

中国科技行业

全球格局迎来转折点

概要。我们首次覆盖中国科技行业选择性看好行业前景，基于市场情绪和市场需求较为疲弱、产品升级进展、行业催化剂及估值水平的综合考虑。在全球贸易紧张局势下，我们重点分析了短期内的行业格局变化（市占率提升、去全球化）与增长动力（出货复苏，规格升级），以及长远产业趋势（5G，物联网，人工智能），整体上我们看好具有增长确定性高、产品和技术领先的龙头科技公司。

- **贸易战下供应链重新洗牌，股价已反映大部份不利因素。**从长远来看，贸易紧张局面将影响全球经济和产业链，以及将加速格局转变和导致供应链脱钩。短期内，我们认为华为被禁的负面影响已经在很大程度上反映在股价上；同时，我们认为华为出货量市场预测的下行空间有限，对比市场预测 2019 年全年华为出货量介于 1.8-2 亿之间，我们预计华为出货量约为 1.82 亿部，而近期三星和小米积极的积极补库存可以减轻华为出货量的影响。
- **5G 大趋势推动长期增长。**尽管短期内存在宏观不利因素，我们期待 5G 会在未来 10 年对全球产生颠覆性影响，而随 5G 衍生的新兴应用（如物联网，人工智能，智能家居等）将成为下一个增长动力。我们预计 5G 智能手机在 2019-21 年出货量分别为 900 万/1.17 亿/2.37 亿部，而技术领先企业能优先抓住发展机遇。建议关注立讯精密、鸿腾精密和东江集团。
- **智能手机/零部件：关注升级趋势及市场份额增加受益者。**随着中国 5G 商用推进，苹果和三星旗舰机型发布以及 OPPO/vivo/小米增补库存，我们认为智能手机供应链有望在 2019 年第三季度筑底反弹，同时行业龙头将抢占更多市场份额，并在 2020-21 年受惠行业复苏。建议关注舜宇光学和通达集团。
- **盈利下调前股价急挫过度反应，预计还有最后一轮盈利下调。**大多数供应链企业的股价自 5 月中美贸易争端和华为被禁事件以来回调 20-30%，考虑到 2019 年下半年整体行业的毛利率继续承压以及宏观不确定性影响销量，我们认为最后一轮的盈利重估将启动，目前我们对 2019 财年每股盈利预测低于市场平均的 5-15%
- **推荐标的。**我们给予立讯精密、舜宇光学、鸿腾精密和通达集团“买入”评级；首推立讯精密和舜宇光学受益于市占率提升及产品升级，鸿腾精密向物联网/智能家居/高规格光通讯产品转型，通达集团潜在的盈利复苏和估值修复。同时，鉴于声学产品升级放缓，我们给予瑞声科技“卖出”评级；在考虑智能手机产品组合及定价策略等因素后，给予小米集团“持有”评级。

估值表

公司名称	股份代码	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率	市帐率	股本回报率
			(港元)	(当地货币)	空间	2019E	2019E	2019E
舜宇光学	2382 HK	买入	69.4	88.6	28%	22.0	5.8	26.0
立讯精密	002475 CH	买入	21.0	32.1	53%	22.6	4.3	21.3
鸿腾精密	6088 HK	买入	3.0	3.87	29%	9.8	1.2	12.0
通达集团	698 HK	买入	0.6	0.76	29%	4.6	0.5	12.0
东江集团	2283 HK	买入	3.8	4.7	23%	7.9	2.4	32.0
瑞声科技	2018 HK	卖出	42.1	33.8	-20%	14.9	2.2	15.1
小米集团	1810 HK	持有	9.6	9.3	-3%	18.6	2.3	15.0
比亚迪电子	285 HK	持有	11.9	10.6	12%	9.8	1.2	12.0
丘钛科技	1478 HK	持有	5.8	5.1	-12%	25.1	2.4	12.3
歌尔声学	002241 CH	持有	7.9	9.1	14%	19.9	1.6	8.1

数据源：公司及招银国际证券预测

同步大市（首次覆盖）

中国科技行业

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

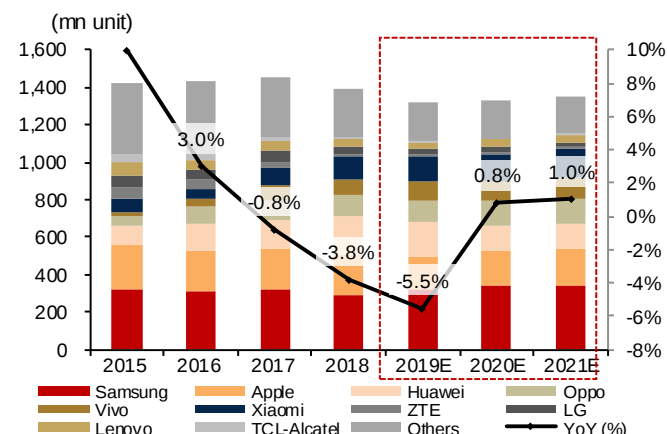
张雅涵

(852) 3761 8780
iriszhang@cmbi.com.hk

请登录 2019 年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：
<https://euromoney.com/brokers>

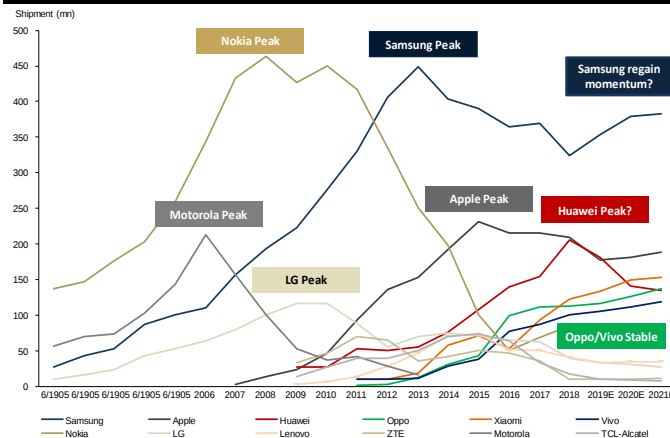
重要图表

图 1: 全球智能手机市场 2020 年重回上行轨道



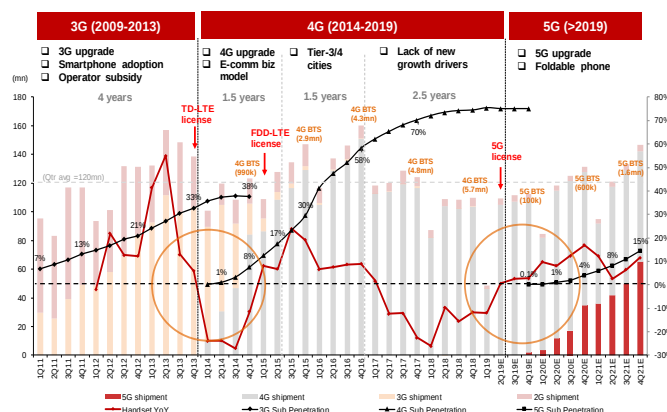
资料来源：IDC 及招银国际证券预测

图 2: 智能手机市场竞争格局重新洗牌



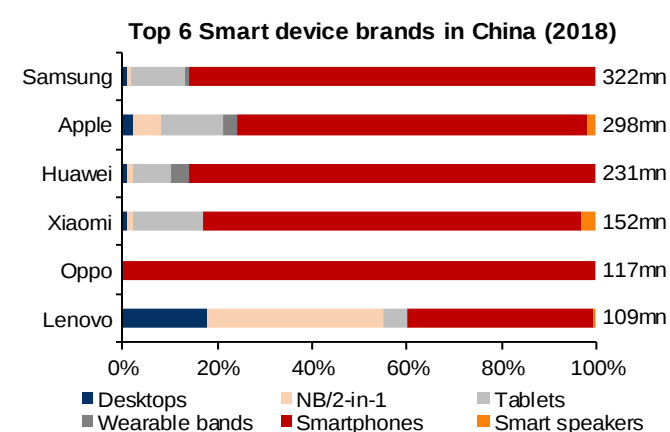
资料来源：Counterpoint, IDC 及招银国际证券预测

图 3: 中国 5G 商用加速将是 2019 年第三季度主要催化剂



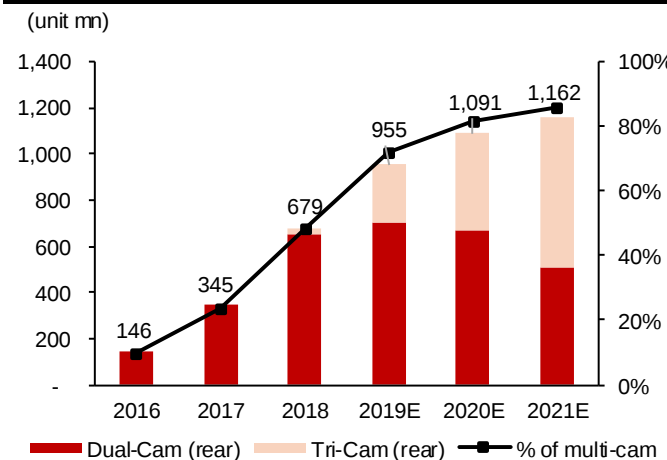
资料来源：IHS 及招银国际证券预测

图 4: 物联网成为下一个蓝海市场



资料来源：GFK 及招银国际证券预测

图 5: 多摄出货量增长动力强劲



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 6: 产业链企业产品及厂商一览

	主流智能手机品牌					新兴产品布局			
	苹果	华为	三星	OPPO/vivo/小米		车用	物联网	人工智能	5G
瑞声科技	X	X	X	X			X		X
鸿腾精密	X			X		X	X		X
舜宇光学		X	X	X		X	X	X	X
比亚迪电子	X	X	X	X		X	X		X
通达集团	X	X	X	X		X	X		X
丘钛科技				X				X	X
东江集团	X					X	X		
信利国际		X	X	X		X	X		X
高伟电子	X							X	
立讯精密	X	X	X	X		X	X		X
歌尔声学	X	X	X	X			X		
欧菲光	X	X	X	X		X	X	X	
蓝思科技	X	X	X	X		X	X		X

资料来源：公司及招银国际证券预测

推荐标的

舜宇光学 (2382 HK, 买入, 目标价: 88.6 港元)

我们首次覆盖舜宇光学, 给予“买入”评级, 目标价 88.6 港元。我们认为当前股价已完全反映了华为被禁给公司带来的负面影响; 而三星和小米积极的订单增量可部分抵消华为订单, 公司有望在第三季度筑底反弹。此外, 随着多摄和 3D 感应等应用渗透率持续提升, 光学镜头升级周期仍将保持强劲势头。自 5 月股价急挫 30% 后, 当前对应 2020 年市盈率为 17.2 倍, 极具吸引。我们分别给予手机摄像模组/手机镜头/车载镜头业务 15 倍/25 倍/30 倍市盈率, 综合得出目标价 88.6 港元, 对应 28% 上行空间。

立讯精密 (002475 CH, 买入, 目标价: 32.1 人民币)

我们首次覆盖立讯精密, 给予“买入”评级, 目标价 32.1 人民币。公司拥有丰富的产品线和收购整合经验, 我们相信公司有望优先受益于由 5G 和无线技术引领的升级浪潮, 能在贸易争端下抢占更多市场份额并不断推出新产品, 进一步提升盈利能力。我们给予公司目标价 32.1 人民币, 对应 25 倍的 2020 年预测市盈率, 较五年历史均值 (28 倍) 有 11% 折让。

鸿腾精密 (6088 HK, 买入, 目标价: 3.87 港元)

我们首次覆盖鸿腾精密, 给予“买入”评级, 目标价 3.87 港元。公司正积极向新兴产业转型, 并持续受益于 400G 光通讯产品、物联网/智能家居以及汽车电子的升级。我们预计公司收入/每股盈利将在 2019-21 年分别以 12%/14% 复合年化增长率成长, 毛利率也将因产品结构转变得显著改善。我们给予公司目标价 3.87 港元, 对应 11 倍的 2020 年预测市盈率, 较两年历史均值 (15 倍) 有 24% 折让。

通达集团 (698 HK, 买入, 目标价: 0.76 港元)

我们首次覆盖通达集团, 给予“买入”评级, 目标价 0.76 港元。我们受惠于大客户三星和小米的份额提升、苹果快充转换器推出、以及 5G 驱动机壳和天线升级, 我们预计公司收入将在 2019-21 年以 20% 复合年化增长率成长, 而前三大客户小米/苹果/三星将分别贡献 2019 年 30%/18%/10% 的收入。基于 5 倍 2020 年预测市盈率而定, 我们给予公司目标价 0.76 港元, 对应 5 倍的 2020 年市盈率, 相对同业平均的 7.8 倍存在 36% 折让, 较五年历史均值 (7.2 倍) 向下一个标准差低 31%。

东江集团 (2283 HK, 买入, 目标价: 4.7 港元)

我们首次覆盖东江集团, 给予“买入”评级, 目标价 4.7 港元。东江集团是全球领先的一站式注塑解决方案供应商, 我们期望公司在未来几年持续受益于智能家居 (Google/Amazon)、无线蓝牙耳机 (Jabra)、以及可穿戴配件 (苹果/ Otterbox) 的渗透加速, 并预测公司 2019-21 年收入/净利润复合年化增长率为 17%/18%。我们给予公司目标价 4.7 港元, 对应 8.2 倍的 2020 年预测市盈率, 与五年历史均值水平相当。

瑞声科技 (2018 HK, 卖出, 目标价: 35.8 港元)

我们首次覆盖瑞声科技, 给予“卖出”评级, 目标价 35.8 港元。我们认为声学/电磁传动结构件的单价及利润率及弹出式摄像头趋势放缓, 令公司的 2019 年下半年收入增长将继续承压, 我们给出的 2019-21 年预测每股收益较市场一致预期低 13%-15%。考虑到 2020-21 年预测收入增长放缓以及行业竞争加剧, 我们给予公司目标价 35.8 港元, 对应 12 倍的 2020 年预测市盈率, 与五年历史均值向下一个标准差水平相当, 较当前股价仍存在 15% 的下行空间。

图 7: 中国科技行业同业估值对比

公司名称	股票代码	评级	市值	股价	目标价	上行/下行	市盈率 (倍)		市净率 (倍)		股本回报率 (%)	
			(百万美元)	(当地货币)	(当地货币)	空间	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
港股上市企业												
舜宇光学	2382 HK	买入	9,715	69.35	88.60	28%	22.0	17.3	5.8	4.7	26.0	27.0
鸿腾精密	6088 HK	买入	2,595	3.00	3.87	29%	9.8	8.5	1.2	1.1	12.0	13.0
通达集团	698 HK	买入	488	0.59	0.76	29%	4.6	3.9	0.5	0.5	12.0	13.0
东江集团	2283 HK	买入	407	3.82	4.70	23%	7.9	6.6	2.4	2.4	32.0	37.0
瑞声科技	2018 HK	卖出	6,498	42.10	33.80	-20%	14.9	12.5	2.2	2.0	15.1	16.1
小米集团	1810 HK	持有	29,392	9.58	9.30	-3%	18.6	14.0	2.3	1.9	15.0	16.0
丘钛科技	1478 HK	持有	842	5.77	5.10	-12%	25.1	17.8	2.4	2.1	12.3	15.1
比亚迪电子	285 HK	持有	3,056	10.62	11.90	12%	12.2	11.0	1.5	1.4	13.0	13.0
联想集团	992 HK	未评级	8,746	5.70	NA	NA	14.6	11.0	2.1	1.9	15.6	18.7
巨腾国际	3336 HK	未评级	286	1.92	NA	NA	8.0	5.7	0.3	0.3	4.4	6.5
富智康集团	2038 HK	未评级	913	0.87	NA	NA	-	11.1	0.4	0.4	-	3.8
高伟电子	1415 HK	未评级	146	1.37	NA	NA	7.3	6.7	0.4	0.4	5.8	5.8
信利国际	732 HK	未评级	471	1.12	NA	NA	4.8	5.0	0.4	0.4	5.2	7.8
中芯国际	981 HK	未评级	5,355	8.30	NA	NA	75.7	62.4	0.9	0.9	1.2	1.6
长飞光纤	6869 HK	未评级	2,824	15.86	NA	NA	10.2	10.2	1.3	1.2	11.4	11.0
昂纳集团	877 HK	未评级	426	4.16	NA	NA	10.6	8.8	1.2	1.1	12.5	13.3
均值							16.4	13.3	1.6	1.4	12.9	13.7
A 股上市企业												
立讯精密	002475 CH	买入	12,479	21.00	32.10	53%	22.6	16.3	4.3	3.4	21.3	22.6
歌尔声学	002241 CH	持有	3,684	7.86	9.10	14%	19.9	16.5	1.6	1.5	8.1	9.3
信维通信	300136 CH	未评级	3,224	23.00	NA	NA	16.7	12.8	4.4	3.3	28.5	27.1
京东方	000725 CH	未评级	16,790	3.39	NA	NA	28.1	18.8	1.2	1.2	4.5	6.4
大族激光	002008 CH	未评级	5,132	33.79	NA	NA	19.5	14.4	3.6	3.0	18.1	20.8
蓝思科技	300433 CH	未评级	3,839	6.77	NA	NA	16.0	12.6	1.5	1.3	9.8	11.1
合力泰	002217 CH	未评级	2,566	5.70	NA	NA	8.1	9.7	1.4	1.2	12.5	12.6
欧菲光	002456 CH	未评级	3,052	7.79	NA	NA	10.4	8.1	1.8	1.5	17.5	18.6
长盈精密	300115 CH	未评级	1,288	9.80	NA	NA	23.5	16.4	1.9	1.7	8.5	11.7
均值							18.3	14.0	2.4	2.0	14.3	15.6

资料来源：彭博及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。