

环旭电子 (601231.SH)

其它元器件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

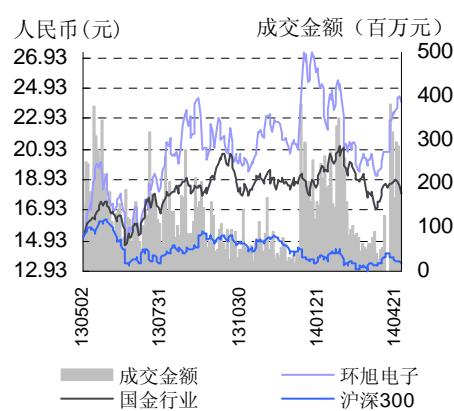
市价(人民币): 24.01元

微小化模组率先受益苹果穿戴式新品

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	106.80
总市值(百万元)	242.91
年内股价最高最低(元)	27.30/15.01
沪深 300 指数	2167.83
上证指数	2036.52



相关报告

- 《系统模组 SIP 化开启,穿戴式时代率先受益》, 2014.4.15
- 《苹果模组影响 3 季度业绩,看好明年业务拓展》, 2013.10.24
- 《品牌提升价值,营销改革体现增长拉》, 2013.8.25

马鹏清 联系人
(8621)61038324
mapq@gjzq.com.cn

陈平 联系人
(8621)61038285
chenping@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.640	0.558	0.727	0.922	1.118
每股净资产(元)	3.40	3.76	5.74	6.31	7.24
每股经营性现金流(元)	-0.01	1.31	0.57	0.62	1.26
市盈率(倍)	18.50	37.75	28.53	22.49	18.55
行业优化市盈率(倍)	55.07	52.06	50.70	50.70	50.70
净利润增长率(%)	43.29%	-12.84%	45.09%	26.85%	21.25%
净资产收益率(%)	18.80%	14.84%	12.66%	14.61%	15.45%
总股本(百万股)	1,011.72	1,011.72	1,126.16	1,126.16	1,126.16

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 环旭电子发布 14 年 1 季报, 1-3 月实现收入 34.76 亿元, 与去年基本持平, 净利润 11,173.98 万元, 同比下降 5.9%; 对应 EPS0.16 元, 基本符合预期。

经营分析

- **经营超预期, 毛利率企稳回升:** 去年高基数影响, 营业收入与去年基本持平, 要好于市场对公司整体业绩的预估; 毛利率 12.9% 虽然较去年同期下降 0.6 个百分点, 但已经较去年平均水平 11.9% 提升 1 个百分点, 显示经营的稳定增长。
- **产业链做到全球最佳, 系统级模组新品独家供应穿戴式新品:** 公司微小化无线通讯模组产品是全球最大的供应商之一, 去年苹果才引入 TDK 作为第三家供应商, 其微小化技术在全球来看处于领先地位; iWatch 等巨头穿戴式产品的发布, 将拉开新一代智能设备硬件创新的大幕, 公司相应的系统微小化产品将有望率先切入供应链, 并且获得更大的市场份额。
- **背靠日光, 技术衍进方向更为明确:** 作为日月光的子公司, 公司可以在战略布局与技术演进方面, 获得更多的资源与技术交流, 看好公司在 SMT 层面, 日月光在半导体制程层面完善系统级封装, 形成互补。

估值与投资建议

- 我们认为随着苹果 iWatch 推出时点的临近, 穿戴式设备终于迎来硬件巨头的指引, 成熟进程有望大幅加快。公司作为 SIP 技术的领先厂商, 有望率先享受新品增长带来的红利。提升公司 14-17 年盈利预测为 0.77 元、0.89 元、1.03 元; 若考虑募投项目贡献以及股份摊薄, 对应 EPS 分别为 0.727 元、0.922 元、1.118 元, 维持“增持”评级, 目标价为 28 元, 对应 30x15PE。

风险

- 公司产品生产销售低于预期。

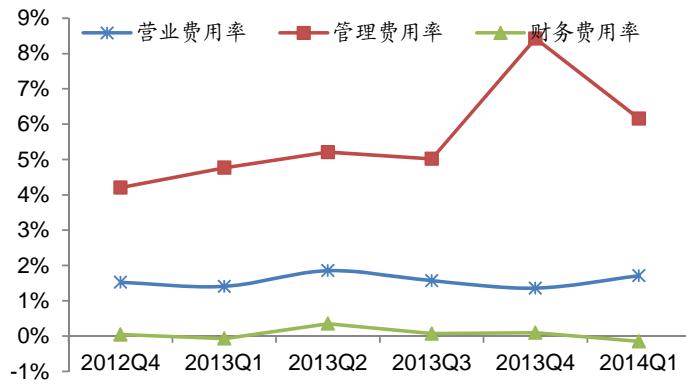
公司主要数据与图表

图表1：环旭电子财务数据

环旭电子	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
营业收入	3,096.24	3,122.35	3,051.14	2,940.20	2,843.10	3,189.63	4,362.37	3,513.32	2,965.47	3,608.58	4,184.97	3,476.50
季度同比	#DIV/0!	#DIV/0!	-14.48%	-8.18%	2.15%	42.98%	19.49%	4.30%	13.13%	-4.07%	-1.05%	
季度环比	-9.94%	0.84%	-2.28%	-3.64%	-3.30%	12.19%	36.77%	-19.46%	-15.59%	21.69%	15.97%	-16.93%
毛利率	10.50%	12.08%	12.24%	11.79%	12.91%	13.65%	11.82%	11.85%	11.58%	10.19%	13.72%	12.85%
营业费用率	1.88%	1.68%	1.78%	1.57%	1.63%	1.62%	1.52%	1.41%	1.85%	1.57%	1.36%	1.71%
管理费用率	5.50%	5.33%	5.72%	5.80%	5.80%	5.18%	4.21%	4.76%	5.21%	5.02%	8.42%	6.15%
财务费用率	0.19%	0.05%	0.04%	0.21%	-0.08%	0.17%	0.04%	-0.07%	0.35%	0.07%	0.10%	-0.15%
净利润	77.78	116.11	148.06	106.13	127.18	186.20	227.82	166.41	100.05	130.55	167.19	157.84
季度同比	#DIV/0!	#DIV/0!	-3.34%	63.51%	60.37%	53.87%	56.80%	-21.33%	-29.89%	-26.61%	-5.15%	
季度环比	-29.16%	49.28%	27.52%	-28.32%	19.83%	46.41%	22.35%	-26.96%	-39.88%	30.48%	28.07%	-5.59%
净利润率	2.51%	3.72%	4.85%	3.61%	4.47%	5.84%	5.22%	4.74%	3.37%	3.62%	4.00%	4.54%

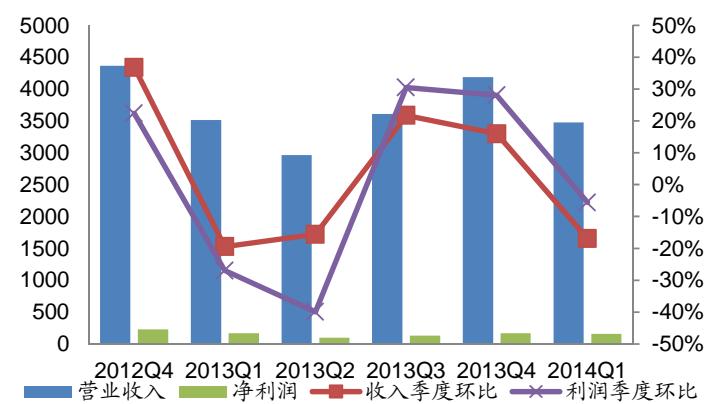
来源：国金证券研究所，Wind

图表2：费用率情况

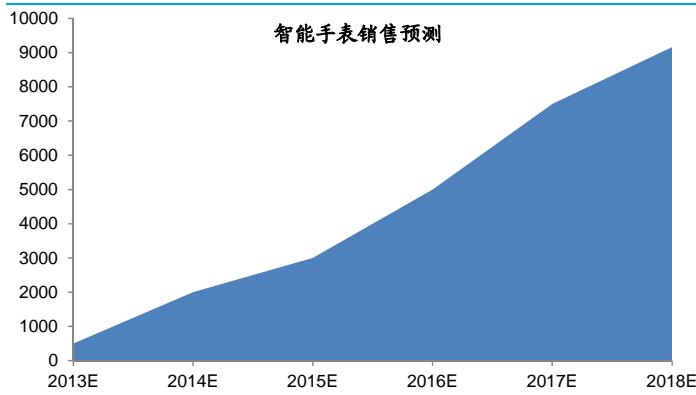


来源：国金证券研究所，Wind

图表3：经营数据情况

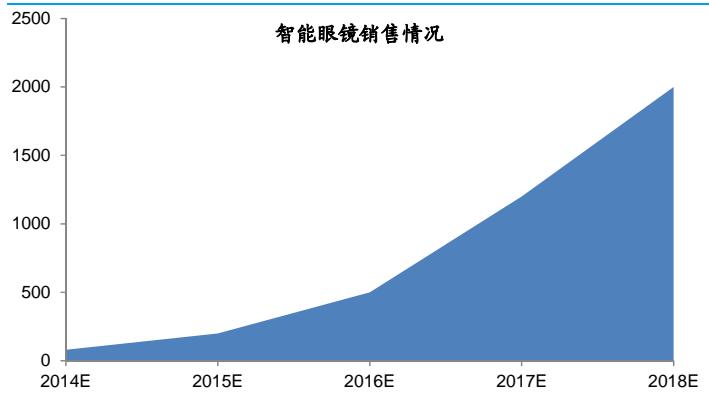


图表4：智能手表销售量预计

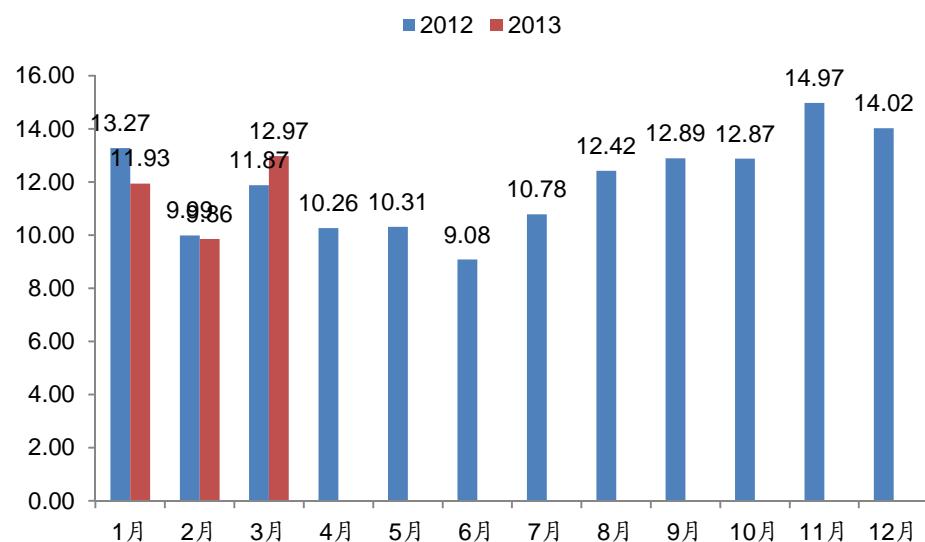


来源：国金证券研究所

图表5：智能眼镜销售量预计

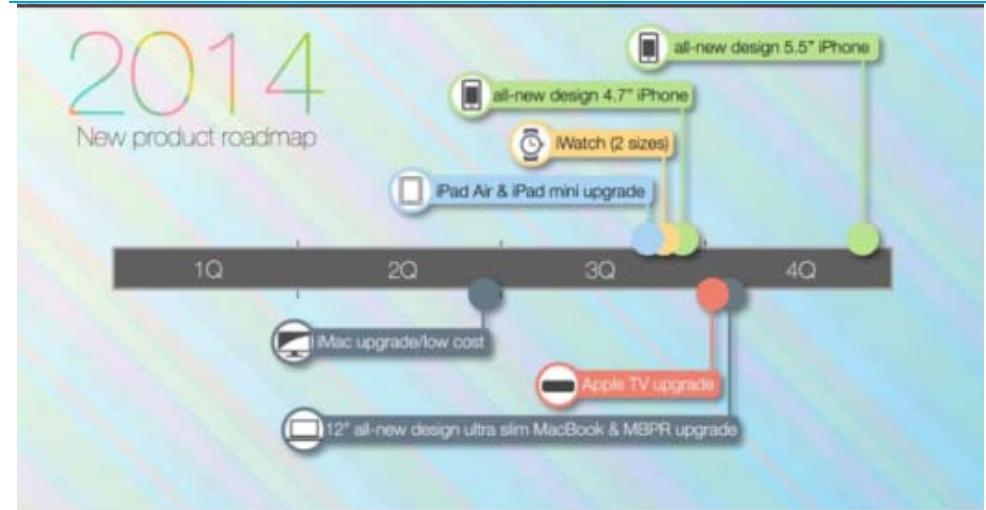


图表6：公司3月份营收超预期



来源：国金证券研究所，公司公告

图表7：2014年苹果新品推出情况预测



来源：国金证券研究所，凯基证券

图表8：公司主要经营情况

	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 单位：百万元				
通讯类	5,251.08	6,038.75	6,944.56	8,145.97
增长率	- 6.73%	15.00%	15.00%	17.30%
电脑及存储类	3,569.55	4,163.90	4,681.55	5,118.29
增长率	- 11.81%	16.65%	12.43%	9.33%
电脑类	2,641.91	3,011.78	3,290.37	3,438.44
增长率	- 24.39%	14.00%	9.25%	4.50%
存储类	927.63	1,152.12	1,391.18	1,679.85
增长率	- -13.20%	24.20%	20.75%	20.75%
消费电子类	1,926.93	1,962.57	1,998.88	2,035.86
增长率	- 1.51%	1.85%	1.85%	1.85%
工业类	2,107.57	2,127.38	2,147.38	2,167.56
增长率	- 1.62%	0.94%	0.94%	0.94%
汽车类	1,209.97	1,530.61	1,672.20	1,795.10
增长率	- 15.22%	26.50%	9.25%	7.35%
其他类	183.47	241.44	310.98	384.06
增长率	- 1.23%	31.60%	28.80%	23.50%
主营收入	14,248.56	16,064.66	17,755.55	19,646.84
其他业务	21.59	22.66	23.80	24.99
营业收入	14,270.15	16,087.32	17,779.35	19,671.83
毛利率	0.070103798			
通讯类	4.65%	5.50%	5.20%	5.100%
电脑及存储类	15.42%	15.49%	15.08%	15.20%
电脑类	13.09%	13.00%	13.00%	12.900%
存储类	22.06%	22.00%	20.00%	19.900%
消费电子类	11.04%	11.00%	10.50%	10.400%
工业类	21.05%	21.00%	20.00%	19.900%
汽车类	13.35%	13.20%	13.00%	12.900%
其他类	35.45%	35.45%	35.45%	35.350%
主营	11.77%	12.00%	11.46%	11.22%
其他业务	99.74%	99.00%	99.00%	99.00%
综合	11.91%	12.12%	11.57%	11.33%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
主营业务收入	12,708	13,335	14,272	18,079	23,577	27,476		货币资金	1,275	1,093	2,225	2,992	3,132	4,462
增长率	4.9%	7.0%	26.7%	30.4%	16.5%		应收款项	2,532	3,727	3,281	4,075	5,185	5,817	
主营业务成本	-11,244	-11,671	-12,571	-15,964	-21,031	-24,562	存货	1,382	1,729	1,561	2,187	2,939	3,499	
%销售收入	88.5%	87.5%	88.1%	88.3%	89.2%	89.4%	其他流动资产	52	396	66	69	71	12	
毛利	1,464	1,665	1,702	2,115	2,546	2,914	流动资产	5,241	6,945	7,133	9,323	11,327	13,790	
%销售收入	11.5%	12.5%	11.9%	11.7%	10.8%	10.6%	%总资产	84.5%	85.4%	84.1%	83.9%	87.0%	91.9%	
营业税金及附加	-9	-7	-12	-16	-21	-25	长期投资	0	0	0	1	0	0	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	891	1,114	1,190	1,757	1,652	1,160	
营业费用	-235	-211	-218	-253	-307	-330	%总资产	14.4%	13.7%	14.0%	15.8%	12.7%	7.7%	
%销售收入	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	无形资产	28	31	27	34	40	46	
管理费用	-672	-684	-855	-1,012	-1,202	-1,319	非流动资产	962	1,191	1,346	1,794	1,694	1,208	
%销售收入	5.3%	5.1%	6.0%	5.6%	5.1%	4.8%	%总资产	15.5%	14.6%	15.9%	16.1%	13.0%	8.1%	
息税前利润 (EBIT)	548	763	616	833	1,016	1,240	资产总计	6,202	8,136	8,478	11,117	13,021	14,998	
%销售收入	4.3%	5.7%	4.3%	4.6%	4.3%	4.5%	短期借款	908	1,148	1,199	0	0	0	
财务费用	-16	-11	-15	29	60	75	应付款项	2,567	3,247	3,155	3,933	5,120	5,979	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	197	179	243	672	775	869	
资产减值损失	-7	-19	-13	0	0	0	流动负债	3,673	4,573	4,597	4,606	5,895	6,847	
公允价值变动收益	-1	-1	0	0	0	0	长期贷款	421	76	48	48	48	48	
投资收益	2	11	28	34	44	58	其他长期负债	49	44	33	0	0	0	
%销售收入	0.4%	1.5%	4.5%	3.7%	3.9%	4.2%	负债	4,142	4,693	4,677	4,653	5,943	6,895	
%税前利润							普通股股东权益	2,060	3,443	3,801	6,464	7,079	8,103	
营业利润	527	743	617	896	1,120	1,373	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业利润率	4.1%	5.6%	4.3%	5.0%	4.8%	5.0%	负债股东权益合计	6,202	8,136	8,478	11,117	13,021	14,998	
营业外收支	17	20	15	15	15	15								
税前利润	544	763	631	911	1,135	1,388								
利润率	4.3%	5.7%	4.4%	5.0%	4.8%	5.1%								
所得税	-92	-116	-67	-97	-120	-147								
所得税率	17.0%	15.2%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%								
净利润	452	647	564	814	1,015	1,241								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
归属于母公司的净利润	452	647	564	814	1,015	1,241								
净利率	3.6%	4.9%	4.0%	4.5%	4.3%	4.5%								
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析							
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	452	647	564	814	1,015	1,241	每股指标							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.499	0.640	0.558	0.723	0.901	1.102	
非现金支出	220	210	255	327	466	516	每股净资产	2.276	3.403	3.757	5.740	6.286	7.196	
非经营收益	-33	25	-53	23	-56	-69	每股经营现金净流	1.009	-0.007	1.311	0.653	0.756	1.338	
营运资金变动	271	-889	560	-429	-575	-181	每股股利	0.000	0.045	0.192	0.192	0.192	0.192	
经营活动现金净流	909	-7	1,326	736	851	1,507	回报率							
资本开支	-133	-414	-414	-809	-351	-15	净资产收益率	21.93%	18.80%	14.84%	12.60%	14.34%	15.32%	
投资	-847	1,574	5,791	-1	0	0	总资产收益率	7.28%	7.96%	6.65%	7.33%	7.79%	8.27%	
其他	0	0	0	34	44	58	投入资本收益率	13.36%	13.82%	10.91%	11.44%	12.74%	13.60%	
投资活动现金净流	-979	1,160	5,377	-776	-307	43	增长率							
股权募资	0	773	0	2,024	-184	0	主营业务收入增长率	-7.30%	4.94%	7.03%	26.67%	30.41%	16.53%	
债权募资	451	-111	61	-1,232	0	0	EBIT增长率	-12.08%	39.11%	-19.26%	35.25%	21.94%	22.09%	
其他	-856	-83	-225	15	-220	-220	净利润增长率	-16.13%	43.29%	-12.84%	44.34%	24.63%	22.28%	
筹资活动现金净流	-404	580	-164	808	-404	-220	总资产增长率	-19.27%	31.18%	4.21%	31.12%	17.13%	15.18%	
现金净流量	-474	1,733	6,539	767	140	1,330	资产管理能力							
							应收账款周转天数	79.5	84.6	87.9	80.0	78.0	75.0	
							存货周转天数	48.0	48.7	47.8	50.0	51.0	52.0	
							应付账款周转天数	88.6	86.1	88.7	86.0	85.0	85.0	
							固定资产周转天数	25.1	29.7	27.7	32.5	24.5	14.5	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	2.62%	3.79%	-25.72%	-45.55%	-43.58%	-54.48%	
							EBIT利息保障倍数	34.6	68.1	42.4	-29.0	-16.9	-16.5	
							资产负债率	66.79%	57.68%	55.17%	41.86%	45.64%	45.97%	

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	4	5
增持	0	2	4	4	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.67	1.59	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-03-27	增持	15.98	N/A
2 2013-05-17	增持	19.66	21.00 ~ 23.00
3 2013-07-30	增持	18.46	22.00 ~ 23.00
4 2013-08-25	增持	23.07	24.00 ~ 25.00
5 2013-10-24	增持	20.15	23.00 ~ 24.00
6 2014-04-15	增持	22.81	28.00 ~ 28.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271
传真: (8621)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
邮编: 201204
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979
传真: 010-6621 6793
邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
邮编: 100053
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378
传真: 0755-83830558
邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 518000
地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD