

电子零部件制造

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@cjis.cn

6-12 个月目标价: --

当前股价: 14.51 元

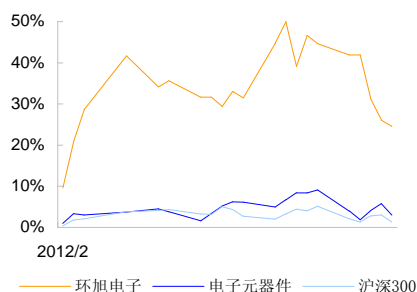
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2349.54
总股本(百万)	1011.7
流通股本(百万)	85.5
流通市值(亿)	12.4
EPS (TTM)	0.45
每股净资产(元)	2.28
资产负债率	66.79%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
环旭电子	13.45	90.92	90.92
电子元器件	-2.61	8.30	-14.64
沪深 300 指数	-1.71	9.04	-4.94



相关报告

环旭电子 - 国内 A 股市场电子设计制造服务行业的领跑者 2012-02-02

环旭电子

601231

推荐

业绩符合预期、无线通讯模组仍是近期重点

公司公布 2011 年业绩: 营业收入 127.1 亿、同比下滑 7.3%, 营业利润 5.27 亿、同比下滑 15.6%, 归属母公司的净利润 4.52 亿 (扣除非经常性损益后为 3.9 亿元)、同比下滑 16.1%, 摊薄每股收益 0.45 元。同时拟每 10 股派现 0.45 元 (含税)。

投资要点:

- **通讯和电脑/存储类产品占公司收入和利润的半壁江山, 整体毛利率基本保持稳定。**2011 年公司通讯类产品实现收入 45.8 亿元、同比下滑 0.45%、占收入比重 36.1%, 毛利率 7.69%、同比减少 0.65 个百分点, 占毛利润比重 24.5%; 电脑及存储类产品实现收入 23.4 亿元、同比下滑 4%、占收入比重 18.5%, 毛利率 18.36%、同比提高 2.56 个百分点, 占毛利润比重 29.8%。工业和消费类产品在结构中变化不大, 公司整体毛利率保持在 11.36%, 略有下滑。
- **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 IPO 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。
- **维持“推荐”评级, 关注长期价值。**我们预测公司 12-14 年营业收入分别为 140.0、155.5 和 173.9 亿, 净利润分别为 5.38、6.28 和 7.26 亿, 全面摊薄每股收益分别为 0.53、0.62 和 0.72 元。目前股价对应 12 年 27.3 倍 PE, 估值基本合理, 考虑到公司的行业地位, 维持“推荐”评级, 暂不设定目标价。

风险提示: 行业波动、市场竞争、原材料价格波动、募投项目风险

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	12708	13996	15545	17388
收入同比(%)	-7%	10%	11%	12%
归属母公司净利润	452	538	628	726
净利润同比(%)	-16%	19%	17%	16%
毛利率(%)	11.5%	11.7%	11.8%	11.9%
ROE(%)	21.9%	15.8%	16.2%	16.4%
每股收益(元)	0.45	0.53	0.62	0.72
P/E	32.50	27.29	23.37	20.22
P/B	7.13	4.30	3.79	3.32
EV/EBITDA	20	21	19	16

资料来源: 中投证券研究所

一、合并利润表比较

表 1: 2010 年和 2011 年合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2010FY	2011FY	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	1370781	1270759	-7.30%	
其中: 营业收入	1370781	1270759	-7.30%	除工业类外, 其他产品均有下滑
二、营业总成本	1308402	1218218	-6.89%	
其中: 营业成本	1213627	1124392	-7.35%	--
营业税金及附加	0	877.77	--	城建税与教育附加费
营业费用	24984.89	23484.4	-6.01%	--
管理费用	69791.32	67160.74	-3.77%	--
财务费用	3372.33	1586.18	-52.96%	利息收入与汇兑差额
资产减值损失	-3372.9	716.34	-121.24%	坏账与存货跌价损失
加: 公允价值变动净收益	116.05	-51.36	-144.26%	--
投资收益	-51.15	199.32	-489.68%	--
三、营业利润	62443.66	52689.44	-15.62%	
加: 营业外收入	1807.22	2229.91	23.39%	固定资产处置利得与政府补助
减: 营业外支出	1487.44	503.37	-66.16%	赔偿损失大幅降低
四、利润总额	62763.45	54415.98	-13.30%	
减: 所得税	8899.4	9240.03	3.83%	适用税率上调
五、净利润	53864.04	45175.94	-16.13%	
少数股东损益	0	0	--	--
并购利润	18845.62	5074.69	-73.07%	--
归属于母公司所有者净利润	53864.04	45175.94	-16.13%	--
六、摊薄每股收益 (元)	0.532	0.447	-16.13%	

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

二、公司主营业务分产品情况

表 2: 2011 年公司主营业务分产品情况

(万元)	营业收入	收入构成	收入同比增长	毛利率	同比增减	毛利构成
工业类	168784.3	13.31%	13.67%	15.69%	-4.65%	18.39%
消费电子类	234036.7	18.46%	-12.08%	7.77%	-2.00%	12.62%
其他类	172968.9	13.64%	-31.00%	12.24%	2.91%	14.70%
电脑及存储类	234174.3	18.47%	-4.05%	18.36%	2.56%	29.84%
通讯类	457959.5	36.12%	-0.45%	7.69%	-0.65%	24.45%
合计	1267923.9	100.00%	-7.41%	11.36%	-0.07%	100.00%

资料来源: 公司公告

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	5241	6640	7305	8112	营业收入	12708	13996	15545	17388
现金	1275	1718	1839	2002	营业成本	11244	12361	13714	15316
应收账款	2496	3324	3692	4130	营业税金及附加	9	10	11	12
其他应收款	36	35	39	43	营业费用	235	252	280	313
预付账款	14	19	21	23	管理费用	672	728	808	904
存货	1382	1545	1714	1915	财务费用	16	13	-7	-12
其他流动资产	38	0	0	0	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	962	1111	1252	1383	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	874	1042	1182	1313	营业利润	527	633	739	854
无形资产	28	28	28	28	营业外收入	22	0	0	0
其他非流动资产	59	41	42	43	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	6202	7751	8557	9496	利润总额	544	633	739	854
流动负债	3673	3877	4216	4618	所得税	92	95	111	128
短期借款	897	500	500	500	净利润	452	538	628	726
应付账款	2414	3090	3429	3829	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	362	287	288	289	归属母公司净利润	452	538	628	726
非流动负债	470	463	463	463	EBITDA	755	695	792	912
长期借款	421	421	421	421	EPS (元)	0.45	0.53	0.62	0.72
其他非流动负债	49	42	42	42					
负债合计	4142	4340	4679	5080	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	905	1012	1012	1012	成长能力				
资本公积	21	685	685	685	营业收入	-7.3%	10.1%	11.1%	11.9%
留存收益	1177	1715	2181	2719	营业利润	-15.6%	20.1%	16.8%	15.6%
归属母公司股东权益	2060	3411	3878	4416	归属于母公司净利润	-16.1%	19.1%	16.8%	15.6%
负债和股东权益	6202	7751	8557	9496	获利能力				
					毛利率	11.5%	11.7%	11.8%	11.9%
					净利率	3.6%	3.8%	4.0%	4.2%
					ROE	21.9%	15.8%	16.2%	16.4%
					ROIC	21.4%	21.2%	21.2%	21.6%
					偿债能力				
					资产负债率	66.8%	56.0%	54.7%	53.5%
					净负债比率	32.09	21.22%	19.68	18.12%
					流动比率	1.43	1.71	1.73	1.76
					速动比率	1.04	1.31	1.33	1.34
					营运能力				
					总资产周转率	1.82	2.01	1.91	1.93
					应收账款周转率	5	5	4	4
					应付账款周转率	4.12	4.49	4.21	4.22
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.53	0.62	0.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.30	0.47	0.53
					每股净资产(最新摊薄)	2.04	3.37	3.83	4.36
					估值比率				
					P/E	32.50	27.29	23.37	20.22
					P/B	7.13	4.30	3.79	3.32
					EV/EBITDA	20	21	19	16

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	913	300	476	539
净利润	452	538	628	726
折旧摊销	212	49	60	70
财务费用	16	13	-7	-12
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	271	-478	-223	-266
其他经营现金流	-35	178	18	22
投资活动现金流	-982	-199	-200	-200
资本支出	163	200	200	200
长期投资	2	0	0	0
其他投资现金流	-817	1	0	0
筹资活动现金流	-360	343	-154	-177
短期借款	-410	-397	0	0
长期借款	161	0	0	0
普通股增加	0	107	0	0
资本公积增加	-1549	664	0	0
其他筹资现金流	1438	-32	-154	-177
现金净增加额	-473	443	121	163

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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、共达电声等。

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