

舜宇光學 (2382 HK, HK\$11.86, 目標價: HK\$11.54, 持有) - 邊際利率開始受壓

- ❖ 12 月手機照相模組出貨受客戶產品延遲及競爭加劇的打擊。因一些客戶機款的推出被推遲到 15 年第一季，加上與歐菲光 (002456 CH) 和光寶 (2301 TW) 的競爭越趨激烈，十二月手機照相模組 (HCM) 出貨量環比下降 21.5% 至 1,400 萬顆。14 財年總 HCM 出貨量達到 1.87 億顆，同比增長 41%，略高於管理預期的 40% 增長。
- ❖ 預計 15 年 HCM 的定價和毛利率壓力將更大。展望 2015 年，歐菲光將大幅擴大其 HCM 的產能，我們認為舜宇將面對巨大的定價和毛利率壓力。舜宇成功開發有光學圖像穩定器 (OIS) 功能的 HCM，這將有助於減少圖像模糊，也將緩解部分定價和毛利率壓力。然而，即使有 OIS 功能的 HCM 享有較高的平均售價及毛利率，目前中國智慧手機廠商只會將其應用到高端智慧手機機型。我們相信 2015 年 HCM 供應過剩的風險將超過推出 OIS 的得益，我們下調 15 財年光電業務的毛利率預估達 1.0 百分點至 11.8%。
- ❖ 12 月手機鏡頭出貨量偏弱，因客戶推遲產品推出。因一些客戶推遲產品發布至 15 年第一季，舜宇 12 月手機鏡頭 (HLS) 出貨環比下降 17.1% 至 1,450 萬顆。14 財年 HLS 總出貨達 1.2 億顆，同比大幅增長 117.1%，超過公司 HLS 出貨翻一番的目標。我們認為可觀的增長應歸功於：1) 一個韓國客戶的出貨量顯著增長；2) 與柯尼卡美能達上海 HLS 廠房整合，顯著提高產能；以及 3) 內部 HLS 需求增加。展望 2015 年，因高像素攝像頭的需求依然強勁，我們預計舜宇將延續其像素升級的策略。
- ❖ 下調目標價及評級。我們預期 HCM 部門在 2015 年將面對更激烈的競爭，因為 1) 低至中端智能手機的增長動能開始減慢；2) 競爭對手積極擴大產能。即使 HLS 和 HCM 部門產品結構均見改善，惟可能不足以完全緩解毛利率壓力。我們下調了 14 及 15 財年的毛利率預測分別達 0.2 和 0.9 個百分點至 15.3 % 和 15.1%。同時也下調了 14 及 15 財年的淨利潤預測分別達 2.4% 和 6.5 % 至人民幣 6.44 億和人民幣 7.79 億。我們依然以 13 倍 15 財年市盈率為公司估值，並將目標價由港幣 12.65 元調降至港幣 11.54 元，有 2.7% 的下行風險。我們認為公司現價合理並將評級從「買入」調降至「持有」。

舜宇光學 (2382 HK)

評級	持有
收市價	11.86 港元
目標價	11.54 港元
市值 (港幣百萬)	13,010
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	70.18
52 周高/低 (港幣)	14.5/6.1
發行股數 (百萬股)	1,097
主要股東	舜旭有限公司 (38.4%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-6.9%	-11.0%
3 月	-3.6%	-8.1%
6 月	14.3%	13.7%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬人民幣)	3,984	5,813	8,831	10,967	13,185
淨利潤 (百萬人民幣)	346	440	644	779	967
每股收益 (人民幣)	0.36	0.44	0.59	0.71	0.88
每股收益變動 (%)	61.3	23.1	32.6	20.9	24.1
市盈率 (x)	26.4	20.9	16.2	13.4	10.8
市帳率 (x)	4.7	3.2	3.6	3.0	3.1
股息率 (%)	1.1	1.4	1.9	2.3	2.8
權益收益率 (%)	17.9	15.4	22.5	24.7	25.3
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	6.4	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	3,984	5,813	8,831	10,967	13,185
光学零件	1,309	1,164	1,643	1,955	2,356
光电产品	2,491	4,416	6,965	8,771	10,568
光学仪器	185	233	223	241	261
销售成本	(3,243)	(4,846)	(7,478)	(9,312)	(11,179)
毛利	741	967	1,353	1,654	2,006
研发费用	(163)	(251)	(344)	(439)	(527)
销售费用	(64)	(88)	(93)	(104)	(119)
管理费用	(150)	(166)	(216)	(252)	(290)
其他营运收入/费用	20	32	17	22	26
息税前收益	384	494	718	881	1,096
息税及折旧摊销前收益	489	623	879	1,075	1,315
利息收入	26	18	61	61	67
融资成本	(3)	(7)	(15)	(18)	(16)
其他非营运收入/费用	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	397	504	763	923	1,145
所得税	(58)	(64)	(118)	(143)	(178)
非控制股东权益	7	(0)	(0)	(0)	(1)
净利润	346	440	644	779	967

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	735	899	1,213	1,307	1,427
物业、厂房及设备	646	785	1,039	1,091	1,168
递延税款资产	2	4	6	7	8
无形资产	0	0	0	0	0
其他	87	110	168	208	250
流动资产	2,267	3,766	4,658	5,623	6,743
现金及现金等价物	243	709	618	694	723
存货	748	768	1,229	1,582	1,960
应收贸易款项	901	1,172	1,815	2,374	2,890
其他	375	1,118	996	973	1,170
流动负债	1,052	1,782	2,974	3,442	3,944
借债	103	489	859	759	659
应付贸易账款	939	1,257	2,049	2,602	3,185
其他	11	36	67	81	100
非流动负债	18	23	32	34	36
借债	0	0	0	0	0
递延税款负债	6	6	9	11	13
其他	12	18	23	23	23
少数股东权益	10	10	15	19	23
净资产总值	1,922	2,850	2,850	3,435	4,167
股东权益	1,922	2,850	2,850	3,435	4,167

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	384	494	718	881	1,096
折旧和摊销	106	129	162	195	220
营运资金变动	(111)	(691)	(632)	(321)	(489)
利息支出	(3)	(7)	(15)	(18)	(16)
利息收入	26	18	61	61	67
税款支出	(59)	(66)	(117)	(142)	(177)
其他	(85)	790	(1)	(2)	(2)
经营活动所得现金净额	257	668	175	653	699

购置固定资产	(262)	(268)	(417)	(246)	(296)
其他	83	(771)	(57)	(41)	(42)
投资活动所得现金净额	(180)	(1,039)	(474)	(287)	(338)

股本的变化	0	770	0	0	0
银行贷款变动	23	386	370	(100)	(100)
其他	(108)	(319)	(128)	(190)	(231)
融资活动所得现金净额	(85)	837	242	(290)	(331)

现金增加净额	(8)	466	(57)	76	29
年初现金及现金等价物	252	243	709	618	694
年末现金及现金等价物	243	709	618	694	723

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
光学零件	32.9	20.0	18.6	17.8	17.9
光电产品	62.5	76.0	78.9	80.0	80.2
光学仪器	4.6	4.0	2.5	2.2	2.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	18.6	16.6	15.3	15.1	15.2
息税及折旧摊销前收益率	12.3	10.7	10.0	9.8	10.0
营业利润率	9.6	8.5	8.1	8.0	8.3
净利润率	8.7	7.6	7.3	7.1	7.3
有效税率	14.7	12.6	15.5	15.5	15.5

增长 (%)

收入增长	59	46	52	24	20
毛利增长	42	30	40	22	21
息税前收益增长	67	29	45	23	24
净利润增长	61	27	46	21	24

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	2.1	1.6	1.6	1.7
速动比率 (x)	1.4	1.7	1.2	1.2	1.2
平均应收账款周转天数	83	74	75	79	80
平均存货周转天数	84	58	60	62	64
平均应付账款周转天数	106	95	100	102	104
现金周期	61	37	35	39	40
净负债/权益比率 (%)	(7)	(8)	8	2	(2)

回报率 (%)

资本回报率	17.9	15.4	22.5	24.7	25.3
资产回报率	11.5	9.4	11.0	12.2	12.8

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.44	0.59	0.71	0.88
每股账面值	2.01	2.88	2.61	3.15	3.82
每股股息	0.11	0.13	0.18	0.21	0.27

来源：公司资料，招银国际预测

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。