

# 睿智投資

## 舜宇光學 (2382 HK, HK\$2.36, 目標價HK\$3.38, 買入) - 捕捉智慧手機市場的發展機遇

- ❖ **蓬勃發展智慧手機市場。**智慧手機市場的快速發展提高了對高品質相機鏡頭和相機鏡頭模組的需求。2010 年開始，Android 作業系統的崛起帶動了中國手機製造商的發展機遇，並成功搶佔了智慧手機市場份額。中興、華爲和 TCL 充分利用了 Android 系統平臺和成本優勢擴大了新興國家智慧手機市場的份額。中國手機零部件供應商亦受益于中國智慧手機廠商的崛起。自 2010 年起，舜宇的客戶組合開始向中國手機廠商傾斜以分享智慧手機市場的成長。我們預期舜宇在 2012 年將從華爲、中興和聯想處得到顯著的手機鏡頭模組訂單增長。
- ❖ **相機鏡頭升級。**2012 年，中國手機廠商將會把主要新型號手機的相機升級至 5 百萬圖元。舜宇將升級產品組合以符合廠商需求。5 百萬或以上圖元的手機鏡頭模組出貨占比在 2012 年 4 月達到 26.4%，比去年同期的 2.3% 大幅改善。我們預計 2012 年全年 5 百萬或以上圖元的手機鏡頭模組出貨占比將超過 30%。產品組合的提升不僅將提高毛利率和售價，也將有助於舜宇留住現有客戶，以及吸引潛在的高端客戶。
- ❖ **單鏡反光相機市場的潛力。**因應客戶對高性能專業相機的需求日益增長，單鏡反光相機市場預計將保持強勁。舜宇的球面鏡片產品主要供貨大型數碼相機廠商，包括三星，尼康，松下，索尼和奧林巴斯。目前公司供應球面鏡片與低端數碼相機和高端單反市場。未來舜宇將專注于單反相機產品以捕捉快速增長的單反相機市場。舜宇將搬遷球面鏡片生產線至河南信陽，以削減生產成本。河南信陽廠房預計在 2012 年下半年投產。
- ❖ 我們預測 2012-14 財年每股收益分別為人民幣 0.27 元、0.34 元和 0.42 元，3 年的複合年增長率達 23.3%。目前價格分別達 7.0 倍和 5.6 倍 12 及 13 財年預測市盈率。我們的目標價為 3.38 港元，相當於 2012 財年人民幣 0.27 元盈利的 10 倍，代表著 43.1% 的上升潛力。首次評級買入。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額(人民幣百萬元)	1,818	2,499	3,201	4,114	5,111
淨利潤(人民幣百萬元)	144	215	265	329	404
每股收益(人民幣)	0.15	0.22	0.27	0.34	0.42
每股收益變動(%)	59.9	51.7	23.1	24.1	22.7
市盈率(x)	14.1	8.9	7.0	5.6	4.5
市帳率(x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
股息率(%)	2.1	3.7	5.0	6.3	7.8
權益收益率(%)	9.4	12.8	14.1	15.5	16.7
淨財務杠桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

### 舜宇光學 (2382 HK)

評級	買入
收市價	2.36 港元
目標價	3.38 港元
市值(港幣百萬)	2,450
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	7.8
52 周高/低(港幣)	3.11/1.22
發行股數(百萬股)	1,000
主要股東	舜旭有限公司(42%)

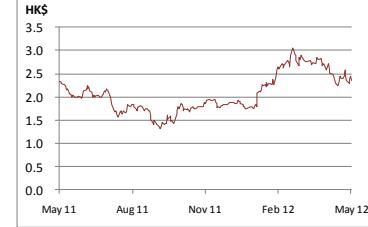
來源:彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-8.5%	3.6%
3 月	-10.9%	3.1%
6 月	24.2%	26.7%

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>1,818</b>	<b>2,499</b>	<b>3,201</b>	<b>4,114</b>	<b>5,111</b>
光学零件	903	1,128	1,437	1,787	2,164
光电产品	720	1,193	1,581	2,134	2,746
光学仪器	195	178	183	192	200
 销售成本	(1,426)	(1,976)	(2,556)	(3,290)	(4,092)
<b>毛利</b>	<b>392</b>	<b>523</b>	<b>645</b>	<b>824</b>	<b>1,019</b>
 研发费用	(100)	(131)	(160)	(206)	(261)
销售费用	(44)	(59)	(77)	(99)	(123)
管理费用	(107)	(123)	(150)	(189)	(230)
其他营运收入/费用	14	19	31	48	59
<b>息税前收益</b>	<b>156</b>	<b>229</b>	<b>289</b>	<b>378</b>	<b>465</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>243</b>	<b>317</b>	<b>398</b>	<b>506</b>	<b>598</b>
 利息收入	27	44	49	42	50
融资成本	(4)	(3)	(3)	(4)	(5)
其他非营运收入/费用	(13)	(31)	(39)	(50)	(63)
<b>税前利润</b>	<b>165</b>	<b>240</b>	<b>295</b>	<b>365</b>	<b>447</b>
 所得税	(27)	(38)	(47)	(58)	(72)
非控制股东权益	6	14	17	22	28
<b>净利润</b>	<b>144</b>	<b>215</b>	<b>265</b>	<b>329</b>	<b>404</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**主要比率**

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>销售组合 (%)</b>					
光学零件	49.7	45.1	44.9	43.4	42.3
光电产品	39.6	47.7	49.4	51.9	53.7
光学仪器	10.7	7.1	5.7	4.7	3.9
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	21.6	20.9	20.2	20.0	19.9
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.7	12.4	12.3	11.7
营业利润率	8.6	9.2	9.0	9.2	9.1
净利润率	7.9	8.6	8.3	8.0	7.9
有效税率	16.2	15.8	16.0	16.0	16.0
<b>增长 (%)</b>					
收入增长	39	37	28	29	24
毛利增长	43	33	23	28	24
息税前收益增长	77	47	26	31	23
净利润增长	56	50	23	24	23
<b>资产负债比率</b>					
流动比率(x)	3.1	2.7	2.5	2.5	2.5
速动比率(x)	2.6	2.0	1.9	2.0	2.0
平均应收账款周转天数	91	92	89	89	91
平均应付账款周转天数	56	87	62	59	58
平均存货周转天数	102	111	103	102	102
现金周期	46	68	48	46	47
净负债/权益比率(%)	(10)	(13)	(3)	(4)	(4)
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	9.4	12.8	14.1	15.5	16.7
资产回报率	7.0	9.1	9.6	10.2	10.7
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股利润	0.15	0.22	0.27	0.34	0.42
每股账面值	1.56	1.74	1.95	2.20	2.51
每股股息	0.04	0.07	0.10	0.12	0.15

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流动资产	530	553	809	752	704
物业、厂房及设备	465	489	728	647	573
其他	65	64	82	105	130
<b>流动资产</b>	<b>1,527</b>	<b>1,822</b>	<b>1,941</b>	<b>2,463</b>	<b>3,054</b>
现金及现金等价物	264	302	187	234	268
存货	221	472	434	532	650
应收贸易款项	454	627	780	1,003	1,274
其他	588	421	540	693	862
<b>流动负债</b>	<b>496</b>	<b>671</b>	<b>783</b>	<b>984</b>	<b>1,211</b>
应付贸易账款	398	599	721	919	1,144
其他	11	9	12	15	18
借债	88	62	50	50	50
<b>非流动负债</b>	<b>34</b>	<b>24</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>127</b>
借债	25	17	80	100	120
其他	8	7	7	7	7
少数股东权益	32	20	25	32	40
<b>净资产总值</b>	<b>1,496</b>	<b>1,661</b>	<b>1,855</b>	<b>2,092</b>	<b>2,380</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,496</b>	<b>1,661</b>	<b>1,855</b>	<b>2,092</b>	<b>2,380</b>

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)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
净利润	144	215	265	329	404
折旧和摊销	87	88	110	128	133
营运资金变动	(40)	(228)	(108)	(273)	(330)
其他	(6)	(3)	(18)	(23)	(25)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>185</b>	<b>72</b>	<b>248</b>	<b>161</b>	<b>181</b>
购置固定资产	(67)	(170)	(348)	(47)	(59)
其他	(654)	257	50	0	0
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(721)</b>	<b>88</b>	<b>(298)</b>	<b>(47)</b>	<b>(59)</b>
股本的变化	(50)	(20)	0	0	0
银行贷款变动	57	(31)	50	20	20
其他	(23)	(46)	(65)	(86)	(107)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(16)</b>	<b>(97)</b>	<b>(15)</b>	<b>(66)</b>	<b>(87)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(552)</b>	<b>63</b>	<b>(65)</b>	<b>48</b>	<b>34</b>
年初现金及现金等价物	740	188	252	187	234
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>188</b>	<b>252</b>	<b>187</b>	<b>234</b>	<b>268</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

## 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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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 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。