

环旭电子 (601231)

强烈推荐

行业：电子零部件制造

随着 SIP 模组出货量提升、1Q 有望是全年业绩低点

2015 年 1 季报：营收 42.6 亿元，同比增长 22.5%，归属上市公司净利润 1.41 亿元，同比下降 10.5%（扣非净利润 1.09 亿、同比下降 27.5%）；每股收益 0.13 元。

投资要点：

- ✧ **环维电子出货滞后是 1 季度盈利表现不佳的主要因素。**第 1 季度综合毛利率为 11.0%（14 年同期为 12.85%），是 15 个季度以来的最低点。环维电子第 1 季度智能手表 S1 模组出货时间推迟，同时成本和费用增加较多（公司整体管理费用和财务费用同比增长 38%、增加 7900 余万元）。
- ✧ **通信、电脑和汽车电子产品是 2014 增长的主要驱动力。**通讯类产品营收 61.5 亿、增长 17.2%，毛利率 6.9%、同比提高 2.22%。电脑类产品营收 29.5 亿、增长 11.8%，毛利率 15.1%、同比提高 1.96%。汽车电子营收 13.5 亿、增长 11.5%，毛利率 15.9%、同比提高 2.5%。
- ✧ **环维电子 SIP 产能建设完成，智能手表 S1 模组将是 2015 年最重要的增长点。**新投资建设的环维电子 4Q 产能建设完成（3 条产线，设计总产能 3600 万只/年），但未量产出货，全年亏损 1.88 亿元。随着智能手表 S1 模组上半年出货量的逐渐拉升，将成为 2015 年最重要的增长点。
- ✧ **专注 SMT/SIP 微小化封装、奠定智能时代核心竞争力。**公司核心竞争优势之一就是国际领先的微小化封装能力，以及日月光（ASE）在半导体领域的技术和客户协同优势。公司策略正从 DMS (Design, Manufacturing, Services) 进化到 D(MS)2, Miniaturized (微小化)和 Solutions (解决方案)。可以预见，模组有望从 WIFI 扩展到触控等组件。
- ✧ **维持“强烈推荐”评级，短期估值中枢 45 元/股。**预测 15-17 年营收 250、340 和 452 亿元，净利润 11.5、16.0 和 22.4 亿元，每股收益 1.05、1.47 和 2.05 元。维持“强烈推荐”评级，目标价 45 元，16 年 30 倍 PE。
- ✧ **风险提示：**SIP 模组业务不及预期、下游终端需求疲软、客户集中等

主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	15873	24976	34086	45250
收入同比(%)	11%	57%	36%	33%
归属母公司净利润	701	1147	1602	2236
净利润同比(%)	24%	63%	40%	40%
毛利率(%)	13.0%	11.7%	11.2%	10.8%
ROE(%)	11.1%	15.3%	18.4%	21.3%
每股收益(元)	0.64	1.05	1.47	2.05
P/E	63.13	38.62	27.64	19.81
P/B	7.00	5.93	5.07	4.22
EV/EBITDA	40	22	16	12

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 45

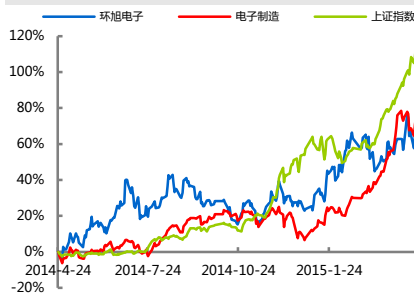
当前股价： 40.70

评级调整： 维持

基本资料

总股本, 本(百万股)	1,088
流通股本(百万股)	1,012
总市值(亿元)	443
流通市值(亿元)	412
成交量(百万股)	7.11
成交额(百万元)	287.99

股价表现



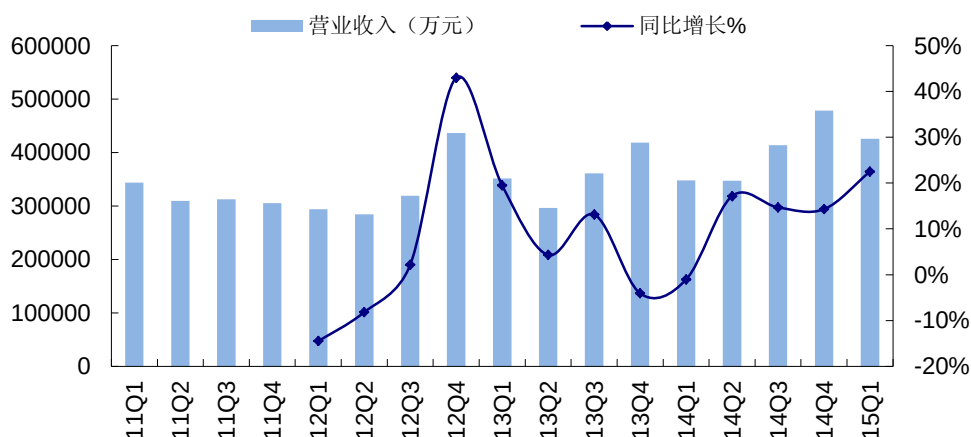
相关报告

《环旭电子-战略聚焦微小化封装、SIP 模组驱动持续成长》2015-03-27

《环旭电子 601231-SiP 模组:智能穿戴设备封装趋势、短期最重要的增长点》2014-11-21

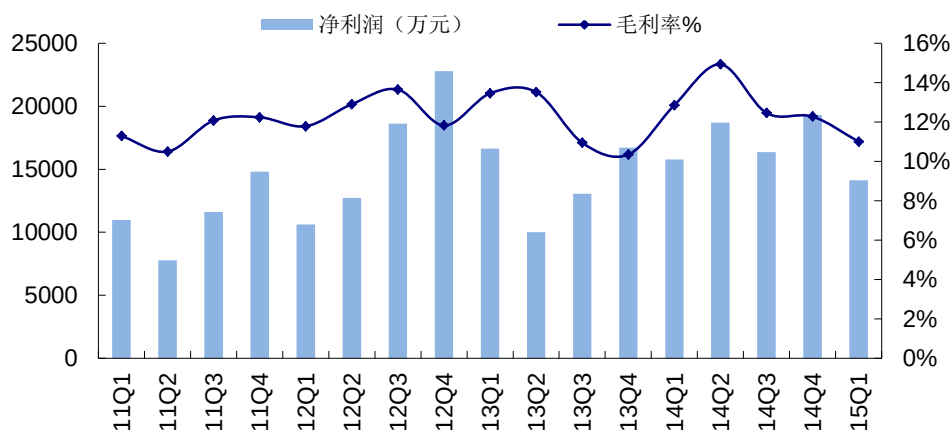
环旭电子季度运营业绩及营收结构

图 1 营业收入季度变动趋势（截至 1Q2015）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 盈利能力季度变动趋势（截至 1Q2015）



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 2014 年公司主营业务分产品情况

(万元)	营业收入	收入同比增长	收入构成	毛利率	同比增减	毛利构成
通讯类	615,244	17.2%	38.82%	6.88%	2.22%	20.70%
消费电子类	192,678	0.0%	12.16%	12.29%	1.25%	11.59%
电脑类	295,346	11.8%	18.64%	15.05%	1.96%	21.75%
存储类	92,022	-0.8%	5.81%	22.83%	0.77%	10.28%
工业类	220,407	4.6%	13.91%	20.28%	-0.77%	21.87%
汽车电子类	134,924	11.5%	8.51%	15.89%	2.50%	10.49%
其他	34,175	86.3%	2.16%	19.89%	-15.56%	3.33%
合计	1,584,795	11.2%	100.00%	12.90%	1.12%	100.00%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	9828	11121	14467	18576
现金	4219	2000	2000	2000
应收账款	3521	6235	8509	11296
其它应收款	47	125	170	226
预付账款	16	11	15	20
存货	1880	2688	3687	4921
其他	144	62	85	113
非流动资产	2506	3516	3333	3061
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1857	3030	2859	2597
无形资产	29	18	8	-3
其他	620	467	467	467
资产总计	12334	14637	17800	21638
流动负债	5947	7142	9039	11122
短期借款	1381	1615	1459	1005
应付账款	4064	5514	7563	10095
其他	502	12	17	23
非流动负债	60	23	30	30
长期借款	0	0	0	0
其他	60	23	30	30
负债合计	6007	7164	9069	11152
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1088	1088	1088	1088
资本公积	2629	2629	2629	2629
留存收益	2680	3756	5014	6769
归属母公司股东权益	6326	7473	8731	10486
负债和股东权益	12334	14637	17800	21638

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	963	-933	1037	1456
净利润	701	1147	1602	2236
折旧摊销	240	490	683	772
财务费用	-15	13	37	22
投资损失	-53	0	0	0
营运资金变动	92	-2593	-1321	-1608
其它	-2	11	37	36
投资活动现金流	-955	-1500	-500	-500
资本支出	997	1500	500	500
长期投资	0	0	0	0
其他	43	0	0	0
筹资活动现金流	1964	213	-537	-956
短期借款	200	233	-156	-454
长期借款	-48	0	0	0
普通股增加	76	0	0	0
资本公积增加	1941	0	0	0
其他	-206	-20	-381	-502
现金净增加额	1972	-2219	0	0

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	15873	24976	34086	45250
营业成本	13805	22057	30253	40380
营业税金及附加	18	22	31	41
营业费用	279	321	360	403
管理费用	1036	1214	1521	1775
财务费用	-15	13	37	22
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	53	0	0	0
营业利润	799	1349	1885	2630
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	811	1349	1885	2630
所得税	110	202	283	395
净利润	701	1147	1602	2236
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	701	1147	1602	2236
EBITDA	1024	1852	2604	3424
EPS (元)	0.64	1.05	1.47	2.05

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	11.2%	57.3%	36.5%	32.8%
营业利润	29.6%	68.9%	39.7%	39.5%
归属于母公司净利润	24.3%	63.5%	39.7%	39.5%
获利能力				
毛利率	13.0%	11.7%	11.2%	10.8%
净利率	4.4%	4.6%	4.7%	4.9%
ROE	11.1%	15.3%	18.4%	21.3%
ROIC	21.4%	18.8%	23.0%	27.5%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	48.9%	50.9%	51.5%
净负债比率				
流动比率	1.65	1.56	1.60	1.67
速动比率	1.33	1.17	1.18	1.22
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.85	2.10	2.29
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	3.90	4.61	4.63	4.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.05	1.47	2.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	-0.86	0.95	1.34
每股净资产(最新摊薄)	5.81	6.87	8.03	9.64
估值比率				
P/E	63.13	38.62	27.64	19.81
P/B	7.00	5.93	5.07	4.22
EV/EBITDA	40	22	16	12

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超,电子行业分析师。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国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。

本报告基于中国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。中国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。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

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