

**环旭电子(601231)**
**强烈推荐**
**行业：电子零部件制造**

## 下半年盈利好于上半年，战略性看好公司 SIP 业务

公司公布 2015 年中报：营收 95.85 亿元，同比增长 37.9%；归属上市公司净利润 2.37 元，同比下降 31.2%（扣非净利润 1.76 亿元，同比下滑 45.5%）；每股收益 0.11 元。同时公布一份 3000 万份的股票期权激励方案（草案）。

### 投资要点：

- ◆ 环维电子上半年营收 19.68 亿元、S1 模组出货量超过 700 万只。受益主要客户新产品二季度量产，2Q 营收 53.26 亿元、环比增长 25.1%。根据 S1 模组单价估算，出货量超过 700 万只。此外工业类收入增长 25.5%，通讯类成长 13.1%，汽车电子类成长 6.8%。
- ◆ 受 S1 量产推迟和良率影响，上半年盈利表现不佳。上半年净利润 2.37 亿元，同比减少 1.08 亿元；其中第二季度净利润 9592 万元，同比减少 9110 万、同比降幅 49%；综合毛利率 9.44%，同比减少 4.31 个百分点。主要环维电子 S1 模组量产推迟，设备折旧和费用较高，加之良率影响，上半年产生了 1.57 亿元的亏损（2014 年亏损 1.88 亿元）。如果剔除新工厂亏损影响，原有业务净利润约 3.9 亿元、同比增长 12% 左右。
- ◆ 下半年业绩将有明显改善，主要客户第三季度新品上市再添增长动力。第三季度，随着出货量上升和良率控制，环维电子获利能力有望得到改善。此外，主要客户新产品触控 SIP 模组也将大量出货。
- ◆ 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。公司和主要客户合作，从 WIFI 模组，发展到 S1 模组和触控模组，再到将来的摄像头 SIP 模组。更重要的是，从产业层面，SIP 需求已经被创造出来，环旭电子已经占据领先地位。
- ◆ 维持“强烈推荐”评级，目标价 20.5 元/股。预测 15-17 年营收 234、340 和 452 亿元，净利润 9.9、14.7 和 19.8 亿元，每股收益 0.45、0.68 和 0.91 元。维持“强烈推荐”评级，目标价 20.5 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	23422	34086	45250
收入同比(%)	11%	48%	46%	33%
归属母公司净利润	701	986	1471	1975
净利润同比(%)	24%	41%	49%	34%
毛利率(%)	13.0%	11.7%	10.7%	10.1%
ROE(%)	11.1%	13.9%	17.8%	20.1%
每股收益(元)	0.32	0.45	0.68	0.91
P/E	44.10	32.10	21.52	16.03
P/B	5.00	4.46	3.83	3.23
EV/EBITDA	28	17	12	9

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： 20.5**

当前股价： 14.55

评级调整： 维持

**基本资料**

总股，本(百万股)	2,176
流通股本(百万股)	2,023
总市值(亿元)	317
流通市值(亿元)	294
成交量(百万股)	16.19
成交额(百万元)	226.44

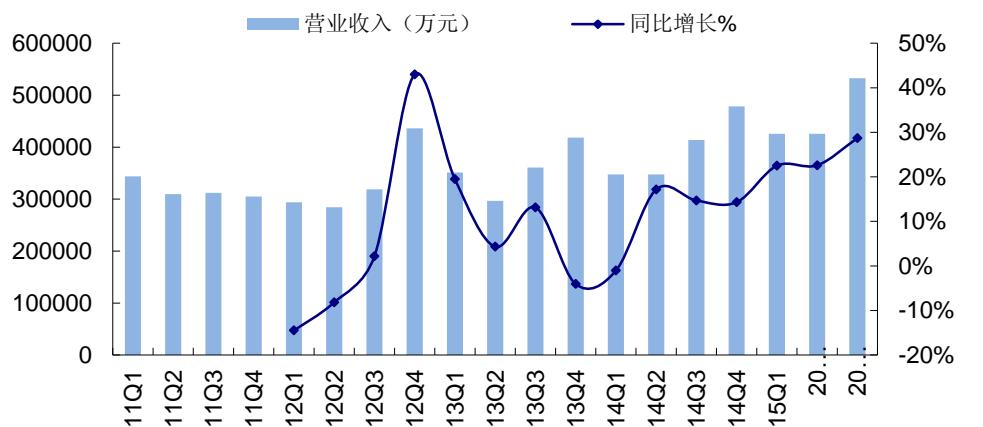
**股价表现**

**相关报告**

- 《环旭电子-超越 S1 的 SIP 模组业务、看好公司的产业战略地位》2015-07-31
- 《环旭电子-随着 SIP 模组出货量提升、1Q 有望是全年业绩低点》2015-04-23
- 《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

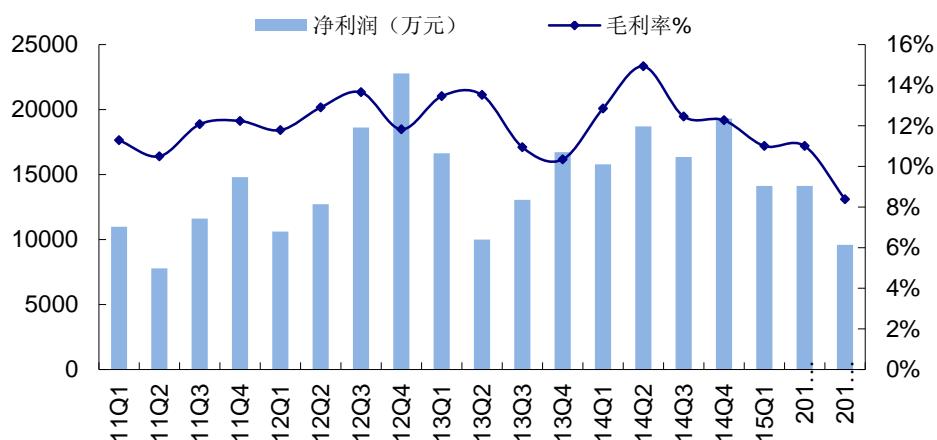
## 环旭电子季度运营业绩及营收结构

图 1 营业收入季度变动趋势 ( 截至 2Q2015 )



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 2Q2015 )



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 1 2015 年上半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	263,571	13.1%	27.53%	4.60%	-1.49%	13.40%
消费电子类	289,365	226.1%	30.22%	-0.48%	-12.66%	-1.53%
其中：液晶控制面板	92,609	4.4%	9.7%	--	--	--
-S1 模组	196,756	--	20.6%	--	--	--
电脑类	144,702	-4.7%	15.11%	15.64%	-0.19%	25.03%
存储类	37,828	-14.5%	3.95%	21.65%	0.77%	9.06%
工业类	127,855	25.5%	13.35%	19.69%	-1.70%	27.84%
汽车电子类	68,062	6.8%	7.11%	16.02%	-0.32%	12.06%
其他	26,029	147.3%	2.72%	49.10%	1.71%	14.14%
合计	957,413	38.0%	100.00%	9.44%	-4.31%	100.00%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 附注：公司股票期权激励计划（草案）摘要

- 1、拟向激励对象授予 3000 万份股票期权，约占公司总股本的 1.38%；首次授予 2700 万份，预留 300 万份。
- 2、激励对象共计 1406 人，包括公司中层管理人员及公司核心业务（技术）人员。
- 3、行权价格为 15.54 元；
- 4、首次授予的期权，各考核年度业绩考核目标与各行权期的行权比例如下表所示：(年均收入增长不低于 15%，行权比例 20%)

**表 1 业绩考核目标与行权比例**

行权期	考核年度	业绩考核目标	行权比例
第一个行权期	2015 年	公司 2015 年度合并营业收入不低于 186 亿元人民币( 30 亿美元 ) 或较前一年度的增长率不低于 15%	20%
	2016 年	公司 2016 年度合并营业收入不低于 214 亿元人民币 ( 34.5 亿美元 ) 或较前一年度的增长率不低于 15%	20%
第二个行权期	2017 年	公司 2017 年度合并营业收入不低于 245 亿元人民币 ( 39.5 亿美元 ) 或较前一年度的增长率不低于 15%	20%
第三个行权期	2018 年	公司 2018 年度合并营业收入不低于 279 亿元人民币 ( 45 亿美元 ) 或较前一年度的增长率不低于 15%	20%
第四个行权期	2019 年	公司 2019 年度合并营业收入不低于 316 亿元人民币 ( 51 亿美元 ) 或较前一年度的增长率不低于 15%	20%
第五个行权期	2020 年	公司 2020 年度合并营业收入不低于 360 亿元人民币 ( 58 亿美元 ) 或较前一年度的增长率不低于 15%	递延行权期

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 相关报告

报告日期	报告标题
2015-07-31	《环旭电子-超越 S1 的 SIP 模组业务、看好公司的产业战略地位》
2015-04-23	《环旭电子-随着 SIP 模组出货量提升、1Q 有望是全年业绩低点》
2015-03-27	《环旭电子-战略聚焦微小化封装、SIP 模组驱动持续成长》
2014-11-21	《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》
2013-08-25	《环旭电子 601231-确定的业绩+较低的估值+苹果供应链 3 季度重新启动》
2013-07-26	《环旭电子 601231-Q2 表现低于预期、下半年有望恢复增长》
2013-03-27	《环旭电子 601231-专注 PCB 微型化封装、在智能终端时代持续稳健成长》
2012-10-24	《环旭电子 - 三季度业绩环比持续增长、全年有望超预期》
2012-08-24	《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》
2012-03-26	《环旭电子 - 业绩符合预期、无线通讯模组仍是近期重点》
2012-02-02	《环旭电子 - 国内 A 股市场电子设计制造服务行业的领跑者》

**附：财务预测表****资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>		15873	23422	34086	45250
现金	9828	10554	14489	18611	营业成本		13805	20689	30439	40660
应收账款	4219	2000	2000	2000	营业税金及附加		18	21	31	41
其它应收款	3521	5847	8509	11296	营业费用		279	321	360	403
预付账款	47	117	170	226	管理费用		1036	1214	1475	1775
存货	16	10	15	20	财务费用		-15	16	51	48
其他	1880	2522	3710	4955	资产减值损失		1	0	0	0
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益		-2	0	0	0
长期投资	2506	3516	3333	3061	投资净收益		53	0	0	0
固定资产	0	0	0	0	<b>营业利润</b>		799	1160	1731	2324
无形资产	1857	3030	2859	2597	营业外收入		22	0	0	0
其他	29	18	8	-3	营业外支出		10	0	0	0
<b>资产总计</b>	12334	14070	17823	21672	<b>利润总额</b>		811	1160	1731	2324
<b>流动负债</b>					所得税		110	174	260	349
短期借款	5947	6946	9516	11832	<b>净利润</b>		701	986	1471	1975
应付账款	1381	1762	1889	1645	少数股东损益		0	0	0	0
其他	4064	5172	7610	10165	<b>归属母公司净利润</b>		701	986	1471	1975
<b>非流动负债</b>					EBITDA		1024	1667	2464	3144
长期借款	60	23	30	30	EPS (元)		0.32	0.45	0.68	0.91
其他	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	6007	6969	9546	11862						
少数股东权益	0	0	0	0						
股本	1088	2176	2176	2176						
资本公积	2629	1541	1541	1541						
留存收益	2680	3384	4559	6093						
归属母公司股东权益	6326	7101	8276	9810						
<b>负债和股东权益</b>	12334	14070	17823	21672						

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	主要财务比率	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>					<b>成长能力</b>					
经营活动现金流	963	-865	720	1235	营业收入		11.2%	47.6%	45.5%	32.8%
净利润	701	986	1471	1975	营业利润		29.6%	45.2%	49.2%	34.3%
折旧摊销	240	490	683	772	归属于母公司净利润		24.3%	40.6%	49.2%	34.3%
财务费用	-15	16	51	48	<b>获利能力</b>					
投资损失	-53	0	0	0	毛利率		13.0%	11.7%	10.7%	10.1%
营运资金变动	92	-2364	-1527	-1597	净利率		4.4%	4.2%	4.3%	4.4%
其它	-2	6	42	36	ROE		11.1%	13.9%	17.8%	20.1%
<b>投资活动现金流</b>					ROIC		21.4%	16.8%	21.4%	24.7%
资本支出	-955	-1500	-500	-500	<b>偿债能力</b>					
长期投资	997	1500	500	500	资产负债率		48.7%	49.5%	53.6%	54.7%
其他	0	0	0	0	净负债比率					
<b>筹资活动现金流</b>					流动比率		1.65	1.52	1.52	1.57
短期借款	1964	146	-220	-735	速动比率		1.33	1.15	1.12	1.14
长期借款	200	381	127	-245	<b>营运能力</b>					
普通股增加	-48	0	0	0	总资产周转率		1.53	1.77	2.14	2.29
资本公积增加	76	1088	0	0	应收账款周转率		5	5	5	5
其他	1941	-1088	0	0	应付账款周转率		3.90	4.48	4.76	4.58
<b>现金净增加额</b>	1972	-2219	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
					每股收益(最新摊薄)		0.32	0.45	0.68	0.91
					每股经营现金流(最新摊薄)		0.44	-0.40	0.33	0.57
					每股净资产(最新摊薄)		2.91	3.26	3.80	4.51
					<b>估值比率</b>					
					P/E		44.10	32.10	21.52	16.03
					P/B		5.00	4.46	3.83	3.23
					EV/EBITDA		28	17	12	9

资料来源：中国中投证券研究总部，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，旨为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，但我们将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