

联创电子 (002036)

从 Koplen 投资看潜力

公告:

韩国 Kolen Co.,Ltd, 公司 (以下简称“Kolen”) 成立于 1999 年 11 月 3 日, 总股份为 1400 万股。2017 年 9 月增发 1600 万股, 公开募集资金。增发新股的发行价格按 2017 年 9 月 11 日-13 日的加权平均股价的 70% 确定, 即 1555 韩元/股 (约合 8.94 元人民币/股)。此次增发优先对老股东发行, 即 9 月 18 日-19 日对老股东发行。联创电子 (香港) 有限公司拟在 2017 年 9 月份 Kolen 公开募集资金增发时认购其新发记名式普通股票不多于 180 万股, 总投资约合 1609 万元人民币。

点评:

我们此前坚定推荐公司, 跟踪公司镜头模组进展顺利, 部分产品出货, 3D 传感器镜头等已经进入样品试产期; 公司 AR 产品掌握高端客户, 输入输出系统均有布局; 盖板显示模组与光学事业部持续扩产中, 预计持续高增长。此次拟投资 Kolen, 以 180 万股计算, 预计发行后占 Kolen 6% 股份, Kolen 在模组和非球面光学及镜头方面积累丰富, 主要涵盖日韩和欧美客户包括 Sumsung, LG, Motorola, sony 等, 预计入股后: 1) 有望加速公司开拓日韩客户, 通过 Koplen 快速导入供货; 2) 在创新领域如 AR 等贴近日韩客户, 无人机、无人驾驶领域进入美国市场; 3) 高端镜头技术如玻塑混合等紧密合作, 打破专利壁垒; 4) 有利于公司 3D 结构光、虹膜识别等加速推进, 持续坚定推荐!

Kolen 核心技术独特, 客户群广泛, 具有增长的优势。Kolen 主要生产非球面光学透镜, 成立于 1999 年, 主要产品有相机用光学镜头, 包括相机手机镜头, IPTV 镜头; 应用光学系统镜头, 包括指纹识别镜头, 汽车镜头, 胶囊型内窥镜镜片, 被公认为行业最佳技术, 并是第一家作为三星电子和 LG 电子旗舰机型提供镜头的供应商。Kolen 为韩国主流智能手机品牌的旗舰机型提供镜头, 如 Galaxy S8, S8 Edge, Note7, Note8, G3, V10 和 V20。Galaxy S5 之前只提供后置镜头, S6 开始提供前置和后置镜头, Note7 开始增加虹膜识别镜头。特别是 Galaxy S8 和 Note8 正在增加大量前置和虹膜镜头供货。

投资建议: 公司盖板显示模组、光学镜头、摄像模组都完成一轮扩产, 同时预计明年持续扩产, 客户逐步导入, 预计 17-18 年 EPS 为 0.60 元和 0.99 元, 维持买入评级, 3D 传感器新增市场有望提升估值, 目标价 30 元, 对应明年 30 倍 PE。

风险提示: 手机镜头模组发展不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,423.33	2,971.51	5,001.65	7,194.88	9,889.36
增长率(%)	253.75	108.77	68.32	43.85	37.45
EBITDA(百万元)	237.96	307.18	449.24	706.78	1,019.37
净利润(百万元)	161.90	210.48	335.40	553.91	817.12
增长率(%)	1,157.55	30.01	59.35	65.15	47.52
EPS(元/股)	0.29	0.38	0.60	0.99	1.46
市盈率(P/E)	75.73	58.25	36.55	22.13	15.00
市净率(P/B)	8.66	7.63	6.60	5.23	4.02
市销率(P/S)	8.61	4.13	2.45	1.70	1.24
EV/EBITDA	77.91	38.45	29.20	17.17	11.58

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	21.97 元
目标价格	30 元
上次目标价	30 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	558.03
流通 A 股股本(百万股)	395.04
A 股总市值(百万元)	12,259.92
流通 A 股市值(百万元)	8,679.12
每股净资产(元)	2.99
资产负债率(%)	57.60
一年内最高/最低(元)	28.91/14.70

作者

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

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《联创电子-公司点评:光博会归来,公司成长》 2017-09-12
- 2 《联创电子-公司点评:增速稳定,未来亮点多》 2017-02-27
- 3 《联创电子-季报点评:符合预期,推荐!》 2016-10-27

关注我们



扫码关注
天风证券
研究所官方微信

公告：

韩国 Kolen Co.,Ltd, 公司(以下简称“Kolen”)成立于 1999 年 11 月 3 日, 总股份为 1400 万股。2017 年 9 月增发 1600 万股, 公开募集资金。增发新股的发行价格按 2017 年 9 月 11 日-13 日的加权平均股价的 70%确定, 即 1555 韩元/股(约合 8.94 元人民币/股)。此次增发优先对老股东发行, 即 9 月 18 日-19 日对老股东发行。联创电子(香港)有限公司拟在 2017 年 9 月份 Kolen 公开募集资金股权增发时认购其新发记名式普通股票不多于 180 万股, 总投资约合 1609 万元人民币。

点评：

我们此前坚定推荐公司, 跟踪公司镜头模组进展顺利, 部分产品出货, 3D 传感器镜头等已经进入样品试产期; 公司 AR 产品掌握高端客户, 输入输出系统均有布局; 盖板显示模组与光学事业部持续扩产中, 预计持续高增长。此次拟投资 Kolen, 以 180 万股计算, 预计发行后占 Kolen 6%股份, Kolen 在模组和非球面光学及镜头方面积累丰富, 主要涵盖日韩和欧美客户包括 Sumsung, LG, Motorola, sony 等, 预计入股后: 1) 有望加速公司开拓日韩客户, 通过 Koplen 快速导入供货; 2) 在创新领域如 AR 等贴近日韩客户, 无人机、无人驾驶领域进入美国市场; 3) 高端镜头技术如玻塑混合等紧密合作, 打破专利壁垒; 4) 有利于公司 3D 结构光、虹膜识别等加速推进, 持续坚定推荐!

Kolen 核心技术独特, 客户群广泛, 具有增长的优势。Kolen 主要生产非球面光学透镜, 成立于 1999 年, 主要产品有相机用光学镜头, 包括相机手机镜头, IPTV 镜头; 应用光学系统镜头, 包括指纹识别镜头, 汽车镜头, 胶囊型内窥镜镜片, 被公认为行业最佳技术, 并是第一家作为三星电子和 LG 电子旗舰机型提供镜头的供应商。特别是公司开发了镜片设计, 模具加工, 批量生产等核心技术, 生产效率比其他公司高。到 2017 年上半年, 公司共有 90 项国内外专利注册和 157 项非球面透镜设计技术专利申请。拥有自己的模具技术, 使得可以从低像素到高清晰度制造所有镜头。

图 1: 公司主要产品



资料来源: Koplen 官网、天风证券研究所

2000 年在韩国首次开发了塑料高分辨率光学透镜, 供货三星, 具有稳定高端行业地位。

特别是 4P 和 5P 镜头具有较高的优先权，因此客户对其信心度高，可以满足客户的需求。此外，采用低灵敏度设计技术，与其他公司相比，实现了高产品性能，可以通过自己的模具设计大量生产快速稳定的产品。基于其卓越的技术，Kolen 为韩国主流智能手机品牌的旗舰机型提供镜头，如 Galaxy S8, S8 Edge, Note7, Note8, G3, V10 和 V20。Galaxy S5 之前只提供后置镜头，S6 开始提供前置和后置镜头，Note7 开始增加虹膜识别镜头。特别是 Galaxy S8 和 Note8 正在增加大量前置和虹膜镜头供货。

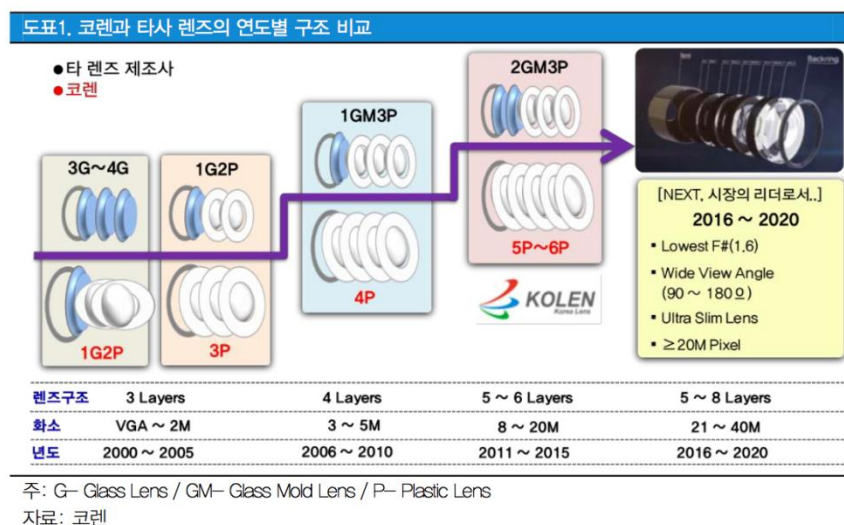
图 2：公司主要客户



资料来源：Koplen 官网、天风证券研究所

高端客户玻塑混合方案成熟，有望扩大应用，预计联创借助品牌能够快速推进高中端向中低端渗透，能够打开市场容量。由于三星 Galaxy S8 和 Note8 的推出，预计 17 年下半年 Koplen 盈利将持续改善。公司从 2000 年开始就推出玻塑混合镜头方案，在 16 年后将进入 5-8P 高像素时代，公司的高端竞争优势将凸显，与联创的玻璃优势完美协同，同时能够增大广角效果并减少厚度。同时延伸进入低端市场，从 9 月开始 Galaxy J 系列镜头量产，预计今年年底将翻番。此外，Galaxy A 系列产品预计将从年底开始销售。从 Note8 开始的双摄像头供应预计将扩大到入门级（Galaxy A-J），镜头供应量有望在明年继续扩大，从产能需求上给了联创极大的机会。

图 3：公司产品演变

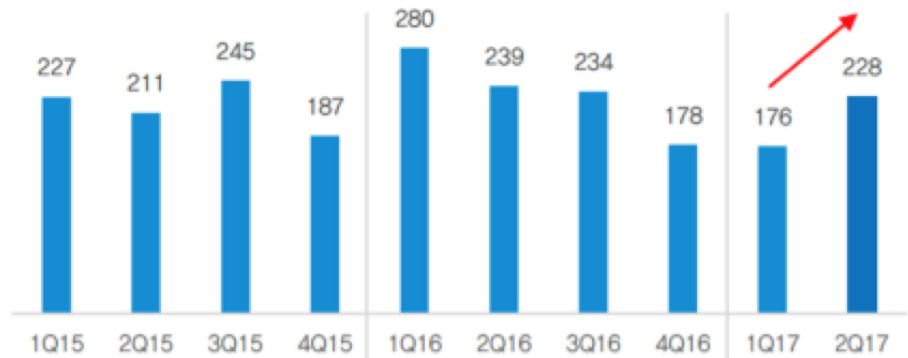


资料来源：Koplen 官网、天风证券研究所

移动业务销售增加，利润结构基本完善。二季度营收为 228 亿元（同比增长-4.6%），营业利润回升。2017 年第二季度合并营业收入同比下降 4.6%至 228 亿韩元，环比上涨 29.5%。主要客户中三星电子占销售额的 85.9%，LG 电子占 12.1%，其他销售额占 1.9%。去年

受客户旗舰机型影响，同时降低了 LG 低端机型的订单，三星电子在 4 月底发布了新的旗舰机型，销售正在复苏。

图 4：公司销售收入（亿韩元）



资料来源：韩国综合审计报告、天风证券研究所

2017 年第二季度，公司实现营业利润 2 亿韩元，同比增长 11 亿韩元。与上季相比，增加了 36 亿韩元。由于中低端竞争和 2016 年客户旗舰机型影响，单季价格下滑，亏损持续到 17 年 1 季度。然而，二季度由于移动销售和韩国持续盈利能力改善，营业利润扭亏，预期 2H 的盈利能力将持续改善。

图 5：公司营业利润（亿韩元）



资料来源：韩国综合审计报告、天风证券研究所

Koplen 目前韩国、中国和菲律宾设厂，降低成本。由于移动行业增长放缓和竞争加剧，公司正在专注盈利改善，保持稳定的利润，已于 2012 年在菲律宾设厂，并已将部分装配线从韩国和中国迁至菲律宾。Kolen 在 2015 年之后持续通过自动化产线来降低成本。过去菲律宾工厂主要生产低价产品，但稳定产量后，从 2015 年开始生产高端镜头，现在涵盖所有型号包括旗舰机型。将原始开发的仿真制造解决方案应用于现有的设计组装过程，从而提高盈利能力和生产率，能够通过模拟将设计和组装的步骤替代，直接将人员和资源节省在开发中，缩短试错阶段，从而提高初始产量。

图 6：公司工厂



资料来源：Koplen 官网、天风证券研究所

AR, VR, IoT 对于光学的需求大增, Koplen 拥有韩国最好的镜头技术, 正在与光学技术领域的全球领先者 ImmerVision 合作, 开发专用 360°全景镜头。目前, AR 镜头已经开发, 该产品正在应用于摩托罗拉, 广达和宏碁等产品, 预计将于 2018 年推出。VR 镜头已经供货 Facebook Oculus。2018 年第一季度预计仍有新品研发推出, 特别是到 2020 年, AR 和 VR 市场预计将迅速增长至 1200 亿和 300 亿美元。同时无人机领域, Kolen 已经开发产品, 预计 2018 年推出产品, Kolen 将提供 12 个 3D 摄像镜头中的 10 个。

图 7：AR 和 VR 市场预测（亿美元）



资料来源：Digi-Capital、天风证券研究所

加速进入物联网领域, 视频图像需求增加。LG Innotek 和其他公司正在开发适用于家用电器（机器人清洁器），车辆（HUD / ADAS），医疗（胶囊内镜）等行业的镜头，产品具有高附加值。预计市场将稳健增长, 未来增长潜力巨大。目前, 手机部分占销售额的 95~98%，Koplen 计划将非移动部门的销售额提高至 20~30%。

图 8：公司产品线扩充



资料来源：Koplen 官网、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	621.87	438.16	400.13	575.59	791.15
应收账款	493.49	800.91	1,144.17	1,254.12	1,492.93
预付账款	25.19	52.01	420.77	197.38	375.29
存货	483.77	648.77	984.52	1,017.34	1,266.28
其他	97.80	163.24	172.91	237.00	284.61
流动资产合计	1,722.12	2,103.09	3,122.50	3,281.43	4,210.25
长期股权投资	32.75	38.49	38.49	38.49	38.49
固定资产	739.79	1,041.08	1,187.06	1,280.63	1,329.74
在建工程	244.72	421.51	288.91	221.34	162.81
无形资产	59.93	59.26	57.56	55.85	54.15
其他	66.78	202.03	97.12	98.33	107.43
非流动资产合计	1,143.96	1,762.37	1,669.14	1,694.64	1,692.62
资产总计	2,866.08	3,865.46	4,791.64	4,976.07	5,902.87
短期借款	608.39	918.02	1,070.39	263.40	80.90
应付账款	314.99	633.54	1,405.49	1,533.18	1,976.64
其他	165.44	332.64	147.05	519.93	413.03
流动负债合计	1,088.82	1,884.21	2,622.93	2,316.51	2,470.57
长期借款	120.00	149.00	51.52	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	90.54	47.48	46.72	61.58	51.93
非流动负债合计	210.54	196.48	98.24	61.58	51.93
负债合计	1,299.36	2,080.69	2,721.17	2,378.09	2,522.50
少数股东权益	150.56	178.86	212.12	255.41	327.71
股本	595.42	582.11	558.04	558.04	558.04
资本公积	439.28	452.60	452.60	452.60	452.60
留存收益	821.02	1,022.03	1,300.31	1,784.53	2,494.63
其他	(439.56)	(450.82)	(452.60)	(452.60)	(452.60)
股东权益合计	1,566.72	1,784.77	2,070.46	2,597.98	3,380.37
负债和股东权益总	2,866.08	3,865.46	4,791.64	4,976.07	5,902.87

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	169.63	228.98	335.40	553.91	817.12
折旧摊销	65.66	85.92	48.32	55.70	61.13
财务费用	13.16	31.06	37.63	22.98	3.61
投资损失	(8.82)	(14.70)	(7.96)	(7.96)	(7.96)
营运资金变动	(91.18)	(375.65)	(336.91)	522.84	(400.19)
其它	(142.80)	196.30	35.01	44.03	73.94
经营活动现金流	5.64	151.89	111.49	1,191.50	547.64
资本支出	604.65	597.30	60.76	65.14	59.65
长期投资	5.88	5.74	0.00	0.00	0.00
其他	(652.82)	(1,252.23)	(112.80)	(137.18)	(101.69)
投资活动现金流	(42.29)	(649.18)	(52.04)	(72.04)	(42.04)
债权融资	738.39	1,118.02	1,142.24	290.51	113.72
股权融资	522.83	(25.94)	(60.07)	(18.45)	(0.05)
其他	(865.74)	(821.93)	(1,179.65)	(1,216.07)	(403.72)
筹资活动现金流	395.49	270.15	(97.48)	(944.01)	(290.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	358.84	(227.13)	(38.03)	175.46	215.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,423.33	2,971.51	5,001.65	7,194.88	9,889.36
营业成本	1,071.89	2,516.71	4,199.89	6,005.57	8,221.03
营业税金及附加	8.79	12.38	26.39	37.45	48.29
营业费用	14.83	19.96	76.53	79.14	100.87
管理费用	152.25	190.16	301.10	423.78	561.72
财务费用	24.52	30.74	37.63	22.98	3.61
资产减值损失	1.76	10.92	4.80	5.83	7.18
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.82	14.70	7.96	7.96	7.96
其他	(17.64)	(29.41)	(15.93)	(15.93)	(15.93)
营业利润	158.11	205.34	363.28	628.09	954.63
营业外收入	33.70	53.46	55.49	47.55	52.17
营业外支出	0.15	0.17	0.33	0.22	0.24
利润总额	191.65	258.63	418.44	675.42	1,006.56
所得税	22.02	29.65	48.03	77.48	115.50
净利润	169.63	228.98	370.41	597.94	891.06
少数股东损益	7.73	18.50	35.01	44.03	73.94
归属于母公司净利润	161.90	210.48	335.40	553.91	817.12
每股收益（元）	0.29	0.38	0.60	0.99	1.46

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	253.75%	108.77%	68.32%	43.85%	37.45%
营业利润	1288.40%	29.88%	76.91%	72.89%	51.99%
归属于母公司净利润	1157.55%	30.01%	59.35%	65.15%	47.52%
获利能力					
毛利率	24.69%	15.31%	16.03%	16.53%	16.87%
净利率	11.37%	7.08%	6.71%	7.70%	8.26%
ROE	11.43%	13.11%	18.05%	23.65%	26.77%
ROIC	22.86%	12.93%	15.69%	21.23%	38.30%
偿债能力					
资产负债率	45.34%	53.83%	56.79%	47.79%	42.73%
净负债率	3.04%	-3.41%	25.33%	45.37%	44.73%
流动比率	1.58	1.12	1.19	1.42	1.70
速动比率	1.14	0.77	0.82	0.98	1.19
营运能力					
应收账款周转率	4.75	4.59	5.14	6.00	7.20
存货周转率	4.45	5.25	6.12	7.19	8.66
总资产周转率	0.75	0.88	1.16	1.47	1.82
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.38	0.60	0.99	1.46
每股经营现金流	0.01	0.27	0.20	2.14	0.98
每股净资产	2.54	2.88	3.33	4.20	5.47
估值比率					
市盈率	75.73	58.25	36.55	22.13	15.00
市净率	8.66	7.63	6.60	5.23	4.02
EV/EBITDA	77.91	38.45	29.20	17.17	11.58
EV/EBIT	101.52	50.02	32.72	18.63	12.32

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com