

证券研究报告

推荐 (首次)

证券分析师

沈少捷

投资咨询资格编号 S1060514050001
电话 021-38631130
邮箱 SHENSHAOJIE196@pingan.com.cn

刘舜逢

投资咨询资格编号 S1060514060002
电话 0755-22625254
邮箱 Liushunfeng669@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

晶方科技 (603005)

国内晶圆级封装领域中的“月朗星稀”

事项：近期我们拜访了华进半导体等国内优秀封装企业。

平安观点：

■ 做精专业细分，技术沉积稳固发展基石

公司专业从事晶圆级封装（WLCSP）业务，下游细分领域主要应用于图像传感器（CIS）以及指纹识别芯片的封装。公司当前绝大部分产品使用自主创新技术，而其技术胚胎则源自于第一大股东 EIPAT（原名 Shellcase）Shellcase 系列封装技术的授权支持，公司也是国内最早获得相关授权支持的企业，WLCSP 技术具有一定的先发优势。当前，公司依托自身研发能力，已完成 12 寸 CIS 封装生产线的投建，良品率持续稳定并已实现规模量产，而与国内其他竞争对手相比，公司 12 英寸生产线的投建时点上已具备领先优势，时间技术的沉积进一步稳固了发展基石。

■ CIS：高像素化成为手机标配趋势，12 英寸封装线投产正当时

随着手机摄像头的标配普及，高像素的趋势化已非常明朗。根据我们的预测，未来 500 万像素以上 CIS 的需求将远超行业平均值，预计年均增长可以达到 15%-20% 的水平，而伴随着浦东科投、清芯华创完成对于豪威科技（OmniVision）的私有化，CMOS 产业发展的重心将进一步向大陆倾斜，局部 CIS 封装的需求量将更大。

但同时，更高像素的摄像设备也意味着 CIS 芯片面积的加大（假设单位像素点的面积不变化），行业经验数据也普遍显示，在 500 万像素之上 8 英寸 WLCSP 封装成本优势不如 COB 封装，原因在于 CIS 芯片面积的增大导致 8 英寸的切割无法形成良好的经济性，但这一不足恰能通过晶圆面积扩大 2.25 倍的 12 英寸生产线进行弥补，而 WLCSP 本身具有的轻薄化、减少封测工序的优势，促使其成功应用于 500 万、800 万像素 CIS 封装的可能，公司在当前 12 英寸线的成功投产表明了已充分占据了国内此块细分市场的先发优势，未来将充分受益于市场蛋糕的扩大。

■ 指纹识别：信息安全、移动支付双轮驱动

当下个人移动端信息的安全已愈发得到重视，而随着 Apple Pay 的推出，移动支付的浪潮再起，指纹识别在信息安全、移动支付的双轮驱动下呼声四起。根据我们年度策略的观点，我们认为明年将是指纹识别的爆发元年，指纹识别市场空间将达到 200 亿左右的规模容量，对应封装+模组市场则在 30 亿左右的水平，且之后每年均有望以较高增速成长。根据公开信息，公司此前已经获得了 iPhone6 指纹识别的订单，未来在指纹识别业务上的业绩贡献及增长可期。

■ 投资建议

我们预计公司 2014-2016 年可实现净利润分别 2.08、3.20、4.51 亿元，对应 EPS 为

0.92、1.42、1.99 元，年均增速均在 35%以上。考虑到公司晶圆级封装技术的领先优势以及投资稀缺属性，我们给予公司 15 年 35 倍的估值，对应目标价 49.70 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示

CIS行业整体低于预期、指纹识别低于预期、智瑞达资产收购效果不达预期等。

图表1 公司主营业务产品示意图



资料来源：公司官网，平安证券研究所整理

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	324	361	848	861	1412	
现金	242	247	720	653	1117	
应收账款	41	53	64	96	142	
其他应收款	1	1	0	2	2	
预付账款	21	22	27	50	65	
存货	17	36	33	58	82	
其他流动资产	2	2	3	3	5	
非流动资产	356	700	945	1350	1294	
长期投资	0	0	0	0	0	
固定资产	282	440	819	1230	1268	
无形资产	2	3	3	3	3	
其他非流动资产	71	257	123	117	23	
资产总计	681	1061	1793	2211	2707	
流动负债	49	194	195	292	337	
短期借款	0	18	19	17	19	
应付账款	39	162	162	263	308	
其他流动负债	9	14	14	11	11	
非流动负债	5	116	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	5	116	0	0	0	
负债合计	53	311	195	292	337	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
股本	190	190	227	227	227	
资本公积	184	184	814	814	814	
留存收益	254	378	558	879	1329	
归属母公司股东权益	627	751	1598	1919	2369	
负债和股东权益	681	1061	1793	2211	2707	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	148	204	184	544	686	
净利润	138	154	209	321	450	
折旧摊销	141	45	115	207	286	
财务费用	-5	2	-4	-6	-8	
投资损失	0	0	0	0	0	
营运资金变动	-19	96	-20	21	-42	
其他经营现金流	-108	-92	-115	0	0	
投资活动现金流	-84	-183	-361	-612	-230	
资本支出	-454	-387	-360	-612	-230	
长期投资	0	0	0	0	0	
其他投资现金流	370	204	0	0	0	
筹资活动现金流	-41	-12	650	0	8	
短期借款	0	18	84	82	19	
长期借款	0	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	37	0	0	
资本公积增加	0	0	630	0	0	
其他筹资现金流	-41	-30	-101	-82	-11	
现金净增加额	23	10	473	-68	464	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	337	450	583	938	1316	
营业成本	147	197	269	438	615	
营业税金及附加	0	2	2	3	5	
营业费用	2	2	4	6	8	
管理费用	37	74	82	134	181	
财务费用	-5	2	-4	-6	-8	
资产减值损失	0	2	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	0	
营业利润	155	172	230	362	514	
营业外收入	11	10	9	8	8	
营业外支出	0	0	0	0	0	
利润总额	166	181	238	370	522	
所得税	28	27	30	49	72	
净利润	138	154	209	321	450	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	138	154	209	321	450	
EBITDA	291	218	345	572	801	
EPS (元)	0.61	0.68	0.92	1.42	1.99	

主要财务比率		单位:百万元				
会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力						
营业收入(%)	10.20	33.53	29.51	60.80	40.25	
营业利润(%)	22.55	10.86	33.94	57.50	42.09	
归属于母公司净利润	20.25	11.47	35.68	53.97	40.14	
获利能力						
毛利率(%)	56.45	56.28	53.82	53.26	53.24	
净利率(%)	40.88	34.13	35.76	34.24	34.21	
ROE(%)	24.06	22.31	17.76	18.26	20.99	
ROIC(%)	21.09	21.03	16.57	17.39	20.17	
偿债能力						
资产负债率(%)	7.85	29.26	10.87	13.2	12.46	
净负债比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00%	
流动比率	6.67	1.86	4.35	2.95	4.19	
速动比率	6.32	1.67	4.18	2.75	3.95	
营运能力						
总资产周转率	0.53	0.52	0.41	0.47	0.54	
应收账款周转率	9.76	9.45	9.94	11.72	11.08	
应付账款周转率	9.12	4.47	3.53	4.34	4.68	
每股指标(元)						
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.68	0.92	1.42	1.99	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.90	0.81	2.41	3.04	
每股净资产(最新摊薄)	2.77	3.32	7.07	8.49	10.48	
估值比率						
P/E	74.33	66.68	49.15	31.92	22.78	
P/B	16.35	13.65	6.41	5.34	4.33	
EV/EBITDA	32.21	43.13	27.55	16.66	11.85	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	