国泰君安证券 GUOTAI JUNAN SECURITIES

Company Report: Sunny Optical (02382 HK)

中文版

公司报告：舜宇光学 (02382 HK)

Chinese version

Gin Yu 余劲同
(852) 2509 2130
gin.yu@gtjas.com.hk

20 February 2019

Performance Is Under Pressure But Still Optimistic, "Accumulate"

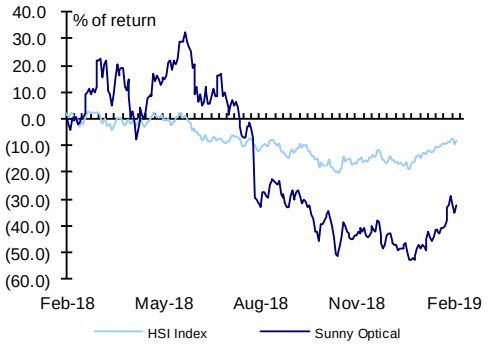
业绩承压但依旧看好，“收集”

- **Sunny Optical's FY18 results were lower than expectations.** The management expects the Company's shareholders' net profit for FY2018 to be around RMB 2.47 billion to 2.55 billion, a yoy decrease of 12% to 15%, mainly due to a foreign exchange loss caused by the depreciation of the renminbi and expected decline in gross profit margin of the handset camera modules business.
- **We lower FY18-FY20 gross margin forecasts by 1.7 ppt/ 2.5 ppt / 3.0 ppt to 18.7%/ 19.8%/ 20.5%, respectively.** The Company's FY2018 gross margin decreased mainly due to insufficient utilization rate of the new factory, the increase in material costs caused by the depreciation of the renminbi, as well as the fact that optimization of production line processes remained in the course of improvement. We expect that these unfavorable factors will affect the Company's gross margin, but the impact will weaken gradually.
- **Shipments and revenue will continue to grow; gross margin is expected to improve.** Due to the obvious trend of optical specification upgrade of smartphones and increasing market share of the Company, the Company's shipments and revenue will continue to grow. With the advancement of production line adjustments, gross profit margins are expected to improve.
- **We downgrade the Company's investment rating to "Accumulate" and cut the TP from HK$127.00 to HK$97.00.** We lower FY18-FY20 EPS forecasts by 19.0%/ 22.9%/ 26.6%, respectively. The TP represents 37.2x, 25.0x and 19.6x FY18, FY19 and FY20 PER.
- **舜宇光学 2018 财年业绩不及预期。**管理层预计公司 2018 财年录得股东净利约人民币 24.7 亿元至 25.5 亿元，同比下降 12%至 15%，主要是由于人民币贬值带来的外汇亏损以及手机摄像模组业务毛利率的下降。
- **我们下调 2018-2020 财年毛利率预测 1.7 个百分点/ 2.5 个百分点/ 3.0 个百分点至 18.7%/ 19.8%/ 20.5%。**新厂房利用率不足、人民币贬值导致材料成本的上升以及产线流程优化的待完善等因素导致公司 2018 财年毛利率有所下降。我们预计这些不利因素将继续影响公司毛利率，但影响将会逐渐减弱。
- **出货量及收入将持续增长，毛利率有望得到改善。**由于手机在光学方面规格升级的趋势明显以及公司市场份额不断上升，公司的出货量及收入将持续增长。随着产线调整的推进，毛利率有望得到改善。
- **我们下调公司的投资评级至“收集”，目标从 127.00 港元下调至 97.00 港元。**我们分别下调 2018-2020 财年的每股盈利预测 19.0%/ 22.9%/ 26.6%。目标价相当于 37.2 倍、25.0 倍和 19.6 倍 2018 - 2020 财年市盈率。

Rating:	**Accumulate** Downgraded
评级：	**收集** (下调)
6-18m TP 目标价:	**HK$97.00** HK$127.00
Share price 股价:	HK$87.450

Stock performance

股价表现



Change in Share Price 股价变动	1 M 1 个月	3 M 3 个月	1 Y 1 年
Abs. % 绝对变动 %	22.1	12.7	-31.7
Rel. % to HS Index 相对恒指变动 %	17.9	5.7	-22.4
Avg. Share price(HK$) 平均股价（港元）	79.9	73.6	110.3

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

Year End 年结 12/31	Turnover 收入 (RMB m)	Net Profit 股东净利 (RMB m)	EPS 每股净利 (RMB)	EPS 每股净利变动 (Δ %)	PER 市盈率 (x)	BPS 每股净资产 (RMB)	PBR 市净率 (x)	DPS 每股股息 (RMB)	Yield 股息率 (%)	ROE 净资产收益率 (%)
2016A	14,612	1,271	1.176	65.9	66.6	4.530	17.3	0.290	0.4	29.1
2017A	22,366	2,902	2.668	126.9	27.3	6.885	10.6	0.661	0.9	46.9
2018F	27,051	2,510	2.294	(14.0)	33.5	8.473	9.1	0.576	0.7	30.0
2019F	33,723	3,743	3.412	48.7	22.6	11.292	6.8	0.857	1.1	34.6
2020F	40,935	4,774	4.353	27.6	17.7	14.788	5.2	1.093	1.4	33.4

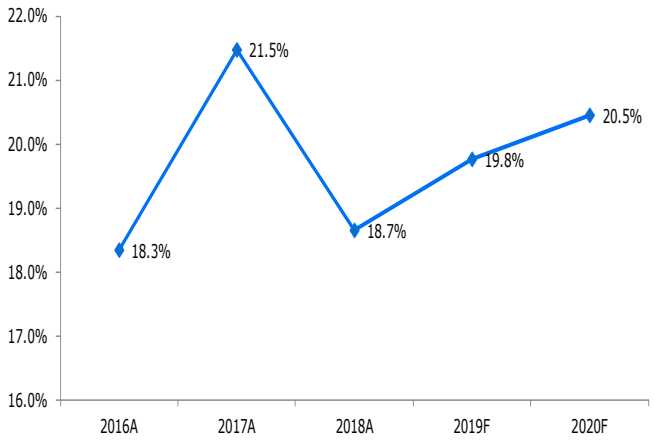
Shares in issue (m) 总股数 (m)	1,096.9	Major shareholder 大股东	Sun Xu Ltd. 38.5%
Market cap. (HK$ m) 市值 (HK$ m)	95,923.9	Free float (%) 自由流通比率 (%)	61.5
3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000)	8,979.9	FY19 Net gearing (%) FY19 净负债/股东资金 (%)	23.1
52 Weeks high/low (HK$) 52 周高/低 (HK$)	174.900 / 58.550	FY19 Est. NAV (HK$) FY19 每股估值（港元）	100.0

Source: the Company, Guotai Junan International.

舜宇光学 2018 财年业绩不及预期；股东净利同比下降 12%至 15%。管理层预计公司 2018 财年录得股东净利约人民币 24.7 亿元至 25.5 亿元，同比下降 12%至 15%，主要是由于人民币贬值带来的外汇亏损以及手机摄像模组业务毛利率的下降。公司于 2018 年 1 月 23 日发行了 6 亿美元的债券。由于人民币在 2018 年急剧贬值，该美元债券使公司录得约人民币 2.8 亿元的未变现外汇亏损。公司在 2018 年的净外汇亏损总额约为人民币 3.8 亿元，对净利率造成较大压力。

我们下调 2018-2020 财年毛利率预测 1.7 个百分点/ 2.5 个百分点/ 3.0 个百分点至 18.7%/ 19.8%/ 20.5%。公司 2018 财年毛利率有所下降，主要由于：1）新厂房利用率不足，2）人民币贬值导致材料成本的上升，以及 3）产线流程优化及自动化的待完善导致生产效率的提高受阻。我们预计这些不利因素将对公司毛利率产生负面影响。鉴于人民币逐渐企稳，我们预计它在 2019 年不会对毛利率造成大的影响。另外，随着产线优化的推进，以及新工厂效率的提升，我们预计毛利率将在 2019 年和 2020 年逐渐反弹。

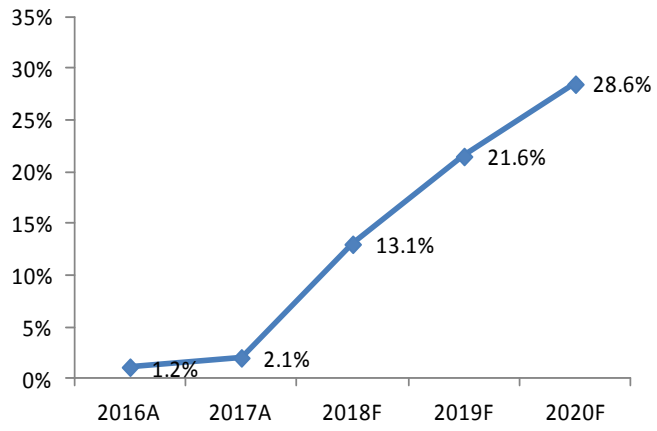
图-1: 舜宇光学毛利率



资料来源：公司、国泰君安国际。

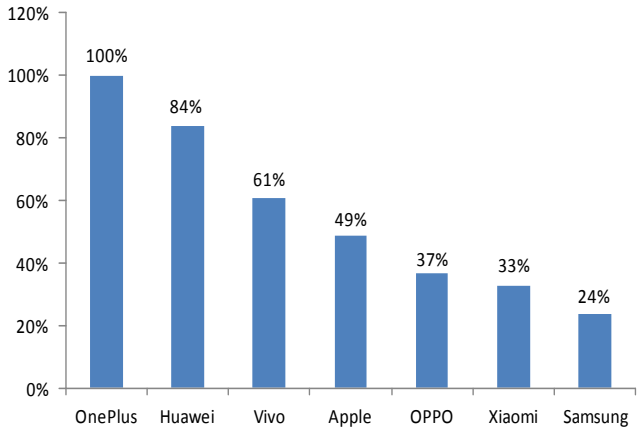
多摄像头及 3D 感测的渗透率迅速上升。虽然全球手机市场疲弱，出货量在 2018 年第 4 季度同比下降 4.9%，但 3D 感测摄像头及多摄像头变得越来越流行。截至 2018 年 7 月，多个品牌的多摄渗透率接近或大于 50%，而双摄或三摄的渗透率在 2018 下半年持续快速提高。2018 下半年发布的许多新款旗舰手机都配备了三摄，即华为 Mate 20 系列、Nova 4、荣耀 Magic 2、vivo Nex 双屏版等。

图-2: 全球手机 3D 感测渗透率



资料来源：Trendforce、国泰君安国际。

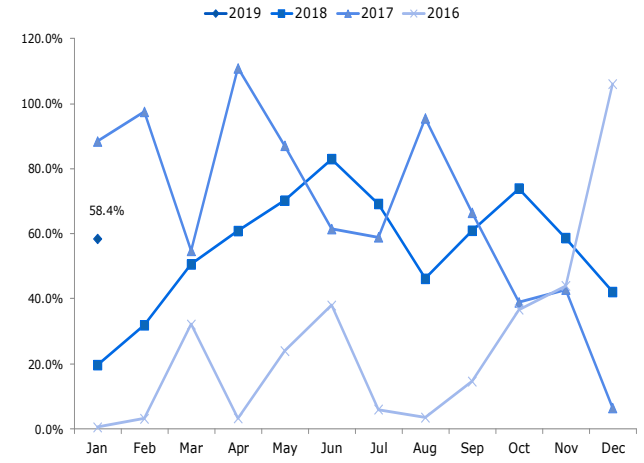
图-3: 截至 2018 年 7 月按品牌划分的双摄及三摄渗透率



资料来源：Counterpoint、国泰君安国际。

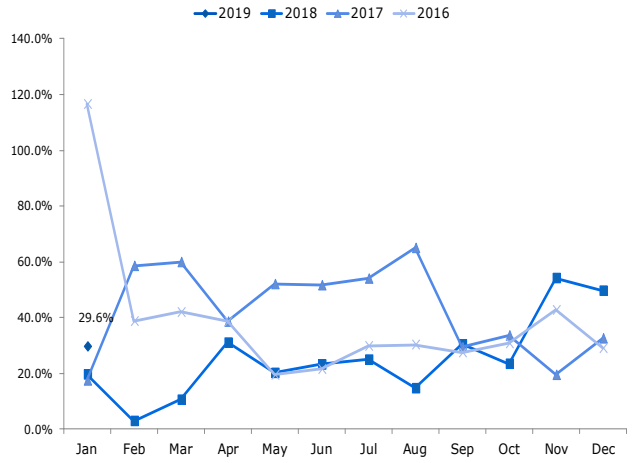
出货量及收入将持续增长。由于手机在光学方面规格升级的趋势明显以及公司市场份额不断上升，公司的出货量及收入将持续增长。除了日益流行的三摄将给光学镜头业务带来更多的订单以外，配置 3D 摄像技术的手机也在迅速增加。2019 年 1 月，公司其它光电产品的出货量同比增长 653.0%，主要是由于结构光和飞行时间（TOF）等 3D 产品的快速增长所致。我们预计 3D 结构光和 TOF 的贡献将逐渐提高，并将成为公司一个重要的增长动力。

图-4: 舜宇光学的月度手机镜头出货量同比增长



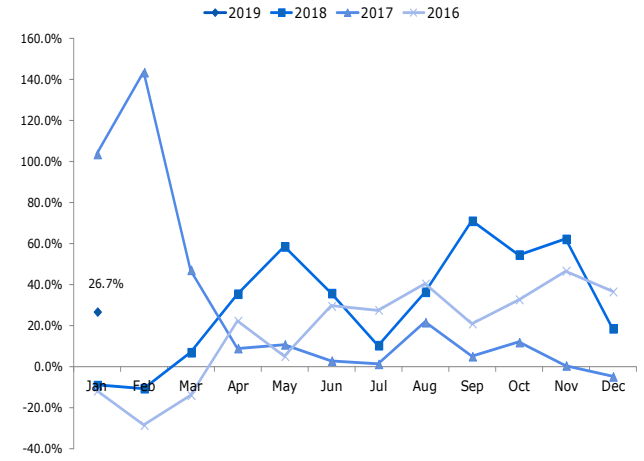
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-5: 舜宇光学的月度车载镜头出货量同比增长



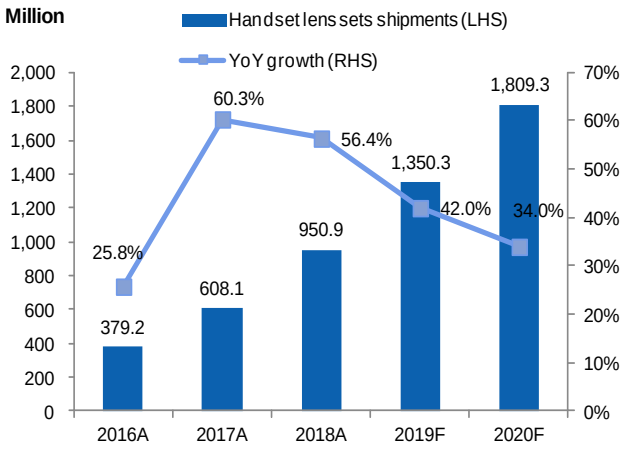
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-6: 舜宇光学的手机摄像模组月度出货量同比增长



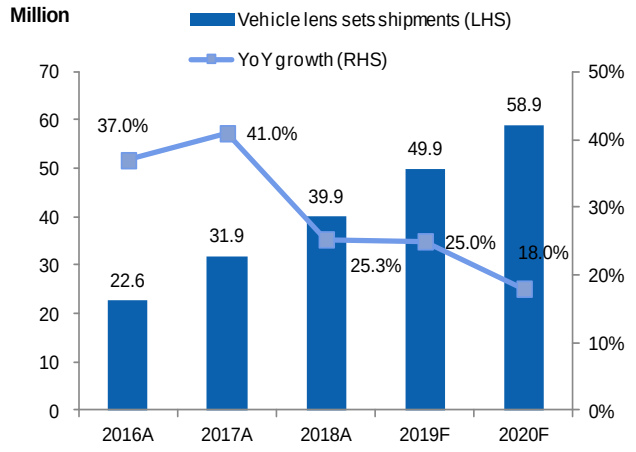
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-7: 舜宇光学的手机镜头出货量及同比增长



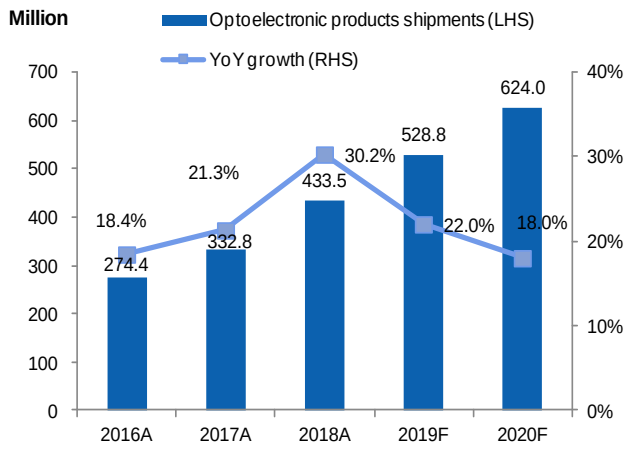
资料来源：公司、国泰君安国际。

图-8: 舜宇光学的车载镜头出货量及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

图-9: 舜宇光学的光电产品出货量及同比增长



资料来源：公司、国泰君安国际。

利润预测

我们分别下调 2018-2020 财年的每股盈利预测 19.0%/ 22.9%/ 26.6%。我们分别下调 2018-2020 财年的收入预测 2.6%/ 3.8%/ 4.4%，以反映市场竞争以及手机市场疲弱对产品价格的压力。鉴于市场竞争以及产线优化的待完善，我们分别下调 2018-2020 财年的毛利率预测 1.7 个百分点/ 2.5 个百分点/ 3.0 个百分点至 18.7%/ 19.8%/ 20.5%。我们分别下调 2018-2020 财年股东净利预测 18.5%/ 22.3%/ 25.9%以反映我们对收入及毛利率预测的调整。

表-1: 财务预测调整

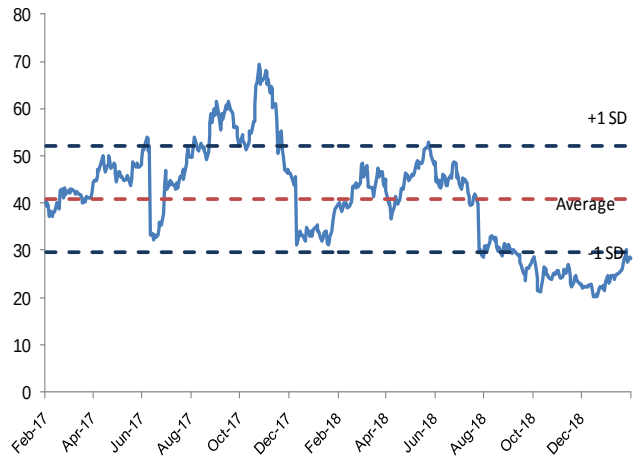
	旧			新			变动		
人民币（百万元）	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F	2018F	2019F	2020F
总收入	27,765	35,041	42,798	27,051	33,723	40,935	(2.6%)	(3.8%)	(4.4%)
股东净利	3,081	4,815	6,446	2,510	3,743	4,774	(18.5%)	(22.3%)	(25.9%)
每股盈利（人民币）	2.833	4.427	5.927	2.294	3.412	4.353	(19.0%)	(22.9%)	(26.6%)

资料来源：公司、国泰君安国际。

估值

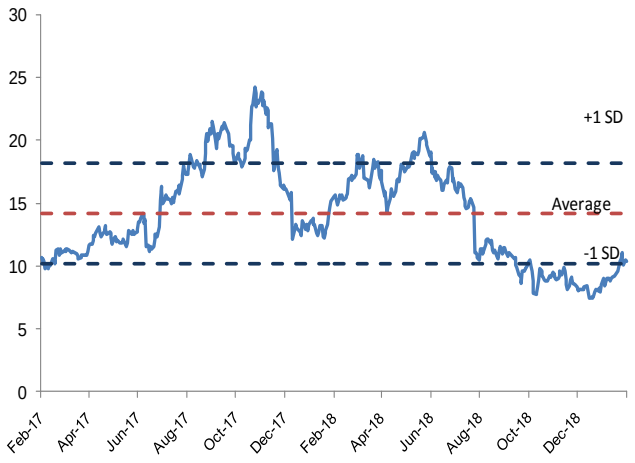
我们下调公司的投资评级至"收集"，目标从 127.00 港元下调至 97.00 港元。考虑舜宇光学在光学及光电产品市场的龙头地位和手机市场疲弱的综合影响，我们定投资评级为"收集"。我们将目标价从 127.00 港元下调至 97.00 港元以反映产品价格和毛利率所遭受的压力。目标价相当于 37.2 倍、25.0 倍和 19.6 倍 2018 - 2020 财年市盈率。

图-10: 舜宇光学市盈率图



资料来源：彭博、国泰君安国际。

图-11: 舜宇光学市净率图



资料来源：彭博、国泰君安国际。

表-2: 同业比较

公司名称	股票代码	币种	股价	市盈率			市净率			ROE(%)	D/Y (%)	EV/EBITDA	ROA(%)
				18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	18F	18F	18F
香港上市公司													
丘钛科技	01478 HK	HKD	5.660	138.0	17.2	12.5	2.5	2.2	1.9	2.9	0.1	20.6	0.7
舜宇光学	02382 HK	HKD	87.450	30.3	21.2	16.5	8.5	6.4	4.9	31.2	0.9	20.4	14.6
瑞声科技	2018 HK	HKD	50.800	12.9	11.9	10.5	2.7	2.3	2.0	22.2	3.3	8.3	13.2
信利国际	732 HK	HKD	1.390	9.9	5.6	6.2	0.5	0.5	0.5	2.6	1.9	4.4	0.3
高伟电子	01415 HK	HKD	1.310	5.7	6.0	5.2	0.4	0.4	0.4	7.1	3.0	1.3	n.a.
简单平均				39.4	12.4	10.2	2.9	2.4	1.9	13.2	1.8	11.0	7.2
加权平均				27.4	17.1	13.8	5.9	4.6	3.6	25.9	1.7	15.5	13.2
台湾上市公司													
大立光电	03008 TT	TWD	3,980.000	21.9	19.7	16.6	5.0	4.3	3.6	24.9	1.8	13.6	20.1
同致电子	03552 TT	TWD	65.800	340.9	30.7	38.0	1.4	1.3	1.5	(0.2)	3.5	15.0	0.1
简单平均				181.4	25.2	27.3	3.2	2.8	2.6	12.3	2.6	14.3	10.1
加权平均				25.2	19.8	16.8	4.9	4.2	3.6	24.7	1.8	13.6	19.9
中国大陆上市公司													
欧菲科技-A 股	002456 CH	CNY	12.820	18.0	13.3	10.4	3.2	2.7	2.2	18.7	0.6	10.0	6.0
海康威视-A 股	002415 CH	CNY	33.700	27.7	22.7	17.9	8.4	6.9	5.5	32.8	1.6	24.9	20.7
大华股份-A 股	002236 CH	CNY	15.550	17.1	14.1	11.6	3.5	2.9	2.4	22.4	1.1	15.8	11.9
歌尔声学-A 股	002241 CH	CNY	8.290	20.7	17.5	15.0	1.7	1.6	1.5	7.8	1.0	9.9	4.9
立讯精密-A 股	002475 CH	CNY	18.310	28.3	21.3	16.9	4.7	3.9	3.2	17.5	0.4	19.0	8.7
蓝思科技-A 股	300433 CH	CNY	7.820	15.5	12.3	10.1	1.7	1.5	1.4	10.6	1.4	7.8	4.6
东旭光电-A 股	000413 CH	CNY	5.500	17.7	16.7	14.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.3	n.a.	n.a.
均胜电子-A 股	600699 CH	CNY	23.090	18.6	16.6	13.5	1.6	1.5	1.3	9.2	1.1	9.2	3.2
水晶光电-A 股	002273 CH	CNY	10.890	18.1	15.9	12.6	2.2	2.0	1.7	12.8	1.4	n.a.	9.1
简单平均				20.2	16.7	13.6	3.4	2.9	2.4	16.5	1.1	13.8	8.6
加权平均				24.4	19.9	16.0	6.1	5.0	4.1	25.3	1.3	20.1	14.9
整体平均				80.3	18.1	17.0	3.2	2.7	2.3	14.0	1.9	13.0	8.7
整体加权平均				25.7	18.9	15.5	5.7	4.6	3.8	25.3	1.6	16.4	16.0

资料来源：彭博。

财务报表和比率

损益表

Year end 31 Dec (RMB m)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Optical components Revenue	2,956	4,302	6,104	8,004	9,745
Optoelectronic products Revenue	11,403	17,771	20,676	25,477	30,964
Optical instruments Revenue	253	294	271	242	225
Total Revenue	14,612	22,366	27,051	33,723	40,935
Cost of revenues	(11,932)	(17,563)	(22,006)	(27,059)	(32,564)
Gross profit	2,680	4,803	5,045	6,665	8,371
Other income	119	206	248	253	276
Other gain and losses	(145)	136	(321)	(3)	(3)
S&D expenses	(154)	(205)	(216)	(270)	(327)
R&D expenses	(694)	(1,168)	(1,325)	(1,754)	(2,210)
Admin costs	(331)	(389)	(379)	(438)	(491)
Operating Profit	1,475	3,383	3,052	4,453	5,615
Share of result of an associate	(12)	(16)	(19)	(18)	(17)
Finance costs	(16)	(49)	(169)	(164)	(150)
Profit Before Tax	1,446	3,318	2,865	4,271	5,449
Income Tax	(175)	(404)	(344)	(513)	(654)
profit After Tax	1,272	2,914	2,521	3,759	4,795
Non-controlling Interest	(1)	(13)	(11)	(16)	(21)
Shareholders' Profit / Loss	1,271	2,902	2,510	3,743	4,774
Basic EPS	1.176	2.668	2.294	3.412	4.353

现金流量表

Year end 31 Dec (RMB m)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Profit before tax	1,446	3,318	2,865	4,271	5,449
Depreciation	317	491	701	1,037	1,473
Changes in working capital	(142)	(1,126)	(685)	(382)	(46)
Income taxes paid	(150)	(295)	(191)	(479)	(617)
Others	145	48	247	260	431
Cash from Operating Activities	1,616	2,436	2,935	4,708	6,690
Investing activities					
CAPEX	(941)	(1,718)	(2,613)	(3,316)	(4,233)
Financial assets purchases	(319)	75	(2,852)	240	228
Others	0	(43)	(83)	75	70
Cash from Investing Activities	(1,260)	(1,686)	(5,547)	(3,001)	(3,935)
Dividends paid	(228)	(318)	(725)	(630)	(940)
Change in borrowings	221	444	223	(314)	(628)
Change in bond payable	0	0	4,040	0	0
Others	(74)	(113)	(254)	(251)	(243)
Cash from Financing Activities	(81)	12	3,284	(1,196)	(1,811)
Net Changes in Cash	274	762	672	511	943
Cash at Beg of Year	187	467	1,227	1,894	2,405
FX change	6	(2)	(5)	0	0
Cash at End of Year	467	1,227	1,894	2,405	3,348

资料来源：公司、国泰君安国际。

资产负债表

Year end 31 Dec (RMB m)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
PPE	1,794	2,586	4,164	6,047	8,374
Prepaid lease payments	164	163	208	229	252
Interest in an associates	100	125	149	176	209
Others	261	1,217	1,629	1,785	1,897
Total Non-current Assets	2,319	4,091	6,150	8,238	10,732
Inventories	2,828	2,622	3,168	3,964	4,815
Trade, other receivables and prepayment	3,716	5,666	6,876	8,423	9,840
Derivative financial assets	14	1	11	12	12
Financial assets designated as FVTPL	2,027	1,952	4,804	4,564	4,336
Cash & Cash Equivalents	467	1,227	1,894	2,405	3,348
Others	265	168	237	246	256
Total Current Assets	9,318	11,635	16,990	19,614	22,607
Total Assets	11,637	15,726	23,140	27,851	33,339
Trade and other payables	5,573	6,183	7,262	9,200	11,397
Derivative financial liabilities	93	30	26	23	20
Borrowings	904	1,348	1,571	1,257	628
Others	88	144	144	46	47
Total Current Liabilities	6,658	7,705	9,003	10,526	12,093
Deferred tax liabilities	34	107	369	409	454
Deferred income	28	45	46	48	49
Bonds payable	0	0	4,040	4,040	4,040
Others	3	350	371	392	416
Total Non-current Liabilities	65	502	4,825	4,889	4,959
Total Liabilities	6,723	8,207	13,828	15,415	17,052
Share capital	105	105	105	105	105
Reserves	4,790	7,383	9,168	12,281	16,115
Total Shareholders' Equity	4,895	7,489	9,274	12,386	16,220
Minority Interest	18	31	38	51	66
Total Equity	4,913	7,519	9,312	12,437	16,287

财务比率

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Gross profit margin (%)	18.3	21.5	18.7	19.8	20.5
Operating profit margin (%)	10.1	15.1	11.3	13.2	13.7
Net profit margin (%)	8.7	13.0	9.3	11.1	11.7
ROA (%)	13.2	21.2	12.9	14.7	15.6
ROE (%)	29.1	46.9	30.0	34.6	33.4
Current ratio (x)	1.4	1.5	1.9	1.9	1.9
Quick ratio (x)	1.0	1.2	1.5	1.5	1.5
Debt to equity ratio (x)	18.4	17.9	60.3	42.6	28.7
Net gearing (%)	5.7	1.3	39.7	23.1	0.1

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

(1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
(2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
(3) 除佳兆业集团(01638 HK)、国泰君安国际控股有限公司(01788 HK)、滨海投资有限公司(02886 HK)、价值中国A股(03095 HK)、华夏港股通小型股(03157 HK)、西安海天天(08227 HK)、南方东英MSCI-R(83149 HK)外，国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
(4) 国泰君安或其集团公司在现在或过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
(5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。.
(6) 受雇于国泰君安或其集团公司或与其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司 (“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员，交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠，但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述，因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的，及当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用，而此等发布，公布，可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例，或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2019 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有，不得翻印
香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
电话 (852) 2509-9118　　传真(852) 2509-7793
网址: www.gtja.com.hk