

舜宇光学 (2382 HK, HK\$5.09, 目标价: HK\$6.13, 买入) - 成功捕捉智慧手机的热潮

- ❖ **公司主要客户第三季出货量增长强劲。**根据 Gartner 的数据, 2012 年第三季度全球智能手机出货达 1.69 亿支, 环比增长 10.1%, 同比增长 46.9%。中国手机制造商的出货量成长尤为强劲, 华为和联想在第三季度分别录得 780 万和 700 万支智能手机出货量, 环比分别增长 43.8% 和 59.7%。除了中国智能手机制造商崛起, 三星也保持了良好的发展趋势, 并扩大其智能手机市场份额由上一季度的 29.7% 至第三季的 32.5%。舜宇光学的头 5 大客户为华为, 联想, 酷派, OPPO 和三星。我们相信大客户的强劲销售增长将是舜宇光学手机相机模块出货增长的一个关键催化剂。
- ❖ **十一月出货量保持稳定。**受五百万像素镜头需求强劲的带动, 舜宇光学 11 月手机镜片出货量达 690 万组, 环比增长 29.6%。其中五百万像素以上镜头的出货量同比增长 96.1%。另一方面, 手机相机模块出货量同比增长 27.5%, 但因产品组合的改变而环比下降 6.7%。产品组合向高像素模块升级, 11 月五百万及以上像素占模块出货的 30% 以上。其中八百万像素和 1,400 万像素模块分别占模块出货的 9% 和 2%。
- ❖ **提升相机模块产品组合。**主流智能手机的摄像头普遍已升级到五百万和八百万像素。舜宇光学管理层表示公司已经占到中国制智能手机五百万像素以上模块市场的 50% 份额。舜宇光学并已成功渗透到了八百万像素手机镜头模块市场。我们预计八百万像素模块将成为舜宇光学在 13 年的其中一个主流产品。我们预计公司的技术优势将为其在高像素相机模块市场争取到更多的份额。
- ❖ **因产品组合改善快于预期, 我们分别上调了 2013 和 14 财年的营业额预测 7.7% 及 1.0% 至人民币 51.4 亿和人民币 58.7 亿。我们也分别上调了 2013 和 14 财年的盈利预期达 18.1% 和 10.1% 至人民币 4.8 亿和人民币 5.3 亿。因盈利增长前景向好, 我们用 13 财年 10.0 倍市盈率为公司估值 (之前为 9.0 倍)。我们将目标价由港币 4.67 上调至港币 6.13, 有 20.4% 的上升潜力。维持买入评级。**

舜宇光学 (2382 HK)

评级	买入
收市价	5.09 港元
目标价	6.13 港元
市值 (港币百万)	5,090
过去 3 月平均交易 (港币百万)	33.4
52 周高/低 (港币)	5.54/1.73
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	-3.8%	-9.9%
3 月	19.2%	9.1%
6 月	95.8%	66.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万人民币)	1,818	2,499	4,100	5,140	5,871
净利润 (百万人民币)	144	215	376	476	530
每股收益 (人民币)	0.15	0.22	0.39	0.49	0.55
每股收益变动 (%)	59.9	51.7	74.9	26.4	11.3
市盈率 (x)	30.4	19.2	10.6	8.3	7.4
市帐率 (x)	2.9	2.5	2.0	1.7	1.4
股息率 (%)	1.0	1.7	3.3	4.2	4.7
权益收益率 (%)	9.4	12.8	18.8	20.2	19.5
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	1,818	2,499	4,100	5,140	5,871
光学零件	903	1,128	1,339	1,286	1,324
光电产品	720	1,193	2,587	3,673	4,371
光学仪器	195	178	175	182	176
销售成本	(1,426)	(1,976)	(3,325)	(4,171)	(4,771)
毛利	392	523	776	969	1,100
研发费用	(100)	(131)	(156)	(195)	(223)
销售费用	(44)	(59)	(67)	(82)	(94)
管理费用	(107)	(123)	(157)	(180)	(205)
其他营运收入/费用	14	19	30	37	42
息税前收益	156	229	425	549	620
息税及折旧摊销前收益	243	317	536	687	777
利息收入	27	44	31	28	22
融资成本	(4)	(3)	(3)	(4)	(4)
其他非营运收入/费用	(13)	(31)	(10)	(13)	(15)
税前利润	165	240	443	560	623
所得税	(27)	(38)	(71)	(90)	(100)
非控制股东权益	6	14	5	6	6
净利润	144	215	376	476	530

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	861	946	1,005
物业、厂房及设备	465	489	756	815	855
其他	65	64	105	131	150
流动资产	1,527	1,822	2,224	2,722	3,214
现金及现金等价物	264	302	261	354	518
存货	221	472	547	663	732
应收贸易款项	454	627	1,101	1,310	1,512
其他	588	421	316	396	452
流动负债	496	671	1,079	1,290	1,472
应付贸易账款	398	599	902	1,108	1,268
其他	11	9	18	22	25
借债	88	62	160	160	180
非流动负债	34	24	7	27	27
借债	25	17	0	20	20
其他	8	7	7	7	7
少数股东权益	32	20	32	41	46
净资产总值	1,496	1,661	1,967	2,311	2,674
股东权益	1,496	1,661	1,967	2,311	2,674

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	376	476	530
折旧和摊销	87	88	111	138	157
营运资金变动	(40)	(228)	(131)	(194)	(166)
其他	(6)	(3)	(41)	(27)	(19)
经营活动所得现金净额	185	72	315	394	502
购置固定资产	(67)	(170)	(378)	(197)	(197)
其他	(654)	257	50	0	0
投资活动所得现金净额	(721)	88	(328)	(197)	(197)
股本的变化	(50)	(20)	0	0	0
银行贷款变动	57	(31)	80	20	20
其他	(23)	(46)	(58)	(123)	(161)
融资活动所得现金净额	(16)	(97)	22	(103)	(141)
现金增加净额	(552)	63	9	93	164
年初现金及现金等价物	740	188	252	261	354
年末现金及现金等价物	188	252	261	354	518

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
销售组合 (%)					
光学零件	49.7	45.1	32.7	25.0	22.6
光电产品	39.6	47.7	63.1	71.5	74.4
光学仪器	10.7	7.1	4.3	3.5	3.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	21.6	20.9	18.9	18.9	18.7
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.7	13.1	13.4	13.2
营业利润率	8.6	9.2	10.4	10.7	10.6
净利润率	7.9	8.6	9.2	9.3	9.0
有效税率	16.2	15.8	16.0	16.0	16.0

增长 (%)

收入增长	39	37	64	25	14
毛利增长	43	33	48	25	14
息税前收益增长	77	47	86	29	13
净利润增长	56	50	75	26	11

资产负债比率

流动比率 (x)	3.1	2.7	2.1	2.1	2.2
速动比率 (x)	2.6	2.0	1.6	1.6	1.7
平均应收账款周转天数	91	92	98	93	94
平均应付账款周转天数	56	87	60	58	56
平均存货周转天数	102	111	99	97	97
现金周期	46	68	59	54	53
净负债/权益比率 (%)	(10)	(13)	(5)	(7)	(12)

回报率 (%)

资本回报率	9.4	12.8	18.8	20.2	19.5
资产回报率	7.0	9.1	12.2	13.0	12.6

每股数据 (人民币)

每股利润	0.15	0.22	0.39	0.49	0.55
每股账面值	1.56	1.74	2.07	2.44	2.82
每股股息	0.04	0.07	0.14	0.17	0.19

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法律责任。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，请与我们联系。

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国投资者

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。