

SiP 业务需求增长, 多元化应用初具成效

投资要点

- 微小化系统模组全球领先企业。**公司在微小化系统模组的研发、SMT 制程能力等方面具有全球领先水平, 在针对微小化系统模组的 SiP 领域具有领军地位。2015年上半年实现营业收入 95.9 亿元, 同比增长 37.9%; 实现归属于母公司的所有者的净利润 2.4 亿元, 同比减少 31.2%。SiP 新品良率的爬升和产能的释放将推动下半年公司效益改善。
- 传统 SiP 业务稳健增长, 龙头地位不可撼动。**公司在 SiP 模组领域具备两大优势: 1) 占据苹果 45%左右的 WiFi 模组份额, 2015 年公司 SiP 新品 S1 模组更成为 Apple Watch 的独家供应; 2) 公司与大股东日月光在 SiP 上 EMS+ 封装合作生产能力全球稀缺, 拥有天然优势和较高的技术壁垒。公司在微小化 SMT 方面是全球龙头, 日月光是全球最大芯片封装企业, 双方可充分发挥技术和客户上的协同优势。随着 Apple Watch 和 iPhone 6s 相继发布, 公司 SiP 需求旺盛, 预计 2015 年下半年 WiFi 模组业务将为公司带来约 21.1 亿元的收入。
- S1 业务短期遇波折, 中长期发展可观。**S1 模组集成度高、工艺难度大, 通过 S1 模组的投资公司已实现在微型系统模组技术水平和产能方面的升级, 拉大与竞争者的距离。随着 S1 良品率的提升, 其盈利情况较上半年或将得到改善, 预计下半年带来营收 18 亿元。
- SiP 迎来多元化应用。**SiP 新品应用初见成效, 已成功向苹果供应 3D Touch 触控模组, 预计触控模组今年可贡献营业收入约 10.9 亿元, 明年摄像头模组或有望切入苹果供应体系。从 WiFi 模组到 S1、触控模组、摄像头模组产品, 公司 SiP 业务多元化应用的大门已逐步打开。
- 估值与评级:**考虑到公司下半年的下游需求大幅增长, SiP 产品发展空间巨大, 我们预计公司 2015 年、2016 年和 2017 年的 EPS 为 0.34 元、0.55 元和 0.63 元, 对应 PE 分别为 35 倍、21 倍、18 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** SiP 业务或不及预期; 下游客户特别是苹果的需求或不及预期; 摄像头模组导入进度或推迟。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	15873.00	22550.01	29794.48	35676.39
增长率	11.22%	42.07%	32.13%	19.74%
归属母公司净利润(百万元)	701.39	731.12	1206.34	1379.43
增长率	24.31%	4.24%	65.00%	14.35%
每股收益 EPS(元)	0.32	0.34	0.55	0.63
净资产收益率 ROE	11.09%	10.67%	15.34%	15.50%
PE	36	35	21	18
PB	4.03	3.72	3.24	2.87

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 田明华
执业证号: S1250515060001
电话: 021-68415819
邮箱: tmhua@swsc.com.cn

联系人: 杨镇宇
电话: 023-67563924
邮箱: yzyu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	21.76
流通 A 股(亿股)	20.23
52 周内股价区间(元)	10.6-26.96
总市值(亿元)	255.02
总资产(亿元)	133.98
每股净资产(元)	2.92

相关研究

目 录

1. 微小化系统模组全球领先企业	1
2. 传统 SiP 业务稳健增长，龙头地位不可撼动	3
2.1 通讯 SiP 业务维持增长态势	3
2.2 S1 业务短期遇波折，中长期发展可观	4
3. SiP 多元化应用初见成效	5
4. 非 SiP 业务稳步推进	6
5. 股权激励计划为公司成长提供动力	8
6. 盈利预测与估值	8

图 目 录

图 1: 环旭电子产品线	1
图 2: 2010-2014 年营业收入及增速 (单位: 亿元)	1
图 3: 2010-2014 年净利润及增速 (单位: 亿元)	1
图 4: 2015 年各月营收情况 (单位: 亿元)	2
图 5: 近 3 年主营产品收入构成	2
图 6: 近 3 年各主营业务毛利率变化	2
图 7: 台湾主要竞争者 2014 年营收对比 (单位: 亿元)	3
图 8: 苹果 iPhone 和 iPad 销售情况及预测 (单位: 百万台)	4
图 9: Apple Watch 采用的 S1 模组	4
图 10: iPhone 和 iPad 历史销售情况 (单位: 百万台)	5
图 11: 3D Touch 技术及工作原理	6
图 12: 2008-2015 年全球 TFT 液晶面板营收 (单位: 亿美元)	7
图 13: 公司对友达光电销售收入及预测 (单位: 亿元)	7
图 14: 2011-2014 年全球 PC、平板和服务器出货量 (单位: 百万台)	7
图 15: 公司对联想销售收入及预测 (单位: 亿元)	7

表 目 录

表 1: 公司收入及盈利预测	8
附表: 财务预测与估值	10

1. 微小化系统模组全球领先企业

环旭电子成立于 2003 年，现为台湾日月光集团旗下子公司。公司主要为客户提供通讯类、计算机及存储类、消费电子类、工业类及汽车电子类产品的开发设计、物料采购、生产制造、物流维修等服务。公司服务的客户有苹果、三星、惠普、戴尔、联想等国内外一流品牌厂商。公司在微小化系统模组的研发、SMT 制程能力等方面具有全球领先水平。

图 1: 环旭电子产品线



数据来源：公司网站、西南证券

公司 2015 年上半年实现营业收入 95.9 亿元，同比增长 37.9%；实现归属于母公司的净利润 2.4 亿元，同比减少 31.2%。受公司向苹果新产品 Apple Watch 供应的 S1 模组的订单时程延后、以及量产初期良品率的影响，子公司环维电子（上海）上半年亏损 1.6 亿元，占公司上半年净利润 66.7%；如果除去环维电子的亏损影响，公司净利润约 4 亿元，同比增长 14.3%。

图 2: 2010-2014 年营业收入及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券

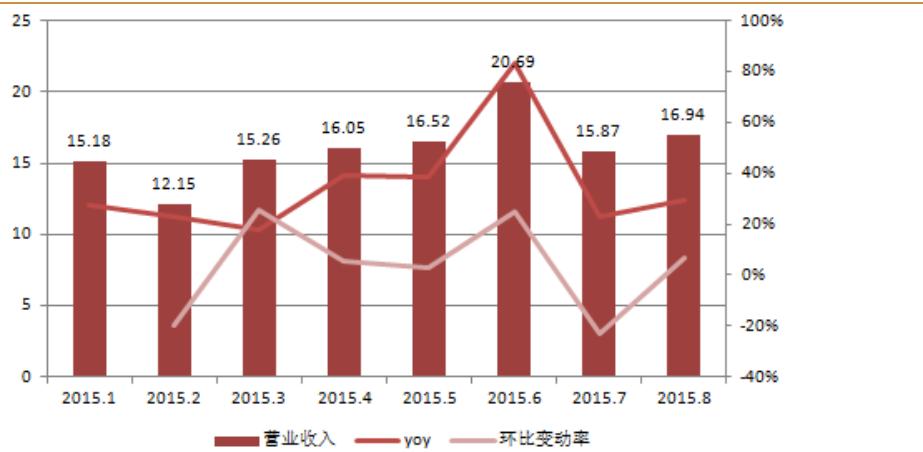
图 3: 2010-2014 年净利润及增速（单位：亿元）



数据来源：公司公告、西南证券

随着 Apple Watch 的上市带动公司 SiP 新产品 S1 模组的大量出货，新厂环维电子于 6 月份首度盈利，SiP 新产品良品率的爬升和产能的释放推动了公司效益的改善，二季度公司实现营业收入 53.3 亿元，同比增长 53.3%。

图 4：2015 年各月营收情况 (单位: 亿元)

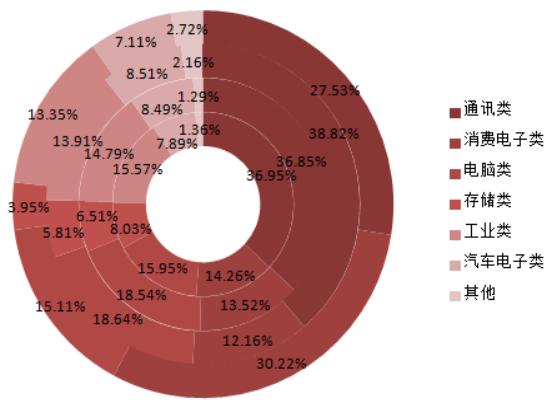


数据来源：公司公告，西南证券

公司产品结构方面，以通讯类和消费电子类产品为主，通讯类产品以 SiP 模组为主，主要向苹果提供 WiFi SiP 产品。从 2015 年 4 月开始，作为 Apple Watch 主要元件的 S1 模组的销售大大提升了消费电子类产品的收入份额，加上 WiFi SiP 模组的持续出货，2015 年上半年通讯类和消费电子类产品的营收占比将近 60%。

毛利率方面，2015 年上半年公司毛利率 9.5%，其中消费电子类业务毛利率约 -0.5%，主要是受环维电子生产的新品 S1 模组在量产初期良率不高的影响。我们估算今年上半年 S1 出货量约 650 万片，Apple Watch 实际销量在 500 万只左右，良品率约 76.9%。环维电子上半年毛利率约为 -6.6%，影响消费类电子业务的毛利率下降至 -0.5%；如果剔除环维电子亏损影响，消费类电子业务的毛利率将为 12.9%。下半年随着 S1 良品率回升至正常水平（97% 左右）带动 S1 毛利率的改善，消费类电子业务毛利率预计将提升至 9% 左右。

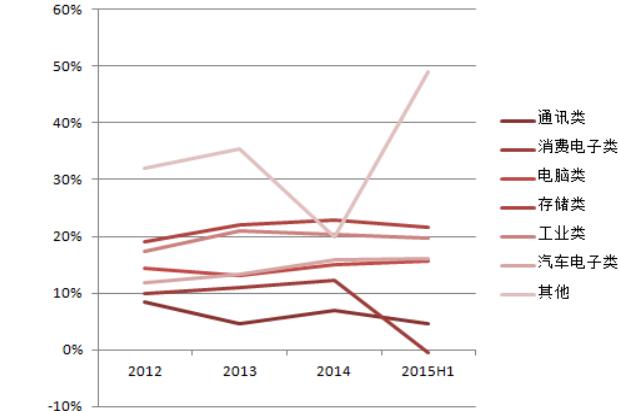
图 5：近 3 年主营产品收入构成



注：从内到外依次为 2012、2013、2014、2015 上半年。

数据来源：公司公告，西南证券。

图 6：近 3 年各主营业务毛利率变化



数据来源：公司公告，西南证券

2. 传统 SiP 业务稳健增长，龙头地位不可撼动

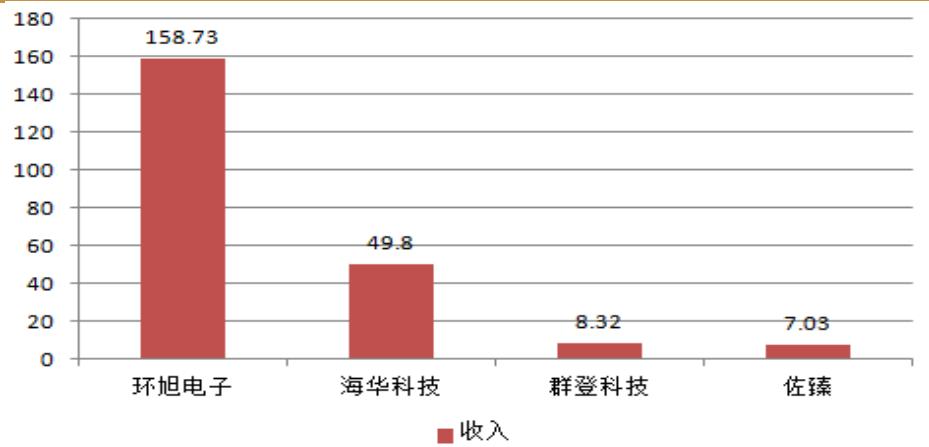
2.1 通讯 SiP 业务维持增长态势

SiP (System in a Package, 系统级封装) 是将多种功能芯片高密度地集成在一个封装内，其中包括各种有源器件，如数字集成电路、射频集成电路、光电器件、甚至于传感器等，还包含各种无源器件，如电阻、电容、电感、无源滤波器、耦合器、天线等，从而实现一个基本完整的电子系统或子系统。SiP 可有效地减少芯片的封装空间、节省主板体积，解决芯片间的电磁干扰问题，减少了 PCB 布线的复杂度，加快系统开发时间，使产品可以快速地进入市场。SiP 的这些特性十分适合应用于智能手机、可穿戴设备、平板电脑等市场，在电子产品微小轻薄化的趋势下大有裨益。

目前公司已向苹果提供了用于 iPhone 和 iPad 的 WiFi SiP 模组，以及用于 Apple Watch 的新型 SiP 产品 S1 模组。作为苹果无线通讯模块的核心供应商，公司在 SiP 模组领域具备以下优势：

(1) **市场领先地位明显。**凭借先进的 SiP 技术，目前公司占据着苹果 45% 左右的 WiFi 模组市场，而 2015 年公司 SiP 新产品 S1 模组更成为 Apple Watch 的独家供应。公司在 SiP 领域的主要竞争对手是日本村田制造所；公司与村田均为苹果的 iPhone 和 iPad 供应 WiFi 模组，份额占比大致为 1:1；相比村田，公司在复杂 PCB 制程能力和弹性制程方面更有优势，其运营成本相对更低。其他厂商从业务规模上来看，与环旭的差距较大，且主要面对的是中低端智能手机市场。

图 7：台湾主要竞争者 2014 年营收对比 (单位：亿元)



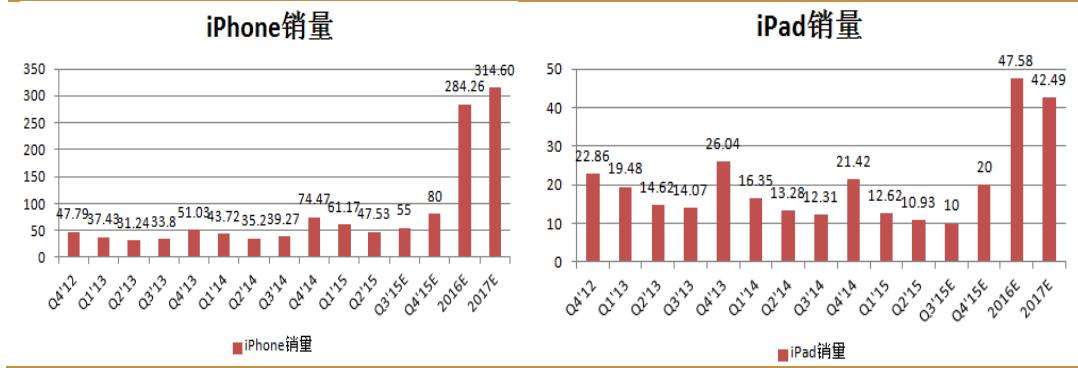
数据来源：Wind, 西南证券

(2) **公司与大股东日月光在 SiP 模组上的 EMS+封装合作生产能力全球稀缺，拥有天然优势和较高的技术壁垒。**SiP 模组的生产工艺复杂，融合了封装和 SMT 双重技术的工艺制程，需要厂商既要有一流的封装工艺，又要有多元化 SMT 构装的能力。公司在微小化 SMT 方面是全球龙头，在精细化构装上拥有全球领先技术，而日月光是全球最大的芯片封装企业，拥有一流的封装测试技术和全球优质客户。“环旭+日月光”协作的模式可有效发挥双方在技术和客户上的协同优势，使得公司在 SiP 产业上的优势更加明显。

从公司下游客户情况看，iPhone 方面，我们预计今年第三季度 iPhone 销量为 5500 万部；第四季度由于 iPhone 6s 的出货，同时考虑到今年是苹果产品的“小年”，全球用户升级至 iPhone 6s 的数量预计比之前升级至 iPhone 6 的要少，预计 iPhone 6s 的销量有望达到 8000 万部。iPad 方面，预计今年第三季度 iPad 销量为 1000 万台，第四季度由于移动办公市场的混合形态平板 iPad Pro 的出货，预计 iPad 的销量回升有望达到 2000 万台。

随着 9 月 9 日苹果 iPhone 6s 的正式发布，公司的 SiP 模组将迎来出货高峰。按照公司占据苹果 50% 的份额计算，预计传统的 WiFi 模组业务在 2015 年下半年将为公司带来约 21.1 亿元的收入，而在客户持续降价压力影响下 WiFi 模组毛利率预计 6% 左右，比往年略有下降。

图 8：苹果 iPhone 和 iPad 销售情况及预测（单位：百万台）

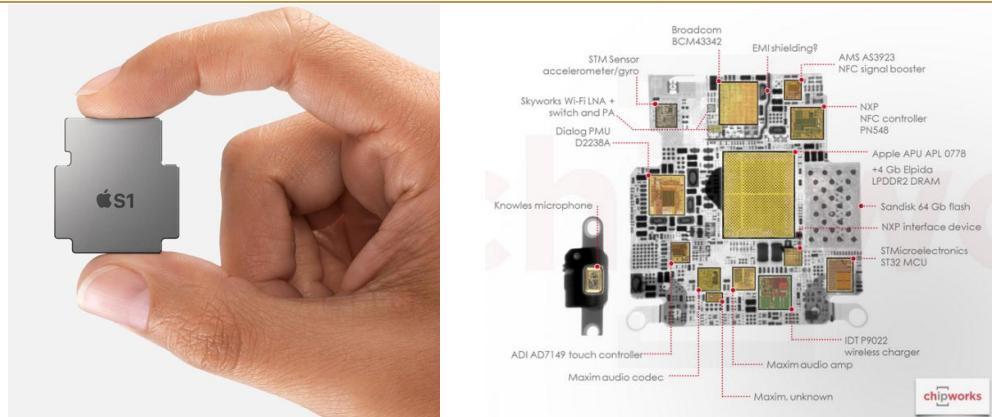


数据来源：Wind, 西南证券

2.2 S1 业务短期遇波折，中长期发展可观

公司提供给 Apple Watch 的核心部件 S1 模组采用了最新的集成工艺，相比原有 SiP 它集成了 Apple Watch 大部分的功能器件，包括主 CPU、存储、音频、触控、电源管理、WiFi、NFC、各种传感器等 30 个独立功能组件。为了适应 Apple Watch 可穿戴的特点，S1 模组不仅小巧轻薄（26 × 28 mm），而且集成度更高、工艺难度更大。公司通过 S1 模组的投资，已实现在微型系统模组的技术水平和量产能力方面的升级，拉大了与竞争者之间的距离，这将建立起更大的竞争优势。

图 9：Apple Watch 采用的 S1 模组

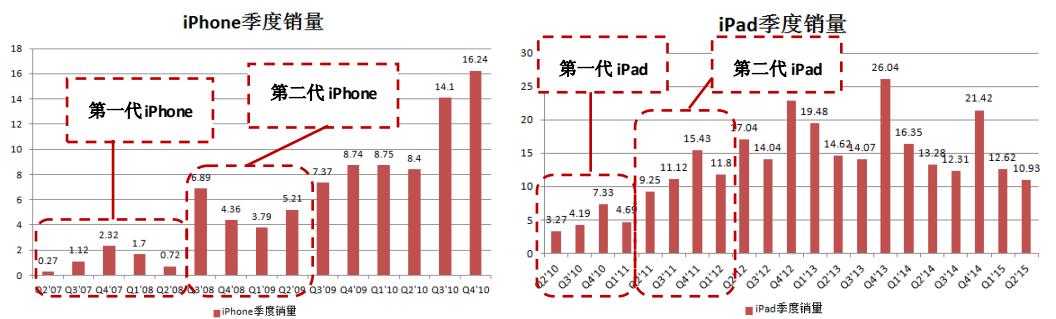


数据来源：Apple, Chipworks, 西南证券

根据 Slice Intelligence 的研究数据, 截止到 7 月 10 日美国地区 Apple Watch 在线商店的销量为 303.9 万件, 之后需求一直走低。由于环旭今年 7 月和 8 月营收均低于 6 月营收水平, 主因来自于 Apple Watch 出货量下降, 我们预计今年下半年 Apple Watch 销量较平淡, 预计下半年总销量 600 万件。不过随着 S1 良品率的提升 (97% 左右), 其盈利情况较上半年或将得到改善, 预计下半年带来营收 18 亿元, 毛利率预计接近公司平均水平。

第二代 Apple Watch 可能会在 2016 年发布, 第一代 Apple Watch 缺席的健康传感器预计将会在第二代产品中出现, 有可能允许用户监测压力水平、血压和含氧量等信息。由于产品复杂度增加, 预计环旭届时仍是 S1 的主要供应商。从历史趋势看, 苹果新产品线基本上从第二代产品开始销量会有所攀升, 我们看好明后年 Apple Watch 或能为公司带来更多的收入贡献。

图 10: iPhone 和 iPad 历史销售情况 (单位: 百万台)



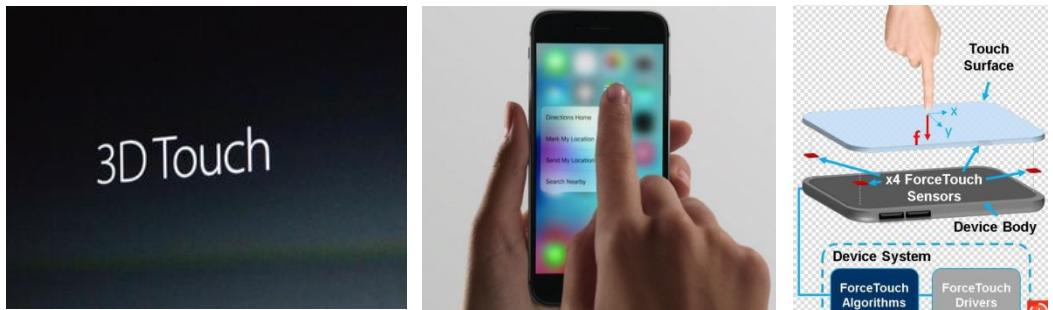
数据来源: Wind, 西南证券

3. SiP 多元化应用初见成效

美国当地时间 2015 年 9 月 9 日, 苹果发布了最新的手机 iPhone 6s, 其中把 Apple Watch 和 Macbook 触控板上的 Force Touch 技术 (压敏触控技术) 用到了 iPhone 6s 上, 并称之为 3D Touch。通过 3D Touch, 手机屏幕可以感知轻触、轻压以及重压的力度, 并调出不同的对应功能, 给予用户不同的操作反馈。可以说, 以前的 iPhone 触控屏都是平面式的, 只涉及 x 轴及 y 轴的操作, 而 iPhone 6s 引入的 3D Touch, 相当于增加了一个 z 轴的功能, 产生类似于 3D 触控效果, 继而定义新的操作。从技术层面上来讲这不仅是对传统操作方式的补充, 而且能带来全新的交互模式和更多的操作体验。3D Touch 是继 Multi-Touch (多点触控技术) 以来, 最重要的全新感应功能, 它是苹果在 iPhone 6s 上放出的一个大招。

触控感应检测可以穿透绝缘材料外壳 (玻璃、塑料等), 通过检测人体手指带来的电压变化, 判断出人体手指的触摸动作, 从而实现不同的功能。而触控模组 (即触控芯片) 就是要采集接触点处的电压值, 将这些电极电压信号经过处理转换成坐标信号, 并根据坐标信号控制手机做出相应功能反应, 从而实现其控制功能。3D Touch 的出现, 对触控模组的处理能力和性能提出了更高的要求, 其复杂结构要求触控芯片采用 SiP 组装, 触觉反馈功能加强其操作友好性。

图 11: 3D Touch 技术及工作原理



数据来源: 网络, 西南证券

公司积极开拓 SiP 新品应用, 依靠在 SiP 领域多年的积累、先进的技术、优良的供应链能力、良好的客户关系等, 已成功切入苹果 3D Touch 触控模组的供应体系。随着公司触控 SiP 模组良率的提升, 8 月已开始进入量产阶段, 预计公司触控模组在苹果产品中的占有率达到 45% 左右, 今年可贡献营业收入约 10.9 亿元, 而毛利率水平预计与 WiFi 模组持平。

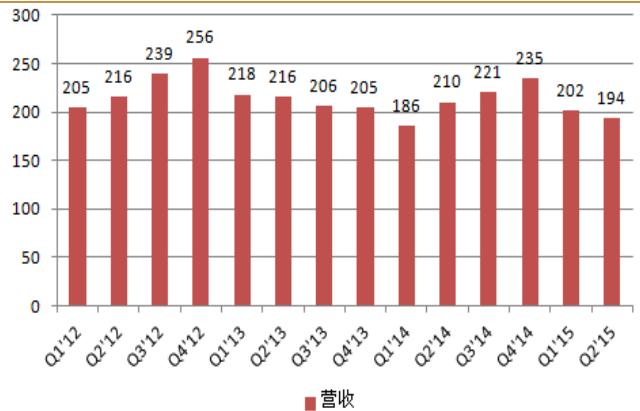
另外, 随着 iPhone 摄像头等组件对于体积要求日益严格, 未来也将逐步 SiP 化, 公司也在积极推动摄像头模组进入苹果的供应体系。从以前单一的 WiFi 模组到 S1、触控模组、摄像头模组产品, 公司 SiP 业务多元化应用的大门已逐步打开。

目前 SiP 主要应用在苹果产品上, 随着苹果持续增加 SiP 的使用范围, 将会有更多的功能元件集中到 SiP 里, SiP 产品会更加精致, 对供应商的要求也会更高, 这将促使供应商不断地进行技术和产能方面的升级, 使得供应商的内力修炼更加深厚, SiP 领域的介入门槛也会越来越高。在非苹果客户层面, 随着苹果产品不断采用 SiP 制程的元件和市场对 SiP 认可度的提升, 集成化模块顺应了电子产品小薄轻的趋势, 需求有望逐步释放, 这将拓宽公司 SiP 产品的应用范围。公司通过 SiP 产品从设计、生产制造到封装测试的一体化整合, 进一步构筑行业壁垒, 抢占更多的市场份额, 巩固在 SiP 领域的领先地位。

4. 非 SiP 业务稳步推进

(1) 其他消费电子类

除了 S1 模组和触控 SiP 模组外, 公司还向全球排名前五的液晶显示屏厂商友达光电提供液晶显示屏控制板。虽然全球液晶显示屏销售成长缓慢, 但公司凭借优秀的制程技术和准确的交货日期, 对友达光电实现的营业收入仍然呈现逐年上涨的趋势。我们预计公司今年对友达光电的销售收入或保持增长, 但其增速受液晶显示市场整体低迷的影响会有所下降。

图 12: 2008-2015 年全球 TFT 液晶面板营收 (单位: 亿美元)


数据来源: Wind, 西南证券

图 13: 公司对友达光电销售收入及预测 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 西南证券

(2) 电脑类

公司电脑类业务的主要客户仍然是联想, 在电脑类业务中收入份额超过 5 成。受全球 PC 业务衰退和大客户联想今年二季度销量同比下滑 7.5% 的影响, 今年上半年公司的电脑类业务收入 14.5 亿元, 同比减少 4.7%。而联想今年二季度服务器市场份额同比增长 556% (市场份额 7%, 位居全球第四), 在国内大规模建设数据中心、客户出于信息安全和成本方面的考虑等影响下, 公司向联想提供服务器主板制造服务, 将给公司的服务器主板业务带来业绩的稳健增长。由于总量巨大, 近 3 年内电脑业务仍然是公司营收的主要来源之一, 该部分的获利能力仍比较稳定。

图 14: 2011-2014 年全球 PC、平板和服务器出货量 (单位: 百万台)


数据来源: Wind, 西南证券

图 15: 公司对联想销售收入及预测 (单位: 亿元)


数据来源: Wind, 西南证券

5. 股权激励计划为公司成长提供动力

公司于 2015 年 8 月 21 日公布股权激励计划（草案），拟向激励对象授予 3000 万份股票期权，约占公司总股本的 1.4%；首次授予 2700 万份，预留 300 万份，行权价格为 15.5 元。该股权激励计划涉及的激励对象包括公司中层管理人员和核心业务（技术）人员，共计 1406 人。首次授予的期权，公司考核目标为 2015-2020 年每年营收增长率不低于 15%。该股权激励计划有待公司股东大会审议。

本次员工持股规模较大，参与人数较多，一旦股东大会审议通过，将绑定员工与公司的长期利益，有助于调动员工的积极性，为公司的成长提供动力。

6. 盈利预测与估值

今年受下游客户苹果 iPhone 6s 和 Apple Watch 上市的影响,公司 SiP 产品线得以拓展,传统 WiFi 模组由于苹果产品需求持续增长,预计 2015-2017 年通讯类业务维持 20% 的增速。今年 iPhone 6s 对触控产品的需求大幅增加,未来继续看好下游需求,我们认为 2015 年 S1 和触控模组两类新品的巨量订单将带动公司消费电子类业务增速上升至 240%,同时我们看好公司的另一款新品摄像头模组在 2016 年切入苹果供应体系,带动消费电子类业务增速为 80%;随着 S1 模组良率和销量的提升,消费电子类业务毛利率或上升至公司平均水平,从而带动利润增长。此外,电脑类业务受 PC 市场需求衰退和客户联想在服务器市场份额逐步上升的影响,我们预计公司电脑类业务增速整体或呈下降趋势但衰减幅度不大。

我们根据公司近年来的业绩，结合公司未来的发展计划，对公司 2015-2017 年各项业务的盈利情况作出如下预测：

表 1: 公司收入及盈利预测

(人民币百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	15,873.00	22,550.01	29,794.48	35,676.39
yoy	11.22%	42.07%	32.13%	19.74%
毛利率	13.03%	11.34%	12.16%	11.82%
通讯类产品				
收入	6,152.44	7,382.93	8,859.51	10,631.41
yoy	17.17%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	6.88%	6.00%	5.00%	5.00%
消费电子类				
收入	1,926.78	6,551.05	11,791.89	15,329.46
yoy	-0.01%	240.00%	80.00%	30.00%
毛利率	12.29%	5.00%	11.00%	11.00%
电脑类				
收入	2,953.46	2,923.93	2,953.17	2,982.70
yoy	11.79%	-1.00%	1.00%	1.00%
毛利率	15.05%	15.00%	14.00%	14.00%
存储类				

(人民币百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	920.22	874.21	830.50	788.97
yoY	-0.80%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	22.83%	23.00%	23.00%	23.00%
工业类产品				
收入	2,204.07	2,755.08	2,892.84	3,037.48
yoY	4.58%	25.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.28%	22.00%	22.00%	22.00%
汽车电子类				
收入	1,349.23	1,524.64	1,722.84	1,946.81
yoY	11.51%	13.00%	13.00%	13.00%
毛利率	15.89%	17.00%	17.00%	17.00%
其他类产品				
收入	341.75	512.62	717.67	932.98
yoY	86.27%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	19.89%	50.00%	45.00%	40.00%
其他业务				
收入	25.05	25.55	26.06	26.58
yoY	5.34%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率	99.98%	99.98%	99.98%	99.98%

数据来源: 公司公告, 西南证券

根据以上假设, 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34 元、0.55 元和 0.63 元。
 对应动态 PE 分别为 35 倍、21 倍、18 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	15873.00	22550.01	29794.48	35676.39	净利润	701.39	731.12	1206.34	1379.43
营业成本	13804.62	19992.66	26171.62	31460.56	折旧与摊销	240.27	884.76	972.57	1073.94
营业税金及附加	18.27	21.42	29.83	36.00	财务费用	-15.00	-7.36	-46.00	-55.67
销售费用	279.29	372.55	496.69	598.47	资产减值损失	1.16	0.05	0.00	0.00
管理费用	1036.45	1432.14	1909.98	2279.96	经营营运资本变动	183.17	-1455.73	-895.57	-853.72
财务费用	-15.00	-7.36	-46.00	-55.67	其他	-147.77	-80.81	-136.58	-212.96
资产减值损失	1.16	0.05	0.00	0.00	经营活动现金流净额	963.22	72.02	1100.76	1331.02
投资收益	52.75	87.00	137.00	214.00	资本支出	-821.94	-383.00	-423.00	-473.00
公允价值变动损益	-2.07	-1.22	-1.33	-1.42	其他	-132.78	45.78	105.67	202.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-954.72	-337.22	-317.33	-270.42
营业利润	798.89	824.33	1368.02	1569.65	短期借款	200.17	-1381.47	0.00	0.00
其他非经营损益	12.28	14.40	13.73	13.71	长期借款	-47.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	811.17	838.73	1381.75	1583.36	股权融资	2024.32	0.00	0.00	0.00
所得税	109.77	107.61	175.40	203.93	支付股利	-169.97	-211.30	-220.25	-363.41
净利润	701.39	731.12	1206.34	1379.43	其他	-43.07	75.22	91.00	80.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1963.74	-1517.54	-129.25	-282.74
归属母公司股东净利润	701.39	731.12	1206.34	1379.43	现金流量净额	1971.96	-1782.74	654.18	777.86
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	4219.30	2436.56	3090.73	3868.60	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	3623.65	5362.53	6954.46	8348.30	成长能力				
存货	1879.95	2734.11	3592.95	4327.68	销售收入增长率	11.22%	42.07%	32.13%	19.74%
其他流动资产	104.65	148.66	196.42	235.20	营业利润增长率	29.58%	3.18%	65.95%	14.74%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	24.31%	4.24%	65.00%	14.35%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.29%	66.16%	34.84%	12.78%
固定资产和在建工程	2010.04	1542.53	1059.93	562.26	获利能力				
无形资产和开发支出	28.95	24.18	19.41	14.64	毛利率	13.03%	11.34%	12.16%	11.82%
其他非流动资产	467.04	804.69	1135.50	1447.00	三费率	8.19%	7.97%	7.92%	7.91%
资产总计	12333.57	13053.27	16049.40	18803.67	净利率	4.42%	3.24%	4.05%	3.87%
短期借款	1381.47	0.00	0.00	0.00	ROE	11.09%	10.67%	15.34%	15.50%
应付和预收款项	4414.17	5859.58	7756.64	9411.71	ROA	5.69%	5.60%	7.52%	7.34%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	15.02%	12.50%	16.38%	16.35%
其他负债	211.86	341.93	429.91	493.09	EBITDA/销售收入	6.45%	7.55%	7.70%	7.25%
负债合计	6007.49	6201.51	8186.55	9904.80	营运能力				
股本	1087.96	2175.92	2175.92	2175.92	总资产周转率	1.53	1.78	2.05	2.05
资本公积	2629.17	1541.21	1541.21	1541.21	固定资产周转率	10.80	14.46	31.06	102.05
留存收益	2679.81	3199.63	4185.73	5201.75	应收账款周转率	4.73	5.16	4.97	4.79
归属母公司股东权益	6326.08	6851.76	7862.86	8898.88	存货周转率	7.83	8.52	8.17	7.86
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售商品提供劳务现金营业收入	98.94%	—	—	—
股东权益合计	6326.08	6851.76	7862.86	8898.88	资本结构				
负债和股东权益合计	12333.57	13053.27	16049.40	18803.67	资产负债率	48.71%	47.51%	51.01%	52.67%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	带息债务/总负债	23.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	1024.16	1701.73	2294.59	2587.92	流动比率	1.65	1.76	1.72	1.72
PE	36.36	34.88	21.14	18.49	速动比率	1.34	1.31	1.27	1.28
PB	4.03	3.72	3.24	2.87	股利支付率	24.23%	28.90%	18.26%	26.35%
PS	1.61	1.13	0.86	0.71	每股指标				
EV/EBITDA	9.51	13.43	9.66	8.26	每股收益	0.32	0.34	0.55	0.63
股息率	0.67%	0.83%	0.86%	1.43%	每股净资产	2.91	3.15	3.61	4.09
					每股经营现金	0.44	0.03	0.51	0.61
					每股股利	0.08	0.10	0.10	0.17

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn