

舜宇光学 (2382 HK)

无须过份担心沽空机构质疑财务造假，六月总出货量超预期

公司公告和沽空消息：

沽空机构 GMT Research 于 Twitter 发文列出多项质疑，认为舜宇光学的财务数据明显有部分造假数的特征，指出盈利过高，过去五年现金流造假。GMT 认为应付账款和预付账款均出现假数的特征，代表公司有隐藏债务。报告亦指审计费用过低，或显示审计质素太差。我们认为现时未有有力证据显示舜宇财务欺诈，投资者应重回公司基本面考虑。

舜宇光学 (2382 HK) 于 7 月 11 日宣布 6 月份的出货量。6 月份手机镜头出货量为 87.27 百万件，同比增加 83.0%，环比增加 13.5%，大幅超越市场预期；车载镜头出货量为 3.09 百万件，同比增加 23.2%，环比增加 2.0%；手机摄像模块出货量为 35.46 百万件，同比增加 35.8%，环比增加 4.1%；显微仪器出货量为 29.55 百万件，同比增加 77.9%，环比增加 42.6%。

中泰评论：

受惠于市占率提升，六月份手机镜头出货量优于我们预期 手机镜头六月出货量实现同比大增 83.0%。今年上半年手机镜头出货量合共 40.17 百万件，同比大增 54%，大幅超越我们预期上半年同比增 39%。公司上半年营运数据亮丽，我们认为主要受惠于安卓端市场份额有所提升，加上预期下半年 7P (7 个塑料镜片) 将会逐步量产，因此我们提升全年手机镜头板块的收益预测至 50.9 亿元人民币。

手机摄像模组出货量同比增长仍然强势 手机摄像模块出货量同比上升 35.8%，环比增加 4.1%，主要由于舜宇在国内旗舰级手机的市占率有所提升。随着国内越来越多手机厂商采用双摄像头和三摄像头设计，包括华为和 OPPO 分别推出三摄手机 P20 PRO 和 Find X，我们认为这将有助提升三摄的渗透率，看好下半年的出货量，预测该部分收益全年增幅将会有所放缓，但同比增幅仍有 33%。

上半年车载镜头出货量增幅低于预期 我们认为上半年车载镜头出货量放缓主要由于部分客户调整库存。根据智研咨询，2017 年全球车载镜头市场规模达 8,538 万颗，平均年复合增长率达 30%。舜宇光学为目前全球最大的车用镜头厂商，全球市占率高达 30%。随着 ADAS 发展提速，下半年车载镜头需求将会回暖，我们预测该部分收益全年将同比增 29%。

我们认为舜宇一向财政稳健，暂时未有证据显示公司有粉饰财务数据，无须因为一则推文而过份担心舜宇财务造假。我们上调了盈利预测，根据 DCF 模型设定 2019 年目标价为 187.3 港元，对应 18/19 年 45.9/34.2 倍市盈率，调整为买入评级。

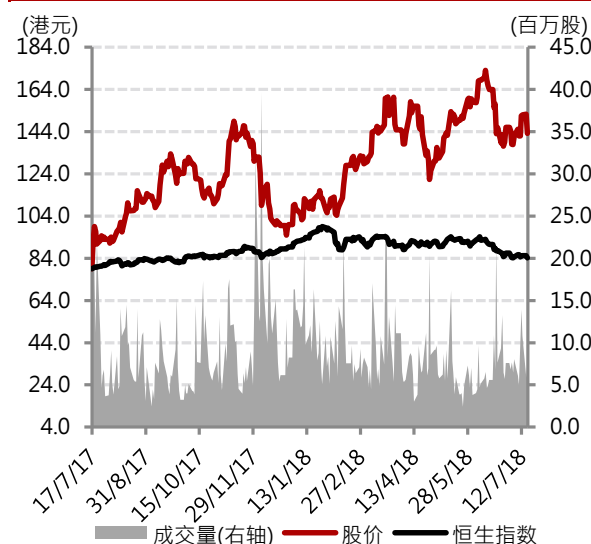
评级：买入；目标价：HK\$187.3

公司基本资料 (更新至 2018 年 7 月 20 日)

最新价：	136.00	(港元)
市值：	149,192.00	(亿港元)
流通股比例 (%)：	61.12	
已发行总股本 (百万)：	1,097.00	(百万股)
52周价格区间：	88.5-174.9	(港元)
3个月平均每日成交：	1,108.96	(百万港元)
主要股东：	Sun Xu Ltd	占35.47%

来源：彭博

价格及成交量走势 (过去一年)



来源：彭博

相关报告

“毛利持续改善促业绩强升，高端产品占比继续优化” - 20180322

分析师

许汉豪(Norman HUI)

Norman.hui@ztsc.com.hk

图表 1：舜宇光学 (2382 HK) 主要财务数据

(百万人民币)	真实 16 财年	真实 17 财年	预测 18 财年	预测 19 财年	预测 20 财年
总收入	14,611.8	22,366.0	28,220.6	35,216.9	43,392.0
增长率：	36.6%	53.1%	26.2%	24.8%	23.2%
经营利润	1,500.6	3,040.6	4,169.7	5,631.9	7,138.5
增长率：	65.0%	102.6%	37.1%	35.1%	26.8%
股东净利润	1,271.6	2,914.1	3,795.5	5,081.3	6,094.9
增长率：	66.6%	129.2%	30.2%	33.9%	19.9%
毛利率：	18.3%	21.5%	22.4%	23.9%	24.4%
经营利润率：	10.3%	13.6%	14.8%	16.0%	16.5%
每股盈利 (港元)	1.3	3.3	4.3	5.7	6.9
每股资产净值 (港元)	5.0	8.4	11.6	15.9	21.0

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

图表 2：舜宇光学 (2382HK) 2018 年上半年出货量

出货量 (千件)	2018 年						
产品类别	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	2018 年 上半年
手机镜头	51,432	54,541	60,690	70,848	76,924	87,270	401,705
同比变动	19.6%	31.9%	50.6%	60.9%	70.2%	83.0%	53.6%
环比变动	3.7%	6.0%	11.3%	16.7%	8.6%	13.4%	15.9%
手机摄像模块	28,910	26,297	24,988	28,577	34,057	35,459	178,288
同比变动	-9.1%	-10.6%	5.3%	35.4%	58.5%	35.8%	16.0%
环比变动	3.2%	-9.0%	-5.0%	14.4%	19.2%	4.1%	4.0%
车载镜头	3,246	2,519	2,858	3,258	3,030	3,090	18,001
同比变动	19.4%	2.9%	10.5%	31.0%	20.1%	23.2%	17.9%
环比变动	23.8%	-22.4%	13.5%	14.0%	-7.0%	2.0%	8.3%

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

图表 3：舜宇光学 (2382HK) 贴现现金流估值

DCF模型 (百万人民币)	预测 2018	预测 2019	预测 2020	预测 2021	预测 2022	预测 2023	预测 2024	预测 2025	预测 2026	预测 2027	预测 2028	预测 2029
经营现金流	4,585	6,196	9,873									
利息	-46	-49	-49									
税率	12%	12%	14%									
资本支出	-2,000	-2,200	-2,500									
资本运营变动	-											
年增长率	293%	57%	25%	23%	22%	20%	18%	15%	10%	5%	3%	2%
自由现金流	2,525	3,953	4,941	6,078	7,415	8,898	10,500	12,075	13,282	13,946	14,364	14,652
自由现金流现值	2,525	3,864	4,246	4,841	5,475	6,090	6,662	7,101	7,241	7,048	6,729	6,363
现金流折现总和	169,516	169,516										
净金融资产	4,397	4,397										
权益总值	173,913	173,913										
发行股份	1,092	1,092										
每股价格 (港元)	187.3	187.3										

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

图表 4：舜宇光学 (2382HK) 主要财务数据比较

港币		加权平均资金成本 (%)				
		7.0%	8.0%	7.9%	10.0%	11.0%
永续增长率(%)	3%	193.3	165.1	168.0	129.8	118.5
	4%	206.0	173.5	176.9	134.1	121.6
	5%	221.3	183.4	187.3	138.9	125.1
	6%	240.0	195.1	199.6	144.3	129.0
	7%	263.3	209.2	214.5	150.6	133.5

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

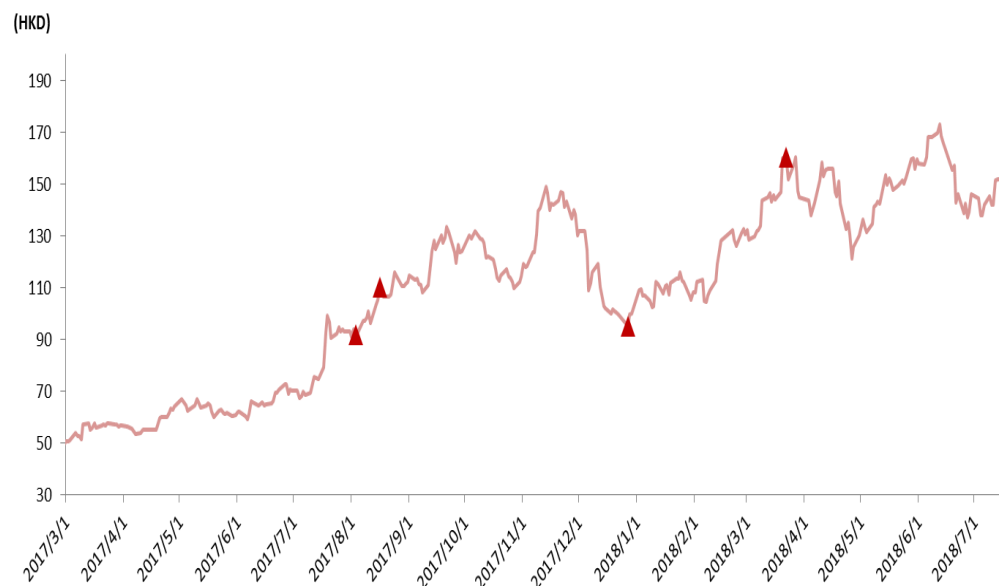
图表 5：舜宇光学 (2382HK) 财务报表 (年结: 12 月 31 日；百万人民币)

损益表						财务分析					
财务年度截至<12月31日> 百万人民币						财务年度截至<12月31日> 百万人民币					
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业收入	14612	22366	28221	35217	43392	盈利能力					
营业成本	11932	17563	21893	26792	32787	经营利润率(%)	10.3%	13.6%	14.8%	16.0%	16.5%
毛利	2680	4803	6327	8425	10605	净利率(%)	8.7%	13.0%	13.4%	14.4%	14.0%
营业利润	1501	3041	4170	5632	7139	营运表现					
除税前溢利	1446	3318	4323	5787	7087	毛利率(%)	18.3%	21.5%	22.4%	23.9%	24.4%
所得税	175	404	527	706	992	营业利润率(%)	10.3%	13.6%	14.8%	16.0%	16.5%
归属净利润	1272	2914	3795	5081	6095	净利润率(%)	8.7%	13.0%	13.4%	14.4%	14.0%
增长						回报率					
总收入(%)	36.6%	53.1%	26.2%	24.8%	23.2%	ROAA(%)	13.2%	21.3%	21.0%	21.9%	20.6%
营业利润(%)	65.0%	102.6%	37.1%	35.1%	26.8%	ROAE(%)	29.1%	46.9%	42.5%	41.5%	37.1%
净利润(%)	66.6%	129.2%	30.2%	33.9%	19.9%	现金流量表					
资产负债表	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	财务年度截至<12月31日> 百万人民币	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
财务年度截至<12月31日> 百万人民币	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
固定资产	1794	2586	3739	4893	6303	经营业务产生现金净额					
无形资产	0	392	392	392	392	已付所得税	-150	-404	-527	-706	-992
于联营公司的投资	1	2	3	4	5	营运活动现金流	1616	2436	4565	6196	9873
可供出售金融资产	62	129	163	204	251	资本开支	-792	-1766	-2000	-2200	-2500
其他非流动资产	462	979	979	979	979	其他投资活动	-10	-67	-34	-40	-47
非流动资产合计	11636	15726	20392	26100	33169	其他	-468	136	136	136	136
应收款	3716	5666	7055	8804	7811	投资活动现金流	-1260	-1686	-1887	-2094	-2401
现金及现金等价物	467	1227	2961	5799	11752	融资活动现金流	-81	10	-943	-1265	-1518
流动资产合计	9318	11635	15114	19627	25239	现金变化	274	760	1734	2837	5954
总资产	11636	15726	20392	26100	33169	期初持有现金	192	467	1227	2961	5799
应付账款及其他应付款	5573	6183	7663	9377	11554	汇率影响	6	0	0	0	0
借款	904	1348	1605	1605	1605	期末持有现金	467	1227	2961	5799	11753
负债合计	6723	8207	10044	11958	14475						
实收资本	104	104	104	104	104						
保留盈利	4790	7383	10213	14006	18560						
权益总额	4912	7519	10347	14141	18695						

来源：公司资料 · 中泰国际研究部

历史建议和目标价

图表 6：舜宇光学(2382 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2017/8/3	HK\$94.0	「买入」(首次评级)	HK\$106
2	2017/8/15	HK\$105.3	「买入」(无变动)	HK\$121.6
3	2017/12/22	HK\$99.55	「买入」(无变动)	HK\$145.7
4	2018/3/21	HK\$159.8	「增持」(调整)	HK\$182.5
5	2018/7/20	HK\$136.0	「买入」(调整)	HK\$187.3

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出：公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1%或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。