

联创电子 (002036)

证券研究报告

2018年07月20日

三款镜头导入 Mobileye, 光学优势突现

事件: 公司研发的又一款车载镜头, 通过了国际知名高级汽车辅助安全驾驶方案公司 Mobileye(摩拜尔)的认证。至此, 公司已有三款镜头通过了该公司的认证。公司目前研制出的车内监控、前视 ADAS、盲区监控等镜头已应用于 Tesla (特斯拉) 汽车上, 并与 Mobileye、NVIDIA (英伟达) 等知名方案公司形成了战略合作。

点评: 我们长期看好公司在光学镜头领域的竞争优势, 公司再次向 Mobileye 导入车载镜头, 优势领域横向拓展巩固公司光学龙头地位。Mobileye 是 ADAS 领域龙头企业, 于 17 年被 Intel 溢价 31.73% 收购 (交易总价为 153 亿美元); 根据 Mobileye 年报及爱分析调研等, Mobileye 在 ADAS 领域市占率高达 70%, 业务分为前装和后装市场, 在前装方面为一级供应商提供算法和芯片, 后装市场覆盖 50 多个国家, 拥有 100 多个经销商。公司此次研发的又一车载镜头通过 Mobileye 的认证, 证明了其车载领域光学地位。据年报, 公司具有较强的高端全玻璃车载镜头和玻塑混合手机镜头的工程技术能力, 有益于 ADAS 车载镜头和高端新型手机镜头和影像模组业务拓展。本次知名品牌“背书”有望助力树立标杆进一步扩展下游客户, 预计公司将受益于 1) 车载镜头产业护城河——认证周期长、认证环节复杂、粘性大; 2) 新能源汽车及 ADAS 进一步渗透; 3) 自动驾驶技术从 L2 发展到 L5, 带来车载镜头量和价 (高像素) 的提升。随着品牌客户产品放量, 汽车板块业务成长可期。

镜头模组+触控模组+镜头进展顺利, 稳步推进。 根据年报, 公司盖板显示模组、光学镜头、摄像模组都完成一轮扩产: 1) 京东方西南地区配套一期新型触控显示一体化项目已建成达产; 2) 镜头模组业务推进顺利, 5M、8M、13M 手机摄像模组已经开始量产出货; 3) 参股韩国镜头龙头企业 Kolen, 有望通过 Kolen 进一步稳固并拓展了在韩国的市场。公司研制的 3D 激光准直镜头已被国内手机厂商认可, 能够把握 3D 识别国产机渗透浪潮。

AR、汽车业务持续放量, 业绩空间大。 在 AR/VR 方面, 公司为全景摄像机制造商研制的多款全景相机镜头和影像模组已经大量出货。此外, 公司持续投入 AR/VR 关键光学部件的研发, 为国内、国际知名客户研制全景拍摄、AR/VR 头戴设备所需光学镜头、光波导元件产品已量产出货。同时, 公司具有广角镜头生产能力, 运动相机镜头、警用镜头、IP 监控镜头等持续供货国内外知名客户, 并有新项目导入。汽车领域, 美国大客户已经开始出货, 国内进展顺利, 未来伴随汽车 ADAS 渗透提速, 汽车业务持续推进。

投资建议: 根据 IDC 发布的最新智能手机销量数据调整相关假设, 将公司 18-19 年归母净利润从 4.5 亿元和 6.0 亿元下调至 3.8 亿元和 5.1 亿元; 光学依旧是消费电子及汽车电子的重要创新, 看好镜头、3D 识别、AR 的发展持续增厚公司业绩, 维持“买入”评级。

风险提示: 新客户镜头业务进展不及预期, 触控模组业务进展不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,971.51	5,054.38	6,738.50	8,893.48	12,095.13
增长率(%)	108.77	70.09	33.32	31.98	36.00
EBITDA(百万元)	307.18	495.23	535.05	704.64	1,035.81
净利润(百万元)	210.48	283.70	382.13	513.76	803.93
增长率(%)	30.01	34.79	34.70	34.45	56.48
EPS(元/股)	0.38	0.52	0.69	0.93	1.46
市盈率(P/E)	32.53	24.13	17.92	13.33	8.52
市净率(P/B)	4.26	3.66	3.10	2.56	2.01
市销率(P/S)	2.30	1.35	1.02	0.77	0.57
EV/EBITDA	38.45	20.65	15.48	10.12	6.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/光学光电子
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	12.43 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	550.79
流通 A 股股本(百万股)	395.04
A 股总市值(百万元)	6,846.29
流通 A 股市值(百万元)	4,910.40
每股净资产(元)	3.38
资产负债率(%)	60.65
一年内最高/最低(元)	22.54/11.60

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110517070005
panjian@tfzq.com	
张昕	分析师
SAC 执业证书编号:	S1110516090002
zhangxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《联创电子-季报点评:一季度拐点显现 业绩强势增长符合预期》 2018-04-24
- 2 《联创电子-公司点评:四季度高增长, 光学空间广阔》 2018-02-26
- 3 《联创电子-季报点评:业务好转中, 等待镜头放量》 2017-10-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	438.16	322.18	539.08	711.48	967.61
应收账款	800.91	1,079.65	1,540.88	1,423.61	1,936.15
预付账款	52.01	48.46	156.73	69.90	233.53
存货	648.77	742.04	1,484.37	1,050.27	1,805.52
其他	163.24	392.22	166.78	486.87	387.01
流动资产合计	2,103.09	2,584.55	3,887.84	3,742.13	5,329.82
长期股权投资	38.49	75.75	75.75	75.75	75.75
固定资产	1,041.08	1,418.33	1,562.62	1,648.43	1,686.17
在建工程	421.51	456.68	310.01	234.00	170.40
无形资产	59.26	71.68	69.44	67.21	64.97
其他	202.03	296.86	191.81	183.12	185.20
非流动资产合计	1,762.37	2,319.31	2,209.63	2,208.51	2,182.49
资产总计	3,865.46	4,903.86	6,097.46	5,950.65	7,512.31
短期借款	918.02	1,258.46	1,611.06	847.95	850.11
应付账款	633.54	679.46	1,360.46	1,256.37	2,169.47
其他	332.64	592.72	344.39	847.54	719.86
流动负债合计	1,884.21	2,530.64	3,315.91	2,951.85	3,739.44
长期借款	149.00	222.79	271.48	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	47.48	69.97	69.33	62.26	67.19
非流动负债合计	196.48	292.75	340.81	62.26	67.19
负债合计	2,080.69	2,823.39	3,656.72	3,014.11	3,806.62
少数股东权益	178.86	208.90	230.45	262.44	305.96
股本	582.11	558.03	550.79	550.79	550.79
资本公积	452.60	483.02	483.02	483.02	483.02
留存收益	1,022.03	1,315.78	1,659.51	2,123.31	2,848.94
其他	(450.82)	(485.27)	(483.02)	(483.02)	(483.02)
股东权益合计	1,784.77	2,080.47	2,440.75	2,936.53	3,705.69
负债和股东权益总	3,865.46	4,903.86	6,097.46	5,950.65	7,512.31

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	228.98	296.07	382.13	513.76	803.93
折旧摊销	85.92	136.01	64.63	72.43	78.11
财务费用	31.06	47.78	66.09	53.05	32.00
投资损失	(14.70)	(1.12)	(8.22)	(8.22)	(8.22)
营运资金变动	(375.65)	(522.00)	(502.11)	704.87	(549.75)
其它	196.30	90.40	22.69	32.53	44.51
经营活动现金流	151.89	47.14	25.21	1,368.41	400.58
资本支出	597.30	545.77	60.64	87.07	45.07
长期投资	5.74	37.26	0.00	0.00	0.00
其他	(1,252.23)	(1,130.52)	(112.42)	(158.85)	(86.86)
投资活动现金流	(649.18)	(547.49)	(51.78)	(71.78)	(41.78)
债权融资	1,118.02	1,582.25	1,936.54	916.61	924.67
股权融资	(25.94)	(56.08)	(65.89)	(48.60)	(26.99)
其他	(821.93)	(1,178.55)	(1,627.18)	(1,992.24)	(1,000.34)
筹资活动现金流	270.15	347.61	243.47	(1,124.23)	(102.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(227.13)	(152.74)	216.90	172.40	256.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,971.51	5,054.38	6,738.50	8,893.48	12,095.13
营业成本	2,516.71	4,388.12	5,725.03	7,603.92	10,280.86
营业税金及附加	12.38	14.59	29.71	33.98	44.82
营业费用	19.96	25.37	109.37	97.83	123.37
管理费用	190.16	227.39	404.31	523.83	687.00
财务费用	30.74	63.81	66.09	53.05	32.00
资产减值损失	10.92	10.96	7.88	9.92	9.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	14.70	1.12	8.22	8.22	8.22
其他	(29.41)	(9.27)	(16.43)	(16.43)	(16.43)
营业利润	205.34	332.30	404.33	579.17	925.70
营业外收入	53.46	0.07	51.60	35.04	28.90
营业外支出	0.17	0.09	0.14	0.13	0.12
利润总额	258.63	332.28	455.79	614.08	954.49
所得税	29.65	36.21	50.97	67.79	106.05
净利润	228.98	296.07	404.82	546.29	848.44
少数股东损益	18.50	12.37	22.69	32.53	44.51
归属于母公司净利润	210.48	283.70	382.13	513.76	803.93
每股收益(元)	0.38	0.52	0.69	0.93	1.46

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	108.77%	70.09%	33.32%	31.98%	36.00%
营业利润	29.88%	61.83%	21.67%	43.24%	59.83%
归属于母公司净利润	30.01%	34.79%	34.70%	34.45%	56.48%
获利能力					
毛利率	15.31%	13.18%	15.04%	14.50%	15.00%
净利率	7.08%	5.61%	5.67%	5.78%	6.65%
ROE	13.11%	15.16%	17.29%	19.21%	23.65%
ROIC	12.93%	15.60%	13.73%	15.42%	28.77%
偿债能力					
资产负债率	53.83%	57.57%	59.97%	50.65%	50.67%
净负债率	-3.41%	25.21%	37.65%	40.22%	37.40%
流动比率	1.12	1.02	1.17	1.27	1.43
速动比率	0.77	0.73	0.72	0.91	0.94
营运能力					
应收账款周转率	4.59	5.38	5.14	6.00	7.20
存货周转率	5.25	7.27	6.05	7.02	8.47
总资产周转率	0.88	1.15	1.23	1.48	1.80
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.52	0.69	0.93	1.46
每股经营现金流	0.28	0.09	0.05	2.48	0.73
每股净资产	2.92	3.40	4.01	4.86	6.17
估值比率					
市盈率	32.53	24.13	17.92	13.33	8.52
市净率	4.26	3.66	3.10	2.56	2.01
EV/EBITDA	38.45	20.65	15.48	10.12	6.68
EV/EBIT	50.02	26.29	17.61	11.28	7.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com