

电子元器件

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

水晶光电

002273

推荐

传统产品持续增长、积极布局相关领域

投资要点:

- 公司传统产品主要是光学低通滤波器和红外截止滤光片及组立件。公司传统产品主要是光学光电子器件领域中的光学低通滤波器（含单反数码相机用 OLPF）、红外截止滤光片及组立件，2010 年这两大业务分别占主营收入的 42.3%和 42.5%、营业利润的 34.7%和 47.7%。
- 单反用光学低通滤波器有望成为传统业务中最耀眼的增长点。在数码相机领域，单反和单电已经成为市场主流趋势，随着价格在 3000-5000 元左右入门级产品的大量推出，这两年一直维持在 20-30%的增速。目前公司单反 OLPF 的产能是 100 万套，另外有 50 万套也将很快投产，随着产能逐步释放，公司 2010 年单反用 OLPF 销售额达到 6433 万，增长了 6.2 倍，在主营收入中占比接近 20%。根据公司最新的非公开增发募投方案，单反 OLPF 的产能未来两年将继续扩充 360 万套。
- 微软 Kinect 窄带滤光片大大提升了公司在业界的技术声誉。微软去年 11 月正式推出了搭配 X-Box 游戏机用的体感控制器 Kinect，用户只需通过身体自然动作与声音来控制游戏，从而取代传统的游戏杆，大大提高了游戏的互动性。公司成功打入 Kinect 的供应链，成为其景深镜头窄带滤光片的两家供应商之一。去年底公司已经可以实现批量生产，预计 2011 年的出货量比 2010 年要多，主要还是看微软的推广。目前该产品对公司盈利的贡献不大，主要还是技术声誉上的贡献。
- 微型投影市场还处在培育阶段，公司正积极进行技术储备。微型投影仪主要用在手机、数码相机等便携终端上，通过投影解决手机等屏幕较小的问题、以提高用户体验。微投市场的真正启动还有待于亮度、功耗、散热等技术指标的突破，目前主要还是中低端市场的炒作。公司通过持股 49%的杭州晶景进入微投领域，采用 LCOS（硅基液晶）技术路线，目前在正在积极的为产业化进行技术储备。
- LED 蓝宝石衬底项目开启新兴产业增长点。公司计划利用光学冷加工的制造优势投资 3.25 亿建设 360 万片蓝宝石 LED 衬底和 240 万片图形化蓝宝石 LED 衬底项目。目前 2 万片已经建成，并进行批量生产。
- 首次给予“推荐”评级，目标价格 51.0 元。我们预测公司 2011-2013 年净利润分别为 1.34 亿、1.92 亿和 2.85 亿，年均增长 44.7%，每股收益分别为 1.19、1.70 和 2.53 元（暂不考虑增发摊薄）。首次给予“推荐”评级，6-12 个月目标价 51.0 元/股，对应 2012 年 30 倍 PE。

风险提示：下游需求波动、原材料价格波动、非公开增发募投项目风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	332	497	821	1449
同比(%)	77%	50%	65%	77%
归属母公司净利润(百万元)	94	134	192	285
同比(%)	63%	43%	43%	49%
毛利率(%)	47.4%	43.5%	37.5%	31.1%
ROE(%)	19.9%	22.2%	25.4%	29.0%
每股收益(元)	0.83	1.19	1.70	2.53
P/E	44.76	31.21	21.85	14.71
P/B	8.92	6.94	5.55	4.26
EV/EBITDA	32	22	15	10

资料来源：公司报表、中投证券研究所预测

6-12 个月目标价: 51.0 元

当前股价: 37.23 元

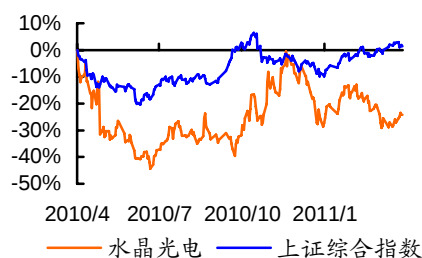
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2887.04
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	25
EPS (TTM)	0.83
每股净资产(元)	4.14
资产负债率	13.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
水晶光电	-3.67	2.21	12.27
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

一、传统业务主要是 OLPF 和红外截止产品

公司传统产品主要是光学光电子元器件领域中的光学低通滤波器（含单反数码相机用 OLPF）、红外截止滤光片及组立件、投影机散热板，其他产品还有窄带滤片、蓝宝石衬底、微型投影模组等。下游主要应用在数码相机、可拍照手机、监控系统、投影机、游戏机等影像和半导体照明领域。

公司最核心的产品是光学低通滤波器和红外截止滤光片及组立件，2010 年这两大业务分别占主营收入的 42.3%和 42.5%、营业利润的 34.7%和 47.7%。同时，这些核心业务 2010 年也实现了较好的增长，其中单反数码相机用 OLPF 是增长最快的领域，2010 年实现销售 6433 万、增长了 6.23 倍，普通 OLPF 增长 23%，红外截止产品增长了 45.7%。

图 1：公司营业收入结构（按产品类别）

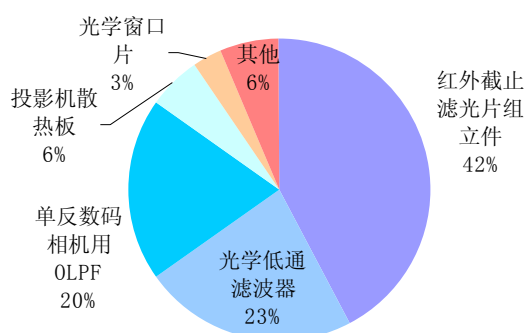
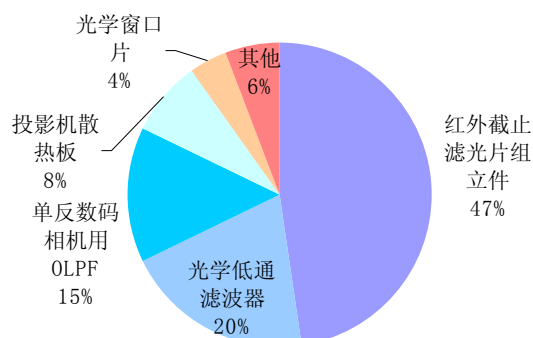


图 2：公司营业利润结构（按产品类别）



资料来源：公司报表

二、继续扩充传统业务产能并涉足 LED 领域

近期公司正在筹划非公开增发不超过 2000 万股 A 股，发行价格不低于 35.95 元/股，募集资金净额不超过 65880 万元。募集的资金准备投建扩建原有的精密光电薄膜元器件产品生产线（单反用 OLPF、红外截止滤光片和窄带滤光片）和新建 LED 衬底生产线（蓝宝石衬底和图形化蓝宝石衬底）。

表 1：公司非公开增发募投项目

项目名称		产能 (万套/片)	投资预算 (万元)	建设周期 (月)	销售收入 (万元)	税后利润 (万元)
精密光电薄膜元器件	单反单电用 OLPF	360	30,000	24	25,900	6,421
	红外截止滤光片	18,000				
	窄带滤光片	2,000				
LED 衬底	蓝宝石衬底	360	32,500	24	110,400	10,867
	图形化蓝宝石衬底	240				
研发中心建设		--	3,380	24	--	--
合计		--	65,880	24	136,300	17,288

资料来源：公司公告

按照公司披露的可研报告，这两个项目未来两年可建成投产，正常情况下可新增公司销售收入 13.63 亿元，新增税后利润 1.73 亿元。

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	331	410	563	871
现金	183	200	200	200
应收账款	85	118	195	344
其它应收款	1	0	0	0
预付账款	24	34	62	120
存货	38	56	103	200
其他	2	2	4	7
非流动资产	220	336	530	694
长期投资	0	0	0	0
固定资产	207	326	520	685
无形资产	9	9	9	9
其他	4	1	1	0
资产总计	551	746	1093	1565
流动负债	61	133	328	572
短期借款	3	82	235	392
应付账款	31	51	92	180
其他	28	0	0	0
非流动负债	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	11	0	0	0
负债合计	72	133	328	572
少数股东权益	9	9	9	9
股本	113	113	113	113
资本公积	174	174	174	174
留存收益	183	318	470	697
归属母公司股东权益	470	605	756	984
负债和股东权益	551	746	1093	1565

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	78	82	137	157
净利润	92	134	192	285
折旧摊销	22	33	56	85
财务费用	-1	-6	-1	6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-40	-72	-115	-228
其它	5	-8	4	8
投资活动现金流	-103	-150	-250	-250
资本支出	97	150	250	250
长期投资	0	0	0	0
其他	-6	-0	-0	-0
筹资活动现金流	-40	85	113	93
短期借款	3	79	153	157
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	26	0	0	0
资本公积增加	-26	0	0	0
其他	-43	6	-39	-64
现金净增加额	-66	17	0	0

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	332	497	821	1449
营业成本	175	281	513	998
营业税金及附加	2	3	5	9
营业费用	4	5	6	8
管理费用	42	55	72	93
财务费用	-1	-6	-1	6
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	107	158	226	336
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	108	158	226	336
所得税	16	24	34	50
净利润	92	134	192	285
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	94	134	192	285
EBITDA	128	186	282	427
EPS (元)	0.83	1.19	1.70	2.53

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	76.6%	49.6%	65.3%	76.6%
营业利润	67.2%	47.7%	42.9%	48.6%
归属于母公司净利润	62.9%	43.4%	42.9%	48.6%
获利能力				
毛利率	47.4%	43.5%	37.5%	31.1%
净利率	28.3%	27.1%	23.4%	19.7%
ROE	19.9%	22.2%	25.4%	29.0%
ROIC	29.3%	26.1%	23.9%	24.5%
偿债能力				
资产负债率	13.1%	17.8%	30.0%	36.5%
净负债比率	4.16%	61.98%	71.82%	68.60%
流动比率	5.38	3.09	1.72	1.52
速动比率	4.77	2.66	1.41	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.77	0.89	1.09
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	7.00	6.90	7.18	7.34
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.19	1.70	2.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.73	1.21	1.39
每股净资产(最新摊薄)	4.17	5.36	6.71	8.73
估值比率				
P/E	44.76	31.21	21.85	14.71
P/B	8.92	6.94	5.55	4.26
EV/EBITDA	32	22	15	10

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434