

中國科技行業

全球格局迎來轉折點

概要。我們首次覆蓋中國科技行業選擇性看好行業前景，基於市場情緒和市場需求較為疲弱、產品升級進展、行業催化劑及估值水平的綜合考慮。在全球貿易緊張局勢下，我們重點分析了短期內的行業格局變化（市占率提升、去全球化）與增長動力（出貨復蘇，規格升級），以及長遠產業趨勢（5G，物聯網，人工智能），整體上我們看好具有增長確定性高、產品和技術領先的龍頭科技公司。

- **貿易戰下供應鏈重新洗牌，股價已反映大部份不利因素。**從長遠來看，貿易緊張局面將影響全球經濟和產業供應鏈，以及將加速格局轉變和導致供應鏈脫鉤。短期內，我們認為華為被禁的負面影響已經在很大程度上反映在股價上；同時，我們認為華為出貨量市場預測的下行空間有限，對比市場預測 2019 年全年華為出貨量介於 1.8-2 億之間，我們預計華為出貨量約為 1.82 億部，而近期三星和小米積極的積極補庫存可以減輕華為出貨量的影響。
- **5G 大趨勢推動長期增長。**儘管短期內存在宏觀不利因素，我們期待 5G 會在未來 10 年對全球產生顛覆性影響，而隨 5G 衍生的新興應用（如物聯網，人工智能，智能家居等）將成為下一個增長動力。我們預計 5G 智能手機在 2019-21 年出貨量分別為 900 萬/1.17 億/2.37 億部，而技術領先企業能優先抓住發展機遇。建議關注立訊精密、鴻騰精密和東江集團。
- **智能手機/零部件：關注升級趨勢及市場份額增加受益者。**隨著中國 5G 商用推進，蘋果和三星旗艦機型發布以及 OPPO/vivo/小米增補庫存，我們認為智能手機供應鏈有望在 2019 年第三季度築底反彈，同時行業龍頭將搶占更多市場份額，並在 2020-21 年受惠行業復蘇。建議關注舜宇光學和通達集團。
- **盈利下調前股價急挫過度反應，預計還有最後一輪盈利下調。**大多數供應鏈企業的股價自 5 月中美貿易爭端和華為被禁事件以來回調 20-30%，考慮到 2019 年下半年整體行業的毛利率繼續承壓以及宏觀不確定性影響銷量，我們認為最後一輪的盈利重估將啟動，目前我們對 2019 財年每股盈利預測低於市場平均的 5-15%
- **推薦標的。**我們給予立訊精密、舜宇光學、鴻騰精密和通達集團“買入”評級；首推立訊精密和舜宇光學受益於市占率提升及產品升級，鴻騰精密向物聯網/智能家居/高規格光通訊產品轉型，通達集團潛在的盈利復蘇和估值修復。同時，鑒於聲學產品升級滯緩，我們給予瑞聲科技“賣出”評級；在考慮智能手機產品組合及定價策略等因素後，給予小米集團“持有”評級。

估值表

公司名稱	股份代碼	評級	股價	目標價	上行/下行 空間	市盈率	市帳率	股本回報率
			(港元)	(當地貨幣)		2019E	2019E	2019E
舜宇光學	2382 HK	買入	69.4	88.6	28%	22.0	5.8	26.0
立訊精密	002475 CH	買入	21.0	32.1	53%	22.6	4.3	21.3
鴻騰精密	6088 HK	買入	3.0	3.87	29%	9.8	1.2	12.0
通達集團	698 HK	買入	0.6	0.76	29%	4.6	0.5	12.0
東江集團	2283 HK	買入	3.8	4.7	23%	7.9	2.4	32.0
瑞聲科技	2018 HK	賣出	42.1	33.8	-20%	14.9	2.2	15.1
小米集團	1810 HK	持有	9.6	9.3	-3%	18.6	2.3	15.0
比亞迪電子	285 HK	持有	11.9	10.6	12%	9.8	1.2	12.0
丘鈺科技	1478 HK	持有	5.8	5.1	-12%	25.1	2.4	12.3
歌爾聲學	002241 CH	持有	7.9	9.1	14%	19.9	1.6	8.1

數據源：公司及招銀國際證券預測

同步大市（首次覆蓋）

中國科技行業

伍力恒

(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

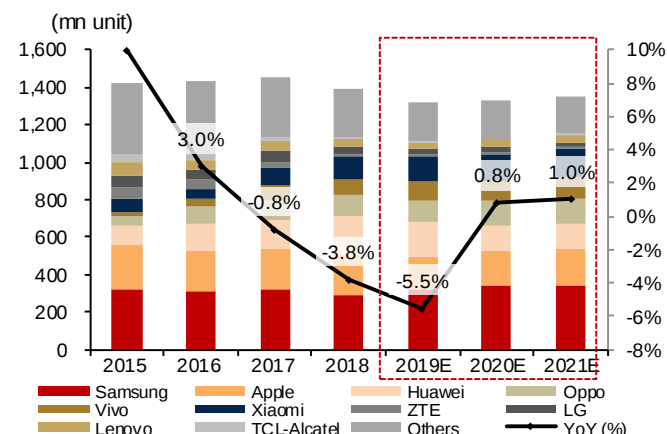
張雅涵

(852) 3761 8780
iriszhang@cmbi.com.hk

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
投票網址，投下您對招銀國際
研究團隊信任的一票：
<https://euromoney.com/brokers>

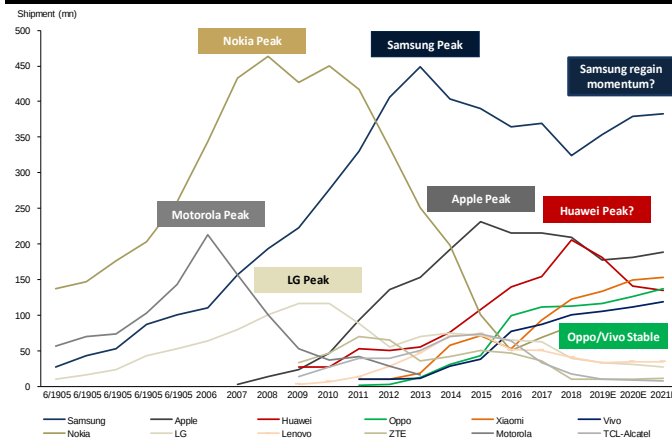
重要圖表

圖 1: 全球智能手機市場 2020 年重回上行軌道



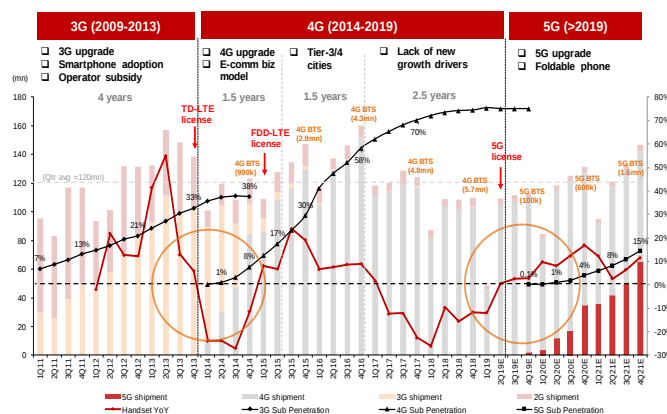
資料來源: IDC 及招銀國際證券預測

圖 2: 智能手機市場競爭格局重新洗牌



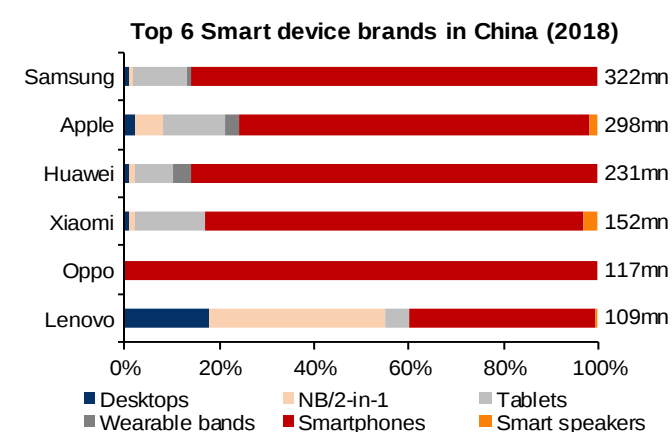
資料來源: Counterpoint, IDC 及招銀國際證券預測

圖 3: 中國 5G 商用加速將是 2019 年第三季度主要催化劑



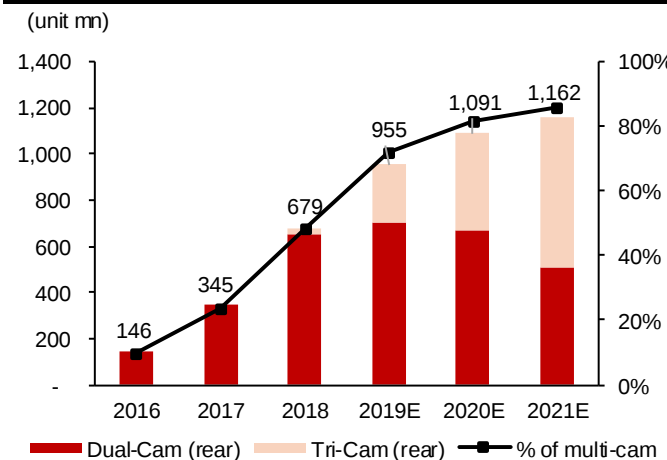
資料來源: IHS 及招銀國際證券預測

圖 4: 物聯網成為下一個藍海市場



資料來源: GFK 及招銀國際證券預測

圖 5: 多攝出貨量增長動力強勁



資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 6: 產業鏈企業產品及廠商一覽

	主流智能手機品牌					新興產品布局			
	蘋果	華為	三星	Oppo/vivo/小米		車用	物聯網	人工智能	5G
瑞聲科技	X	X	X	X			X		X
鴻騰精密	X			X		X	X		X
舜宇光學		X	X	X		X	X	X	X
比亞迪電子	X	X	X	X		X	X		X
通達集團	X	X	X	X		X	X		X
丘鈺科技				X				X	X
東江集團	X					X	X		X
信利國際		X	X	X		X	X		X
高偉電子	X							X	
立訊精密	X	X	X	X		X	X		X
歌爾聲學	X	X	X	X			X		
歐菲光	X	X	X	X		X	X	X	
藍思科技	X	X	X	X		X	X		X

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

推薦標的

舜宇光學 (2382 HK, 買入, 目標價: 88.6 港元)

我們首次覆蓋舜宇光學，給予“買入”評級，目標價 88.6 港元。我們認為當前股價已完全反映了華為被禁給公司帶來的負面影響；而三星和小米積極的訂單增量可部分抵消華為訂單，公司有望在第三季度築底反彈。此外，隨著多攝和 3D 感應等應用滲透率持續提升，光學鏡頭升級周期仍將保持強勁勢頭。自 5 月股價急挫 30% 後，當前對應 2020 年市盈率為 17.2 倍，極具吸引。我們分別給予手機攝像模組/手機鏡頭/車載鏡頭業務 15 倍/25 倍/30 倍市盈率，綜合得出目標價 88.6 港元，對應 28% 上行空間。

立訊精密 (002475 CH, 買入, 目標價: 32.1 人民幣)

我們首次覆蓋立訊精密，給予“買入”評級，目標價 32.1 人民幣。公司擁有豐富的產品線和收購整合經驗，我們相信公司有望優先受益於由 5G 和無線技術引領的升級浪潮，能在貿易爭端下搶占更多市場份額並不斷推出新產品，進一步提升盈利能力。我們給予公司目標價 32.1 人民幣，對應 25 倍的 2020 年預測市盈率，較五年歷史均值 (28 倍) 有 11% 折讓。

鴻騰精密 (6088 HK, 買入, 目標價: 3.87 港元)

我們首次覆蓋鴻騰精密，給予“買入”評級，目標價 3.87 港元。公司正積極向新興產業轉型，並持續受益於 400G 光通訊產品、物聯網/智能家居以及汽車電子的升級。我們預計公司收入/每股盈利將在 2019-21 年分別以 12%/14% 複合年化增長率成長，毛利率也將因產品結構轉變得顯著改善。我們給予公司目標價 3.87 港元，對應 11 倍的 2020 年預測市盈率，較兩年歷史均值 (15 倍) 有 24% 折讓。

通達集團 (698 HK, 買入, 目標價: 0.76 港元)

我們首次覆蓋通達集團，給予“買入”評級，目標價 0.76 港元。我們受惠於大客戶三星和小米的份額提升、蘋果快充轉換器推出、以及 5G 驅動機殼和天線升級，我們預計公司收入將在 2019-21 年以 20% 複合年化增長率成長，而前三大客戶小米/蘋果/三星將分別貢獻 2019 年 30%/18%/10% 的收入。基於 5 倍 2020 年預測市盈率而定，我們給予公司目標價 0.76 港元，對應 5 倍的 2020 年市盈率，相對同業平均的 7.8 倍存在 36% 折讓，較五年歷史均值 (7.2 倍) 向下一個標準差低 31%。

東江集團 (2283 HK, 買入, 目標價: 4.7 港元)

我們首次覆蓋東江集團，給予“買入”評級，目標價 4.7 港元。東江集團是全球領先的一站式注塑解決方案供應商，我們期望公司在未來幾年持續受益於智能家居 (Google/Amazon)、無線藍牙耳機 (Jabra)、以及可穿戴配件 (蘋果/ Otterbox) 的滲透加速，並預測公司 2019-21 年收入/淨利潤複合年化增長率為 17%/18%。我們給予公司目標價 4.7 港元，對應 8.2 倍的 2020 年預測市盈率，與五年歷史均值水平相當。

瑞聲科技 (2018 HK, 賣出, 目標價: 35.8 港元)

我們首次覆蓋瑞聲科技，給予“賣出”評級，目標價 35.8 港元。我們認為聲學/電磁傳動結構件的單價及利潤率及彈出式攝像頭趨勢放緩，令公司的 2019 年下半年收入增長將繼續承壓，我們給出的 2019-21 年預測每股收益較市場一致預期低 13%-15%。考慮到 2020-21 年預測收入增長放緩以及行業競爭加劇，我們給予公司目標價 35.8 港元，對應 12 倍的 2020 年預測市盈率，與五年歷史均值向下一個標準差水平相當，較當前股價仍存在 15% 的下行空間。

圖 7: 中國科技行業同業估值對比

公司名稱	股票代碼	評級	市值	股價	目標價	上行/下行	市盈率 (倍)		市淨率 (倍)		股本回報率 (%)	
			(百萬美元)	(當地貨幣)	(當地貨幣)	空間	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
港股上市企業												
舜宇光學	2382 HK	買入	9,715	69.35	88.60	28%	22.0	17.3	5.8	4.7	26.0	27.0
鴻騰精密	6088 HK	買入	2,595	3.00	3.87	29%	9.8	8.5	1.2	1.1	12.0	13.0
通達集團	698 HK	買入	488	0.59	0.76	29%	4.6	3.9	0.5	0.5	12.0	13.0
東江集團	2283 HK	買入	407	3.82	4.70	23%	7.9	6.6	2.4	2.4	32.0	37.0
瑞聲科技	2018 HK	賣出	6,498	42.10	33.80	-20%	14.9	12.5	2.2	2.0	15.1	16.1
小米集團	1810 HK	持有	29,392	9.58	9.30	-3%	18.6	14.0	2.3	1.9	15.0	16.0
丘鈦科技	1478 HK	持有	842	5.77	5.10	-12%	25.1	17.8	2.4	2.1	12.3	15.1
比亞迪電子	285 HK	持有	3,056	10.62	11.90	12%	12.2	11.0	1.5	1.4	13.0	13.0
聯想集團	992 HK	未評級	8,746	5.70	NA	NA	14.6	11.0	2.1	1.9	15.6	18.7
巨騰國際	3336 HK	未評級	286	1.92	NA	NA	8.0	5.7	0.3	0.3	4.4	6.5
富智康集團	2038 HK	未評級	913	0.87	NA	NA	-	11.1	0.4	0.4	-	3.8
高偉電子	1415 HK	未評級	146	1.37	NA	NA	7.3	6.7	0.4	0.4	5.8	5.8
信利國際	732 HK	未評級	471	1.12	NA	NA	4.8	5.0	0.4	0.4	5.2	7.8
中芯國際	981 HK	未評級	5,355	8.30	NA	NA	75.7	62.4	0.9	0.9	1.2	1.6
長飛光纖	6869 HK	未評級	2,824	15.86	NA	NA	10.2	10.2	1.3	1.2	11.4	11.0
昂納集團	877 HK	未評級	426	4.16	NA	NA	10.6	8.8	1.2	1.1	12.5	13.3
	均值						16.4	13.3	1.6	1.4	12.9	13.7
A 股上市企業												
立訊精密	002475 CH	買入	12,479	21.00	32.10	53%	22.6	16.3	4.3	3.4	21.3	22.6
歌爾聲學	002241 CH	持有	3,684	7.86	9.10	14%	19.9	16.5	1.6	1.5	8.1	9.3
信維通信	300136 CH	未評級	3,224	23.00	NA	NA	16.7	12.8	4.4	3.3	28.5	27.1
京東方	000725 CH	未評級	16,790	3.39	NA	NA	28.1	18.8	1.2	1.2	4.5	6.4
大族激光	002008 CH	未評級	5,132	33.79	NA	NA	19.5	14.4	3.6	3.0	18.1	20.8
藍思科技	300433 CH	未評級	3,839	6.77	NA	NA	16.0	12.6	1.5	1.3	9.8	11.1
合力泰	002217 CH	未評級	2,566	5.70	NA	NA	8.1	9.7	1.4	1.2	12.5	12.6
歐菲光	002456 CH	未評級	3,052	7.79	NA	NA	10.4	8.1	1.8	1.5	17.5	18.6
長盈精密	300115 CH	未評級	1,288	9.80	NA	NA	23.5	16.4	1.9	1.7	8.5	11.7
	均值						18.3	14.0	2.4	2.0	14.3	15.6

資料來源：彭博及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	：招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，並可能會受目標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。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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责任。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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信息，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。接收本報告之行爲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。