

2015 年 08 月 24 日

公司研究•证券研究报告

环旭电子（601231.SH）

动态分析

中报业绩受制于大客户进度，未来重回增长可期

投资要点

◆ 公司动态：

公司发布 2015 年中期报告披露 2015 年上半年营业收入实现 95.85 亿元，增长 37.90%。2015 年上半年实现营业利润 2.41 亿元，同比减少 39.66%；2015 年上半年公司实现净利润 2.37 亿元，同比减少 31.22%。营业收入增长主要是因客户新产品于第二季开始推出进入量产的所致；然而由于新产品于量产初期受客户订单时程及良品率的影响，2015 年上半年的营收贡献尚无法使新投资扩产的环维电子（上海）有限公司产生经济规模，在相关的设备投入成本及制造费用较高的影响下，造成营业利润及净利润均较去年同期减少。

公司公布股权激励计划，拟向激励对象授予 3,000 万份股票期权，涉及的激励对象为中层管理人员、核心业务（技术）人员，共计 1,406 人，授予的股票期权的行权价格为 15.54 元。计划授予的股票期权，分五个年度进行绩效考核并行权，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。

◆ 点评：

- **大客户订单带动销售收入增长，下半年增长持续：**公司 6 月单月收入创出了历史新高的 20.69 亿元人民币，SiP 工艺的主要客户苹果订单快速提升是营收增长的主要原因，随着 9 月新产品发布的临近，下半年也是传统的销售旺季，因此预期下半年收入增长的势头将会延续。
- **消费电子类产品毛利率承压，规模化后盈利能力可期：**受到客户订单的延期，消费电子产品毛利上半年为亏损，2014 年三季度投产的环维电子在 2015 年上半年出现了 1.57 亿元的亏损。但是我们预计，随着产品逐步进入规模化量产，毛利率水平将会恢复正常状况，公司整体的盈利能力提升可以期待。
- **公司公布股权激励计划，有助于团队核心凝聚力：**从公布的股权激励计划看，主要激励对象为公司中层员工及业务技术人员，受惠人数较多，有利于团队整体的核心凝聚力，对于公司的运营管理及盈利水平有正面推动作用。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.39、0.50 和 0.56 元。净资产收益率分别为 12.3%、14.1%和 14.2%，给予买入-A 评级，6 个月目标价为 17.70 元，相当于 2015 年至 2017 年 44.9、35.0、31.4 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**宏观经济波动影响终端需求；主要客户集中度风险；新产品良品率风险；

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

17.70 元

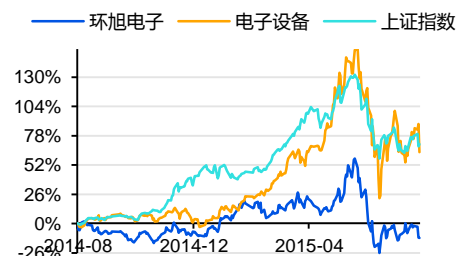
股价(2015-08-24)

13.10 元

交易数据

总市值（百万元）	28,504.60
流通市值（百万元）	26,507.16
总股本（百万股）	2,175.92
流通股本（百万股）	2,023.45
12 个月价格区间	12.32/52.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.34	-3.95	-55.52
绝对收益	-16.83	-35.04	-10.64

分析师

谭志勇

SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

蔡景彦

caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	14,272.3	15,873.0	22,364.4	27,894.0	32,759.4
同比增长(%)	7.0%	11.2%	40.9%	24.7%	17.4%
营业利润(百万元)	616.5	798.9	964.3	1,241.3	1,429.2
同比增长(%)	-17.0%	29.6%	20.7%	28.7%	15.1%
净利润(百万元)	564.2	701.4	857.5	1,098.6	1,226.8
同比增长(%)	-12.8%	24.3%	22.3%	28.1%	11.7%
每股收益(元)	0.26	0.32	0.39	0.50	0.56
PE	50.5	40.6	33.2	25.9	23.2
PB	7.5	4.5	4.1	3.7	3.3

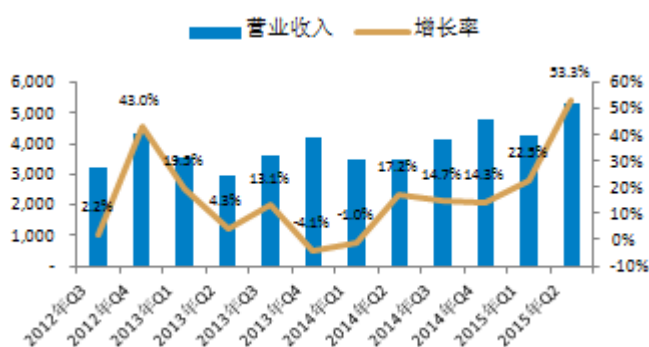
数据来源：贝格数据 华金证券研究所

一、季度业绩点评

公司 2015 年上半年销售收入实现 95.85 亿元，同比增长 37.9%，其中第二季度的销售收入为 53.26 亿元，同比增长 53.3%，主要客户的新产品从第二季度开始进入量产，是公司营业收入增长的主要原因。

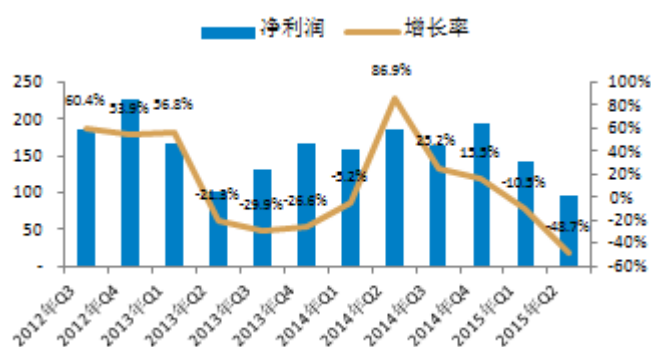
公司 2015 年上半年实现归属母公司股东净利 2015 年上半年公司实现净利润 2.37 亿元，同比减少 31.2%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 9,592 万元，同比下降 48.7%。尽管客户新产品逐步进入量产，但是前期的订单量及良品率均无法产生规模效应，在相关的设备投入成本及制造费用较高的影响下，利润出现了较大幅度的下降。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：wind, 华金证券研究所

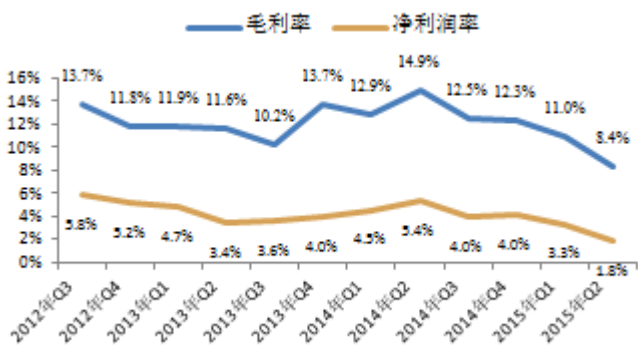
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：wind, 华金证券研究所

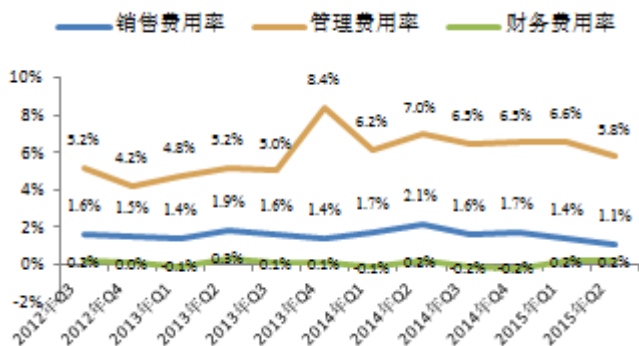
公司 2015 年上半年主营业务毛利率为 9.5%，同比下降 4.4 个百分点，其中第二季度的毛利率为 8.4%，同比下降了 6.5 个百分点，新产品量产初期的良品率不足是影响公司毛利率水平的主要原因。其他经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.2%、6.1%、0.2%，其中第二季度的分别为 1.1%、5.8%、0.2%，基本维持稳定水平，随着营业收入的增长，主要费用占收比水平第二季度出现了下降的趋势。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



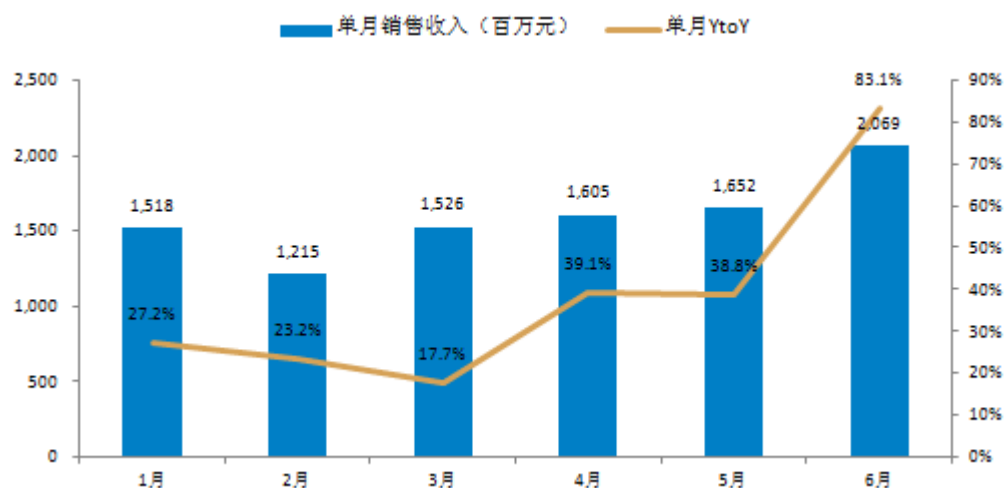
资料来源：wind, 华金证券研究所

二、经营状况点评

（一）大客户订单带动销售收入增长，下半年增长持续

从公司每月公布的销售收入及增长率的情况看，6月单月收入创出了历史新高的 20.69 亿元人民币，公司 SiP 工艺的主要客户苹果订单快速提升是营收增长的主要原因，随着 9 月苹果新产品发布的临近，公司下半年也是传统的销售旺季，因此预期下半年收入增长的势头将会延续。

图 5：2015 年单月销售收入及增长率



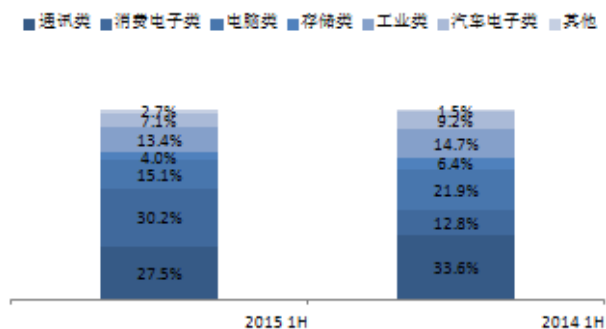
资料来源：Wind，华金证券研究所

由于苹果订单到 6 月才开始逐步进入规模出货水平，低于之前预期，因此公司 2014 年第三季度投产的环维电子 2015 年上半年出现 1.57 亿人民币的亏损，使得上半年整体的净利润为 2.37 亿人民币，同比下降 31.22%，如果不考虑环维电子的亏损，公司上半年其他传统业务的净利润达到 3.94 亿人民币，同比上升 14.2%，保持了稳定的增长。我们预计随着销售规模的增长，新产能的利用率提升，环维电子的亏损有望减少甚至扭亏，从而对公司业绩产生正面贡献。

（二）消费电子类产品毛利率承压，规模化后盈利能力可期

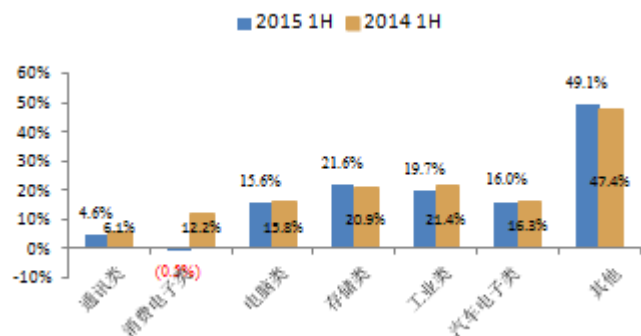
产品细分看，随着苹果产品的订单增加，消费电子类产品超越通讯 Wifi 类产品成为公司营收中占比最大的份额，受到客户订单的延期，消费电子产品毛利上半年为亏损，随着产品逐步进入规模化量产，毛利率水平将会恢复正常状况，产品最终净利润率也将回归。

图 6：产品收入细分（2015 1H v.s. 2014 1H）



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 7：产品细分毛利率变动（2015 1H v.s. 2014 1H）



资料来源：wind, 华金证券研究所

（三）重大事项

公司还公布了股权激励计划草案，拟向激励对象授予 3,000 万份股票期权，约占本激励计划签署时公司股本总额 2,175,923,580 股的 1.38%，计划涉及的激励对象为中层管理人员、核心业务（技术）人员，共计 1406 人，授予的股票期权的行权价格为 15.54 元。计划授予的股票期权，分五个年度进行绩效考核并行权，以达到绩效考核目标作为激励对象的行权条件。

从公布的股权激励计划看，公司的考核标准为主营业务收入增长不低于 15%，首期行权年度等待期为 2 年，主要激励对象为公司中层员工及业务技术人员，受惠人数较多，有利于团队整体的核心凝聚力，对于公司的运营管理及盈利水平有正面推动作用。

三、盈利预测及估值

公司消费电子类产品收入随着苹果新品订单持续增加，收入将会大幅度的提升，其他产品分类的收入维持稳步增长的趋势。盈利能力方面，消费电子类产品的毛利率水平将会逐步提升，预计将会有高单位数的水平。此外，公司微小化系统其它产品线的扩张以及汽车电子业务的增长将有望成为新的收入及盈利的增长点。

我们预测公司 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.39、0.50 和 0.56 元。净资产收益率分别为 12.3%、14.1%和 14.2%，给予买入-A 评级，6 个月目标价为 17.70 元，相当于 2015 年至 2017 年 44.9、35.0、31.4 倍的动态市盈率。

四、风险提示

宏观经济增长不及预期影响行业的终端需求；

公司客户集中度较高，主要终端大客户的订单变动对于公司业绩产生显著影响；

新产品及工艺的良品率及可靠性存在不确定性风险；

财务报表预测和估值数据汇总
利润表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	14,272.3	15,873.0	22,364.4	27,894.0	32,759.4
减:营业成本	12,570.7	13,804.6	19,773.3	24,538.6	28,810.3
营业税费	12.2	18.3	18.9	26.5	32.2
销售费用	217.9	279.3	362.8	456.4	547.9
管理费用	855.4	1,036.5	1,316.0	1,711.5	2,025.6
财务费用	14.5	-15.0	28.5	34.2	42.8
资产减值损失	13.2	1.2	11.3	8.6	7.0
加:公允价值变动收益	-0.2	-2.1	-1.2	0.2	0.3
投资和汇兑收益	28.4	52.7	111.8	123.0	135.3
营业利润	616.5	798.9	964.3	1,241.3	1,429.2
加:营业外净收支	14.6	12.3	15.7	14.2	14.1
利润总额	631.2	811.2	980.0	1,255.5	1,443.3
减:所得税	67.0	109.8	122.5	156.9	216.5
净利润	564.2	701.4	857.5	1,098.6	1,226.8

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	2,224.7	4,219.3	5,591.1	6,973.5	8,189.9
交易性金融资产	0.0	-	0.1	0.1	0.1
应收帐款	3,243.1	3,568.4	6,754.1	6,058.6	8,683.4
应收票据	38.1	39.1	33.3	76.6	54.8
预付帐款	4.7	16.2	8.6	19.7	17.9
存货	1,561.1	1,880.0	3,245.4	3,054.7	4,293.9
其他流动资产	61.1	104.6	120.0	95.3	106.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,082.0	1,857.4	1,818.4	1,756.2	1,671.1
在建工程	107.8	152.6	152.6	152.6	152.6
无形资产	27.4	28.9	18.0	7.1	-
其他非流动资产	128.4	467.0	402.2	417.3	412.7
资产总额	8,478.4	12,333.6	18,143.6	18,611.6	23,583.0
短期债务	1,181.3	1,381.5	2,145.2	2,511.4	4,031.0
应付帐款	3,148.0	4,199.6	5,933.1	6,767.8	8,235.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	267.5	366.4	285.1	311.8	326.4
长期借款	47.7	-	1,649.5	120.3	1,226.5
其他非流动负债	32.8	60.0	45.6	46.1	50.6
负债总额	4,677.4	6,007.5	10,058.5	9,757.4	13,870.1
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	1,011.7	1,088.0	2,175.9	2,175.9	2,175.9
留存收益	2,829.5	5,309.0	4,821.3	5,590.3	6,449.0
股东权益	3,801.0	6,326.1	6,997.2	7,766.2	8,624.9

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	564.2	701.4	857.5	1,098.6	1,226.8
加:折旧和摊销	242.1	240.3	200.0	223.1	242.2
资产减值准备	13.2	1.2	-	-	-
公允价值变动损失	0.2	2.1	-1.2	0.2	0.3
财务费用	-4.9	25.1	28.5	34.2	42.8
投资损失	-28.4	-52.7	-111.8	-123.0	-135.3
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	860.9	143.7	-2,861.6	1,705.4	-2,358.0
经营活动产生现金流量	1,326.4	963.2	-1,888.7	2,938.4	-981.3
投资活动产生现金流量	-31.3	-954.7	-38.4	-26.9	-14.7
融资活动产生现金流量	-147.9	1,963.7	3,298.9	-1,529.1	2,212.3

财务指标

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
年增长率					
营业收入增长率	7.0%	11.2%	40.9%	24.7%	17.4%
营业利润增长率	-17.0%	29.6%	20.7%	28.7%	15.1%
净利润增长率	-12.8%	24.3%	22.3%	28.1%	11.7%
EBITDA 增长率	-7.6%	16.8%	16.9%	25.6%	14.4%
EBIT 增长率	-16.3%	24.2%	26.6%	28.5%	15.4%
NOPLAT 增长率	-11.8%	20.2%	28.2%	28.5%	12.1%
投资资本增长率	-23.6%	12.1%	59.2%	-37.3%	75.2%
净资产增长率	10.4%	66.4%	10.6%	11.0%	11.1%
盈利能力					
毛利率	11.9%	13.0%	11.6%	12.0%	12.1%
营业利润率	4.3%	5.0%	4.3%	4.5%	4.4%
净利润率	4.0%	4.4%	3.8%	3.9%	3.7%
EBITDA/营业收入	6.1%	6.4%	5.3%	5.4%	5.2%
EBIT/营业收入	4.4%	4.9%	4.4%	4.6%	4.5%
偿债能力					
资产负债率	55.2%	48.7%	59.0%	55.7%	61.7%
负债权益比	123.1%	95.0%	143.8%	125.6%	160.8%
流动比率	1.55	1.65	1.88	1.70	1.70
速动比率	1.21	1.34	1.50	1.38	1.35
利息保障倍数	43.44	-52.25	34.88	37.26	34.41
营运能力					
固定资产周转天数	27	33	30	23	19
流动营业资本周转天数	50	29	40	40	38
流动资产周转天数	178	192	206	207	207
应收帐款周转天数	88	77	83	83	81
存货周转天数	41	39	41	41	40
总资产周转天数	210	236	245	237	232
投资资本周转天数	78	65	63	51	46
费用率					
销售费用率	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
管理费用率	6.0%	6.5%	5.9%	6.1%	6.2%
财务费用率	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
三费/营业收入	7.6%	8.2%	7.6%	7.9%	8.0%
投资回报率					
ROE	14.8%	11.1%	12.3%	14.1%	14.2%
ROA	6.7%	5.7%	4.7%	5.9%	5.2%
ROIC	16.0%	25.2%	28.8%	23.2%	41.5%
分红指标					
DPS(元)	0.08	0.10	0.12	0.15	0.17
分红比率	30.1%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.26	0.32	0.39	0.50	0.56
BVPS(元)	1.75	2.91	3.22	3.57	3.96
PE(X)	50.5	40.6	33.2	25.9	23.2
PB(X)	7.5	4.5	4.1	3.7	3.3
P/FCF	20.1	55.9	70.3	16.5	18.0
P/S	2.0	1.8	1.3	1.0	0.9
EV/EBITDA	23.1	28.8	22.1	15.9	14.7
CAGR(%)	24.9%	20.5%	9.8%	24.9%	20.5%
PEG	2.0	2.0	3.4	1.0	1.1
ROIC/WACC	1.7	2.7	3.0	2.4	4.4

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn