



# 凤凰光学(600071.SH)

## 【联讯电子】凤凰光学中报点评：新产品量产进度加快，毛利率大幅提升

2017年08月13日

### 增持(首次评级)

当前价：21.18元

目标价：26元

电子行业研究组

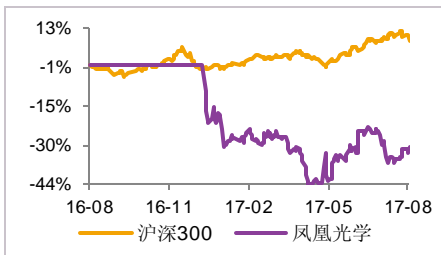
分析师：王风华

执业编号：S0300516060001  
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：彭星煜

电话：15901194401  
邮箱：pengxingyu@lxsec.com

#### 股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

#### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	750	875	3284	5425
(+/-)	-6.7%	16.7%	275.3%	65.2%
净利润	-125	8	176	332
(+/-)	-730%	106.0%	2229%	88.6%
EPS(元)	-0.53	0.03	0.65	1.23
P/E	-45	665	32	17

资料来源：联讯证券研究院

### 投资要点

#### ◇ 事件

公司发布 2017 年半年度报告。2017 年上半年公司实现营业收入 3.53 亿元，归属于母公司股东的净利润-0.18 亿元，同比分别增长 8.46%和 42.69%。

#### ◇ 营收增长，毛利率提升，亏损收窄

上半年国内光学和锂电池市场均保持稳步增长。公司光学加工业务实现营业收入 1.86 亿元，同比增长约 4.39%，占营业收入 52.67%。锂电芯加工业务实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 13.43%，占比 37%。亏损的收窄大部分来自于毛利的提升，少部分来自营业外收入的增加。毛利率从去年同期的 7.2%提升至 12.6%，为近年来最高水平，说明中电海康介入公司经营已经起到了积极的效果。毛利率的提升来自于推行精益生产，降低成本挖掘潜力。营业外收入主要来自固定资产处置利得以及少量政府补助。不考虑正在进行的重大资产重组项目，公司提出 2017 年实现销售 8 亿元，实现扭亏。

#### ◇ 推行精益生产，优化组织管理

公司推行精益生产，尽可能降低成本并挖掘潜力。同时公司优化组织机构、完善人力资源、安全生产和供应链管理，加强财务管理、信息化标准化建设，夯实企业管理基础。公司董事长刘翔曾任中电海康副总经理、海康威视董事。公司总经理刘锐曾在舜宇光学任职十年，并担任集团副总裁，他们在海康威视和舜宇光学的行业经验将把凤凰光学带入高速成长的快车道。

#### ◇ 完善研发体系，推出新型产品

公司完善研发流程和技术品质体系，围绕新业务不断增强新项目研发能力，推进品质体系认证和客户品质改善。报告期内，公司建立了研发的项目管理制度，加快新产品开发进度，完成新产品试做 8 款，量产 10 款，其中监控及其他镜头产品试作中 6 款，试作转量产 10 款，车载镜头产品试作中 2 款，以更好地满足客户需求，进一步开拓市场。

#### ◇ 聚焦主业，加快歇业和亏损子公司清理退出

公司正挂牌出售所持有的上饶银行 3360.62 万股股份，占其总股本 1.97%。挂牌价格不低于评估价 1.07 亿元，评估增值 0.78 亿元。如果出售成功，将增厚当年的非经常性损益，对应的利润将增加约 0.585 亿元，EPS 增厚约 0.246 元。同时公司也在出售西安的房产。

2017 年 4、5 月公司分别注销了控股子公司凤凰光学(上海)有限公司、南昌凤凰-潘福莱专业照相机有限公司。控股子公司凤凰光学(广东)公司也即将被注销清算。部分资产出售和子公司的关闭有利于公司减少亏损，聚



焦主业。

#### ✧ 积极整合资源，为转型升级做准备

公司正积极整合资源，拓展光学产品应用领域。公司以自主产品为基础，以 OEM、ODM 为补充，构建支撑凤凰光学未来发展的四大事业支柱：光学镜头、影像模组、电子组件、机芯引擎，实现光电产品在数码相机、摄像机、智能监控、汽车车载、智能穿戴和智能制造等多行业的应用。

2016 年公司收购控股子公司凤凰光学安防(上海)有限公司 49% 股权，使其成为公司全资子公司，并增资 1000 万元加快产业升级、产品转型。2016 年公司增资扩股苏州协益，持有该公司 26% 股权。苏州协益在车载镜头有资源和经验。这些均有利于公司产业转型升级，延伸产业链，做大做强光学镜头业务。

公司策划重大资产重组，拟发行股份收购海康科技 100% 股权。发行价格、发行数量分别为 22.15 元/股、3250.56 万股，总价共计 7.2 亿元。2017 年 6 月已被证监会受理，目前仍在审核阶段。一旦重组完成，公司将新增智能控制器、物联网、智能设备业务。海康科技承诺 2017~2019 年实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润不低于 0.53、0.65、0.75 亿元。这有利于改善公司盈利情况。公司的一部分职能放在海康科技所在地杭州有利于吸引高端人才。

#### ✧ 布局镜头和模组业务，借势快速发展

公司与海康科技的业务具有很强的互补性。公司缺乏电子制程经验，而海康科技经验丰富。公司业务正在从镜片往镜头延伸，光学镜头的制程，包括设计、研发、制造正在改善，加入海康科技的电子制程之后，实现镜头和电子制程叠加，制造影像模组。光学元件加工优势与高质量的电子研发制造能力结合，打通从镜头到模组到终端应用的各个环节，将加速公司从传统光学加工业务向影像模组业务转型，为客户提供光机电一体化解决方案。从镜片到镜头，产值具备扩张的可能性，而从镜头业务扩张至模组业务，产值可能有几倍甚至上百倍的规模增长。

目前随着 ADAS 渗透，车载摄像头行业进入快速发展阶段。海康威视是视频监控龙头企业，公司产品在它的上游，有望进入其产业链。这些都利于公司业绩快速增长。

#### ✧ 舜宇光学成功者经验在前

公司将由传统光学加工业务向镜头、影像模组业务转型，未来公司将与舜宇光学有非常相似的业务结构。舜宇光学科技(2382.HK)前身为余姚市第二光学仪器厂，经过转型发展之后于 2007 年在香港上市，现已发展成为中国最大的光学零件、光电模组企业之一。公司主营业务分为三部分：光电产品(模组)、光学零件(镜片、镜头)、光学仪器(显微镜、光学测量和分析仪器)。

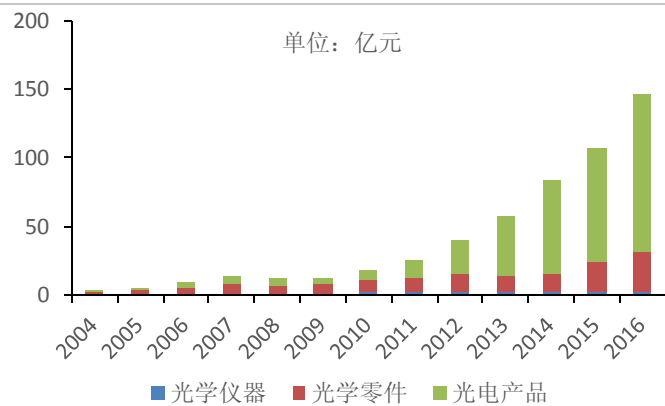
2007 年公司营业收入 13.9 亿元，净利润 2.25 亿元。2008、2009 年公司业绩基本持平。随后借助智能手机、车载摄像头快速渗透以及国产手机品牌崛起之势，公司营业收入和净利润进入了连续 7 年的快速增长期，年增速



在 40%左右。2016 年公司营业收入 146.1 亿元，净利润 12.7 亿元。舜宇光学已是全球第一大手机照相模组供应商和全球第二大镜头供应商，车载镜头出货量全球第一，是市值高达 1059 亿港元的港股明星公司。公司的光电产品为国内多家智能手机品牌厂商提供千万像素双摄模组，并已开始量产超薄无支架前置双摄模组。公司的光学零件能够提供千万像素双摄、1300 万像素广角、1600 万像素大光圈/光学防抖、千万像素以上 6P 手机镜头、VR/AR 设备镜头等高端产品。

公司光电产品（模组）的营收增速明显高于光学零件（镜头、镜片），二者占营业收入的比重分别从 2007 年的 37%、53%变为 2016 年的 78%、20%。2016 年公司光电产品毛利率 10.5%，光学零件毛利率 39.8%，光学仪器毛利率 40.4%。由此可见，光电产品（模组）是营业收入快速增长最重要的推动力，而光学零件（镜头、镜片）则有较高的毛利率，二者对毛利的贡献基本相当，光学零件（镜头、镜片）和光电产品（模组）是公司最具价值的部分。

图表1：2004~2016 年舜宇光学各业务营业收入



资料来源：公司年报、联讯证券

#### 舜宇光学的发展路径为公司指明方向

凤凰光学原有光学业务具有国内一流、世界领先的加工水平，公司业务正在从镜片往镜头延伸，结合海康科技领先的电子制程之后，将加速从传统光学加工向影像模组业务转型。公司吸收中电海康的研发、管理经验，借助海康威视的业务协同效应，凭借车载、安防等行业的快速发展之势，我们认为公司业绩将进入快速增长期，未来产值有望达到数倍甚至上百倍的规模提升，公司产业布局学习舜宇光学值得期待。

#### 关键假设点

对公司 2017~2019 年盈利预测的关键假设点如下：

- 1、公司将在今年完成对海康科技的收购，从 12 月份开始业绩将并表；
- 2、2017 年车载、安防镜头开始出货，随着管理水平和产品技术含量提升，毛利率逐年增长；
- 3、2018 年摄像头模组开始出货，随着管理水平和产品技术含量提升，毛利率逐年略有增长；



4、安防镜头、安防摄像头模组借助与海康威视的业务协同效应将会贡献更多营业收入；

5、现有以数码相机为主的光学加工业务营业收入保持不变，随着管理水平和产品技术含量提升，2017年毛利率有较大改善，随后逐年略有增长；

6、电芯加工、光学仪器业务营业收入保持10%的年增长率，毛利率前两年略有增长；

7、精密加工业务营业收入保持不变，毛利率将由负转正并逐年增长。

#### ◇ 盈利预测与投资建议

2017年是公司转型升级关键年份。尽管公司中报预计年初至下一报告期末的净利润可能亏损，但是鉴于公司还处于转型期，资产重组、产品研发、管理改善均在推进之中，预计公司完成前期的调整和积累之后将步入快速发展阶段。

暂时不考虑增发并表和出售上饶银行的非经常性损益，我们预测公司2017~2019年营业收入分别为8.75亿、32.84亿、54.25亿元，增长率分别为17%、275%、65%。2017~2019年公司归属母公司股东的净利润分别为0.07亿、1.72亿、3.16亿元，增长率分别为106%、2515%、90%。对应2017~2019年EPS分别为0.03元、0.65元、1.23元。对应的市盈率分别为665、32、17。根据Wind一致性预测，2017年行业龙头舜宇光学的市盈率为48，行业平均市盈率为42。根据可比公司的平均估值，我们给予公司2018年40倍PE，对应目标价格26元。首次覆盖给予“增持”评级。

#### ◇ 风险提示

并购整合带来的风险；细分领域竞争加剧的风险；研发进度不及预期的风险



公司各项业务的营业收入预测如下:

图表2: 2017~2019 年公司营业收入预测

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>光学镜头</b>				
营业收入(万元)	40415	50000	73500	90500
营业收入增长率	—	24%	47%	23%
营业成本(万元)	40217	44250	60650	69725
营业成本增长率	—	10%	37%	15%
毛利率	0.49%	11.50%	17.48%	22.96%
<b>影像模组</b>				
营业收入(万元)	0	0	127746	307954
营业收入增长率	—	—	—	141%
营业成本(万元)	0	0	108636	259038
营业成本增长率	—	—	—	138%
毛利率	—	—	15%	16%
<b>海康科技</b>				
营业收入(万元)	0	0	86429	99790
营业收入增长率	—	—	—	15%
营业成本(万元)	0	0	69143	79832
营业成本增长率	—	—	—	15%
毛利率	—	—	20%	20%
<b>电芯加工</b>				
营业收入(万元)	27048	29753	32728	36001
营业收入增长率	—	10%	10%	10%
营业成本(万元)	23586	25290	27491	30241
营业成本增长率	—	7%	9%	10%
毛利率	13%	15%	16%	16%
<b>光学仪器</b>				
营业收入(万元)	2395	2635	2898	3188
营业收入增长率	—	10%	10%	10%
营业成本(万元)	1976	2160	2319	2550
营业成本增长率	—	9%	7%	10%
毛利率	17.49%	18%	20%	20%
<b>精密加工</b>				
营业收入(万元)	4051	4051	4051	4051
营业收入增长率	—	0	0	0
营业成本(万元)	5007	3848	3727	3646
营业成本增长率	—	-23%	-3%	-2%
毛利率	-23.59%	5%	8%	10%
<b>其他</b>				
营业收入(万元)	1062	1062	1062	1062
营业收入增长率	—	0	0	0
营业成本(万元)	680	680	680	680



	2016	2017E	2018E	2019E
营业成本增长率	—	0	0	0
毛利率	36%	36%	36%	36%
合计				
营业收入(万元)	74955	87500	328413	542546
营业收入增长率	—	17%	275%	65%
营业成本(万元)	71454	76228	272646	445712
营业成本增长率	—	7%	258%	63%
毛利率	4.67%	13%	17%	18%

资料来源: 联讯证券

选取业务相近的公司进行比较。

图表3: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价(元)	EPS(元)				PE			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
002456	欧菲光	18.67	0.69	0.52	0.79	1.1	27	36	24	17
002273	水晶光电	22.68	0.39	0.56	0.82	1.17	58	41	28	19
2382.HK	舜宇光学	96.50	1.17	1.99	2.76	3.62	82	48	35	27
	平均值						56	42	29	21

资料来源: Wind、联讯证券

舜宇光学股价单位为港元





## 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	524	629	2,329	3,842	经营活动现金流	-25	30	110	182
货币资金	172	237	475	867	净利润	-125	8	176	332
应收账款	229	259	907	1,496	折旧摊销	50	57	212	350
其它应收款	6	7	27	45	财务费用	0	4	10	14
预付账款	1	1	4	6	投资损失	0	0	0	0
存货	106	120	478	789	营运资金变动	-114	38	317	282
其他	10	6	438	639	其它	164	-78	-604	-796
非流动资产	436	501	1,855	3,060	投资活动现金流	-35	18	66	108
长期股权投资	12	14	50	82	资本支出	40	46	169	279
固定资产	333	384	1,419	2,341	长期投资	12	14	50	82
无形资产	18	20	76	125	其他	-87	-42	-154	-254
其他	73	84	310	512	筹资活动现金流	-17	17	62	103
资产总计	960	1,131	4,183	6,902	短期借款	100	115	426	702
流动负债	445	512	1,894	3,126	长期借款	0	0	0	0
短期借款	100	115	426	702	其他	-117	-98	-363	-599
应付账款	216	249	920	1,472	现金净增加额	-77	64	238	393
其他	129	148	549	952					
非流动负债	23	27	99	164	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	23	27	99	164	营业收入	-6.68%	16.74%	275.33%	65.20%
负债合计	469	539	1,994	3,290	营业利润	-411.97%	105.09%	3415.49%	89.95%
少数股东权益	102	117	432	713	归属母公司净利润	-681.68%	105.70%	2515.49%	83.77%
归属母公司股东权益	390	475	2,477	3,619	获利能力				
负债和股东权益	960	1,131	4,183	6,902	毛利率	4.67%	12.88%	16.98%	17.85%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	净利率	-15.40%	0.75%	5.24%	5.83%
营业收入	750	875	3,284	5,425	ROE	-22.40%	1.40%	10.06%	9.17%
营业成本	715	762	2,726	4,457	偿债能力				
营业税金及附加	7	8	29	48	资产负债率	48.79%	47.66%	47.66%	47.66%
销售费用	20	17	66	109	流动比率	117.79%	122.92%	122.92%	122.92%
管理费用	89	52	197	326	速动比率	94.04%	99.57%	97.68%	97.68%
财务费用	0	4	10	14	营运能力				
资产减值损失	25	25	68	115	总资产周转率	0.73	0.84	1.24	0.98
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.02	3.58	5.63	4.52
投资净收益	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.02	3.28	4.67	3.73
营业利润	-105	5	188	358	每股指标(元)				
营业外收入	4	7	14	28	每股收益	-0.53	0.03	0.65	1.23
营业外支出	22	2	3	5	每股经营现金	-0.10	0.13	0.41	0.67
利润总额	-124	10	199	381	每股净资产	2.07	2.49	10.78	16.05
所得税	1	3	23	49	估值比率				
净利润	-125	8	176	332	P/E	-45.16	665.41	32.48	17.22
少数股东损益	-10	1	4	16	P/B	11.49	8.50	1.97	1.32
归属母公司净利润	-115	7	172	316	EV/EBITDA	-127.00	85.15	18.09	11.51
EBITDA	-47	63	400	707					



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012~2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市企业，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，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。

本报告基于联讯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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯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询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

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资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)