

## 舜宇光学 (2382 HK, HK\$8.05, 目标价: HK\$10.00, 买入) - 前景亮丽

- ❖ **13年下半年业绩强劲。**因手机照相模组(HCM)的需求强劲,舜宇13年下半年的营收按年上升36.7%至人民币30.3亿元。毛利率则收缩0.7个百分点至17.4%,因毛利率相对较低的HCM业务占销售比增加。然而光学元件业务的毛利率则上升了3.1个百分点至26.3%,因高毛利(毛利率约40%)的车载镜头产品销量飙升。研发费用占销售比则增加了0.6个百分点至4.9%,以积累技术用于各种产品线、促进产品升级。13年下半年因规模效应显著,营业成本占销售额比同比下降了0.2个百分点至8.7%。13年下半年净利润达人民币2.4亿,同比增长28.4%。建议派发末期股息为每股人民币0.105元,派息比率达30%。
- ❖ **像素升级成功。**舜宇成功升级手机镜头(HLS)和HCM的产品结构。13财年八百万或以上像素的HLS和HCM产品分别占各自总出货量的8.6%及21.3%,比12财年的0.1%和5.7%大幅上升。舜宇将在14财年供应某韩国客户每月四百万个HLS(主要为八百万像素产品)。受该韩国客户的订单影响,我们估计14财年公司八百万或以上像素的HLS出货比例将进一步增加至总出货量的30%。我们也预计14财年八百万或以上像素的HCM出货比例将达到总出货量的40%,因国内智能手机制造商,如华为和中兴(763 HK)对高像素HCM的需求殷切。像素升级成功将有助于舜宇在激烈的市场竞争下提高平均售价和维持毛利率。我们预计14财年毛利率为16.5%,同比小幅下降0.1个百分点。
- ❖ **光学产品多样化。**舜宇自定位为光学技术专家,而非智能手机组件制造商。公司在车载镜头市场已取得全球领先地位。舜宇在13年已占到全球车载镜头市场份额的28.7%,并有望在14年进一步提高至30%以上。除了车载镜头,舜宇在3D运动传感方面也取得了突破,公司成为Google“Project Tango”开发项目的其中一个合作伙伴,“Project Tango”专注于开发智能手机的3D动作追踪和3D制图。我们预计舜宇将负责开发该项目的3D动作感应器模组。我们预计这有可能成为舜宇与Google两家公司进一步合作的契机。
- ❖ **舜宇成功打入高像素市场,我们也同意公司的车载镜头和3D动作互动模组前景皆十分亮丽。**我们调高14及15财年的净利润预测分别达3.8%和8.9%至人民币6.6亿和人民币8.2亿。我们以13倍14财年市盈率为公司估值,并将目标价由港币7.72元提升至港币10.00元,有24.2%的上升空间。我们将评级由「持有」上调至「买入」。

## 财务资料

(截至12月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万人民币)	3,984	5,813	8,063	9,917	11,576
净利润(百万人民币)	346	440	655	824	1,004
每股收益(人民币)	0.36	0.44	0.60	0.76	0.92
每股收益变动(%)	61.3	23.1	35.4	25.9	21.8
市盈率(x)	17.9	14.2	10.5	8.3	6.8
市帐率(x)	3.2	2.2	2.0	1.7	1.8
股息率(%)	1.7	2.1	2.9	3.6	4.4
权益收益率(%)	17.9	15.4	19.3	22.3	22.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源:公司及招銀国际研究部

## 舜宇光学 (2382 HK)

评级	买入
收市价	8.05 港元
目标价	10.00 港元
市值(港币百万)	8,831
过去3个月平均交易(港币百万)	44.11
52周高/低(港币)	11.78/6.1
发行股数(百万股)	1,097
主要股东	舜旭有限公司(38.4%)
来源:	彭博

## 股价表现

	绝对	相对
1月	24.6%	22.8%
3月	14.5%	21.4%
6月	-9.8%	-5.5%

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>3,984</b>	<b>5,813</b>	<b>8,063</b>	<b>9,917</b>	<b>11,576</b>
光学零件	1,309	1,164	1,701	2,145	2,682
光电产品	2,491	4,416	6,086	7,427	8,485
光学仪器	185	233	276	345	408
<b>销售成本</b>	<b>(3,243)</b>	<b>(4,846)</b>	<b>(6,733)</b>	<b>(8,281)</b>	<b>(9,634)</b>
<b>毛利</b>	<b>741</b>	<b>967</b>	<b>1,330</b>	<b>1,636</b>	<b>1,942</b>
研发费用	(163)	(251)	(363)	(426)	(498)
销售费用	(64)	(88)	(113)	(139)	(150)
管理费用	(150)	(166)	(194)	(228)	(266)
其他营运收入/费用	20	32	45	55	64
<b>息税前收益</b>	<b>384</b>	<b>494</b>	<b>705</b>	<b>898</b>	<b>1,092</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>489</b>	<b>623</b>	<b>867</b>	<b>1,092</b>	<b>1,311</b>
利息收入	26	18	62	64	76
融资成本	(3)	(7)	(10)	(8)	(5)
其他非营运收入/费用	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>税前利润</b>	<b>397</b>	<b>504</b>	<b>757</b>	<b>954</b>	<b>1,162</b>
所得税	(58)	(64)	(110)	(138)	(168)
非控制股东权益	7	(0)	7	9	11
<b>净利润</b>	<b>346</b>	<b>440</b>	<b>655</b>	<b>824</b>	<b>1,004</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**资产负债表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>735</b>	<b>899</b>	<b>1,198</b>	<b>1,286</b>	<b>1,387</b>
物业、厂房及设备	646	785	1,039	1,091	1,159
递延税款资产	2	4	5	6	7
无形资产	0	0	0	0	0
其他	87	110	153	188	220
<b>流动资产</b>	<b>2,267</b>	<b>3,766</b>	<b>4,509</b>	<b>5,438</b>	<b>6,472</b>
现金及现金等价物	243	709	573	683	806
存货	748	768	1,107	1,475	1,742
应收贸易款项	901	1,172	1,767	2,228	2,696
其他	375	1,118	1,061	1,052	1,228
<b>流动负债</b>	<b>1,052</b>	<b>1,782</b>	<b>2,296</b>	<b>2,681</b>	<b>3,055</b>
借债	103	489	389	289	189
应付贸易账款	939	1,257	1,845	2,314	2,771
其他	11	36	62	78	95
<b>非流动负债</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>29</b>
借债	0	0	0	0	0
递延税款负债	6	6	8	10	11
其他	12	18	18	18	18
少数股东权益	10	10	14	17	20
<b>净资产总值</b>	<b>1,922</b>	<b>2,850</b>	<b>3,372</b>	<b>3,999</b>	<b>4,754</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,922</b>	<b>2,850</b>	<b>3,372</b>	<b>3,999</b>	<b>4,754</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**现金流量表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>384</b>	<b>494</b>	<b>705</b>	<b>898</b>	<b>1,092</b>
折旧和摊销	106	129	162	195	219
营运资金变动	(111)	(691)	(265)	(334)	(437)
利息支出	(3)	(7)	(10)	(8)	(5)
利息收入	26	18	62	64	76
税款支出	(59)	(66)	(109)	(138)	(168)
其他	(85)	790	7	8	9
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>257</b>	<b>668</b>	<b>553</b>	<b>685</b>	<b>787</b>
购置固定资产	(262)	(268)	(417)	(246)	(288)
其他	83	(771)	(43)	(35)	(32)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(180)</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(459)</b>	<b>(281)</b>	<b>(319)</b>
股本的变化	0	770	0	0	0
银行贷款变动	23	386	(100)	(100)	(100)
其他	(108)	(319)	(129)	(194)	(246)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(85)</b>	<b>837</b>	<b>(229)</b>	<b>(294)</b>	<b>(346)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(8)</b>	<b>466</b>	<b>(136)</b>	<b>110</b>	<b>122</b>
年初现金及现金等价物	252	243	709	573	683
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>243</b>	<b>709</b>	<b>573</b>	<b>683</b>	<b>806</b>

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
<b>销售组合 (%)</b>					
光学零件	32.9	20.0	21.1	21.6	23.2
光电产品	62.5	76.0	75.5	74.9	73.3
光学仪器	4.6	4.0	3.4	3.5	3.5
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	18.6	16.6	16.5	16.5	16.8
息税及折旧摊销前收益率	12.3	10.7	10.8	11.0	11.3
营业利润率	9.6	8.5	8.7	9.1	9.4
净利润率	8.7	7.6	8.1	8.3	8.7
有效税率	14.7	12.6	14.5	14.5	14.5

**增长 (%)**

收入增长	59	46	39	23	17
毛利增长	42	30	38	23	19
息税前收益增长	67	29	43	27	22
净利润增长	61	27	49	26	22

**资产负债比率**

流动比率 (x)	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1
速动比率 (x)	1.4	1.7	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	83	74	80	82	85
平均存货周转天数	84	58	60	65	66
平均应付账款周转天数	106	95	100	102	105
现金周期	61	37	40	45	46
净负债/权益比率 (%)	(7)	(8)	(5)	(10)	(13)

**回报率 (%)**

资本回报率	17.9	15.4	19.3	22.3	22.8
资产回报率	11.5	9.4	11.5	13.3	13.8

**每股数据 (人民币)**

每股利润	0.36	0.44	0.60	0.76	0.92
每股账面值	2.01	2.88	3.10	3.68	4.38
每股股息	0.11	0.13	0.18	0.23	0.28

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-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

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料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。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，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资料。报告中的资讯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法律责任。任何使用本报告资讯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资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、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资讯，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。