

舜宇光學 (2382 HK, HK\$8.43, 目標價: HK\$7.72, 持有) - 13 年上半年業績穩健增長, 對利潤率前景維持審慎

❖ **13 年上半年業績穩健增長。**舜宇光學公佈 13 年上半年業績。收入按年上升 57.4% 至人民幣 27.9 億。收入顯著上升, 得益於在智能手機相機模組的強勁需求。毛利率同比收縮 3.4 個百分點至 15.8%。這是由於手機相機模組 (尤其是 5 百萬像素) 的毛利率大幅下滑。此外, 手機相機模組整體毛利偏低, 加上銷售增長迅猛, 這顯著改變了公司的產品結構, 並從而拖累綜合毛利率。另外, 因規模效應明顯, 運營成本佔銷售同比下降了 1.5 個百分點至 7.6%。因為運營效率的改善並不能抵消毛利率的顯著收窄, 淨利潤率從去年上半年的 8.8% 縮減至 7.1%。淨利潤達 1.97 億, 同比增長 25.7%。

❖ **手機相機模組攀上更高像素市場, 但改變仍不夠快。**舜宇光學成功將手機相機模組的產品組合升級, 5 百萬像素或以上手機相機模組佔 13 年上半年裝運總量的 49.2%, 比 12 年上半年的 22.3% 提升不少。8 百萬像素或以上手機相機模組則佔 13 年上半年裝運總量的 17.7%, 比一年前的 4.1% 大幅增加。然而, 由於競爭激烈, 13 年上半年 5 百萬像素手機相機模組的售價和毛利率均大幅下降。公司雖成功攀上 5 百萬像素市場, 惟仍不足以阻止光電業務的毛利率從 12 年上半年的 15.0% 下降至 13 年上半年的 12.1%。展望 13 年下半年, 我們相信 8 百萬和 1,300 萬像素手機相機模組仍將為舜宇光學的避風港。我們估計 8 百萬像素或以上的手機相機模組將佔到 13 年下半年裝運總量的 30%。即便如此, 70% 的手機相機模組產品仍然為 5 百萬像素或以下, 將面對激烈的價格競爭。舜宇光學的像素攀升可能不足以快至能顯著抬升整體手機相機模組毛利率的地步。我們維持 13 年下半年光電分部毛利率達 13.0% 的估計。

❖ **從蘋果 iPhone 5C 而來的挑戰。**鑒於蘋果有很大的機會在 13 年三季度推出中端智能手機 (iPhone 5C), 這可能會對中國智能手機品牌, 包括中興 (763 HK)、華為和聯想 (992 HK) 的銷量及售價造成沉重壓力。舜宇光學為中國智能手機製造商提供相機模組。蘋果切入中端智能手機市場, 我們預期整個中國智能手機供應鏈屆時都面對新的挑戰。

❖ **雖然公司已成功地攀上了更高像素市場, 惟手機相機模組行業利潤率下降快速, 加上蘋果切入中高端智能手機市場的潛在風險令我們對公司前景保持謹慎。**我們維持以 13 倍 13 財年市盈率為公司估值, 並維持港幣 7.72 目標價, 有 8.4% 的下跌風險。我們認為股價已充分反映利好因素並維持「持有」評級。

舜宇光學 (2382 HK)

評級	持有
收市價	8.43 港元
目標價	7.72 港元
市值 (港幣百萬)	8,430
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	87.65
52 周高/低 (港幣)	11.78/3.04
發行股數 (百萬股)	1,000
主要股東	舜旭有限公司(42.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	2.1%	-3.5%
3 月	-26.3%	-24.5%
6 月	22.9%	27.7%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月底)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬人民幣)	2,499	3,984	6,219	7,847	9,206
淨利潤 (百萬人民幣)	215	346	453	631	757
每股收益 (人民幣)	0.22	0.36	0.47	0.65	0.78
每股收益變動 (%)	51.7	61.3	30.4	39.2	20.0
市盈率(x)	31.9	18.7	14.2	10.2	8.5
市帳率(x)	4.1	3.4	2.8	2.3	1.9
股息率 (%)	1.0	1.6	2.1	2.9	3.5
權益收益率 (%)	12.8	17.9	19.8	22.7	24.7
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	12.0	15.4	6.6

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	2,499	3,984	6,219	7,847	9,206
光学零件	1,128	1,309	1,522	1,882	2,211
光电产品	1,193	2,491	4,481	5,679	6,571
光学仪器	178	185	216	287	424
销售成本	(1,976)	(3,243)	(5,230)	(6,572)	(7,728)
毛利	523	741	988	1,275	1,478
研发费用	(131)	(163)	(242)	(290)	(322)
销售费用	(59)	(64)	(87)	(94)	(101)
管理费用	(123)	(150)	(166)	(188)	(212)
其他营运收入/费用	19	20	31	39	46
息税前收益	229	384	524	741	889
息税及折旧摊销前收益	317	489	653	893	0
利息收入	44	26	14	12	11
融资成本	(3)	(3)	(9)	(16)	(15)
其他非营运收入/费用	(31)	(9)	(14)	(17)	(20)
税前利润	240	397	515	720	864
所得税	(38)	(58)	(77)	(108)	(130)
非控制股东权益	14	7	15	19	22
净利润	215	346	453	631	757

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
非流动资产	553	735	893	1,025	1,032
物业、厂房及设备	489	646	754	849	826
递延税款资产	1	2	3	3	4
无形资产	0	0	0	0	0
其他	63	87	137	172	202
流动资产	1,822	2,267	3,507	4,297	5,043
现金及现金等价物	252	243	228	173	183
存货	472	748	1,161	1,494	1,800
应收贸易款项	627	901	1,533	1,892	2,194
其他	471	375	585	738	866
流动负债	671	1,052	2,074	2,464	2,643
借债	62	103	483	553	353
应付贸易账款	599	939	1,576	1,891	2,265
其他	9	11	15	21	25
非流动负债	24	18	41	73	75
借债	17	0	20	50	50
递延税款负债	6	6	9	11	13
其他	1	12	12	12	12
少数股东权益	20	10	16	20	24
净资产总值	1,661	1,922	2,270	2,765	3,332
股东权益	1,661	1,922	2,270	2,765	3,332

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
营业利润	229	384	524	741	889
折旧和摊销	106	106	129	152	170
营运资金变动	(228)	(111)	(614)	(525)	(356)
利息支出	(3)	(3)	(9)	(16)	(15)
利息收入	44	26	14	12	11
税款支出	(39)	(59)	(75)	(106)	(128)
其他	(37)	(598)	1	2	2
经营活动所得现金净额	72	(257)	(30)	259	572
购置固定资产	(170)	(262)	(237)	(247)	(147)
其他	257	568	(49)	(36)	(30)
投资活动所得现金净额	88	306	(286)	(283)	(176)
股本的变化	(20)	0	0	0	0
银行贷款变动	(31)	23	400	100	(200)
其他	(46)	(81)	(99)	(132)	(186)
融资活动所得现金净额	(97)	(58)	301	(32)	(386)
现金增加净额	63	(8)	(15)	(55)	10
年初现金及现金等价物	188	252	243	228	173
年末现金及现金等价物	252	243	228	173	183

来源：公司资料，招银国际预测

主要比率

12月31日	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY14E
销售组合 (%)					
光学零件	45.1	32.9	24.5	24.0	24.0
光电产品	47.7	62.5	72.1	72.4	71.4
光学仪器	7.1	4.6	3.5	3.7	4.6
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	20.9	18.6	15.9	16.2	16.1
息税及折旧摊销前收益率	13.4	12.3	10.5	11.4	11.5
营业利润率	9.2	9.6	8.4	9.4	9.7
净利润率	8.6	8.7	7.3	8.0	8.2
有效税率	15.8	14.7	15.0	15.0	15.0

增长 (%)

收入增长	37	59	56	26	17
毛利增长	33	42	33	29	16
息税前收益增长	47	67	37	42	20
净利润增长	50	61	31	39	20

资产负债比率

流动比率 (x)	2.7	2.2	1.7	1.7	1.9
速动比率 (x)	2.0	1.4	1.1	1.1	1.2
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	81	83	85
平均应付账款周转天数	111	106	110	105	107
现金周期	68	61	61	66	65
净负债/权益比率 (%)	(10)	(7)	12	15	7

回报率 (%)

资本回报率	12.8	17.9	19.8	22.7	24.7
资产回报率	9.1	11.5	10.3	11.9	13.3

每股数据 (人民币)

每股利润	0.22	0.36	0.47	0.65	0.78
每股账面值	1.74	2.01	2.37	2.88	3.48
每股股息	0.07	0.11	0.14	0.20	0.24

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。