

舜宇光学科技 (2382 HK)

路演纪要：大概率达成年度目标，未来看法正面

我们近日组织了舜宇光学科技的路演，管理层对投资者关心的问题作出了解答。总体而言，我们认为公司很大机会达到指引目标，对未来市场发展看法正面，路演摘要如下：

公司近况

手机镜头

出货量：维持全年增长 10% 指引；首 10 个月出货量同比增长 17%，对完成指引有信心。
ASP：同一产品每年下降 10-15%，通过提升产品结构维持 ASP；今年因受疫情影响手机市场以中低端销售较好，ASP 会有一定压力，但会努力把 ASP 做到最好；明年或未来手机镜头规格升级会持续，随着疫情好转及 5G 换机潮，ASP 中长期会努力做好。
毛利率：2H20 希望与 1H20 持平。
产能：维持 160KK/月。

手机模组

出货量：维持全年增长 10% 指引；首 10 个月出货量同比增长 19%。
ASP：同一产品每年下降 20-30%，通过提升产品结构维持 ASP；今年因受疫情影响手机市场以中低端销售较好，ASP 会有一定压力，但会努力把 ASP 做到最好；明年或未来手机镜头规格升级会持续，随着疫情好转及 5G 换机潮，ASP 中长期会努力做好。
毛利率：2H20 希望与 1H20 持平。
产能：维持 75KK/月。

车载镜头

出货量：维持全年增长 5% 指引，高于行业水平；1H20 受海外车厂受疫情影响较大影响，2H20 恢复不错，首 10 个月出货量同比增长 7%。
ASP：5-10 美金，较低端的比如用在停车部分摄像头较接近 5 美金，比较高端的用在 ADAS 感应类的一些摄像头可能接近 10 美金。
毛利率：1H20 受疫情及产能利用率的影响而稍微有所下降，2H20 希望恢复至正常水平。
产能：从年初的 5KK/月扩至年底的 6KK/月。

资本开支

全年指引：共 30 亿，其中 10 亿用于新基地的建设，在浙江余姚总部附近，会提前准备好土地跟厂房；另外 20 亿用在 3 个主要产品的产线优化，自动化改造水平的提升及车载镜头扩产；按产品分，手机镜头 10 亿，手机模组 8 亿，车载镜头 2 亿。

上调目标价 185.0 港元，重申“买入”评级

上调盈利预测，预计 20-22 年 EPS 分别为 3.83/4.77/5.51 元人民币，预期随着疫情影响减小，行业发展将向好，估值将逐步回升，略微上调估值至 33 倍 21E PE，仍低于近 5 年平均，相应上调目标价至 185.0 港元，对现价仍有 20.2% 的潜在升幅，重申“买入”评级。

主要财务数据 (百万人民币) (估值更新至 2020 年 11 月 27 日)

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
收入	25,932	37,849	44,324	55,574	60,861
增长率	15.9%	46.0%	17.1%	25.4%	9.5%
净利润	2,491	3,991	4,203	5,234	6,038
增长率	-14.2%	60.2%	5.3%	24.5%	15.4%
每股基本盈利 (人民币)	2.28	3.65	3.83	4.77	5.51
市盈率	26.8	33.1	34.1	27.4	23.7
每股股息 (人民币)	0.57	0.73	0.96	1.19	1.38
派息比率	25.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
每股净资产 (人民币)	8.42	11.42	14.52	18.33	22.64
市净率	7.3	10.5	9.0	7.1	5.8

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

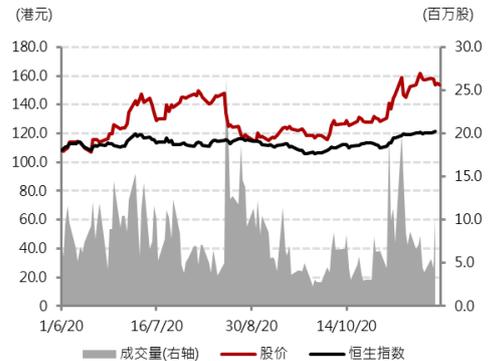
评级：买入

目标价：185.00 港元

股票资料 (更新至 2020 年 11 月 27 日)

现价	153.90 港元
总市值	168,805.17 百万港元
流通股比例	61.11%
已发行总股本	1,096.85 百万
52 周价格区间	90-167 港元
3 个月日均成交额	943.35 百万港元
主要股东	舜旭 (占 35.47%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20200318 – 舜宇光学科技 (2382 HK) 更新报告：19 年业绩超预期，仍需关注全球疫情发展

2020820 – 舜宇光学科技 (2382 HK) 更新报告：1H20 业绩符合预期，研发支持市占率继续提升

分析师

秦越

+852 2359 1871

angela.qin@ztsc.com.hk

问答摘要

1. 我们在跟美国客户那边有什么进展吗？

过去几个月进展顺利，没有因疫情及交流受到影响，在还持续努力，但做业务需要认真了解，包括产品、工艺的了解都需要点时间，进程是不错，但是请大家再等一等。

2. 关于美国对华为的限制、华为出售荣耀，我们对接下来的竞争格局及事件对我们整体的影响大概是怎么判断的？

无论是中美关系或是美国对华为限制等都不是新的，从去年 5 月中旬开始聊到这信息。主要手机厂商，除了苹果以外，都是公司的客户，所以看到哪一个手机品牌厂商在市场表现比较好，他就会在公司的客户名单排的比较前。对公司们来讲，前 5 大的手机厂商营收的占比相对比较平稳。从去年 5 月份，大家担心模组镜头产品会不会因为华为一些订单或者出货受到影响，导致业绩不好，公司确实做了很多的努力，结果就是去年营收增长超过 45%。无论大家担心从 9 月中华为是不能出货，或是之后小米 (1810 HK)、OPPO、vivo 又挺好，这么多年的周期，公司关注整个行业它有没有继续的升级，有没有量的增长。华为现在的事情市场的传闻较多，但事实上的细节，没有太多信息，还在要再观察。

另外，去年年初的时候公司内部已经在讨论希望别太依赖某一两个或某几个主要客户，希望有一个比较平衡的客户群，要做一个比较均衡的动作，在每个客户里面，关注中高端的产品，甚至在高端的比例里面拿到更多的份额，过去一年半的时间以后发现也做到了，所以今年前四大/前五大客户的占比肯定是比 19 年更均衡一些。

怎么做到均衡客户，就是从去年开始，第一步在海外设立工厂，先从印度，当时国内一些手机品牌厂商也希望公司在印度跟他们有更紧密的合作，帮他们开拓印度市场，所以去年在印度设立模组的工厂，主要是服务好，特别是 OPPO、vivo、小米。最近印度工厂也拿到了三星 (005930 KS) 的认证，这个是第一步。

在印度，现在规模也不大，去年刚开始的时候只是先看看当地一些劳动力、税率、法律等等，过了一年多的时间进展还不错，所以我们已经决定了印度部分肯定要扩产，只是受到一个疫情的影响，已经延迟，所以今年的资本开支没什么改变，主要会放到明年。

另外，为了拿到更平衡的客户基础，特别是模组的新客户，就是三星，所以今年 8 月份已经决定会在越南建一个新的模组工厂，主要是针对三星。刚选好工厂地点，非常近三星的手机生产基地，大概几分钟的路程，预估明年下半年会完成整个建设。初步感觉应该刚开始的产能不会太大，但是觉得一步一步在跟对方沟通以后，包括整个工厂差不多的时候，可能会再比对一下。三星毕竟是新客户，现在的营收占比不高，希望给公司一点时间。公司这么多年的风格就是要么不进，一进希望做到主要的供应商。可能 3 年/5 年也好，也确实没有时间表，但是做到三星的主要供应商是公司目标。

过去几个月虽然声音很多，但是从每个月的讯闻、公司全球的市占率、在主要手机厂商里的重要性及粘性在提高，所以我们应该可以讲可能手机厂商自身会在计划里面有一些调整，但是对公司来讲生产线是公用的，没有专线，也有自身的团队去调整生产线，所以还是柔性化比较高的。这部分如果客户有需求，公司肯定会努力帮助。

3. 近期公司有没有看到手机客户的订单调整情况？

订单调整有的，清楚一点来说不是订单的调整，是对外预期，原来的一些想法一些调整是有的，因为如果回顾一下过去两个月，有一些厂商比较积极希望能拿更多的市占率等。从公司跟客户最近一些沟通里看，包括一些案子研发或是设计，确实感受到他们是挺积极，对明年来讲的产品的升级、一些新功能的产品，也希望公司跟他们多一点合作，尽快推出市场，这种的积极是有。如果他们说要调整对外口径，我们觉得是合理的，但不是订单的问题，因为订单，特别是公司的采购或是销售等都是相对比较谨慎的。可能大家觉得第四季度跟第三季度怎么比，其实每年第四季度/接近年底的时候都会听到一些订单的调整等。我们的观点，特别是国内的品牌厂商，第一季度受疫情影响，二季度开始慢慢恢复，三季度到高峰，应该是按原来的产品计划在三季度推出一些新产品，现在国内疫情控制的比较好，所以预计应该也是可以看见比较正常的季节性的情况，就按道理，过去几年也一样，四季度应该是比三季度要下来的。从他们新 model 的量等，我觉得也不是说特别调整，是按照原来一些计划来走。

确实也看到了有一些手机里面，跟摄像不太相关，但是有一些零件有些缺货，有可能会影响到一些手机厂商对现有的 model 出货，应该会感受到一些的。公司会再进一步去看明年的情况。一季度本来就是有春节等的因素，基本上一些新的 model 都会在比如 3 月底 4 月慢慢开始，我觉得比较健康的比较正常的周期，就是说一季度比较平淡一点，二季度开始上来，三季度到高峰，四季度可能下来一些，我觉得如果能做到这个事，应该是已经回到正常，没有再受到疫情太多影响，最理想了。

4. 荣耀分拆以后有没有开始跟公司讨论新的订单？

大家跟公司拿到信息差不多，还要再看看细节部分，会跟进再看，现在确实没有什么可以透露。

5. 2H20 公司 7p 镜头的出货占比大概是多少？能给到几个客户？能不能透露一下 ASP 和毛利率的情况？

7P 没有单独披露下半年数据，但是整体来讲，市场里高端的产品会用到 7P，公司 20 年比 19 年的量是明显的增长的。举个例子，公司今年上半年披露出来，PPT 上 6P 及以上的，当然大部分都是 6P，但是 7P 的比例 19 年到 20 年，7P 出货量是比 19 年上半年是增加超过三倍了。

没有单独对某个产品的 ASP 及毛利率，但是毛利率还是非常不错，ASP 也是比较高的。但是今年主要市场都是一些中端和中低端，有一些中高端，但是对高端的驱动力有产品在，但市场反映不是主流，所以它今年的量对公司来讲，毕竟基数比较小，增的还是蛮多的，但就不能讲可以导致我们整个镜头 ASP 及毛利率有明显的提升。但是从一些案子里看，几乎每个客户都导入比较多的 7P 案子。

6. 车载镜头未来 3~4 年的产品规划、ASP 及毛利率趋势？

车载镜头是一个长周期的产品，跟手机不一样，每个新的产品要做认证的话可能都是 1 至 2 年时间，一旦产品导入某一个 model 里面就有好几年的 model cycle。

从行业来讲，从一些报告看，车载镜头每年的增速，20 年是特殊的一年，主要是疫情关系，但随着 ADAS 的渗透率增加，包括自动驾驶或者智能驾驶等，只会看到越来越多的镜头加在每个车里面。现在每一辆新车的平均搭载率大概只有 1.5 颗左右，非常低。如果做到 ADAS 的辅助驾驶 level3 或 level4，4-8 颗镜头是需要用到的，是非常明显量的增长。行业来讲，未来至少 5 年每年的市场增速有些说 10-15%，有些说 15-20%，无论如何，我觉得双位数的增长应该是没问题的。

对公司来讲，作为行业龙头，策略为只要不牺牲 ASP，毛利率至少 40% 以上，就继续拿市占率。所以如果市场是 15%，对公司来讲是不是有可能把它调整到 20%，市场 10%，公司就调整到 15%，甚至如果市场好一些到 20%，我觉得要超过 20%，公司也应该是要做到的。这是公司的目标，这么多年也是这样的，好像今年车载镜头大家预估都是负的增长，但公司也给出 5% 增速指引，这个是从量来讲，但我说的不是一年，是好几年的来讲的。

ASP 这么多年比较稳定，虽然看到有升级，但因为车的周期太长了，所以现在的 model 如果是用 100 万像素的，可能要等 model cycle 过了以后再配上一个 400 万像素甚至 800 万像素的镜头，所以行业是有升级的，但是就比较慢，逐步的升级，是有利于公司 ASP 增长的。但是同样，车载镜头每年也会因为同一产品价格会有有一个低单位数下降，所以平均起来看相对比较稳定，落在 5-10 美金/个。我觉得未来好几年，有个新的 ASP 的提升或毛利率拉动是比较难的，因为车的行业本身就就这样，但是说能不能通过自动化提升效率、规模扩大以后能不能提高一点，肯定会努力去做，但就不是说产品结构很明显的改善以后拉动很大幅的增长，在车的行业比较难看到。

7. 最近看到一个新闻 A 股上市公司欧非光可以量产 7P 镜头，一个亿的像素，8P 的可能也择机量产，因为他们像素应该是 7P 里目前最高的，对我们市场份额会不会有影响？我们未来会在像素方面继续去研发升级，还是比如说在 8P 方面？

就代表本来就应该是一个升级的趋势，主要是今年是特殊的一年，所以主流大家讲 5P、普通的 6P 等，但是从研发端来讲，公司 8P 很早已经研发完毕，相对应的一些新功能的产品应用设计，包括一些光学的特别的设计，都一起在做，这是一个好事情，代表客户端还是包括消费者理念，也希望看到比较一些新的比较有意思的产品出来。因为 7P 毕竟不是新的产品，无论大立光、舜宇也做了差不多两年时间。我们已经从很多案子里面 7P 都已经切进去，客户特别是一些高端里面都用到。能做的公司现在确实不多，所以我们还再看一下，如果多一点的话，客户那边也放心，多推一些产品，对整个行业是一个好事情。公司在 7P 里在行业的份额是不断的提升的。包括明年一些案子里面，主要的推动力都是在高端的镜头，包括

高端的 6P、特别的 6P、包括 7P。8P 的话，我觉得还要看一下，虽然公司已经研发完毕，各方面都准备好，但是从客户端来讲的话，如果在 7P 能搞定的情况下，举个例子，本年初大家觉得 1 亿像素需要用到 8P，但是随着 7P 的技术提升，导致 7P 也能解决 8P 的功能，这个才是厉害，公司内部一直在讲不是说多放几片就最好，客户端往后大家可能都会看到，7P 就可以实现 1 亿像素还有一些其他比较难做的功能。8P 现在来讲，虽然公司都准备好，但是从客户端来讲还需要等等，毕竟像素不是他们现在唯一一个做差异化产品的功能。现在除了超高像素以外，我们看到客户比较喜欢的比如潜望，用作无论是 5 倍变焦、10 倍变焦，甚至连续光变，基本上是每个客户都有案子在跟；另外在客户端里面看到应该大像面的产品，这两部分应该明年会看到更多的产品。

8. 关于小米，因为小米它其实也是做整个生态链，产品非常多，我们现在跟他们除了在手机镜头方面的合作，在其他方面，比如说物联网、人工智能方面有没有一些合作的打算，或者是已经是计划？

小米是公司很重要的客户，反过来，手机方面，公司是小米最大的模组厂商供应商，关系非常好。舜宇不是一个手机零配件的厂商，而是一家光学的公司，光学的专家，手机相关的产品只是其中一部分，在未来一些计划里面很清楚，比方近两三年肯定是手机镜头、手机模组及车载镜头，但是三五年后会有一些新的产品占营收比重越来越明显，比方车载模组、一些 IoT 的产品、AR、VR、Robot 等，其实都已经切到不同行业里，也是主要跟那些行业的巨头在合作，只是说这些产品现在的市场容量很小，还是还没起来，但是公司已经做好前面的研发、产品准备，甚至现在已经有出货，所以往后希望不是单纯做硬件，是希望做到一个 smart eye，有功能。有些产品可能是要做硬件，但公司从 16 年开始设立了软件公司，也有研究院，主要是针对未来一些的产品。以后的光学产品肯定是软硬件结合，公司主要是光学的软件部分，给客户一个完整的解决方案，现在在做，只要市场有这个需求，公司肯定不会放过。

9. 因为华为事件、疫情都对升级光学升级有一定影响，我们现在看到的明年或未来主要的一些升级方向或者趋势是怎样的？

从现在的趋势来看，明年应该肯定会比今年好，手机模组里面客户比较喜欢潜望方面的产品，几乎每个客户都有案子，镜头里主要还是高端的 6P 及 7P 为主，这部分的量肯定会更加明显，明年会看的更清楚一些，公司已做好准备。虽然公司明年的指引还没有，因为刚开始明年的预算，但是初步看起来如果手机镜头要恢复到比较正常、模组也一样、车载按道理正常也有双位数的增长的话，明年肯定要扩产的。初步的感觉是 ok 的，行业的量可能没什么增长，但是更复杂的 camera，从 5P、普通 6P 到更多高端 6P 甚至 7P，都会用到更多的产能，所以这部分的话量不变，公司也要扩产，因为有一个升级，加上我们觉得量也会恢复的比较正常了，因为毕竟今年主流在中低端里面，包括手机的量大家预测也是一个负的增长。所以如果明年回到正常的轨道里以后，这个也会应该也要扩，所以重叠两块，产品升级用到更多产能，更复杂的模组也会用到更多产能，包括多摄、3D。今年主要因为疫情导致 3D 没起来，甚至有些低端的产品本来可能已经配上一个 3D，今年都戴着口罩可能用途小，甚至拿掉前面的 camera，所以看到应该是暂时性的，所以普通的除主摄以外，那些 3D 的预期也要再配上，毕竟 5G 是一个大趋势，3D 应该是 5G 手机里的标配，但是今年太特别了。我们觉得明年先是潜望、大像面，还有 3D 再加上去。

10. 公司在汽车镜头领域的市场率已经是行业第一了，能不能分享一下公司在电动车市场领域的车载镜头的市场率？

没有细分市场数据。传统车或电动车 camera 规格没有太大的分别，只是电动车等比较积极，一配就可能配比较多的 camera，对行业来说是好的。车载镜头里面公司最大的市场是欧洲、美国，之后日本、韩国、中国，中国现在占公司的比例比较少，但是增长最快的。基本上国内的新能源车、电动车，公司几乎都在里面。

11. 公司的车载镜头模组的进展？车载镜头模组，是想优先进入传统汽车还是电动车或者新势力的这些客户？

车的模组是公司一个新产品，做了大概两年时间，进展非常不错，已经拿到客户的认证。除了行业的认证以外，还要拿客户的认证，这个需要点时间的，比如 1-2 年时间。现在已经好几个客户了，公司是 Tier 2，模组里也是供给 Tier 1，供给车厂。最近有一些变化，新能源车比较积极，我们有直接到 OEM 里面的，但是都需要点时间。只是说国内没有海外规章多，公司不一定要通过 Tier 1，可能可以直接供给一些厂商，但是还没有出货，主要还在拿认证当中，也希望做到主要或者是第一家去到他们的模组供应商。现在的

营收比例非常少，车对安全的要求还是相对比较高的，所以有些已经切到一些客户了，但是产品还在做认证当中，进展非常顺利，但是如果要在营收里面看到比较大的贡献，可能都需要两三年。

12. 公司在未来 2-3 年里单部手机的镜头价值会到什么样的水平？价值的增量大概多少会在模组上，多少会在镜头上面？

手机应该平均搭载三个 camera 左右，5G 年代肯定会越来越多，特别是 3D 及视频的部分。现在主要是拍照片，但是 5G 宽带比较宽以后，大家可能在一些平台是分享视频，可能有一些额外的 camera 增加。还有 3D 部分更好玩的应该是跟 AR、VR 结合，这种现在比较难判断，因为毕竟市场没有，但是已经看到，公司硬件几乎准备好了，但是是一些软件公司应用等要起来以后才能普及，所以你快一点可能 2-3 年，慢一点需要比如 3-5 年的时间才会看到这些的量比较快的增加。但是我们看到应该会更多一点的 camera 加在手机上面，因为手机已经不是在普通的电话，应该是一个移动终端了。但是增速肯定没有以前单摄变双摄这种 100% 的增加，如果是双摄变成三摄只有 50% 增加，所以往后的增速会慢一些，但是还是有一个多摄数量的增加，但是往后到底是 4 个 camera 还是 5 个、6 个、7 个，甚至每个 camera 到底是全塑料、是不是需要补 hybrid 等，主要是看应用才能再判断，现在有点早，对于手机来讲 3 年有点长，但趋势感受到了。

13. 全球智能手机的出货量三季度降幅有一个比较大的缩窄的，环比也比较大的提升，但是中国手机市场到三季度的数据还没有一个这样的明显趋势，但是“双十一”的数据好像又比较好，就想一下公司对中国及全球手机出货量的看法？

公司三季度无论是镜头跟模组出货量已经达到历史的新高了，也可以看到国内的品牌手机厂商确实已经回到比较正常的 seasonality。韩国客户三星第二季度确实受到疫情影响，但是在三季度也已经回到正常的水平。所以国内及海外客户两个加起来对公司三季度的出货量是比较正面的影响的。

明年的话，在做预算，但是看一些行业报告数据，大家都希望明年手机的量起码要回到 19 年的出货量。

对公司来讲，除了更多的中高端的产品以外，也希望在现有客户里面拿到更多的占有率，也看到了有好几个主要的客户都在增加，也会努力看看有没有机会拿到一些新客户。

图表 1: 财务摘要 (年结: 12月31日; 百万人民币)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19A	20E	21E	22E
收入	25,932	37,849	44,324	55,574	60,861	除税前溢利	2,851	4,550	4,820	5,949	6,851
销售成本	21,019	30,098	35,987	45,094	49,066	折旧及摊销	819	1,278	1,831	2,162	2,404
毛利	4,913	7,751	8,337	10,480	11,795	运营资金变动	-203	-1,426	-382	-995	-625
销售、分销及行政开支	644	929	1,103	1,383	1,515	已付所得税款项	-262	-186	-563	-661	-759
研发开支	1,362	2,209	2,509	3,146	3,446	其他	363	446	-128	-21	-51
其他开支	-966	-1,466	-2,161	-2,396	-2,655	经营活动所得现金净额	3,568	4,662	5,578	6,434	7,820
息税折旧前利润 (EBITDA)	3,873	6,079	6,886	8,346	9,490	购买物业、机器及设备	-2,134	-2,770	-3,000	-3,000	-3,000
折旧	776	1,222	1,775	2,106	2,348	其他	-3,365	-786	380	271	301
无形资产摊销	44	56	56	56	56	投资活动所耗现金净额	-5,499	-3,556	-2,620	-2,729	-2,699
息税前利润 (EBIT)	3,053	4,801	5,055	6,184	7,086	已付利息	-125	-240	-235	-235	-235
融资成本	202	250	235	235	235	已付股息	-725	-623	-799	-1,051	-1,308
税前利润	2,851	4,550	4,820	5,949	6,851	其他	3,806	-579	0	0	0
所得税开支	339	531	563	661	759	融资活动所耗现金净额	2,957	-1,441	-1,034	-1,286	-1,543
非控股股东利润	22	28	54	54	54	年初的现金及现金等价物	1,227	2,254	1,917	3,843	6,261
净利润	2,491	3,991	4,203	5,234	6,038	现金及现金等价物增加净额	1,025	-336	1,925	2,419	3,577
每股基本盈利 (人民币)	2.28	3.65	3.83	4.77	5.51	年末现金及现金等价物	2,254	1,917	3,843	6,261	9,838
每股股息 (人民币)	0.57	0.73	0.96	1.19	1.38						
资产负债表	18A	19A	20E	21E	22E	重要指标	18A	19A	20E	21E	22E
总资产	22,852	30,693	36,439	44,115	50,312	<u>增长率</u>					
流动资产	16,768	22,446	27,026	33,864	39,465	收入	15.9%	46.0%	17.1%	25.4%	9.5%
存货	3,074	5,146	6,153	7,710	8,389	毛利	2.3%	57.8%	7.6%	25.7%	12.6%
贸易及其他应收及预付款项	6,231	9,630	11,277	14,139	15,485	息税折旧前利润 (EBITDA)	-0.7%	57.0%	13.3%	21.2%	13.7%
银行结余及现金	2,254	1,917	3,843	6,261	9,838	息税前利润 (EBIT)	-9.3%	57.2%	5.3%	22.3%	14.6%
其他流动资产	5,209	5,753	5,753	5,753	5,753	净利润	-14.2%	60.2%	5.3%	24.5%	15.4%
非流动资产	6,084	8,247	9,413	10,251	10,848	每股基本盈利	-14.6%	60.1%	5.0%	24.5%	15.4%
物业、机器及设备	4,523	6,567	7,792	8,686	9,339	<u>盈利能力</u>					
其他非流动资产	1,561	1,680	1,621	1,565	1,509	毛利率	18.9%	20.5%	18.8%	18.9%	19.4%
总负债	13,564	17,967	20,254	23,693	25,107	息税折旧前利润率	14.9%	16.1%	15.5%	15.0%	15.6%
流动负债	8,677	12,630	14,854	18,182	19,544	息税前利润率	11.8%	12.7%	11.4%	11.1%	11.6%
贸易及其他应付款项	7,064	11,322	13,438	16,715	18,053	净利润率	9.6%	10.5%	9.5%	9.4%	9.9%
银行借贷	1,482	1,119	1,119	1,119	1,119	资产回报率 (ROA)	12.9%	14.9%	12.5%	13.0%	12.8%
其他流动负债	131	190	297	348	372	股本回报率 (ROE)	29.6%	36.3%	29.1%	28.6%	26.5%
非流动负债	4,887	5,336	5,400	5,511	5,563	<u>债务偿还能力</u>					
长期应付款项	330	299	350	439	481	负债股权比率	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
应付债券	4,080	4,156	4,156	4,156	4,156	权益乘数	2.5	2.4	2.3	2.2	2.0
其他非流动负债	476	881	894	916	926	利息覆盖率	19.2	24.3	29.3	35.5	40.4
权益总额	9,288	12,726	16,185	20,422	25,205	流动比率	1.9	1.8	1.8	1.9	2.0
本公司股东应占权益	9,234	12,553	15,958	20,141	24,870	速动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.6
非控股股东权益	54	173	227	281	335	<u>其他</u>					
负债及权益总额	22,852	30,693	36,439	44,115	50,312	资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.4	1.3
净现金/ (负债)	772	799	2,724	5,143	8,720	派息比率	25.0%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测。^银行结余及现金不包含已抵押银行存款

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

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、状况及独特需要做出各种证券、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。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805