们的判断如下：（1）公司将通过自产 ITO Film 来降低纯平电阻式触摸屏成本，我们预计低端手机对纯平电阻式触摸屏的需求短期内仍会比较旺盛，未来 1-2 年纯平电阻式触摸屏仍可较快增长，但长期来看，必将被投射电容式触摸屏替代；（2）Film-Glass 构造可能会成为电容式触摸屏的低成本解决方案，但不会成为电容式触摸屏的主流构造方式；（3）Glass-Glass 电容式触摸屏前道工序中光刻工艺爬坡期约 1 年，光刻工艺良率水平可能会成为公司制约因素，另外，Glass-Glass 后道工序中硬对硬贴合难度高于纯平电阻式和 Film-Glass 构造下的软对硬贴合，公司对触摸屏产业链前、后道工序的整合优势能否实现还需观察。
- **盈利预测与估值：**我们谨慎看好公司触摸屏业务，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.84、1.05、1.31 元，我们认为公司 2010 年动态 PE 应该在 30-35 倍，对应股价在 25.2-29.4 元。

目 录

1、红外截止滤光片和纯平电阻式触摸屏是主要收入来源.....	3 -
2、手机用红外截止滤光片增长空间有限	3 -
3、未来发展主要看触摸屏业务	4 -
4、募投项目分析	6 -
5、盈利预测与估值	6 -
图 1、公司红外截止滤光片价格走势	3 -
图 2、公司与水晶光电红外截止滤光片毛利率对比.....	3 -
图 3、纯平电阻式触摸屏成本占比	4 -
图 4、台湾洋华（3622）各类触摸屏营收占比.....	5 -
图 5、对各类触摸屏发展趋势的判断	5 -
表 1、公司主营业务构成	3 -
表 2、电阻式触摸屏与投射电容式触摸屏使用参数对比.....	4 -
表 3、公司募投项目情况	6 -
表 4、募投项目达产后预计产能	6 -
表 5、公司盈利预测主要假设	7 -
表 6、可比上市公司估值情况	7 -
附表	8 -

1、红外截止滤光片和纯平电阻式触摸屏是主要收入来源

公司以精密光电薄膜镀膜技术为依托，长期从事精密光电薄膜元器件的研发、生产和销售。公司收入主要来自红外截止滤光片及镜座组件、纯平电阻式触摸屏两块业务，其中纯平电阻式触摸屏从 2008 年 5 月量产，2009 年发展迅速。

表 1、公司主营业务构成

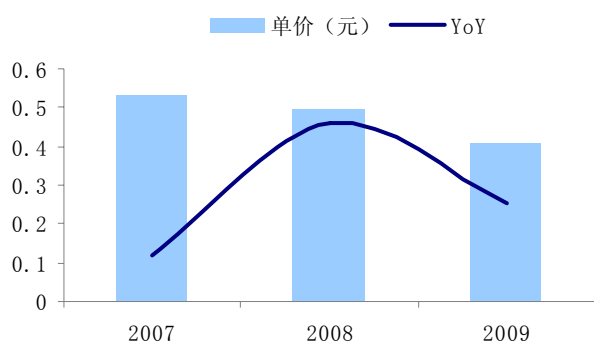
	2007	2008	2009
红外截止滤光片及镜座组件（百万元）	106.70	123.05	128.82
YoY	56.99%	15.32%	4.69%
收入占比	69.62%	53.35%	34.54%
毛利率	44.10%	39.11%	36.69%
毛利占比	92.26%	74.32%	47.88%
光纤头镀膜业务（百万元）	42.12	64.67	77.16
YoY	14.23%	53.53%	19.33%
收入占比	27.48%	28.04%	20.69%
毛利率	4.05%	3.92%	3.89%
毛利占比	3.34%	3.92%	3.04%
纯平触摸屏产品（百万元）	-	33.12	161.37
YoY	-	-	387.28%
收入占比	-	14.36%	43.28%
毛利率	-	30.24%	28.36%
毛利占比	-	15.47%	46.36%
主营业务收入合计（百万元）	153.27	230.63	372.89
YoY	44.18%	50.47%	61.69%

数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

2、手机用红外截止滤光片增长空间有限

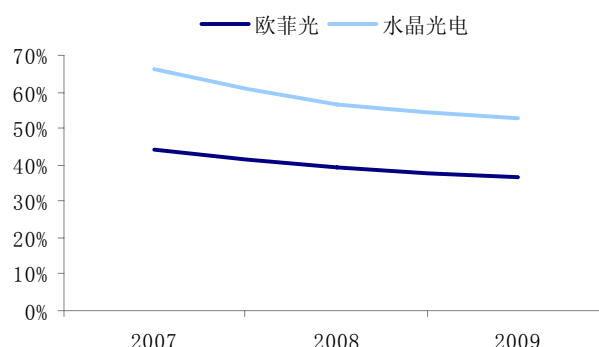
公司红外截止滤光片 2008 年市场占有率 26.93%，出货量为国内第一。红外截止滤光片主要应用于拍照手机，由于拍照手机的渗透率已经很高，我们预计手机用红外截止滤光片出货量未来几年增速在 10% 左右。此外，在 200 万像素以下的红外截止滤光片产品正逐步被晶圆级红外截止滤光片替代。

图 1、公司红外截止滤光片价格走势



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

图 2、公司与水晶光电红外截止滤光片毛利率对比



数据来源：兴业证券研发中心

公司红外截止滤光片毛利率在 40%左右，竞争对手水晶光电相关业务的毛利率在 50%以上，我们认为主要原因可能在于客户结构、产品结构、生产良率等方面的不同。

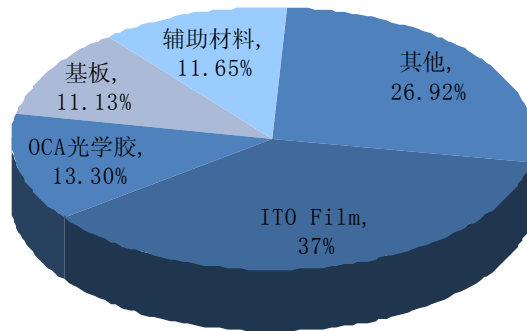
3、未来发展主要看触摸屏业务

公司触摸屏业务目前主要以纯平电阻式为主，年产能约 600 万片，公司未来将发展 Film-Glass、Glass-Glass 两种类型的投射电容式触摸屏。从我们掌握的行业资料分析，我们对公司触摸屏业务未来发展的判断如下：

● ITO Film 自产提升公司竞争力，但长期来看纯平电阻式触摸屏将被替代

我们认为，由于目前下游终端市场（包括山寨市场）的触摸屏需求非常火爆，纯平电阻式触摸屏在低端手机市场仍会有 1-2 年的较快增长时期（以低端需求为主）。公司将通过 ITO film 自产的方式增强竞争力，自产 ITO Film 可以较大幅度降低制造成本，预计 2011 年 ITO film 自给率在 30%左右。

图 3、纯平电阻式触摸屏成本占比



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

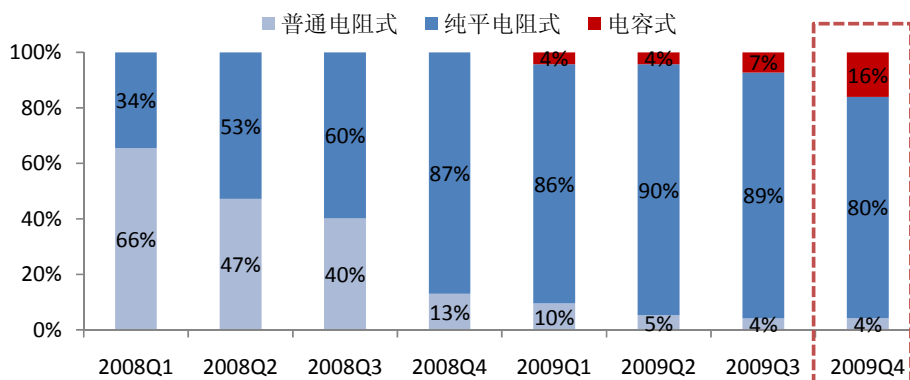
从长期发展趋势看，我们维持在深度报告《触摸屏：中大尺寸蓄势待发，投射电容屏爆发在即》中的观点，即纯平电阻式触摸屏并不能从构造上解决电阻式触摸屏的不足，投射电容式触摸屏替代纯平电阻式触摸屏的进程正在加速。

表 2、电阻式触摸屏与投射电容式触摸屏使用参数对比

参数	电阻式	投射电容式	投射电容式优点（使用感受）
感应方式	按压引起电路导通	静电感应引起电容变化	无需按压，手指靠近屏幕即可
透光度	70%-80%	90%以上	色彩艳丽，反光少
反应时间	20ms	3ms	感应灵敏度高
多点触控	结构上不支持多点触控，通过改良实现	从结构上支持多点触控	多点触控的灵敏度、准确度更高
使用寿命	ITO 膜及聚酯使用寿命在 100 万次以内	没有摩擦损耗	基本不存在使用寿命问题
耗电量	电流驱动，即便不操作也有功耗	电场驱动，仅在操作时有少量功耗	待机时间更长

资料来源：兴业证券研发中心

图 4、台湾洋华（3622）各类触摸屏营收占比



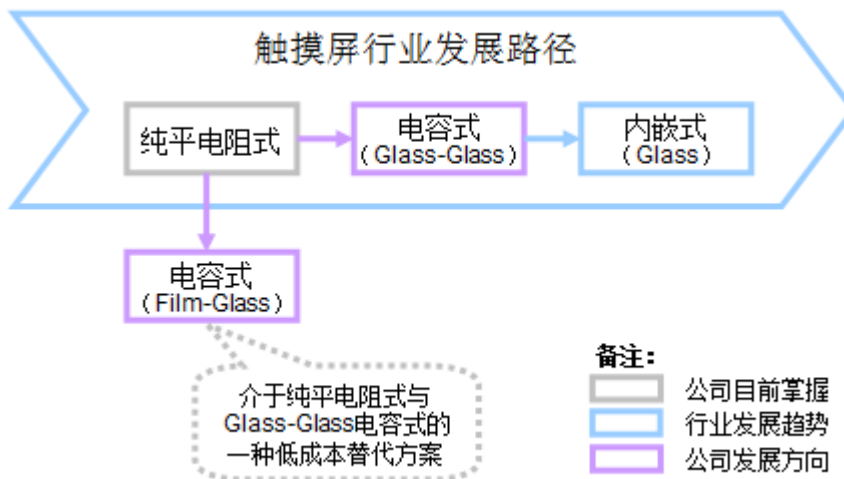
数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

● Film-Glass 电容式触摸屏不会成为市场主流方案

公司利用原有的纯平电阻式触摸屏技术发展 Film-Glass 构造的电容式触摸屏，已经在整机厂试样，预计将于 4 季度投产。目前，Glass-Glass（包括 iPhone 等大部分电容式触摸屏手机）是投射电容式触摸屏的主流构造方式，未来有可能发展起来的内嵌式电容触摸屏也是基于 Glass-Glass 构造。

据我们了解，Film-Glass 构造的电容式触摸屏材料成本稍低（不考虑良率的前提下），但在透光率、平整度、精确度等方面的性能要比 Glass-Glass 构造差。因此我们认为 Film-Glass 构造方式即使发展成功，也不会替代 Glass-Glass 成为主流构造方式，但有可能成为低端手机电容式触摸屏的低成本解决方案。

图 5、对各类触摸屏发展趋势的判断



资料来源：兴业证券研发中心

公司发展 Film-Glass 构造的主要优势是基于原有的纯平电阻式触摸屏技术（部分技术、设备通用），与 Glass-Glass 主流构造相比，在产品精度、良率等方面可能会有差距，进而材料成本优势未必能够凸显。因此，在产品量产前，我们对公司 Film-Glass 电容式触摸屏持谨慎乐观态度。此外，Glass-Glass 构造电容式触摸屏大规模量产后成本必然快速下降，Film-Glass 构造的成本优势将被削弱。

● 需要关注 Glass-Glass 电容式触摸屏的良率问题

公司计划发展 Glass-Glass 主流构造模式的电容式触摸屏，包括材料加工前道工序和模组生产后道工序，预计 4 季度会有部分设备到位。

前道工序方面，公司镀膜技术较为成熟，光刻工艺主要源于台湾团队。据我们了解光刻工艺爬坡期在 1 年左右（这是此前我们为什么看好 CF 厂进入电容式触摸屏材料加工的关键理由），因此光刻工艺的良率问题可能成为制约公司前道工序的重要因素。

后道工序方面，Glass-Glass 构造下硬对硬的贴合难度要明显高于纯平电阻式和 Film-Glass 构造下的软对硬贴合。据我们了解，台湾洋华等纯平电阻式触摸屏后道工序良率在 9 成以上，但大部分台湾电容式触摸屏模组厂商的良率仅在 8 成左右，工艺爬坡期明显比纯平电阻式触摸屏模组要长。

此外，从目前小尺寸触摸屏产业链布局来看，前道工序与后道工序分离的情况较为普遍（台湾胜华是少数同时掌握前道工序和后道工序的厂商），大部分企业仅做前道工序（如莱宝高科），或仅做后道工序（如洋华光电）。因此，公司进军产业链前、后道工序的整合优势是否能实现还有待观察。

4、募投项目分析

公司本次募集资金 2.41 亿元，实施主体为苏州欧菲，将新建年产 1.47 亿片各类精密光电薄膜元器件产品的生产线，预计红外截止滤光片新增产能 1.4 亿片/年，触摸屏新增产能 700 万片/年。

表 3、公司募投项目情况

序号	项目名称	项目总投资	建设投资	铺底流动资金
1	精密光电薄膜元器件生产项目	20,171	17,782	2,389
2	精密光电薄膜技术研发中心项目	3,975	3,975	-
合计		24,146	21,757	2,389

数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心（单位：万元）

表 4、募投项目达产后预计产能

序号	产品名称	年产能（万片）
1	红外截止滤光片类	14,000
2	触摸屏类	700
合计		14,700

数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

5、盈利预测与估值

我们认为公司业绩增长主要源于触摸屏业务，该业务 2008 年 5 月投产，2009 年以市场培育为主，2010 年将是公司触摸屏业务放量增长的一年。我们预计未来 1-2 年触摸屏市场需求依然旺盛，公司触摸屏业务将会有较快的增长。对于公司电容式触摸屏项目，我们谨慎乐观。综合而言，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别

为 0.84、1.05、1.31 元。

表 5、公司盈利预测主要假设

单位（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
红外截止滤光片及镜座组件	128.82	141.70	148.79	156.23
同比增长率	4.69%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	36.69%	35.00%	34.00%	33.00%
光纤头镀膜业务	77.16	88.73	97.61	107.37
同比增长率	19.31%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	3.89%	3.80%	3.80%	3.80%
触摸屏	161.37	355.01	497.02	661.04
同比增长率	387.23%	120.00%	40.00%	33.00%
毛利率	28.36%	26.50%	26.00%	26.00%

数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

目前 A 股可比公司 2010 年市盈率约 32 倍，我们认为公司 2010 年动态市盈率应该在 30-35 倍之间，对应合理股价在 25.2-29.4 元。

表 6、可比上市公司估值情况

		2010 年 PE	2011 年 PE	2012 年 PE
002106	莱宝高科	36	27	22
000823	超声电子	31	24	19
002289	宇顺电子	27	21	14
002045	广州国光	27	20	16
002273	水晶光电	40	29	20
	平均值	32	24	18

数据来源：Wind，兴业证券研发中心（注：截至 7 月 16 日收盘数据）

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	210	458	566	744
货币资金	39	147	171	252
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	88	148	187	233
其他应收款	4	6	7	9
存货	61	110	141	175
非流动资产	247	408	427	405
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	196	377	410	397
在建工程	45	30	16	6
油气资产	0	0	0	0
无形资产	4	0	0	0
资产总计	457	866	993	1149
流动负债	145	142	168	198
短期借款	43	0	0	0
应付票据	3	0	0	0
应付账款	51	89	112	140
其他	49	53	55	58
非流动负债	67	-33	-33	-33
长期借款	67	-33	-33	-33
其他	0	0	0	0
负债合计	212	109	135	165
股本	72	96	96	96
资本公积	62	470	470	470
未分配利润	99	172	262	375
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	245	758	859	984
负债及权益合计	457	866	993	1149

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	51	81	101	125
折旧和摊销	0	15	21	23
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	10	0	-2	-2
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	28	101	58	66
经营活动产生现金流量	32	-6	62	80
投资活动产生现金流量	-37	-176	-40	0
融资活动产生现金流量	21	289	2	2
现金净变动	17	107	24	82
现金的期初余额	22	39	147	171
现金的期末余额	39	147	171	252

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	373	591	749	930
营业成本	274	442	563	700
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	7	12	15	19
管理费用	26	41	52	64
财务费用	10	0	-2	-2
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	56	94	118	147
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	57	95	119	148
所得税	6	14	18	22
净利润	51	81	101	125
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	51	81	101	125
EPS (元)	0.53	0.84	1.05	1.31

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	61.6%	58.5%	26.7%	24.2%
营业利润增长率	50.8%	68.7%	25.4%	24.5%
净利润增长率	36.8%	58.0%	25.2%	24.4%
盈利能力(%)				
毛利率	26.5%	25.3%	24.8%	24.7%
净利率	13.7%	13.6%	13.5%	13.5%
ROE	20.8%	10.6%	11.7%	12.8%

偿债能力(%)

资产负债率	46.3%	12.5%	13.6%	14.3%
流动比率	1.45	3.24	3.37	3.76
速动比率	1.03	2.46	2.53	2.88

营运能力(次)

资产周转率	0.92	0.89	0.81	0.87
应收帐款周转率	5.48	5.01	4.47	4.43

每股资料(元)

每股收益	0.53	0.84	1.05	1.31
每股经营现金	0.51	-0.06	0.65	0.83
每股净资产	2.55	7.89	8.94	10.25

估值比率(倍)

PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。