

中国：电子零组件

2015年2月12日

**投资建议：**
**买入 (维持评级)**

 目标价隐含涨/跌幅：**18.9%**

 日期 **2015/02/12**

收盘价	<b>HK\$48.75</b>
十二个月目标价	<b>HK\$58.00</b>
前次目标价	<b>HK\$54.00</b>
香港恒生指数	<b>24,422.2</b>

**信息更新：**

- ▶ 我们将目标价从 54 港元上调至 58 港元，因为我们将 2015 年每股收益预估上调 6%。
- ▶ 瑞声科技已切入中端智能手机市场，其一体化解决方案广受青睐。

**本中心观点：**

- ▶ 凭借较高的平均售价，加上触控组件在 Apple 产品中的市场份额领先，我们预计市场仍低估了瑞声科技 2015 年盈利。
- ▶ 瑞声科技的声学业务在 2014 年同比下滑 9% 后，2015/16 年应企稳。

**公司简介：** 瑞声声学科技从事微型声学组件之设计与制造，其产品应用于手机、MP3 播放器以及其他手持装置。

股价相对香港恒生指数表现



市值	<b>RMB48,216.1 百万元</b>
六个月平均日成交量	<b>RMB84.0 百万元</b>
流通在外股数(百万股)	<b>1,228.0</b>
自由流通股数比例	<b>60.0%</b>
大股东；持股比例	行政总裁 <b>潘政民, 40.0%</b>
净负债比率	<b>(20.3%)</b>
每股净值 (2015F)	<b>RMB10.40</b>
市净率 (2015F)	<b>3.77 倍</b>

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	8,096	8,895	12,323	14,813
营业利润	2,376	2,576	3,742	4,476
税后净利润*	2,578	2,415	3,466	4,135
每股收益(元)	2.10	1.97	2.82	3.37
每股收益年增长率 (%)	46.2	(6.3)	43.5	19.3
每股股利(元)	0.84	0.81	1.10	1.30
市盈率(倍)	18.7	20.0	13.9	11.7
股利收益率(%)	2.1	2.1	2.8	3.3
净资产收益率 (%)	32.7	25.9	27.1	24.5

\* 归属股东税后净利润

**报告分析师：**
**蒲得宇 CFA**

+886 2 3518 7913

jeff.pu@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

周绮恩

+886 2 3518 7915

shelly.chou@yuanta.com

## 瑞声科技 (2018 HK)

### 2015 年有望强势增长

**目标价调高至 58 港元：** 我们将 2015 年每股收益预估上调 6%，以反映瑞声科技的声学业务前景优于预期。相应地，我们将目标价从 54 港元上调至 58 港元，仍基于 2015 年预期市盈率 16 倍。总体而言，我们预计瑞声科技 2015 年将迅猛增长，每股收益将同比飙升逾 40%，主要得益于触控组件增长前景向好以及声学产品发展策略得到优化。我们重申买入评级，目标价调高至 58 港元。

**受惠于触控组件大幅增长周期：** 我们依然预计 2015/16 年瑞声科技触控业务将显著增长，主要因 Apple 产品采用触觉反馈功能（[详情请见本中心首发报告](#)）。Apple Watch 将是首款允许多个应用程序

（GPS、健康体检程序等）配备触觉反馈功能的产品，该功能也将是 iPhone 6S 的一大卖点。鉴于瑞声科技针对 Apple Watch/iPhone 6S 的产品平均售价（比 iPhone 6）提高 40-50%，加上公司的市场份额领先，我们再次重申 2015 年瑞声科技触控组件收入将同比增长 200%，占总销售额的 29%。本中心调查显示其他品牌也可能推出触控功能，为本中心预估带来更大的上升空间。

**声学产品价值提升，销量增长：** 继 2014 年声学业务收入同比下滑 9% 后，我们认为 2015 年该业务将复苏，增长动能来自一体化解决方案以及针对中端智能手机的成本削减解决方案。本中心供应链调查显示瑞声科技的一体化解决方案受到中资 OEM 厂的青睐（例如为 3-5 家中资品牌提供声学组件+天线，并为一家计划在 2015 年 2 季度大举进军智能手机市场的互联网企业提供声学组件+天线+外壳）。另外，借助成本削减解决方案，瑞声科技开始切入中端智能手机市场。

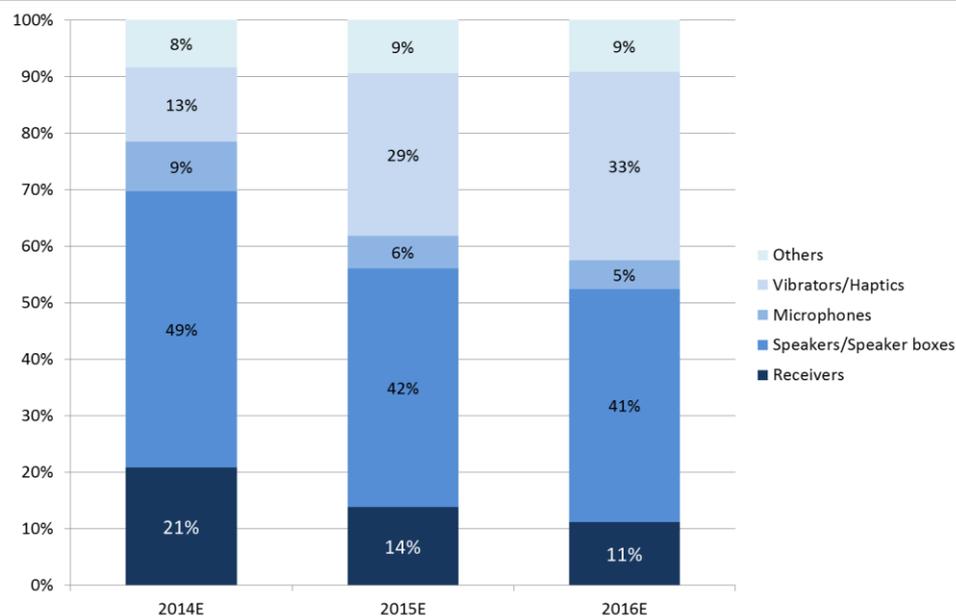
**2014 年 4 季度盈利预览：** 我们预计 2014 年 4 季度每股收益为人民币 0.72 元，环比/同比增长 61%/47%，当季销售额环比增长 51%。2015 年 1 季度，我们预计受 iPhone 需求降低的影响，公司销售额将环比缩水 19%。

**分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。**

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

# 盈利预估

图 1：瑞声科技产品组合



资料来源：元大

## 盈利预估调整

我们上调 2015 年每股收益预估，以反映瑞声科技声学产品线扩张至中端智能手机市场，同时维持我们对触控组件业务的乐观假设（销售额同比增长 200%）。盈利预估调整后，目前本中心 2015 年每股收益预估较市场预估高 10%。

图 2：本中心 2014/15 年损益表预估调整

(人民币百万)	2013	2014F		2015F		差异 (%)	
		调整前	调整后	调整前	调整后	2014F	2015F
销售额	8,096	8,871	8,895	11,833	12,323	0%	4%
毛利润	3,459	3,713	3,731	4,962	5,192	0%	5%
营业利润	2,376	2,589	2,576	3,537	3,742	0%	6%
税前利润	2,835	2,696	2,683	3,637	3,842	0%	6%
净利润	2,578	2,426	2,415	3,281	3,466	0%	6%
每股收益 (人民币)	2.1	2.0	2.0	2.7	2.8	0%	6%
毛利率	42.7%	41.9%	41.9%	41.9%	42.1%		
营业利润率	29.3%	29.2%	29.0%	29.9%	30.4%		
税前利润率	35.0%	30.4%	30.2%	30.7%	31.2%		
净利率	31.8%	27.4%	27.2%	27.7%	28.1%		

资料来源：公司资料，元大预估

图 3：季度简明损益表 (合并)

(人民币 百万元)	1Q2014A	2Q2014A	3Q2014A	4Q2014F	FY2014F	1Q2015F	2Q2015F	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F
营业收入	1,854	1,862	2,064	3,114	8,895	2,537	2,666	3,017	4,103	12,323
销货成本	(1,109)	(1,077)	(1,191)	(1,787)	(5,164)	(1,495)	(1,568)	(1,752)	(2,317)	(7,131)
营业毛利	745	785	873	1,327	3,731	1,043	1,098	1,265	1,786	5,192
营业费用	(226)	(273)	(281)	(375)	(1,155)	(320)	(325)	(360)	(445)	(1,450)
营业利润	520	512	592	952	2,576	723	773	905	1,341	3,742
业外利益	21	40	17	29	108	25	25	25	25	100
税前净利润	541	552	609	982	2,683	748	798	930	1,366	3,842
少数股东权益	2	0	3	2	7	2	2	2	2	8
所得税费用	(56)	(59)	(63)	(98)	(276)	(75)	(80)	(93)	(137)	(384)
归属母公司税后净利润	487	493	550	885	2,415	675	720	839	1,231	3,466
稀释每股收益(人民币)	0.40	0.40	0.45	0.72	1.97	0.55	0.59	0.68	1.00	2.82
加权平均股数	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228	1,228
<b>重要比率</b>										
营业毛利率	40.2%	42.1%	42.3%	42.6%	41.9%	41.1%	41.2%	41.9%	43.5%	42.1%
营业利润率	28.0%	27.5%	28.7%	30.6%	29.0%	28.5%	29.0%	30.0%	32.7%	30.4%
税前净利润率	29.2%	29.6%	29.5%	31.5%	30.2%	29.5%	29.9%	30.8%	33.3%	31.2%
有效所得税率	10.3%	10.7%	10.3%	10.0%	10.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>季度环比增长率 (%)</b>										
营业收入	(15.0%)	0.4%	10.9%	50.9%	9.9%	(18.5%)	5.1%	13.2%	36.0%	38.5%
营业利润	(20.0%)	(1.5%)	15.7%	60.9%	8.4%	(24.1%)	7.0%	17.1%	48.2%	45.3%
税后净利润	(19.4%)	1.2%	11.5%	61.1%	(6.3%)	(23.8%)	6.7%	16.5%	46.8%	43.5%
每股收益	(19.41%)	1.19%	11.55%	61.09%	(6.31%)	(23.79%)	6.75%	16.49%	46.75%	43.51%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史数据

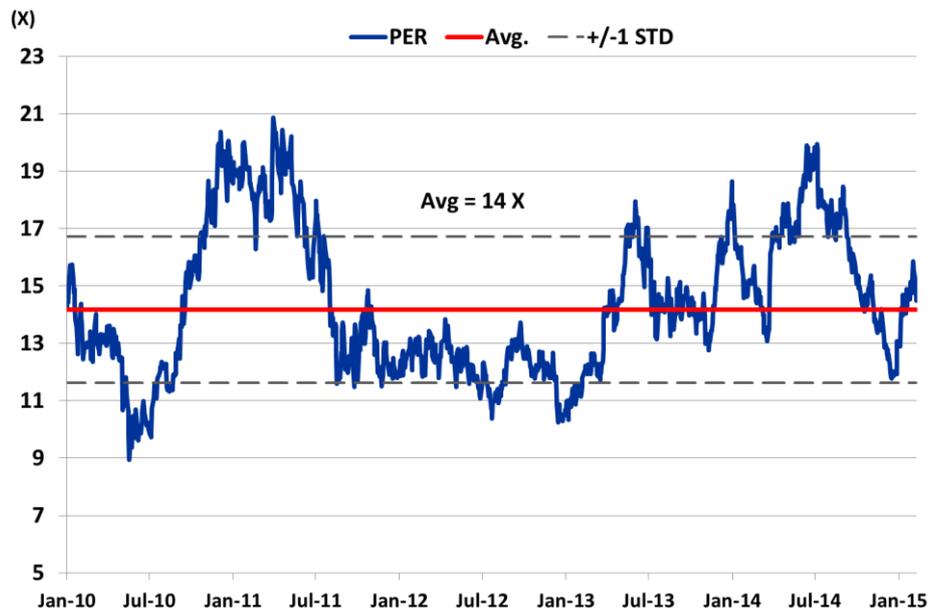
## 股票估值

我们重申对瑞声科技的买入评级，将目标价从 54 港元上调至 58 港元，仍基于 2015 年预期市盈率 16 倍。自 2010 年瑞声科技开始为智能手机生产扬声器盒后，该股股价处于 9–20 倍的市盈率区间，均值为 14 倍。本中心目标市盈率较该股历史平均市盈率 14 倍高 10–15%（或一个标准差），以反映 2015 年盈利增长提速的预期，主要得益于强劲的非声学业务销售额以及声学业务复苏。我们预计 2015 年公司盈利将同比增长逾 40%，基于本中心目标市盈率 16 倍，隐含的市盈率对增长比为 0.5 倍。根据市净率估值，本中心目标价对应 2015 年每股净值预估的 4.5 倍，净资产收益率预估为 27%。

瑞声科技主要的短期股价利好包括 Apple Watch 产量增加以及中资品牌（例如小米）扬声器盒的采用率提高。中长期利好则包括 Apple Watch 和 iPhone 产品更注重触控效果、智能手机平均每产品单位价值上升以及 2016 年 iPhone 可能采用双扬声器盒。

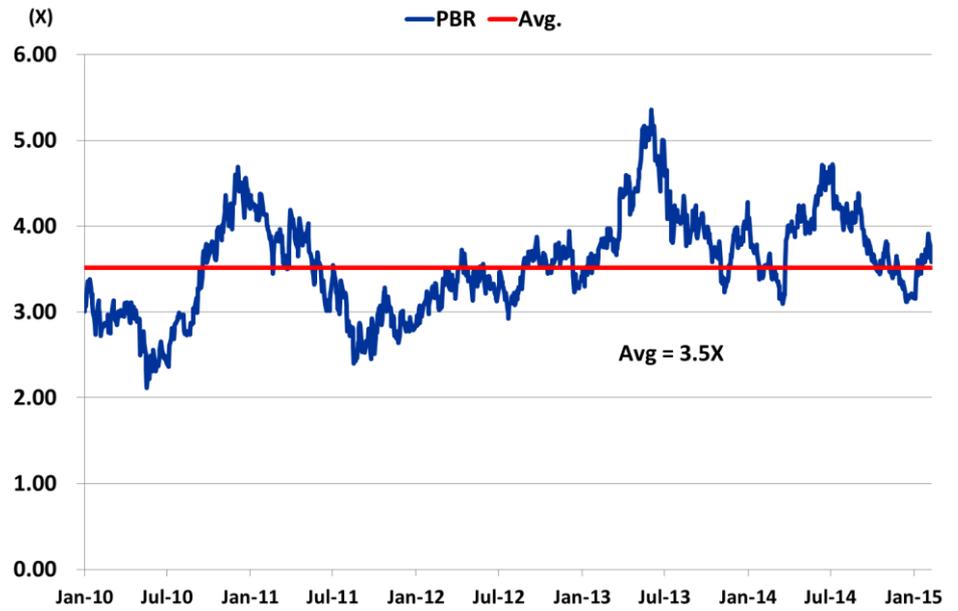
公司股价涨至本中心目标价所面临的风险包括公司主要客户（iPhone、三星 Galaxy 机型）的销售额不及预期、价格战（产品配置升级趋缓）及/或非声学业务发展慢于预期。

图 4:12 个月预期市盈率区间图



资料来源：公司资料，元大

图 5:12 个月预期市净率区间图



资料来源: 公司资料, 元大

## 资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	1,315	2,354	2,025	3,100	5,071
存货	958	832	906	1,251	1,508
应收帐款及票据	1,908	2,318	2,559	3,545	4,261
其他流动资产	427	298	328	454	546
<b>流动资产</b>	<b>4,607</b>	<b>5,802</b>	<b>5,818</b>	<b>8,350</b>	<b>11,387</b>
长期投资	245	369	469	569	669
固定资产	3,624	3,969	5,661	6,805	7,879
什项资产	449	537	537	537	537
<b>其他资产</b>	<b>4,319</b>	<b>4,875</b>	<b>6,666</b>	<b>7,911</b>	<b>9,084</b>
<b>资产总额</b>	<b>8,926</b>	<b>10,677</b>	<b>12,484</b>	<b>16,261</b>	<b>20,471</b>
应付帐款及票据	1,154	1,198	1,486	2,051	2,473
短期借款	1,035	908	1,001	512	0
什项负债	563	573	629	872	1,048
<b>流动负债</b>	<b>2,751</b>	<b>2,679</b>	<b>3,116</b>	<b>3,435</b>	<b>3,521</b>
长期借款	0	14	0	0	0
其他负债及准备	44	52	52	52	52
<b>长期负债</b>	<b>44</b>	<b>66</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>
<b>负债总额</b>	<b>2,796</b>	<b>2,745</b>	<b>3,168</b>	<b>3,488</b>	<b>3,573</b>
股本	100	100	100	100	100
资本公积	695	671	726	726	726
保留盈余	5,283	7,106	8,490	11,947	16,072
换算调整数	0	0	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>6,078</b>	<b>7,876</b>	<b>9,316</b>	<b>12,773</b>	<b>16,898</b>

资料来源：公司资料、元大

## 现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	1,757	2,571	2,408	3,458	4,127
折旧及摊提	345	455	526	673	744
本期营运资金变动	(522)	(101)	0	(649)	(467)
其他营业资产	(45)	(377)	1	0	0
<b>营运活动之现金流量</b>	<b>1,535</b>	<b>2,548</b>	<b>2,934</b>	<b>3,481</b>	<b>4,404</b>
资本支出	(1,253)	(782)	(2,200)	(1,800)	(1,800)
本期长期投资变动	(60)	(124)	(100)	(100)	(100)
其他资产变动	(26)	190	(17)	(17)	(17)
<b>投资活动之现金流量</b>	<b>(1,339)</b>	<b>(716)</b>	<b>(2,317)</b>	<b>(1,917)</b>	<b>(1,917)</b>
股本变动	(417)	(719)	(1,031)	(8)	(11)
本期负债变动	166	(56)	79	(489)	(512)
其他调整数	0	0	0	0	0
<b>融资活动之现金流量</b>	<b>(251)</b>	<b>(775)</b>	<b>(952)</b>	<b>(497)</b>	<b>(523)</b>
<b>本期产生现金流量</b>	<b>(60)</b>	<b>1,040</b>	<b>(336)</b>	<b>1,066</b>	<b>1,964</b>
<b>自由现金流量</b>	<b>282</b>	<b>1,766</b>	<b>734</b>	<b>1,681</b>	<b>2,604</b>

资料来源：公司资料、元大

## 损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>营业收入</b>	<b>6,283</b>	<b>8,096</b>	<b>8,895</b>	<b>12,323</b>	<b>14,813</b>
销货成本	(3,509)	(4,637)	(5,164)	(7,131)	(8,597)
<b>营业毛利</b>	<b>2,774</b>	<b>3,459</b>	<b>3,731</b>	<b>5,192</b>	<b>6,216</b>
营业费用	(925)	(1,083)	(1,155)	(1,450)	(1,740)
<b>营业利润</b>	<b>1,849</b>	<b>2,376</b>	<b>2,576</b>	<b>3,742</b>	<b>4,476</b>
利息收入	0	0	4	8	12
利息费用	(12)	(11)	(10)	(8)	(3)
利息收入净额	(12)	(11)	(6)	0	10
投资利益(损失)净额	0	0	(1)	0	0
其他业外收入(支出)净额	179	470	114	100	100
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	2,016	2,835	2,683	3,842	4,586
所得税费用	(259)	(263)	(276)	(384)	(459)
<b>税后净利润</b>	<b>1,763</b>	<b>2,578</b>	<b>2,415</b>	<b>3,466</b>	<b>4,135</b>
税前息前折旧摊销前净利	2,194	2,830	3,101	4,415	5,220
每股收益 (RMB)	1.44	2.10	1.97	2.82	3.37
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	1.44	2.10	1.97	2.82	3.37

资料来源：公司资料、元大

## 主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
<b>年成长率 (%)</b>					
营业收入	54.8	28.9	9.9	38.5	20.2
营业利润	62.8	28.5	8.4	45.3	19.6
税前息前折旧摊销前净	57.0	29.0	9.6	42.3	18.2
税后净利润	70.1	46.2	(6.3)	43.5	19.3
每股收益	70.11	46.24	(6.31)	43.51	19.32
<b>获利能力分析 (%)</b>					
营业毛利率	44.2	42.7	41.9	42.1	42.0
营业利润率	29.4	29.3	29.0	30.4	30.2
税前息前 折旧摊销前净利率	34.9	35.0	34.9	35.8	35.2
税后净利润率	28.1	31.8	27.2	28.1	27.9
资产报酬率	22.5	26.2	20.8	24.1	22.5
净资产收益率	29.0	32.7	25.9	27.1	24.5
<b>稳定/偿债能力分析</b>					
负债权益比 (%)	16.9	11.6	10.7	4.0	0.0
净现金(负债)权益比(%)	4.6	18.1	11.0	20.3	30.0
利息保障倍数 (倍)	168.5	248.2	280.0	508.8	1,792.8
利息及短期债	1.9	3.1	2.7	7.4	1,792.8
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	127.6	222.2	305.0	460.1	1,720.7
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	1.5	2.8	2.9	6.7	1,720.7
流动比率 (倍)	1.7	2.2	1.9	2.4	3.2
速动比率 (倍)	1.3	1.9	1.6	2.1	2.8
净负债 (RMB 百万元)	(280)	(1,432)	(1,024)	(2,588)	(5,071)
每股净值 (RMB)	4.95	6.41	7.59	10.40	13.76
<b>评价指标 (倍)</b>					
市盈率	27.4	18.7	20.0	13.9	11.7
股价自由现金流量比	171.1	27.3	65.7	28.7	18.5
市净率	7.9	6.1	5.2	3.8	2.9
股价税前息前折旧摊销 前净利比	22.0	17.0	15.5	10.9	9.2
股价营收比	7.7	6.0	5.4	3.9	3.3

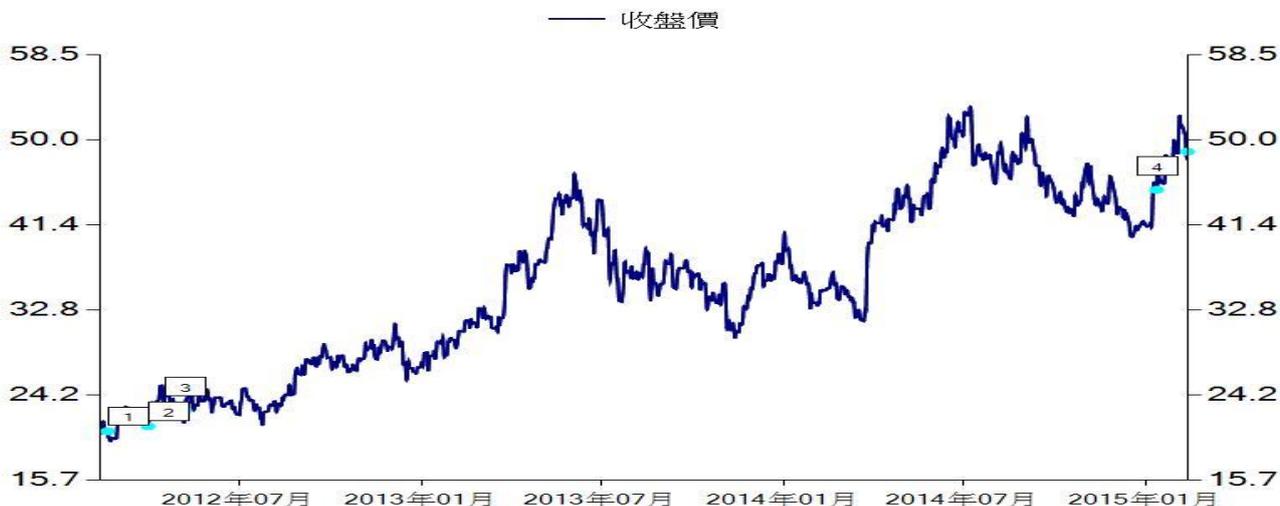
资料来源：公司资料、元大

## 附录 A：重要披露事项

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

### 瑞声科技 (2018 HK) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2012/02/20	20.60	25.50	25.50	买入	张文慧
2	2012/04/01	21.10	25.70	25.70	买入	张文慧
3	2012/05/08	22.70	26.30	26.30	买入	张文慧
4	2015/01/12	44.90	54.00	54.00	买入	蒲得宇
5	2015/02/12	48.75	58.00	58.00	买入	蒲得宇

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

### 目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	199	48%
持有-超越同业	105	26%
持有-落后同业	43	10%
卖出	8	2%
评估中	47	11%
限制评级	9	2%
总计：	411	100%

资料来源：元大

### 投资评级说明

**买入：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

**持有-超越同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**持有-落后同业：**本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

**卖出：**根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

**评估中：**本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

**限制评级：**为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

## 总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名  
元大证券投资顾问股份有限公司  
台湾台北市 104 南京东路三段  
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大宝来证券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 号  
海富中心 1 座 23 楼