

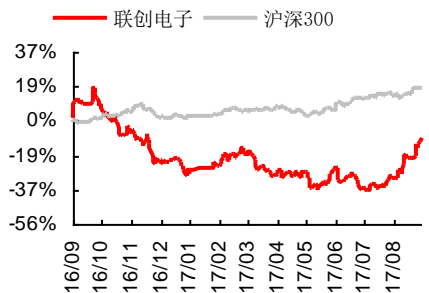
# 拟投资三星镜头供应商 乘手机镜头东风



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2017年09月18日)	21.97元
目标价格	28.10元
52周最高价/最低价	28.39/15.15元
总股本/流通A股 (万股)	55,803/39,504
A股市值 (百万元)	12,260
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2017年09月19日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现 (%)	11.6	30.7	27.3	-10.3
相对表现 (%)	11.2	27.5	18.1	-29.0
沪深300 (%)	0.5	3.2	9.2	18.7



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** **蒯剑**  
021-63325888\*8514  
kuaijian@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514050005

**王芳**  
021-63325888\*6068  
wangfang1@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860516100001

**联系人** **王若擎**  
021-63325888-5023  
wangruoqing@orientsec.com.cn

**马天翼**  
021-63325888\*6115  
matianyi@orientsec.com.cn

**相关报告**

半年报符合预期 光学进展顺利 2017-08-27

特斯拉镜头已出货 持续布局智能终端业务 2017-06-21

公司更正中报增速区间 基本符合淡季转旺季趋势 2017-04-27

一季度业绩低于预期 看好下半年光学景气度 2017-04-27

- **拟参股三星手机镜头供应商, 加速发展韩国手机市场:** 1) **拟参股知名手机镜头商 Kolen:** 公司公告, 由于韩国手机镜头厂商 Kolen 拟增发 1600 万股, 公开募集资金, 联创拟投资不多于 180 万股, 每股价格约 8.94 元/股, 总投资额约 1609 万元, 占增发后总股本 6%, 认购时间为 9 月 21 日-22 日。2) **Kolen 技术先进, 客户一流:** Kolen 的下游客户主要是三星, Kolen 是三星的前二供应商, 在三星中能够占比超 20%, 也是三星虹膜识别镜头的独家供应商, 且相关技术均为其独立研发。此外 Kolen 的客户还有 LG、三星电机等多家知名下游模组厂。3) **参股 Kolen 将加速联创发力国际客户:** Kolen 近年来受到经营和资金的限制, 发展承压, 而联创此前已通过三星的认证, 小批量出货手机镜头, 具备 5M、8M 及 13M 量产能力, 此次联创电子投资 Kolen 后, 可为 Kolen 提供资金以及手机镜头产能, 也为联创在客户中份额提升提供较大帮助, 双方协同显著。手机镜头市场 233 亿美元, 双摄带来手机行业 CAGR20%以上, 公司将享受行业高速增长红利。
- **国际新能源车 ADAS 镜头核心供应商:** 汽车镜头市场近 30 亿美元, 行业 CAGR 近 35%。汽车镜头方面, 联创为国际知名汽车公司研制的 ADAS 车载镜头已经量产出货; 另多家全球知名汽车电子厂商已经来公司审厂。由于汽车镜头单价比手机镜头高近 8 倍, 毛利率高达 40%以上, 一旦放量, 将为公司贡献较好的利润。

## 财务预测与投资建议

- 我们预测公司 17-19 年每股收益分别为 0.58、0.92、1.28 元, 根据可比公司, 2017 年 44 倍 P/E 估值, 由于可比公司未能量产手机镜头或者汽车 ADAS 镜头, 而联创电子已量产并出货, 由于业务稀缺性, 我们给予 10%的溢价, 对应目标价 28.1 元, 维持买入评级。

## 风险提示

- 公司在光学业务进展低于预期; 触控显示业务竞争激烈程度超预期。

公司主要财务信息					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,423	2,972	4,779	7,453	10,117
同比增长	253.7%	108.8%	60.8%	55.9%	35.7%
营业利润 (百万元)	158	205	348	579	821
同比增长	1288.4%	29.9%	69.2%	66.6%	41.9%
归属母公司净利润 (百万元)	162	210	324	512	713
同比增长	1157.6%	30.0%	53.7%	58.3%	39.3%
每股收益 (元)	0.29	0.38	0.58	0.92	1.28
毛利率	24.7%	15.3%	15.8%	16.5%	16.6%
净利率	11.4%	7.1%	6.8%	6.9%	7.1%
净资产收益率	16.0%	13.9%	18.4%	23.6%	25.7%
市盈率 (倍)	75.7	58.2	37.9	23.9	17.2
市净率 (倍)	8.7	7.6	6.4	5.1	3.9

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 拟参股三星手机镜头供应商，加速发展韩国手机市场：

**1) 拟参股知名手机镜头商 Kolen：**公司公告，由于韩国手机镜头厂商 Kolen 拟增发 1600 万股，公开募集资金，联创拟投资不多于 180 万股，每股价格约 8.94 元/股，总投资额约 1609 万元，占增发后总股本 6%，认购时间为 9 月 21 日-22 日。

**2) Kolen 技术先进，客户一流：**Kolen 的下游客户主要是三星，Kolen 是三星的前二供应商，在三星中能够占比超 20%，也是三星虹膜识别镜头的独家供应商，且相关技术均为其独立研发。此外 Kolen 的客户还有 LG、三星电机等多家知名下游模组厂。

**3) 参股 Kolen 将加速联创发力国际客户：**Kolen 近年来受到经营和资金的限制，发展承压，而联创此前已通过三星的认证，小批量出货手机镜头，具备 5M、8M 及 13M 量产能力，此次联创电子投资 Kolen 后，可为 Kolen 提供资金以及手机镜头产能，也为联创在客户中份额提升提供较大帮助，双方协同显著。手机镜头市场 233 亿美元，双摄带来手机行业 CAGR20% 以上，公司将享受行业高速增长红利。

## 国际新能源车 ADAS 镜头核心供应商：

汽车镜头市场近 30 亿美元，行业 CAGR 近 35%。汽车镜头方面，联创为国际知名汽车公司研制的 ADAS 车载镜头已经量产出货；另多家全球知名汽车电子厂商已经来公司审厂。由于汽车镜头单价比手机镜头高近 8 倍，毛利率高达 40% 以上，一旦放量，将为公司贡献较好的利润。

## 盈利预测与投资建议

我们预测公司 17-19 年每股收益分别为 0.58、0.92、1.28 元，根据可比公司，2017 年 44 倍 P/E 估值，由于可比公司未能量产手机镜头或者汽车 ADAS 镜头，而联创电子已量产并出货，由于业务稀缺性，我们给予 10% 的溢价，对应目标价 28.1 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2017/9/18	每股收益(元)			市盈率		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
水晶光电	002273	26.69	0.38	0.59	0.88	69.74	45.24	30.25
欧菲光	002456	21.31	0.26	0.57	0.88	80.51	37.56	24.24
合力泰	002217	11.52	0.28	0.43	0.63	41.25	26.82	18.23
苏大维格	300331	22.70	0.14	0.30	0.34	162.14	74.57	67.28
福晶科技	002222	17.01	0.16	0.34	0.55	103.40	49.48	30.94
	最大值					162.14	74.57	67.28
	最小值					41.25	26.82	18.23
	平均数					91.41	46.73	34.19
	调整后平均					84.55	44.09	28.48

资料来源：Wind、东方证券研究所

## 风险提示

公司在光学业务进展低于预期，手机摄像头对明后年的业绩贡献逐渐增大，若手机客户开拓和产品的出货情况不达预期将影响未来的业绩情况，此外，汽车摄像头的进入周期较长，公司若不能按照预期达到一定的出货水平，也会影响公司的长期盈利。

触控显示业务竞争激烈程度超预期，公司配套京东方的触控显示一体化项目占收入和利润都较大，若毛利率因为市场原因下滑较快，会影响对公司的盈利预测。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	622	438	717	1,118	1,518	营业收入	1,423	2,972	4,779	7,453	10,117
应收账款	482	794	1,195	1,640	2,226	营业成本	1,072	2,517	4,026	6,225	8,440
预付账款	25	52	96	149	202	营业税金及附加	9	12	19	37	40
存货	484	649	926	1,432	1,941	营业费用	15	20	38	45	61
其他	110	170	218	296	333	管理费用	152	190	301	499	678
<b>流动资产合计</b>	<b>1,722</b>	<b>2,103</b>	<b>3,151</b>	<b>4,634</b>	<b>6,220</b>	财务费用	25	31	77	97	101
长期股权投资	33	38	29	29	29	资产减值损失	2	11	0	0	0
固定资产	740	1,041	1,357	1,592	1,625	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	245	422	457	425	262	投资净收益	9	15	30	30	25
无形资产	60	59	58	57	55	<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	67	202	45	45	45	<b>营业利润</b>	<b>158</b>	<b>205</b>	<b>348</b>	<b>579</b>	<b>821</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,144</b>	<b>1,762</b>	<b>1,946</b>	<b>2,148</b>	<b>2,017</b>	营业外收入	34	53	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>2,866</b>	<b>3,865</b>	<b>5,097</b>	<b>6,782</b>	<b>8,237</b>	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	608	918	1,360	1,709	1,604	<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>259</b>	<b>397</b>	<b>629</b>	<b>871</b>
应付账款	314	632	1,208	1,868	2,532	所得税	22	30	46	72	96
其他	167	334	249	368	489	<b>净利润</b>	<b>170</b>	<b>229</b>	<b>352</b>	<b>557</b>	<b>775</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,089</b>	<b>1,884</b>	<b>2,817</b>	<b>3,945</b>	<b>4,624</b>	少数股东损益	8	18	28	45	62
长期借款	120	149	149	149	149	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>162</b>	<b>210</b>	<b>324</b>	<b>512</b>	<b>713</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.29	0.38	0.58	0.92	1.28
其他	91	47	15	15	15						
<b>非流动负债合计</b>	<b>211</b>	<b>196</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	<b>164</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,299</b>	<b>2,081</b>	<b>2,981</b>	<b>4,109</b>	<b>4,789</b>		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	151	179	207	252	314	<b>成长能力</b>					
股本	595	582	582	582	582	营业收入	253.7%	108.8%	60.8%	55.9%	35.7%
资本公积	439	453	453	453	453	营业利润	1288.4%	29.9%	69.2%	66.6%	41.9%
留存收益	382	569	873	1,385	2,098	归属于母公司净利润	1157.6%	30.0%	53.7%	58.3%	39.3%
其他	(0)	2	2	2	2	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,567</b>	<b>1,785</b>	<b>2,116</b>	<b>2,673</b>	<b>3,448</b>	毛利率	24.7%	15.3%	15.8%	16.5%	16.6%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,866</b>	<b>3,865</b>	<b>5,097</b>	<b>6,782</b>	<b>8,237</b>	净利率	11.4%	7.1%	6.8%	6.9%	7.1%
						ROE	16.0%	13.9%	18.4%	23.6%	25.7%
						ROIC	10.5%	8.0%	11.5%	14.7%	16.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	45.3%	53.8%	58.5%	60.6%	58.1%
净利润	170	229	352	557	775	净负债率	7.4%	38.1%	37.4%	27.7%	6.8%
折旧摊销	(42)	39	142	191	229	流动比率	1.58	1.12	1.12	1.17	1.35
财务费用	25	31	77	97	101	速动比率	1.14	0.77	0.79	0.81	0.93
投资损失	(9)	(15)	(30)	(30)	(25)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(370)	(122)	(217)	(303)	(402)	应收账款周转率	4.9	4.7	4.8	5.3	5.2
其它	233	(10)	148	0	0	存货周转率	3.3	4.4	5.1	5.3	5.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>152</b>	<b>473</b>	<b>512</b>	<b>679</b>	总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.3	1.3
资本支出	(599)	(524)	(493)	(393)	(99)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(4)	(12)	15	0	0	每股收益	0.29	0.38	0.58	0.92	1.28
其他	560	(113)	30	30	25	每股经营现金流	0.01	0.27	0.85	0.92	1.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>(42)</b>	<b>(649)</b>	<b>(447)</b>	<b>(363)</b>	<b>(74)</b>	每股净资产	2.54	2.88	3.42	4.34	5.62
债权融资	191	51	(91)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	540	(0)	0	0	0	市盈率	75.7	58.2	37.9	23.9	17.2
其他	(336)	220	344	252	(206)	市净率	8.7	7.6	6.4	5.1	3.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>395</b>	<b>270</b>	<b>253</b>	<b>252</b>	<b>(206)</b>	EV/EBITDA	92.2	47.0	22.8	14.9	11.2
汇率变动影响	8	(0)	0	0	0	EV/EBIT	70.8	54.8	30.4	19.1	14.0
<b>现金净增加额</b>	<b>366</b>	<b>(228)</b>	<b>279</b>	<b>401</b>	<b>400</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

