

舜宇光學 (2382 HK, HK\$8.05, 目標價: HK\$10.00, 買入) - 前景亮麗

- ❖ **13年下半年業績強勁。**因手機照相模組(HCM)的需求強勁,舜宇13下半年的營收按年上升36.7%至人民幣30.3億元。毛利率則收縮0.7個百分點至17.4%,因毛利率相對較低的HCM業務占銷售比增加。然而光學元件業務的毛利率則上升了3.1個百分點至26.3%,因高毛利(毛利率約40%)的車載鏡頭產品銷量飆升。研發費用佔銷售比則增加了0.6個百分點至4.9%,以積累技術用於各種產品線、促進產品升級。13年下半年因規模效應顯著,營業成本佔銷售額比同比下降了0.2個百分點至8.7%。13年下半年淨利潤達人民幣2.4億,同比增長28.4%。建議派發末期股息為每股人民幣0.105元,派息比率達30%。
- ❖ **像素升級成功。**舜宇成功升級手機鏡頭(HLS)和HCM的產品結構。13財年八百萬或以上像素的HLS和HCM產品分別佔各自總出貨量的8.6%及21.3%,比12財年的0.1%和5.7%大幅上升。舜宇將在14財年供應某韓國客戶每月四百萬個HLS(主要為八百萬像素產品)。受該韓國客戶的訂單影響,我們估計14財年公司八百萬或以上像素的HLS出貨比例將進一步增加至總出貨量的30%。我們也預計14財年八百萬或以上像素的HCM出貨比例將達到總出貨量的40%,因國內智能手機製造商,如華為和中興(763 HK)對高像素HCM的需求殷切。像素升級成功將有助於舜宇在激烈的市場競爭下提高平均售價和維持毛利率。我們預計14財年毛利率為16.5%,同比小幅下降0.1個百分點。
- ❖ **光學產品多樣化。**舜宇自定位為光學技術專家,而非智能手機組件製造商。公司在車載鏡頭市場已取得全球領先地位。舜宇在13年已佔到全球車載鏡頭市場份額的28.7%,並有望在14年進一步提高至30%以上。除了車載鏡頭,舜宇在3D運動傳感方面也取得了突破,公司成為Google“Project Tango”開發項目的其中一個合作夥伴,“Project Tango”專注於開發智能手機的3D動作追蹤和3D製圖。我們預計舜宇將負責開發該項目的3D動作感應器模組。我們預計這有可能成為舜宇與Google兩家公司進一步合作的契機。
- ❖ **舜宇成功打入高像素市場,我們也同意公司的車載鏡頭和3D動作互動模組前景皆十分亮麗。**我們調高14及15財年的淨利潤預測分別達3.8%和8.9%至人民幣6.6億和人民幣8.2億。我們以13倍14財年市盈率為公司估值,並將目標價由港幣7.72元提升至港幣10.00元,有24.2%的上升空間。我們將評級由「持有」上調至「買入」。

舜宇光學 (2382 HK)

評級	買入
收市價	8.05 港元
目標價	10.00 港元
市值 (港幣百萬)	8,831
過去3月平均交易 (港幣百萬)	44.11
52周高/低 (港幣)	11.78/6.1
發行股數 (百萬股)	1,097
主要股東	舜旭有限公司(38.4%)
來源: 彭博	

股價表現

	絕對	相對
1月	24.6%	22.8%
3月	14.5%	21.4%
6月	-9.8%	-5.5%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月底)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
營業額 (百萬人民幣)	3,984	5,813	8,063	9,917	11,576
淨利潤 (百萬人民幣)	346	440	655	824	1,004
每股收益 (人民幣)	0.36	0.44	0.60	0.76	0.92
每股收益變動 (%)	61.3	23.1	35.4	25.9	21.8
市盈率(x)	17.9	14.2	10.5	8.3	6.8
市帳率(x)	3.2	2.2	2.0	1.7	1.8
股息率 (%)	1.7	2.1	2.9	3.6	4.4
權益收益率 (%)	17.9	15.4	19.3	22.3	22.8
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利润表

12月31日 (百万人民币)	FY12A	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E
收入	3,984	5,813	8,063	9,917	11,576
光学零件	1,309	1,164	1,701	2,145	2,682
光电产品	2,491	4,416	6,086	7,427	8,485
光学仪器	185	233	276	345	408

销售成本	(3,243)	(4,846)	(6,733)	(8,281)	(9,634)
毛利	741	967	1,330	1,636	1,942

研发费用	(163)	(251)	(363)	(426)	(498)
销售费用	(64)	(88)	(113)	(139)	(150)
管理费用	(150)	(166)	(194)	(228)	(266)
其他营运收入/费用	20	32	45	55	64
息税前收益	384	494	705	898	1,092
息税及折旧摊销前收益	489	623	867	1,092	1,311

利息收入	26	18	62	64	76
融资成本	(3)	(7)	(10)	(8)	(5)
其他非营运收入/费用	(9)	(1)	(1)	(1)	(1)
税前利润	397	504	757	954	1,162

所得税	(58)	(64)	(110)	(138)	(168)
非控制股东权益	7	(0)	7	9	11
净利润	346	440	655	824	1,004

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	1,198	1,286	1,387
物业、厂房及设备	646	785	1,039	1,091	1,159
递延税款资产	2	4	5	6	7
无形资产	0	0	0	0	0
其他	87	110	153	188	220

流动资产	2,267	3,766	4,509	5,438	6,472
现金及现金等价物	243	709	573	683	806
存货	748	768	1,107	1,475	1,742
应收贸易款项	901	1,172	1,767	2,228	2,696
其他	375	1,118	1,061	1,052	1,228

流动负债	1,052	1,782	2,296	2,681	3,055
借债	103	489	389	289	189
应付贸易账款	939	1,257	1,845	2,314	2,771
其他	11	36	62	78	95

非流动负债	18	23	26	27	29
借债	0	0	0	0	0
递延税款负债	6	6	8	10	11
其他	12	18	18	18	18

少数股东权益	10	10	14	17	20
净资产总值	1,922	2,850	3,372	3,999	4,754

股东权益	1,922	2,850	3,372	3,999	4,754
-------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

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	705	898	1,092
折旧和摊销	106	129	162	195	219
营运资金变动	(111)	(691)	(265)	(334)	(437)
利息支出	(3)	(7)	(10)	(8)	(5)
利息收入	26	18	62	64	76
税款支出	(59)	(66)	(109)	(138)	(168)
其他	(85)	790	7	8	9
经营活动所得现金净额	257	668	553	685	787
购置固定资产	(262)	(268)	(417)	(246)	(288)
其他	83	(771)	(43)	(35)	(32)
投资活动所得现金净额	(180)	(1,039)	(459)	(281)	(319)
股本的变化	0	770	0	0	0
银行贷款变动	23	386	(100)	(100)	(100)
其他	(108)	(319)	(129)	(194)	(246)
融资活动所得现金净额	(85)	837	(229)	(294)	(346)
现金增加净额	(8)	466	(136)	110	122
年初现金及现金等价物	252	243	709	573	683
年末现金及现金等价物	243	709	573	683	806

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	21.1	21.6	23.2
光电产品	62.5	76.0	75.5	74.9	73.3
光学仪器	4.6	4.0	3.4	3.5	3.5
总和	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	18.6	16.6	16.5	16.5	16.8
息税及折旧摊销前收益率	12.3	10.7	10.8	11.0	11.3
营业利润率	9.6	8.5	8.7	9.1	9.4
净利润率	8.7	7.6	8.1	8.3	8.7
有效税率	14.7	12.6	14.5	14.5	14.5

增长 (%)

收入增长	59	46	39	23	17
毛利增长	42	30	38	23	19
息税前收益增长	67	29	43	27	22
净利润增长	61	27	49	26	22

资产负债比率

流动比率 (x)	2.2	2.1	2.0	2.0	2.1
速动比率 (x)	1.4	1.7	1.5	1.5	1.5
平均应收账款周转天数	83	74	80	82	85
平均存货周转天数	84	58	60	65	66
平均应付账款周转天数	106	95	100	102	105
现金周期	61	37	40	45	46
净负债/权益比率 (%)	(7)	(8)	(5)	(10)	(13)

回报率 (%)

资本回报率	17.9	15.4	19.3	22.3	22.8
资产回报率	11.5	9.4	11.5	13.3	13.8

每股数据 (人民币)

每股利润	0.36	0.44	0.60	0.76	0.92
每股账面值	2.01	2.88	3.10	3.68	4.38
每股股息	0.11	0.13	0.18	0.23	0.28

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。