

买入

2015 年 3 月 11 日

收入结构改善，盈利能力回升，维持买入评级

- **14 年下半年镜头模组毛利率回稳，全年业绩略低于预期：**14 年全年公司收入同比增长 45%至 84.27 亿元人民币，由于下半年手机镜头模组产品结构得到改善，毛利率较上半年提升超过 1 个百分点至 12%，拉动全年总体毛利率水平至 15.3%，归属股东净利润同比提升 28.5%至 5.66 亿元人民币，每股盈利 0.53 元人民币（0.66 港元），建议派发末期股息每股 0.19 港元，全年派息率达 30%。公司所处智能手机行业于 14 年进入全面成熟阶段，国内智能手机出货 4.53 亿台，占据全球 40%的份额，行业内部也逐渐通过技术及价格竞争形成了高度集中的市场格局。我们预计 15 年智能手机市场仍将维持高度竞争态势，产品差异化、行业集中化有助于增强公司的行业地位，同时中国手机走向海外也将给公司的盈利增长创造良好条件。
- **像素升级只是充分条件，差异化设计才是赢得市场的关键：**像素升级至千万像素以后，对业内光学零组件供应商的良率要求有所提高，但对产品盈利能力提升刺激甚微。要在竞争白热化的智能手机供应链市场中保持优势，有能力为品牌厂商实现产品差异化才具有核心价值。我们相信，经历苹果 iPhone6 近半年碾压后的中国智能手机品牌，将会更积极地推出体现硬件应用差异化的核心产品以收复市场失地。而公司自 14 年下半年已在 OIS 及 Dual Camera 等创新性光学镜头设计上有了深度积累。这一行业拉动不仅有利于稳定公司镜头模组毛利率，也将拉动高毛利的镜头业务收入占比，公司总体盈利能力将重回上升轨道。
- **提升目标价至 16 港元，买入评级：**15 年公司镜头模组业务毛利率将略有提升，而高毛利业务手机及车载镜头收入占比逐渐扩大，公司仍具有高于行业增速的收入增长幅度，总体盈利能力也将有所提升。因此我们提升公司目标价至 16 港元，对应 15、16 及 17 年每股盈利的 18、14 及 11 倍，维持买入评级。

蔡浩

+ 852-25321963

simon.tsoi@firstshanghai.com.hk

主要数据

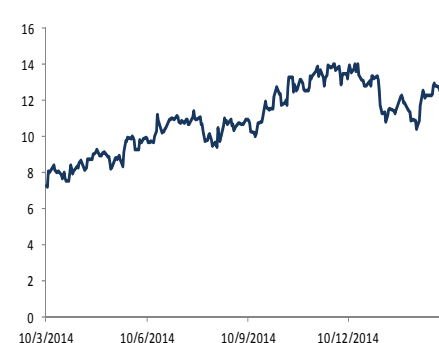
行业	TMT
股价	13.46 港元
目标价	16 港元 (+18.9%)
股票代码	2382
已发行股本	10.97 亿股
市值	148 亿港元
52 周高/低	14.5/7.02 港元
每股净现值	4.32 港元
主要股东	舜旭有限公司 (38.44%) JP Morgan Chase & Co. (5.95%) T Rowe Price Associates (5.06%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	13年历史	14年历史	15年预测	16年预测	17年预测
总营业收入（人民币千元）	5,812,771	8,426,458	11,080,442	13,491,470	15,834,618
变动	45.9%	45.0%	31.5%	21.8%	17.4%
股东净利（人民币千元）	440,498	566,096	779,508	992,522	1,229,707
每股盈利（港元）	0.561	0.661	0.888	1.131	1.401
变动	23.1%	19.4%	34.3%	27.3%	23.9%
基于13.46港元的市盈率（估）	24.0	20.3	15.2	11.9	9.6
每股派息（港元）	0.17	0.20	0.27	0.34	0.42
股息现价比	1.26%	1.48%	1.98%	2.52%	3.13%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1： 主要财务报表

损益表					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
收入	5,812,771	8,426,458	11,080,442	13,491,470	15,834,618
毛利	967,081	1,289,418	1,730,498	2,155,690	2,597,632
其他业务净额	49,364	81,226	76,180	76,180	76,180
销售及管理费用	(505,163)	(712,317)	(919,677)	(1,092,809)	(1,250,935)
营运收入	511,282	658,327	887,002	1,139,061	1,422,878
财务开支	(6,595)	(13,981)	(13,981)	(13,981)	(13,981)
联营公司等	(590)	1,209	0	0	0
税前盈利	504,489	634,007	873,021	1,125,080	1,408,897
所得税	(63,623)	(72,739)	(100,161)	(129,079)	(161,641)
净利润	440,866	561,268	772,860	996,001	1,247,255
少数股东应占利润	368	(4,828)	(6,648)	(8,568)	(10,729)
本公司股东应占利润	440,498	566,096	779,508	1,004,569	1,257,984
折旧及摊销	(147,336)	(189,952)	(230,060)	(244,261)	(246,541)
EBITDA	658,028	849,488	1,117,061	1,383,322	1,669,418
增长					
总收入 (%)	45.9%	45.0%	31.5%	21.8%	17.4%
EBITDA (%)	29.6%	29.1%	31.5%	23.8%	20.7%

资产负债表					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
现金	709,037	504,600	547,414	739,311	1,167,785
应收账款	1,171,802	2,388,469	3,140,738	3,824,140	4,488,303
存货	767,915	895,693	1,173,411	1,422,632	1,661,231
其他流动资产	1,117,662	415,631	412,901	412,885	412,869
总流动资产	3,766,416	4,204,393	5,274,464	6,398,968	7,730,188
固定资产	807,464	1,151,382	1,155,734	1,210,887	1,213,774
无形资产	27	15	13	9	6
长期投资	3,745	5,417	5,417	5,417	5,417
银行存款及其他	64,038	87,596	232,632	232,632	232,632
总资产	4,641,690	5,448,803	6,668,260	7,847,913	9,182,017
应付账款	1,257,179	1,744,472	2,285,361	2,770,749	3,235,452
短期银行借款	488,929	521,571	521,571	521,571	521,571
其他短期负债	35,838	30,749	30,749	30,749	30,749
总短期负债	1,781,946	2,296,792	2,837,681	3,323,069	3,787,772
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	23,417	46,457	41,265	41,265	41,265
总负债	1,805,363	2,343,249	2,878,946	3,364,334	3,829,037
少数股东权益	10,080	2,893	(3,755)	(12,323)	(23,051)
股东权益	2,836,327	3,105,554	3,789,314	4,483,578	5,352,980
每股账面值(摊薄)	2.80	2.88	3.45	4.09	4.88
营运资产	1,984,470	1,907,601	2,436,783	3,075,898	3,942,415

数据来源：公司资料、第一上海预测

财务分析					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	16.64%	15.30%	15.62%	15.98%	16.40%
EBITDA 利率 (%)	11.32%	10.08%	10.08%	10.25%	10.54%
净利率 (%)	7.58%	6.66%	6.97%	7.38%	7.88%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	8.69%	8.45%	8.30%	8.10%	7.90%
实际税率 (%)	12.61%	11.47%	11.47%	11.47%	11.47%
股息支付率 (%)	30.13%	30.04%	30.04%	30.04%	30.04%
库存周转	57.8	45.8	45.8	45.8	45.8
应收账款天数	73.6	103.5	103.5	103.5	103.5
应付账款天数	94.7	89.2	89.2	89.2	89.2
财务状况					
总负债/总资产	0.39	0.43	0.43	0.43	0.42
收入/净资产	2.05	2.71	2.92	3.01	2.96
经营性现金流/收入	0.11	(0.02)	0.04	0.06	0.06
税前盈利对利息倍数	76.50	45.35	62.44	80.47	100.77

现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至					
	2013年 实际	2014年 实际	2015年 预测	2016年 预测	2017年 预测
EBITDA	658,028	849,488	1,117,061	1,383,322	1,669,418
净融资成本	(7,541)	(26,893)	(26,893)	(26,893)	(26,893)
营运资金变化	8,588	(851,746)	(489,097)	(447,235)	(438,060)
所得税	(51,995)	(72,739)	(100,161)	(129,079)	(161,641)
其他	60,753	(81,010)	(16,857)	(16,874)	(16,890)
营运现金流	667,833	(182,900)	484,054	763,241	1,025,934
资本开支	(370,000)	(369,500)	(400,000)	(300,000)	(250,000)
其他投资活动	(669,081)	538,900	206,877	44,374	44,374
投资活动现金流	(1,039,081)	169,400	(193,123)	(255,626)	(205,626)
负债变化	386,287	32,642	0	0	0
股本变化	555,109	0	0	0	0
股息	(105,000)	(170,035)	(234,136)	(301,736)	(377,853)
其他融资活动	1,126	(52,707)	(13,981)	(13,981)	(13,981)
融资活动现金流	837,522	(190,100)	(248,117)	(315,717)	(391,834)
现金变化	466,274	(203,600)	42,814	191,897	428,473
期初持有现金	243,442	709,037	504,600	547,414	739,311
汇兑变化	(679)	(837)	0	0	0
期末持有现金	709,037	504,600	547,414	739,311	1,167,785

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。