

电子元器件

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@cjis.cn

水晶光电

002273

推荐

业绩符合预期、衬底、微投等新兴业务进展顺利

公司公布中期业绩: 营业收入 1.9 亿、同比增长 37.6%, 营业利润 6991 万、同比增长 44.6%, 归属母公司的净利润 6037 万、同比增长 41.7%, 全面摊薄每股收益 0.522 元, 业绩基本符合预期。中期不进行利润分配。

投资要点:

- **传统业务持续增长、综合毛利率水平基本保持稳定。**上半年红外截止滤光片及组立件实现收入 9704 万、增长 68.5%、毛利率 58.9%, 单反用 OLPF 实现收入 3154 万、增长 53.4%、毛利率 32.85%, 其他产品收入 2734 万、增长 45.7%、毛利率 65.4%。表现不佳的普通光学低通收入 3453 万、同比降低 9.3%、毛利率 32.9%。综合毛利率 50.8%。
- **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。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%。2011 上半年实现销售收入 3154 万, 占比 16.6%。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, 公司成功打入 Kinect 的供应链, 成为其景深镜头窄带滤光片供应商之一。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, 公司正积极进行相关储备。**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。公司通过杭州晶景光电进入微投领域, 上半年通过股权受让和增资方式将持股比例从 49% 提升到 72.74%, 目标是形成年产 300 万套微投影光机模块的生产规模。
- **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, 目前已经形成批量生产规模。
- **维持“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 1.35 亿、1.94 亿和 2.88 亿, 年均增长 45.2%, 每股收益分别为 1.17、1.68 和 2.49 元 (暂不考虑增发摊薄)。维持“推荐”评级, 6-12 个月目标价 50.4 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

6-12 个月目标价: 50.40 元

当前股价: 37.97 元

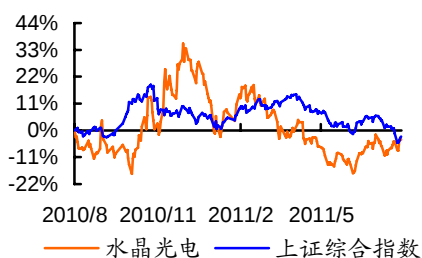
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	116
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	25
EPS (TTM)	0.96
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	-1.89	3.04	-14.87
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



相关报告

《水晶光电-传统产品持续增长、积极布局相关领域》2011-4-28

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	135	194	288
同比(%)	63%	44%	43%	48%
毛利率(%)	47.4%	43.5%	37.5%	31.1%
ROE(%)	19.9%	20.6%	23.9%	27.6%
每股收益(元)	0.81	1.17	1.68	2.49
P/E	46.83	32.42	22.62	15.27
P/B	9.34	6.67	5.41	4.22
EV/EBITDA	33	23	15	10

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

一、合并利润表比较

表 1：2010 年和 2011 年中期合并利润表各科目变动情况

项目（万元）	2010H1	2011H1	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	13874.04	19085.83	37.57%	
其中：营业收入	13874.04	19085.83	37.57%	手机及单反、单电数码相机市场的增量
二、营业总成本	9039.05	12094.70	33.80%	
其中：营业成本	7022.02	9390.22	33.73%	
营业税金及附加	112.77	44.10	-60.89%	
营业费用	182.47	275.58	51.03%	运输费用增加
管理费用	1662.71	2394.84	44.03%	技术开发费、股权激励费和员工薪酬
财务费用	-37.22	-23.13	-37.86%	利息收入减少
资产减值损失	96.29	13.09	-86.41%	
加：公允价值变动净收益	0	0	--	
投资收益	0	0	--	
三、营业利润	4834.99	6991.13	44.59%	
加：营业外收入	106.58	185.80	74.33%	政府补助增加
减：营业外支出	19.41	23.18	19.42%	
四、利润总额	4922.17	7153.75	45.34%	
减：所得税	770.66	1081.59	40.35%	
五、净利润	4151.51	6072.16	46.26%	
少数股东损益	-109.93	34.81	-131.67%	
归属于母公司所有者净利润	4261.44	6037.36	41.67%	
六、每股收益（元）	0.368	0.522	41.67%	

资料来源：公司报表、中投证券研究所

二、非公开增发募投项目

近期公司正在筹划非公开增发，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 2：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	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	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

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	331	410	563	871	营业收入	332	497	821	1449
现金	183	200	200	200	营业成本	175	281	513	998
应收账款	85	118	195	344	营业税金及附加	2	3	5	9
其它应收款	1	0	0	0	营业费用	4	5	6	8
预付账款	24	34	62	120	管理费用	42	55	72	93
存货	38	56	103	200	财务费用	-1	-7	-3	4
其他	2	2	4	7	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	220	336	530	694	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	207	326	520	685	营业利润	107	159	228	338
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	2	0	0	0
其他	4	1	1	0	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	551	746	1093	1565	利润总额	108	159	228	338
流动负债	61	79	272	515	所得税	16	24	34	51
短期借款	3	29	180	336	净利润	92	135	194	288
应付账款	31	51	92	180	少数股东损益	-2	0	0	0
其他	28	0	0	0	归属母公司净利润	94	135	194	288
非流动负债	11	0	0	0	EBITDA	128	186	282	427
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	1.17	1.68	2.49
其他	11	0	0	0					
负债合计	72	79	272	515	主要财务比率				
少数股东权益	9	9	9	9	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	113	116	116	116	成长能力				
资本公积	174	224	224	224	营业收入	76.6%	49.6%	65.3%	76.6%
留存收益	183	319	472	702	营业利润	67.2%	48.9%	43.3%	48.1%
归属母公司股东权益	470	658	812	1041	归属于母公司净利润	62.9%	44.5%	43.3%	48.1%
负债和股东权益	551	746	1093	1565	获利能力				
					毛利率	47.4%	43.5%	37.5%	31.1%
					净利率	28.3%	27.3%	23.7%	19.8%
					ROE	19.9%	20.6%	23.9%	27.6%
					ROIC	29.3%	26.1%	23.9%	24.5%
					偿债能力				
					资产负债率	13.1%	10.6%	24.9%	32.9%
					净负债比率	4.16%	36.34%	66.10%	65.14%
					流动比率	5.38	5.17	2.07	1.69
					速动比率	4.77	4.46	1.69	1.30
					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)	0.81	1.17	1.68	2.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.71	1.18	1.35
					每股净资产(最新摊薄)	4.07	5.69	7.02	9.00
					估值比率				
					P/E	46.83	32.42	22.62	15.27
					P/B	9.34	6.67	5.41	4.22
					EV/EBITDA	33	23	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