东兴证券
DONGXING SECURITIES

双摄浪潮下的手机镜头新星

——联创电子（002036）调研简报

2017 年 01 月 09 日

强烈推荐/维持

联创电子 | 调研简报

分析师：杨若木
010-66554032 yangrm@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480510120014
联系人：贺茂飞
021-25102844 hemf@dxzq.net.cn
联系人：余江
010-66554014 yujiang@dxzq.net.cn
联系人：刘慧影
liuhy@dxzq.net.cn

报告摘要：

运动相机镜头行业领军企业。公司是全球最大的运动相机镜头供应商，占运动相机的镜头市场 80%市场份额。产品是国际一线运动相机品牌 Gopro 的主力镜头供应商。

双摄像头渗透率在 2017 年将进一步提升，直接带动手机镜头组件的需求。双摄趋势下苹果、三星、华为、Oppo、Vivo 均推出了双摄手机，部分高端旗舰机型甚至采用了前后双摄配置，单部手机使用的摄像头数量从 2 个增长至 3-4 个，摄像头的需求从数量上增长了 50-100%。相比单摄模组而言，双摄模组增加了 AA 对准工艺，工艺的难度大幅增加，单机价值量翻倍以上增长。

公司有望在手机镜头领域复制在运动相机行业的成功经验，再造一个联创。公司手机镜头项目推进顺利，一方面客户资源丰富，目前公司客户包括中兴通讯、华硕、TCL、三星、Oppo、Vivo 等主流消费电子客户；另一方面公司在运动相机摄像头、车载摄像头、无人机摄像头等领域拥有成熟的量产经验，积累了不错的行业口碑，在延伸产品至手机镜头行业易于获得认可。

触摸屏产品供不应求，公司触控显示一体化生产线扩产项目稳步推进。公司与京东方形成了全面战略合作伙伴关系，是京东方显示模组贴合、触控显示一体化模组生产的核心合作伙伴。公司在重庆的扩产项目紧密配套京东方重庆 8.5 代线 TFT-LCD 生产线，具备其他厂商没有的区位优势。项目完全投产后预计将贡献 65 亿元以上营收。

公司盈利预测及投资评级。我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 19.92 亿元、32.60 亿元、48.90 亿元，归属母公司净利润分别为 1.90 亿元、3.45 亿元、4.93 亿元，每股收益分别为 0.32 元、0.58 元、0.83 元，目前股价对应 P/E 分别为 60 倍、33 倍、23 倍，我们看好公司在光学领域的沉淀积累，判断公司能复制在运动相机镜头领域的优势，成功拓展产品线至手机镜头及模组，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	402.36	1,423.33	1,992.66	3,260.65	4,890.97
增长率（%）	-6.28%	253.75%	40.00%	63.63%	50.00%
净利润（百万元）	12.87	161.90	190.26	345.73	493.25
增长率（%）	-23.99%	1157.55	17.52%	81.72%	42.67%
净资产收益率（%）	1.97%	13.75%	11.58%	18.62%	22.49%
每股收益(元)	0.02	0.27	0.32	0.58	0.83
PE	887.99	70.61	60.09	33.07	23.18
PB	8.19	8.07	7.29	6.20	5.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	16.64-28.91
总市值（亿元）	112
流通市值（亿元）	112
总股本/流通 A 股(万股)	36267/58211
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	6.56%

52 周股价走势图

资料来源：东兴证券研究所，wind

目录

1.玻璃光学镜头龙头企业，进军手机镜头领域 4
2.双摄引爆镜头需求，联创手机镜头扩产进展顺利 4
3.车载应用打开市场空间，国际一线客户突破在即 5
4.配套京东方面板资源，加码触控显示一体化产品项目 6
5.盈利预测 7
6.风险提示 7

表格目录

表 1: 公司业务分类及主要客户 4
表 2: 全球镜头厂商出货量排名（2015） 5
表 3: 联创电子重庆触摸屏项目情况 6
表 4: 公司盈利预测表 8

插图目录

图 1: 联创电子的光学镜头产品线 4
图 2: TESLA 自动驾驶系统示意图（摄像头、超声波传感器、雷达融合的方案） 6

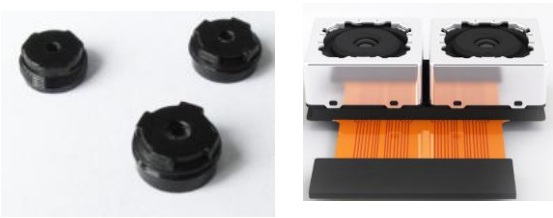
1.玻璃光学镜头龙头企业，进军手机镜头领域

联创在光学镜头领域深耕多年，早在 2008 年就开始涉足光学镜头领域，在光学镜头领域的工艺制造方面积累了丰厚的经验。公司是全球最大的运动相机镜头供应商，占全球运动相机镜头市场 80%的市场份额。

联创的光学镜头产品线包括玻璃光学镜头、塑胶光学镜头两大产品线，玻璃光学镜头主要应用于对成像像差、温度漂移可靠性要求较高的领域，如运动相机、车载 ADAS 摄像头、单反相机、数码相机等。塑胶光学镜头主要应用于对产品尺寸要求较高的领域，如手机摄像头。

图 1：联创电子的光学镜头产品线

玻璃光学镜头



塑胶光学镜头

资料来源：东兴证券研究所，公司公告

表 1：公司业务分类及主要客户

业务名称	产品	应用领域	主要客户
光学镜头	高清广角镜头	运动相机	群光、天彩、捷普、小蚁、海康威视
		车载监控	福云科技
	高像素手机镜头	智能手机	
触控显示	手机触摸屏	智能手机	中兴通讯、华硕、三星、京东方、海信
	中大尺寸触摸屏	平板电脑	TCL、万利达
	触控显示一体化模组	智能手机、平板	中兴通讯、华硕、三星、京东方、海信

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.双摄引爆镜头需求，联创手机镜头扩产进展顺利

双摄渗透率在 2017 年将大幅提升，预计单价 1500 元以上手机将逐步普及双摄配置。每个摄像头模组需要配置一个镜头，双摄的普及将带动手机镜头行业进入新一轮的高速增长期。

联创的手机镜头业务进展顺利，800 万像素及 1300 万像素产品已经实现量产，已经实现对手机厂商的稳定批量供货。公司当前的瓶颈在于手机镜头产能不足，扩充产能的项目正在有序的展开，年产 6000 万颗模组及 6000 万颗配套镜头的项目已经着手实施。另外公司通过对深圳卓锐通增资的方式收购了卓锐通 66.67%股权，新增 4000 万颗手机摄像模组的产能。

表 2: 全球镜头厂商出货量排名（2015）

公司名称	出货量（亿颗）	市场份额
大立光学	11	34.5%
舜宇光学	3	9.4%
玉晶光	3	9.4%
世高光	2	6.3%
关东辰美	1.96	6.1%
高丽光学	1.17	3.7%
Diostech	1.08	3.4%
三星机电	0.92	2.9%
霸王光学	0.67	2.1%
其他	7.1	22%

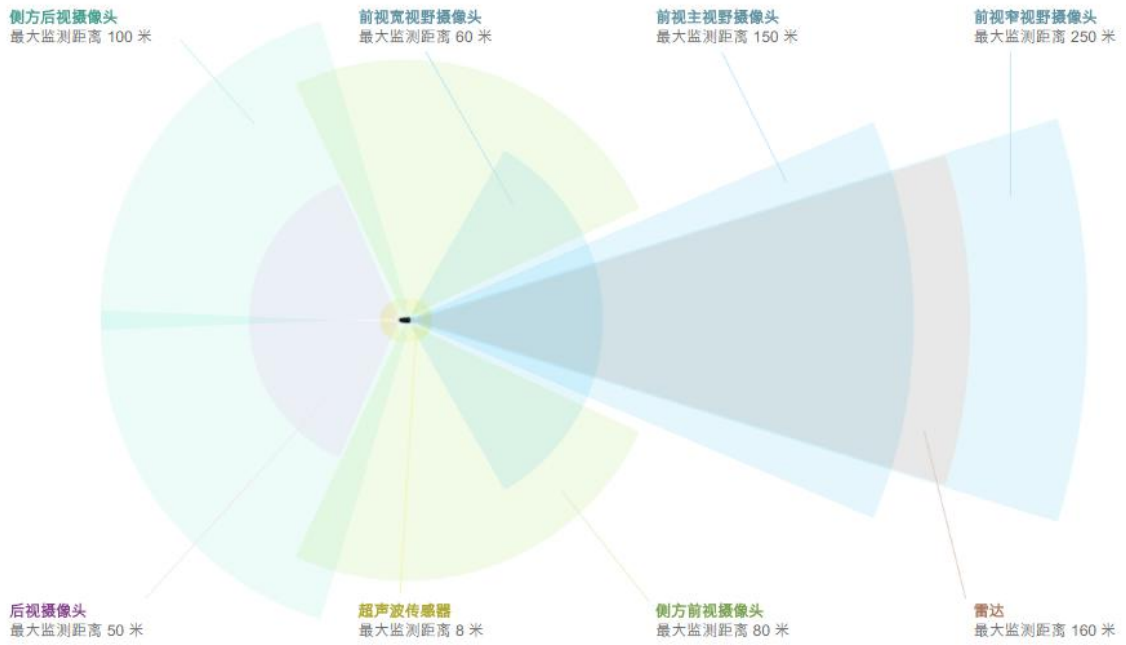
资料来源：日本 TSR，东兴证券研究所

3.车载应用打开市场空间，国际一线客户突破在即

汽车在倒车影像、智能后视镜、ADAS 自动驾驶等应用需要使用摄像头作为采集信息的传感器。不同于手机应用对尺寸的要求极为苛刻，车载应用对响应速度及可靠性的要求极高，玻璃光学镜头是车载应用的主流选择。联创电子的玻璃光学镜头产品在运动相机市场深受认可，目前联创的产品在国内外各大整车品牌厂商的认证进展顺利，2017 年有望实现批量生产，打开新的增长空间。

凭借在运动相机镜头的优势地位，公司有望在车载玻璃光学镜头领域实现突破。目前公司的镜头产品正在推进 TESLA 的产品认证，有望在 2017 年实现销售突破。TESLA 的增强型自动驾驶系统配置了 8 个摄像头、12 个超声波传感器及一个雷达，大幅提升对周围环境监测的可靠性。车载摄像头的镜头单价约为 50 元左右，与运动相机镜头单价相当。根据 LMC automotive 数据，2015 年全球汽车 8910 万辆，其中中国市场汽车销量达到 2489 万辆，占全球市场的 27.9%。如果单辆汽车平均配置 8 颗摄像头，那么对应的摄像头镜头需求超过 350 亿元，远期的潜在市场空间将超过手机应用领域。

图 2: TESLA 自动驾驶系统示意图（摄像头、超声波传感器、雷达融合的方案）



资料来源：东兴证券研究所，TESLA 官网

4.配套京东方面板资源，加码触控显示一体化产品项目

联创的触摸屏产品已经实现对中兴通讯、华硕、TCL、Oppo、Vivo、三星、联想等消费电子一线品牌的批量供货。公司形成了从组件到模组的全链条加工生产能力，产品涵盖玻璃盖板、触控 sensor、驱动芯片、触控显示一体化模组等多种形态，良率控制能力及产品成本控制能力在行业内处于领先地位。

顺应触控显示一体化趋势，联创继续加码投资，在重庆新建年产 8000 万片触控显示一体化产品的生产线，预计 2017 年将实现产值 10 亿元以上，项目完全达产后将贡献 65.6 亿元营收。

表 3: 联创电子重庆触摸屏项目情况

项目总投资	9.8 亿元
产能	盖板玻璃 4000 万片/年 GFF 结构电容屏（TP）2000 万片/年 触控显示一体化产品 8000 万片/年
项目建设节奏	项目建设期 2.5 年（2016 年 9 月-2019 年 2 月）， 项目建设分三期进行，完全达产后贡献营收 65.6 亿元。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司重庆项目投产后，将与京东方重庆 8.5 代 TFT-LCD 生产线形成紧密配套合作，承接面向京东方的面板资源的模组组装服务。

5.盈利预测

我们假设公司手机摄像镜头业务拓展顺利，2017 年镜头产能扩产到 10kk 每月。重庆触控一体化模组项目建设顺利，一期项目在 2017 年顺利投产。

我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 19.93 亿元、32.61 亿元、48.91 亿元，归属母公司净利润分别为 1.9 亿元、3.46 亿元、4.93 亿元，每股收益分别为 0.32 元、0.58 元、0.83 元，目前股价对应 P/E 分别为 60 倍、33 倍、23 倍。

我们看好公司在光学领域的沉淀积累，判断公司能复制在运动相机镜头领域的优势，成功拓展产品线至手机镜头及模组，给予“强烈推荐”评级。

6.风险提示

手机摄像头业务客户拓展不及预期的风险；触控显示一体化项目建设延期的风险。

表 4：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	469	1722	1641	2675	4021	**营业收入**	429	402	1993	3261	4891
货币资金	77	622	199	326	489	**营业成本**	335	1072	1509	2448	3690
应收账款	103	482	655	1072	1608	营业税金及附加	2	9	12	20	30
其他应收款	2	12	12	20	29	营业费用	6	15	21	34	51
预付款项	33	165	165	165	165	管理费用	40	152	139	228	342
存货	156	484	656	1064	1604	财务费用	7	25	22	19	39
其他流动资产	90	60	58	96	144	资产减值损失	-3.47	1.76	0.00	0.01	0.00
非流动资产合计	443	1144	2789	3847	5394	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	27	33	33	33	33	投资净收益	0.36	8.82	0.00	0.00	0.00
固定资产	240.2	739.8	942.1	938.5	1142.5	**营业利润**	11	158	215	391	557
无形资产	150	60	57	54	51	营业外收入	13.11	33.70	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	35	116	146	146	营业外支出	0.66	0.15	0.00	0.00	0.00
资产总计	912	2866	2789	3847	5394	**利润总额**	24	192	215	391	557
流动负债合计	122	1089	819	1561	2703	所得税	9	22	25	45	64
短期借款	0	608	143	448	1029	**净利润**	15	170	190	346	493
应付账款	38	314	410	665	1003	少数股东损益	2	8	0	0	0
预收款项	3	5	0	0	0	归属母公司净利润	13	162	190	346	493
一年内到期的非	0	10	2	7	17	EBITDA	50	238	272	449	640
非流动负债合计	2	211	131	171	181	**EPS（元）**	0.02	0.27	0.32	0.58	0.83
长期借款	0	120	120	120	120	**主要财务比率**					
应付债券	0	0					2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	124	1299	1070	1851	3004	**成长能力**					
少数股东权益	176	151	151	151	151	营业收入增长	-6.28%	253.75%	40.00%	63.63%	50.00%
实收资本（或股	261	595	595	595	595	营业利润增长	-36.75%	1288.40%	35.96%	81.72%	42.67%
资本公积	234	439	439	439	439	归属于母公司净利润	-23.99%	1157.55%	17.52%	81.72%	42.67%
未分配利润	86	324	457	699	1044	**获利能力**					
归属母公司股东	612	1416	1568	1845	2240	毛利率(%)	16.85%	24.69%	24.27%	24.93%	24.55%
负债和所有者权	912	2866	2789	3847	5394	净利率(%)	3.80%	11.92%	9.55%	10.60%	10.08%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	1.41%	5.65%	6.82%	8.99%	9.14%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	0	0	0	0	0
经营活动现金流	23	6	109	-81	-84	**偿债能力**					
净利润	15	170	190	346	493	资产负债率(%)	14%	45%	38%	48%	56%
折旧摊销	27	66	35	39	43	流动比率	3.84	1.58	2.00	1.71	1.49
财务费用	7	25	22	19	39	速动比率	2.56	1.14	1.20	1.03	0.89
应收账款减少	-17	-378	-156	-417	-536	**营运能力**					
预收帐款增加	2	-2	-5	0	0	总资产周转率	0.48	0.59	0.70	0.98	1.06
投资活动现金流	-166	-42	-20	-33	-245	应收账款周转率	4	5	3	4	4
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.90	6.09	4.17	4.55	4.43
长期股权投资减	28	27	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	0	9	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.02	0.27	0.32	0.58	0.83
筹资活动现金流	2477	4146	-511	241	492	每股净现金流(最新	0.28	0.96	0.33	0.55	0.82
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.35	2.38	2.63	3.10	3.76
长期借款增加	0	120	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	59	335	0	0	0	P/E	887.99	70.61	60.09	33.07	23.18
资本公积增加	219	206	0	0	0	P/B	8.19	8.07	7.29	6.20	5.10
现金净增加额	-9	366	-423	127	163	EV/EBITDA	225.68	48.53	42.27	26.03	18.94

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，7 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016 年 7 月加入东兴证券。

余江

北京大学金融学硕士，2016 年 1 月加入东兴证券。

刘慧影

2 年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员。2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。