

电子零部件制造

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 17.50 元

当前股价: 12.66 元

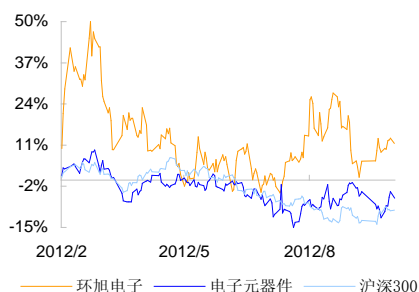
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2114.45
总股本(百万)	1011
流通股本(百万)	106
流通市值(亿)	13
EPS (TTM)	0.50
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	1.97	13.23	-9.23
电子元器件	5.20	5.98	-6.25
沪深 300 指数	6.48	-2.37	-10.86



相关报告

环旭电子-受益苹果无线模组和固态硬盘,下半年环比将持续增长 2012-08-24

环旭电子-业绩符合预期、无线通讯模组仍是近期重点 2012-03-26

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

强烈推荐

三季度业绩环比持续增长、全年有望超预期

公司公布 2012 年 1-9 月业绩: 收入 89.7 亿、同比下滑 7.1%, 营业利润 4.99 亿、同比增长 29.6%, 净利润 4.2 亿、同比增长 38.1%, 每股收益 0.415 元。公司第 3 季度收入 31.9 亿、同比增长 2.2%, 净利润 1.86 亿、同比增长 60.4%, EPS0.184 元。

投资要点:

- **第三季度收入和利润同比、环比均呈现增长趋势。**公司第 3 季度实现收入 31.9 亿、同比增长 2.2%、环比增长 12.2%, 营业利润 2.17 亿、同比增长 37.1%、环比增长 44.1%, 净利润 1.86 亿、同比增长 60.4%、环比增长 46.4%, 综合毛利率 13.65%。其中 7-9 月份单月营收分别为 9.8 亿、10.3 亿和 11.8 亿, 环比增长 5.4%和 14.3%。
- **毛利率提升、三项费用节约、资产减值损失减少、投资收益增加及所得税税率下降是前三个季度业绩增长主要驱动力。**公司前三个季度的综合毛利率分别为 11.8%、12.9%和 13.7%, 其中第三季度同比去年的 12.1%提高了 1.57 个百分点(收入增长 2.2%、主营毛利增长 15.5%、几乎等同营业利润增量的全部), 我们分析主要是通讯和工业类产品毛利率有所提高。此外, 公司营业费用减少了 3600 万, 财务费用因为提前偿还长期贷款节约了 500 万左右, 资产减值损失也降低了 840 万左右, 投资收益因购买银行短期理财产品等也有 1170 余万的增量, 所得税税率从 23.8%降低到 16.6%, 这都增加了公司利润水平、成为公司利润高速增长的主要驱动力。
- **苹果无线模组及固态硬盘仍是近期主要看点。**公司是 Apple 公司无线通信模组的核心供应商, 其模组在 iPhone 中占比 50%左右, 在 Air 上占 85%左右, 在 iTV 中更是达到 100%。我们分析随着 iPhone5 和 iPadmini 的陆续上市, 第 4 季度公司将充分受益苹果新品无线模组的出货。此外, 为英特尔代工的固态硬盘随着 win8 的发布、win8 平板及超极本市场的启动, 也有望成为持续的重要增长点。
- **公司扩张重点在于无线通讯模组、3G 移动宽带系统芯片和存储系统。**公司使用募投资金 4 亿元用于无线通讯模组扩产, 目前基本建成并产生了效益。此外公司还投资 2.65 亿对 3G 移动宽带系统芯片和 Ipstorage 存储服务系统进行技术改造, 预计 2014 年中期建成。
- **维持“强烈推荐”评级, 目标价格 17.5 元/股。**我们预测公司 2012-14 年净利润分别为 6.02、7.04 和 8.13 亿, 每股收益为 0.60、0.70 和 0.80 元。维持“强烈推荐”评级, 6-12 个月目标价格 17.5 元, 对应 2013 年 25 倍 PE。

风险提示: 行业波动、市场竞争、苹果出货量低于预期风险、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	13993	15542	17383
收入同比(%)	-7%	10%	11%	12%
归属母公司净利润	452	602	704	813
净利润同比(%)	-16%	33%	17%	16%
毛利率(%)	11.5%	12.1%	12.1%	12.3%
ROE(%)	21.9%	17.3%	17.6%	17.7%
每股收益(元)	0.45	0.60	0.70	0.80
P/E	28.35	21.28	18.20	15.75
P/B	6.22	3.69	3.20	2.78
EV/EBITDA	17	17	15	13

资料来源: 中投证券研究所

## 一、合并利润表比较

表 1: 2011 年和 2012 年 1-9 月份合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2011M1-9	2012M1-9	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	965644.75	897292.65	-7.08%	
其中: 营业收入	965644.75	897292.65	-7.08%	上半年负增长、第 3 季度恢复正增长
二、营业总成本	927052.80	848406.91	-8.48%	
其中: 营业成本	856621.95	782401.84	-8.66%	主营毛利率从 11.29% 提高到 12.8%
营业税金及附加	244.90	456.38	86.35%	城建税及教育附加
营业费用	18051.22	14427.23	-20.08%	--
管理费用	49707.99	50050.72	0.69%	--
财务费用	1450.28	933.68	-35.62%	提前偿还长期借款
资产减值损失	976.45	137.05	-85.96%	收回逾期贷款、出售已计提存货
加: 公允价值变动净收益	-100.27	-153.60	53.19%	--
投资收益	73.68	1246.90	1592.3%	银行理财产品收益
三、营业利润	38565.36	49979.05	29.60%	
加: 营业外收入	1687.62	852.09	-49.51%	政府补助下滑
减: 营业外支出	395.91	524.52	32.48%	--
四、利润总额	39857.07	50306.61	26.22%	
减: 所得税	9487.61	8355.23	-11.94%	所得税税率下降
五、净利润	30369.46	41951.38	38.14%	
少数股东损益	0.00	0.00	--	--
归属于母公司所有者净利润	30369.46	41951.38	38.14%	--
六、摊薄每股收益 (元)	0.300	0.415	38.14%	

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

## 二、公司营业收入和净利润季度趋势分析

公司第 3 季度实现收入 31.9 亿、同比增长 2.2%、环比增长 12.2%，营业利润 2.17 亿、同比增长 37.1%、环比增长 44.1%，净利润 1.86 亿、同比增长 60.4%、环比增长 46.4%，综合毛利率 13.65%。

图 1: 公司营业收入及增速

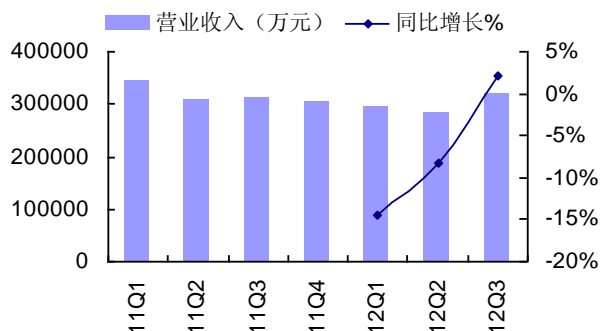
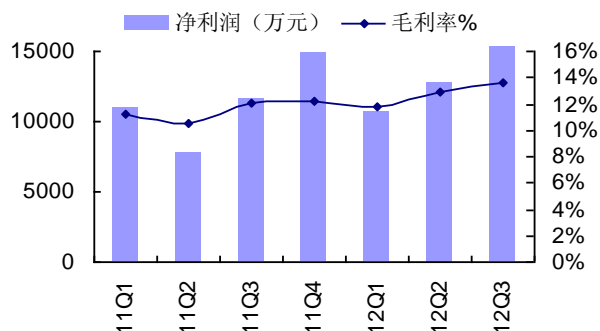


图 2: 公司净利润及毛利率



资料来源: 公司报表

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	5241	6690	7411	8281
现金	1275	1775	1953	2180
应收账款	2496	3323	3691	4128
其他应收款	36	35	39	43
预付账款	14	18	20	23
存货	1382	1538	1707	1906
其他流动资产	38	0	0	0
<b>非流动资产</b>	962	1111	1252	1383
长期投资	0	0	0	0
固定资产	874	1042	1182	1313
无形资产	28	28	28	28
其他非流动资产	59	41	42	43
<b>资产总计</b>	6202	7801	8663	9664
<b>流动负债</b>	3673	3863	4202	4601
短期借款	897	500	500	500
应付账款	2414	3076	3414	3812
其他流动负债	362	287	288	289
<b>非流动负债</b>	470	463	463	463
长期借款	421	421	421	421
其他非流动负债	49	42	42	42
<b>负债合计</b>	4142	4326	4664	5064
少数股东权益	0	0	0	0
股本	905	1012	1012	1012
资本公积	21	685	685	685
留存收益	1177	1779	2302	2904
归属母公司股东权益	2060	3475	3998	4600
<b>负债和股东权益</b>	6202	7801	8663	9664

## 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	913	357	548	620
净利润	452	602	704	813
折旧摊销	212	49	60	70
财务费用	16	12	-10	-17
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	271	-484	-223	-267
其他经营现金流	-35	177	18	22
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-360	344	-171	-194
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	-31	-171	-194
<b>现金净增加额</b>	-473	501	178	226

## 利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	12708	13993	15542	17383
<b>营业成本</b>	11244	12305	13656	15249
营业税金及附加	9	10	11	12
营业费用	235	245	264	296
管理费用	672	714	793	887
财务费用	16	12	-10	-17
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	527	708	828	957
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
<b>利润总额</b>	544	708	828	957
所得税	92	106	124	143
<b>净利润</b>	452	602	704	813
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	452	602	704	813
<b>EBITDA</b>	755	769	878	1009
<b>EPS (元)</b>	0.45	0.60	0.70	0.80

## 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-7.3%	10.1%	11.1%	11.8%
营业利润	-15.6%	34.4%	16.9%	15.5%
归属于母公司净利润	-16.1%	33.3%	16.9%	15.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.5%	12.1%	12.1%	12.3%
净利率	3.6%	4.3%	4.5%	4.7%
ROE	21.9%	17.3%	17.6%	17.7%
ROIC	21.4%	23.6%	23.6%	24.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.8%	55.5%	53.8%	52.4%
净负债比率	32.09	21.29%	19.74	18.18%
流动比率	1.43	1.73	1.76	1.80
速动比率	1.04	1.33	1.36	1.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.82	2.00	1.89	1.90
应收账款周转率	5	5	4	4
应付账款周转率	4.12	4.48	4.21	4.22
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.60	0.70	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.35	0.54	0.61
每股净资产(最新摊薄)	2.04	3.43	3.95	4.55
<b>估值比率</b>				
P/E	28.35	21.28	18.20	15.75
P/B	6.22	3.69	3.20	2.78
EV/EBITDA	17	17	15	13

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，2008 年 6 月加入中投证券研究所。先后获得今日投资 09 年最佳证券分析师入围奖、朝阳永续 10 年行业研究领先奖、今日投资 11 年盈利预测最准分析师奖。

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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