

## 欧菲光(002456.SZ)

### 增长点层出不穷 业务转型卓有成效

 评级: **增持** 前次: **增持**

 目标价(元): **25元**

分析师

联系人

林照天

刘易

S0740514080004

0755-82797692

021-20315087

linzt@r.qlzq.com.cn

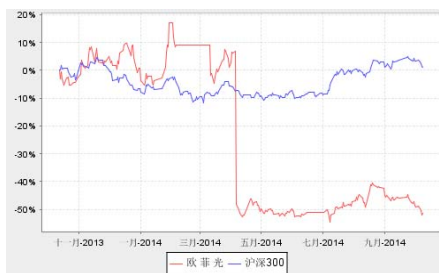
liuyi@r.qlzq.com.cn

2014年10月27日

#### 基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 1030.61  |
| 流通股本(百万股) | 720.71   |
| 市价(元)     | 21.49    |
| 市值(百万元)   | 22147.85 |
| 流通市值(百万元) | 15487.96 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标            | 2012A    | 2013A    | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 3,931.72 | 9,101.76 | 18,970.9 | 26,350.5 | 32,938.2 |
| 营业收入增速        | 215.75%  | 131.50%  | 108.43%  | 38.90%   | 25.00%   |
| 净利润增长率        | 1450.41  | 77.95%   | 30.26%   | 46.14%   | 36.85%   |
| 摊薄每股收益(元)     | 1.67     | 1.23     | 0.80     | 1.17     | 1.60     |
| 前次预测每股收益(元)   |          |          |          |          |          |
| 市场预测每股收益(元)   | 1.67     | 1.23     | 0.82     | 1.19     | 1.62     |
| 偏差率(本次-市场/市场) | 0.00%    | 0.00%    | -2.44%   | -1.68%   | -1.23%   |
| 市盈率(倍)        | 12.87    | 17.47    | 26.86    | 18.37    | 13.43    |
| PEG           | 0.01     | 0.22     | 0.89     | 0.40     | 0.36     |
| 每股净资产(元)      | 6.74     | 6.34     | 5.51     | 7.63     | 10.52    |
| 每股现金流量(元)     | 0.93     | 1.34     | -0.63    | 3.38     | 4.27     |
| 净资产收益率        | 24.81%   | 17.49%   | 26.20%   | 27.69%   | 27.48%   |
| 市净率           | 3.19     | 3.39     | 3.90     | 2.82     | 2.04     |
| 总股本(百万元)      | 192.00   | 465.08   | 930.16   | 930.16   | 930.16   |

备注: 市场预测取 WIND 一致预期

#### 投资要点

- 事件:** 公司公布 2014 年三季报, 2014 年前三季度营收为 139.85 亿元, 同比增长 142.06%; 净利润为 5.24 亿元, 同比增长 39.07%; 基本每股收益为 0.56 元。三季度单季营收为 56.75 亿元, 同比增长 129.37%; 净利润 2.09 亿元, 同比增长 33.92%; 基本每股收益 0.22 元。
- 业绩持续高增长, 触摸屏龙头地位巩固。** 公司业绩持续高增长, 符合我们和市场的预期。目前薄膜式触控方案在小尺寸已经成为绝对主流, OGSITOL 方案已经错过最佳的时间窗口, 后来居上的可能性不大。苹果由于下一代触摸屏使用了 In cell 工艺, 传统触摸屏厂商已基本不可能进入。三星中低端智能机以使用欧菲光擅长的薄膜式触摸屏技术为主, 目前主要供应商在韩国本土, 相对于欧菲光在成本及服务能力上均有劣势, 欧菲光在三星智能机成长空间巨大。在国内厂商方面, 由于公司与“中华酷联”等几大客户已经形成高度黏性, 我们判断公司地位也很难被动摇。在中大屏领域, 公司力推的 Metal mesh 方案性价比突出, 优势明显, 将在未来取得领先地位。我们相信欧菲光在触摸屏领域能够保持较强的竞争力, 不断扩大市场份额。
- 摄像头业务持续放量。** 从大的方向来看, 受益于智能手机、平板电脑、3D 镜头、安防需求等因素拉动, 目前手机摄像头模组市场整体需求量持续放大, 预计未来市场仍将在几年内保持 20-30% 的持续增长。公司曾经是全球最大的 IRCF 厂商, 在光学领域有深厚积累。我们对公司摄像头模组产品持乐观态度, 有望成为新的业绩增长点。目前公司摄像头业务进展顺利, 已经成为华为、三星主力供应商之一, 800 万像素模组全面放量, 维持持续高增长可期。

- **MEMS 摄像头有望为公司提供持续领先优势。**我们认为 MEMS 摄像头是摄像头领域的下一场革命，优点突出，有望在未来对行业带来颠覆式推动。MEMS 摄像头的优点主要体现在以下方面：**快：**由于 MEMS 器件非常微小，因此主要靠静电力驱动的 MEMS 机械可以做到非常快的动作速度。同时由于器件本身的刚性非常大，导致整个系统的稳定性要比 VCM 高得多。MEMS 推动镜头组运动 80 微米只需要不到 300 毫秒，但是传统的 VCM 耗时就可能要长得得多。按照 DigitalOptics Corporation 官方给出的数据，MEMS 摄像头对焦速度要比普通的 VCM 摄像头快足足 7 倍；**准：**由于和电子系统紧密结合在一起，MEMS 可以非常容易的实现超高精度的闭环控制，因此 MEMS 的准确性会明显高于 VCM，不论是在分辨率还是重复定位上，MEMS 都可以实现小于 1 微米的精度，而 VCM 则通常只能做到 10~20 微米。**省：**MEMS 工作时的典型功耗只有 VCM 的 1% 左右，由此导致的低发热也可以让摄像头组件降温 10 度。由于硅机械对于空间利用率的进步，MEMS 摄像头可以实现比传统 VCM 摄像头更薄的最终模组尺寸，差距可以到 1 毫米。目前摄像头市场基本由 VCM 摄像头主导，由于价格竞争激烈，产品单价处于下滑趋势。但我们认为未来摄像头市场智能手机、平板电脑、3D 镜头、安防需求等因素拉动，目前摄像头模组市场整体需求量持续放大，预计未来市场仍将在几年内保持 20-30% 的持续增长。我们看好公司未来与 DOC 的协同发展前景。
- **收购融创天下打开新增长空间。**公司报告期内收购融创天下，对公司未来发展意义深远。融创天下的视频压缩技术属于视频领域的底层基础技术，从各方面的指标来看，要远远领先于目前通用的 H.264/H.265 标准。未来在欧菲光的系统效应及支持下如果能得到产业化，发展空间极大。融创正在密切跟国家相关部门接触，争取成为行业标准。由于融创提供的是视频领域基础性标准，因此未来可以拓展的方向非常广泛。主要包括 1.智慧城市（城市安防、应急指挥、教育培训）；2.军事应用（军工精密、信息安全）；3.互联网应用（视频托管、技术输出、视频购物）；4.广电网络（机顶盒、IPTV）；5.智能芯片（车联网、智能穿戴、可视通话）；6.卫星领域（可视北斗）7.国际化（技术授权、推广应用、行业标准）。收购之后，公司发展将 B2B 和 B2C 并重，重点在于移动互联网应用的拓展。此次收购表明欧菲光已经从传统的制造型企业坚定向互联网企业升级转型，平台战略成效显著。如果未来融创技术得到广泛推广应用，对公司价值拉动极大，维持欧菲光“强烈推荐”评级，建议密切关注公司后续推广动作。
- **以梦为马，创新领航。**我们认为公司已经成功地转型为平台型制造企业，不断拓宽产品品类，优秀的企业执行力和远超同行的研发实力是其不断成功的保证。虽然触摸屏行业由于触控 NB 渗透率不达预期，价格竞争激烈，但我们认为这反而有利于欧菲光在中大屏领域市占率的持续扩大。Metal mesh 反应灵敏、工艺简洁、成本较低，在未来中大触摸屏激烈的竞争中脱颖而出是大概率事件。而在小屏领域，公司将推出超低成本的单层 metal mesh 方案，竞争力和性价比非常突出。摄像头领域，公司已经全面进入华为采购体系，以创新带动增长。收购 MEMS 相关标的后，有望凭借技术优势持续扩大市场份额，向全球前三进军。
- **盈利预测：**我们预计公司 2014-2016 年营收为 189.7、263.5、329.4 亿元，对应净利润分别为 7.4、10.9、14.9 亿元，EPS 分别为 0.80、1.17、1.60 元。给予“增持”评级，目标价 25 元。
- **风险提示：**触摸屏行业技术路线变化较快的风险；下游终端产品出货不达预期的风险。

**图表 1: 欧菲光三张报表预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表              |        |        |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|------------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元          |        |        |       |       |
| 会计年度           | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 会计年度             | 2013   | 2014E  | 2015E | 2016E |
| <b>流动资产</b>    | 5804 | 10360 | 13235 | 15650 | <b>营业收入</b>      | 9102   | 18971  | 26351 | 32938 |
| 现金             | 1660 | 1162  | 1269  | 1298  | 营业成本             | 7614   | 16659  | 23065 | 28768 |
| 应收账款           | 1912 | 4864  | 6321  | 7242  | 营业税金及附加          | 16     | 34     | 47    | 59    |
| 其它应收款          |      | 0     | 0     | 0     | 营业费用             | 118    | 248    | 343   | 430   |
| 预付账款           | 74   | 111   | 101   | 100   | 管理费用             | 515    | 952    | 1325  | 1663  |
| 存货             | 1820 | 4102  | 5444  | 6902  | 财务费用             | 179    | 254    | 333   | 314   |
| 其他             | 338  | 121   | 100   | 107   | 资产减值损失           | 41     | 41     | 37    | 39    |
| <b>非流动资产</b>   | 3716 | 4119  | 4851  | 5488  | 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            | 1      | 1      | 1     | 1     |
| 固定资产           | 2735 | 3053  | 3602  | 4054  | <b>营业利润</b>      | 620    | 782    | 1201  | 1665  |
| 无形资产           | 235  | 304   | 372   | 439   | 营业外收入            | 70     | 100    | 85    | 93    |
| 其他             | 745  | 761   | 877   | 995   | 营业外支出            | 8      | 6      | 7     | 7     |
| <b>资产总计</b>    | 9520 | 14478 | 18086 | 21138 | <b>利润总额</b>      | 682    | 876    | 1280  | 1751  |
| <b>流动负债</b>    | 5606 | 11661 | 14238 | 15841 | 所得税              | 110    | 131    | 192   | 263   |
| 短期借款           | 2155 | 5038  | 5045  | 4541  | <b>净利润</b>       | 571    | 744    | 1088  | 1488  |
| 应付账款           | 2388 | 5004  | 7030  | 8726  | 少数股东损益           | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 其他             | 1063 | 1618  | 2163  | 2573  | <b>归属于母公司净利润</b> | 571    | 744    | 1088  | 1488  |
| <b>非流动负债</b>   | 647  | 580   | 523   | 484   | EBITDA           | 1005   | 1449   | 2059  | 2639  |
| 长期借款           | 631  | 571   | 513   | 473   | EPS (元)          | 1.23   | 0.80   | 1.17  | 1.60  |
| 其他             | 16   | 9     | 10    | 11    |                  |        |        |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 6253 | 12241 | 14761 | 16325 | <b>主要财务比率</b>    |        |        |       |       |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     | 会计年度             | 2013   | 2014E  | 2015E | 2016E |
| 股本             | 465  | 930   | 930   | 930   | <b>成长能力</b>      |        |        |       |       |
| 资本公积           | 1793 | 762   | 762   | 762   | 营业收入             | 131.5% | 108.4% | 38.9% | 25.0% |
| 留存收益           | 1012 | 1566  | 2653  | 4142  | 营业利润             | 97.1%  | 26.1%  | 53.7% | 38.6% |
| 归属母公司股东权益      | 3267 | 2840  | 3928  | 5416  | 净利润              | 77.9%  | 30.3%  | 46.1% | 36.9% |
| <b>负债和股东权益</b> | 9520 | 13176 | 15734 | 18166 | <b>获利能力</b>      |        |        |       |       |
|                |      |       |       |       | 毛利率              | 16.3%  | 12.2%  | 12.5% | 12.7% |
|                |      |       |       |       | 净利率              | 6.3%   | 3.9%   | 4.1%  | 4.5%  |
|                |      |       |       |       | ROE              | 17.5%  | 26.2%  | 27.7% | 27.5% |
|                |      |       |       |       | ROIC             | 17.0%  | 14.7%  | 19.3% | 22.3% |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>      |        |        |       |       |
|                |      |       |       |       | 资产负债率            | 65.7%  | 81.2%  | 79.0% | 75.1% |
|                |      |       |       |       | 净负债比率            |        |        |       |       |
|                |      |       |       |       | 流动比率             | 1.04   | 0.89   | 0.93  | 0.99  |
|                |      |       |       |       | 速动比率             | 0.70   | 0.53   | 0.54  | 0.55  |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>      |        |        |       |       |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率           | 1.27   | 1.58   | 1.62  | 1.68  |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率          | 6      | 6      | 5     | 5     |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率          | 4.69   | 4.51   | 3.83  | 3.65  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b>  |        |        |       |       |
|                |      |       |       |       | 每股收益             | 1.11   | 1.44   | 2.11  | 2.89  |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流          | 1.34   | -0.63  | 3.38  | 4.27  |
|                |      |       |       |       | 每股净资产            | 6.34   | 5.51   | 7.63  | 10.52 |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>      |        |        |       |       |
|                |      |       |       |       | P/E              | 19.37  | 14.87  | 10.18 | 7.44  |
|                |      |       |       |       | P/B              | 3.39   | 3.90   | 2.82  | 2.04  |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA        | 23     | 16     | 11    | 9     |

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。