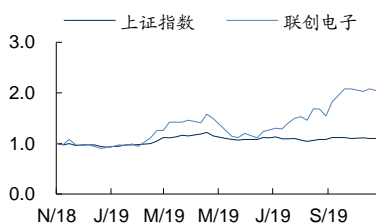


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
联创电子(002036)
买入
2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 10 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 715/711 |
| 总市值/流通(百万元) | 10,765/10,694 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,980/9,660 |
| 12 个月最高/最低(元) | 16.50/6.28 |

相关研究报告:

《联创电子-002036-深度报告: 受益光学镜头升级, 公司迎来长期成长机遇》——2019-09-26

《联创电子-002036-重大事件快评: 通过 Mobileye 认证, 持续看好光学赛道优势与公司的成长性》——2018-07-23

《联创电子-002036-重大事件快评: 光学触显静水流深, 产能扩张厚积薄发》——2018-03-30

《联创电子-002036-光学镜头+触控显示双主业驱动, 三大业务布局助力公司腾飞》——2017-09-25

《宜科科技: 与法国霞日集团产业合资完成, 后续协议量谈判影响公司估值》——2006-06-09

证券分析师: 欧阳仕华

电话: 0755-81981821
 E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

证券分析师: 高峰

电话: 010-88005310
 E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

三季度业绩符合预期, 期待光学新品放量

● 19 年三季度业绩符合预期, 业绩环比改善明显

公司 19 年前三季度实现营收 42.68 亿元, 比上年同期增长 20.59%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.24 亿元, 比上年同期增长 22.42%, 扣非归母净利润 1.88 亿元, 同比增长 26.53%, 业绩符合市场预期。

公司 2019 年前三季度毛利率为 14.64%, 比上年同期增加 2.46 个百分点。净利率 4.86%, 同比减少 0.27 个百分点。19Q3 单季度营收 15.98 亿元, 同比 +19.15%, 19Q3 单季度毛利率 16.03%, 比去年同期增加 2.52 个百分点。

● 光学产业新品逐步放量, 持续培育新的增长点

公司手机镜头及模组出货下游 ODM 大客户, 并显著放量, 未来产能进一步扩大, 产品向中高端持续发展。光学屏下指纹开始批量出货, 预计年底满产并将成为明年的重要增量。此外公司的车载镜头已经通过多家知名汽车电子厂商认证, 并开始批量出货, 公司车载镜头增量潜力足, 订单稳定性及持续性强。未来车载持续放量值得期待。此外公司在高清广角镜头领域已经成为国内外多个知名大客户的主力供应商, 高清广角影像模组已成为新的增长点。

● 触控显示产能持续释放, 全方位布局稳定增长

公司继续紧紧围绕京东方等大客户做战略布局开展深入合作, 扩大了触控显示一体化产品规模, 开发了一批新的一线品牌客户。重庆两江项目产能进一步释放, 产品类型持续丰富, 技术能力不断提升, 不断扩大中尺寸生产线, 产品类型不断拓展, 伴随着产能释放业绩有望逐步提升。公司投资美法思, 共同设立江西智联, 打造无线充电芯片等核心产品, 随着产品方案的完善以及进入量产, 有望持续增厚公司业绩。

● 风险提示。下游整体需求不达预期。光学新产品放量不达预期。触显业务产能释放不达预期。
● 内生外延布局 5G, 业绩高增长潜力足, 维持“买入”评级

我们维持盈利预测, 19/20/21 年实现归母净利润 3.40/5.03/6.58 亿元。EPS 0.48/0.70/0.92 元, 同比增速 38.6%/47.8%/30.7%, 当前股价对应 PE 31.6/21.4/16.4X, 公司估值略高于可比公司平均值, 公司业绩持续改善显著, 光学事儿有望迎来高速增长期, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4,802 | 5,976 | 7,356 | 8,782 |
| (+/-%) | -5.0% | 24.4% | 23.1% | 19.4% |
| 净利润(百万元) | 246 | 340 | 503 | 658 |
| (+/-%) | -13.4% | 38.6% | 47.8% | 30.7% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.45 | 0.48 | 0.70 | 0.92 |
| EBIT Margin | 9.9% | 8.3% | 9.3% | 9.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 11.9% | 14.8% | 19.0% | 21.1% |
| 市盈率(PE) | 33.7 | 31.6 | 21.4 | 16.4 |
| EV/EBITDA | 20.2 | 21.8 | 17.2 | 14.6 |
| 市净率(PB) | 4.02 | 4.67 | 4.05 | 3.46 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

三季报业绩符合预期，期待光学新品放量

19年三季报业绩符合预期，业绩环比改善明显

公司19年前三季度实现营收42.68亿元，比上年同期增长20.59%；实现归属于上市公司股东的净利润2.24亿元，比上年同期增长22.42%，扣非归母净利润1.88亿元，同比增长26.53%，业绩符合市场预期。

公司2019年前三季度毛利率为14.64%，比上年同期增加2.46个百分点。净利率4.86%，同比减少0.27个百分点。

19Q3单季度营收15.98亿元，同比+19.15%，19Q3单季度毛利率16.03%，比去年同期增加2.52个百分点。

表1：公司营收及归母净利润情况

| | 2015年前三季度 | 2016年前三季度 | 2017年前三季度 | 2018年前三季度 | 2019年前三季度 |
|------------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 营收(亿元) | 3.13 | 15.81 | 36.15 | 35.39 | 42.68 |
| 同比增速(%) | 9.06% | 405.31% | 128.59% | -2.10% | 20.59% |
| 归母净利润(亿元) | 0.00 | 1.19 | 1.71 | 1.94 | 2.37 |
| 同比增速(%) | -101.89% | -65626.65% | 43.22% | 13.39% | 22.27% |
| 扣非归母净利(亿元) | 1.11 | 1.33 | 1.50 | 1.83 | 2.24 |
| 同比增速(%) | 916.60% | 19.35% | 12.99% | 22.11% | 22.42% |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

公司19年前三季度实现经营活动现金流净额1.09亿元，同比+211.57%。加权ROE 10.44%，同比去年末增加1.09个百分点。销售期间费用率9.52%，同比增加2.05个百分点。

表2：公司的盈利能力情况

| | 2015年前三季度 | 2016年前三季度 | 2017年前三季度 | 2018年前三季度 | 2019年前三季度 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 毛利率(%) | 12.03 | 17.40 | 11.29 | 12.18 | 14.64 |
| 净利率(%) | 34.29 | 8.85 | 4.46 | 5.13 | 4.86 |
| 销售期间费用率(%) | 12.54 | 9.54 | 6.46 | 7.48 | 9.52 |
| ROE(%) | 16.74 | 8.99 | 9.00 | 9.40 | 10.40 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

19年前三季度公司营业周期206天，同比增加25天。存货周转天数110天，同比增加28天。应收帐周转天数96天，同比减少4天。总资产周转率0.56次，同比减少0.06次。

表3：公司的营运能力

| | 2015年前三季度 | 2016年前三季度 | 2017年前三季度 | 2018年前三季度 | 2019年前三季度 |
|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业周期 | 227 | 237 | 136 | 181 | 206 |
| 存货周转天数 | 143 | 129 | 60 | 81 | 110 |
| 应收账款周转天数 | 84 | 108 | 76 | 100 | 96 |
| 固定资产周转率 | 1.35 | 2.35 | 3.43 | 2.53 | 2.16 |
| 总资产周转率 | 0.29 | 0.50 | 0.85 | 0.61 | 0.56 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

光学产业新品逐步放量，持续培育新的增长点

公司手机镜头及模组出货下游 ODM 大客户，并显著放量，未来产能进一步扩大，产品向中高端持续发展。光学屏下指纹开始批量出货，预计年底满产并将成为明年的重要增量。此外公司的车载镜头已经通过多家知名汽车电子厂商认证，并开始批量产出货，公司车载镜头增量潜力足，订单稳定性及持续性强。未来车载持续放量值得期待。此外公司在高清广角镜头领域已经成为国内外多个知名大客户的主力供应商，高清广角影像模组已成为新的增长点。

触控显示产能持续释放，全方位布局稳定增长

公司继续紧紧围绕京东方等大客户做战略布局开展深入合作，扩大了触控显示一体化产品规模，开发了一批新的一线品牌客户。重庆两江项目产能进一步释放，产品类型持续丰富，技术能力不断提升，不断扩大中尺寸生产线，产品类型不断拓展，伴随着产能释放业绩有望逐步提升。公司投资美法思，共同设立江西智联，打造无线充电芯片等核心产品，随着产品方案的完善以及进入量产，有望持续增厚公司业绩。

业绩显著改善的光学龙头，维持“买入”评级

我们维持盈利预测，19/20/21 年实现归母净利润 3.40/5.03/6.58 亿元。EPS 0.48/0.70/0.92 元，同比增速 38.6%/47.8%/30.7%，当前股价对应 PE 31.6/21.4/16.4X，行业可比公司欧菲光、合力泰 19/20/21 年平均 PE 27/17/14X，公司估值略高于可比公司平均值，公司业绩持续改善显著，光学事儿有望迎来高速成长期，维持“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价(元) | 总市值(亿元) | 预测每股收益 EPS | | | 预测 PE | | |
|-----------|------|--------|---------|------------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | | 19E | 20E | 21E | 19E | 20E | 21E |
| 002036.SZ | 联创电子 | 15.05 | 107.65 | 0.48 | 0.70 | 0.92 | 31.35 | 21.50 | 16.36 |
| 002456.SZ | 欧菲光 | 11.28 | 306.01 | 0.29 | 0.56 | 0.65 | 38.52 | 20.18 | 17.24 |
| 002217.SZ | 合力泰 | 5.64 | 175.77 | 0.49 | 0.53 | 0.76 | 11.45 | 10.72 | 7.44 |
| | 平均值 | | | | | | 27.11 | 17.47 | 13.68 |

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理(联创电子为国信证券经济研究所预测)

风险提示

- 一，宏观经济下行，导致下游整体需求不达预期。
- 二，光学新产品放量不达预期。
- 三，触显业务产能释放不达预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金及现金等价物 | 845 | 850 | 850 | 850 | 营业收入 | 4802 | 5976 | 7356 | 8782 |
| 应收款项 | 1663 | 1801 | 2217 | 2647 | 营业成本 | 4173 | 5159 | 6276 | 7427 |
| 存货净额 | 1046 | 1285 | 1562 | 1851 | 营业税金及附加 | 10 | 13 | 15 | 18 |
| 其他流动资产 | 244 | 299 | 368 | 439 | 销售费用 | 29 | 30 | 37 | 53 |
| 流动资产合计 | 3797 | 4235 | 4997 | 5787 | 管理费用 | 115 | 278 | 341 | 416 |
| 固定资产 | 2452 | 2898 | 3292 | 3641 | 财务费用 | 87 | 109 | 119 | 128 |
| 无形资产及其他 | 73 | 71 | 69 | 67 | 投资收益 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 投资性房地产 | 433 | 433 | 433 | 433 | 资产减值及公允价值变动 | (16) | (15) | (15) | (15) |
| 长期股权投资 | 95 | 115 | 135 | 155 | 其他收入 | (104) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 6850 | 7752 | 8926 | 10083 | 营业利润 | 273 | 378 | 558 | 730 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 1757 | 2149 | 2437 | 2584 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1359 | 1691 | 2056 | 2436 | 利润总额 | 273 | 378 | 559 | 730 |
| 其他流动负债 | 91 | 115 | 140 | 167 | 所得税费用 | 31 | 43 | 64 | 83 |
| 流动负债合计 | 3208 | 3956 | 4633 | 5187 | 少数股东损益 | (4) | (6) | (8) | (11) |
| 长期借款及应付债券 | 1134 | 904 | 904 | 904 | 归属于母公司净利润 | 246 | 340 | 503 | 658 |
| 其他长期负债 | 220 | 370 | 520 | 670 | | | | | |
| 长期负债合计 | 1354 | 1274 | 1424 | 1574 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 4562 | 5229 | 6057 | 6761 | 净利润 | 246 | 340 | 503 | 658 |
| 少数股东权益 | 223 | 219 | 214 | 207 | 资产减值准备 | 5 | 6 | 3 | 3 |
| 股东权益 | 2065 | 2303 | 2655 | 3116 | 折旧摊销 | 161 | 236 | 291 | 336 |
| 负债和股东权益总计 | 6850 | 7752 | 8926 | 10083 | 公允价值变动损失 | 16 | 15 | 15 | 15 |
| | | | | | 财务费用 | 87 | 109 | 119 | 128 |
| | | | | | 营运资本变动 | (392) | 79 | (220) | (231) |
| | | | | | 其它 | (7) | (10) | (8) | (10) |
| | | | | | 经营活动现金流 | 28 | 667 | 584 | 771 |
| | | | | | 资本开支 | (724) | (701) | (701) | (701) |
| | | | | | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (743) | (721) | (721) | (721) |
| | | | | | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 负债净变化 | 286 | (230) | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (91) | (102) | (151) | (197) |
| | | | | | 其它融资现金流 | 848 | 391 | 288 | 148 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 1238 | 59 | 137 | (50) |
| | | | | | 现金净变动 | 523 | 5 | 0 | (0) |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 322 | 845 | 850 | 850 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 845 | 850 | 850 | 850 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (534) | 54 | (21) | 173 |
| | | | | | 权益自由现金流 | 600 | 119 | 162 | 207 |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 每股收益 | 0.45 | 0.48 | 0.70 | 0.92 |
| 每股红利 | 0.17 | 0.14 | 0.21 | 0.28 |
| 每股净资产 | 3.75 | 3.22 | 3.71 | 4.36 |
| ROIC | 10% | 8% | 11% | 12% |
| ROE | 12% | 15% | 19% | 21% |
| 毛利率 | 13% | 14% | 15% | 15% |
| EBIT Margin | 10% | 8% | 9% | 10% |
| EBITDA Margin | 13% | 12% | 13% | 14% |
| 收入增长 | -5% | 24% | 23% | 19% |
| 净利润增长率 | -13% | 39% | 48% | 31% |
| 资产负债率 | 70% | 70% | 70% | 69% |
| 息率 | 1.1% | 1.2% | 1.8% | 2.4% |
| P/E | 33.7 | 31.6 | 21.4 | 16.4 |
| P/B | 4.0 | 4.7 | 4.1 | 3.5 |
| EV/EBITDA | 20.2 | 21.8 | 17.2 | 14.6 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032