

中国：显示器 / TFT-LCD

2015年11月11日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**24.3%**

 日期 **2015/11/11**

收盘价	RMB26.54
十二个月目标价	RMB33.00
前次目标价	RMB33.00
深圳 A 股指数	2,358.0

信息更新：

- ▶ 2015 年 3 季度营收表现不如预期，低于本中心预估，但毛利率则创一年新高。
- ▶ 本中心目标价维持人民币 33 元不变。

本中心观点：

- ▶ 欧菲光营收增长动能虽然受到触控模块业务拖累，但镜头模块业务持续稳健增长。加上指纹辨识模块业务有望大幅增长，本中心因此持续看好公司长期前景。

公司简介： 欧菲光为全球智能手机触控面板龙头供货商。该公司亦切入其他零组件市场，包括镜头与指纹辨识模块。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB27,352.4 百万元
六个月平均日成交量	RMB833.2 百万元
总股本股数 (百万股)	1,030.6
流通 A 股股数比例	69.9%
自由流通股数比例	57.8%
大股东；持股比例	深圳市欧菲投资控股有限公司, 20.3%
净负债比率	36.4%
每股净值 (2015F)	RMB6.08
市净率 (2015F)	4.37 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	19,482	18,497	22,372	25,706
营业利润 **	1,032	893	1,058	1,328
税后净利润 *	682	548	783	970
每股收益(元)	0.71	0.53	0.76	0.94
每股收益同比增长率 (%)	14.8	(24.9)	43.0	23.8
每股股利(元)	0.10	0.15	0.20	0.20
市盈率 (倍)	37.5	49.9	34.9	28.2
股利收益率(%)	0.4	0.6	0.8	0.8
净资产收益率 (%)	11.7	8.7	11.4	12.7

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
张 家麒 CFA 合格证券投资分析人员

+886 2 35187907 george.chang@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

谢 旻敬

+8862 3518 7910 ray.m.hsieh@yuanta.com

赖 姿伶

+886 2 3518 7916 irene.TL.Lai@yuanta.com

欧菲光 (002456 CH)

镜头模块业务持续增长；指纹辨识模块业务将起飞

个股信息： 触控面板市场竞争加剧已是众所周知的事实，欧菲光营收增长动能也的确受到该业务拖累。然而，公司的镜头模块业务持续稳健增长，而指纹辨识模块业务也即将于未来几季出现显著增长，加上公司在车联网的投资，本中心因而对欧菲光长期前景保持乐观，目标价维持人民币 33 元不变，系依据 1.5 倍 2016 年企业价值/营收比推估而得。

财报与财测： 2015 年 3 季度营收合计达人民币 46 亿元，环比下滑 4%、同比下滑 20%，低于本中心预估，主要系因触控模块业务的全贴合业务减少所致。不过好消息是减少的业务毛利较差，所以 3 季度毛利率环比增加 150 个基点至 12.9%，创下一年新高。然而营业费用 (研发费用) 及融资成本 (因人民币走贬) 增加则对盈利造成冲击，导致当季每股收益仅人民币 0.1 元。展望未来，公司预估 2015 年税后净利润将同比下滑 10-30%，系因触控模块业务仍面临竞争压力，公司持续投资研发工作，且汇率走势对公司不利。目前本中心预估 4 季度营收将环比增加 15%，每股收益人民币 0.2 元，全年每股收益则为人民币 0.53 元。

其他重点摘要： 1) 管理层预估 2016 年触控模块业务增长率将至少与整体产业水平相当；2) 3 季度镜头模块业务持续季增长，营收占比从 2015 年上半年的 26% 升至 3 季度的 30% 以上；3) 指纹辨识模块业务也持续增长，3 季度营收占比近 3%。公司与瑞典商 FPC 关系良好，而 FPC 在中国 OEM 市场的市占率几乎达 100%，欧菲光也因此受惠。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

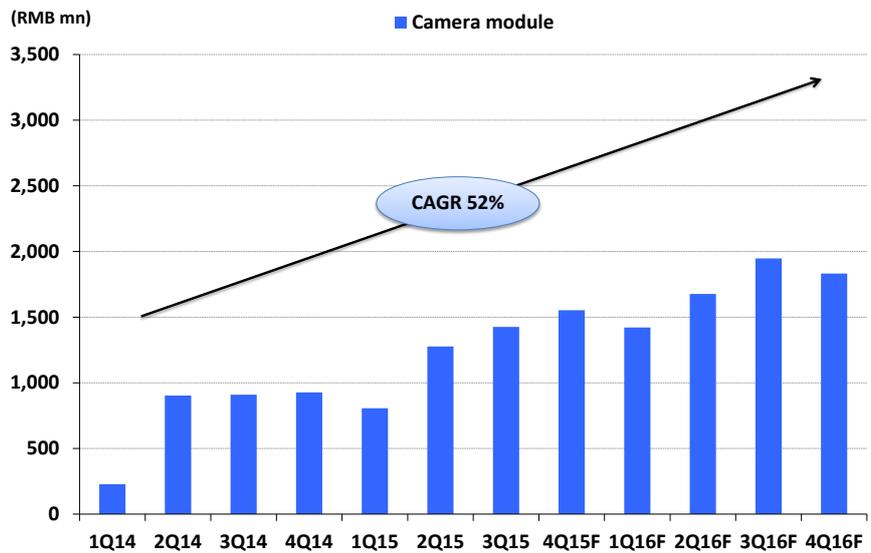
财务预估

图 1：欧菲光 – 2015 年 3 季度财报一览

(NT\$百万元)	3Q14 实际值	2Q15 实际值	3Q15 实际值	季增率%	同比增长率%
营业收入	5,675	4,756	4,556	-4%	-20%
营业毛利	662	540	589	9%	-11%
营业利润	331	205	239	17%	-28%
税前净利润	253	208	83	-60%	-67%
税后净利润	209	187	78	-58%	-63%
每股收益 (元)	0.22	0.18	0.08	-58%	-65%
重要比率 (%)					
营业毛利率	11.7%	11.4%	12.9%		
营业利润率	5.8%	4.3%	5.2%		
税后净利润率	3.7%	3.9%	1.7%		

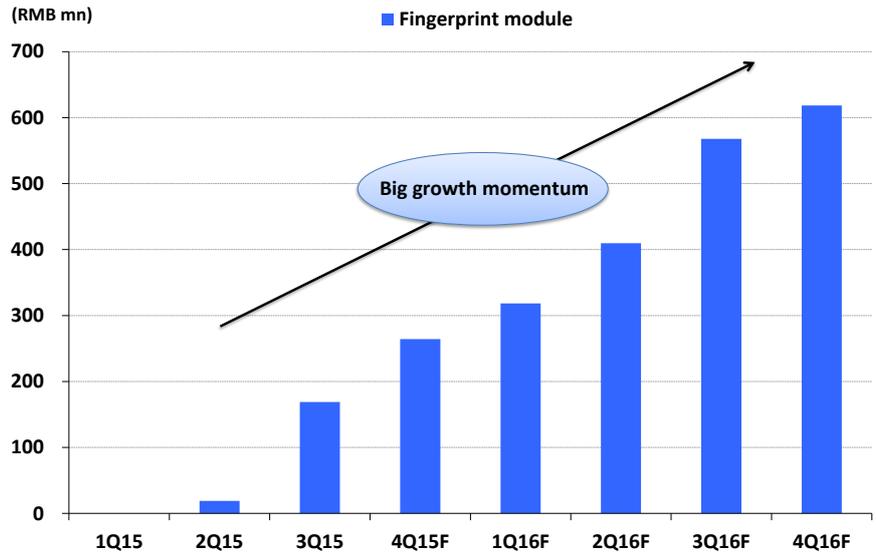
资料来源：公司资料、元大预估

图 2：欧菲光镜头模块营收年复合增长率有望达 52% (2014 年 1 季度-2016 年 4 季度)



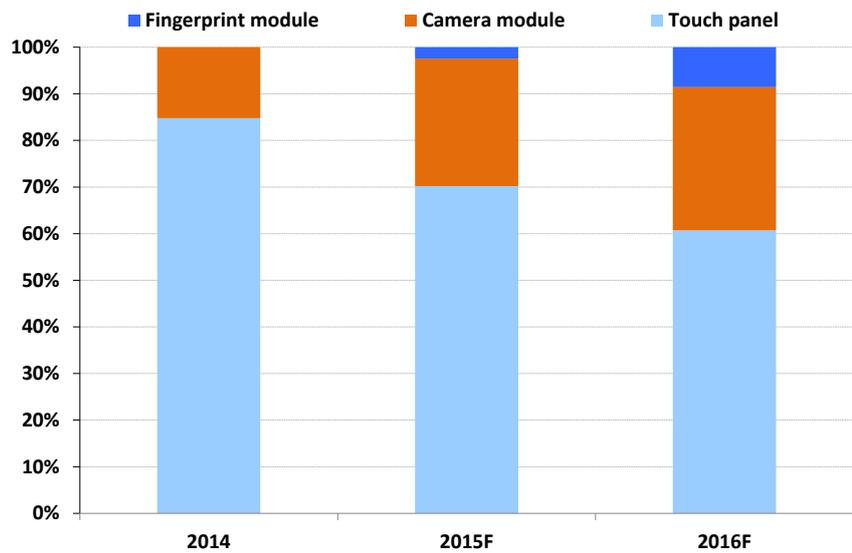
资料来源：公司资料、元大预估

图 3：欧菲光指纹识别模块业务营收



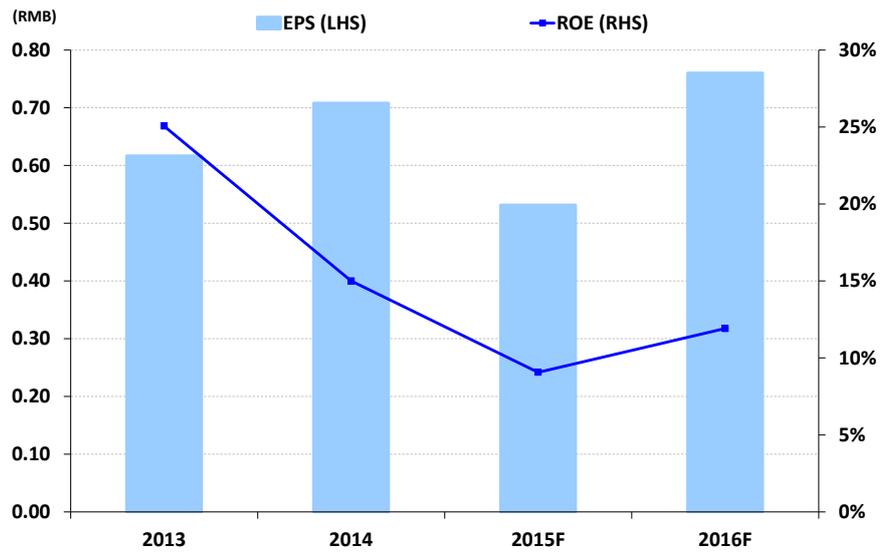
资料来源：公司资料、元大预估

图 4：欧菲光 - 2014-2016 年营收分布



资料来源：公司资料、元大预估

图 5：欧菲光 - 2013-2016 年每股收益及净资产收益率预估



资料来源：公司资料、元大预估

股票估值

本中心新 12 个月目标价为人民币 33 元，系根据 1.5 倍 2016 年预估企业价值/营收比推估而得，目标倍数与估值基础均与前次报告相同。

考虑近期 A 股市场波动情况，市盈率或市净率等部分常用估值法目前看来可能较不具参考性。此外，由于触控面板业务易受经济周期影响，盈利波动向来也较为剧烈。事实上，许多同业近几年均无法创造稳定盈利。因此，我们依据企业价值估值该股，从整体资本结构(负债+资产)的角度来看，该估值法亦适用。

此刻中国多数面板或手机零组件相关业者的估值均介于 1-3 倍 2016 年预估企业价值/营收比，我们认为目标倍数 1.5 倍与市场平均值相当。

总而言之，欧菲光已成功切入镜头与指纹辨识模块等其他手机零组件市场。尽管触控面板业务面临衰退，我们仍预期公司未来数年可维持高增长动能。欧菲光营运模式的理念系着重于扩大营收规模以提升营运杠杆效益。因此我们认为其营收年复合增长率应不逊于相关产业的其他科技业者，给予至少相当于市场平均值的营收倍数系属合理。

图 6：欧菲光 - 季度与年度简明损益表 (合并)

(人民币百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	3,929	4,756	4,556	5,255	18,497	4,755	5,473	6,205	5,938	22,372
销货成本	(3,460)	(4,216)	(3,968)	(4,597)	(16,240)	(4,197)	(4,821)	(5,452)	(5,200)	(19,671)
营业毛利	469	540	589	658	2,256	557	653	753	738	2,701
营业费用	(284)	(335)	(350)	(394)	(1,363)	(376)	(405)	(441)	(422)	(1,643)
营业利润	185	205	239	264	893	182	248	313	316	1,058
业外利益	(81)	3	(156)	(39)	(274)	(38)	(31)	(25)	(33)	(127)
税前净利润	104	208	83	225	620	144	217	288	283	931
所得税费用	(24)	(21)	(4)	(23)	(72)	(24)	(26)	(49)	(48)	(147)
归属母公司税后净利润	80	187	78	203	548	119	191	239	235	783
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.08	0.18	0.08	0.20	0.53	0.12	0.18	0.23	0.23	0.76
加权平均股数	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031	1,031
重要比率										
营业毛利率	11.9%	11.4%	12.9%	12.5%	12.2%	11.7%	11.9%	12.1%	12.4%	12.1%
营业利润率	4.7%	4.3%	5.2%	5.0%	4.8%	3.8%	4.5%	5.0%	5.3%	4.7%
税前净利润率	2.6%	4.4%	1.8%	4.3%	3.4%	3.0%	4.0%	4.6%	4.8%	4.2%
有效所得税率	23.0%	10.1%	5.4%	10.0%	11.6%	17.0%	12.0%	17.0%	17.0%	15.8%
季增率 (%)										
营业收入	(28.5%)	21.1%	(4.2%)	15.3%	(5.1%)	(9.5%)	15.1%	13.4%	(4.3%)	20.9%
营业利润	(3.8%)	10.7%	16.5%	10.6%	(13.4%)	(31.3%)	36.3%	26.3%	1.0%	18.4%
税后净利润	(49.1%)	132.9%	(58.0%)	158.8%	(19.6%)	(41.2%)	59.9%	25.3%	(1.7%)	43.0%
每股收益	(52.44%)	132.85%	(58.05%)	158.82%	(24.93%)	(41.20%)	59.94%	25.30%	(1.69%)	43.02%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史资料。

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	1,660	2,375	2,244	2,933	2,972
存货	1,820	2,928	3,248	3,278	3,774
应收帐款及票据	1,971	3,453	4,561	5,210	5,986
其他流动资产	353	837	1,028	1,119	1,285
流动资产	5,804	9,593	11,080	12,540	14,018
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,193	3,767	4,494	5,232	5,983
什项资产	523	796	500	500	500
其他资产	3,716	4,563	4,994	5,732	6,483
资产总额	9,520	14,156	16,075	18,272	20,500
应付帐款及票据	2,913	4,085	4,894	5,928	6,824
短期借款	2,412	1,921	2,171	2,487	2,736
什项负债	282	443	394	476	547
流动负债	5,606	6,448	7,459	8,891	10,107
长期借款	631	1,847	2,352	2,487	2,736
其他负债及准备	16	40	0	0	0
长期负债	647	1,888	2,352	2,487	2,736
负债总额	6,253	8,336	9,810	11,379	12,843
股本	465	1,031	1,031	1,031	1,031
资本公积	1,789	3,181	3,181	3,181	3,181
保留盈余	1,012	1,608	2,052	2,681	3,445
换算调整数	0	0	0	0	0
归属母公司之权益	3,267	5,820	6,264	6,893	7,657
少数股权	0	0	0	0	0
股东权益总额	3,267	5,820	6,264	6,893	7,657

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	571	682	548	783	970
折旧及摊提	174	301	404	503	612
本期营运资金变动	(248)	(1,741)	(858)	346	(472)
其他营业资产	0	0	(5)	(4)	(4)
营运活动之现金流量	497	(759)	89	1,629	1,106
资本支出	(1,728)	(844)	(1,100)	(1,210)	(1,331)
本期长期投资变动	0	0	5	4	4
其他资产变动	(364)	(304)	264	(31)	(31)
投资活动之现金流量	(2,092)	(1,148)	(830)	(1,238)	(1,359)
股本变动	1,401	1,871	(103)	(155)	(206)
本期负债变动	1,048	750	714	452	497
其他调整数	0	0	0	0	0
融资活动之现金流量	2,450	2,621	611	298	291
本期产生现金流量	855	715	(131)	689	39
自由现金流量	(1,595)	(1,907)	(742)	391	(252)

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	9,102	19,482	18,497	22,372	25,706
销货成本	(7,614)	(17,145)	(16,240)	(19,671)	(22,645)
营业毛利	1,487	2,337	2,256	2,701	3,061
营业费用	(649)	(1,306)	(1,363)	(1,643)	(1,733)
营业利润	838	1,032	893	1,058	1,328
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(179)	(343)	(383)	(280)	(280)
利息收入净额	(179)	(343)	(383)	(280)	(280)
投资利益(损失)净额	21	86	104	149	89
其他业外收入(支出)净额	1	6	5	4	4
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	682	781	620	931	1,141
所得税费用	(110)	(100)	(72)	(147)	(171)
少数股权净利	0	0	0	0	0
归属母公司之净利	571	682	548	783	970
税前息前折旧摊销前净利	1,012	1,332	1,298	1,561	1,940
每股收益 (RMB)	0.62	0.71	0.53	0.76	0.94
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.62	0.71	0.53	0.76	0.94

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长长率 (%)					
营业收入	131.5	114.0	(5.1)	20.9	14.9
营业利润	87.2	23.0	(13.4)	18.4	25.5
税前息前折旧摊销前净	87.2	31.6	(2.6)	20.3	24.3
税后净利润	77.9	19.3	(19.6)	43.0	23.8
每股收益	63.10	14.80	(24.93)	43.02	23.77
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	16.3	12.0	12.2	12.1	11.9
营业利润率	9.2	5.3	4.8	4.7	5.2
税前息前 折旧摊销前净利率	11.1	6.8	7.0	7.0	7.5
税后净利润率	6.3	3.5	3.0	3.5	3.8
资产报酬率	8.0	5.8	3.6	4.6	5.0
净资产收益率	17.5	11.7	8.7	11.4	12.7
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	93.1	64.8	72.2	72.2	71.5
净现金(负债)权益比(%)	(42.3)	(23.9)	(36.4)	(29.6)	(32.7)
利息保障倍数 (倍)	4.8	3.3	2.6	4.3	5.1
利息及短期债	0.3	0.5	0.4	0.4	0.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	2.8	N.A.	0.2	5.8	4.0
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	N.A.	0.0	0.6	0.4
流动比率 (倍)	1.0	1.5	1.5	1.4	1.4
速动比率 (倍)	0.7	1.0	1.1	1.0	1.0
净负债 (RMB 百万元)	1,382	1,393	2,278	2,042	2,500
每股净值 (RMB)	3.53	6.05	6.08	6.69	7.43
估值指标 (倍)					
市盈率	43.0	37.5	49.9	34.9	28.2
股价自由现金流量比	(15.4)	(13.4)	(36.9)	69.9	(108.4)
市净率	7.5	4.4	4.4	4.0	3.6
股价税前息前折旧摊销 前净利比	24.3	19.2	21.1	17.5	14.1
股价营收比	2.7	1.3	1.5	1.2	1.1

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

欧菲光 (002456 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/06/17	45.10	62.00	62.00	买入	张家麒
2	2015/08/25	20.57	33.00	33.00	买入	张家麒

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼