

## 期待苹果新品惊喜

### 作者

署名人：秦越

(852) 3983 0839

angelaqin@china-invs.hk

6 - 12 个月目标价： 4.40(+21%)

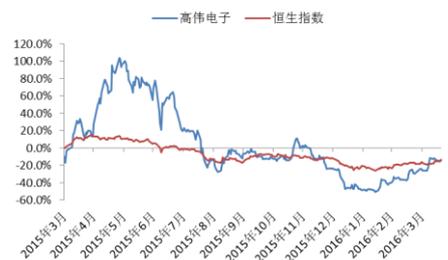
当前股价： 3.64

评级调整： 不变

### 基本资料

总股本(百万股)	832
总市值(亿元)	30.3
52 周股价波幅	2.10-8.85
主要股东	Kwak Joung Hwan (45%)

### 股价表现



### 相关报告

《从像素升级周期中获益》 2015-4-18

<Benefit from the Pixel Upgrade Cycle>  
2015-4-18

高伟电子主要以代工方式 (OEM) 涉及开发、制造和销售微型相机模组，产品包括利用倒装芯片及 COB 技术的相机模组，主要应用于智能手机、平板电脑及移动设备上。此外，公司亦生产及销售光学部件，用于 CD、DVD 及蓝光播放器等电子产品上。15 年公司收入约 82% 来自其最大客户——苹果公司。15 年公司收入增长 10.6% 至约 9.8 亿美元，净利润增长 13.9% 至约 6 千万美元，均低于我们的预期，主要为受到苹果产品销量平淡的影响。

### 投资要点：

- ◇ **受苹果产品销量影响，15 年业绩低于预期。**高伟电子 15 年收入实现同比增长 10.6% 至约 9.8 亿美元，较我们的预期低约 11%；净利润实现同比增长 13.9% 至 6 千万美元，较我们的预期低约 21%，主要由于 1) 约 82% 收入来自其最大客户——苹果公司，对其过于依赖；2) iPhone 6s & 6s+ 受到产品周期等因素影响，15 年下半年的销量低于预期，导致公司下半年收入同比下降 14.4%。公司运营稳定，15 年毛利率同比增长了约 1.4 个百分点至 14%。
- ◇ **与主要客户苹果公司关系稳健。**公司于 2009 年起成为苹果前置摄像头 COB 相机模组供应商，于 2012 年起为苹果公司提供倒装芯片模组，与苹果公司建立了长达近 7 年的合作关系。苹果为公司最大客户的同时，公司亦为苹果产品相机模组的主要供应商。鉴于苹果对其产品组件供应商的认证要求严格，我们认为新竞争者入场难度较大，公司未来将继续担任苹果产品相机模组的主要供应商之一。
- ◇ **16 年苹果新产品上市，有望推动公司业绩增长。**3 月苹果推出了 iPhone 5SE，回归 4 寸小屏手机。新产品结合了以往产品 iPhone 5S 的外观与 iPhone 6s 的配置，价格较以往更亲民，这或将帮助苹果打开中端市场并吸引更多过往 Android 系统用户。此外，在 iPhone 5SE 亮点较少的情况下，市场预期苹果于下半年推出的新一代 iPhone 及 iPad 产品有实质性创新。参照以往经验，苹果新品（尤其在性能或外观上有较大改善的新品）推出后出货量将大幅上升，这将利好其模块供应商高伟电子。近期有报道传新一代 iPhone 7 将搭载双后置镜头，若传言属实且高伟电子获得后置镜头订单，将推动公司收入大幅增长。
- ◇ **强烈推荐评级，下调目标价至 4.40 港元。**公司运营稳定，15 年收入约 82% 来自于其最大客户——苹果公司，业绩依赖苹果产品销量。由于我们之前对苹果产品销量过于乐观，分别下调 16 年及 17 年的净利润预测 32.6% 及 36.7%，预测 16 年/17 年/18 年的净利润增长率分别为 11.1%/9.9%/8.3%，相应净利润为美元 6.7 千万/7.4 千万/8.0 千万。我们下调目标价至 4.40 港元，基于 7.0 倍 16 年市盈率，较同业平均折让 45%，维持「强烈推荐」评级。公司总市值为港币 30.3 亿，相应估值为 5.8 倍 16 年预测市盈率，较同业平均折让 55%，目前估值吸引。
- ◇ **风险披露：**市场竞争加剧；iPhone 及 iPad 出货量低于预期。

## 主要财务指标

单位：百万美元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	886	980	1,075	1,163	1,242
收入同比(%)	8.9%	10.6%	9.7%	8.1%	6.8%
归属母公司净利润	53	61	67	74	80
净利润同比(%)	6.1%	13.9%	11.1%	9.9%	8.3%
毛利率(%)	12.6%	14.0%	14.1%	14.2%	14.3%
净资产收益率(%)	32.0%	25.4%	21.7%	20.4%	19.0%
每股基本收益(美元)	0.071	0.075	0.081	0.089	0.096
市盈率(P/E)	6.59	6.27	5.79	5.27	4.86

注：1 美元=7.76 港币

资料来源：公司资料，中投证券(香港)预测

## 同业比较

	股票代码	市值 前收盘价		每股基本盈利(港元)					市盈率					市净率	企业价值倍数
		(亿港元)	当地价格	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E		
ASM PACIFIC TECHNOLOGY	522 HK	249.8	61.75	3.990	2.380	3.316	3.944	3.920	18.55	25.59	18.62	15.95	16.05	3.18	-
信利国际	732 HK	85.8	2.95	0.384	0.291	0.291	0.307	0.345	8.10	6.40	10.14	9.21	8.20	1.16	-
通达集团	698 HK	91.0	1.59	0.094	0.126	0.171	0.203	0.235	9.75	10.87	9.30	7.67	6.63	2.20	9.92
瑞声科技	2018 HK	692.6	56.40	2.379	3.122	3.690	4.297	4.895	17.60	16.73	15.29	13.46	11.82	5.25	-
巨腾国际	3336 HK	43.1	3.85	0.654	0.769	0.787	0.887	0.896	5.84	4.80	4.89	4.33	4.29	0.66	4.15
舜宇光学科技	2382 HK	266.6	24.30	0.666	0.875	1.142	1.426	1.727	20.24	21.04	21.27	16.72	13.81	5.70	18.59
丘钛科技	1478 HK	17.6	1.70	0.400	0.125	0.167	0.197	0.203	5.54	13.18	10.14	8.20	7.96	1.20	6.06
平均				1.224	1.098	1.366	1.609	1.746	12.23	14.09	12.81	10.79	9.82	2.76	9.68
高伟电子	1415 HK	30.3	3.64	0.552	0.580	0.629	0.691	0.749	6.59	6.27	5.79	5.27	4.86	9.68	-

注：1 美元=7.76 港币

资料来源：彭博，中投证券(香港)预测

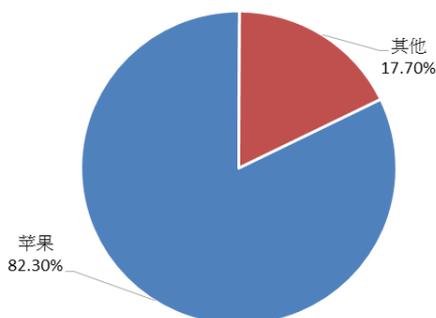
## 盈利预测调整

单位：百万美元	更新后预测			原始预测		变化	
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2016E	2017E
营业收入	1,075	1,163	1,242	1,337	1,573	-19.6%	-26.1%
毛利	152	165	178	190	225	-20.2%	-26.6%
归属母公司净利润	67	74	80	100	117	-32.6%	-36.7%
每股基本收益(美元)	0.081	0.089	0.096	0.120	0.141	-32.5%	-36.8%
毛利率(%)	14.1%	14.2%	14.3%	14.2%	14.3%	-0.1%	-0.1%
净利率(%)	6.3%	6.4%	6.5%	7.4%	7.5%	-1.1%	-1.1%

资料来源：中投证券(香港)预测

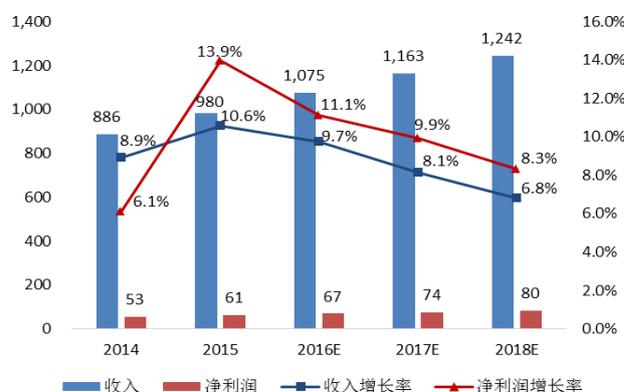
重点图表

图 1：公司收入依赖主要客户——苹果公司



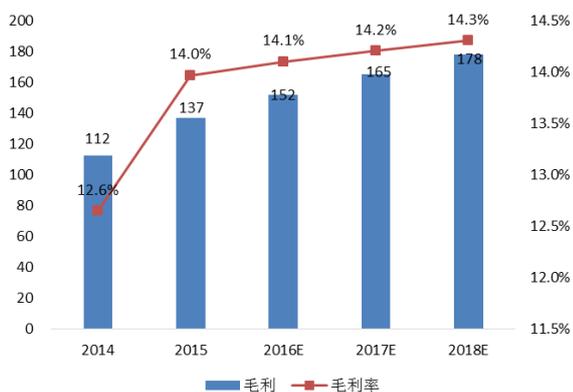
资料来源：公司资料，中投证券(香港)预测

图 2：受苹果产品销量影响，15 年表现低于预期



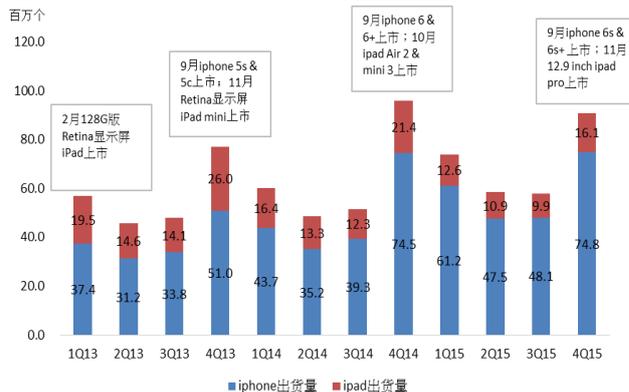
资料来源：公司资料，中投证券(香港)预测

图 3：公司运营稳定，15 年毛利率增长 1.4 个百分点



资料来源：公司资料，中投证券(香港)预测

图 4：苹果新产品上市，有望推动公司增长



资料来源：苹果公司，中投证券(香港)

图 5：16 年新品上市预测



资料来源：苹果公司，中投证券(香港)预测

## 附：财务预测表

资产负债表 (百万美元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
投资物业	3	0	0	0	0
其他物业、厂房及设备	103	113	125	135	144
无形资产	3	3	3	3	3
其他应收款项及预付款项	7	8	8	9	9
递延税项资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>116</b>	<b>123</b>	<b>136</b>	<b>147</b>	<b>157</b>
存货	66	101	81	99	93
贸易及其他应收款项	221	106	254	243	288
已抵押银行存款	19	28	28	28	28
现金及现金等植物	82	79	96	90	128
其他	1	15	15	15	15
<b>流动资产</b>	<b>390</b>	<b>329</b>	<b>474</b>	<b>476</b>	<b>552</b>
贸易及其他应付款项	210	115	219	176	200
银行贷款	92	41	41	41	41
即期应付税项	10	11	14	14	15
<b>流动负债</b>	<b>312</b>	<b>167</b>	<b>273</b>	<b>231</b>	<b>256</b>
递延税项	1	0	0	0	0
其他	1	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
股本	3	3	3	3	3
储备	189	282	333	388	449
<b>权益总额</b>	<b>192</b>	<b>286</b>	<b>336</b>	<b>392</b>	<b>452</b>

现金流 (百万美元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
除税前溢利	68	77	86	94	102
折旧	13	15	21	23	24
其他	3	0	(4)	(4)	(5)
营运资金的变动	21	(16)	(24)	(52)	(15)
缴纳所得税	(18)	(15)	(15)	(16)	(16)
经营性现金净流量	88	61	63	45	90
购买PPE	(22)	(36)	(34)	(33)	(33)
其他	(1)	(11)	(11)	(17)	(18)
净投资现金流	(23)	(48)	(44)	(50)	(52)
银行贷款(减少)/增加净额	(30)	(51)	0	0	0
其他	2	35	(1)	(1)	(1)
净融资活动产生的现金流量	(28)	(16)	(1)	(1)	(1)
现金及现金等植物(减少)/增加净额	37	(3)	17	(5)	38
汇兑收益/(损失)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
年初现金	45	82	79	96	90
年底现金	82	79	96	90	128

资料来源：中投证券(香港)预测

损益表 (百万美元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>收益</b>	886	980	1,075	1,163	1,242
销售成本	(774)	(843)	(924)	(998)	(1,064)
<b>毛利</b>	<b>112</b>	<b>137</b>	<b>152</b>	<b>165</b>	<b>178</b>
其他收益及收入净额	2	2	2	3	3
销售及分销开支	(6)	(7)	(8)	(8)	(9)
行政开支	(37)	(54)	(59)	(64)	(68)
<b>经营溢利</b>	<b>71</b>	<b>79</b>	<b>87</b>	<b>96</b>	<b>103</b>
融资成本	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
<b>除税前溢利</b>	<b>68</b>	<b>77</b>	<b>86</b>	<b>94</b>	<b>102</b>
所得税	(14)	(16)	(18)	(20)	(22)
年内溢利	53	61	67	74	80
<b>净利润</b>	<b>53</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>74</b>	<b>80</b>
<b>每股基本盈利(美元)</b>	<b>0.071</b>	<b>0.075</b>	<b>0.081</b>	<b>0.089</b>	<b>0.096</b>

比率分析	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>同比增长</b>					
收入	8.9%	10.6%	9.7%	8.1%	6.8%
毛利	8.6%	22.1%	10.8%	8.9%	7.6%
利润	6.1%	13.9%	11.1%	9.9%	8.3%
每股基本盈利	6.1%	5.1%	8.4%	9.9%	8.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	12.6%	14.0%	14.1%	14.2%	14.3%
经营利润率	8.0%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%
净利率	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%	6.5%
资产回报率	11.8%	12.7%	12.7%	12.0%	12.0%
净资产收益率	32.0%	25.4%	21.7%	20.4%	19.0%
<b>流动性和偿付能力</b>					
流动比率	1.2	2.0	1.7	2.1	2.2
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.6	1.7
现金比率	0.3	0.6	0.5	0.5	0.6
总债务与股权	48%	14%	12%	10%	9%
净负债与权益	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
<b>营运资金管理</b>					
应收账款天数	80	61	61	78	78
库存天数	29	36	36	33	33
应付账款天数	77	67	67	71	65
<b>杜邦分析</b>					
净利率	6.0%	6.2%	6.3%	6.4%	6.5%
资产周转率	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9
杠杆比率	2.7	2.0	1.7	1.7	1.6

## 免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途, 并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约, 也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源, 但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明, 于法律及/或法规准许情况下, 中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认: (a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点; 及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决定, 可能与这报告所述的观点并不一致。

## 一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 为有关发行人提供服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外, 其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下, 在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可信, 然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知, 本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

## 根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

## 中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>