

水晶光电(002273)

先有单反放量、体感受益，后有微投、蓝宝石片助阵，高增可期

研究员：孙华

执业证书编号：S0570208080267

电话：025-83290890

E-mail: sunhua2316@sina.com

地址：南京市中山东路 90 号

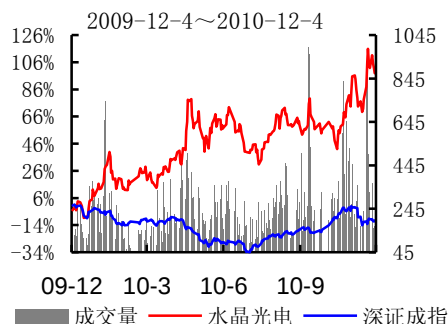
投资评级：推荐(首次评级)

电子元器件

当前价格(元): 45.15

目标价格(元): 60.00

股价走势图



相关研究

投资要点:

- 公司传统产品光学低通滤波器、红外截止滤光片，是数码相机、数码摄像机、可拍照手机、摄像头等产品的镜头核心元件。虽然目前公司已经占有较高的市场份额，但我们并不担忧该两类产品的成长性，原因一是下游运用的拓展，二是对产品性能要求提高将提高部分产品单价。
- 公司凭借其管理、技术团队近 20 年的经验和技术积累，已经拥有了较为成熟的技术和下游优质的客户资源，成为后来者较高的进入壁垒。因此，我们预计该类产品毛利率将基本得以维持。
- 公司通过不断的技术积累和新产品的开发，目前已经出现众多开始规模放量或即将放量的新产品。其中主要有单反相机低通滤波器，产品单价远远高于卡片机和手机镜头用产品，客户主要是索尼、佳能、奥林巴斯等公司。由于消费升级的要求，目前单反及单电相机的普及率正大幅提高，增长空间很大。公司募集资金项目年产 100 万组产能达产后很快满产，公司正将原用于分光片的设备和投资用于单反用低通滤波器，未来还将继续扩产。
- 另一个新产品是窄带滤波片，应用于微软最新推出的体感控制器 Kinect 中画面景深感应的摄像头。Kinect 售价 149 美元，配套于微软游戏机 Xbox-360 后游戏者不再使用任何手控设备，只需做各种自然动作即可实现人机互动。这一突破性的革新将把游戏从“玩家”的小圈子推广到大众。Kinect 在不到一个月时间内销售 250 万台，预计明年至少销售 2500 万台。公司目前是该产品的一家供货商之一，明年有望大幅受益。
- 此外，公司还将投资 1.09 亿介入 LED 蓝宝石基片的生产，由于公司长期从事光学冷加工，我们认为生产蓝宝石基片有一定的技术基础。国内 LED 外延片厂商大幅扩产，为公司带来市场空间。公司为此已经进行了 1 年的前期准备，目前已经开始产品的送样。蓝宝石基片将成为新的利润增长点。
- 微投方面，三星、LG、Nikon、NTT DOCOMO、爱普泰克以及一些山寨的手机已经推出多款产品。但由于亮度、功耗、亮度、电池续航还有改善空间，整体还处于市场试水阶段，但大规模运用势不可挡。我们注意到尼康二代微投数码相机继续采用奇景光电的 LCOS 解决方案，表明 LCOS 方案前景良好。微投市场的爆发可能就在明后年，届时公司必将大幅受益。
- 预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.80、1.20 和 1.81 元，三年净利润复合增长率达到 50%，给予“推荐”的投资评级，目标价 60 元。

公司基本资料

总股本(万)	11272.30
流通 A 股(万)	6615.26
52 周内股价区间(元)	27.1-55.8
总市值(亿)	50.89
总资产(亿)	5.12
每股净资产(元)	3.93

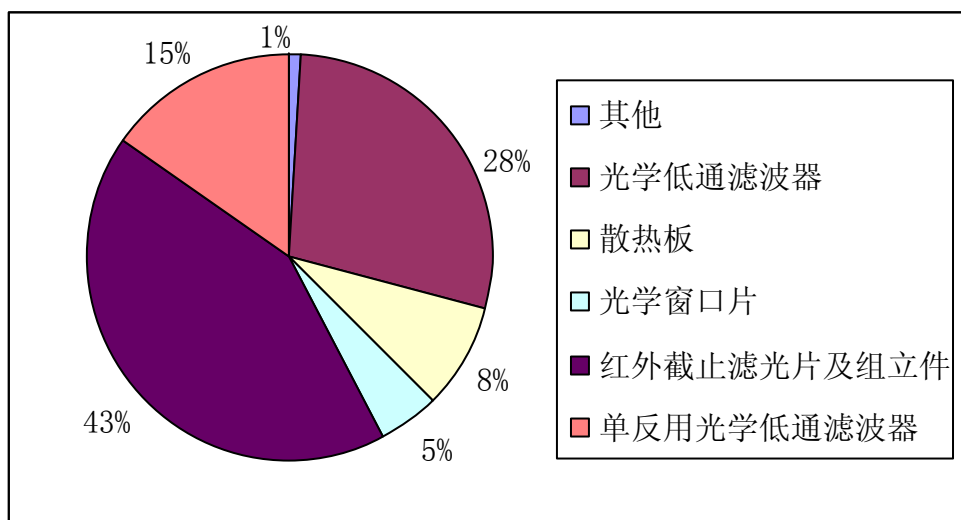
主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	1.88	3.13	5.45	9.63
+/-%	1.84	67	74	77
净利润(百万)	57.57	91	135	204
+/-%	19.16	57	49	50
EPS(元)	0.66	313	545	963
P/E	88.40	56.18	37.59	25.00

一、新产品是公司业绩不断增长的源泉

光学低通滤波器（OLPF）、红外截止滤光片（IRCF）等光学光电子元器件，是数码相机、数码摄像机、可拍照手机、摄像头等产品的镜头核心元件。水晶光电成立于 2002 年，是国内最大的从事光学低通滤波器、红外截止滤光片生产商和供应商，目前市场占有率全球排名前列。

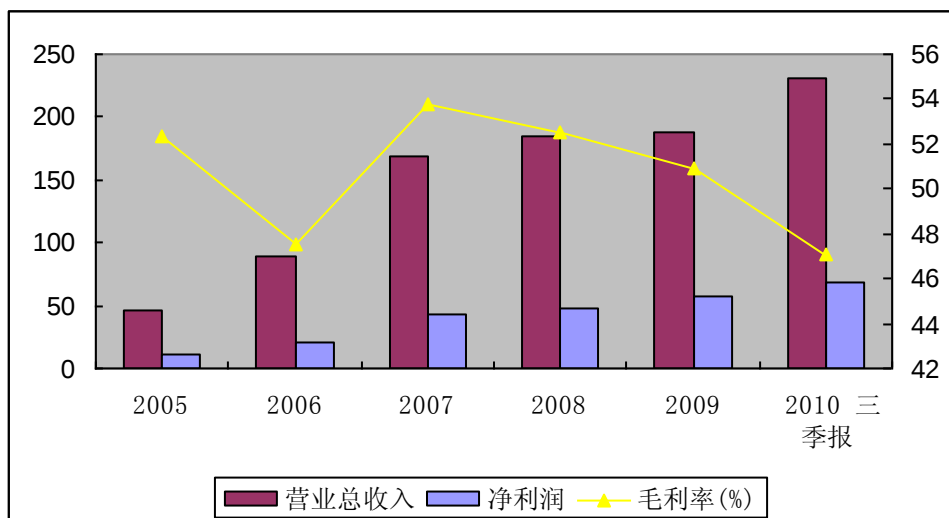
图 1 2010 年中报主营收入分产品占比



资料来源：天软金融分析

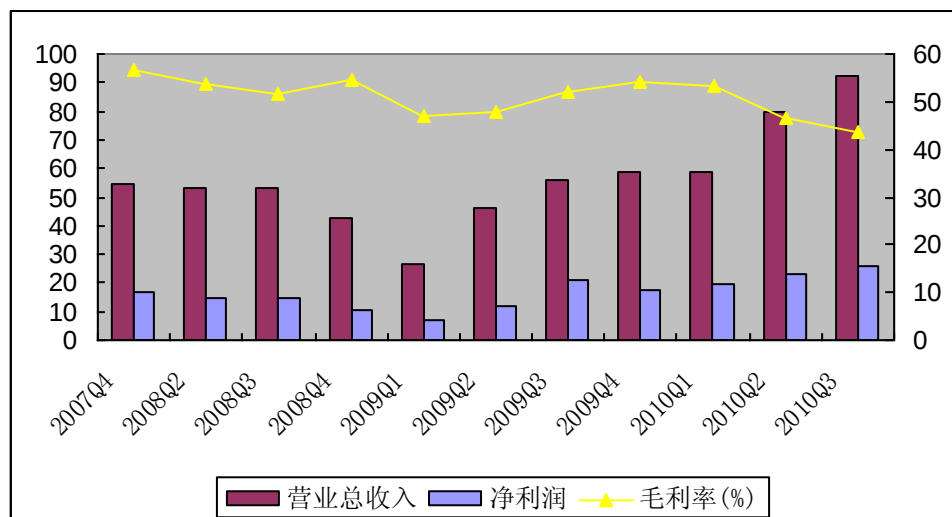
随着公司下游市场的增大和公司新产品的开发，公司的销售收入增长迅速，从 05 年的 4600 万收入到 07 年 1.69 亿仅两年时间。2008-2009 公司的销售收入增幅不大，其中一方面是受金融危机的影响，另一方面，公司新产品的放量需要一个累积的过程。不过从 2010 年收入看，公司再次恢复到了快速增长阶段，公司一季度收入 5900 万，二季度收入 8000 万，三季度达到 9200 万，增长主要来自于单反用低通滤波器和窄带滤光片的放量。

图 2 公司 2005-2010 年前三季度收入、净利润和毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：wind 资讯

图 3 公司近年来单季度收入、净利润和毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：wind 资讯

从近几年的新产品研发和量产的情况看，公司有着很强的新产品研发能力。公司自 2002 年开始生产光学低通滤波器，03 年红外截止滤光片，此后每年都有一款大类别的新产品投放市场，其中包括单反相机用滤波器（DSLRLPF）、晶圆级光学滤片、投影仪散热板、微投影仪用偏振分光棱镜（PBS）、微投光学引擎以及今年开始批量生产的用于 Kinect 影像感测系统的窄带滤光片。

二、掌握核心技术和获得客户认可是不不断推出新产品的的基础

新产品的不断推出表明公司在光学光电子元器件研发和制造领域已经具备了过硬的技术实力和生产能力。公司目前产品主要工艺为光学玻璃、石英玻璃冷加工和镀膜，工艺控制稍有不慎就可能会出现报废，或者每道工序合格率略有不足，整个工序的合格率也会大大降低，从而影响到毛利率和盈利能力。这就要求每道工艺都精准控制。

公司成立虽然不到十年，但公司的技术、管理团队实际上已经拥有近 20 年相关行业的技术和经验积累，在业内具有明显的先发优势。公司拥有光学光电子元器件的研发和生产需要的完整工艺技术，包括：精密平面光学冷加工技术、精密光学薄膜技术、精密光学胶合技术、光学低通滤波器设计、测试与评价技术、准半导体洁净等相关技术。上述技术为公司的新产品的推出已经迅速的批量化生产提供了保障。

公司下游主要客户为镜头模组厂商包括大立、玉晶、新旭等，而这些模组厂商的下游则是诸如苹果、诺基亚、索爱、摩托罗拉等国际手机及消费电子巨头；而数码相机、单反相机的客户主要是索尼、佳能、奥林巴斯等公司。上述客户基本都是行业内大型厂商对于质量的要求甚高。与这类客户形成合作关系一般需经过产品认证及供应商认证两个复杂过程，涉及到产品质量、控制体系、生产管理等多个环节，认证周期较长。一般从接触到最终批量供货一般要有 3-5 年时间。所以对于新进入者而言，难度相当大，这本身就构成了相当的进入壁垒。

三、老产品需求继续增长，新产品亮点不断

我们认为公司的成长性主要来自两个方面，一方面是现有光学低通滤波器、红外截止滤光片出货的继续增长，第二是几类新产品未来的放量。

公司光学低通滤波器、红外截止滤光片成长性仍值得看好

光学低通滤波器和红外截止滤光片在今年上半年收入占比分别为 28%和 43%，出货量市场占有率都较高，但其成长性仍然值得看好。主要原因在于：首先，拍照、摄像功能在手机、汽车、安全等领域运用的加速。目前主要运用时手机摄像头，虽然手机的出货量有所放缓，但是由于 3G 手机的出现了对手机第二摄像头的需求；而汽车对车载各类监控用摄像头的需求也明显增长；安防领域对摄像头的需求也明显增加。其次，消费电子更新加快，使的需求增长。第三，产品档次的提升会提高单位产品的售价，以公司产品为例，产品运用于不同像素和不同尺寸、不同清晰度要求下，其尺寸、片数、镀膜层数很大不同，产品价格也可以从一元以下到几十元不等。因此，传统产品的增速虽然可能会有所放缓，但是仍将保持较好增长。

单反用低通滤波器供不应求，正积极扩产

新产品方面，目前大规模开始放量的是单反相机低通滤波器，该产品是募集资金项目，产能是 100 万组每年，但达产之后由于大客户订单开始释放，目前已经满产。由于单反低通滤波器产能不足，公司已经把 IPO 募集资金项目之一 1.2 亿片分光片和高反片所形成的产能用于单反低通滤波器。分光片和高反片主要用于光学读取头，但由于该产品的下游 CD、VCD、DVD、CD-R 及 CD-RW 等产品的市场需求近几年大幅下降，竞争激烈，公司已变更该项目资金用途，该项目剩余募集资金也会一并转投单方低通滤波器，形成 50 万套/年的产能。

我们估计由于消费升级的作用，未来单反相机及单电相机（性能高于卡片机，但较单反略低，可以更换镜头，便携性能好于单反）将成为数码相机发展的主流，大有逐步在家庭中普及之势。单反相机的优势是功能全面，清晰度、色彩还原度、饱和度好，镜头可更换，其普及率低的主要原因实际上是价格高，但是目前入门级单反相机已经降价到 3000-5000 元，甚至有向 3000 元以下发展之势。加上厂商已经把一些原来中高端产品的新能添加到入门级产品中，其性价比已经大幅上升。如果再考虑到单电相机的发展，单反和单电相机的增长速度会大大高于整个数码相机行业的增速。

公司已经成功进入日本大型单反相机供应商的供应链，在某些厂商中的供货比例已经占有明显优势，尚有一些厂商还在接触之中，这种情况一方面说明的公司的供应能力已经获得了上述公司的首肯，一方面也说明增长的空间巨大。

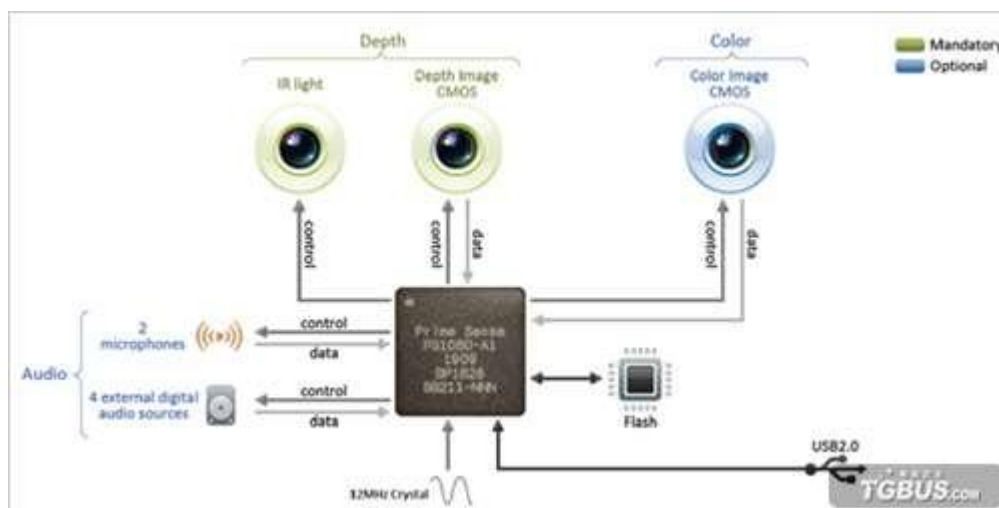
窄带滤波器进入微软 X-box 体感控制器 Kinect 供应链，明年大规模放量

游戏领域三巨头分别是任天堂、微软和索尼，它们各自主打产品为 Wii、X-Box 和 PS Move。从销量看 Wii

四年累计销售 7500 万台，X-box360 累计销售 4000 万台排名第二。Kinect 的最大特色在于完全不用使用任何操作手柄就能够于游戏机进行互动，而 Wii 使用一个操作棒，PS Move 需要使用主辅两个操作棒。Kinect 依靠三部摄像传感器和四台麦克风识别站在前方的用户。系统识别语音命令并读取玩家全范围内的运动（不仅是挥舞手臂），然后将它们转译为游戏内角色的动作。我们认为 Kinect 的这种体感控制方式是革命性的，他帮助游戏者摆脱了对手柄的依赖。而游戏者对手柄的依赖实际上是大众普遍进入游戏的一个壁垒，因为如果要玩的好，必须掌握一定的技巧。所以虽然任天堂、索尼的游戏如雷贯耳但是却一直没有真正进入家庭，它们的用户都是“玩家”。正如大导演斯皮尔伯格说：“大多数的人都很害怕拿起电动遥控器，尽管电玩产业庞大，还是有百分之六十的家庭没有任何电动游戏机”。微软的 Kinect 可以让完全没有玩过游戏的人立即进入游戏，非常简单。虽然目前 Kinect 还有许多地方还有不足，但通过改进升级完全可以逐步完善。因此，Kinect 不仅仅是游戏，而是把游戏从“玩家”推广到普通家庭，使游戏老少皆宜的划时代产品。另外，Kinect 还能实时收听在线音乐，观看在线电影，甚至帮助人们在家中选购衣物等，其应用空间其实不只是游戏。

Kinect 十一月 4 日开始在美国、欧洲等地陆续上市，由于正赶上圣诞消费旺季，在不到一个月的时间内已经销售 250 万套，销售速度甚至超过苹果的 iPad，微软今年的销售目标是 500 万套。由于与之配套的 X-box 360 累计销量超过 4000 万，金银牌会员用户超过 2500 万，因此，假定 2011 年全部金银牌会员用户全部配备 Kinect（保守估计 2011 年金银牌会员用户达到 3000 万户，去除今年 500 套的销售，2011 年 Kinect 销售将达到 2500 万部。

图 4 Kinect 感应器原理图



资料来源：TGBUS 网站

Kinect 感应器采用了 RGB 摄像头、景深感应器和多阵列语音麦克风，能捕捉玩家的 3D 动作、面部识别和语音识别。公司目前为 Kinect 感应器提供窄带滤波器（Narrow-band Filter）用于景深感应摄像头，是其中的关键元器件之一。该摄像头由台湾公司新巨科制造，目前其窄带滤波器配套厂商共两家，另一家为一美国公司。我们假定公司在该产品中市场份额为 50%，明年出货量以 2500 万，单价以 3.5 元估计，收入将达到 4375 万元，净利润率按 25%-30% 计算，将贡献利润 1094-1313 万元，增加每股收益 0.1-0.12 元。

我们认为公司进入 Kinect 产品供应链更重要的意义是说明公司在新产品开发方面的能力和下游一流厂商对

公司产品的认可，这些是公司未来业绩增长的根本保障。

投资 LED 蓝宝石基片——核心技术再延伸

公司 10 月 25 日公告将以自有资金总投资 1.09 亿元建设年产 360 万片高亮度 LED 用蓝宝石衬底项目。由于 LED 下游运用的大规模提高，各大厂商纷纷加大投资力度，增加 MOCVD 机台。目前仅国内在建及规划的 MOCVD 机台就超过 300 台，每台每年对蓝宝石基片的需求 4-5 万片，300 台对应新增需求 1200-1500 万片。目前蓝宝石基片供应还处于供不应求之中。公司现在投资蓝宝石基片时机上正赶上行业需求的快速增长。虽然可以预期国内会有不少企业开始投资蓝宝石基片，但公司进入该领域有一定的先天优势。公司由于拥有多年光学冷加工技术，从玻璃、水晶的加工介入蓝宝石的切割、研磨、抛光，技术上本是一脉相承。

从目前项目的准备看，公司已经进行了一年的前期市场调研、摸底和技术上的准备，目前已经开始为下游 LED 外延片厂商提供样品试用。公司此次公告投资蓝宝石基片，也是基于各项准备工作符合预期而作出的。虽然目前公司投资计划是采购蓝宝石晶体，然后加工成蓝宝石基片，如果进展顺利，公司也有可能向上下游继续拓展，比如 PSS 图形衬底。

因此，从进入蓝宝石衬底的时机、公司的技术基础和目前推进的情况看，蓝宝石衬底未来的盈利是值得期待的。项目建设期预计 2 年，公司预测该项目达产后，年新增销售收入 7.92 亿元，年税后净利润 9926 万元。我们估计最快 2011 年下半年投产，2012 年会产生效益。该项目对于公司进一步完善公司的产业布局，丰富产业链，实现规模经济效应，获得新的利润增长点有重要意义。

微投市场虽然还在酝酿之中，但前景值得看好，已有大厂尼康采用 LCOS 技术

微投影仪主要运用的市场是手机、MP4 等便携领域，我们对微投未来的发展抱有一个良好的预期，主要原因如下：1、一般来说手机等便携电子产品显示屏尺寸不大，观看体验并不好，而且如果长时间观看图片、视频会造成视觉疲劳，如果通过微投投射放大到墙面等背景上后观看体验会大大提高。因此，手机等产品如果配备微投将为消费者提高消费体验。2、手机在不断融合各种功能后目前可供融合的功能并不多，而手机的增长速度本身也在下滑，需要有新的亮点来刺激消费，因此，厂商也有融合微投功能的热情。但目前还存在一些不利因素，主要是一些技术问题，比如散热、功耗、亮度、电池续航问题，但是这些问题肯定会逐步改善，当初手机拍照合成到手机的时候只有 20 万像素，但现在已经普遍拥有 200 万以上像素，成为中高端手机的标准配置。从 2008 年开始已经陆续有带微投功能的手机问世，但由于功能（包括亮度、对比度、分辨率、散热等）以及价格偏高市场接受程度不高，但随着技术的逐步成熟，相信微投手机渗透率会逐步提高，逐步成为一种准主流的配置。调查公司 iSuppli 提供的数据显示：2009 年，全世界微投影手机的出货量不会超过 50K。iSuppli 预测到 2013 年，微投影手机的出货量将超过 300 万台。我想随着技术的进步，可能会超越这个预测。

相比传统普通手机，投影手机新增的核心器件是光机模组（光学引擎）。而投影光机模组在技术上主要分为三大阵营：分别是 TI 独家的数字光处理(DLP)阵营、HIMAX 等支持的硅基液晶(LCOS)阵营以及 Microvision

支持的激光微投影阵营。由于安全性和成本限制了激光投影技术的发展，DLP 和 LCOS 是目前的两大主流技术。

DLP 为微棱镜反射技术，有光效较高，对比度高等优点，只是 DMD 芯片世界上只有 TI 一家公司生产，有技术和专利垄断及成本高等问题。现在品牌号召力较大的手机厂商比如三星、Nokia、LG、苹果等对成本不太敏感，采用 DLP 技术的较多。DLP 目前在亮度、分辨率、色彩、功耗方面都略好于 LCOS 技术。其模块成本在 65-100 美元。

LCOS 是在 LCD 技术基础上发展起来的一种新型反射式液晶技术，兼顾 LCD 和 DLP 技术的优点，具有开口率较高，色域宽，色彩饱和度高，同尺寸下分辨率较高等优点。同时因为 LCOS 芯片目前在美国、日本、台湾、香港和中国大陆等地，有多家生产厂商（3M、台湾天瀚、奇景光电(HIMAX)等），专利分散，可选择性强，具有成本优势，且相当一部分技术掌握在华人手里。目前模块成本在 20-50 美元。尼康两代微投数码相机都使用了 LCOS 技术。

激光微投影技术还不很成熟，09 年底才开始有少量出货，但理论上他的效率和现实效果是最好的，还有待进一步发展。目前模块成本大约 170 美元。

图 5 奥图码 PK301 外置模块（50 流明）在室内灯光下的投影效果



资料来源：中关村在线

公司 09 年同奇景光电子公司立景光电等合资成立了杭州晶景光电。立景光电拥有全球领先 LCOS 面板模组技术，因此，晶景光电在 LCOS 技术资源储备上，处于全球领先水平。其竞争对手包括 3M、台湾杨明光电、香港的 iView、大陆深圳的红蝶科技。此外，水晶光电已经成功研制出关键零部件 PBS（偏正分光棱镜）。

手机微投一般而言如果亮度达到 10 流明，下游的手机厂商接受程度会大大提高。目前大部分产品还不能达到，从目前进展看 2011 年应该会有成熟产品推出。同时，我们注意到尼康已经在今年三季度推出了第二代微投

数码相机 Coolpix s1100pj, 该手机标称最大亮度 14 流明, 投影距离 2.4m 投影, 投影图像最大 47 英寸, 图 6 是其投影效果。其微投仍然使用奇景光电的 LCOS 解决方案, 表明 LCOS 技术发展前景良好。另外, 一般而言如果服务于商务用途亮度应当达到 300-400 流明就会比较受到认可。但事实上 50 流明的外置模块已经完全可以进入实际运用 (参见图 5, 该产品采用 DLP 技术)。因此, 我们看好晶景光电的发展前景, 微投产品的爆发也许就出现在明后年, 届时公司将大幅受益。

图 6 Nikon 第二代微投数码相机 Coolpix s1100pj 投影效果



资料来源：阿里巴巴网站

目前从应用上看韩国的三星、LG、日本 Nikon、NTT DOCOMO、国内爱普泰克以及一些山寨的手机都已经开始推出相关产品, 但目前上述产品总体而言由于亮度、功耗、亮度、电池续航等技术问题整体还处于市场试水阶段, 但是随着微投技术问题的逐步完善, 微投大规模应用于手机、数码相机、MP4 和配套笔记本会在 1-2 年后开始。如果微投大规模运用, 公司凭借杭州晶景光电将实现收入快速增长。全球手机销量超过 13 亿部, 如果 3-5 年后手机总销量达到 15 亿部, 其中 LCOS 渗透率达到 10%, 即 1.5 亿部, 假定公司占 10% 的市场, 出货量即可达到 1500 万只, 按均价 18 美元计算, 对应收入 17.6 亿元, 净利润按 12%-15% 计算 2.1-2.6 亿元, 按 49% 股权计算增加上市公司净利润 1.03-1.27 亿元, 对应每股收益 0.91-1.13 元。如果出货量 10 万只, 单价 220 元, 收入 2200 万元, 净利润 15%, 即 330 万, 49% 即 162 万, 合每股收益 0.014 元。也就是说, 每 10 万只出货量将为公司贡献 0.014 元 EPS。

盈利预测及估值

根据上述判断我们对公司各项主营业务收入作出如下假设。毛利率方面，我们认为公司传统产品的毛利率会略有下滑，但是由于行业进入壁垒较高，新进入公司由于技术、合格率和下游客户认证等方面壁垒很难展开价格竞争，而在现有竞争格局中公司在技术、工艺和成本上都有一定优势，因此，产品的价格和毛利率水平维持的可能性较高。但是公司未来的综合毛利率将有明显的下滑，主要是一些新产品比如单反低通滤波器单价相对较高，其毛利率很难达到传统低价格产品的毛利率水平，此外蓝宝石基片和微投模块的毛利率水平都低于传统产品。但是随着新产品的量产，收入的大幅提高公司盈利总额提升较为明确。

表 1 公司主要产品收入及毛利率预测

	2008	2009	2010H1	2010	2011	2012
一、营业收入（百万元）	180.74	175.73	134.98	310.96	542.38	958.73
其他	0.06	0.31	1.33	0.37	0.44	0.53
光学低通滤波器	50.60	59.88	38.07	87.00	113.10	144.77
散热板	13.32	16.47	11.20	23.55	31.09	40.73
光学窗口片	8.78	4.72	6.23	13.45	22.19	34.40
红外截止滤光片及组立件	107.97	94.36	57.58	127.39	163.05	214.25
单反用光学低通滤波器			20.57	45.00	65.25	90.05
窄带滤波器	0.00	0.00	0.00	7.00	41.25	64.00
蓝宝石衬底	0.00	0.00	0.00	0.00	40.00	180.00
微投模块	0.00	0.00	0.00	7.20	66.00	190.00
二、毛利率(%)	52.84	52.22	50.03	49.69	44.40	40.28
其他	51.42	23.50	-37.18	8.00	20.00	20.00
光学低通滤波器	44.78	46.80	43.00	43.20	43.20	43.20
散热板	52.29	59.11	65.52	65.50	65.20	64.60
光学窗口片	53.54	57.51	48.07	48.20	47.80	47.60
红外截止滤光片及组立件	56.63	54.29	59.99	60.00	59.00	58.00
蓝宝石衬底	0.00	0.00	0.00	0.00	18.00	25.00
微投模块	0.00	0.00	0.00	15.00	30.00	30.00
窄带滤波器	0.00	0.00		40.00	40.00	40.00

资料来源：华泰证券研究所

表 2 新产品收入毛利率预测

	2010	2011	2012
窄带滤波器收入	7.00	41.25	64.00
销量（万片）	200.00	1,250.00	2,000.00
单价（元）	3.50	3.30	3.20
毛利率（%）	40.00	40.00	40.00
微投模块收入	6.00	66.00	190.00
销量（万只）	2.50	30.00	100.00
单价（元）	240.00	220.00	190.00
毛利率（%）	15.00	30.00	30.00
蓝宝石衬底收入	0.00	40.00	180.00

销量（万片）	0.00	20.00	100.00
单价（元）	0.00	200.00	180.00
毛利率（%）	0.00	18.00	25.00

资料来源：华泰证券研究所

我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.80、1.20 和 1.81 元，业绩将呈现快速增长。目前行业平均 2011 年动态市盈率 40 倍，公司 2010-2012 年三年净利润复合增长率达到 50%，成长性明显高于行业平均水平，因此给予公司 2011 年 50 倍动态市盈率，对应合理股价 60 元，给予“推荐”评级。

风险因素提示

公司新产品如微型投影仪等由于目前处于市场开拓初期，其具体的放量时间有一定的不确定性；Kinect 用窄带滤波器可能由于供应商增加而市场份额低于预期；此外，公司产品出口比例超过 50%，人民币升值将对公司产品毛利率造成一定影响。

表 3 公司主要财务指标预测表

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	324	318	359	471	营业收入	188	313	545	963
现金	249	251	280	382	营业成本	92	158	303	575
应收账款	51	42	47	44	营业税金及附加	2	3	5	9
其他应收款	1	1	1	2	营业费用	3	5	8	15
预付账款	3	4	10	18	管理费用	29	43	66	109
存货	19	16	17	17	财务费用	-4	-2	-3	-3
其他流动资产	2	4	5	7	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	140	210	261	299	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	133	193	242	280	营业利润	64	105	165	257
无形资产	5	5	5	4	营业外收入	3	1	2	2
其他非流动资产	2	12	15	14	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	463	528	620	770	利润总额	67	107	166	259
流动负债	33	51	37	37	所得税	10	16	25	39
短期借款	0	10	0	0	净利润	57	91	141	220
应付账款	19	28	24	24	少数股东损益	-1	-0	6	17
其他流动负债	14	13	13	14	归属母公司净利润	58	91	135	204
非流动负债	7	7	7	7	EBITDA	77	112	173	269
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.66	0.80	1.20	1.81

其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	40	58	44	44
少数股东权益	3	3	9	26
股本	87	113	113	113
资本公积	200	174	174	174
留存收益	133	180	280	413
归属母公司股东权益	420	467	567	700
负债和股东权益	463	528	620	770

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	55	113	134	222
净利润	57	91	141	220
折旧摊销	17	8	12	15
财务费用	-4	-2	-3	-3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-20	17	-17	-10
其他经营现金流	6	-1	1	-0
投资活动现金流	-28	-79	-63	-52
资本支出	33	79	63	52
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-0	0	0
筹资活动现金流	-16	-31	-42	-68
短期借款	0	10	-10	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	20	26	0	0
资本公积增加	-20	-26	0	0
其他筹资现金流	-16	-41	-32	-68
现金净增加额	12	3	29	102

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	1.8%	66.6%	74.2%	76.5%
营业利润	3.0%	64.7%	56.1%	56.4%
归属于母公司净利润	20.9%	57.4%	49.5%	50.3%
获利能力				
毛利率(%)	51.0%	49.5%	44.4%	40.3%
净利率(%)	30.6%	28.9%	24.8%	21.1%
ROE(%)	13.7%	19.4%	23.9%	29.1%
ROIC(%)	28.5%	37.6%	45.7%	62.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	8.7%	10.9%	7.1%	5.7%
净负债比率(%)	0.00%	17.31%	0.00%	0.00%
流动比率	9.69	6.26	9.70	12.71
速动比率	9.14	5.93	9.24	12.23
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.63	0.95	1.39
应收账款周转率	4	6	12	20
应付账款周转率	4.32	6.72	11.76	24.40
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.80	1.20	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	1.00	1.19	1.97
每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.14	5.03	6.21
估值比率				
P/E	88.40	56.18	37.59	25.00
P/B	12.12	10.90	8.97	7.27
EV/EBITDA	63	43	28	18

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。