

舜宇光学 (2382 HK, HK\$8.39, 目标价: HK\$7.72, 持有) - 13 年上半年毛利率可能面临下降压力

- ❖ **忧虑毛利率表现。**在我们 3 月 12 日发表名为“12 财年业绩表现出色，惟利润率下降隐忧浮现”的报告中指出，我们已开始担心手机相机模组（HCM）部门毛利率逐渐受压。在我们和管理层最近的电话会议上，管理层亦表示 13 财年上半年 HCM 部门开始面临毛利率压力。这是因为：1) 低像素产品市场竞争激烈，拖累产品售价；2) 13 年第二季开始为华为的巨额订单出货，此批订单毛利率相对较低。我们预测以 HCM 产品为主的光电产品部门在 13 年上半年的毛利率将同比减少 2.5 个百分点至 12.5%。此外，我们预计毛利率较低的光电产品部门营销增长将超过其他业务分部，这将拖累整体毛利率。我们预计 13 财年上半年的整体毛利率将从 12 财年上半年的 19.2% 下降至 15.8%。
- ❖ **HCM 产品结构升级已上轨道。**由高像素产品带动强劲需求，舜宇光学五月份 HCM 出货量达 1,220 万颗，同比增长 66.9%。五月份 5 百万及以上像素模组占 HCM 出货的 53% 左右，比第一季的 44.5% 占比显著上升。五月份 5 百万、8 百万和 1,400 万像素模组分别占 HCM 出货的 30%，20% 和 4%。
- ❖ **新客户将在 13 财年下半年拉升手机镜头出货。**13 年首五个月手机镜头（HLS）出货量仅达 1,990 万件，同比下降 40.9%。五月份 HLS 的产能利用率仅达 50%。惟公司已接获某韩国客户的巨额订单，将在 13 年提供 2,000 万件 HLS，并在六月份已开始出货。上半年未使用的产能乃为该订单而保留。该韩国客户的订单以 8 百万像素 HLS 为主，配以少量 5 百万像素 HLS。我们相信该批订单将会显著改善舜宇光学 HLS 的产品组合。我们预计 5 百万及以上像素 HLS 的出货比例将从 13 财年第一季的 19.3% 提升至 13 财年全年的 45%。
- ❖ **球面镜片需求乏善可陈。**数码相机市场疲弱，舜宇光学球面镜片的需求自 12 财年下半年以来一直疲软。13 年首五个月舜宇光学的球面镜片出货仅达 1,420 万件，同比下降 47.7%。我们预计 13 财年球面镜片总出货将同比下降 42.5%。
- ❖ **在产品结构快速升级的前提下，我们对公司的长远前景依然保持乐观态度。**然而，我们担心低像素的产品售价受压，毛利率下降的风险将大大影响 13 财年上半年的业绩。该股目前估值为 14.1 倍 13 财年市盈率，为 3 年历史市盈率范围（4 倍 - 20 倍）的高端。我们引用 13 倍 13 财年市盈率为公司估值，并将目标价由港币 6.96 上调至港币 7.72，有 8.0% 的下跌风险。我们认为股价已充分反映利好因素并维持持有评级。

财务资料

(截至 12 月底)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额 (百万人民币)	2,499	3,984	5,920	7,429	9,050
净利润 (百万人民币)	215	346	452	606	743
每股收益 (人民币)	0.22	0.36	0.47	0.63	0.77
每股收益变动 (%)	51.7	61.3	30.4	34.3	22.5
市盈率 (x)	31.7	18.7	14.1	10.5	8.6
市帐率 (x)	4.1	3.3	2.8	2.3	1.9
股息率 (%)	1.0	1.6	2.1	2.9	3.5
权益收益率 (%)	12.8	17.9	19.8	22.0	24.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	18.6	21.7	13.4

来源: 公司及招银国际研究部

舜宇光学 (2382 HK)

评级	持有
收市价	8.39 港元
目标价	7.72 港元
市值 (港币百万)	8,390
过去 3 月平均交易 (港币百万)	82.78
52 周高/低 (港币)	11.78/2.62
发行股数 (百万股)	1,000
主要股东	舜旭有限公司 (42.2%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	-20.1%	-17.3%
3 月	-9.5%	-5.7%
6 月	52.8%	71.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	2,499	3,984	5,920	7,429	9,050
光学零件	1,128	1,309	1,442	1,711	2,018
光电产品	1,193	2,491	4,224	5,356	6,497
光学仪器	178	185	254	362	536
销售成本	(1,976)	(3,243)	(4,956)	(6,214)	(7,592)
毛利	523	741	964	1,216	1,458
研发费用	(131)	(163)	(226)	(253)	(299)
销售费用	(59)	(64)	(74)	(82)	(100)
管理费用	(123)	(150)	(183)	(215)	(244)
其他营运收入/费用	19	20	35	44	54
息税前收益	229	384	516	710	869
息税及折旧摊销前收益	335	489	658	890	1,069
利息收入	44	26	15	11	9
融资成本	(3)	(3)	(12)	(24)	(24)
其他非营运收入/费用	(31)	(9)	(13)	(16)	(20)
税前利润	240	397	506	681	834
所得税	(38)	(58)	(76)	(102)	(125)
非控制股东权益	14	7	22	28	34
净利润	215	346	452	606	743

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	553	735	1,134	1,285	1,267
物业、厂房及设备	489	646	1,002	1,118	1,064
递延税款资产	1	2	2	3	4
无形资产	0	0	0	0	0
其他	63	87	130	163	199
流动资产	1,822	2,267	3,281	4,106	4,934
现金及现金等价物	252	243	178	203	157
存货	472	748	1,086	1,413	1,768
应收贸易款项	627	901	1,460	1,791	2,157
其他	471	375	557	699	851
流动负债	671	1,052	2,091	2,560	2,802
借债	62	103	583	753	553
应付贸易账款	599	939	1,494	1,787	2,226
其他	9	11	15	20	24
非流动负债	24	18	41	73	75
借债	17	0	20	50	50
递延税款负债	6	6	8	10	13
其他	1	12	12	12	12
少数股东权益	20	10	15	19	23
净资产总值	1,661	1,922	2,268	2,739	3,300
股东权益	1,661	1,922	2,268	2,739	3,300

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业利润	229	384	516	710	869
折旧和摊销	106	106	142	180	200
营运资金变动	(228)	(111)	(521)	(501)	(431)
利息支出	(3)	(3)	(12)	(24)	(24)
利息收入	44	26	15	11	9
税款支出	(39)	(59)	(74)	(101)	(124)
其他	(37)	(598)	9	11	14
经营活动所得现金净额	72	(257)	74	286	513
购置固定资产	(170)	(262)	(497)	(297)	(146)
其他	257	568	(42)	(33)	(36)
投资活动所得现金净额	88	306	(540)	(330)	(182)
股本的变化	(20)	0	0	0	0
银行贷款变动	(31)	23	500	200	(200)
其他	(46)	(81)	(100)	(132)	(178)
融资活动所得现金净额	(97)	(58)	400	68	(378)
现金增加净额	63	(8)	(65)	25	(46)
年初现金及现金等价物	188	252	243	178	203
年末现金及现金等价物	252	243	178	203	157

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY14E
销售组合 (%)					
光学零件	45.1	32.9	24.4	23.0	22.3
光电产品	47.7	62.5	71.4	72.1	71.8
光学仪器	7.1	4.6	4.3	4.9	5.9
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	20.9	18.6	16.3	16.4	16.1
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.3	11.1	12.0	11.8
营业利润率	9.2	9.6	8.7	9.6	9.6
净利润率	8.6	8.7	7.6	8.2	8.2
有效税率	15.8	14.7	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	37	59	49	25	22
毛利增长	33	42	30	26	20
息税前收益增长	47	67	35	38	22
净利润增长	50	61	30	34	22

资产负债比率

流动比率 (x)	2.7	2.2	1.6	1.6	1.8
速动比率 (x)	2.0	1.4	1.0	1.1	1.1
平均应收账款周转天数	92	83	90	88	87
平均存货周转天数	87	84	80	83	85
平均应付账款周转天数	111	106	110	105	107
现金周期	68	61	60	66	65
净负债/权益比率 (%)	(10)	(7)	19	22	13

回报率 (%)

资本回报率	12.8	17.9	19.8	22.0	24.4
资产回报率	9.1	11.5	10.2	11.2	12.8

每股数据 (人民币)

每股利润	0.22	0.36	0.47	0.63	0.77
每股账面值	1.74	2.01	2.37	2.87	3.45
每股股息	0.07	0.11	0.14	0.19	0.23

来源：公司资料，招银国际预测

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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，并可能会受标的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上责任。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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商投资者

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。