

买入

2014年9月23日

光学发展进入新阶段，期待 OIS 技术导入，买入评级

- 中报业绩一般，下半年镜头模组盈利能力将有望维持稳定：**
 14 年上半年公司收入同比上升 37.7%至 38.36 亿元人民币，增长主要动力来自国内智能手机光学配件需求拉动。由于 14 年国内运营商对智能手机补贴力度降低，以及国内智能机需求正处于 3G 向 4G 切换过程，智能机出货量虽保持快速增长，但公司收入占比最大的手机镜头模组业务仍面临较大竞争，其毛利率下降致约 10.9%，低于预期，拖累整体毛利率下滑约 1.2 个百分点至 14.6%。期内公司股东净利同比增长约 30.5%至 2.57 亿元人民币，纯利率下滑约 0.4 个百分点至 6.7%，每股盈利 0.245 元人民币，不派中期息。我们认为，14 年处于需求切换阶段，4G 增量规模仍然可期，公司光学组件在国内一线品牌的渗透率维持高位，竞争优势明显。进入 14 年下半年，智能机需求将随国内 4G 覆盖率及芯片平台成熟度提升而维持规模成长，手机镜头模组毛利率应能维持稳定甚至略有提升，从而改善公司整体盈利能力。
- 光学应用技术发展将摆脱简单像素升级，OIS 技术导入将成为公司扭转盈利能力趋势的重大机遇：**经历三年的爆炸性发展，手机镜头像素升级已经呈现翻倍提升规律，14 年上半年搭载 1300 万像素的国内品牌智能机已大量上市，但简单的像素提升对光学镜头模组的 ASP 及毛利率刺激效应逐年递减。苹果 iPhone6 Plus 采用 800 万像素镜头模组，在镜头端首次采用了 OIS 功能，使得智能机光学应用技术发展进入了新阶段。我们认为 OIS 较阵列式模组、MEMS 及光学变焦等技术更为贴近用户需求，在 4G 通信条件下用于拍摄录像及视频通话的良好用户体验将能为品牌厂商带来差异性溢价。目前国内除公司以外暂时缺乏有能力整合 OIS 镜头资源的模组厂商，我们相信随着 OIS 镜头模组于 15 年成为国内智能机标配，公司将能从中受益。
- 提升目标价至 13.5 港元，买入评级：**基于以上观点，我们提升公司目标价至 13.5 港元，为 15 年调整预期后每股预测盈利的 15 倍市盈率，维持买入评级。

蔡浩
+ 852-25321963
simon.tsoi@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	电子科技
股价	10.78 港元
目标价	13.5 港元 (+25.2%)
股票代码	2382
已发行股本	10.97 亿股
市值	118.26 亿港元
52 周高/低	11.5/6.1 港元
每股净现值	3.72 港元
主要股东	舜旭有限公司 (35.44%) Value Partners Group Limited (5.22%) Wellington Management Co. LLP (4.98%) 富达国际投资 (4.78%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入 (人民币千元)	3,984,296	5,812,771	8,349,855	10,571,315	12,305,849
变动	59.5%	45.9%	43.6%	26.6%	16.4%
股东净利 (人民币千元)	346,274	440,977	578,591	792,187	978,417
每股盈利 (港元)	0.450	0.561	0.659	0.903	1.115
变动	61.3%	23.3%	18.9%	36.9%	23.5%
基于10.78港元的市盈率 (估)	24.0	19.2	16.4	11.9	9.7
每股派息 (港元)	0.14	0.17	0.20	0.27	0.34
股息现价比	1.26%	1.57%	1.84%	2.52%	3.11%

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>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	3,984,296	5,812,771	8,349,855	10,571,315	12,305,849
毛利	741,181	967,081	1,316,145	1,736,535	2,081,248
其他业务净额	45,531	49,364	49,864	49,864	49,864
销售及管理费用	-377,871	-505,163	-701,388	-877,419	-1,009,080
营运收入	408,841	511,282	664,621	908,980	1,122,032
财务开支	-3,141	-6,595	-2,698	-2,698	-2,698
联营公司等	-10,061	-590	0	0	0
税前盈利	397,208	504,489	661,923	906,282	1,119,335
所得税	-58,304	-63,623	-83,478	-114,295	-141,163
净利润	338,904	440,866	578,446	791,988	978,171
少数股东应占利润	-7,370	-111	-146	-199	-246
本公司股东应占利润	346,274	440,977	578,591	792,187	978,417
折旧及摊销	-109,144	-147,336	-204,699	-223,760	-239,131
EBITDA	507,924	658,028	869,320	1,132,740	1,361,164
增长					
总收入 (%)	59.5%	45.9%	43.6%	26.6%	16.4%
EBITDA (%)	40.3%	29.6%	32.1%	30.3%	20.2%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	243,442	709,037	289,204	501,148	915,210
应收账款	900,931	1,171,802	1,683,255	2,131,081	2,480,748
存货	747,673	767,915	1,114,659	1,400,081	1,620,332
其他流动资产	374,936	1,117,662	1,117,644	1,117,627	1,117,611
总流动资产	2,266,982	3,766,416	4,204,762	5,149,938	6,133,900
固定资产	669,510	807,464	1,052,149	1,127,787	1,188,069
无形资产	39	27	19	13	9
长期投资	1,679	3,745	3,745	3,745	3,745
银行存款及其他	64,038	64,038	87,596	87,596	87,596
总资产	3,002,248	4,641,690	5,348,271	6,369,080	7,413,320
应付账款	938,527	1,257,179	1,824,845	2,292,119	2,652,698
短期银行借款	102,642	488,929	200,000	200,000	200,000
其他短期负债	11,168	35,838	35,838	35,838	35,838
总短期负债	1,052,337	1,781,946	2,060,683	2,527,957	2,888,536
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	18,064	23,417	23,417	23,417	23,417
总负债	1,070,401	1,805,363	2,084,100	2,551,374	2,911,953
少数股东权益	10,191	10,080	9,934	9,735	9,489
股东权益	1,931,847	2,836,327	3,264,171	3,817,705	4,501,366
每股账面值(摊薄)	1.97	2.80	2.98	3.48	4.10
营运资产	1,214,645	1,984,470	2,144,079	2,621,981	3,245,364

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.60%	16.64%	15.76%	16.43%	16.91%
EBITDA 利率 (%)	12.75%	11.32%	10.41%	10.72%	11.06%
净利率 (%)	8.51%	7.58%	6.93%	7.49%	7.95%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	9.48%	8.69%	8.40%	8.30%	8.20%
实际税率 (%)	14.68%	12.61%	12.61%	12.61%	12.61%
股息支付率 (%)	30.32%	30.10%	30.10%	30.10%	30.10%
库存周转	84.1	57.8	57.8	57.8	57.8
应收账款天数	82.5	73.6	73.6	73.6	73.6
应付账款天数	105.6	94.7	94.7	94.7	94.7
财务状况					
总负债/总资产	0.36	0.39	0.39	0.40	0.39
收入/净资产	2.06	2.05	2.56	2.77	2.73
经营性现金流/收入	0.06	0.11	0.06	0.07	0.08
税前盈利对利息倍数	126.46	76.50	245.36	335.94	414.92

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	507,924	658,028	869,320	1,132,740	1,361,164
净融资成本	-6,656	-7,541	-11,438	-11,438	-11,438
营运资金变化	-200,178	8,588	-290,531	-265,974	-209,338
所得税	-54,817	-51,995	-83,478	-114,295	-141,163
其他	10,510	60,753	-5,422	-5,439	-5,456
营运现金流	256,783	667,833	478,451	735,594	993,768
资本开支	-308,300	-370,000	-450,000	-300,000	-300,000
其他投资活动	128,706	-669,081	17,502	17,502	17,502
投资活动现金流	-179,594	#####	-432,498	-282,498	-282,498
负债变化	23,008	386,287	-288,929	0	0
股本变化	-34,746	555,109	0	0	0
股息	-71,000	-105,000	-174,160	-238,454	-294,510
其他融资活动	-2,914	1,126	-2,698	-2,698	-2,698
融资活动现金流	-85,652	837,522	-465,787	-241,151	-297,208
现金变化	-8,463	466,274	-419,834	211,945	414,062
期初持有现金	251,677	243,442	709,037	289,204	501,148
汇兑变化	228	-679	0	0	0
期末持有现金	243,442	709,037	289,204	501,148	915,210

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。