

舜宇光學 (2382 HK, HK\$13.46, 目標價: HK\$12.50, 持有) - 車載鏡頭有助 15 財年毛利率復甦

- ❖ **14 年下半年業績穩步成長。**因手機鏡頭 (HLS) 和手機照相模組 (HCM) 的出貨量強勁增長, 舜宇 14 年下半年的營收按年上升 51.6% 至人民幣 45.9 億元, 低於我們預估 8.1%。毛利率則收縮 1.5 個百分點至 15.9%, 因毛利率相對較低的 HCM 業務佔銷售比增加。研發費用佔銷售比則增加了 0.4 個百分點至 5.3%, 以積累技術用於各種產品升級, 包括高端 HCM、車載鏡頭以及紅外線產品。14 年下半年因研發費用急升, 營業成本佔銷售額同比上升了 0.2 個百分點至 8.9%。14 年下半年淨利潤同比增長 26.9% 至人民幣 3.1 億, 低於我們預估 20.2%。建議派發末期股息為每股人民幣 0.155 元, 派息比率達 30%。
- ❖ **預計 15 財年 HCM 市場競爭激烈。**1-2 月份的 HCM 平均每月出貨量達到 1,730 萬顆, 對比 14 年下半年平均每月出貨 1,690 萬顆小幅上漲 2.3%。管理層預期 15 財年 HCM 出貨量將同比增加 20-30%, 意味著每月平均出貨將界乎 1,870 萬到 2,020 萬顆。然而, 我們對關於舜宇的 HCM 出貨量增長看法較保守, 因為主要競爭對手, 包括歐菲光 (002456 CH) 和光寶 (2301 TW) 的產能顯著擴張。我們預計 2015 財年 HCM 出貨量將僅增加 20% 至 2.24 億顆。
- ❖ **車載鏡頭推高光學零件部門的毛利率。**因高毛利率 (~40%) 的車載鏡頭產品銷售火爆, 14 財年光學零件部門毛利率同比大幅提高了 2.1 個百分點至 26.7%。目前舜宇的車載鏡頭佔全球市場份額的 30% 以上。管理層指車載鏡頭出貨量在 15 財年將進一步增加 40%。因車載鏡頭收入貢獻上升, 我們預計 15 財年光學零件部門的毛利率將得以進一步提高 2.1 個百分點至 28.8%。
- ❖ **我們預計 15 財年的主要風險仍在於行業產能擴張過速, HCM 產品的定價和出貨皆有壓力。**因光學元器件部門的毛利率好於預期, 我們提升 15 及 16 財年毛利率預測達 0.6 個百分點至 15.6% 和 15.8%。同時也上調了 15 及 16 財年的淨利潤預測分別達 0.6% 和 0.9% 至人民幣 7.83 億和人民幣 9.76 億。我們以 14 倍 15 財年市盈率為公司估值, 並將目標價由港幣 11.54 元調升至港幣 12.50 元, 現股價有 7.1% 的下行風險。我們認為公司現價合理, 維持「持有」評級。

舜宇光學 (2382 HK)

評級	持有
收市價	13.46 港元
目標價	12.50 港元
市值 (港幣百萬)	14,766
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	60.44
52 周高/低 (港幣)	14.5/7.02
發行股數 (百萬股)	1,097
主要股東	舜旭有限公司(38.4%)

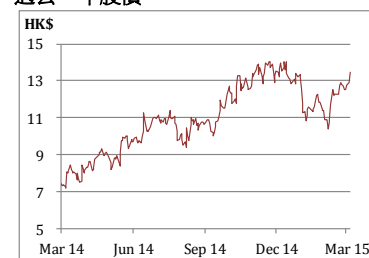
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	17.9%	20.7%
3 月	-2.7%	-5.3%
6 月	17.9%	23.2%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
營業額 (百萬人民幣)	3,984	5,813	8,426	10,426	12,410
淨利潤 (百萬人民幣)	346	440	566	783	976
每股收益 (人民幣)	0.36	0.44	0.53	0.71	0.89
每股收益變動 (%)	61.3	23.1	19.4	35.0	24.5
市盈率(x)	29.9	23.7	20.3	15.1	12.1
市帳率(x)	5.4	3.7	3.5	3.1	3.2
股息率 (%)	1.0	1.3	1.5	2.0	2.5
權益收益率 (%)	17.9	15.4	17.4	21.8	23.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	6.4	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
收入	3,984	5,813	8,426	10,426	12,410
光学零件	1,309	1,164	1,403	1,681	2,119
光电产品	2,491	4,416	6,803	8,531	10,084
光学仪器	185	233	221	214	207
销售成本	(3,243)	(4,846)	(7,137)	(8,794)	(10,448)
毛利	741	967	1,289	1,631	1,962
研发费用	(163)	(251)	(392)	(469)	(558)
销售费用	(64)	(88)	(89)	(94)	(99)
管理费用	(150)	(166)	(231)	(261)	(298)
其他营运收入/费用	20	32	20	31	37
息税前收益	384	494	597	839	1,043
息税及折旧摊销前收益	491	631	767	1,045	1,290
利息收入	26	18	50	51	60
融资成本	(3)	(7)	(14)	(13)	(10)
其他非营运收入/费用	(9)	(1)	1	1	2
税前利润	397	504	634	878	1,094
所得税	(58)	(64)	(73)	(101)	(126)
非控制股东权益	7	(0)	5	6	7
净利润	346	440	566	783	976

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	FY14A	FY15E	FY16E
非流动资产	735	899	1,389	1,692	2,000
物业、厂房及设备	646	785	1,035	1,254	1,478
递延税款资产	2	4	5	7	8
无形资产	0	0	0	0	0
其他	87	110	349	432	514
流动资产	2,267	3,766	4,204	4,975	5,752
现金及现金等价物	243	709	505	848	728
存货	748	768	896	1,446	1,832
应收贸易款项	901	1,172	2,388	2,285	2,720
其他	375	1,118	416	396	472
流动负债	1,052	1,782	2,297	2,753	3,094
借债	103	489	522	422	322
应付贸易账款	939	1,257	1,744	2,289	2,719
其他	11	36	31	43	53
非流动负债	18	23	46	49	52
借债	0	0	0	0	0
递延税款负债	6	6	11	13	16
其他	12	18	36	36	36
少数股东权益	10	10	3	4	4
净资产总值	1,922	2,850	3,248	3,861	4,601
股东权益	1,922	2,850	3,248	3,861	4,601

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	FY14A	FY15E	FY16E
营业利润	384	494	597	839	1,043
折旧和摊销	108	137	170	206	247
营运资金变动	(111)	(691)	(160)	129	(456)
利息支出	(3)	(7)	(14)	(13)	(10)
利息收入	26	18	50	51	60
税款支出	(59)	(66)	(69)	(100)	(125)
其他	(87)	782	(756)	7	9
经营活动所得现金净额	257	668	(183)	1,120	768

购置固定资产	(264)	(276)	(420)	(424)	(471)
其他	85	(763)	589	(83)	(82)
投资活动所得现金净额	(180)	(1,039)	169	(507)	(554)

股本的变化	0	770	0	0	0
银行贷款变动	23	386	33	(100)	(100)
其他	(108)	(319)	(223)	(169)	(235)
融资活动所得现金净额	(85)	837	(190)	(269)	(335)

现金增加净额	(8)	466	(204)	344	(120)
年初现金及现金等价物	252	243	709	505	848
年末现金及现金等价物	243	709	505	848	728

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY12A	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E
销售组合 (%)					
光学零件	32.9	20.0	16.6	16.1	17.1
光电产品	62.5	76.0	80.7	81.8	81.3
光学仪器	4.6	4.0	2.6	2.1	1.7
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	18.6	16.6	15.3	15.6	15.8
息税及折旧摊销前收益率	12.3	10.9	9.1	10.0	10.4
营业利润率	9.6	8.5	7.1	8.0	8.4
净利润率	8.7	7.6	6.7	7.5	7.9
有效税率	14.7	12.6	11.5	11.5	11.5

增长 (%)

收入增长	59	46	45	24	19
毛利增长	42	30	33	27	20
息税前收益增长	67	29	21	41	24
净利润增长	61	27	29	38	25

资产负债比率

流动比率(x)	2.2	2.1	1.8	1.8	1.9
速动比率(x)	1.4	1.7	1.4	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	83	74	103	80	80
平均存货周转天数	84	58	46	60	64
平均应付账款周转天数	106	95	89	95	95
现金周期	61	37	60	45	49
净负债/权益比率 (%)	(7)	(8)	1	(11)	(9)

回报率 (%)

资本回报率	17.9	15.4	17.4	21.8	23.0
资产回报率	11.5	9.4	10.1	12.8	13.5

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.44	0.53	0.71	0.89
每股账面值	2.01	2.88	3.04	3.52	4.20
每股股息	0.11	0.13	0.16	0.21	0.27

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-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，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士。