

2011-01-23

电子行业

水晶光电 002273-SZ

上调业绩预测在意料之中，股价调整提供买入机会

◇ 事件：公司上调 2010 年业绩预测

◆ 业绩增长超公司预期

公司于 2010 年 10 月 25 日披露的 2010 年第三季度报告中，预计 2010 年归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 30%-50%。公司今天上调 2010 年业绩增长预期为 50%-70%，达到约 8,600 万元至 9,800 万元。

我们自 2010 年下旬以来的预期为近 8,700 万元，处于公司本次上调后的区间之内。

◆ 传统产品超预期促使公司上调预测

公司本次上调业绩预测的原因是：2010 年产品结构进一步优化，传统产品随着其应用领域的拓宽稳步增长，单反单电产品迅速增量。

我们认为，公司的微投、窄带等新兴产品掩盖了传统产品也有高增长潜力的事实。传统产品应用范围广阔，并且存在进口替代的空间。红外截止滤光片可应用于手机等各个领域，公司的晶圆级红外截止滤光片，能比传统类型产品减少 30%-50% 的生产成本，适合应用在 3G 手机的副镜头，将受益于 3G 手机的普及。普通光学低通滤波器的增长空间主要来自于替代日本产品。单反光学低通滤波器业务有望在三年内扩大至现有规模的 2-3 倍。

◆ 新兴产品看点多

公司不断在相关领域研发新产品，如：聚光太阳能产品和光通信产品等，并希望新业务的总收入在 3-5 年后超过现有产品收入。其中，微型投影设备、LED 蓝宝石衬底和微软 Kinect 用窄带滤光片三种产品最有爆发性增长的潜力。LED 蓝宝石衬底生产线将于两年后达产，年产能将达到 360 万片，有望给公司带来 7.9 亿元的年销售收入和近 1 亿元的净利润；窄带产品今年将有望随着 Kinect 的热销而增长，估计会有 1,000 万片以上的出货量；我们预计微投产品将在 2012 年大举进入市场。

◆ 股价回调提供买入机会

我们预测公司的营业收入和净利润在 2009 至 2012 年的年均复合增速分别为 71% 和 58%，给予 2011 年每股收益 35 倍市盈率，目标价 52.73 元。公司股价自 2010 年 12 月中旬以来已回调 26%，当前是不错的买入机会。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	185	188	320	613	947
营业收入增长率	9.44%	1.84%	70.25%	91.66%	54.42%
净利润（百万元）	48	58	87	170	228
净利润增长率	9.84%	20.90%	50.75%	95.67%	34.51%
EPS（元）	0.42	0.51	0.77	1.51	2.03
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.46%	13.71%	18.73%	28.36%	30.96%
P/E	94	78	52	26	20
P/B	12	11	10	8	6
EV/EBITDA	25	42	37	20	15

上调

买入

当前价格	39.85 元
目标价格	52.73 元
目标期限	6 个月

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

021-22169176

zhaol@ebsecn.com

联系人：

蒯剑

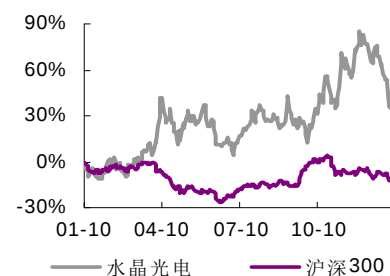
021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	113
总市值(百万元)	4,089
流通比例(%)	58.69%
12 个月最高/最低(元)	55.80/28.80
近 3 月日均成交量(百万股)	2.60
主要股东	星星集团有 限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.34	21.54	57.25
绝对收益	-21.56	9.84	45.88

相关报告：

收入增长持续，毛利有所下降
..... 2010-10-25

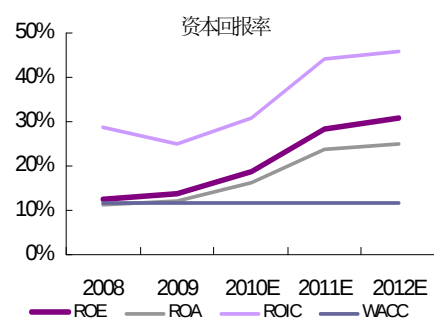
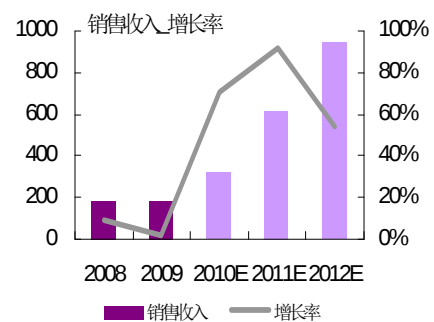
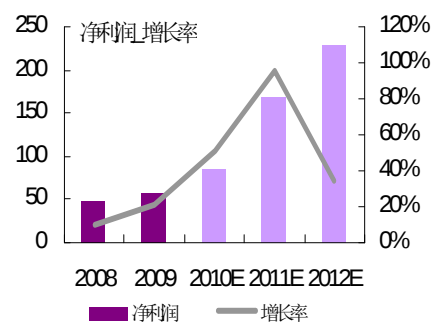
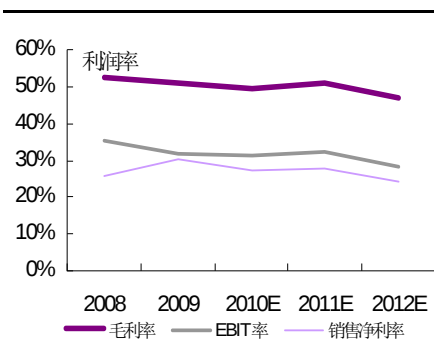
细分行业中寻找增长点
..... 2010-09-14

传统支柱产品保增长，微投新产品有待爆发
..... 2010-08-17

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	185	188	320	613	947
营业成本	88	92	161	301	504
折旧和摊销	34	17	17	19	19
营业税费	2	2	3	6	8
销售费用	3	3	5	9	15
管理费用	26	29	50	96	149
财务费用	3	-4	-3	-3	-3
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	62	64	102	200	269
利润总额	63	67	102	200	269
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	47.62	57.57	86.79	169.83	228.43

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	422	463	530	710	914
流动资产	291	324	348	527	740
货币资金	237	249	238	316	391
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	32	51	70	136	224
应收票据	1	1	1	2	4
其他应收款	0	1	1	1	2
存货	16	19	32	60	101
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	125	133	164	164	156
无形资产	5	5	5	5	4
总负债	39	40	63	108	173
无息负债	39	40	63	108	173
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	382	423	467	602	741
股本	67	87	113	113	113
公积金	233	219	206	231	266
未分配利润	83	114	145	255	360
少数股东权益	0	3	3	3	3

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	46	55	91	129	170
净利润	48	58	87	170	228
折旧摊销	34	17	17	19	19
净营运资金增加	19	25	32	100	124
其他	-55	-45	-45	-159	-201
投资活动产生现金流	-11	-28	-60	-20	-10
净资本支出	-5	-5	60	20	10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-5	-23	-120	-40	-20
融资活动现金流	177	-16	-41	-31	-86
股本变化	17	20	26	0	0
债务净变化	-55	0	0	0	0
无息负债变化	-14	1	23	44	65
净现金流	212	12	-10	78	74

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	9.44%	1.84%	70.25%	91.66%	54.42%
净利润增长率	9.84%	20.90%	50.75%	95.67%	34.51%
EBITDA 增长率	61.99%	-22.42%	51.33%	84.61%	32.14%
EBIT 增长率	6.18%	-7.97%	66.04%	97.79%	34.84%
估值指标					
PE	94	78	52	26	20
PB	12	11	10	8	6
EV/EBITDA	25	42	37	20	15
EV/EBIT	38	54	43	22	16
EV/NOPLAT	49	64	51	26	19
EV/Sales	13	17	13	7	4
EV/IC	14	16	16	11	9
盈利能力 (%)					
毛利率	52.49%	50.96%	49.53%	50.95%	46.80%
EBITDA 率	53.87%	41.04%	36.48%	35.14%	30.07%
EBIT 率	35.31%	31.91%	31.12%	32.12%	28.05%
税前净利润率	33.97%	35.52%	31.91%	32.58%	28.38%
税后净利润率 (归属母公司)	25.80%	30.63%	27.12%	27.69%	24.12%
ROA	11.30%	12.24%	16.38%	23.93%	25.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.46%	13.71%	18.73%	28.36%	30.96%
经营性 ROIC	28.60%	25.16%	30.66%	44.32%	45.82%
偿债能力					
流动比率	7.92	9.69	6.19	5.24	4.46
速动比率	749.10%	913.72%	561.85%	463.75%	385.63%
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.42	0.51	0.77	1.51	2.03
每股红利	0.18	0.38	0.30	0.79	1.14
每股经营现金流	0.41	0.49	0.80	1.15	1.51
每股自由现金流(FCFF)	0.38	0.31	0.10	0.62	1.03
每股净资产	3.39	3.72	4.11	5.31	6.55
每股销售收入	1.64	1.67	2.84	5.44	8.40

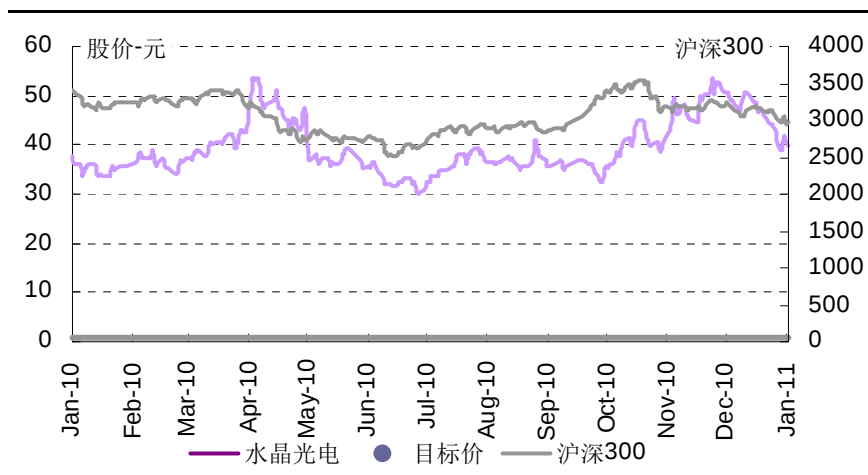
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

水晶光电（002273）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2008-09-02	41.15	15.00	无评级
2010-08-17	39.40	42.27	增持
2010-09-14	36.41	42.27	增持
2010-10-25	36.28	38.50	增持
2010-12-17	36.28	56.96	增持
2011-01-03	36.28	56.96	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。