

天线、指纹双轮驱动业绩高速增长

投资要点

- **推荐逻辑:** 2015 年, 受公司客户不景气和子公司亏损影响, 公司业绩下滑明显, 亏损 1.2 亿元。2016 各项业务发力, 盈利能力提升, 前三季度营业收入 12.9 亿元, 大幅增长 143.5%, 实现归母净利润 6746 万元, 扭亏为盈。公司天线、指纹识别业务增长迅速, 芯片封装有望盈亏平衡, 并将亏损的摄像头业务进行剥离。公司实现业绩反转, 业务增长动力强劲。
- **产品升级和客户拓展驱动天线高速增长。** LDS 天线具有高度集成和节约手机内部空间的优点, 相比于 FPC 天线价格较高。随着我国智能手机从千元机向精品化趋势的发展, 中高端手机占比逐渐提高, 价值量更高的 LDS 天线将不断替代原有 FPC 天线, 产品结构升级。公司 LDS 天线工艺和产能全国领先, 受益于产品升级趋势是确定的。同时, 公司已成功拓展 OPPO、华勤等优质客户, 未来在原有客户中的放量和新客户拓展将成为公司天线业务长期增长动力。
- **指纹识别市场规模扩大, 公司产能产量持续释放。** 2016 年将是手机指纹识别技术的普及年, 市场规模不断扩大, 不仅高端手机积极配备, 在千元机上的应用也将不断提升。旭日产研数据显示, 国内指纹识别在智能手机中的渗透率到 2020 年将达到 75%, 模组年需求将超过 3.4 亿组。公司指纹识别业务爆发增长, 2016 年上半年该业务收入 1.21 亿, 高于去年全年 8500 万, 随着产能产量的增加, 公司指纹识别业务将进一步增长。
- **精密结构机壳前景可期。** 2016 年 1 月, 公司完成收购精密模具和结构厂商璇瑰精密, 提升了公司机壳制造工艺和能力, 可与天线业务形成良好协同效应。随着公司将原有客户逐步导入, 精密结构机壳业务收入和毛利率有望提升, 成为公司新的业绩增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国内领先的移动通信终端天线企业, 受益于优质客户的拓展、LDS 对 FPC 替代趋势和指纹识别的加速普及, 智能天线、指纹识别模组业务高速增长, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.28、0.50、0.65 元, 对应 PE 分别为 64、37、28 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **投资风险:** 公司客户拓展或不及预期; 机壳业务客户导入或不及预期; LDS 对 FPC 天线替代速度或不及预期; 指纹识别市场普及速度或不及预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	770.59	2151.56	3223.00	3898.56
增长率	-8.06%	179.21%	49.80%	20.96%
归属母公司净利润 (百万元)	-103.71	115.44	202.87	263.81
增长率	-290.17%	11.31%	75.74%	30.04%
每股收益 EPS (元)	-0.25	0.28	0.50	0.65
净资产收益率 ROE	-21.79%	16.19%	27.11%	27.29%
PE	-71	64	37	28
PB	13.29	10.54	8.11	6.37

数据来源: Wind, 西南证券

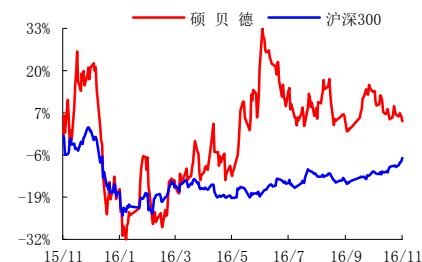
西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 赵琦
 电话: 021-68415379
 邮箱: zhaoq@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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.08
流通 A 股(亿股)	3.62
52 周内股价区间(元)	11.65-22.65
总市值(亿元)	72.58
总资产(亿元)	22.10
每股净资产(元)	1.44

相关研究

关键假设：

假设 1：公司天线业务前三季度实现收入 4.4 亿元，已高于去年全年的 3.7 亿元，大客户拓展助力公司天线业务增长迅速。手机轻薄化趋势推动 LDS 天线对 FPC 天线逐步替代，份额不断提升，三年内市占率年均增长 5% 以上，由于定制化特点，公司天线能保持 39% 左右毛利率。

假设 2：受市场需求强烈、技术成熟、成本下降影响，手机指纹识别加速普及，到 2020 年国内指纹识别在智能手机中的渗透率能达到 75%，模组需求 3.4 亿组。随技术和市场的进一步发展，指纹识别模组价格和成本有所下降，毛利基本稳定在 15% 以上。

假设 3：公司年初收购璇瑰精密，切入精密机壳业务，明年公司计划原有优质客户导入导入，预计能为精密机壳带来大幅增长。

假设 4：公司天线新客户的拓展顺利进行；指纹识别、精密结构机壳新客户顺利导入。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	77,058.54	215,155.66	322,299.79	389,856.28
	yoy	-8.06%	179.21%	49.80%	20.96%
	毛利率	16.83%	22.21%	22.68%	22.37%
精密结构件机壳	营业收入		65,000.00	91,000.00	104,650.00
	yoy			40.00%	15.00%
	毛利率		9.50%	14.00%	15.00%
手机天线	营业收入	37,105.95	66,790.71	90,167.46	108,200.95
	yoy	-39.69%	80.00%	35.00%	20.00%
	毛利率	29.00%	39.00%	39.00%	38.00%
指纹模组	营业收入	8,542.82	59,799.74	107,639.53	134,549.42
	yoy		600.00%	80.00%	25.00%
	毛利率	19.89%	17.00%	16.00%	15.00%
封装加工	营业收入	2,483.87	6,209.68	11,798.38	15,337.90
	yoy	499.16%	150.00%	90.00%	30.00%
	毛利率	16.00%	17.00%	18.00%	17.00%
其他	营业收入	28,925.89	17,355.53	21,694.42	27,118.02
	yoy	37.37%	-40.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	0.55%	25.00%	27.00%	28.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	770.59	2151.56	3223.00	3898.56	净利润	-121.46	113.79	247.57	317.51
营业成本	640.91	1673.72	2491.91	3026.60	折旧与摊销	52.77	74.89	83.15	83.77
营业税金及附加	2.77	9.17	13.54	15.59	财务费用	11.34	0.00	0.00	0.00
销售费用	20.44	51.64	64.46	77.97	资产减值损失	16.11	13.00	14.00	15.00
管理费用	207.67	322.73	354.53	389.86	经营营运资本变动	15.01	82.93	32.69	-44.77
财务费用	11.34	0.00	0.00	0.00	其他	-4.38	-19.41	-13.13	-14.37
资产减值损失	16.11	13.00	14.00	15.00	经营活动现金流净额	-30.61	265.19	364.29	357.14
投资收益	0.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-76.49	-177.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-134.30	-25.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	40.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-210.79	-202.00	0.00	0.00
营业利润	-128.57	121.30	284.56	373.55	短期借款	155.35	-52.03	-185.97	0.00
其他非经营损益	8.27	8.00	0.00	0.00	长期借款	6.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	-120.30	129.30	284.56	373.55	股权融资	32.41	0.00	0.00	0.00
所得税	1.16	15.52	36.99	56.03	支付股利	-22.51	30.83	-37.34	-67.05
净利润	-121.46	113.79	247.57	317.51	其他	82.95	0.81	0.00	0.00
少数股东损益	-17.76	-1.65	44.70	53.70	筹资活动现金流净额	254.68	-20.39	-223.32	-67.05
归属母公司股东净利润	-103.71	115.44	202.87	263.81	现金流量净额	14.88	42.80	140.97	290.09
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	64.78	107.58	248.55	538.63	成长能力				
应收和预付款项	311.11	665.76	899.05	1050.51	销售收入增长率	-8.06%	179.21%	49.80%	20.96%
存货	141.61	335.08	510.84	635.30	营业利润增长率	-355.16%	-5.65%	134.59%	31.27%
其他流动资产	54.03	117.58	192.75	226.45	净利润增长率	-346.86%	-6.32%	117.57%	28.25%
长期股权投资	51.71	51.71	51.71	51.71	EBITDA 增长率	-176.69%	204.40%	87.43%	24.37%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	541.77	650.37	573.72	496.45	毛利率	16.83%	22.21%	22.68%	22.37%
无形资产和开发支出	45.15	39.68	34.20	28.73	三费率	31.07%	17.40%	13.00%	12.00%
其他非流动资产	75.75	99.73	98.70	97.68	净利率	-15.76%	5.29%	7.68%	8.14%
资产总计	1285.91	2067.49	2609.52	3125.46	ROE	-21.79%	16.19%	27.11%	27.29%
短期借款	238.00	185.97	0.00	0.00	ROA	-9.45%	5.50%	9.49%	10.16%
应付和预收款项	263.18	790.65	1168.40	1344.48	ROIC	-17.44%	15.11%	34.24%	46.04%
长期借款	6.49	6.49	6.49	6.49	EBITDA/销售收入	-8.36%	9.12%	11.41%	11.73%
其他负债	220.78	381.50	521.53	610.92	营运能力				
负债合计	728.45	1364.61	1696.42	1961.89	总资产周转率	0.64	1.28	1.38	1.36
股本	407.21	407.21	407.21	407.21	固定资产周转率	1.64	3.68	5.38	7.38
资本公积	58.98	58.98	58.98	58.98	应收账款周转率	4.36	8.35	8.10	8.14
留存收益	32.81	179.08	344.60	541.36	存货周转率	5.10	6.72	5.78	5.20
归属母公司股东权益	491.99	639.06	804.59	1001.35	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.29%	—	—	—
少数股东权益	65.47	63.82	108.52	162.22	资本结构				
股东权益合计	557.46	702.88	913.11	1163.57	资产负债率	56.65%	66.00%	65.01%	62.77%
负债和股东权益合计	1285.91	2067.49	2609.52	3125.46	带息债务/总负债	33.56%	14.10%	0.38%	0.33%
					流动比率	0.93	0.98	1.17	1.33
					速动比率	0.70	0.71	0.85	0.98
					股利支付率	-21.71%	-26.70%	18.41%	25.42%
					每股指标				
					每股收益	-0.25	0.28	0.50	0.65
					每股净资产	1.37	1.73	2.24	2.86
					每股经营现金	-0.08	0.65	0.89	0.88
					每股股利	0.06	-0.08	0.09	0.16
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	-64.45	196.19	367.71	457.31					
PE	-71.43	64.17	36.51	28.08					
PB	13.29	10.54	8.11	6.37					
PS	9.61	3.44	2.30	1.90					
EV/EBITDA	-116.70	37.73	19.24	14.84					
股息率	0.30%	—	0.50%	0.91%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn