

2011-04-22

电子行业

水晶光电 002273-SZ

传统业务再超市场预期，蓝宝石衬底即将放量

◇ 事件：公司公布 1 季报

◆传统业务继续推动业绩增长

2011 年 1 季度，公司实现营业收入 8,942 万元，同比增长 51%；实现净利润 2,931 万元，同比增长 49%；每股收益 0.25 元。

我们判断，收入的增长主要是由于红外截止滤光片和光学低通滤波器传统产品的持续增长，此外，蓝宝石衬底也已在中批量生产。

◆盈利性处于高位

1 季度，公司的毛利率为 53.6%，处于过去九个季度中的次高水平；公司的销售费用率为 1.2%，处于 1.0% - 1.5% 的正常波动范围；管理费用率为 14.9%，同比上涨 2 个百分点，环比下降 1 个百分点；三项费用率之和为 16.2%，同比上涨 2.6 个百分点，环比下降 1.1 个百分点。

净利率为 32.8%，同比下降 0.6 个百分点，环比上升 7.4 个百分点。

◆传统业务将继续增长，蓝宝石衬底下半年放量

我们认为，市场过分关注公司的微投等新产品的爆发性时点，而忽略了公司传统业务的高成长性。

在红外截止滤光片领域，公司有望继续扩大市场份额由当前的 20% 左右至 30% 以上。同时，由于采用双镜头的 3G 手机的增长，红外截止滤光片市场的增长近 20%，远快于手机市场整体。公司的光学低通滤波器产品存在替代日本产品的机会。在单反相机用光学低通滤波器领域，公司在 2010 年实现了高增长，今年随着产能的进一步扩张，该项业务有望实现翻番。蓝宝石衬底已开始批量生产，并送样至主流厂商，当前的月产能为 2 万片，并有望在下半年达到 10 万片，公司也将结合自己的光学加工优势，推出高端的图形化产品。

此外，公司即将再融资，为未来几年高成长的资本开支提供基础。

◆攻守兼备的高成长股票，建议积极配置

我们认为公司既有红外截止滤光片、光学低通滤波器的传统产品支撑业绩，也有微投、蓝宝石衬底等新产品带来中长期的爆发性增长，具有攻守兼备的特性。我们预测公司未来三年营业收入和净利润的年均复合增速分别为 71% 和 62%，目标价 55 元，维持买入评级。

维持

买入

当前价格	40.73 元
目标价格	55.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

联系人：

蒯剑

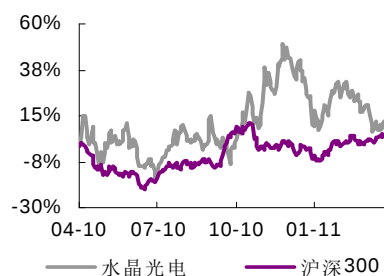
021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	116
总市值(百万元)	4,710
流通比例(%)	57.92%
12 个月最高/最低(元)	55.80/28.80
近 3 月日均成交量(百万股)	1.22
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	-5.09	-12.10	10.20
绝对收益	-1.93	0.56	14.74

相关报告：

上调业绩预测在意料之中，股价调整提供买入机会

..... 2011-01-23

收入增长持续，毛利有所下降

..... 2010-10-25

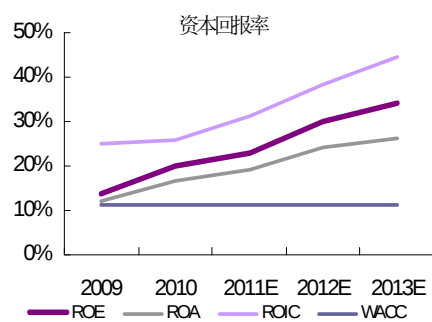
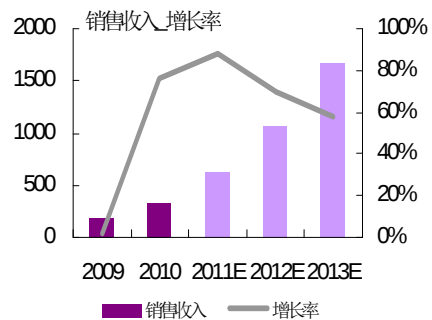
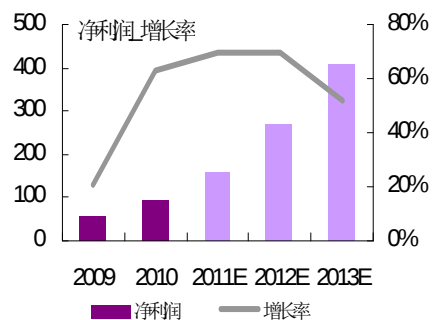
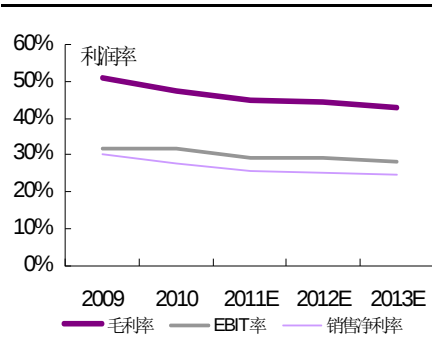
细分行业中寻找增长点

..... 2010-09-14

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	188	332	623	1,059	1,671
营业收入增长率	1.84%	76.55%	87.78%	69.98%	57.78%
净利润（百万元）	58	94	159	269	409
净利润增长率	20.90%	62.86%	69.62%	69.28%	51.85%
EPS（元）	0.50	0.81	1.37	2.32	3.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.71%	19.94%	22.98%	29.97%	33.98%
P/E	82	50	30	18	12
P/B	11	10	7	5	4
EV/EBITDA	43	35	22	13	9

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	188	332	623	1,059	1,671
营业成本	92	175	345	590	958
折旧和摊销	17	22	28	32	35
营业税费	2	2	5	8	12
销售费用	3	4	8	14	22
管理费用	29	42	78	127	194
财务费用	-4	-1	-2	-3	-4
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	64	107	186	315	479
利润总额	67	108	187	317	481
少数股东损益	-1	-2	0	0	0
归属母公司净利润	57.57	93.76	159.04	269.23	408.82

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	463	551	828	1,118	1,549
流动资产	324	331	526	788	1,204
货币资金	249	183	296	374	556
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	51	85	145	267	411
应收票据	1	1	2	4	7
其他应收款	1	1	1	2	3
存货	19	38	69	118	192
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	133	207	269	290	301
无形资产	5	9	9	9	8
总负债	40	72	127	211	337
无息负债	40	69	127	211	337
有息负债	0	3	0	0	0
股东权益	423	479	701	907	1,212
股本	87	113	116	116	116
公积金	219	202	278	304	345
未分配利润	114	155	298	478	742
少数股东权益	3	9	9	9	9

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	55	78	161	198	332
净利润	58	94	159	269	409
折旧摊销	17	22	28	32	35
净营运资金增加	25	70	68	165	200
其他	-45	-107	-94	-268	-312
投资活动产生现金流	-28	-103	-110	-60	-50
净资本支出	33	97	110	60	50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-60	-200	-220	-120	-100
融资活动现金流	-16	-40	62	-59	-100
股本变化	20	26	3	0	0
债务净变化	0	3	-3	0	0
无息负债变化	1	29	58	84	127
净现金流	12	-66	113	79	182

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.84%	76.55%	87.78%	69.98%	57.78%
净利润增长率	20.90%	62.86%	69.62%	69.28%	51.85%
EBITDA 增长率	-3.17%	65.33%	64.89%	62.86%	48.41%
EBIT 增长率	-7.97%	76.57%	73.16%	70.06%	52.42%
估值指标					
PE	82	50	30	18	12
PB	11	10	7	5	4
EV/EBITDA	43	35	22	13	9
EV/EBIT	55	42	25	15	9
EV/NOPLAT	65	50	29	17	11
EV/Sales	18	13	7	4	3
EV/IC	16	13	9	7	5
盈利能力 (%)					
毛利率	50.96%	47.38%	44.66%	44.25%	42.64%
EBITDA 率	41.18%	38.56%	33.86%	32.44%	30.52%
EBIT 率	31.91%	31.91%	29.43%	29.44%	28.44%
税前净利润率	35.52%	32.47%	30.03%	29.90%	28.78%
税后净利润率 (归属母公司)	30.63%	28.26%	25.53%	25.42%	24.46%
ROA	12.24%	16.66%	19.21%	24.08%	26.39%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.71%	19.94%	22.98%	29.97%	33.98%
经营性 ROIC	25.16%	25.84%	31.26%	38.31%	44.56%
偿债能力					
流动比率	9.69	5.38	4.52	3.94	3.69
速动比率	913.72%	477.22%	392.87%	334.63%	309.84%
归属母公司权益/有息债务	-	156.76	-	-	-
有形资产/有息债务	-	179.38	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.50	0.81	1.37	2.32	3.52
每股红利	0.37	0.00	0.54	0.89	0.92
每股经营现金流	0.48	0.68	1.39	1.70	2.85
每股自由现金流(FCFF)	0.11	-0.45	0.08	0.69	1.71
每股净资产	3.61	4.05	5.95	7.73	10.35
每股销售收入	1.62	2.86	5.36	9.11	14.38

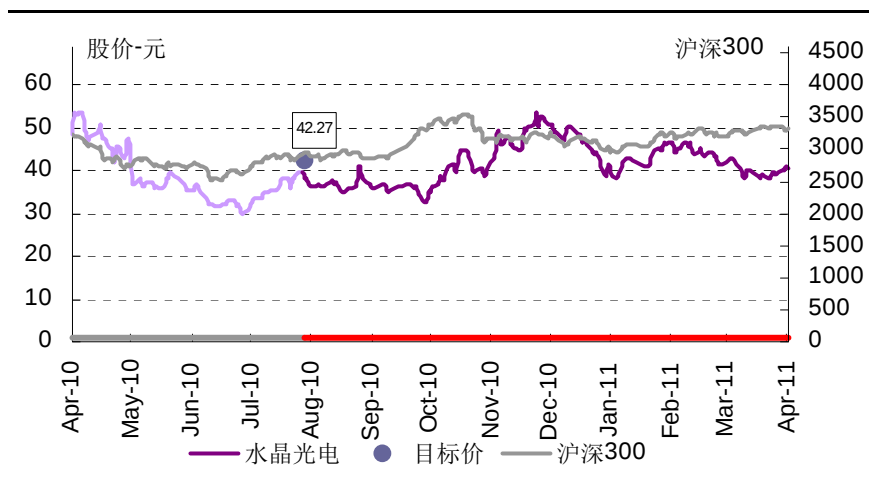
资料来源：光大证券、上市公司

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
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
2011-01-23	39.85	52.73	买入
2011-03-01	39.85	52.73	买入
2011-04-06	39.85	52.73	买入

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	lixy1@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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。