

## 舜宇光学 (2382 HK, HK\$7.84, 目标价: HK\$6.96, 持有) - 12 财年业绩表现出色, 惟利润率下降隐忧浮现

- ❖ **12 财年业绩表现出色。**舜宇光学公布 12 财年业绩。得益于智能手机相机镜头和模块的强劲需求, 收入同比增长 59.5% 至人民币 39.8 亿。毛利率同比减少 2.3 个百分点至 18.6%, 主因是产品组合的改变, 低毛利光电产品快速成长拖累毛利率。另一方面, 因经营效率增强和规模效应显著提高, 营运成本占销售比例大幅下降 2.8 个百分点至 9.0%。经营效率的提升抵消了毛利率下降的影响, 净利率仅从一年前的 8.6% 小幅增长至 8.7%。盈利达人民币 3.46 亿, 比去年同期大升 60.8%。经营现金流从 11 年的人民币 0.72 亿显著增长至 12 年的人民币 2.57 亿。末期股息达人民币 0.105 元, 派息比率为 30%。
- ❖ **相机模块产品组合不断改善。**2012 年, 舜宇光学受益于智能手机相机镜头升级趋势的影响, 500 万像素或以上手机镜头及手机相机模块的出货比例大幅增加。管理层预测 500 万像素或以上手机镜头及手机相机模块于 13 财年将分别占到总出货量的 40% 和 50%。我们相信 13 财年的增长动力仍落在手机相关的产品的快速升级上。
- ❖ **利润率下降隐忧浮现。**虽然舜宇光学成功将手机相机模块的产品组合升级, 我们仍对 12 财年光电产品分部的毛利率同比下降 0.7 个百分点至 14.1% 感到失望。低毛利光电产品的增长速度远超其他业务将会拖累整体毛利率。在 12 财年, 公司可以保持净利率不跌全因产量上升而达至非常显著的规模效应。我们相信舜宇光学将在 13 财年进一步通过提高生产程序自动化来提升效率, 惟因基数变大, 规模效应带来的增益将大幅减少。我们估计营运成本占销售比例只会下降 0.6 个百分点至 8.4%, 这将不能抵消毛利率下降的影响。我们预计 13 财年净利率将同比下降 0.4 个百分点至 8.3%。
- ❖ **我们相信舜宇光学将继续受惠于强劲的智能机镜头升级需求。**然而, 自我们上一份 12 年 12 月 21 日的“买入”评级报告算起, 公司股价已经上涨 54.0%。我们认为股价已充分反映利好因素, 并开始关注毛利率下降的风险。因市场气氛转好, 我们引用 12 倍 13 财年市盈率为公司估值 (之前为 10 倍)。我们将目标价由港币 6.13 上调至港币 6.96, 有 11.2% 的下跌风险。我们下调评级至持有。

### 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 | 5,374 | 6,359 | 7,086 |
| 净利润 (百万人民币) | 215   | 346   | 447   | 499   | 563   |
| 每股收益 (人民币)  | 0.22  | 0.36  | 0.46  | 0.52  | 0.59  |
| 每股收益变动 (%)  | 51.7  | 61.3  | 29.0  | 11.8  | 12.8  |
| 市盈率 (x)     | 29.6  | 17.4  | 13.5  | 12.1  | 13.4  |
| 市帐率 (x)     | 3.8   | 3.1   | 2.7   | 2.3   | 2.5   |
| 股息率 (%)     | 1.1   | 1.7   | 2.2   | 2.5   | 2.2   |
| 权益收益率 (%)   | 12.8  | 17.9  | 19.6  | 18.9  | 19.8  |
| 净财务杠杆率 (%)  | 净现金   | 净现金   | 9.6   | 6.0   | 净现金   |

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               | 7.84 港元        |
| 目标价               | 6.96 港元        |
| 市值 (港币百万)         | 7,840          |
| 过去 3 月平均交易 (港币百万) | 32.32          |
| 52 周高/低 (港币)      | 8.4/2.15       |
| 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 | 17.0% | 17.6% |
| 3 月 | 54.6% | 49.5% |
| 6 月 | 94.1% | 66.6% |

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        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>收入</b>      | <b>2,499</b> | <b>3,984</b> | <b>5,374</b> | <b>6,359</b> | <b>7,086</b> |
| 光学零件           | 1,128        | 1,309        | 1,492        | 1,656        | 1,789        |
| 光电产品           | 1,193        | 2,491        | 3,686        | 4,497        | 5,082        |
| 光学仪器           | 178          | 185          | 196          | 206          | 216          |

|           |            |            |            |              |              |
|-----------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 销售成本      | (1,976)    | (3,243)    | (4,423)    | (5,263)      | (5,866)      |
| <b>毛利</b> | <b>523</b> | <b>741</b> | <b>951</b> | <b>1,096</b> | <b>1,220</b> |

|                   |            |            |            |            |            |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 研发费用              | (131)      | (163)      | (204)      | (242)      | (269)      |
| 销售费用              | (59)       | (64)       | (86)       | (102)      | (113)      |
| 管理费用              | (123)      | (150)      | (188)      | (223)      | (248)      |
| 其他营运收入/费用         | 19         | 20         | 27         | 32         | 36         |
| <b>息税前收益</b>      | <b>229</b> | <b>384</b> | <b>500</b> | <b>563</b> | <b>626</b> |
| <b>息税及折旧摊销前收益</b> | <b>335</b> | <b>489</b> | <b>638</b> | <b>728</b> | <b>798</b> |

|             |            |            |            |            |            |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 利息收入        | 44         | 26         | 19         | 20         | 28         |
| 融资成本        | (3)        | (3)        | (7)        | (12)       | (10)       |
| 其他非营运收入/费用  | (31)       | (9)        | (12)       | (14)       | (16)       |
| <b>税前利润</b> | <b>240</b> | <b>397</b> | <b>500</b> | <b>557</b> | <b>629</b> |

|            |            |            |            |            |            |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 所得税        | (38)       | (58)       | (75)       | (84)       | (94)       |
| 非控制股东权益    | 14         | 7          | 22         | 26         | 29         |
| <b>净利润</b> | <b>215</b> | <b>346</b> | <b>447</b> | <b>499</b> | <b>563</b> |

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      |
|----------------|------------|------------|--------------|--------------|------------|
| <b>非流动资产</b>   | <b>553</b> | <b>735</b> | <b>1,063</b> | <b>1,026</b> | <b>963</b> |
| 物业、厂房及设备       | 489        | 646        | 935          | 868          | 804        |
| 递延税款资产         | 1          | 2          | 2            | 3            | 3          |
| 无形资产           | 0          | 0          | 8            | 15           | 0          |
| 其他             | 63         | 87         | 118          | 140          | 156        |

|             |              |              |              |              |              |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b> | <b>1,822</b> | <b>2,267</b> | <b>2,984</b> | <b>3,593</b> | <b>4,080</b> |
| 现金及现金等价物    | 252          | 243          | 184          | 265          | 359          |
| 存货          | 472          | 748          | 970          | 1,197        | 1,366        |
| 应收贸易款项      | 627          | 901          | 1,325        | 1,533        | 1,689        |
| 其他          | 471          | 375          | 506          | 598          | 667          |

|             |            |              |              |              |              |
|-------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动负债</b> | <b>671</b> | <b>1,052</b> | <b>1,730</b> | <b>1,903</b> | <b>1,960</b> |
| 借债          | 62         | 103          | 383          | 373          | 223          |
| 应付贸易账款      | 599        | 939          | 1,333        | 1,514        | 1,720        |
| 其他          | 9          | 11           | 14           | 16           | 18           |

|              |           |           |           |           |           |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>非流动负债</b> | <b>24</b> | <b>18</b> | <b>40</b> | <b>71</b> | <b>22</b> |
| 借债           | 17        | 0         | 20        | 50        | 0         |
| 递延税款负债       | 6         | 6         | 8         | 9         | 10        |
| 其他           | 1         | 12        | 12        | 12        | 12        |

|              |              |              |              |              |              |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 少数股东权益       | 20           | 10           | 14           | 16           | 18           |
| <b>净资产总值</b> | <b>1,661</b> | <b>1,922</b> | <b>2,263</b> | <b>2,629</b> | <b>3,042</b> |

|             |              |              |              |              |              |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>股东权益</b> | <b>1,661</b> | <b>1,922</b> | <b>2,263</b> | <b>2,629</b> | <b>3,042</b> |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|

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        |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业利润</b>       | <b>229</b>  | <b>384</b>   | <b>500</b>   | <b>563</b>   | <b>626</b>   |
| 折旧和摊销             | 106         | 106          | 138          | 165          | 172          |
| 营运资金变动            | (228)       | (111)        | (379)        | (345)        | (186)        |
| 利息支出              | (3)         | (3)          | (7)          | (12)         | (10)         |
| 利息收入              | 44          | 26           | 19           | 20           | 28           |
| 税款支出              | (39)        | (59)         | (74)         | (83)         | (94)         |
| 其他                | (37)        | (85)         | 10           | 12           | 14           |
| <b>经营活动所得现金净额</b> | <b>72</b>   | <b>257</b>   | <b>208</b>   | <b>320</b>   | <b>550</b>   |
| 购置固定资产            | (170)       | (262)        | (427)        | (97)         | (108)        |
| 其他                | 257         | 55           | (39)         | (31)         | (1)          |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>88</b>   | <b>(208)</b> | <b>(466)</b> | <b>(127)</b> | <b>(108)</b> |
| 股本的变化             | (20)        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 银行贷款变动            | (31)        | 23           | 300          | 20           | (200)        |
| 其他                | (46)        | (81)         | (101)        | (131)        | (148)        |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>(97)</b> | <b>(58)</b>  | <b>199</b>   | <b>(111)</b> | <b>(348)</b> |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>63</b>   | <b>(8)</b>   | <b>(60)</b>  | <b>81</b>    | <b>94</b>    |
| 年初现金及现金等价物        | 188         | 252          | 243          | 184          | 265          |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>252</b>  | <b>243</b>   | <b>184</b>   | <b>265</b>   | <b>359</b>   |

来源：公司资料，招銀国际预测

**主要比率**

| 12月31日          | FY11A      | FY12A      | FY13E      | FY14E      | FY15E      |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>销售组合 (%)</b> |            |            |            |            |            |
| 光学零件            | 45.1       | 32.9       | 27.8       | 26.0       | 25.2       |
| 光电产品            | 47.7       | 62.5       | 68.6       | 70.7       | 71.7       |
| 光学仪器            | 7.1        | 4.6        | 3.6        | 3.2        | 3.0        |
| <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         | 20.9 | 18.6 | 17.7 | 17.2 | 17.2 |
| 息税及折旧摊销前收益率 | 13.4 | 12.3 | 11.9 | 11.4 | 11.3 |
| 营业利润率       | 9.2  | 9.6  | 9.3  | 8.8  | 8.8  |
| 净利润率        | 8.6  | 8.7  | 8.3  | 7.9  | 8.0  |
| 有效税率        | 15.8 | 14.7 | 15.0 | 15.0 | 15.0 |

**增长 (%)**

|         |    |    |    |    |    |
|---------|----|----|----|----|----|
| 收入增长    | 37 | 59 | 35 | 18 | 11 |
| 毛利增长    | 33 | 42 | 28 | 15 | 11 |
| 息税前收益增长 | 47 | 67 | 30 | 13 | 11 |
| 净利润增长   | 50 | 61 | 29 | 12 | 13 |

**资产负债比率**

|              |      |     |     |     |     |
|--------------|------|-----|-----|-----|-----|
| 流动比率 (x)     | 2.7  | 2.2 | 1.7 | 1.9 | 2.1 |
| 速动比率 (x)     | 2.0  | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 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  | 80  | 83  | 85  |
| 平均应付账款周转天数   | 111  | 106 | 110 | 105 | 107 |
| 现金周期         | 68   | 61  | 60  | 66  | 65  |
| 净负债/权益比率 (%) | (10) | (7) | 10  | 6   | (4) |

**回报率 (%)**

|       |      |      |      |      |      |
|-------|------|------|------|------|------|
| 资本回报率 | 12.8 | 17.9 | 19.6 | 18.9 | 19.8 |
| 资产回报率 | 9.1  | 11.5 | 11.0 | 10.8 | 11.7 |

**每股数据 (人民币)**

|       |      |      |      |      |      |
|-------|------|------|------|------|------|
| 每股利润  | 0.22 | 0.36 | 0.46 | 0.52 | 0.59 |
| 每股账面值 | 1.74 | 2.01 | 2.37 | 2.75 | 3.18 |
| 每股股息  | 0.07 | 0.11 | 0.14 | 0.16 | 0.18 |

来源：公司资料，招銀国际预测

## 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-15%至+15%之间 |
| 卖出  | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%       |
| 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法律责任。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 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，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士。