

舜宇光学 (2382 HK, HK\$11.86, 目标价: HK\$11.54, 持有) - 边际利率开始受压

- ❖ 12 月手机照相模块出货受客户产品延迟及竞争加剧的打击。因一些客户机款的推出被推迟到 15 年第一季, 加上与欧菲光 (002456 CH) 和光宝 (2301 TW) 的竞争越趋激烈, 十二月手机照相模块 (HCM) 出货量环比下降 21.5% 至 1,400 万颗。14 财年总 HCM 出货量达到 1.87 亿颗, 同比增长 41%, 略高于管理预期的 40% 增长。
- ❖ 预计 15 年 HCM 的定价和毛利率压力将更大。展望 2015 年, 欧菲光将大幅扩大其 HCM 的产能, 我们认为舜宇将面对巨大的定价和毛利率压力。舜宇成功开发有光学图像稳定器 (OIS) 功能的 HCM, 这将有助于减少图像模糊, 也将缓解部分定价和毛利率压力。然而, 即使有 OIS 功能的 HCM 享有较高的平均售价及毛利率, 目前中国智能手机厂商只会将其应用到高端智能手机机型。我们相信 2015 年 HCM 供应过剩的风险将超过推出 OIS 的得益, 我们下调 15 财年光电业务的毛利率预估达 1.0 百分点至 11.8%。
- ❖ 12 月手机镜头出货量偏弱, 因客户推迟产品推出。因一些客户推迟产品发布至 15 年第一季, 舜宇 12 月手机镜头 (HLS) 出货环比下降 17.1% 至 1,450 万颗。14 财年 HLS 总出货达 1.2 亿颗, 同比大幅增长 117.1%, 超过公司 HLS 出货翻一番的目标。我们认为可观的增长应归功于: 1) 一个韩国客户的出货量显著增长; 2) 与柯尼卡美能达上海 HLS 厂房整合, 显著提高产能; 以及 3) 内部 HLS 需求增加。展望 2015 年, 因高像素摄像头的需求依然强劲, 我们预计舜宇将延续其像素升级的策略。
- ❖ 下调目标价及评级。我们预期 HCM 部门在 2015 年将面对更激烈的竞争, 因为 1) 低至中端智能手机的增长动能开始减慢; 2) 竞争对手积极扩大产能。即使 HLS 和 HCM 部门产品结构均见改善, 惟可能不足以完全缓解毛利率压力。我们下调了 14 及 15 财年的毛利率预测分别达 0.2 和 0.9 个百分点至 15.3% 和 15.1%。同时也下调了 14 及 15 财年的净利润预测分别达 2.4% 和 6.5% 至人民币 6.44 亿和人民币 7.79 亿。我们依然以 13 倍 15 财年市盈率为公司估值, 并将目标价由港币 12.65 元调降至港币 11.54 元, 有 2.7% 的下行风险。我们认为公司现价合理并将评级从「买入」调降至「持有」。

舜宇光学 (2382 HK)

评级	持有
收市价	11.86 港元
目标价	11.54 港元
市值 (港币百万)	13,010
过去 3 月平均交易 (港币百万)	70.18
52 周高/低 (港币)	14.5/6.1
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	-6.9%	-11.0%
3 月	-3.6%	-8.1%
6 月	14.3%	13.7%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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	8,831	10,967	13,185
净利润 (百万人民币)	346	440	644	779	967
每股收益 (人民币)	0.36	0.44	0.59	0.71	0.88
每股收益变动 (%)	61.3	23.1	32.6	20.9	24.1
市盈率 (x)	26.4	20.9	16.2	13.4	10.8
市帐率 (x)	4.7	3.2	3.6	3.0	3.1
股息率 (%)	1.1	1.4	1.9	2.3	2.8
权益收益率 (%)	17.9	15.4	22.5	24.7	25.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	6.4	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	3,984	5,813	8,831	10,967	13,185
光学零件	1,309	1,164	1,643	1,955	2,356
光电产品	2,491	4,416	6,965	8,771	10,568
光学仪器	185	233	223	241	261
销售成本	(3,243)	(4,846)	(7,478)	(9,312)	(11,179)
毛利	741	967	1,353	1,654	2,006
研发费用	(163)	(251)	(344)	(439)	(527)
销售费用	(64)	(88)	(93)	(104)	(119)
管理费用	(150)	(166)	(216)	(252)	(290)
其他营运收入/费用	20	32	17	22	26
息税前收益	384	494	718	881	1,096
息税及折旧摊销前收益	489	623	879	1,075	1,315
利息收入	26	18	61	61	67
融资成本	(3)	(7)	(15)	(18)	(16)
其他非营运收入/费用	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	397	504	763	923	1,145
所得税	(58)	(64)	(118)	(143)	(178)
非控制股东权益	7	(0)	(0)	(0)	(1)
净利润	346	440	644	779	967

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
非流动资产	735	899	1,213	1,307	1,427
物业、厂房及设备	646	785	1,039	1,091	1,168
递延税款资产	2	4	6	7	8
无形资产	0	0	0	0	0
其他	87	110	168	208	250
流动资产	2,267	3,766	4,658	5,623	6,743
现金及现金等价物	243	709	618	694	723
存货	748	768	1,229	1,582	1,960
应收贸易款项	901	1,172	1,815	2,374	2,890
其他	375	1,118	996	973	1,170
流动负债	1,052	1,782	2,974	3,442	3,944
借债	103	489	859	759	659
应付贸易账款	939	1,257	2,049	2,602	3,185
其他	11	36	67	81	100
非流动负债	18	23	32	34	36
借债	0	0	0	0	0
递延税款负债	6	6	9	11	13
其他	12	18	23	23	23
少数股东权益	10	10	15	19	23
净资产总值	1,922	2,850	2,850	3,435	4,167
股东权益	1,922	2,850	2,850	3,435	4,167

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)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
营业利润	384	494	718	881	1,096
折旧和摊销	106	129	162	195	220
营运资金变动	(111)	(691)	(632)	(321)	(489)
利息支出	(3)	(7)	(15)	(18)	(16)
利息收入	26	18	61	61	67
税款支出	(59)	(66)	(117)	(142)	(177)
其他	(85)	790	(1)	(2)	(2)
经营活动所得现金净额	257	668	175	653	699
购置固定资产	(262)	(268)	(417)	(246)	(296)
其他	83	(771)	(57)	(41)	(42)
投资活动所得现金净额	(180)	(1,039)	(474)	(287)	(338)
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)	(190)	(231)
融资活动所得现金净额	(85)	837	242	(290)	(331)
现金增加净额	(8)	466	(57)	76	29
年初现金及现金等价物	252	243	709	618	694
年末现金及现金等价物	243	709	618	694	723

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
销售组合 (%)					
光学零件	32.9	20.0	18.6	17.8	17.9
光电产品	62.5	76.0	78.9	80.0	80.2
光学仪器	4.6	4.0	2.5	2.2	2.0
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	18.6	16.6	15.3	15.1	15.2
息税及折旧摊销前收益率	12.3	10.7	10.0	9.8	10.0
营业利润率	9.6	8.5	8.1	8.0	8.3
净利润率	8.7	7.6	7.3	7.1	7.3
有效税率	14.7	12.6	15.5	15.5	15.5

增长 (%)

收入增长	59	46	52	24	20
毛利增长	42	30	40	22	21
息税前收益增长	67	29	45	23	24
净利润增长	61	27	46	21	24

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	2.1	1.6	1.6	1.7
速动比率 (x)	1.4	1.7	1.2	1.2	1.2
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)	8	2	(2)

回报率 (%)

资本回报率	17.9	15.4	22.5	24.7	25.3
资产回报率	11.5	9.4	11.0	12.2	12.8

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.44	0.59	0.71	0.88
每股账面值	2.01	2.88	2.61	3.15	3.82
每股股息	0.11	0.13	0.18	0.21	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关于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 个月的潜在涨幅在-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，并可能会受目标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风险。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(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。