

电子零部件制造

署名人: 李超

S0960511030016

021-62178345

lichao@china-invs.cn

环旭电子

601231

强烈推荐

专注 PCB 微型化封装、在智能终端时代持续稳健成长

公司公布 2012 年报: 收入 133.35 亿、同比增长 4.94%, 营业利润 7.43 亿、同比增长 41.0%, 归属于上市公司净利润 6.47 亿、同比增长 43.3%, 每股收益 0.64 元。分红预案: 拟 10 派 1.92 元 (含税)。

投资要点:

- **营收增长主要来源于电脑、工业和通讯类产品。**其中电脑类营收 21.2 亿、增长 75.6%, 主要是联想平板电脑; 工业类 20.7 亿、增长 22.9%, 主要是 SHD (智能手持终端) 在物流产业增长; 通讯类 49.2 亿、增长 7.4%, 主要是苹果在下半年推出新品、Q4 出货大幅增长。存储类虽然固态硬盘表现不错、但企业级磁盘阵列需求减缓, 整体营收仍有小幅衰退。
- **主要客户为鸿海、联想、Motorola 和友达光电等。**2012 年公司前五大客户营收占比 55%: 第一大客户为鸿海精密、占比 22.4%, 主要是无线模组; 第二大客户联想、占比 10.2%, 主要是主机板; 第三大客户 Motorola、占比 7.8%, 主要是 SHD; 第四位的是友达光电、占比 7.8%, 主要是液晶显示器控制板; 第五位是达功电脑、占比 6.8%。
- **毛利率提升、销售和财务费用节约、投资收益增加是净利润增长的主要驱动力。**2012 年公司主营业务毛利率由去年的 11.36% 提高到 12.42%, 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 2417 万、财务费用节约 465 万, 投资收益因购买银行短期理财产品等也有 929 余万的增量, 所得税实际税率从 17% 降低到 15.2%, 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。
- **依托 PCB 微型化封装、通过产品和客户的多元化拓展, 公司有望在智能终端时代持续稳健成长。**我们认为公司的核心竞争优势之一就是国际领先的微型化技术能力, 这在智能终端时代可以确保产品和客户的交叉拓展, 比如无线模组从苹果拓展到其他公司和产品领域。
- **公司继续投资 3G 和 NFC 项目, 未来上海将作为高端制造基地。**为了保持公司的技术和竞争能力, 公司使用 3.8 亿投资了“3G 移动宽带和 NFC 整合无线”这两个系统级芯片项目, 预计 2014 年中期建成。此外上海未来将以无线模块、汽车电子和微小化产品为主要基地, 并扩充昆山产能。
- **维持“强烈推荐”评级, 目标价格 20.8 元/股。**我们预测公司 2013-15 年每股收益为 0.83、1.08 和 1.39 元, 年均增长 30%。维持“强烈推荐”评级, 12 个月目标价格 20.8 元, 对应 13 年 25 倍 PE、14 年 20 倍 PE。

风险提示:

- 下游行业波动、市场竞争、新产品新客户拓展低于预期、毛利率下滑等

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	13335	16008	19341	23486
收入同比(%)	5%	20%	21%	21%
归属母公司净利润	647	842	1096	1407
净利润同比(%)	43%	30%	30%	28%
毛利率(%)	12.5%	12.5%	12.5%	12.6%
ROE(%)	18.8%	19.5%	21.2%	22.5%
每股收益(元)	0.64	0.83	1.08	1.39
P/E	23.91	18.39	14.12	11.00
P/B	4.50	3.58	3.00	2.48
EV/EBITDA	17	13	10	8

6-12 个月目标价: 20.80 元

当前股价: 15.3 元

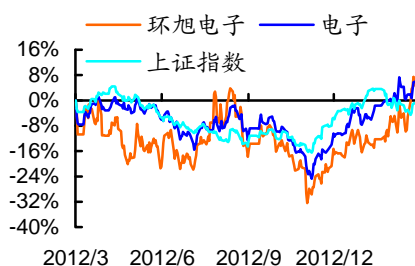
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2297.67
总股本(百万)	1012
流通股本(百万)	107
流通市值(亿)	16
EPS	0.64
每股净资产(元)	3.18
资产负债率	56.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
环旭电子	7.92%	25.04%	21.00%
电子	6.04%	24.97%	17.28%
上证指数	0.61%	8.13%	14.88%



相关报告

环旭电子 - 三季度业绩环比持续增长、全年有望超预期 2012-10-24  
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

## 一、合并利润表比较

表 1: 2011 年和 2012 年合并利润表各科目变动情况

项目 (万元)	2011 年	2012 年	同比变动	重要项目大幅变动原因
一、营业总收入	1270759	1333529	4.94%	
其中: 营业收入	1270759	1333529	4.94%	电脑、工业和通讯类增长
二、营业总成本	1218218	1260298	3.45%	
其中: 营业成本	1124392	1167055	3.79%	--
营业税金及附加	878	712	-18.85%	--
营业费用	23484	21067	-10.29%	--
管理费用	67161	68401	1.85%	--
财务费用	1586	1121	-29.32%	--
资产减值损失	716	1941	170.92%	计提存货跌价准备
加: 公允价值变动净收益	(51)	(77)	50.74%	--
投资收益	199	1128	465.71%	银行保本理财产品收益增加
三、营业利润	52689	74282	40.98%	
加: 营业外收入	2230	2702	21.16%	政府补助增加 900 余万
减: 营业外支出	503	676	34.36%	--
四、利润总额	54416	76307	40.23%	
减: 所得税	9240	11574	25.26%	--
五、净利润	45176	64733	43.29%	
少数股东损益	0	0	--	--
归属于母公司所有者净利润	45176	64733	43.29%	--
六、摊薄每股收益 (元)	0.447	0.640	43.29%	

资料来源: 公司报表、中投证券研究所

## 二、营业收入及盈利能力季度变动趋势

第 4 季度实现收入 43.6 亿、同比增长 43.0%、环比增长 36.8%，营业利润 2.43 亿、同比增长 72.1%、环比增长 11.9%，净利润 2.28 亿、同比增长 53.9%、环比增长 22.4%，EPS0.23 元。综合毛利率 11.82%、同比减少 0.4 个百分点、环比减少 1.8 个百分点。

图 1: 营业收入及增速

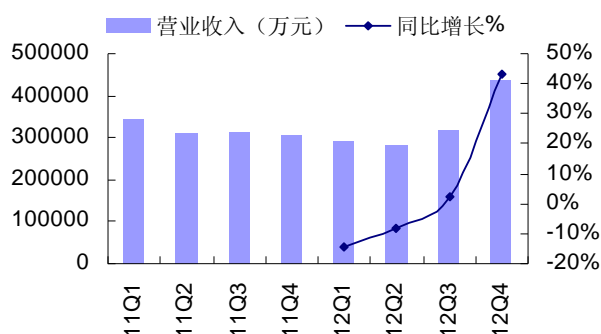
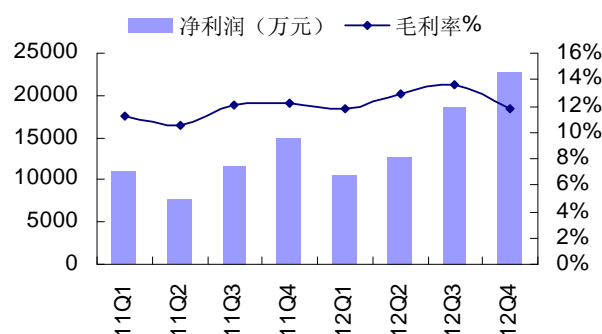


图 2: 净利润及毛利率



料来源: 公司报表

### 三、主营业务分产品情况

表 2: 2012 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
通讯类	491974	36.95%	7.43%	8.38%	0.69%	24.92%
消费电子类	189817	14.26%	-18.89%	10.01%	2.24%	11.48%
电脑类	212388	15.95%	75.62%	14.48%	-3.88%	18.59%
存储类	106865	8.03%	-5.63%	19.14%	0.78%	12.36%
工业类	207389	15.57%	22.87%	17.28%	1.59%	21.66%
汽车电子类	105010	7.89%	-10.04%	11.89%	-2.68%	7.55%
其他	18124	1.36%	-67.78%	31.36%	23.95%	3.44%
合计	1331567	100.00%	5.02%	12.42%	1.06%	100.00%

资料来源：公司公告

### 四、运营数据

表 3: 月度运营数据

	营收 (亿元)	环比%
12 年 7 月	9.79	--
12 年 8 月	10.32	5.40%
12 年 9 月	11.79	14.31%
12 年 10 月	12.64	7.20%
12 年 11 月	16.32	29.07%
12 年 12 月	14.63	-10.34%
13 年 1 月	13.27	-9.30%
13 年 2 月	9.98	-24.79%

资料来源：公司公告

表 4: 季度运营数据

	营收 (亿元)	环比%	净利润 (万元)	环比%
11Q1	34.4		10980	--
11Q2	31.0		7778	--
11Q3	31.2		11611	--
11Q4	30.5		14806	--
12Q1	29.4	-3.6%	10613	-28.3%
12Q2	28.4	-3.3%	12718	19.8%
12Q3	31.9	12.2%	18620	46.4%
12Q4	43.6	36.7%	22782	22.3%

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	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	6945	7565	9127	11161	<b>营业收入</b>	13335	16008	19341	23486
现金	1093	1601	1922	2413	营业成本	11671	14007	16919	20538
应收账款	3684	3802	4593	5578	营业税金及附加	7	8	10	12
其它应收款	28	40	48	59	营业费用	211	236	271	312
预付账款	4	21	25	31	管理费用	684	766	881	1013
存货	1729	2101	2538	3081	财务费用	11	0	-30	-44
其他	407	0	0	0	资产减值损失	19	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1191	1150	1161	1112	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	11	0	0	0
固定资产	1084	1077	1086	1037	<b>营业利润</b>	743	991	1290	1655
无形资产	31	31	31	31	营业外收入	27	0	0	0
其他	76	42	43	44	营业外支出	7	0	0	0
<b>资产总计</b>	8136	8715	10288	12273	<b>利润总额</b>	763	991	1290	1655
<b>流动负债</b>	4573	4290	5019	5926	所得税	116	149	193	248
短期借款	1128	500	500	500	<b>净利润</b>	647	842	1096	1407
应付账款	3090	3502	4230	5135	少数股东损益	0	0	0	0
其他	355	288	290	292	<b>归属母公司净利润</b>	647	842	1096	1407
<b>非流动负债</b>	120	105	105	105	EBITDA	945	1228	1550	1960
长期借款	76	76	76	76	EPS (元)	0.64	0.83	1.08	1.39
其他	44	29	29	29	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	4693	4395	5125	6032	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	1012	1012	1012	1012	营业收入	4.9%	20.0%	20.8%	21.4%
资本公积	688	688	688	688	营业利润	41.0%	33.3%	30.2%	28.3%
留存收益	1778	2620	3464	4542	归属于母公司净利润	43.3%	30.1%	30.2%	28.3%
归属母公司股东权益	3443	4320	5163	6241	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	8136	8715	10288	12273	毛利率	12.5%	12.5%	12.5%	12.6%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.9%	5.3%	5.7%	6.0%
<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROE	18.8%	19.5%	21.2%	22.5%
<b>经营活动现金流</b>	-7	1358	844	1075	ROIC	18.0%	25.8%	28.3%	31.3%
净利润	647	842	1096	1407	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	191	238	290	350	资产负债率	57.7%	50.4%	49.8%	49.1%
财务费用	11	0	-30	-44	净负债比率	26.07	13.10%	11.24%	9.55%
投资损失	-11	0	0	0	流动比率	1.52	1.76	1.82	1.88
营运资金变动	-889	108	-553	-688	速动比率	1.13	1.27	1.31	1.36
其它	45	170	41	51	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-757	-200	-300	-300	总资产周转率	1.86	1.90	2.04	2.08
资本支出	431	200	300	300	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-343	0	0	0	应付账款周转率	4.24	4.25	4.38	4.39
其他	-670	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	578	-649	-223	-285	每股收益(最新摊薄)	0.64	0.83	1.08	1.39
短期借款	231	-628	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.01	1.34	0.83	1.06
长期借款	-345	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.27	5.10	6.17
普通股增加	107	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	667	0	0	0	P/E	23.91	18.39	14.12	11.00
其他	-82	-22	-223	-285	P/B	4.50	3.58	3.00	2.48
<b>现金净增加额</b>	-184	508	321	490	EV/EBITDA	17	13	10	8

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  $\pm 10\%$  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, 2008 年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、新财富 12 年第七名(团队)。

覆盖公司: 水晶光电、歌尔声学、共达电声、安洁科技、星星科技、苏大维格、长盈精密、立讯精密、得润电子、环旭电子、卓翼科技、沪电股份、兴森科技、丹邦科技、江海股份等。

## 免责声明

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

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

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

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