

光学元件

署名人: 王国勋

S0960512080004

075582026707

wangguoxun@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 45.00元

当前股价: 32.30元

评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2111.18
总股本(百万)	192
流通股本(百万)	82
流通市值(亿)	26
EPS	0.11
每股净资产(元)	5.07
资产负债率	59.13%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
欧菲光	8.75	43.11	123.2
电子元器件	-9.75	-11.25	-2.51
沪深300指数	-4.18	-10.19	-4.29



相关报告

欧菲光

002456

强烈推荐

杀出血海，野蛮生长

本篇深度报告在券商中首次覆盖手机摄像头模组行业研究，并对欧菲光此时切入手机摄像头模组行业的战略选择做了详细分析，也同时介绍了公司光荣历史和其背后逻辑，以及公司在触摸屏行业积累的几大优势及清晰的成长路径。

投资要点:

- **欧菲光光荣历史——杀出血海，野蛮生长:** 公司历经几次重大转型，从红外截止滤光片（全球第一），到电容式触摸屏（国内最大），公司都在血海鏖战中胜出，并成就野蛮生长，其背后逻辑是极高执行力、极大魄力、极大研发投入和极准确清晰战略；
- **触摸屏行业供给分析——小尺寸实际情况好于统计数据，中大尺寸 Q4 将供不应求；**
- **欧菲光——杀出触摸屏血海，野蛮生长:** 欧菲光 2010 年底进军电容式触摸屏行业后，迅速崛起，成长为国内触摸屏龙头企业，目前已经占据国内触摸屏市场份额近 30%，并且欧菲光凭借大客户优势、一体化优势、GFF 技术路径优势和规模优势，公司在华为、联想以及三星等重要客户处份额不断上升，公司产能在持续释放；
- **欧菲光杀入下一领域——手机摄像头模组，是否能复制过往的成功，实现野蛮生长？**：1、随着手机显示性能提升，500 万及以上像素手机摄像头正成为标配，市场正在迅速爆发；2、由于技术壁垒较高，目前 500 万及以上像素模组供给较为紧张；3、欧菲光凭借天时（行业迅速爆发、供给紧张）、地利（大客户）和人和（公司士气高昂）等优势，在手机摄像头模组领域将复制其在红外滤光片和触摸屏领域的野蛮生长路径！
- 自我们从二季度推荐以来，公司虽然已经大幅上涨 40%，但公司未来两年成长逻辑清晰，确定性高，我们预计公司 2012~2013 年 EPS 为 1.32 和 1.96 元，公司目前股价对应 2012 年 PE 仍仅 24 倍，上升空间仍然巨大，考虑到四季度有望进行估值切换，我们给予公司未来 6 个月 45 元目标价，继续强烈推荐！
- **风险提示:** 智能手机行业景气度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1245	2885	4814	6740
收入同比(%)	101%	132%	67%	40%
归属母公司净利润	21	253	376	528
净利润同比(%)	-60%	1121%	49%	41%
毛利率(%)	13.8%	20.0%	18.6%	18.6%
ROE(%)	2.1%	20.6%	23.4%	24.8%
每股收益(元)	0.11	1.32	1.96	2.75
P/E	302.25	24.75	16.66	11.85
P/B	6.43	5.10	3.91	2.94
EV/EBITDA	74	15	10	8

资料来源: 中投证券研究所

**目 录**

<b>一、引言</b>	3
<b>二、欧菲光光荣历史——杀出血海、野蛮生长</b>	4
2.1、欧菲光光荣历史——杀出血海，野蛮生长	4
2.2、欧菲光光荣历史背后逻辑——极高执行力、极大魄力、极大研发投入和极准确清晰战略	5
<b>三、触摸屏行业供给分析——小尺寸实际情况好于统计数据，中大尺寸 Q4 将供不应求</b>	6
3.1、小尺寸触摸屏行业供给分析——看似较差，实则可以	6
3.1.1、小尺寸触摸屏需求分析	7
3.1.2、小尺寸触摸屏供给分析	7
3.2、中大尺寸触摸屏供给分析——Q4 开始将供不应求	8
3.2.1、中大尺寸触摸屏需求分析——平板电脑+Ultrabook	8
3.2.2、中大尺寸触摸屏供给分析——供给增速低于需求	9
3.3、小尺寸实际情况好于统计数据，中大尺寸 Q4 将供不应求	10
<b>四、触摸屏技术路径各有优劣——GFF、TOL、in cell</b>	11
<b>五、欧菲光——杀出触摸屏血海，野蛮生长</b>	12
5.1、目前欧菲光在触摸屏领域有以下几大优势：	12
5.2、欧菲光触摸屏成长逻辑清晰——中低端智能手机放量+份额提升+平板电脑、Ultrabook 突破	13
5.2.1、国内中低端智能手机市场空间巨大，2012 年只是开始	13
5.2.2、GFF 技术正逐渐成为平板电脑主流选择，于 Ultrabook 已突破	15
<b>六、欧菲光杀入下一领域——手机摄像头模组，是否能复制过往的成功，实现野蛮生长？</b>	16
6.1、高像素手机摄像头模组——正在迅速爆发的市场	16
6.2、500 万及以上像素手机摄像头 Q4 供给仍然偏紧，2013 年将基本达到供求平衡	17
6.3、欧菲光进军手机摄像头模组——杀出血海、进军蓝海	18
5.3、欧菲光手机摄像头模组即将量产	19
<b>七、盈利预测</b>	20
<b>八、投资建议</b>	21
<b>九、风险提示</b>	21

## 一、引言

本篇深度报告在券商中首次覆盖手机摄像头模组行业研究，并对欧菲光此时切入手机摄像头模组行业的战略选择做了详细分析，也同时介绍了公司光荣历史和其背后逻辑，以及公司在触摸屏行业积累的几大优势及清晰的成长路径！

- 1、欧菲光光荣历史---杀出血海，野蛮生长：公司历经几次重大转型，从红外截止滤光片（全球第一），到电容式触摸屏（国内最大），公司都在血海鏖战中胜出，并成就野蛮生长，其背后逻辑是极高执行力、极大魄力、极大研发投入和极准确清晰战略；
- 2、触摸屏行业供给分析---小尺寸实际情况好于统计数据，中大尺寸 Q4 将供不应求；
- 3、欧菲光---杀出触摸屏血海，野蛮生长：欧菲光 2010 年底进军电容式触摸屏行业后，迅速崛起，成长为国内触摸屏龙头企业，目前已经占据国内触摸屏市场份额近 30%，并且欧菲光凭借大客户优势、一体化优势、GFF 技术路径优势和规模优势，公司在华为、联想以及三星等重要客户处份额不断上升，公司产能在持续释放；
- 4、欧菲光杀入下一领域---手机摄像头模组，是否能复制过往的成功，实现野蛮生长？1、随着手机显示性能提升，500 万及以上像素手机摄像头正成为标配，市场正在迅速爆发；2、由于技术壁垒较高，目前 500 万及以上像素模组供给较为紧张；3、欧菲光凭借天时（行业迅速爆发、供给紧张）、地利（大客户）和人和（公司士气高昂）等优势，在手机摄像头模组领域将复制其在红外滤光片和触摸屏领域的野蛮生长路径！
- 5、自我们从二季度推荐以来，公司虽然已经大幅上涨 40%，但公司未来两年成长逻辑清晰，确定性高，我们预计公司 2012~2013

年 EPS 为 1.32 和 1.96 元，公司目前股价对应 2012 年 PE 仍仅 24 倍，上升空间仍然巨大，考虑到四季度有望进行估值切换，我们给予公司未来 6 个月 45 元目标价，继续强烈推荐

## 二、欧菲光光荣历史---杀出血海、野蛮生长

### 2.1、欧菲光光荣历史---杀出血海，野蛮生长

纵观欧菲光历史，是一部杀出血海，野蛮生长的光荣历史，公司历经几次重大转型，从红外截止滤光片，到电容式触摸屏，公司都在血海鏖战中胜出，并成就野蛮生长；

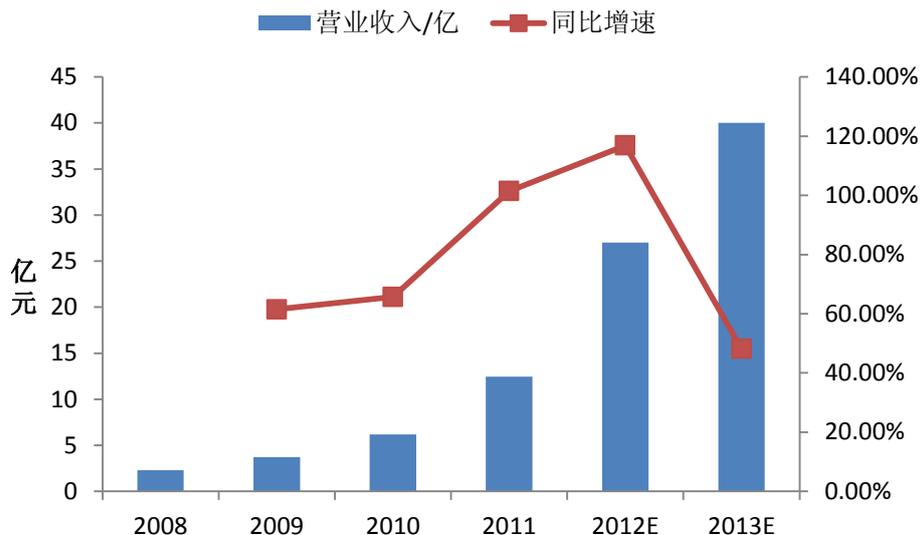
在电容式触摸屏这个更大的市场和舞台，更能彰显公司竞争力，公司 2010 年底正式进军电容式触摸屏领域，一年时间内，完成工厂建设、良品率爬坡、量产、客户认证、客户导入，最终成为华为、联想、三星和摩托等重要客户的核心供应商，2012 年迅速扩大市场份额，目前月出货量已经达到 450 万/月，占据国内触摸屏市场近 30% 份额！

图 1：公司成长路径图



资料来源：中投证券研究所

图 2：公司成长路径图



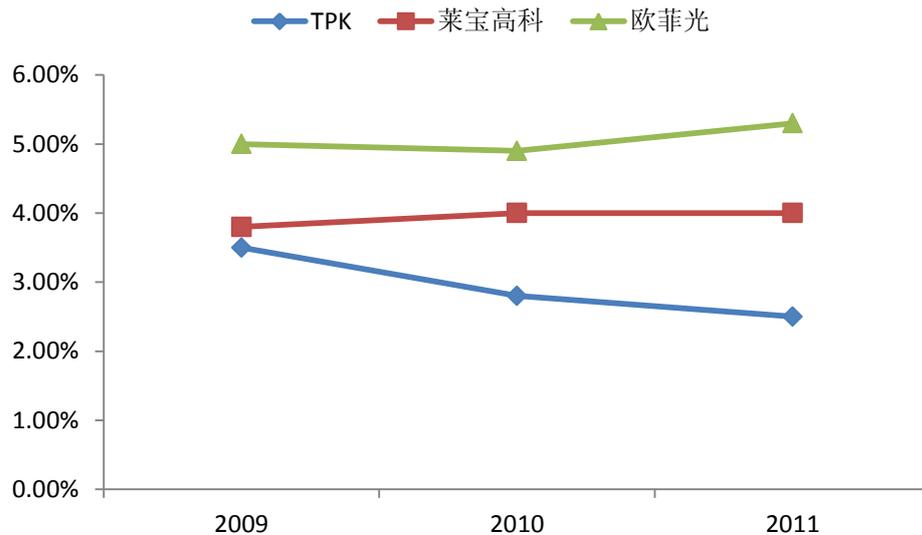
资料来源：公司年报，中投证券研究所

## 2.2、欧菲光光荣历史背后逻辑---极高执行力、极大魄力、极大研发投入和极准确清晰战略

一次成功可以看做偶然，二次成功则是必然，公司在两个不同领域，都成功杀出血海，实现野蛮生长，实则是必然：

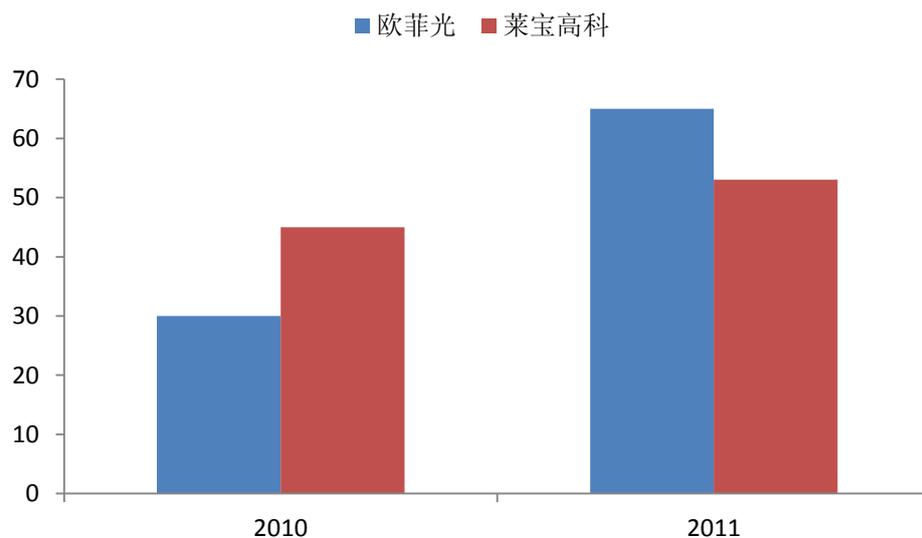
- **极高的执行力：** 从公司确定战略，到公司实现量产和实际开始出货时间可以看出，如电容式触摸屏领域，公司一年时间即完成全部过程，与公司极高的执行力密不可分；
- **极大的魄力：** 为在最短时间，抢占市场份额，公司敢拼价格、敢拼成本、也敢于提前大规模投入，以取得大客户信任；
- **极大的研发投入：** 研发投入占比在国内触摸屏和台湾触摸屏其中最大，其研发投入规模于 2011 年超过莱宝高科，显示公司对研发的重视，这也是公司强大竞争力的一大来源；
- **极准确清晰的战略：** 公司董事长不但对公司各项细节了如指掌，对公司发展战略把握也极为准确、清晰；

图 3：公司在国内外触摸屏企业中研发投入占比最大



资料来源：公司年报，中投证券研究所

**图 4：2011 年公司研发投入超过莱宝高科**



资料来源：中投证券研究所

### 三、触摸屏行业供给分析---小尺寸实际情况好于统计数据，中大尺寸 Q4 将供不应求

#### 3.1、小尺寸触摸屏行业供给分析---看似较差，实则可以

### 3.1.1、小尺寸触摸屏需求分析

2013年手机的投射式触控面板需求数量将是2010年的6倍，需求金额将是2010年的2.85倍。

图表 1 2008~2013年智能手机用触摸屏需求测算

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
<b>智能手机</b>						
智能手机数量(百万)	143	182	235	400	520	610
触摸屏渗透率	39%	45%	65%	82%	92%	95%
触控面板需求数量(百万)	55.8	81.9	152.8	328.0	478.4	579.5
电阻式(%)	90%	70%	40%	25%	18%	10%
电容式(%)	10%	30%	60%	75%	82%	90%
电阻式数量(百万)	50.2	57.3	61.1	82.0	86.1	58.0
电容式数量(百万)	5.6	24.6	91.7	246.0	392.3	521.6
触控面板需求金额(百万美元)	305	611	1388	2276	2745	3210
<b>功能手机</b>						
功能手机数量(百万)	681	597	620	557	535	500
触摸屏渗透率	13%	17%	31%	43%	52%	65%
触控面板需求(百万)	88.5	101.5	192.2	239.5	278.2	325.0
电阻式(%)	95%	90%	80%	70%	60%	50%
电容式(%)	5%	10%	20%	30%	40%	50%
电阻式数量(百万)	84.1	91.3	153.8	167.7	166.9	162.5
电容式数量(百万)	4.4	10.1	38.4	71.9	111.3	162.5
触控面板需求金额(百万美元)	325.9	377.3	705.4	839.5	879.1	1031.9
<b>总量</b>						
手机触控面板需求数量(百万)	144.3	183.4	345.0	567.5	756.6	904.5
手机触控面板需求金额(百万美元)	631.1	988.3	2093.1	3115.0	3624.4	4242.3

资料来源：中投证券研究所

### 3.1.2、小尺寸触摸屏供给分析

大陆和台湾小尺寸供给如下：

➤ 大陆供给如下：

图 5：大陆主流小尺寸触摸屏模组产能扩张

	2011	2012E	2013E
莱宝高科	100	300	500
超声电子	100	200	400
欧菲光		600	900
宇顺电子		150	300

资料来源：公司资料，中投证券研究所

➤ 台湾供给如下：

图 6：台湾主流小尺寸触摸屏模组产能扩张

	2011	2012E	2013E
TPK	1700	1800	2000
胜华	1000	1200	1500
奇美电	800	1000	1200
介面	800	800	800
洋华	1000	1000	1000
牧东	400	400	400

资料来源：公司资料，中投证券研究所

### 3.2、中大尺寸触摸屏供给分析---Q4 开始将供不应求

#### 3.2.1、中大尺寸触摸屏需求分析---平板电脑+Ultrabook

三季度以来，苹果、亚马逊、三星、google 和华为等都将推出新款平板电脑，具体如下，使得上游中大尺寸供应即将不足；

此外我们预计 2012~2013 年带触控 Ultrabook 渗透率将达到 1%和 6%，则 2013 年带触控 Ultrabook 也将占据一部分中大尺寸触摸屏供应；

图 7：即将上市平板电脑

Brand	Expected pricing	Timing	Expected vol in 2H12	Touch panel module makers	JPM view
Amazon Kindle Fire	\$149-199	Jul-Aug	5-8M	TPK	Likely stay No 2 due to pricing
Google Nexus 7	\$199-249	Jul-Aug	2-3M	TPK, Wintek	Limited unless open up for retail with brand partners
Apple iPad mini	\$249+	Nov	10+M	TPK	Likely vol. leader in low-price category
Apple New iPad	\$499-829	Already selling	27+M	TPK, Wintek	Could see some cannibalization from iPad mini
Microsoft Surface	\$599	Oct (ARM); Jan 13 (x86)	3-4M	TPK	High price points
Other Win 8 tablets	\$499+	4Q12	4-5M	TPK, Wintek, Cando, Hannstouch,	High price points
Whitebox tablets	\$70-100	Already selling	40M in 2012		Strong EM traction, threat from cheap smartphones

资料来源：JP.Morgan，中投证券研究所

2011~2013 年中大尺寸需求测算如下所示：

**图 8: 中大尺寸触摸屏需求分析**

Thousand units, %, thousand square meters	2012	2012	2013
<b>PC forecast (K unit)</b>			
Desktop	155,636	154,387	152,205
Notebook	209,448	217,825	238,668
Tablet PC	69,587	106,813	140,314
Server	9,321	9,634	10,010
<b>Global PC</b>	<b>443,992</b>	<b>488,659</b>	<b>541,197</b>
<b>Penetration</b>			
Desktop	0%	0%	2%
Notebook	0%	2%	6%
Tablet PC	100%	100%	100%
Server	0%	0%	0%
<b>Global PC</b>	<b>16%</b>	<b>23%</b>	<b>29%</b>
<b>Touch market forecast (K unit)</b>			
Desktop	-	201	2,686
Notebook	431	4,036	14,181
Tablet PC	69,587	106,813	140,314
Server	-	-	-
<b>Total</b>	<b>70,018</b>	<b>111,050</b>	<b>157,182</b>
<b>Square Meters (K sqm)</b>			
Desktop	-	24	320
Notebook	26	248	870
Tablet PC	2,082	3,085	3,554
Server	-	-	-
<b>Total</b>	<b>2,108</b>	<b>3,357</b>	<b>4,744</b>
<b>Demand growth</b>		<b>59%</b>	<b>41%</b>

资料来源: JP.Morgan, 中投证券研究所

### 3.2.2、中大尺寸触摸屏供给分析---供给增速低于需求

可以看出 2012 和 2013 年中大尺寸触摸屏供给增速远低于需求增速, 我们预计 2012 年四季度开始, 中大尺寸触摸屏供应将明显不足, 这也是 Intel 很早就与台湾几大触摸屏厂商签订供货保障协议原因所在。

**图 9: 中大尺寸触摸屏供给分析**

Thousand units, thousand square meters, %

	2011	2012	2013
<b>Module (Lamination) Capacity, K units, based on 10" equivalent</b>			
TPK	66,000	75,600	78,000
Cando	-	1,800	2,400
Wintek	40,500	55,500	66,000
AUO	4,500	9,000	9,000
CMI/ Hon Hai	10,950	17,985	22,560
Hannstar/ Hannstouch	1,320	2,980	3,320
Digitech	9,000	15,000	15,000
ELK	6,000	6,000	6,000
Iijin Display	4,000	5,000	6,000
Youngfast	2,000	2,400	2,400
J-touch	2,200	3,600	3,600
Mildex	800	1,000	1,000
CPT	600	2,400	2,400
Truly	800	1,260	1,480
EELY	880	1,110	1,320
Success	200	780	1,160
Wistron	-	3,000	9,000
Compal/ Heng Hao	-	-	2,600
Others	440	840	960
<b>Total</b>	<b>150,190</b>	<b>205,255</b>	<b>234,200</b>
<b>Square Meters (K sqm)</b>			
Input	4,651	6,356	7,253
Capacity factor	85%	85%	85%
Yield rate	76%	77%	79%
<b>Realistic output</b>	<b>2,990</b>	<b>4,166</b>	<b>4,849</b>
<b>Supply growth</b>		<b>39%</b>	<b>16%</b>
<b>Supply glut level</b>	<b>882</b>	<b>809</b>	<b>105</b>
<b>Supply glut level %</b>	<b>42%</b>	<b>24%</b>	<b>2%</b>

资料来源: JP.Morgan, 中投证券研究所

### 3.3、小尺寸实际情况好于统计数据，中大尺寸 Q4 将供不应求

1、小尺寸触摸屏供求分析看似不乐观,但看这些统计数据意义不大,从行业调研来看,触摸屏行业供给多为无效供给,真正能进入“中华酷联”四大终端厂商供应链为数不多,能够成为下游大客户核心供应商的触控厂商目前供给仍然偏紧,如欧菲光、超声电子等;

2、随着三星、Google、亚马逊和微软等巨头陆续推出更多平板电脑和触控 Ultrabook 市场正在升温,中大尺寸触摸屏供应明显不足,预计四季度将供不应求,届时必将转移很多小尺寸产能;

3、各大厂商技术路径不一:目前触控产能仍以 GG 方案最多,而市场份额越来越大的 GFF 方案,仍以欧菲光为主,TPK 正在提升其 GFF 产能占比,这导致在 GFF 方案供求关系并未像行业统计上看起来那么悲观;

4、各大厂商定位不一：目前来看，由于 TPK、胜华等产能最大厂商都定位于高端手机，随着苹果退出 GG 和 TOL 方案，短时间内，在高端手机上，触摸屏供求关系最差，而在中低端手机上，供给关系相对乐观；

## 四、触摸屏技术路径各有优劣---GFF、TOL、in cell

目前主流触摸屏技术为 GG、GFF、TOL 和 in cell，由于各自技术特点不同，其定位也有所不同，我们认为：

- **GFF 方案将定位于中低端智能手机：**GFF 方案性价比高、量产性较好，随着工艺进步，其透光性和灵敏度也有较大进步，与 GG 方案基本达到一致，GFF 方案已经被众多主流厂商接受，如三星、华为、联想、摩托罗拉等，已经成为这些厂商中低端智能手机主要触控方案；此外据业内渠道了解到，苹果即将推出的 iPad mini 也将采用 GFF 方案，其 GFF sensor 将由日本 Nisha 提供，TPK 负责贴合，而一旦 iPad mini 采用 GFF 技术，无疑向业内宣告，GFF 技术性能已经相当于 GG 技术，并且在轻薄方面还更胜一筹，欧菲光做为全球 GFF 龙头企业，将显著受益；
- **TOL 定位于 Ultrabook 和中高端智能手机：**由于 Ultrabook 对边缘强度要求较低，TOL 将首先广泛应用于 Ultrabook，未来随着 TOL 技术进一步成熟，解决了其边缘强度问题，凭借其低成本、轻薄等特性，TOL 方案在中高端智能手机上应用将是大势所趋；
- **In cell 定位于高端智能手机：**由于 in cell 方案复杂性，所以其较为适合销量较大的单一机型，如 iPhone 之类，目前仍然良品率较低，成本较高，苹果 iPhone5 将成为推动 in cell 方案主要力量；

- **GG 方案:** GG 方案是目前产能最大的触控方案，在中低端市场已经面临 GFF 方案强大的竞争，而在中高端市场又面临 TOL 和 in cell 竞争，这也是目前主流 GG 方案厂商都在积极转型 TOL 方案，如莱宝、长信和 TPK、胜华等。

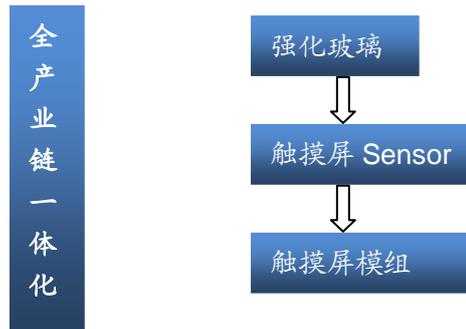
## 五、欧菲光---杀出触摸屏血海，野蛮生长

欧菲光经历一年彻底转型阵痛，凭借极高的执行力、极大的魄力和极大的研发投入，终于又迅速崛起，成长为国内触摸屏龙头企业，以最新月度出货量数据来看，公司已经占据国内触摸屏市场份额近 30%，并且伴随欧菲光在华为、联想以及三星等重要客户处份额不断上升，公司产能在持续释放；

### 5.1、目前欧菲光在触摸屏领域有以下几大优势：

- **大客户优势:** 1) 凭借超强综合实力，公司已经成为华为(30%)、联想(50%)第一大触摸屏供应商；2) 在酷派和摩托罗拉也占据较大份额(超过 20%)；3) 公司对三星市场开拓也进展顺利，平板电脑和智能手机触摸屏出货量都在快速增长，2012 年将以平板电脑为主，2013 年智能手机份额将快速提升；4) 公司与几大客户已经形成高度黏性，未来两年内公司地位很难被动摇；
- **一体化优势:** 公司能够自己生产强化玻璃、ITO film、触摸屏 sensor 和触摸屏模组，已经成功实现触摸屏一体化生产，而一体化生产将给公司带来快速响应、质量控制好和成本低等优势，较易获得下游智能手机厂商信任，公司成为三星、华为、中兴和摩托罗拉等触摸屏供应商即是证明，在一体化方面，公司已经走在莱宝高科、长信科技和超声电子等前面，具有一定的先发优势：

图 10: 欧菲光具有一体化优势



资料来源：中投证券研究所

- **GFF 技术路径优势**---GFF 已经成为中低端智能手机主流技术路径，欧菲光做为全球 GFF 龙头企业，将显著受益 G F F 方案市场认可度的提升，由于其余触控大厂主要产能集中在 G G 方案，我们预计未来较长一段时间 G F F 方案供给关系都将比较紧张，欧菲光将持续受益；
- **规模优势**---欧菲光规模已经达到国内第一，公司目前 4 寸触摸屏模组产能超过 60kk/年，并且还在持续释放，预计最终将达到 140kk；10 寸及以上产能目前在 5kk/年，预计明年将达到 10kk/年，公司不论目前产能规模还是达产规模，都达到国内第一，相比其他厂商有着较大的规模优势和成本优势；

图 11：欧菲光具有规模优势

部/年	模组产能/4 寸	模组产能/10 寸及以上
南昌	100kk	10kk
深圳	20kk	
苏州	20kk	
合计	140kk	10kk

资料来源：中投证券研究所

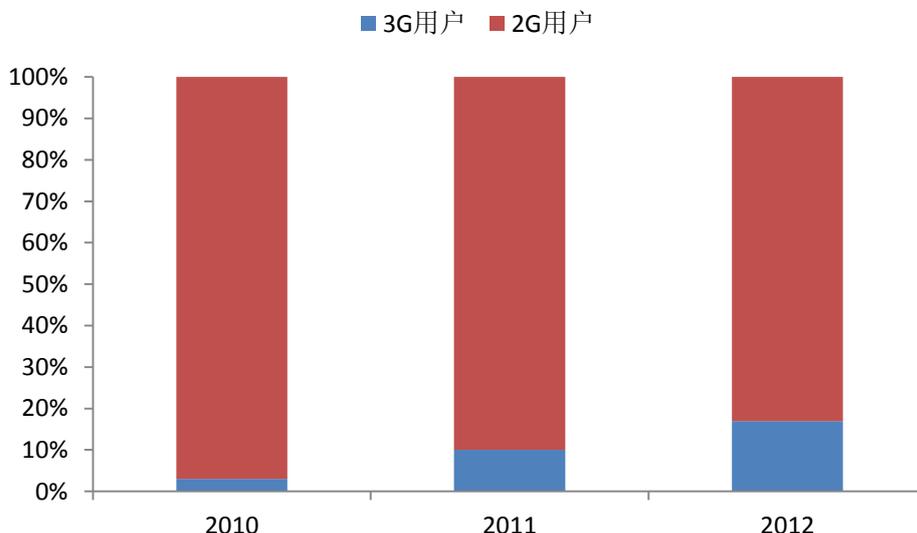
## 5.2、欧菲光触摸屏成长逻辑清晰---中低端智能手机放量+份额提升+平板电脑、Ultrabook 突破

### 5.2.1、国内中低端智能手机市场空间巨大，2012 年只是开始

2012 年 Q2 中国手机用户达到 10 亿户，其中 3G 用户仅 1.7 亿户，占比仅为 17%，相比日本超过 95%，美国超过 60%，国内中低端智能

手机市场空间巨大，对于“中华酷联”等国内主流智能手机厂商和欧菲光等核心供应商而言，2012年只是开始！

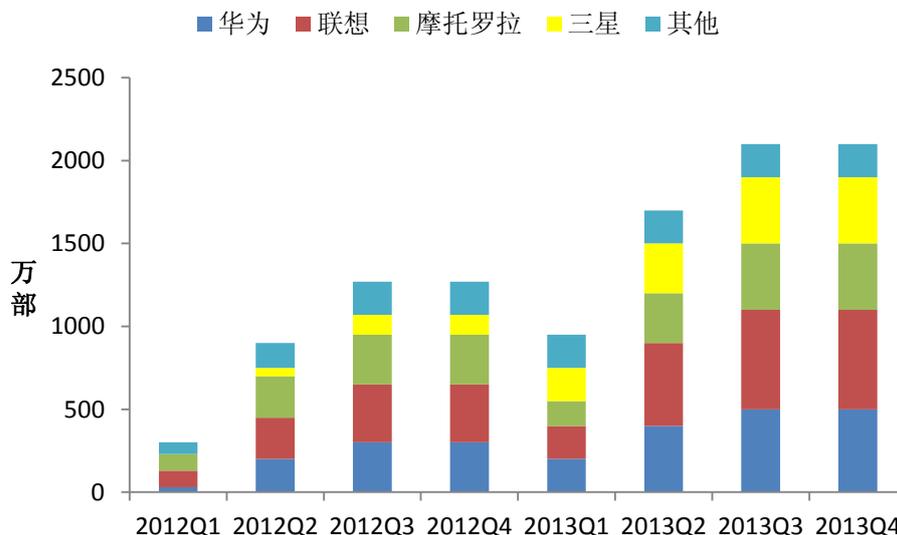
图 12: 国内智能手机渗透率仍然较低，空间巨大



资料来源：运营商数据，中投证券研究所

欧菲光目前占据联想份额近50%，占据华为份额超过30%，未来随着公司产能继续释放，在华为、联想和三星等重要客户处份额有望继续提升；

图 13: 2012Q1~2013Q4 年欧菲光 4 寸触摸屏出货预计



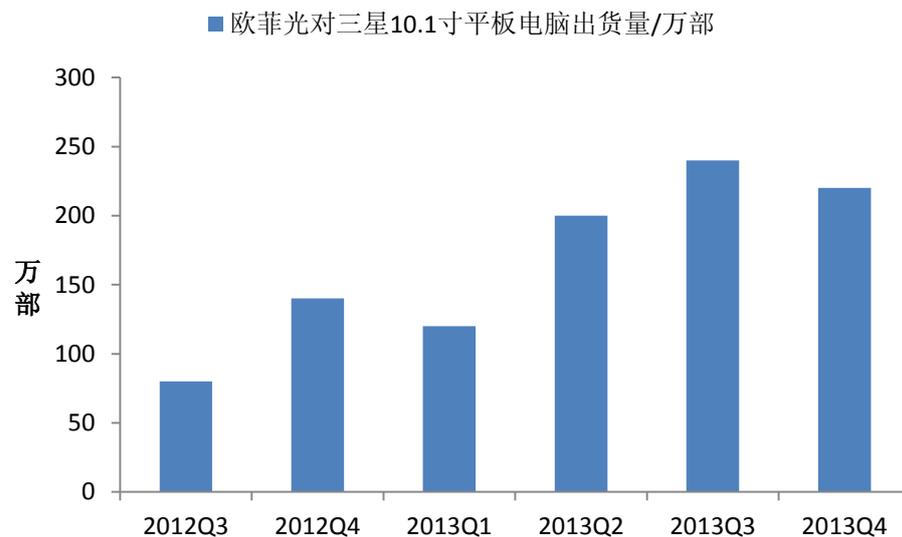
资料来源：中投证券研究所

### 5.2.2、GFF 技术正逐渐成为平板电脑主流选择，于 Ultrabook 已突破

三星 10.1 寸 Galaxy note 和 Galaxy Tab 全部采用 GFF 技术路径，欧菲光已经成为其主力供应商；

此外据业内渠道了解到，苹果即将推出的 iPad mini 也将采用 GFF 方案，其 GFF sensor 将由日本 Nisha 提供，TPK 负责贴合，而一旦 iPad mini 采用 GFF 技术，无疑向业内宣告，GFF 技术性能已经相当于 GG 技术，并且在轻薄方面还更胜一筹，欧菲光做为全球 GFF 龙头企业，将显著受益

图 14: 2012Q3~2013Q4 年欧菲光对三星 10.1 寸平板电脑出货量预计/万部



资料来源：中投证券研究所

公司公告在英特尔超极本生态系统研讨会上展示了两款不同结构和技术特点的 14.1 寸薄膜电容式超极本触摸屏产品，并分别通过了 Intel 和联想的测试，显示公司薄膜技术在 Ultrabook 领域已获得突破！

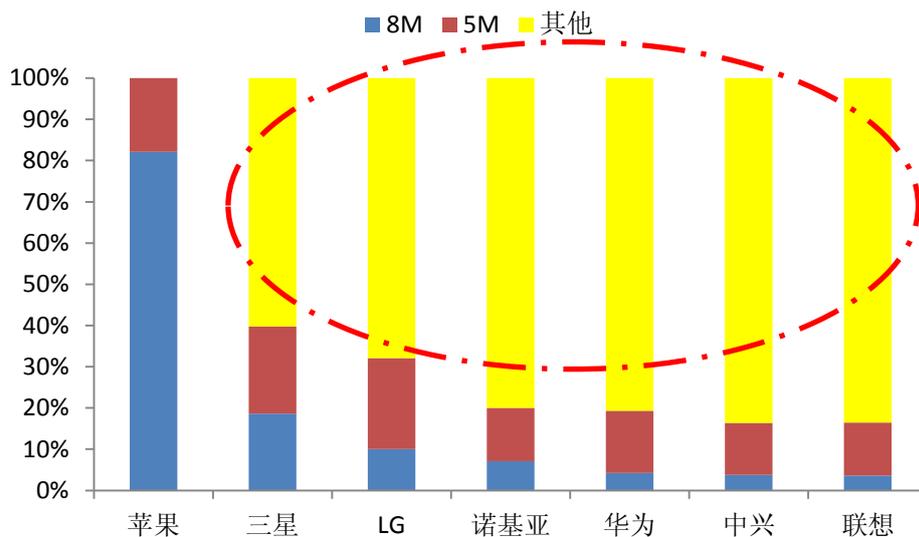
## 六、欧菲光杀入下一领域---手机摄像头模组， 是否能复制过往的成功，实现野蛮生长？

### 6.1、高像素手机摄像头模组---正在迅速爆发的市场

随着智能手机对摄像越来越高要求，5M/8M 手机摄像头需求迅速爆发，在智能手机上，5M 摄像头已经从以前的高配，逐渐成为标准配置，而 8M 摄像头在高端智能手机也已经成为标准配置：

**目前 5M 及 8M 手机摄像头渗透率仍然较低，5M 和 8M 手机摄像头市场正在爆发前夜！**

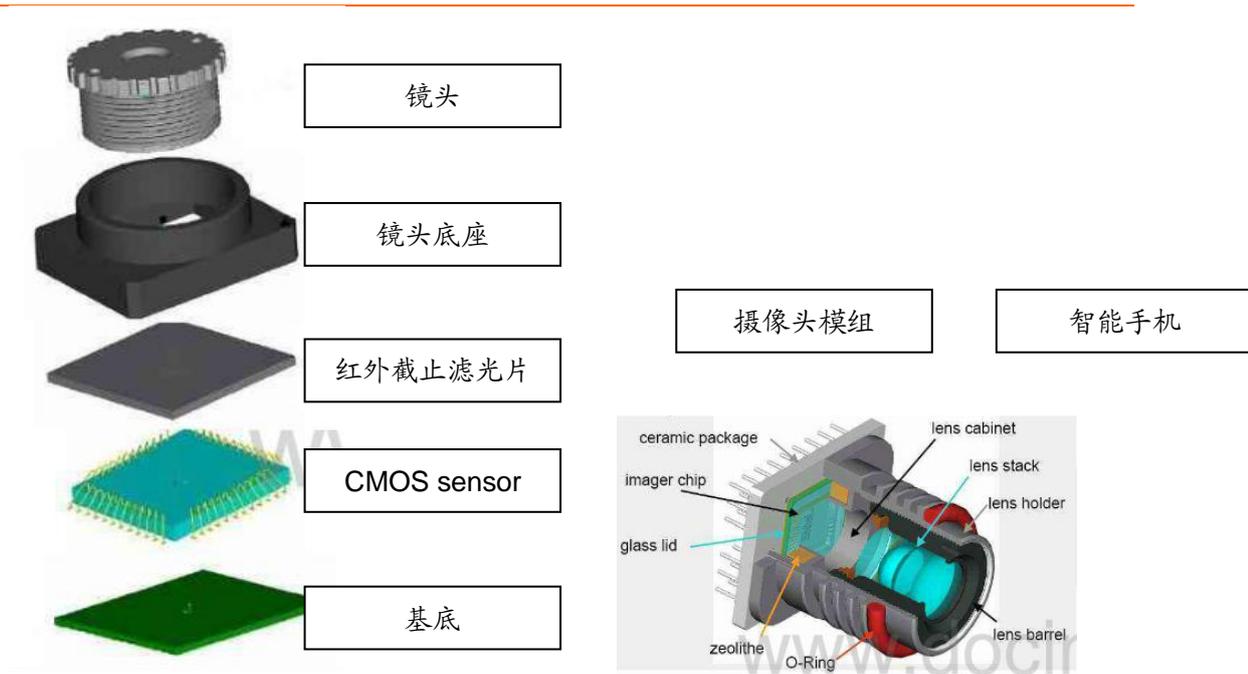
图 15: 各大主流智能手机厂商目前 8M 和 5M 像素摄像头渗透率非常低



资料来源：国际电子商情，中投证券研究所

手机摄像模组产业链如下所示：

图 16: 手机摄像头模组产业链

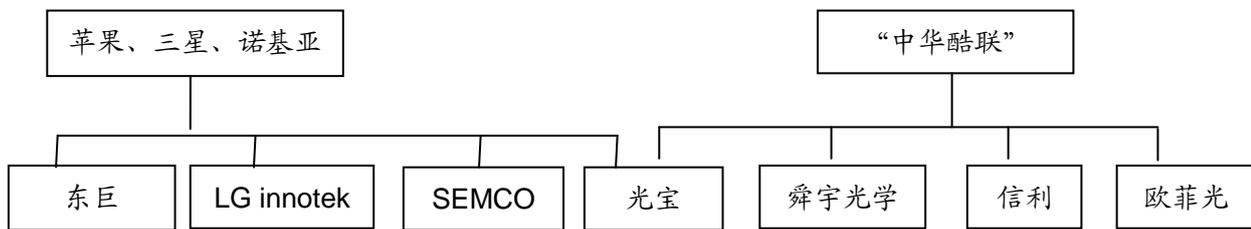


资料来源：中投证券研究所

### 6.2、500 万及以上像素手机摄像头 Q4 供给仍然偏紧，2013 年将基本达到供求平衡

手机摄像头模组目前行业格局如下，如 Foxconn、SEMO、LG innotek 和光宝等主要供给苹果、三星和诺基亚等国际主流智能手机厂商；国内厂商舜宇光学和比亚迪等主要供给“中华酷联”等国内主流智能手机厂商。

图 17：目前主要智能手机摄像头模组供应商



资料来源：中投证券研究所

2012Q4 和 2013 年 500 万像素及以上手机摄像头供求关系如下，可见 2012 年供给偏紧，2013 年将基本达到供求平衡！

图 18：目前主流手机摄像头模组厂商市场份额

	2012Q4	2013	
供给 (kk/月)	东巨	5	8
	LG innotek	5	8
	三星	8	10
	光宝	4	10
	舜宇	3	5
	欧菲光	0.5	3
	其他	3	15
	合计	28.5	59
需求 (kk/月)	智能手机出货量/月	60	70
	5M 及以上渗透率/后置	40%	60%
	5M 及以上渗透率/前置	10%	20%
	合计	30	56

资料来源：中投证券研究所

目前摄像头模组主要有两大封装技术，COB 和 CSP，其中 COB 凭借高透光量、品质好等优势，成为目前手机摄像头模组主流封装技术：

图 19：手机摄像头两大技术对比---COB 在品质上绝对胜出

	CSP	COB
透光量	差。Sensor 上的玻璃会损耗 10% 左右的通光量，影响成像质量。	好。
芯片成本	高。1. CSP 封装费用。2. 在 wafer 上给 CSP 封装预留的空间会增大 die 的尺寸。	低
设备成本	低。只需 SMT。	高。需要 Die bonder, wire bonder, 投入成本很大。
制程	简单。	复杂。有 die bonding, wire bonding, 热压制程，可能还有 wafer dicing, wafer griding, filter mount。
良率	高。95% 以上。芯片表面灰尘能修复。	低。85% 左右。Sensor 表面灰尘很难去除。

资料来源：GALAXYCORE，中投证券研究所

### 6.3、欧菲光进军手机摄像头模组---杀出血海、进军蓝海

目前 5M 和 8M 手机摄像头模组市场正处在爆发前夜，由于技术壁垒较高，供给非常紧张，其价格非常坚挺，以 8M 为例，去年价格为 11

美金/部，今年仍然达到 10 美金/部，相比触摸屏市场，5M 和 8M 手机摄像头模组市场可谓相对蓝海；

**欧菲光此时杀入 5M 和 8M 手机摄像头模组市场，可谓“天时、地利和人和”：**

**天时：**5M 和 8M 手机摄像头模组市场正处在爆发前夜，由于技术壁垒较高，目前供给较为紧张；

**地利：**公司在触摸屏领域，已经形成和华为、联想、摩托罗拉、酷派和三星等客户的高度黏性和得到客户高度认可，这种高度黏性和高度认可将大大缩短公司手机摄像头模组市场推广时间；

**人和：**公司历经两次重大转型，均大获成功，此时公司从高管至普通员工，士气正旺，并且手机摄像头模组领域有着多年的积累，此次公司进军手机摄像头模组，一方面是公司各方面资源已经许可；另一方面也是公司员工积极请战！

### 5.3、欧菲光手机摄像头模组即将量产

**公司刚刚通过业内权威认证--- OVT(豪威科技)AA 级认证，证明公司已经具备量产 500 万像素摄像模组实力，其中 OVT 为全球最大的 CMOS sensor 厂商；**

图 20：全球 CMOS sensor 厂商市场份额情况

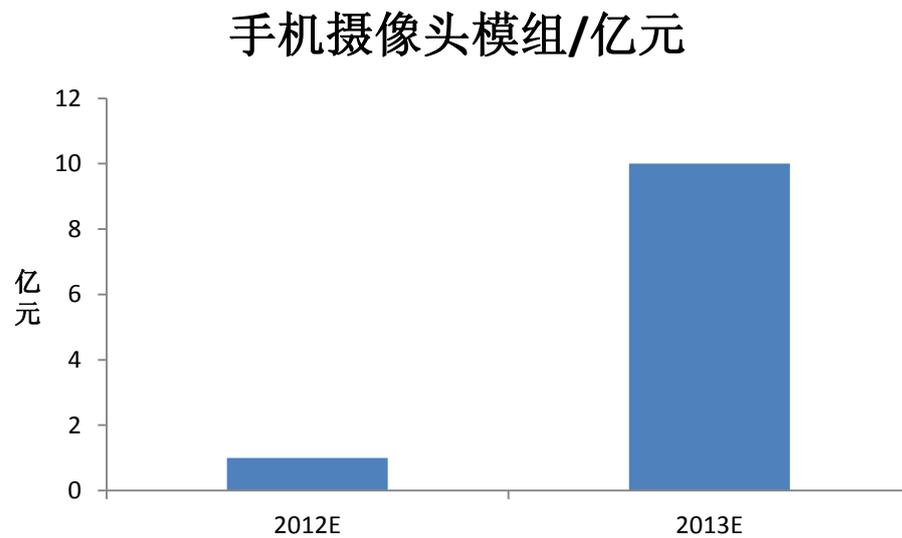


资料来源：中投证券研究所

我们预计公司手机摄像头模组业务预计 8 月份正式出货；

我们预计公司手机摄像头模组业务 2012 年将实现营业收入 1 亿元，  
2013 年将达到 10 亿元；

图 21：公司 2012~2013 年手机摄像头模组收入预测



资料来源：中投证券研究所

## 七、盈利预测

图 22：盈利预测

	2012E	2013E
<b>触摸业务</b>		
出货量/万	3800	6800
价格/4 寸屏 (元/部)	60	48
营业收入/百万元	2280	3264
毛利率	21%	19%
<b>手机摄像头业务</b>		
出货量/万	300	3500
价格 (元/部)	35	30
营业收入	105	1050
毛利率	21%	19%

---

其他业务收入	500	500
毛利率	15%	15%
营业收入合计/百万	2885.00	4814.00
营业收入合计/百万	2309.15	3919.34

---

资料来源：中投证券研究所

## 八、投资建议

自我们从二季度推荐以来，公司虽然已经大幅上涨 40%，但公司未来两年成长逻辑清晰，确定性高，我们预计公司 2012-2013 年 EPS 为 1.32 和 1.96 元，公司目前股价对应 2012 年 PE 仍仅 24 倍，上升空间仍然巨大，考虑到四季度有望进行估值切换，我们给予公司未来 6 个月 45 元目标价，继续强烈推荐。

## 九、风险提示

智能手机行业景气度低于预期。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1413	1506	2500	3460
现金	378	100	100	100
应收账款	395	840	1401	1961
其他应收款	8	0	0	0
预付账款	194	23	39	55
存货	389	543	960	1344
其他流动资产	49	0	0	0
<b>非流动资产</b>	968	1456	1584	1680
长期投资	0	3	3	3
固定资产	708	1007	1202	1325
无形资产	9	9	9	9
其他非流动资产	251	436	370	343
<b>资产总计</b>	2381	2962	4084	5140
<b>流动负债</b>	1086	1413	2160	2688
短期借款	711	706	1077	1209
应付账款	327	577	980	1372
其他流动负债	48	129	103	107
<b>非流动负债</b>	322	322	322	322
长期借款	322	322	322	322
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	1408	1735	2482	3010
少数股东权益	0	0	0	0
股本	192	192	192	192
资本公积	613	613	613	613
留存收益	169	422	797	1325
归属母公司股东权益	973	1226	1602	2130
<b>负债和股东权益</b>	2381	2962	4084	5140

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-207	392	20	277
净利润	21	253	376	528
折旧摊销	42	114	162	205
财务费用	41	75	90	109
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-311	-69	-644	-589
其他经营现金流	1	19	35	24
<b>投资活动现金流</b>	-427	-589	-300	-300
资本支出	427	600	300	300
长期投资	0	3	0	0
其他投资现金流	0	14	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	743	-81	280	23
短期借款	534	-5	370	132
长期借款	271	0	0	0
普通股增加	96	0	0	0
资本公积增加	-96	0	0	0
其他筹资现金流	-62	-77	-90	-109
<b>现金净增加额</b>	108	-278	0	0

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1245	2885	4814	6740
营业成本	1074	2309	3919	5487
营业税金及附加	5	3	7	13
营业费用	18	43	72	101
管理费用	93	188	313	438
财务费用	41	75	90	109
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	11	268	412	591
营业外收入	15	30	30	30
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	26	298	442	621
所得税	5	45	66	93
<b>净利润</b>	21	253	376	528
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	21	253	376	528
<b>EBITDA</b>	94	457	665	905
<b>EPS (元)</b>	0.11	1.32	1.96	2.75

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	101.4%	131.7%	66.9%	40.0%
营业利润	-80.9%	2374.9%	54.0%	43.5%
归属于母公司净利润	-60.2%	1121.5%	48.5%	40.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.8%	20.0%	18.6%	18.6%
净利率	1.7%	8.8%	7.8%	7.8%
ROE	2.1%	20.6%	23.4%	24.8%
ROIC	2.6%	13.6%	14.7%	16.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.1%	58.6%	60.8%	58.6%
净负债比率	73.39	59.28%	56.37	50.86%
流动比率	1.30	1.07	1.16	1.29
速动比率	0.94	0.67	0.70	0.78
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.67	1.08	1.37	1.46
应收账款周转率	4	5	4	4
应付账款周转率	5.09	5.11	5.03	4.67
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.11	1.32	1.96	2.75
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.08	2.04	0.10	1.44
每股净资产(最新摊薄)	5.07	6.39	8.34	11.09
<b>估值比率</b>				
P/E	302.25	24.75	16.66	11.85
P/B	6.43	5.10	3.91	2.94
EV/EBITDA	74	15	10	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 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 ±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

王国勋, 中投证券电子行业分析师, 2010 年加入中投证券

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

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