

### 舜宇光学 (2382 HK, HK\$10.84, 目标价: HK\$12.65, 买入) - 预计毛利率下半年恢复

- ❖ **14年上半年营收增长强劲，惟毛利率下降。**舜宇发布14年上半年业绩。营收按年增长37.7%至人民币38.4亿元，受惠于手机镜头（HLS）以及手机照相模组（HCM）部门的销售大幅成长。毛利率则收缩1.2个百分点至14.6%，因毛利率相对较低的HCM业务占销售比增加。然而，光学元零件分部的毛利率则同比显著提高3.8个百分点至26.6%，主要由于像素升级成功。14年上半年净利润达人民币2.6亿，同比增长30.5%。
- ❖ **预计14财年HLS出货量将倍升。**由于开始供货给一家韩国大手机生产商，上半年HLS的出货量同比上升48.0%至3,720万个。管理层重申其2014年全年HLS出货目标为上升一倍。我们预计该出货量目标可以实现，因为1) 对该韩国客户的出货增加，2) 与柯尼卡美能达上海HLS厂房的整合进展顺利，产能大升，以及3) HLS的内部供货需求不断上升。由于对高像素手机镜头的需求殷切，我们估计八百万或以上像素的HLS出货比例将从上半年的24.4%进一步增加至下半年的40%。
- ❖ **像素升级和新产品将提升下半年的毛利率。**14年上半年光电产品分部（主要是HCM产品）毛利率同比下降1.2个百分点至10.9%，因为1) 来自于光宝科技（2301 TW）和欧菲光（002456 CH）的竞争日益加剧，2) 降低了一些订单的销售价格以打入某中国手机厂商供应链。然而，加速像素升级可以提升下半年毛利率。因为越来越多的智能手机采用1,300万像素的HCM，我们估计舜宇1,000万像素及以上的HCM出货比例将从上半年的12.6%增加至下半年的20%。高像素智能手机的需求不断增加，也将提振光学图像稳定器（OIS）模块的需求。据管理透露具OIS功能的HCM售价及毛利率显著高于传统HCM。公司已于七月开始推出具OIS功能的HCM。我们相信像素升级和OIS模组的推出将提升下半年毛利率。我们预计下半年产品分部的毛利率将环比扩阔1.9个百分点至12.8%。
- ❖ **我们预计下半年HLS出货将显著提升，HLS和HCM的像素升级也将成功。**得益于产品结构向高毛利的HLS产品倾斜以及HCM产品的质量提升，我们预计毛利率将于下半年恢复。我们调高14及15财年的净利润预测分别达0.8%和1.0%至人民币6.60亿和人民币8.33亿。我们以13倍15财年市盈率为公司估值，并将目标价由港币10.00元提升至港币12.65元，有16.7%的上升空间。我们维持「买入」评级。

#### 财务资料

(截至12月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业额(百万人民币)	3,984	5,813	8,390	10,395	12,163
净利润(百万人民币)	346	440	660	833	993
每股收益(人民币)	0.36	0.44	0.60	0.76	0.91
每股收益变动(%)	61.3	23.1	35.7	26.2	19.2
市盈率(x)	24.1	19.1	14.1	11.1	9.3
市帐率(x)	4.3	2.9	3.2	2.6	2.8
股息率(%)	1.3	1.6	2.1	2.7	3.2
权益收益率(%)	17.9	15.4	23.0	26.2	25.6
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	6.4	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

#### 舜宇光学 (2382 HK)

评级	买入
收市价	10.84 港元
目标价	12.65 港元
市值(港币百万)	11,891
过去3个月平均交易(港币百万)	85.84
52周高/低(港币)	11.52/6.1
发行股数(百万股)	1,097
主要股东	舜旭有限公司(38.4%)

来源: 彭博

#### 股价表现

	绝对	相对
1月	-2.0%	-8.9%
3月	11.4%	1.6%
6月	69.1%	52.3%

来源: 彭博

#### 过去一年股价



来源: 彭博

**利潤表**

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>收入</b>	<b>3,984</b>	<b>5,813</b>	<b>8,390</b>	<b>10,395</b>	<b>12,163</b>
光学零件	1,309	1,164	1,408	1,801	2,279
光电产品	2,491	4,416	6,728	8,319	9,587
光学仪器	185	233	254	275	297
<b>销售成本</b>	<b>(3,243)</b>	<b>(4,846)</b>	<b>(7,089)</b>	<b>(8,736)</b>	<b>(10,225)</b>
<b>毛利</b>	<b>741</b>	<b>967</b>	<b>1,301</b>	<b>1,659</b>	<b>1,938</b>
研发费用	(163)	(251)	(299)	(416)	(487)
销售费用	(64)	(88)	(88)	(99)	(109)
管理费用	(150)	(166)	(205)	(239)	(268)
其他营运收入/费用	20	32	16	20	24
<b>息税前收益</b>	<b>384</b>	<b>494</b>	<b>724</b>	<b>926</b>	<b>1,098</b>
<b>息税及折旧摊销前收益</b>	<b>489</b>	<b>623</b>	<b>886</b>	<b>1,120</b>	<b>1,318</b>
利息收入	26	18	64	68	81
融资成本	(3)	(7)	(15)	(18)	(16)
其他非营运收入/费用	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>税前利润</b>	<b>397</b>	<b>504</b>	<b>772</b>	<b>975</b>	<b>1,162</b>
所得税	(58)	(64)	(120)	(151)	(180)
非控制股东权益	7	(0)	7	9	11
<b>净利润</b>	<b>346</b>	<b>440</b>	<b>660</b>	<b>833</b>	<b>993</b>

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	FY14E	FY15E	FY16E
<b>非流动资产</b>	<b>735</b>	<b>899</b>	<b>1,204</b>	<b>1,295</b>	<b>1,399</b>
物业、厂房及设备	646	785	1,039	1,091	1,160
递延税款资产	2	4	5	7	8
无形资产	0	0	0	0	0
其他	87	110	159	197	231
<b>流动资产</b>	<b>2,267</b>	<b>3,766</b>	<b>4,560</b>	<b>5,525</b>	<b>6,557</b>
现金及现金等价物	243	709	675	819	960
存货	748	768	1,165	1,484	1,793
应收贸易款项	901	1,172	1,724	2,250	2,666
其他	375	1,118	996	973	1,138
<b>流动负债</b>	<b>1,052</b>	<b>1,782</b>	<b>2,868</b>	<b>3,285</b>	<b>3,674</b>
借债	103	489	859	759	659
应付贸易账款	939	1,257	1,942	2,441	2,913
其他	11	36	67	85	101
<b>非流动负债</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>35</b>
借债	0	0	0	0	0
递延税款负债	6	6	8	10	12
其他	12	18	24	24	24
少数股东权益	10	10	15	18	21
<b>净资产总值</b>	<b>1,922</b>	<b>2,850</b>	<b>2,850</b>	<b>3,484</b>	<b>4,226</b>
<b>股东权益</b>	<b>1,922</b>	<b>2,850</b>	<b>2,850</b>	<b>3,484</b>	<b>4,226</b>

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	FY14E	FY15E	FY16E
<b>营业利润</b>	<b>384</b>	<b>494</b>	<b>724</b>	<b>926</b>	<b>1,098</b>
折旧和摊销	106	129	162	195	219
营运资金变动	(111)	(691)	(632)	(305)	(402)
利息支出	(3)	(7)	(15)	(18)	(16)
利息收入	26	18	64	68	81
税款支出	(59)	(66)	(119)	(150)	(180)
其他	(85)	790	7	8	9
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>257</b>	<b>668</b>	<b>190</b>	<b>723</b>	<b>811</b>
购置固定资产	(262)	(268)	(417)	(246)	(288)
其他	83	(771)	(49)	(38)	(34)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(180)</b>	<b>(1,039)</b>	<b>(466)</b>	<b>(284)</b>	<b>(322)</b>
股本的变化	0	770	0	0	0
银行贷款变动	23	386	370	(100)	(100)
其他	(108)	(319)	(128)	(195)	(248)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(85)</b>	<b>837</b>	<b>242</b>	<b>(295)</b>	<b>(348)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(8)</b>	<b>466</b>	<b>(34)</b>	<b>144</b>	<b>141</b>
年初现金及现金等价物	252	243	709	675	819
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>243</b>	<b>709</b>	<b>675</b>	<b>819</b>	<b>960</b>

来源：公司资料，招银国际预测

**主要比率**

12月31日	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
<b>销售组合 (%)</b>					
光学零件	32.9	20.0	16.8	17.3	18.7
光电产品	62.5	76.0	80.2	80.0	78.8
光学仪器	4.6	4.0	3.0	2.6	2.4
<b>总和</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**盈利能力比率 (%)**

毛利率	18.6	16.6	15.5	16.0	15.9
息税及折旧摊销前收益率	12.3	10.7	10.6	10.8	10.8
营业利润率	9.6	8.5	8.6	8.9	9.0
净利润率	8.7	7.6	7.9	8.0	8.2
有效税率	14.7	12.6	15.5	15.5	15.5

**增长 (%)**

收入增长	59	46	44	24	17
毛利增长	42	30	35	28	17
息税前收益增长	67	29	47	28	19
净利润增长	61	27	50	26	19

**资产负债比率**

流动比率 (x)	2.2	2.1	1.6	1.7	1.8
速动比率 (x)	1.4	1.7	1.2	1.2	1.3
平均应收账款周转天数	83	74	75	79	80
平均存货周转天数	84	58	60	62	64
平均应付账款周转天数	106	95	100	102	104
现金周期	61	37	35	39	40
净负债/权益比率 (%)	(7)	(8)	6	(2)	(7)

**回报率 (%)**

资本回报率	17.9	15.4	23.0	26.2	25.6
资产回报率	11.5	9.4	11.4	13.2	13.4

**每股数据 (人民币)**

每股利润	0.36	0.44	0.60	0.76	0.91
每股账面值	2.01	2.88	2.61	3.19	3.87
每股股息	0.11	0.13	0.18	0.23	0.27

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

本报告期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。