

舜宇光学 (2382 HK, HK\$8.43, 目标价: HK\$7.72, 持有) - 13 年上半年业绩稳健增长, 对利润率前景维持审慎

❖ **13 年上半年业绩稳健增长。**舜宇光学公布 13 年上半年业绩。收入按年上升 57.4% 至人民币 27.9 亿。收入显著上升, 得益于在智能手机相机模组的强劲需求。毛利率同比收缩 3.4 个百分点至 15.8%。这是由于手机相机模组 (尤其是 5 百万像素) 的毛利率大幅下滑。此外, 手机相机模组整体毛利偏低, 加上销售增长迅猛, 这显著改变了公司的产品结构, 从而拖累综合毛利率。另外, 因规模效应明显, 运营成本占销售同比下降了 1.5 个百分点至 7.6%。因为运营效率的改善并不能抵消毛利率的显著收窄, 净利润率从去年上半年的 8.8% 缩减至 7.1%。净利润达 1.97 亿, 同比增长 25.7%。

❖ **手机相机模组攀上更高像素市场, 但改变仍不够快。**舜宇光学成功将手机相机模组的产品组合升级, 5 百万像素或以上手机相机模组占 13 年上半年装运总量的 49.2%, 比 12 年上半年的 22.3% 提升不少。8 百万像素或以上手机相机模组则占 13 年上半年装运总量的 17.7%, 比一年前的 4.1% 大幅增加。然而, 由于竞争激烈, 13 年上半年 5 百万像素手机相机模组的售价和毛利率均大幅下降。公司虽成功攀上 5 百万像素市场, 惟仍不足以阻止光电业务的毛利率从 12 年上半年的 15.0% 下降至 13 年上半年的 12.1%。展望 13 年下半年, 我们相信 8 百万和 1,300 万像素手机相机模组仍将为舜宇光学的避风港。我们估计 8 百万像素或以上的手机相机模组将占到 13 年下半年装运总量的 30%。即便如此, 70% 的手机相机模组产品仍然为 5 百万像素或以下, 将面对激烈的价格竞争。舜宇光学的像素攀升可能不足以快至能显著抬升整体手机相机模组毛利率的地步。我们维持 13 年下半年光电分部毛利率达 13.0% 的估计。

❖ **从苹果 iPhone 5C 而来的挑战。**鉴于苹果有很大的机会在 13 年三季度推出中端智能手机 (iPhone 5C), 这可能会对中国智能手机品牌, 包括中兴 (763 HK)、华为和联想 (992 HK) 的销量及售价造成沉重压力。舜宇光学为中国智能手机制造商提供相机模组。苹果切入中端智能手机市场, 我们预期整个中国智能手机供应链届时都面对新的挑战。

❖ **虽然公司已成功地攀上了更高像素市场, 惟手机相机模组行业利润率下降快速, 加上苹果切入中高端智能手机市场的潜在风险令我们对公司前景保持谨慎。**我们维持以 13 倍 13 财年市盈率为公司估值, 并维持港币 7.72 目标价, 有 8.4% 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	6,219	7,847	9,206
净利润 (百万人民币)	215	346	453	631	757
每股收益 (人民币)	0.22	0.36	0.47	0.65	0.78
每股收益变动 (%)	51.7	61.3	30.4	39.2	20.0
市盈率 (x)	31.9	18.7	14.2	10.2	8.5
市帐率 (x)	4.1	3.4	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	22.7	24.7
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	12.0	15.4	6.6

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	8.43 港元
目标价	7.72 港元
市值 (港币百万)	8,430
过去 3 月平均交易 (港币百万)	87.65
52 周高/低 (港币)	11.78/3.04
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	2.1%	-3.5%
3 月	-26.3%	-24.5%
6 月	22.9%	27.7%

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	6,219	7,847	9,206
光学零件	1,128	1,309	1,522	1,882	2,211
光电产品	1,193	2,491	4,481	5,679	6,571
光学仪器	178	185	216	287	424
销售成本	(1,976)	(3,243)	(5,230)	(6,572)	(7,728)
毛利	523	741	988	1,275	1,478
研发费用	(131)	(163)	(242)	(290)	(322)
销售费用	(59)	(64)	(87)	(94)	(101)
管理费用	(123)	(150)	(166)	(188)	(212)
其他营运收入/费用	19	20	31	39	46
息税前收益	229	384	524	741	889
息税及折旧摊销前收益	317	489	653	893	0
利息收入	44	26	14	12	11
融资成本	(3)	(3)	(9)	(16)	(15)
其他非营运收入/费用	(31)	(9)	(14)	(17)	(20)
税前利润	240	397	515	720	864
所得税	(38)	(58)	(77)	(108)	(130)
非控制股东权益	14	7	15	19	22
净利润	215	346	453	631	757

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	893	1,025	1,032
物业、厂房及设备	489	646	754	849	826
递延税款资产	1	2	3	3	4
无形资产	0	0	0	0	0
其他	63	87	137	172	202
流动资产	1,822	2,267	3,507	4,297	5,043
现金及现金等价物	252	243	228	173	183
存货	472	748	1,161	1,494	1,800
应收贸易款项	627	901	1,533	1,892	2,194
其他	471	375	585	738	866
流动负债	671	1,052	2,074	2,464	2,643
借债	62	103	483	553	353
应付贸易账款	599	939	1,576	1,891	2,265
其他	9	11	15	21	25
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	9	11	13
其他	1	12	12	12	12
少数股东权益	20	10	16	20	24
净资产总值	1,661	1,922	2,270	2,765	3,332
股东权益	1,661	1,922	2,270	2,765	3,332

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	524	741	889
折旧和摊销	106	106	129	152	170
营运资金变动	(228)	(111)	(614)	(525)	(356)
利息支出	(3)	(3)	(9)	(16)	(15)
利息收入	44	26	14	12	11
税款支出	(39)	(59)	(75)	(106)	(128)
其他	(37)	(598)	1	2	2
经营活动所得现金净额	72	(257)	(30)	259	572
购置固定资产	(170)	(262)	(237)	(247)	(147)
其他	257	568	(49)	(36)	(30)
投资活动所得现金净额	88	306	(286)	(283)	(176)
股本的变化	(20)	0	0	0	0
银行贷款变动	(31)	23	400	100	(200)
其他	(46)	(81)	(99)	(132)	(186)
融资活动所得现金净额	(97)	(58)	301	(32)	(386)
现金增加净额	63	(8)	(15)	(55)	10
年初现金及现金等价物	188	252	243	228	173
年末现金及现金等价物	252	243	228	173	183

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	24.5	24.0	24.0
光电产品	47.7	62.5	72.1	72.4	71.4
光学仪器	7.1	4.6	3.5	3.7	4.6
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	20.9	18.6	15.9	16.2	16.1
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.3	10.5	11.4	11.5
营业利润率	9.2	9.6	8.4	9.4	9.7
净利润率	8.6	8.7	7.3	8.0	8.2
有效税率	15.8	14.7	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	37	59	56	26	17
毛利增长	33	42	33	29	16
息税前收益增长	47	67	37	42	20
净利润增长	50	61	31	39	20

资产负债比率

流动比率 (x)	2.7	2.2	1.7	1.7	1.9
速动比率 (x)	2.0	1.4	1.1	1.1	1.2
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	81	83	85
平均应付账款周转天数	111	106	110	105	107
现金周期	68	61	61	66	65
净负债/权益比率 (%)	(10)	(7)	12	15	7

回报率 (%)

资本回报率	12.8	17.9	19.8	22.7	24.7
资产回报率	9.1	11.5	10.3	11.9	13.3

每股数据 (人民币)

每股利润	0.22	0.36	0.47	0.65	0.78
每股账面值	1.74	2.01	2.37	2.88	3.48
每股股息	0.07	0.11	0.14	0.20	0.24

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。