

2016年08月30日

欧菲光 (002456.SZ)

动态分析

中期业绩显著提升，摄像模组及传感器是主因

投资要点

◆ 公司动态：

公司发布 2016 年中期业绩报告，2016 年上半年营业收入 110.15 亿元，同比增长 26.42%；归属于母公司净利润 3.68 亿元，同比增长 30.17%。公司收入和盈利能力的提升，在触控显示类产品受到市场竞争带来价格下降的情况下，公司凭借在指纹识别模组、摄像头模组等应用领域的销售收入的订单显著增加，获得了整体收入的快速增长。未来相关业务仍然将会是公司业绩的可靠贡献，同时车载摄像头和汽车系统集成业务订单可期。

◆ 点评：

- 国内市场需求推进，海外市场迅猛增长：**2016 上半年，公司在海外市场业务方面获得了来自三星等大客户的订单增加，使得销售收入同比增加 95.8% 达到 30.84 亿元，毛利率也获得小幅的提升。而国内业务则维持了收入 11.6% 的稳健增长。产品细分看，触控显示类产品在市场竞争压力较大的情况下销售收入下滑 22.9%，而摄像头模组和传感器类模组则获得了 61.0% 和 136 倍的增长，产能和需求同步释放带来的整体收入的稳步成长。
- 产品分部毛利率微升，经营费用率稳中有降：**触控显示类、摄像通讯类、传感器类产品的毛利率分别上升 1.0、1.2、5.4 个百分点。触控显示产品产业链一体化优势压缩成本，虽然销售单价方面仍然有压力，但已基本企稳。摄像通讯类产品单摄像头模组中高端产品市场份额提升，双摄占据国内主导地位，产能有效释放，而传感器产品指纹识别模组则在规模效应的推动下毛利率逐步完成爬坡。经营费用率方面，尽管市场开拓以及包括汽车电子在内的研发投入推升了销售和管理费用，但是公司的经营费用率基本保持了稳定可控的水平。
- 业绩指引显示公司前景向好：**公司预计在 2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 40%~70%，高于上半年业绩增速，公司认为业绩增长的主要原因包括：摄像头业务产品结构优化，高端占比持续提升，双摄像头批量出货；指纹识别模组下游需求持续旺盛，产能陆续释放。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.80、1.18 和 1.44 元。净资产收益率分别为 12.3%、15.9% 和 16.8%，给予增持-A 评级，6 个月目标价为 47.30 元，相当于 2016 年至 2018 年 59.4、40.0、32.9 倍的动态市盈率。

风险提示：智能手机下半年出货量不及预期；汇率波动，市场变化导致原材料价格波动；技术更新换代提速减弱产品竞争力。

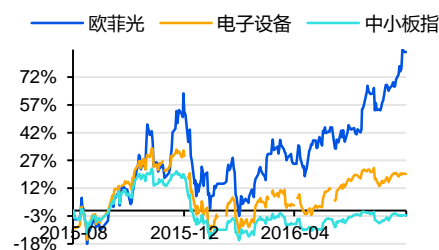
电子元器件 | 电子设备 III

投资评级 **增持-A(首次)**
 6 个月目标价 47.30 元
 股价(2016-08-30) 37.72 元

交易数据

总市值 (百万元) 38,874.68
 流通市值 (百万元) 38,777.27
 总股本 (百万股) 1,030.61
 流通股本 (百万股) 1,028.03
 12 个月价格区间 16.71/38.37 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.82	28.74	102.28
绝对收益	20.24	37.24	97.8

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20655640

报告联系人

蔡景彦
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20655612

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	19,482.3	18,497.8	24,686.1	30,418.0	36,856.5
同比增长(%)	114.0%	-5.1%	33.5%	23.2%	21.2%
营业利润(百万元)	636.8	446.1	919.2	1,383.9	1,626.3
同比增长(%)	2.7%	-29.9%	106.1%	50.5%	17.5%
净利润(百万元)	681.5	478.5	972.8	1,218.8	1,484.6
同比增长(%)	19.3%	-29.8%	71.6%	48.5%	21.8%
每股收益(元)	0.66	0.46	0.80	1.18	1.44
PE	57.1	81.3	47.4	31.9	26.2
PB	6.7	6.4	5.8	5.1	4.4

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评.....	4
二、经营状况点评.....	5
(一) 国内业务稳步推进, 海外显著增长.....	5
(二) 传感器产品超预期大增, 摄像通讯产品持续释放产能.....	5
(三) 业绩指导: 公司短期业绩持续显著提升.....	6
三、盈利预测及估值.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

图 1: 过往 12 个季度营业收入变动.....	4
图 2: 过往 12 个季度盈利变动.....	4
图 3: 过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4: 过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5: 收入按市场细分 (2016 H1 v.s. 2015 H1).....	5
图 6: 毛利率按市场细分 (2016 H1 v.s. 2015 H1).....	5
图 7: 收入按产品细分 (2016 H1 v.s. 2015 H1).....	5
图 8: 毛利率按产品细分 (2016 H1 v.s. 2015 H1).....	5

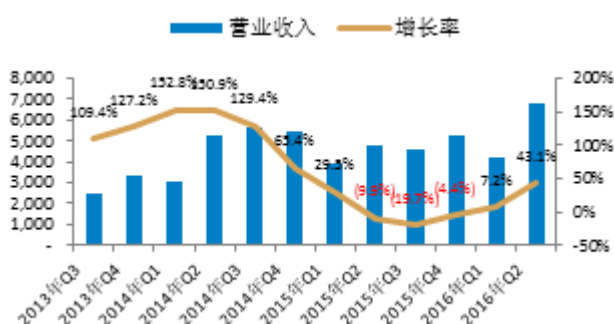
未找到图形项目表。

一、季度业绩点评

公司 2016 年上半年销售收入实现 110.15 亿元，同比上升 26.42%，其中第二季度销售收入为 68.05 亿元，同比上升 61.64%，上半年公司业务重回增长轨道，智能手机市场出货量同比增长以及移动支付需求的提升带动指纹识别模组需求实现超预期增长，成为驱动公司收入增长原因之一，另外，摄像头模组出货量持续增长、触控市场需求触底，3D 玻璃，薄膜触控等待下游 OLED 产品需求释放均推动了公司上半年销售收入的快速提升。

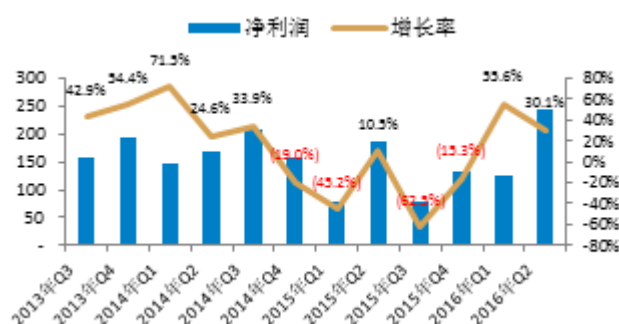
公司 2016 年上半年实现归属母公司净利润 3.67 亿元，同比上升 30.17%，其中第二季度的归属母公司净利润为 2.43 亿元，同比上升 94.80%，指纹识别和摄像头模组产品的出货量增长和垂直产业一体化成本优势提升公司盈利水平。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

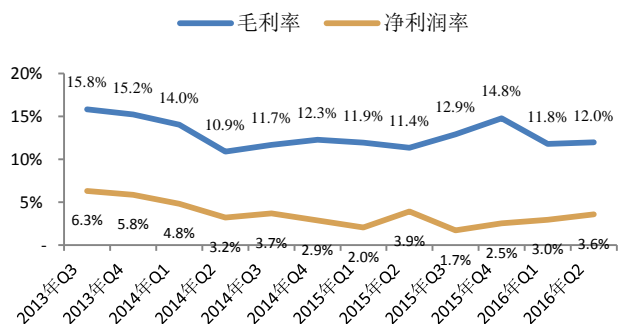
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

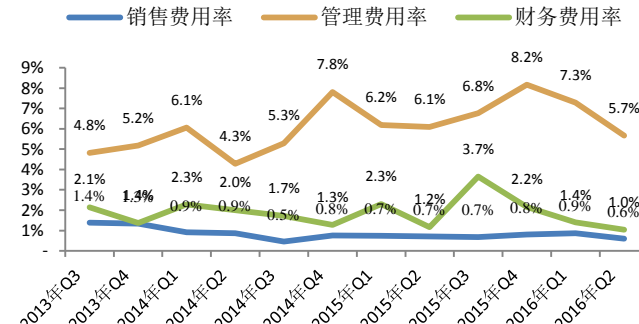
公司 2016 年上半年主营业务毛利率为 11.9%，同比小幅上升 0.3 个百分点，其中第二季度毛利率为 12.0%，同比下降 0.9 个百分点，摄像通讯产品和传感器类产品产能释放，销售规模有所增长，公司盈利稳定增长。经营费用方面，公司 2016 年上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 0.7%、6.3%、1.2%，其中第二季度的分别为 0.6%、5.7%、1.0%，公司在市场渠道方面的规模扩大增加了销售费用，而在包括汽车电子在内的新产品研发投入加大增加了管理费用，由于公司的销售规模持续扩大，使得相关费用率水平仍然处于稳定可控状态，同期利率下降带来的利息支出减少和汇率损失减少，降低了财务费用。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



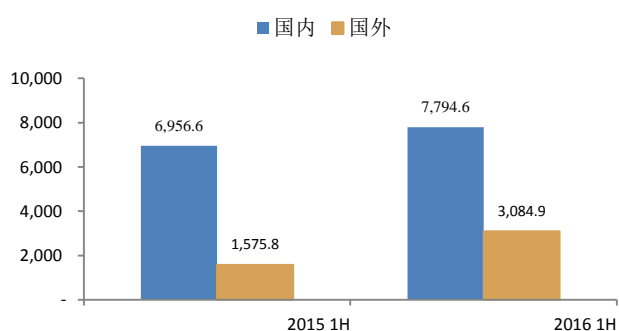
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评

(一) 国内业务稳步推进，海外显著增长

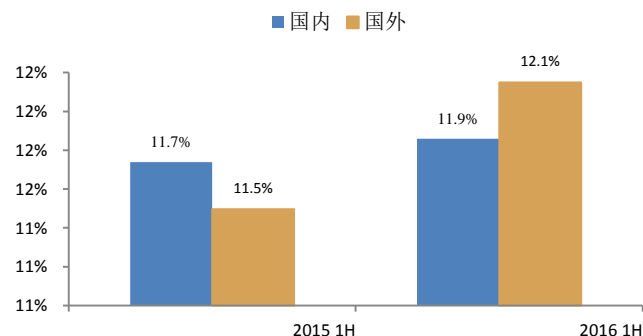
2016 上半年，公司国内市场销售收入 77.94 亿元，同比上升 11.6%，毛利率水平为 11.9%，同比减少 0.2 个百分点，国内市场方面公司取得了稳健的厂长。海外市场销售收入 30.84 亿元，同比增加 95.8%，主要是得益于公司的摄像头模组全球占有率提升，包括三星在内的海外大客户订单增加驱动收入快速提升，海外业务毛利率同比增加 0.6 个百分点为 12.1%。

图 5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



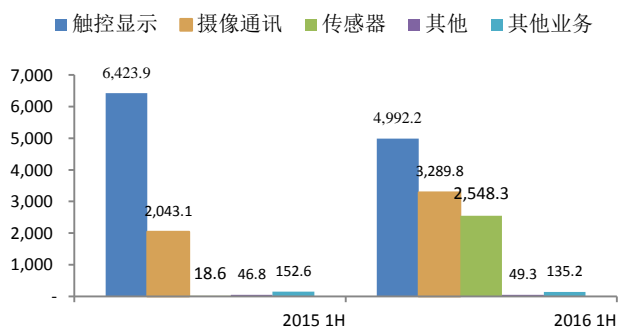
资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 传感器产品超预期大增，摄像通讯产品持续释放产能

产品细分看，触控显示类产品营业收入 49.9 亿元，同比下降 22.9%，市场竞争激烈导致产品价格下降是主要原因。摄像通讯产品产能平稳释放，营业收入实现同比 61.0% 的增长达到 32.9 亿元。传感器类产品市场需求强劲，上半年营业收入同比大幅度增长 136 倍达到 25.48 亿元。

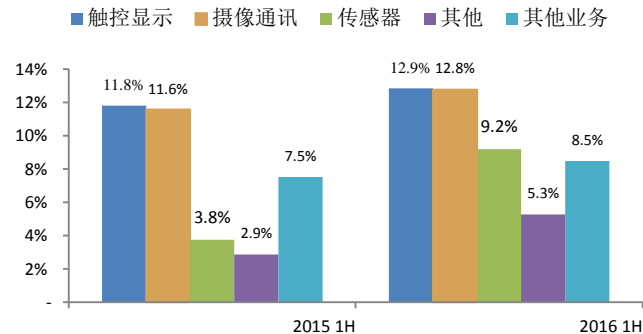
毛利率方面，尽管触控显示类产品价格下降但是毛利率触底反弹 1.0 个百分点为 12.9%，摄像通讯产品也获得同比 1.2 个百分点的提升。传感器类产品随着规模效应后毛利率显著提升 5.4 个百分点达到 9.2%。

图 7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：公司短期业绩持续显著提升

公司预计在 2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 40%~70%，公司认为业绩增长的主要原因包括：摄像头业务产品结构优化，高端占比持续提升，双摄像头批量出货；指纹识别模组下游需求持续旺盛，产能陆续释放。另外，随着公司的汽车电子相关业务逐步开始获得订单，我们预计公司中长期发展也是值得期待的。

三、盈利预测及估值

我们预测公司在传感器领域仍然能够保持稳步增长的收益,摄像通讯领域受双摄像头手机市场的渗透迎来增长,触底显示类产品因行业触底回升下半年回升概率增加,柔性 OLED 给薄膜触控、3D 玻璃和全贴合业务等新产品带来机遇,未来随着智能汽车产品量产,公司营收增长有望加快,新产品的盈利能力高于传统产品,也有利于公司整体利润率的增长。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.80、1.18 和 1.44 元。净资产收益率分别为 12.3%、15.9%和 16.8%,给予增持-A 评级,6 个月目标价为 47.30 元,相当于 2016 年至 2018 年 59.4、40.0、32.9 倍的动态市盈率。

四、风险提示

- 智能手机下半年出货量不及预期;
- 汇率波动,市场变化导致原材料价格波动;
- 技术更新换代提速减弱产品竞争力;

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19,482.3	18,497.8	24,686.1	30,418.0	36,856.5	年增长率					
减:营业成本	17,145.0	16,122.2	21,687.1	26,705.5	32,379.2	营业收入增长率	114.0%	-5.1%	33.5%	23.2%	21.2%
营业税费	25.4	42.1	44.0	54.4	71.8	营业利润增长率	2.7%	-29.9%	68.2%	54.6%	22.7%
销售费用	140.7	136.3	226.3	240.9	300.4	净利润增长率	19.3%	-29.8%	71.6%	48.5%	21.8%
管理费用	1,139.6	1,270.5	1,760.8	1,981.5	2,427.0	EBITDA 增长率	31.2%	2.1%	4.7%	34.0%	13.3%
财务费用	342.6	425.9	168.9	223.7	203.2	EBIT 增长率	22.6%	-11.0%	5.4%	50.5%	17.5%
资产减值损失	58.1	58.9	52.5	56.5	56.0	NOPLAT 增长率	27.6%	-7.9%	5.1%	50.5%	17.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.0%	20.3%	-16.9%	35.7%	-12.9%
投资和汇兑收益	5.9	4.3	3.8	4.7	4.3	净资产增长率	78.2%	3.8%	10.6%	14.6%	15.5%
营业利润	636.8	446.1	750.3	1,160.1	1,423.1	盈利能力					
加:营业外净收支	144.3	83.8	161.7	194.1	226.4	毛利率	12.0%	12.8%	12.1%	12.2%	12.1%
利润总额	781.1	529.9	912.0	1,354.3	1,649.6	营业利润率	3.3%	2.4%	3.0%	3.8%	3.9%
减:所得税	99.6	51.5	91.2	135.4	165.0	净利润率	3.5%	2.6%	3.3%	4.0%	4.0%
净利润	681.5	478.5	820.8	1,218.8	1,484.6	EBITDA/营业收入	6.6%	7.1%	5.6%	6.0%	5.6%
						EBIT/营业收入	5.0%	4.7%	3.7%	4.5%	4.4%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	58.9%	62.4%	58.1%	62.7%	60.4%
货币资金	2,375.2	1,668.5	2,468.6	3,041.8	3,685.7	负债权益比	143.2%	166.0%	138.8%	168.0%	152.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.39	1.32	1.47	1.51
应收帐款	3,502.0	4,989.8	3,917.5	7,232.3	7,343.8	速动比率	1.03	0.96	0.86	1.01	1.00
应收票据	78.8	384.1	153.7	392.7	403.1	利息保障倍数	2.86	2.05	5.44	6.19	8.00
预付帐款	124.4	34.9	310.3	22.4	390.6	营运能力					
存货	2,927.7	3,295.9	3,819.0	5,002.9	6,269.8	固定资产周转天数	58	72	54	40	30
其他流动资产	585.1	295.0	373.9	418.0	362.3	流动营业资本周转天数	34	56	38	42	45
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	142	197	158	161	169
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	50	83	65	66	71
长期股权投资	-	34.9	34.9	34.9	34.9	存货周转天数	44	61	52	52	55
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	219	294	233	216	209
固定资产	3,521.6	3,887.0	3,556.8	3,225.7	2,893.6	投资资本周转天数	102	143	107	93	83
在建工程	245.4	331.2	331.2	331.2	331.2	费用率					
无形资产	258.5	573.7	461.8	349.9	238.0	销售费用率	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	537.3	572.6	524.3	468.5	358.2	管理费用率	5.8%	6.9%	7.1%	6.5%	6.6%
资产总额	14,155.7	16,067.8	15,952.1	20,520.4	22,311.0	财务费用率	1.8%	2.3%	0.7%	0.7%	0.6%
短期债务	1,690.4	1,498.6	1,691.8	2,603.4	1,416.9	三费/营业收入	8.3%	9.9%	8.7%	8.0%	8.0%
应付帐款	3,551.9	4,334.7	4,877.2	6,358.2	8,046.8	投资回报率					
应付票据	590.3	1,230.8	1,218.9	1,371.4	2,113.9	ROE	11.7%	7.9%	12.3%	15.9%	16.8%
其他流动负债	615.8	630.8	589.5	615.1	618.8	ROA	4.8%	3.0%	5.1%	5.9%	6.7%
长期借款	953.4	600.1	-	729.7	-	ROIC	19.6%	11.8%	10.3%	18.7%	16.2%
其他非流动负债	934.2	1,732.9	894.4	1,187.2	1,271.5	分红指标					
负债总额	8,336.1	10,027.9	9,271.7	12,864.9	13,467.9	DPS(元)	0.10	0.07	0.16	0.24	0.29
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	15.1%	15.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,030.6	1,030.6	1,030.6	1,030.6	1,030.6	股息收益率	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%
留存收益	4,794.8	4,993.1	5,649.8	6,624.8	7,812.5						
股东权益	5,819.7	6,039.8	6,680.4	7,655.4	8,843.1						
						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.66	0.46	0.80	1.18	1.44
净利润	681.5	478.5	820.8	1,218.8	1,484.6	BVPS(元)	5.65	5.86	6.48	7.43	8.58
加:折旧和摊销	364.3	520.0	452.1	453.0	454.0	PE(X)	57.1	81.3	47.4	31.9	26.2
资产减值准备	58.1	58.9	-	-	-	PB(X)	6.7	6.4	5.8	5.1	4.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-43.0	-66.1	41.9	51.0	46.8
财务费用	311.9	226.8	168.9	223.7	203.2	P/S	2.0	2.1	1.6	1.3	1.1
投资损失	-5.9	-4.3	-3.8	-4.7	-4.3	EV/EBITDA	15.9	25.9	28.3	21.9	18.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	21.4%	45.9%	12.8%	21.4%	45.9%
营运资金的变动	-2,018.2	-260.2	965.8	-2,771.2	837.9	PEG	2.7	1.8	3.7	1.5	0.6
经营活动产生现金流量	-220.9	584.9	2,403.8	-880.3	2,975.4	ROIC/WACC	1.9	1.1	1.0	1.8	1.6
投资活动产生现金流量	-1,395.7	-1,271.6	-1.9	-6.0	-6.7						
融资活动产生现金流量	2,631.7	49.1	-1,601.7	1,459.5	-2,324.9						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn