

## 获利能力逐步回升, SiP 多元化应用可期

- **事件:** 公司公布 2015 年三季度报, 前三季度实现营收 154.4 亿元, 同比增长 39.3%, 归母净利润 4.7 亿元, 同比下降 7.3%。其中, 2015 第三季度单季实现营收 58.6 亿元, 同比增长 41.5%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比增长 43.8%。
- **业绩点评:** 公司业绩基本符合预期, 主要原因在于: 1) 三季度单季公司重点客户苹果推出 iPhone 6s, iPhone 销量同比增长 22.4%, 且公司向苹果供应了 3D Touch 触控模组新品, 新品的导入使得 SiP 模组系列产品销量比往年有较大提升。2) 受环维电子前期亏损影响, 公司前三季度净利润下滑, 但由于环维电子良品率第三季度逐步回升至正常水平, 三季度单季净利润同比下降幅度较今年前两季度明显缩小, 我们预计公司四季度获利能力有望进一步提升。3) 公司前三季度毛利率为 9.8%, 同比减少 3.6 个百分点, 从三季度单季来看毛利率为 10.2%, 环比增长 1.8 个百分点, 随着环维电子良品率改善, 我们预计四季度毛利率或稳步上升。
- **微小化封装符合行业趋势, 核心竞争力依然明显。**微小化封装系统封装十分适合应用于智能手机、可穿戴设备、平板电脑等领域, 在电子产品微小轻薄化的趋势下大有裨益, 公司的 SiP 产品在苹果的份额多年保持领先。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, 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, 公司在 SiP 领域的龙头地位短期难以撼动。
- **SiP 多元化应用未来可期。**公司 SiP 新品应用初见成效, 已成功向苹果供应 3D Touch 触控模组, 明年摄像头模组或有望切入苹果供应体系。明年是苹果产品的“大年”, 我们预计 iPhone 7 的推出或带来新一轮换机潮, 带动相应上游供应商的产品销量。从 WiFi 模组到 S1、触控模组、摄像头模组产品, 公司 SiP 业务多元化应用的前景值得期待。
- **估值与评级:** 考虑到公司获利能力逐渐回升, 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 0.62 元, 对应 PE 分别为 39 倍、24 倍、21 倍。维持“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。

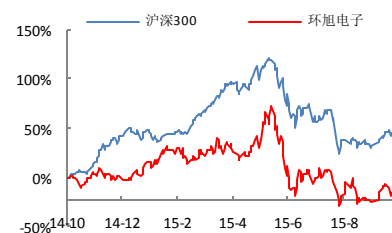
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	15873.00	22164.65	29100.84	34774.66
增长率	11.22%	39.64%	31.29%	19.50%
归属母公司净利润 (百万元)	701.39	741.18	1188.66	1356.39
增长率	24.31%	5.67%	60.37%	14.11%
每股收益 EPS (元)	0.32	0.34	0.55	0.62
净资产收益率 ROE	11.09%	10.80%	15.14%	15.29%
PE	41	39	24	21
PB	4.51	4.16	3.64	3.22

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@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)	285.48
总资产(亿元)	133.98
每股净资产(元)	2.92

### 相关研究

1. 环旭电子 (601231): SiP 业务需求增长, 多元化应用初具成效 (2015-09-29)

**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	22164.65	29100.84	34774.66	净利润	701.39	741.18	1188.66	1356.39
营业成本	13804.62	19626.57	25554.28	30658.02	折旧与摊销	240.27	884.76	972.57	1073.94
营业税金及附加	18.27	21.05	29.14	35.09	财务费用	-15.00	-6.97	-45.32	-54.75
销售费用	279.29	366.18	485.13	583.34	资产减值损失	1.16	0.05	0.00	0.00
管理费用	1036.45	1407.67	1865.52	2222.34	经营营运资本变动	183.17	-1421.93	-866.89	-836.70
财务费用	-15.00	-6.97	-45.32	-54.75	其他	-147.77	-80.81	-136.58	-212.96
资产减值损失	1.16	0.05	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>963.22</b>	<b>116.28</b>	<b>1112.43</b>	<b>1325.92</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-954.72</b>	<b>-337.22</b>	<b>-317.33</b>	<b>-270.42</b>
<b>营业利润</b>	<b>798.89</b>	<b>835.88</b>	<b>1347.76</b>	<b>1543.20</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>811.17</b>	<b>850.27</b>	<b>1361.49</b>	<b>1556.91</b>	股权融资	2024.32	0.00	0.00	0.00
所得税	109.77	109.10	172.83	200.52	支付股利	-169.97	-211.30	-223.28	-358.08
净利润	701.39	741.18	1188.66	1356.39	其他	-43.07	74.83	90.32	79.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1963.74</b>	<b>-1517.93</b>	<b>-132.96</b>	<b>-278.33</b>
归属母公司股东净利润	701.39	741.18	1188.66	1356.39	<b>现金流量净额</b>	<b>1971.96</b>	<b>-1738.87</b>	<b>662.14</b>	<b>777.17</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	4219.30	2480.42	3142.57	3919.74	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3623.65	5270.87	6792.54	8137.29	销售收入增长率	11.22%	39.64%	31.29%	19.50%
存货	1879.95	2683.28	3507.23	4216.25	营业利润增长率	29.58%	4.63%	61.24%	14.50%
其他流动资产	104.65	146.12	191.85	229.26	净利润增长率	24.31%	5.67%	60.37%	14.11%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.29%	67.33%	32.76%	12.63%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2010.04	1542.53	1059.93	562.26	毛利率	13.03%	11.45%	12.19%	11.84%
无形资产和开发支出	28.95	24.18	19.41	14.64	三费率	8.19%	7.97%	7.92%	7.91%
其他非流动资产	467.04	804.69	1135.50	1447.00	净利率	4.42%	3.34%	4.08%	3.90%
<b>资产总计</b>	<b>12333.57</b>	<b>12952.11</b>	<b>15849.03</b>	<b>18526.43</b>	ROE	11.09%	10.80%	15.14%	15.29%
短期借款	1381.47	0.00	0.00	0.00	ROA	5.69%	5.72%	7.50%	7.32%
应付和预收款项	4414.17	5752.38	7573.71	9171.66	ROIC	15.02%	12.77%	16.38%	16.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.45%	7.73%	7.82%	7.37%
其他负债	211.86	337.90	423.11	484.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6007.49</b>	<b>6090.28</b>	<b>7996.83</b>	<b>9655.92</b>	总资产周转率	1.53	1.75	2.02	2.02
股本	1087.96	2175.92	2175.92	2175.92	固定资产周转率	10.80	14.22	30.33	99.47
资本公积	2629.17	1541.21	1541.21	1541.21	应收账款周转率	4.73	5.12	4.96	4.79
留存收益	2679.81	3209.70	4175.08	5173.38	存货周转率	7.83	8.46	8.15	7.86
归属母公司股东权益	6326.08	6861.83	7852.20	8870.51	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	98.94%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6326.08</b>	<b>6861.83</b>	<b>7852.20</b>	<b>8870.51</b>	资产负债率	48.71%	47.02%	50.46%	52.12%
负债和股东权益合计	12333.57	12952.11	15849.03	18526.43	带息债务/总负债	23.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.65	1.77	1.74	1.74
					速动比率	1.34	1.32	1.29	1.29
					股利支付率	24.23%	28.51%	18.78%	26.40%
					<b>每股指标</b>				
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	每股收益	0.32	0.34	0.55	0.62
EBITDA	1024.16	1713.67	2275.01	2562.39	每股净资产	2.91	3.15	3.61	4.08
PE	40.70	38.52	24.02	21.05	每股经营现金	0.44	0.05	0.51	0.61
PB	4.51	4.16	3.64	3.22	每股股利	0.08	0.10	0.10	0.16
PS	1.80	1.29	0.98	0.82					
EV/EBITDA	11.00	15.09	11.06	9.51					
股息率	0.60%	0.74%	0.78%	1.25%					

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

蒋诗峰（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

zhhy@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