

舜宇光学 (2382 HK)

买入 (维持评级)

目标价格: 125.0 港元

蒲得宇, CFA

证监会中央编号 BNO719

ieffpu@gfgroup.com.hk

+852 3719 2085

广发证券(香港)经纪有限公司

香港德辅道中 189 号

李宝椿大厦 29-30 楼

9月全线出货量强劲

9月出货量亮眼 公司于10月11日公告9月出货量。总体而言,我们认为手机镜头(HLS)和摄像头模组(CCM)出货量超预期,车载镜头(VLS)开始回升,尽管年初至今的出货量数据仍低于年度指引。基于我们对2019年三摄采用以及三星外包 CCM 和镜头业务的预期,我们对舜宇光学维持“买入”评级,盈利预测不变。

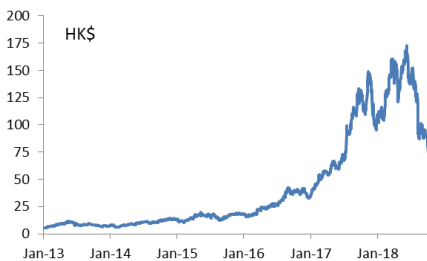
HLS 出货情况好于指引 舜宇光学9月HLS出货量达到1.01亿件,同比增长+61%,环比增长+11%。年初至今HLS出货量累计达到6.81亿件,同比增长+55%,高于全年45-50%的指引。与大立光今年至今同比+1%的销售增长相比,舜宇表现亮眼,表明其在三星和中国OEM厂商中的市场份额保持增长。在较高的出货规模(2H18包括同比和环比)和人民币贬值的背景下,我们预计HLS的利润率将在2H18走高。

CCM 出货情况好于预期 尽管市场担心需求疲软,9月CCM出货量仍达到4,800万件,同比增长+71%,环比增长+4%。年初至今CCM出货量累计达到2.99亿件,同比增长+25%,高于同比增长20%的全年指引。为了达到全年指引目标,舜宇四季度需要出货9,100万件或季度环比下降24%。考虑到舜宇在过去3年平均每季度环比保持+10%的增长,这对其而言并不困难。我们认为舜宇强劲的CCM出货量主要受到其在中国OEM厂商的份额增长和来自华为的收入增长所推动。

VLS 出货量终于回升, 尽管仍低于指引 9月VLS出货量达到370万,同比增长+30%,环比增长+3%。累计出货量达2,860万件,同比增长+20%,vs 30-35%的增长指引。为了达到指引的下限,10月至12月出货量同比需要增长61%。我们认为汽车类客户的订单能见度,因此,我们维持2018年同比增长+30%的预测。除了镜头外,舜宇有望在短期内开始为汽车客户供应CCM出货。

关键下行风险: 1) 中国OEM厂商需求弱于预期; 2) 三摄和ToF的采用慢于预期; 3) CCM行业竞争加剧导致毛利率下滑快于预期。

股价表现



资料来源: 彭博

主要数据

10/11 收盤股價(港元)	71.3
流通股數	1089
主要股東	舜旭有限公司 (35.47%)
市值(十億港元)	82.6
三個月平均成交量(百萬)	9.4
一年內高/低價(港元)	174.9/69.25

资料来源: 彭博

公司估值

	营业收入	年成长	净利润	年成长	EPS	年成长	P/E	P/B	ROE	股利殖利率
	人民币百万元	(%)	人民币百万元	(%)	(Rmb)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
2016	14,612	37	1,271	67	1.2	64	54	14.0	29	0.4
2017	22,366	53	2,902	128	2.7	128	24	9.1	47	0.9
2018E	29,036	30	3,149	9	2.9	9	22	6.4	35	1.2
2019E	40,686	40	4,539	44	4.2	44	15	4.5	35	1.9
2020E	49,481	22	5,576	23	5.1	23	12	3.3	31	2.4

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

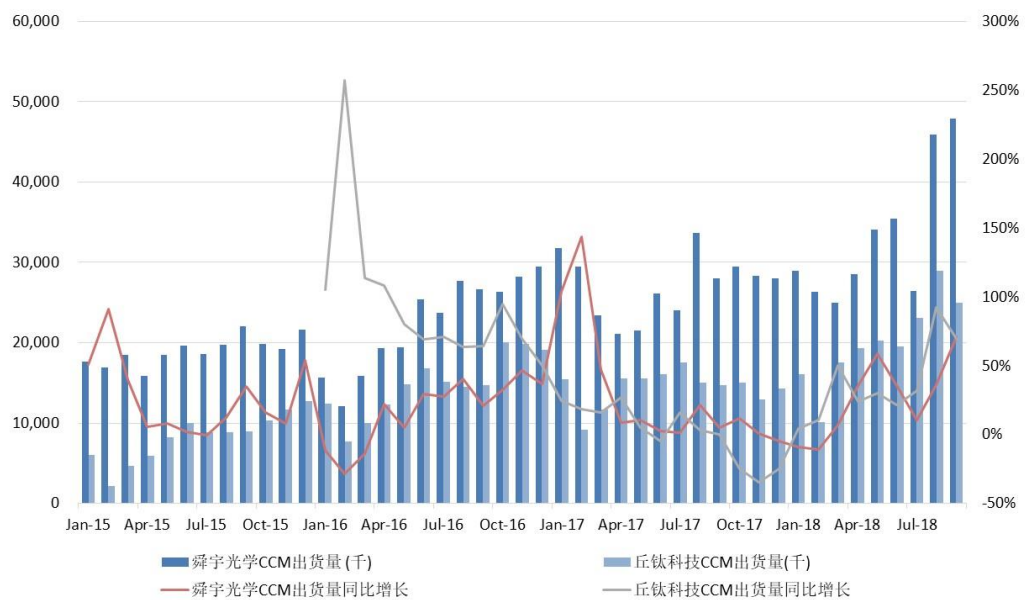
盈利预测 & 估值

图表 1: 季度利润表

人民币百万元	2017	1H18	2H18E	2018E	1H19E	2H19E	2019E
营业收入	22,366	11,976	17,060	29,036	17,354	23,332	40,686
营业成本	17,563	9,656	13,643	23,299	14,035	18,603	32,638
营业毛率	4,803	2,320	3,417	5,738	3,320	4,729	8,049
营业费用	1,762	824	1,240	2,064	1,220	1,680	2,900
营业利润	3,041	1,496	2,177	3,673	2,100	3,049	5,149
营业外收入	278	-84	46	-38	35	35	69
利润总额	3,318	1,412	2,224	3,636	2,134	3,084	5,218
少数股东损益	13	10	10	20	10	10	20
所得税	404	223	245	467	320	339	659
净损益	2,902	1,180	1,969	3,149	1,804	2,735	4,539
EPS (元)	2.66	1.08	1.81	2.89	1.66	2.51	4.17
流通股数	1,089	1,089	1,089	1,089	1,089	1,089	1,089
获利能力 (%)							
毛利率	21.5%	19.4%	20.0%	19.8%	19.1%	20.3%	19.8%
营业利润率	13.6%	12.5%	12.8%	12.7%	12.1%	13.1%	12.7%
利润率	14.8%	11.8%	13.0%	12.5%	12.3%	13.2%	12.8%
所得税率	12.2%	15.8%	11.0%	12.8%	15.0%	11.0%	12.6%
成长能力 (%)							
营业收入	53.1%	19.4%	38.3%	29.8%	44.9%	36.8%	40.1%
营业利润	102.6%	19.9%	21.4%	20.8%	40.3%	40.0%	40.2%
净利润	128.3%	1.8%	13.0%	8.5%	52.9%	38.9%	44.1%
EPS	128.3%	1.8%	13.0%	8.5%	52.9%	38.9%	44.1%
产品组合 (%)							
光学零件	19%	22%	20%	21%	19%	19%	19%
光电产品	79%	77%	79%	78%	79%	79%	79%
光学仪器	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

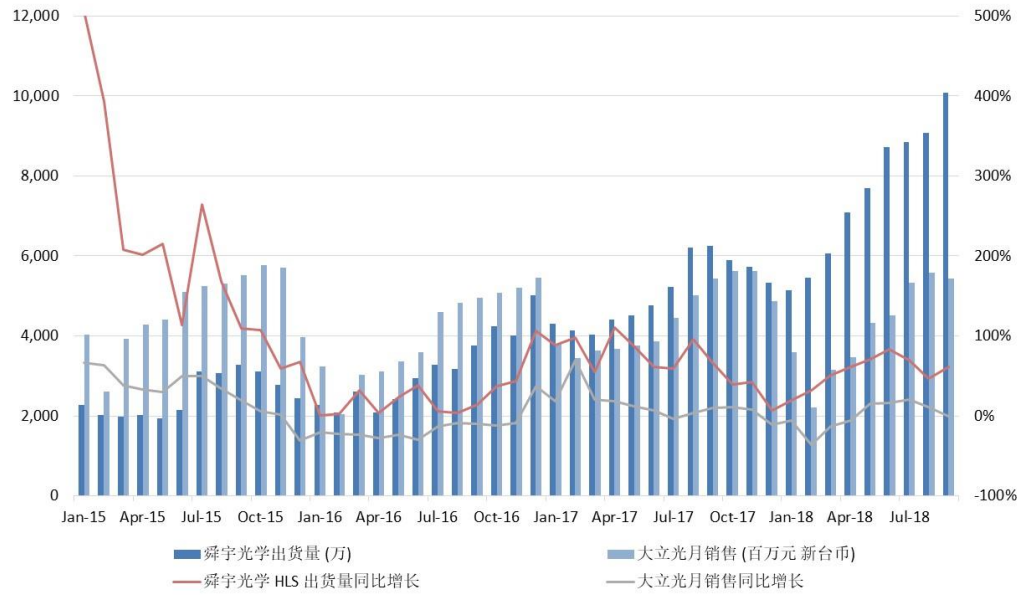
资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 2: 舜宇光学和丘钛科技月度 CCM 出货情况



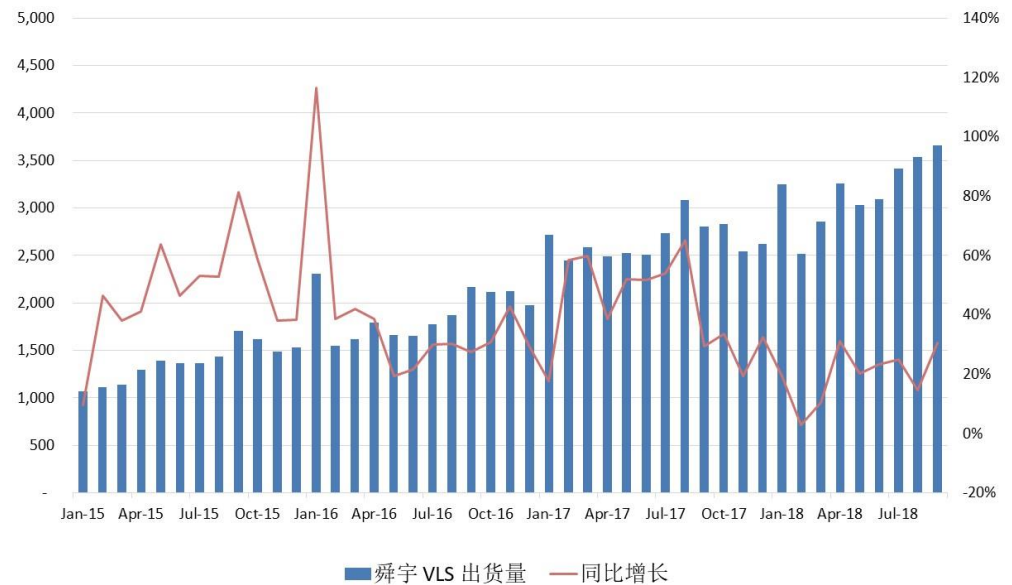
资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 3: 舜宇光学 HLS 出货量 vs 大立光月度销售



资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 4: 舜宇 VLS 出货量 (千)



资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

估值

我们给予舜宇光学买入评级，目标价 HK\$125，基于 SOTP 分部估值法。我们的目标价由 2018E 和 2019E 平均 EPS 的加权平均 P/E 得出，以反映舜宇光学业务的特点。

- 我们将摄像头模组目标 P/E 提高至 20x，与 A 股同类标的基本一致。同时，由于三摄应用周期的高预期，我们预计龙头模组制造商的估值将上调。
- 我们给予车载摄像头业务 50x P/E，表明汽车行业具有高壁垒、稳定且强大的盈利能力以及较高的增长率（汽车摄像头行业产量 2014-16 CAGR 为 45%，未来短期内增长有望>40%）。
- 我们给予手机镜头业务 35x P/E，高于我们给予大立光的 P/E 倍数，以反映香港科技股更高的市值以及更强的增长势头。

我们采用 P/E 估值法，因为我们认为市场将主要关注公司的盈利前景，镜头行业依然保持良好的发展。对下游零部件制造商，我们通常采用 P/E 估值法。

图表 5: SOTP 估值

业务分部	利润率	2018/19E EPS 人民币)	目标 P/E 乘数
摄像及其他模组	41%	1.4	20
车载镜头	14%	0.5	50
手机镜头及其他镜头	42%	1.5	35
其他	3%	0.1	20
总计		3.5	30.7
目标价 (人民币)			108
目标价 (港币)			125

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 6: 12 个月远期 P/E



资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

图表 7: 财务报表

利润表						资产负债表					
至12月31日 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	至12月31日 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,612	22,366	29,036	40,686	49,481	货币资金	626	1,247	1,668	2,002	5,129
营业成本	(11,932)	(17,563)	(23,299)	(32,638)	(39,701)	存货	2,828	2,622	3,883	5,440	6,617
营业毛率	2,680	4,803	5,738	8,049	9,781	应收	3,717	5,668	7,359	10,312	12,541
其他收入	119	206	272	160	160	其他	2,147	2,098	2,724	3,817	4,642
其他费用	(145)	136	(175)	0	0	流动资产	9,318	11,635	15,634	21,570	28,929
销售费用	(154)	(205)	(245)	(340)	(420)	长期投资	177	310	351	401	451
管理费用	(331)	(389)	(464)	(660)	(790)	固定资产	1,794	2,586	4,365	5,225	5,745
研发费用	(694)	(1,168)	(1,354)	(1,900)	(2,350)	其他	348	1,195	1,195	1,195	1,195
营业利润	1,501	3,041	3,673	5,149	6,221	非流动资产	2,319	4,091	5,911	6,821	7,391
财务费用	(16)	(49)	(125)	(91)	20	资产总计	11,637	15,726	21,545	28,391	36,320
投资净收益	(12)	(16)	(9)	0	0	应付	5,578	6,187	8,207	11,497	13,985
利润总额	1,446	3,318	3,636	5,218	6,401	短期借款	904	1,348	973	437	337
所得税	(175)	(404)	(467)	(659)	(805)	其他	176	171	222	311	378
少数股东损益	(1)	(13)	(20)	(20)	(20)	流动负债	6,658	7,705	9,402	12,245	14,699
净利润	1,271	2,902	3,149	4,539	5,576	长期借款	0	0	973	437	337
EPS (元)	1.17	2.66	2.89	4.17	5.12	其他	65	502	502	502	502
						非流动负债	65	502	1,475	939	838
						负债总计	6,723	8,207	10,877	13,184	15,537
						股东权益	4,913	7,519	10,668	15,207	20,782

现金流量表						主要财务比率					
至12月31日 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,271	2,902	3,149	4,539	5,576	成长能力 (%)					
折旧摊销	320	539	869	1,188	1,528	营业收入	37	53	30	40	22
营运资金变动	(235)	(1,093)	(1,506)	(2,223)	(1,676)	净利润	67	128	9	44	23
其他	0	(0)	9	0	0	EPS	64	128	9	44	23
经营活动现金流	1,356	2,348	2,521	3,503	5,427	获利能力 (%)					
资本支出	(969)	(1,284)	(2,600)	(2,000)	(2,000)	毛利率	18.3	21.5	19.8	19.8	19.8
投资变动	18	(133)	(50)	(50)	(50)	营业利润率	10.3	13.6	12.7	12.7	12.6
其他	(68)	(895)	(48)	(48)	(48)	净利率	8.7	13.0	10.8	11.2	11.3
投资活动现金流	(1,020)	(2,312)	(2,698)	(2,098)	(2,098)	营运效率 (%)					
股权融资	(202)	(296)	(0)	0	0	ROA	13.2	21.2	16.9	18.2	17.2
债务融资	221	444	598	(1,071)	(202)	ROE	29.0	46.7	34.6	35.1	31.0
其他	13	437	0	0	0	偿债能力 (%)					
筹资活动现金流	32	585	598	(1,071)	(202)	净负债	5.7	1.3	2.6	淨現金	淨現金
现金净增加额	367	621	421	334	3,128	速动比率	1.4	1.5	1.7	1.8	2.0
汇率差额	0	(0)	(0)	0	0	每股指标 (元)					
						每股净利润	1.5	3.2	3.7	5.3	6.5
						每股净资产	4.5	6.9	9.8	14.0	19.1
						每股股利	0.3	0.7	0.9	1.4	1.7

资料来源: 公司资料, 广发证券(香港)

评级定义

基准指数: 香港恒生指数

时间范围: 12 个月

公司评级

买入	预期公司股价表现强于基准指数 15%以上
增持	预期公司股价表现强于基准指数 5-15%
持有	预期公司股价表现相对基准指数的变动幅度介于-5%和+5%之间
减持	预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

正面	预期行业将跑赢基准指数 10%以上
中性	预期行业相对基准指数的变动幅度介于-10%和+10%之间
谨慎	预期行业将跑输基准指数 10%或以上

分析师承诺

主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与，现在不与，未来也将不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

权益披露

- (1) 广发证券（香港）经纪有限公司（“广发证券（香港）”）自营交易部及/或其关联公司并没有持有本研究报告所述公司之股份。
- (2) 广发证券（香港）及/或其关联公司跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- (3) 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。

免责声明

本研究报告由广发证券（香港）分发。本研究报告仅供参考之用，并不构成证券出售要约或证券买卖的邀请。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告所评论的证券可能在某些地方不能出售。本研究报告绝无意图让居住在法律或政策不允许本研究报告流通或者分发的司法权区的人士阅读。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。广发证券（香港）不对因使用本研究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。投资涉及风险，证券的价值及收益可能会波动，过去的表现不能代表未来的业绩。本研究报告所评论的证券或表达的意见未必适合个别人士之投资目标、财政状况或个人需要，客户不应以本研究报告取代其独立判断或仅根据本研究报告做出决策。如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券（香港）可发出其他与本研究报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本研究报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券（香港）或者附属机构的。本研究报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本研究报告当日的判断，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。我们的自营交易部可能会做出与本研究报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。广发证券（香港）或其关联方或其各自的董事、高级人员、分析员及雇员可能持有本研究报告所评论之任何证券的权益。读者在阅读本研究报告时应留意有关权益披露（如有披露）。

版权所有：广发证券（香港）经纪有限公司

未经广发证券（香港）经纪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。

香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29-30 楼

电话: +852 3719 1111 Fax: +852 2907 6176 网站: <http://www.gfgroup.com.hk>