

经营稳健 增长可期

--环旭电子 (601231) 跟踪点评

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

投资要点：

1、国际领先的ODM/EMS厂商

公司是国际领先的ODM/EMS厂商，是日月光半导体集团的成员企业，主要产品涉及通讯类、工业类、消费电子类、电脑类、汽车电子类和存储类。11年在全球电子制造服务业营收排名中位列17，毛利率水平较高且保持稳定。公司客户与APPLE、联想、摩托罗拉（工业智能）、AMD、Valeo（汽车电子）、Intel等等国际厂商建立长期稳定的合作关系。客户优势是公司业绩稳定增长的保证，公司在12年业绩有40%以上的增长。通讯类产品占公司收入占比达37%但是由于毛利率较低，在贡献利润上反而不及存储类的产品。公司产品线较多，客户质量优秀，是公司业绩的基础。

2、经营稳健，盈利能力稳定

公司管理团队具有近20年的电子制造业规模化生产经历，同时拥有全球采购的经验和资源、面向全球的产品配送及售后服务网络，公司作为专业电子制造服务商具有丰富的经营管理经验，从最近几年公司的盈利能力来看，公司的毛利率一直维持稳定，同时费用控制也较好。在行业景气低迷的时候，公司经营稳健，盈利能力稳定，抗风险能力得以体现。而随着行业景气的回升，公司的盈利和成长将得到进一步的加强。

3、未来增速依然可期

据市场调研机构NVR 2012年报告显示，2011年全球电子制造服务收入将达到4,127.53亿美元，预计2016年全球电子制造服务收入将达到6,542.66亿美元以上，2011年到2016年年均复合增长率约为9.65%。由于各种移动智能终端的流行，WIFI模块的需求增长迅速，预计WIFI终端未来5年复合增长率近25%。通讯产品是公司的核心产品，应用于智能手机和平板电脑的通讯模块份额位列全球第2位。公司的WIFI模组较传统模块节省约50%的空间，小型化的电子设备上应用空间看好，如智能手表、智能眼镜等。WIFI模组将是未来增长主要动力。公司为INTEL生产固态硬盘，复合增长率约30%，但是由于总量较小对业绩贡献有限，但是随着未来需求的增长，有望成为公司产品的亮点。

目前行业景气回升，公司核心产品应用前景依然看好，整体来看，未来增速依然可期。

4、投资建议

综合前面分析，我们维持预计公司13、14年EPS分别为0.79、0.94元。维持推荐评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	12707.59	13335.29	15735.65	18568.06
归属母公司股东净利润	451.76	647.33	803.52	946.77
每股收益(EPS)	0.447	0.640	0.794	0.936
市盈率(P/E)	32.50	22.68	18.27	15.51

环旭电子 601231

2013-4-17

评级 推荐（维持）

目标价格

当前价格 14.51

基础数据

总市值(百万) 14680.11

总股本/流通股本(百万) 1011.72/106.80

流通市值(百万) 1549.67

每股净资产 3.40

净资产收益率 21.56%

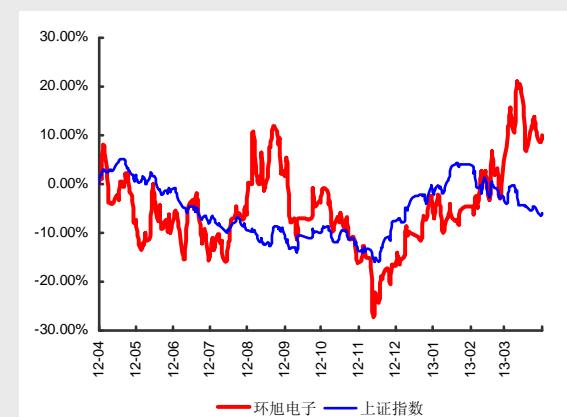
交易数据

52周内股价区间 9.30/16.28

12年市盈率 22.68

市净率 4.26

一年期走势图



以上数据来源：WIND

联系人：

行业研究员：朱志勇

证书编号 S0820209120022

电话 021-32229888-25509

E-mail zhuzhiyong@ajzq.com

相关报告

国际领先的 ODM/EMS 厂商

公司是国际领先的 ODM/EMS 厂商，是日月光半导体集团的成员企业，主要产品涉及通讯类、工业类、消费电子类、电脑类、汽车电子类和存储类。11 年在全球电子制造服务业营收排名中位列 17，毛利率水平较高且保持稳定。公司客户与 APPLE、联想、摩托罗拉（工业智能）、AMD、Valeo（汽车电子）、Intel 等等国际厂商建立长期稳定的合作关系。客户优势是公司业绩稳定增长的保证，公司在 12 年业绩有 40% 以上的增长。通讯类产品站公司收入占比达 37% 但是由于毛利率较低，在贡献利润上反而不及存储类的产品。公司产品线较多，客户质量优秀，是公司业绩的基础。

图 1 2012 年公司收入分产品占比情况

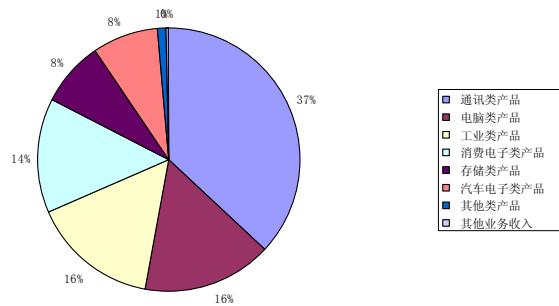
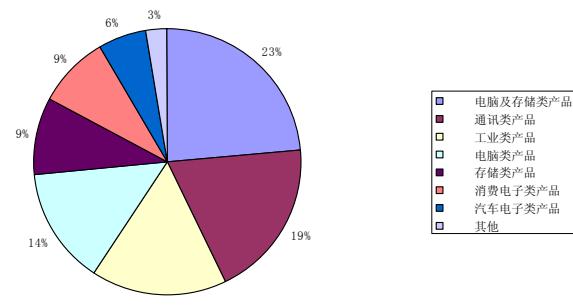


图 2 2012 年公司利润分产品占比情况



数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

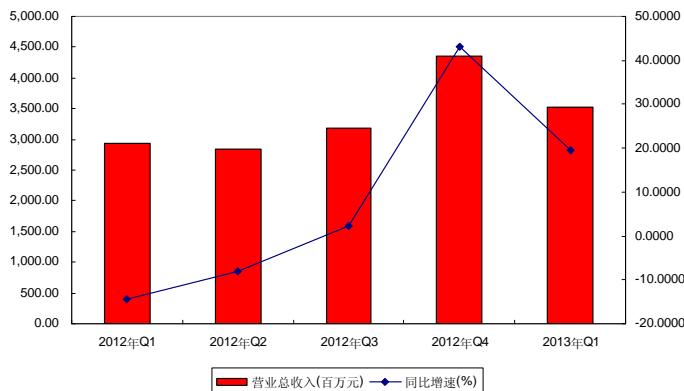
数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

经营稳健，盈利能力稳定

公司管理团队具有近 20 年的电子制造业规模化生产经历，同时拥有全球采购的经验和资源、面向全球的产品配送及售后服务网络，公司作为专业电子制造服务商具有丰富的经营管理经验，从最近几年公司的盈利能力来看，公司的毛利率一直维持稳定，同时费用控制也较好。在行业景气低迷的时候，公司经营稳健，盈利能力稳定，抗风险能力得以体现。而随着行业景气的回升，公司的盈利和成长将得到进一步的加强。

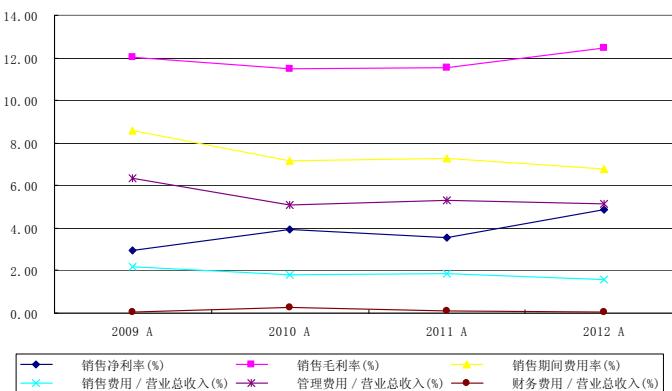
公司研究

图 3 2012 年来公司单季度收入及增速情况



数据来源：公司公告 爱建证券研究发展总部

图 4 公司盈利能力



WIND 爱建证券研究发展总部

未来增速依然可期

从公司 2012 年分产品增速来看，电脑类产品、工业类产品以及通讯类产品营业收入呈现增长趋势。电脑类产品的增长主要受惠于联想平板电脑订单的增长，也带动了公司 2012 年电脑类产品的大幅增长。平板电脑的增长趋势确定，但增速将受制于客户增速。工业类产品受惠于 SHD 产品在物流产业增长，表现在公司营业收入也呈现上扬的趋势。通讯类产品的成长主要是苹果在下半年推出新产品，使公司在第四季通讯类产品出货提升所致。消费类电子产品受到全球液晶屏电视市场成熟使需求减缓的影响，2012 年的营业收入较 2011 年减少。存储类产品则是较 2011 年小幅减少，主要是因为企业级磁盘阵列客户及市场需求减缓所致，但在其他存储类产品销售提升下，使影响减低。汽车电子产品同样也受到全球汽车需求减缓的影响，2012 年营业收入较 2011 年下滑。整体而言，公司的营业收入整体水平增长了 4.94%。

据市场调研机构 NVR 2012 年报告显示，2011 年全球电子制造服务收入将达到 4,127.53 亿美元，预计 2012 年全球电子制造服务收入可超过 4,516.99 亿美元，预计 2016 年全球电子制造服务收入将达到 6,542.66 亿美元以上，2011 年到 2016 年年均复合增长率约为 9.65%。据 NVR 统计，计算机行业的合约制造收入，在 2012 年占有整体行业的 40%，而无线通信行业占有 29%，至于消费类电子行业则占有 17%。预计到 2016 年时，三个行业占有整体合约制造的比重基本不变，计算机行业约占 40%，无线通信行业则小幅上升到 30%，至于消费类电子行业则还是占有 17%。三个行业将在 2016 年时占去全球合约制造市场的 87%。

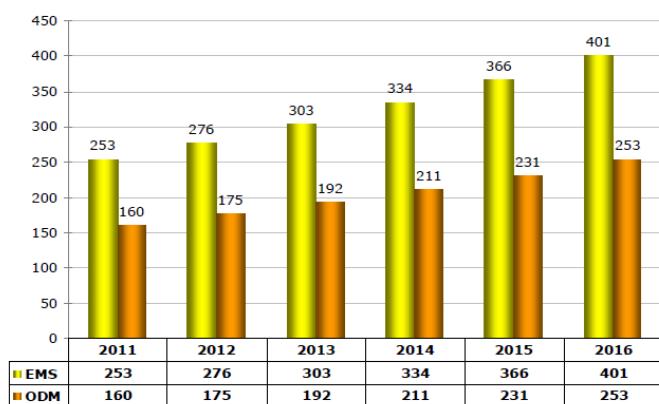
由于各种移动智能终端的流行，WIFI 模块的需求增长迅速，预计 WIFI 终端未来 5 年复合增长率近 25%。通讯产品是公司的核心产品，应用于智能手机和平板电脑的通讯模块份额位列全球第 2 位。公司的 WIFI 模组较传统模块节省约 50% 的空间，小

公司研究

型化的电子设备上应用空间看好，如智能手表、智能眼镜等。WIFI 模组将是未来增长主要动力。公司为 INTEL 生产固态硬盘，复合增长率约 30%，但是由于总量较小对业绩贡献有限，但是随着未来需求的增长，有望成为公司产品的亮点。

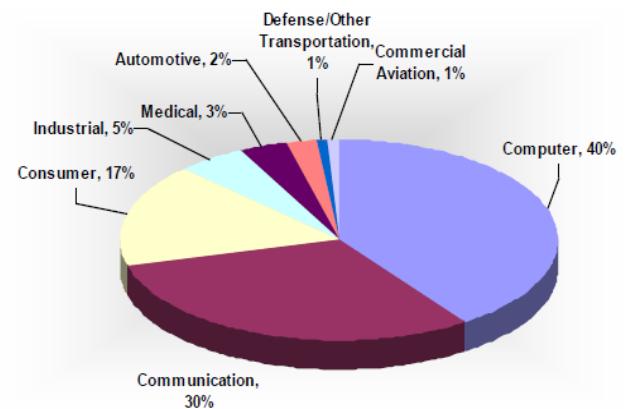
目前行业景气回升，公司核心产品应用前景依然看好，整体来看，未来增速依然可期。

图 3 全球电子制造服务业增长预计



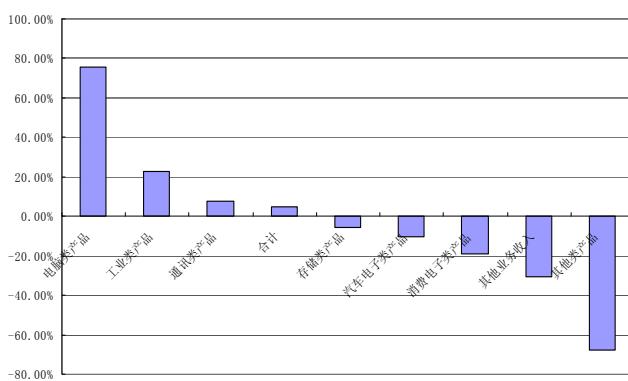
数据来源：NVR

图 4 全球电子制造服务业分领域占比



数据来源：NVR

图 5 公司 2012 年分产品增速情况



数据来源：公司公告 爱建证券研究发展总部

图 6 公司产品应用领域增速预计

Category	2010	2011	2016	2018	CAGR	Unit
PC	351 M	413 M	958 M		5.7%	M Units
Phone		1,716 M	2,267 M		20%	M Units
LCD TV		200 M	233 M		3.0%	M Units
Light Vehicle		77 M	99 M	104 M	4.4%	M Units
Server	53,659 M	56,607 M	59,512 M		2%	\$M
SSD		26 M	135 M		39%	M Units

资料来源：IDC, Gartner, DisplaySearch, 环旭电子整理

数据来源：公司公告

投资建议

综合前面分析，预计公司 2013-2014 年 每股业绩分别为 0.79 元、0.94 元。维持“推荐”评级。

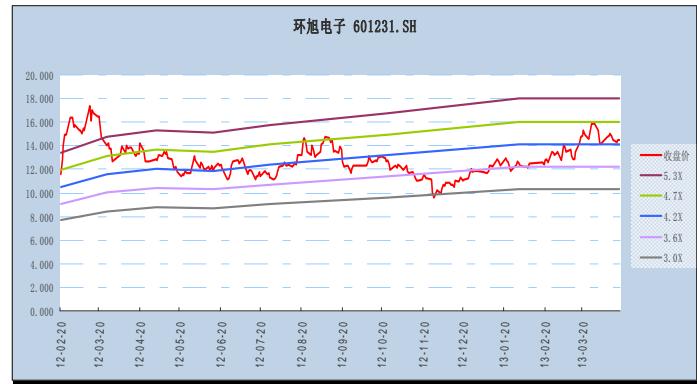
公司研究

图 7 PE BAND



数据来源: WIND

图 8 PB BAND



数据来源: WIND

公司研究

报表预测				
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	12707.59	13335.29	15735.65	18568.06
减: 营业成本	11243.92	11670.55	13721.48	16228.49
营业税金及附加	8.78	7.12	8.41	9.92
营业费用	234.84	210.67	248.60	293.34
管理费用	671.61	684.01	807.14	952.42
财务费用	15.86	11.21	11.70	-22.96
资产减值损失	7.16	19.41	15.00	17.00
加: 投资收益	1.99	11.28	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.51	-0.77	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	526.89	742.82	923.32	1089.85
加: 其他非经营损益	17.27	20.25	22.00	24.00
利润总额	544.16	763.07	945.32	1113.85
减: 所得税	92.40	115.74	141.80	167.08
净利润	451.76	647.33	803.52	946.77
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	451.76	647.33	803.52	946.77
资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	1100.04	939.92	1069.56	1359.10
应收和预付款项	2546.17	3730.98	3675.98	5064.29
存货	1381.93	1729.35	1928.70	2397.70
其他流动资产	38.01	392.40	392.40	392.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	890.74	1114.12	784.40	452.69
无形资产和开发支出	28.30	30.95	23.98	17.02
其他非流动资产	1.96	3.34	3.34	3.34
资产总计	5987.16	7941.05	7878.36	9686.54
短期借款	896.86	1127.84	0.00	0.00
应付和预收款项	2566.92	3246.54	3536.83	4431.53
长期借款	420.80	75.81	75.81	75.81
其他负债	42.54	47.64	47.23	47.23
负债合计	3927.12	4497.83	3659.86	4554.56
股本	904.92	1011.72	1011.72	1011.72
资本公积	20.52	687.71	687.71	687.71
留存收益	1134.60	1743.79	2519.06	3432.54
归属母公司股东权益	2060.03	3443.23	4218.50	5131.98
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2060.03	3443.23	4218.50	5131.98
负债和股东权益合计	5987.16	7941.05	7878.36	9686.54
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E
经营性现金净流量	902.78	-1.40	1279.15	279.48
投资性现金净流量	-982.31	-756.84	18.29	20.40
筹资性现金净流量	-359.70	578.35	-1167.80	-10.34
现金流量净额	-484.02	-178.47	129.64	289.55

数据来源: WIND 爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。