

舜宇光學 (2382 HK, HK\$8.39, 目標價: HK\$7.72, 持有) - 13 年上半年毛利率可能面臨下降壓力

- ❖ **憂慮毛利率表現。**在我們 3 月 12 日發表名為“12 財年業績表現出色，惟利潤率下降隱憂浮現”的報告中指出，我們已開始擔心手機相機模組 (HCM) 部門毛利率逐漸受壓。在我們和管理層最近的電話會議上，管理層亦表示 13 財年上半年 HCM 部門開始面臨毛利率壓力。這是因為：1) 低像素產品市場競爭激烈，拖累產品售價；2) 13 年第二季開始為華為的巨額訂單出貨，此批訂單毛利率相對較低。我們預測以 HCM 產品為主的光電產品部門在 13 年上半年的毛利率將同比減少 2.5 個百分點至 12.5%。此外，我們預計毛利率較低的光電產品部門營銷增長將超過其他業務分部，這將拖累整體毛利率。我們預計 13 財年上半年的整體毛利率將從 12 財年上半年的 19.2% 下降至 15.8%。
- ❖ **HCM 產品結構升級已上軌道。**由高像素產品帶動強勁需求，舜宇光學五月份 HCM 出貨量達 1,220 萬顆，同比增長 66.9%。五月份 5 百萬及以上像素模組占 HCM 出貨的 53% 左右，比第一季的 44.5% 占比顯著上升。五月份 5 百萬、8 百萬和 1,400 萬像素模組分別占 HCM 出貨的 30%，20% 和 4%。
- ❖ **新客戶將在 13 財年下半年拉升手機鏡頭出貨。**13 年首五個月手機鏡頭 (HLS) 出貨量僅達 1,990 萬件，同比下降 40.9%。五月份 HLS 的產能利用率僅達 50%。惟公司已接獲某韓國客戶的巨額訂單，將在 13 年提供 2,000 萬件 HLS，並在六月份已開始出貨。上半年未使用的產能乃為該訂單而保留。該韓國客戶的訂單以 8 百萬像素 HLS 為主，配以少量 5 百萬像素 HLS。我們相信該批訂單將會顯著改善舜宇光學 HLS 的產品組合。我們預計 5 百萬及以上像素 HLS 的出貨比例將從 13 財年第一季的 19.3% 提升至 13 財年全年的 45%。
- ❖ **球面鏡片需求乏善可陳。**數碼相機市場疲弱，舜宇光學球面鏡片的需求自 12 財年下半年以來一直疲軟。13 年首五個月舜宇光學的球面鏡片出貨僅達 1,420 萬件，同比下降 47.7%。我們預計 13 財年球面鏡片總出貨將同比下降 42.5%。
- ❖ **在產品結構快速升級的前提下，我們對公司的長遠前景依然保持樂觀態度。**然而，我們擔心低像素的產品售價受壓，毛利率下降的風險將大大影響 13 財年上半年的業績。該股目前估值為 14.1 倍 13 財年市盈率，為 3 年歷史市盈率範圍 (4 倍 - 20 倍) 的高端。我們引用 13 倍 13 財年市盈率為公司估值，並將目標價由港幣 6.96 上調至港幣 7.72，有 8.0% 的下跌風險。我們認為股價已充分反映利好因素並維持持有評級。

財務資料

(截至 12 月底)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬人民幣)	2,499	3,984	5,920	7,429	9,050
淨利潤 (百萬人民幣)	215	346	452	606	743
每股收益 (人民幣)	0.22	0.36	0.47	0.63	0.77
每股收益變動 (%)	51.7	61.3	30.4	34.3	22.5
市盈率 (x)	31.7	18.7	14.1	10.5	8.6
市帳率 (x)	4.1	3.3	2.8	2.3	1.9
股息率 (%)	1.0	1.6	2.1	2.9	3.5
權益收益率 (%)	12.8	17.9	19.8	22.0	24.4
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	18.6	21.7	13.4

來源：公司及招銀國際研究部

舜宇光學 (2382 HK)

評級	持有
收市價	8.39 港元
目標價	7.72 港元
市值 (港幣百萬)	8,390
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	82.78
52 周高/低 (港幣)	11.78/2.62
發行股數 (百萬股)	1,000
主要股東	舜旭有限公司 (42.2%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-20.1%	-17.3%
3 月	-9.5%	-5.7%
6 月	52.8%	71.0%

來源：彭博

過去一年股價



來源：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）他們的新酬在過往、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-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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信息，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 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，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。接收本報告之行爲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。