

署名人: 李超  
 S0960511030016  
 021-62178345  
 lichao@cjis.cn

**环旭电子**
**601231**
**国内 A 股市场电子设计制造服务行业的领跑者**

合理估值区间: 10.6-13.2 元/股

**基本资料**

上证综合指数	2268.08
新发行股本(百万股)	106.80
发行后总股本(百万股)	1011.72
发行前一年 EPS	0.43
发行后摊薄 EPS	0.53
发行前每股净资产(元)	3.56
计划募集资金总额(亿)	5.23

**投资要点:**

- 公司是台湾日月光股份旗下子公司, 主要提供电子产品的设计制造服务。公司为台湾证交所上市公司日月光半导体制造股份旗下的子公司, 拥有通讯、电脑及存储、消费电子、工业及车用电子五大产品线, 其中收入和利润的 50% 来自通讯、电脑及存储这两大产品线, 业务结构比较均衡。产品主要是境外销售, 一般占到公司销售收入的 85-95%。服务的客户主要是 Apple、HP、IBM、联想、友达光电、奇美电子等国际一线厂商。
- 未来几年行业及公司主要产品的市场空间仍有望持续稳定增长。根据 New Venture Research 2011 年报告, 2010-2015 年全球电子制造服务收入年均复合增长率约为 12.2%。目前, 公司是 Apple 公司无线通信模组的核心供应商, 其模组在 iPhone 和 iPad 中占比 50% 左右, 在笔记本上占 85% 左右, 在 iTV 中更是达到 100%; Samsung 和 HTC 也有望成为公司的目标客户。电脑及存储领域的增长主要来自服务器、网络存储设备和固态硬盘。
- 公司收入规模全球排名第十八位, 研发能力、制程管控和资深管理团队等是公司长期竞争优势所在。按照收入规模, 目前公司在行业排名全球第 18 位, 距离富士康这些行业巨头仍有一定差距。但公司盈利能力却比较突出, 根据 MMI 相关数据, 前十大厂商在 2008-2010 年的平均毛利率分别为 5.8%、6.1% 和 5.8%, 同期公司为 9.5%、11.9% 和 11.4%。我们分析优秀的研发和制程管控能力以及资深管理团队是公司长期竞争优势所在。
- 募投项目主要用于扩充无线通讯模组产能。公司此次募投项目主要用于无线通讯模组重点技改项目和研发中心建设项目, 总投资 5.55 亿元。项目建成后, 公司将新增无线通讯模组生产线 11 条, 年新增无线通讯模块产能共计 2640 万片, 我们测算此次扩产大约提升通讯类产品 26% 的产能。
- 公司合理估值区间 10.6-13.2 元/股、对应 2012 年 20-25 倍 PE。我们预测公司 11-13 年营业收入分别为 127.0、139.8 和 155.8 亿, 净利润分别为 4.33、5.32 和 6.34 亿, 全面摊薄每股收益分别为 0.43、0.53 和 0.63 元。公司估值区间在 10.6-13.2 元之间, 对应 2012 年 20-25 倍 PE。

**风险提示:**

- 行业波动分先、市场竞争风险、原材料价格波动风险、募投项目风险

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13708	12701	13983	15577
收入同比(%)	28%	-7%	10%	11%
归属母公司净利润	539	433	532	634
净利润同比(%)	72%	-20%	23%	19%
毛利率(%)	11.5%	11.3%	11.6%	11.8%
ROE(%)	22.5%	13.4%	11.8%	12.8%
每股收益(元)	0.53	0.43	0.53	0.63
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0	0	0	0

资料来源: 中投证券研究所

**相关报告**

## 一、公司简介

### 1.1 公司是台湾日月光股份旗下子公司，实际控制人为张氏兄弟

公司 IPO 前的总股本为 9.049238 亿股，本次拟向社会公开发行 1.068 亿股，发行后总股本为 10.117238 亿股。公司第一大股东为注册于香港的环诚科技有限公司、持有 88.55% 的股份，第二大股东为日月光半导体(上海)有限公司、持有 0.89% 的股份，社会公众股占比 10.56%。

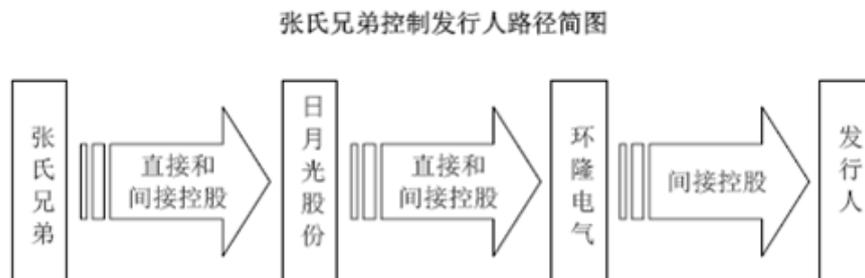
表 1: 公司 IPO 前后股权结构

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	股份(股)	持股比例	股份(股)	持股比例
环诚科技	895,874,563	99%	895,874,563	88.55%
日月光半导体	9,049,238	1%	9,049,238	0.89%
本次发行 A 股	--	--	106,800,000	10.56%
合计	904,923,801	100%	1,011,723,801	100.00%

资料来源: 公司招股书

公司为台湾证交所上市公司日月光股份(日月光半导体制造股份有限公司)旗下的子公司，实际控制人为张虔生先生和张洪本先生。张氏兄弟通过间接控股控制本公司股东环诚科技和日月光半导体，从而最终实际控制本公司。

图 1: 公司控制关系简图



资料来源: 公司招股书

### 1.2 公司主要提供通讯、电脑及存储等电子类产品的设计制造服务

公司是电子产品领域的大型设计制造服务商，主要产品包括通讯类、电脑及存储类、消费电子类、工业类及其他类(以车用电子为主)等五大类，下游客户有 Apple、HP、IBM、联想、友达光电、奇美电子等全球知名电子厂商。

首先，我们对设计制造服务(DMS, Design and Manufacturing Services)进行一个简单介绍。DMS 是指为品牌商提供产品开发设计、原材料采购、生产制造、装配及售后服务等一个或多个环节(除品牌销售以外)的服务。DMS 模式根据服务范围的不同可划分为电子制造服务(EMS, Electronic Manufacturing Services)和自主设计制造(ODM, Original Design and Manufacturing)，而 DMS 为 EMS 和 ODM 两种模式的统称。同时，由于制造服务商与品牌客户之间一般是通过框架性协议与订单相结合的合约形式来明确设计制造服务的范围及具体要求，因此 DMS 又被纳入合约制造的范畴。

表 2: EMS 和 ODM 模式的区别

	服务范围						
	产品概念	研发设计	物料采购	生产制造	物流配送	品牌销售	售后服务
EMS	不涉及	不涉及	提供	提供	提供	不涉及	提供
ODM	自主或联合	自主或联合	提供	提供	提供	不涉及	提供

资料来源: 公司招股书、中投证券研究所

目前, 公司通讯类、电脑及存储类、消费电子类、工业类及其他类(以车用电子为主)这五大类产品结构比较均衡。公司收入和利润的 50% 来自通讯、电脑及存储这两大业务线。以 2011 年上半年为例, 通讯业务占收入的 37.2%、其余四大类产品占比均在 15% 左右, 而在利润结构中, 通讯、电脑及存储类产品分别占比 25.6% 和 28%、其余三大类产品占比均在 12-16% 之间。

图 2: 公司营业收入构成

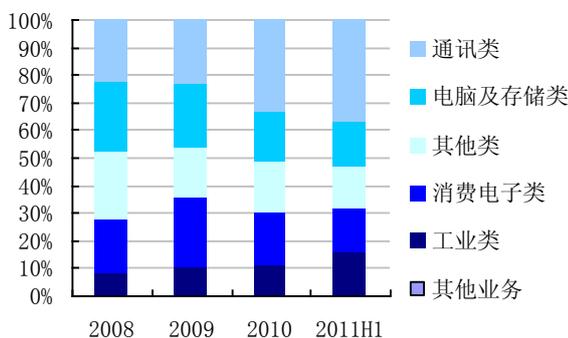
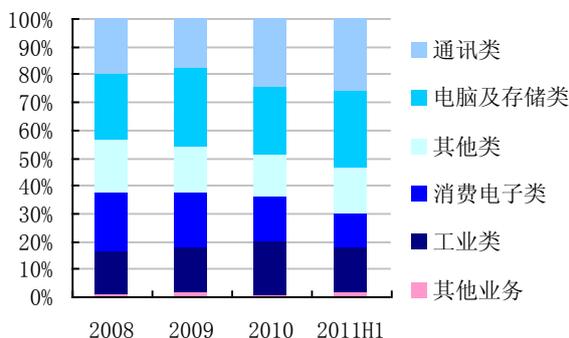


图 3: 公司营业毛利结构



资料来源: 公司招股书

表 3: 公司主要产品

产品类别	产品名称	主要客户	应用领域
通讯类	无线通讯模组 (WM)	Apple	智能手机、游戏机及个人影音娱乐装置
	无线网卡 (NIC)	Apple、Intel	笔记本电脑的无线网络通讯
	客户端无线网络设备 (CPE)	Meru Networks、Proxim Wireless	接入点 (AP)、路由器和无线网关等
电脑及存储类	台式电脑主板	联想、IBM	台式电脑、笔记本电脑、服务器
	笔记本电脑主板		
	服务器主板		
	网络存储设备 (NAS)	Intel	中小企业或网络公司的资料存储
	磁盘阵列系统 (Array)	EMC、IBM、Intel	企业数据中心海量及云端资料存储
消费电子类	液晶面板控制板 (VPD)	奇美、友达光电	液晶电视、台式及笔记本电脑液晶显示器
	背光源模块控制板		
工业类	智能手持终端设备 (SHD)	Motorola、Honeywell	主要用于仓储物流管理系统
	销售终端设备 (POS)	IBM、Fujitsu、Radiant、Panasonic	餐饮及零售渠道的店面收款及其他管理
其他类	LED 车灯模块	法雷奥 (Valeo SA)、伟世通 (Visteon Corp.)	汽车及其他车用电子产品领域
	电压调节器		
	其他车用 PCBA 产品		

资料来源: 公司招股书

公司产品主要是境外销售, 一般占到公司销售收入的 85-95%。下游客户分为直接销售客户和服务客户, 直接客户主要有鸿海精密、达功 (上海) 电脑、联想

集团、友达光电、奇美电子等，服务的客户有 Apple、HP、IBM、联想、友达光电、奇美电子等，公司前五大客户一般占到公司销售收入的 50-60%。

## 二、电子制造服务业在产业链的地位和市场发展空间

### 2.1 电子制造服务业在产业链中扮演着越来越重要的角色

电子制造服务业在电子制造业中已经具有十分重要的地位。随着制造服务模式的日益成熟和制造服务商综合服务能力的不断提升，全球电子制造服务业呈现出服务领域越来越广，代工总量逐年递增的发展态势。目前电子制造服务已经覆盖了家用电器、网络通讯、各类消费电子、车用电子、医疗设备、航空航天等各个领域。

对此，市场研究机构 TFI 采用了一个标准尺度——“EMS/ODM 渗透率”来衡量产业领域的外包数量，即 EMS/ODM 的销售收入占电子制造产业总销货成本的比率，2009 年全球电子制造产业的 EMS/ODM 渗透率已经增长至 24%。

首先，供应链合作推动了品牌商和制造服务商的战略合作伙伴关系。电子制造行业专业化分工和全球性采购、生产、销售的特性，决定了电子产品市场的竞争不再简单地表现为单一公司之间的角逐，而是各个供应链之间的比拼。在整个体系中，国际大型品牌商无疑充当着供应链最终领导者的角色，对供应链进行控制和协调，促使整个供应链生产效率的提高和成本的有效控制，以实现各个供应链成员企业的共赢。品牌商要真正实现品牌增值及持续获利，只有通过和可靠且有规模的设计制造服务商形成伙伴关系，才能有效整合供应链资源，全面优化产品供应的各个流程，提高整个供应链的核心竞争力，才能对市场变化作出快速反应，适时调整产品结构、不断推出满足市场需求的新产品，巩固其优势地位。对设计制造服务商而言，通过和全球高端且发展稳定的品牌商形成稳固的合作关系，而拥有稳定的业务来源，在满足品牌商的外包服务需求的过程中，不断增加与其合作的服务范围，提高自身综合服务能力，强化服务增值。因此，随着供应链合作的深化，品牌商和设计制造服务商已经由原本单纯的买卖协议转化成长期的伙伴关系。

其次，电子制造服务的 ODM 业务比重不断成长。ODM 企业包含产品设计环节的价值服务，拥有相对高于 EMS 企业的利润水平。由于制造服务环节的进入壁垒相对较低，越来越多的电子制造企业具备了提供生产制造服务的能力，制造服务领域的竞争加剧，单纯 EMS 企业的利润水平越来越低。同时，随着电子产品，尤其是消费类电子产品价格的不断降低和逐步普及，大型渠道商和运营商也开始介入电子产品行业，他们寻找设计制造服务商为他们设计并制造使用其品牌的电子产品，由于他们初涉电子产品领域，研发设计是最大的障碍，这无疑给侧重于研发和设计的 ODM 企业带来了新的业务机会。因此目前两种业务模式的融合较多地表现为越来越多的 EMS 企业正努力增强其在精选细分领域中的设计能力，试图通过提供更高价值的设计服务增加盈利能力，并由此进入 ODM 领域。

### 2.2 未来几年行业及公司主要产品的市场空间仍有望持续稳定增长

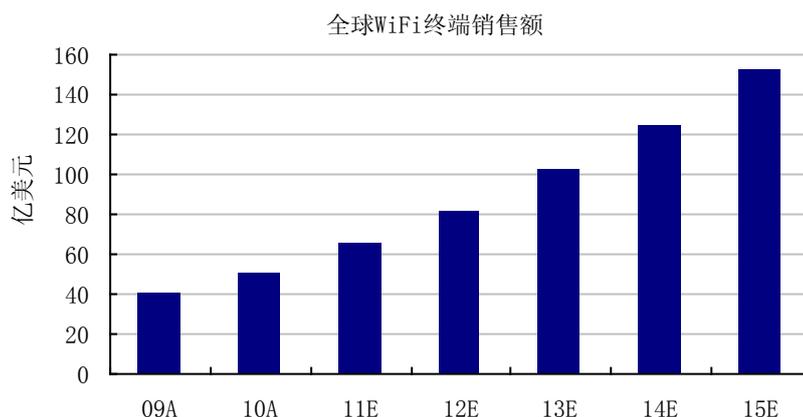
首先，我们对全球电子制造服务行业的整体市场空间进行一个展望。根据市场调研机构 New Venture Research 2011 年报告显示，2010 年全球电子制造服务收入为 3707.38 亿美元，预计 2015 年全球电子制造服务收入将达到 6604.71 亿美元，2010 年到 2015 年年均复合增长率约为 12.24%。

其次，我们可以从公司主要的细分市场来展望未来需求，主要包括通讯、电脑及存储这两大类。目前，公司所生产的通讯类产品主要为无线网络设备，包括无线通讯模组（WM）、无线网卡（NIC）和客户端无线网络设备（CPE），其中无线通讯模组为主导产品。

随着通信技术的不断进步和网络的逐步演进，3G/4G 将成为公共的无线网络通信平台。但当下 4G 技术还不成熟，而 WiFi 可以提供比目前 3G 的传输速度高出数倍的网络带宽，且成本低廉、部署迅速。WiFi 结合 3G 网络实现无线覆盖已经成为业界主要方案，WiFi 也成为目前无线局域网的主流。

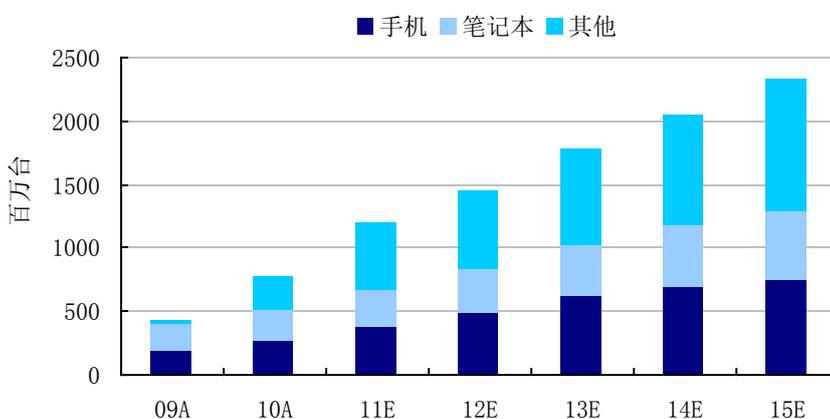
根据 IDC 的数据，2010 年全球市场 WiFi 行业设备销售额约为 50 亿美元，预计未来 5 年全球市场 WiFi 行业设备销售额将由 2011 年的 65 亿美元增至 2015 年的 152 亿美元、年均复合增长率达 24.9%。根据 ABI Research 的数据，2009 年和 2010 年全球 WiFi 行业设备出货量分别为 6.2 亿台和 7.7 亿台，预计全球 WiFi 设备出货量在未来 5 年将保持高速增长、年均复合增长率为 24.4%。

图 4：全球 WiFi 终端销售额预测



资料来源：IDC、公司招股书

图 5：全球 WiFi 终端出货量预测



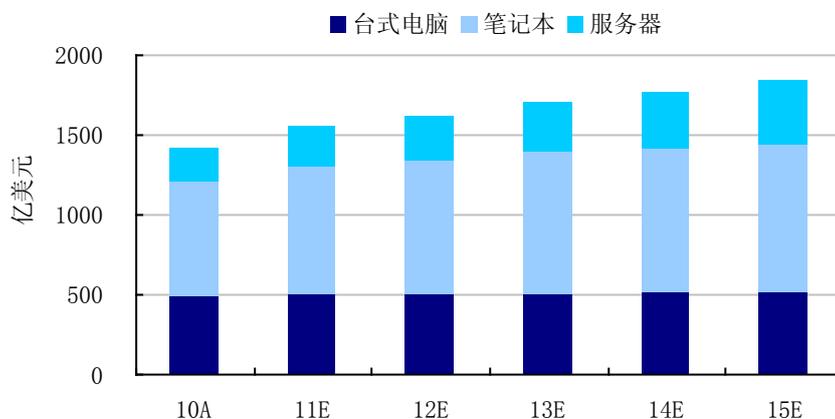
资料来源：ABI Research、公司招股书

目前，公司的无线通信模组主要供应给 Apple 公司，是 Apple 的核心供应商之一，其模组在 iPhone 和 iPad 中占比 50% 左右，在笔记本上占 85% 左右，在 iTV 中的占比更是达到 100%。此外，随着募投项目的实施，Samsung 和 HTC 也有望成为公司的目标客户。

市场调研机构 New Venture Research 2011 年报告显示，未来 5 年全球台式电脑、笔记本电脑（含上网本）及服务器的 PCBA（Printed Circuit Board Assembly，即 PCB 空板经过 SMT 贴片和插件的整个制程，有贴装元件的 PCB 板也成为 PCBA）产品销售额年均复合增长率将分别达到 1.06%、5.35% 和 12.67%。其中，服务器

PCBA 产品的增长速度最快，其销售额将由 2010 年的 219.6 亿美元增长到 2015 年的 398.7 亿美元。

图 6: 全球电脑 PCBA 产品市场容量预测

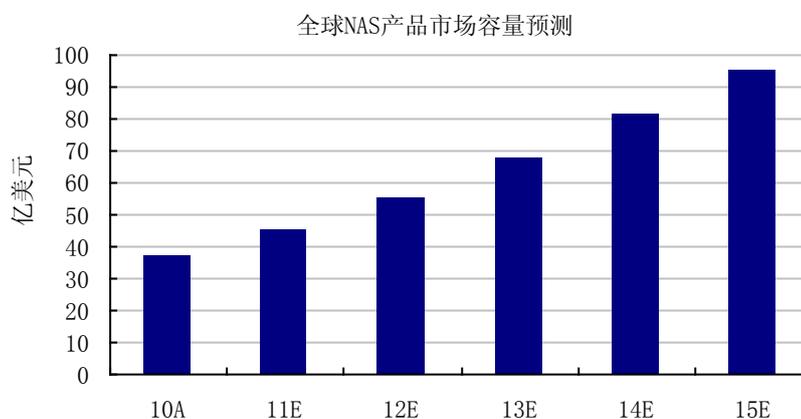


资料来源: New Venture Research、公司招股书

数据流量的持续高速增长为数据存储产品提供了广阔的市场发展空间。根据 Cisco VNI (Visual Networking Index) Mobile 预测, 2010 年至 2015 年全球数据流量以年均 92% 的速度增长, 预计至 2015 年数据流量将达到 6.25 百万 TB。

根据 Gartner 2011 统计及预测数据, 2010 年全球 NAS 产品销售金额约为 37.1 亿美元, 未来几年 NAS 的应用规模将逐年扩大, 预计 2015 年全球销售金额约为 95 亿美元, 2010 年到 2015 年年均复合增长率达 20.7%

图 7: 全球 NAS 产品市场容量预测



资料来源: Gartner (April, 2011)、公司招股书

### 三、竞争格局及竞争优势分析

#### 3.1 公司收入规模全球排名第十八位、毛利率远超全球十大的平均水平

从市场格局来看, 目前以中国区域为主的亚太地区是全球电子制造服务业务规模最大的区域。New Venture Research 2011 年报告显示, 2010 年亚太地区的电子制造服务收入占全球市场总收入的比例为 70%, 预计未来 5 年该比例将保持稳定。

而国内电子制造服务行业的一线公司绝大部分是国际级公司和中国台湾公司在大陆投资设立的企业，并占据了大部分的市场份额。

按照收入规模，目前公司在行业排名全球第 18 位，距离富士康这些行业巨头仍有一定差距。据研究机构 MMI 统计，2010 年全球排名前 25 位的电子制造服务厂商的营业收入总规模达到 3029 亿美元，其中台湾厂商营业收入占比为 77.1%，排名第一的富士康的营业收入规模达到 955.4 亿美元、占比 31.5%。

**表 4：2010 年全球十大电子制造服务商营业收入排名**

排名	厂商名称	地区	模式	营业收入(亿美元)		YOY%
				2010 年	2009 年	
1	Foxconn (富士康)	台湾	EMS/ODM	955.43	595.40	60.5%
2	Quanta Computer (广达)	台湾	ODM	357.62	255.28	40.1%
3	Compal Electronics (仁宝)	台湾	ODM	281.71	205.50	37.1%
4	Flextronics International (伟创力)	新加坡	EMS/ODM	277.61	237.53	16.9%
5	Wistron (纬创)	台湾	ODM/EMS	195.55	166.00	17.8%
6	Jabil Circuit (捷普)	美国	EMS	144.03	113.90	26.5%
7	Pegatron (和硕联合)	台湾	ODM/EMS	138.30	143.72	-3.8%
8	Inventec (英华达)	台湾	ODM	119.86	134.98	-11.2%
9	TPV Technology (冠捷)	台湾	ODM	116.32	80.32	44.8%
10	Celestica.	加拿大	EMS	65.26	60.92	7.1%
<b>18</b>	<b>环旭电子</b>	<b>中国大陆</b>	<b>ODM/EMS</b>	<b>20.29</b>	<b>15.63</b>	<b>29.8%</b>

资料来源：MMI、公司招股书

虽然公司收入规模排名比较靠后，但盈利能力却比较突出。根据 MMI 的相关统计数据测算，2010 年前十大电子制造服务厂商在 2008-2010 年的平均毛利率分别为 5.77%、6.06% 和 5.78%。公司同期主营业务综合毛利率分别为 9.53%、11.86% 和 11.43%，均高于前十大制造服务商的平均毛利率水平。

**表 5：2010 年全球十大电子制造服务商毛利率水平比较**

排名	厂商名称	毛利率		
		2008 年	2009 年	2010 年
1	Foxconn (富士康)	8.76%	9.52%	8.15%
2	Quanta Computer (广达)	5.13%	5.44%	3.45%
3	Compal Electronics (仁宝)	6.89%	6.15%	5.08%
4	Flextronics International (伟创力)	4.14%	5.05%	5.48%
5	Wistron (纬创)	5.59%	5.48%	5.61%
6	Jabil Circuit (捷普)	6.79%	6.15%	7.51%
7	Pegatron (和硕联合)	5.26%	6.02%	5.69%
8	Inventec (英华达)	3.60%	3.86%	4.64%
9	TPV Technology (冠捷)	4.63%	5.85%	5.36%
10	Celestica.	6.92%	7.05%	6.79%
	<b>平均值</b>	<b>5.77%</b>	<b>6.06%</b>	<b>5.78%</b>
	<b>环旭电子</b>	<b>9.53%</b>	<b>11.86%</b>	<b>11.43%</b>

资料来源：MMI、公司招股书

### 3.2 研发能力、制程管控和资深管理团队等是公司长期竞争优势所在

研发与设计能力是评判电子制造服务企业核心竞争力的关键指标之一。电子产品具有更新换代快的特征，尤其是消费类电子产品更是日新月异。电子制造服务企业能否对市场及客户需求的变化作出超前判断或者快速响应，及时开发出适应市场需求的产品、并不断将新兴技术快速产品化，这将在很大程度上决定其能否实现持续发展并保持较高的盈利水平。

公司在主要产品领域具有明显的研发与设计优势。公司目前拥有超过 1300 人的专职研发团队，其中本科及以上学历人员占比超过 80%，研究生及以上学历人员占比达到 28%。每年的研发投入达到了公司营业收入的 4% 以上。

表 6: 公司研发费用情况

(万元)	2008	2009	2010	2011H1
研发费用	62245	46728	56471	26789
营业收入	1433195	1068731	1370780	653410
占营业收入比例	4.34%	4.37%	4.12%	4.10%

资料来源：公司招股书

此外，公司还有优秀的制程管控能力。公司具备领先同业的工艺技术水平 and 多年积累的生产经验，通过优化工艺布局，迅速弹性组合生产线，合理设置生产工艺的相关参数，以及有效使用自制或者自行设计的各类治工具，大大提高了 SMT 生产的效率和质量。公司产品良率及产品制程能力系数均高于同业水平，如 SMT 制程的平均首次良率达到 99.6% 以上。

最后，优秀的管理团队也是企业保持长期竞争优势的关键。公司管理团队行业经验丰富，平均拥有 20-30 年的从业经验，具有丰富的国际视野，成功的历了网络泡沫、金融危机、日本地震、泰国水灾等危机管理。

表 7: 公司管理团队情况

姓名	国籍	年龄	职位	主要从业经历
张洪本	中国台湾	64	董事长	1984 年在台湾创立日月光股份
张度生	新加坡	67	董事	1984 年在台湾创立日月光股份
何弘	中国台湾	56	副董事长	曾在美国花旗银行任经理，后进入日月光股份
Rutherford Chang	美国	32	董事	毕业于美国 Wesleyan University
魏镇炎	中国台湾	57	董事、总经理	1977 年 8 月加入环隆电气
吴福辉	中国台湾	58	董事、副总经理	曾任 IBM 项目经理、迅捷半导体董事总经理等
林大毅	中国台湾	48	副总经理	台湾成功大学电机系毕业后进入环隆电气
Lihwa Chen Christensen (女)	美国	56	副总经理	曾任 IBM 产业分析师、财务分析师及业务经理
侯爵	中国台湾	56	副总经理	曾任美国 The Ohio State University 研究员等
陈逢达	中国台湾	49	副总经理	曾任台湾声宝股份有限公司副理
刘鸿祺	中国台湾	55	副总经理	曾任安讯资讯采购工程师、惠普科技经理
盛元新	中国台湾	53	副总经理	曾任 Eagle Test Systems 台湾区总经理、日月光股份副总
刘丹阳	中国台湾	46	副总经理、CFO、董秘	曾任毕马威审计部主任、金鼎证券承销部副理、大华证和信利证券国际部副理、宝来证券资本市场部副总

资料来源：公司招股书

## 四、募投项目主要用于扩充无线通讯模组产能

公司此次募投项目主要用于无线通讯模组重点技改项目和研发中心建设项目。两个项目计划总投资 5.55 亿元，建设周期 3 年。

表 8：募集资金投资项目及投资进度

项目（单位：万元）	总投资额	募集资金	第 1 年	第 2 年	第 3 年
无线通讯模组技改	43523	40323	22281	17618	3624
研发中心建设	12000	12000	7280	4720	--
总计	55523	52323	29561	22338	3624

资料来源：公司招股书

无线通讯模组技改项目系在公司已有的技术积累和产品基础上，开发无线通讯模块小型化升级产品，该产品可内嵌 WiFi、蓝牙、卫星导航（GPS）、WiMAX 等多种无线发射模块，能适应无线通讯产品向轻薄短小方向发展的趋势，满足高性价比、小尺寸及多功能的无线通讯产品需求。

该项目建设周期为 3 年，项目建成后，公司将新增无线通讯模组生产线 11 条，每条生产线年产能为 240 万片，年新增无线通讯模块产能共计 2640 万片，我们根据公司公开的通讯类产品 2011 年上半年产量测算，此次扩产大约提升通讯类产品 26% 的产能。

此外，项目达产期 4 年，根据公司测算，达产后年平均增加营业收入 130197 万元，年平均利润总额 9806 万元，财务内部收益率（所得税后）为 18%。

## 五、A 股可比公司估值中枢对应 2012 年 18 倍 PE

目前 A 股市场可比公司主要是电子制造服务类企业，如卓翼科技、长城开发。另外由于公司代工的无线模组、电脑主板及存储等属于电子零部件产品，我们也选取了一些电子制造公司来进行比较，如长盈精密、立讯精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、欣旺达。根据 Wind 一致盈利预测数据，这 8 家企业的估值中枢对应 2011 年 26 倍、2012 年 18 倍 PE。

表 9：A 股可比电子类公司估值

股票代码	公司名称	股价 2012/2/1	EPS				P/E			
			09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E
002369.SZ	卓翼科技	13.33	0.25	0.37	0.54	0.82	53.6	36.1	24.7	16.3
000021.SZ	长城开发	5.29	0.20	0.27	0.37	0.46	26.2	19.6	14.2	11.4
300115.SZ	长盈精密	30.59	0.32	0.53	0.93	1.35	97.0	58.0	32.9	22.6
002475.SZ	立讯精密	31.37	0.32	0.50	1.08	1.68	96.7	63.2	29.0	18.6
002055.SZ	得润电子	15.72	0.15	0.29	0.61	0.94	105.4	54.5	25.8	16.8
002241.SZ	歌尔声学	22.98	0.14	0.39	0.69	1.11	158.8	58.5	33.2	20.7
002273.SZ	水晶光电	28.50	0.45	0.74	1.08	1.59	62.7	38.8	26.4	17.9
300207.SZ	欣旺达	12.87	0.19	0.35	0.52	0.88	67.8	37.0	25.0	14.7
中值							82.2	46.6	26.1	17.3
均值							83.5	45.7	26.4	17.4

资料来源：Wind

## 六、风险提示

### 6.1 行业波动风险

电子行业各种技术不断推出，产品更新速度加快，消费类电子产品的生命周期更短。电子产品厂商不得不加大技术和设计的研发力度，保持持续创新，定期推出新产品，吸引和满足消费者对产品质量、功能、个性化等多方面的需求。

宏观经济剧烈波动也会对电子产品行业产生直接影响，如 2008 年下半年至 2009 年上半年的全球金融危机，造成电子产品制造行业面临订单锐减，营业收入大幅下滑。电子行业的波动性直接影响本公司的经营和盈利水平。

### 6.2 市场竞争风险

公司作为供应链体系的设计制造服务厂商，能否跟上全球电子产业知名品牌商的产品创新和技术升级步伐，并提供高品质、规模化、快速响应的制造服务，将是公司与核心客户能否保持稳固的供应链合作关系、取得稳定增长的订单、实现业务持续成长的关键。

公司所提供的电子设计制造服务在细分市场领域具备较强的竞争实力，但公司在总体营收规模方面与富士康等全球排名领先的制造服务商还存在一定差距，存在一定的竞争风险。

### 6.3 原材料价格波动风险

公司生产经营的主要原材料是 IC、PCB、结构件及其他电子元器件，绝大部分需要进口。2008-2010 年及 2011 年 1-6 月，公司原材料成本占营业成本的比重分别为 92.9%、91.8%、91.4%和 90.6%。IC 占本公司采购总金额比重最大，且价格有涨有跌，2009-2010 年和 2011 年 1-6 月平均价格同比变化幅度分别为 -11.15%、-6.58%和 2.16%。PCB 价格总体呈现小幅下降的趋势，2009-2010 年和 2011 年 1-6 月平均价格同比分别下降 12.38%、16.03%和 10.45%。国际市场上 IC 和 PCB 价格波动将对公司的经营业绩造成一定影响。

### 6.4 募投项目风险

公司募投项目仍存在由于市场环境发生较大变化、项目实施过程中发生不可预见因素等导致项目延期或无法实施，或者导致投资项目不能产生预期收益的可能性。按照募集资金使用计划，本次募集资金投资总额中投入的固定资产将在一定期限内计提折旧，如投资项目不能产生预期收益，上述期间费用的发生将对公司经营业绩构成一定压力。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	6434	5973	7252	7932
现金	1749	1500	2331	2455
应收账款	3039	3017	3321	3700
其他应收款	33	32	35	39
预付账款	18	17	19	21
存货	1578	1408	1546	1718
其他流动资产	16	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1297	1330	1461	1581
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1178	1239	1369	1489
无形资产	46	46	46	46
其他非流动资产	73	44	45	46
<b>资产总计</b>	7730	7303	8712	9513
<b>流动负债</b>	5013	3752	3879	4224
短期借款	1307	650	500	500
应付账款	3046	2816	3092	3437
其他流动负债	659	286	287	288
<b>非流动负债</b>	325	325	325	325
长期借款	260	260	260	260
其他非流动负债	66	66	66	66
<b>负债合计</b>	5338	4077	4204	4549
少数股东权益	0	0	0	0
股本	905	905	1012	1012
资本公积	1569	1569	2343	2343
留存收益	319	751	1154	1609
归属母公司股东权益	2393	3226	4509	4964
<b>负债和股东权益</b>	7730	7303	8712	9513

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	664	654	414	465
净利润	539	433	532	634
折旧摊销	0	62	70	80
财务费用	34	14	-16	-37
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	0	-402	-187	-231
其他经营现金流	91	547	15	19
<b>投资活动现金流</b>	-296	-99	-200	-200
资本支出	245	100	200	200
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金流	-52	1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-282	-804	617	-142
短期借款	463	-657	-150	0
长期借款	238	0	0	0
普通股增加	489	0	107	0
资本公积增加	-947	0	774	0
其他筹资现金流	-525	-147	-113	-142
<b>现金净增加额</b>	70	-249	831	123

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	13708	12701	13983	15577
营业成本	12136	11264	12366	13746
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	250	254	280	312
管理费用	698	660	727	810
财务费用	34	14	-16	-37
资产减值损失	-34	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	624	509	626	746
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	15	0	0	0
<b>利润总额</b>	628	509	626	746
所得税	89	76	94	112
<b>净利润</b>	539	433	532	634
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	539	433	532	634
EBITDA	658	585	680	789
EPS (元)	0.53	0.43	0.53	0.63

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.3%	-7.3%	10.1%	11.4%
营业利润	66.1%	-18.5%	23.0%	19.1%
归属于母公司净利润	71.5%	-19.7%	23.0%	19.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.5%	11.3%	11.6%	11.8%
净利率	3.9%	3.4%	3.8%	4.1%
ROE	22.5%	13.4%	11.8%	12.8%
ROIC	24.4%	17.0%	17.8%	18.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	69.0%	55.8%	48.3%	47.8%
净负债比率	30.38	22.30%	18.07	16.69%
流动比率	1.28	1.59	1.87	1.88
速动比率	0.97	1.22	1.47	1.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.83	1.69	1.75	1.71
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	4.18	3.84	4.19	4.21
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.43	0.53	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.72	0.46	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.56	4.98	5.49
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0	0	0	0

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李超, 电子行业分析师。理学学士、管理学硕士, 在富士通(中国)通信业务部门工作多年, 涉及供应链、生产制造和研发等环节, 2008年6月加入中投证券研究所, 先后获得今日投资 2009 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 2010 年行业研究领先奖。

覆盖公司: 生益科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、立讯精密、长盈精密、得润电子、歌尔声学、水晶光电、星星科技、安洁科技、中瑞思创、达华智能、北斗星通、国腾电子、江海股份、银河磁体、环旭电子等。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434