

环旭电子 (601231)
强烈推荐
行业：电子零部件制造

收购环隆电气、提升公司可持续发展能力

公司公告：拟由间接控股的台湾全资子公司环鸿科技出资，以新台币 7.92 亿（约 1.5-1.6 亿人民币）向日月光半导体购买关联企业环隆电气 99.008% 的股权。本次交易不构成重大资产重组，不需要股东大会批准。

投资要点：

- ✧ **收购标的为原环隆电气分立剥离投资业务后的股权，收购对价约 1 倍 PB。** 2015 年 4 月，环隆电子进行新设分立，成立环电股份、将其所有投资性业务转予环电股份。截至 6 月 30 日，环隆电气净资产为 6.25 亿新台币（约 1.24 亿人民币），此次收购评估净资产为 1.61 亿人民币、增值 30%。
- ✧ **收购将拓展公司业务范围和提升公司可持续发展能力。** 2014 年环隆电气实现营收新台币 286 亿（约 56 亿人民币），上半年实现营收新台币 149.5 亿（约 29 亿人民币），合并报表后将有效提升公司营收规模。
- ✧ **受 S1 模组量产推迟和良率影响，公司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；主要环维电子 S1 模组上半年产生了 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。
- ✧ **主要客户第三季度新品上市有望拉动营收持续成长。** 环维电子上半年营收 19.68 亿元、S1 模组出货量超过 700 万只。第三季度随着主要客户新产品触控 SIP 模组大量出货，公司整体营收同比仍将持续成长。
- ✧ **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，引领 SIP 行业，从 WIFI 模组，发展到 S1 和触控模组，以及未来的摄像头 SIP 模组。
- ✧ **维持“强烈推荐”评级，目标价 17.5 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 17.5 元，16 年 25 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	37.08	26.37	17.68	13.16
P/B	4.12	3.66	3.14	2.65
EV/EBITDA	23	14	9	7

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： 17.5

当前股价： 11.95

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)	258
流通市值(亿元)	240
成交量(百万股)	5.65
成交额(百万元)	67.24

股价表现

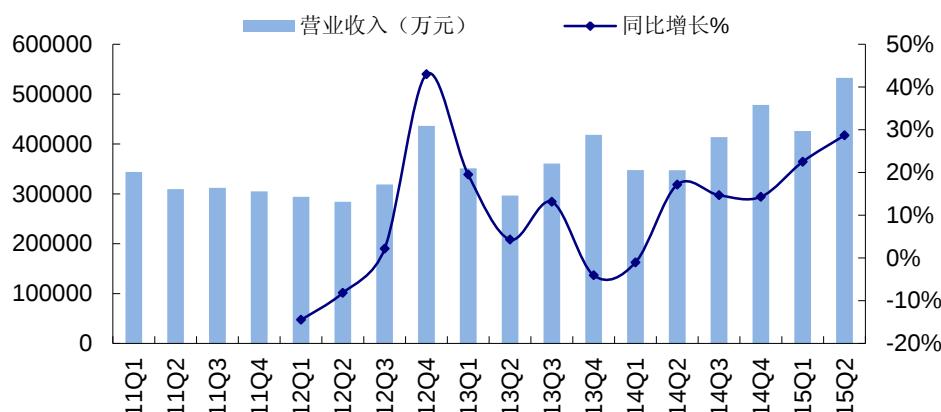


相关报告

- 《环旭电子-下半年盈利好于上半年，战略性看好公司 SIP 业务》2015-08-23
- 《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-战略聚焦微小化封装、SIP 模组驱动持续成长》2015-03-27

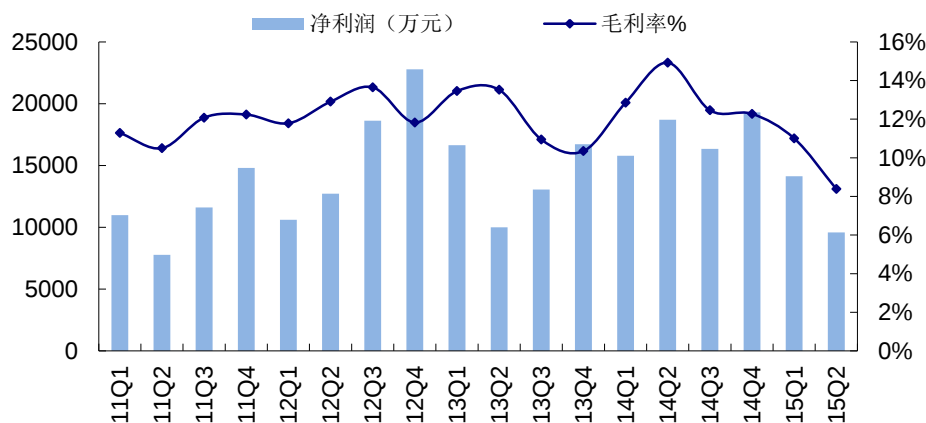
环旭电子季度运营业绩及营收结构

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

相关报告

报告日期	报告标题
2015-08-23	《环旭电子-下半年盈利好于上半年，战略性看好公司 SIP 业务》
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
流动资产	9828	10554	14489	18611
现金	4219	2000	2000	2000
应收账款	3521	5847	8509	11296
其它应收款	47	117	170	226
预付账款	16	10	15	20
存货	1880	2522	3710	4955
其他	144	59	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	14070	17823	21672
流动负债	5947	6946	9516	11832
短期借款	1381	1762	1889	1645
应付账款	4064	5172	7610	10165
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	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
负债和股东权益	12334	14070	17823	21672

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	963	-865	720	1235
净利润	701	986	1471	1975
折旧摊销	240	490	683	772
财务费用	-15	16	51	48
投资损失	-53	0	0	0
营运资金变动	92	-2364	-1527	-1597
其它	-2	6	42	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	146	-220	-735
短期借款	200	381	127	-245
长期借款	-48	0	0	0
普通股增加	76	1088	0	0
资本公积增加	1941	-1088	0	0
其他	-206	-235	-347	-490
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	23422	34086	45250
营业成本	13805	20689	30439	40660
营业税金及附加	18	21	31	41
营业费用	279	321	360	403
管理费用	1036	1214	1475	1775
财务费用	-15	16	51	48
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	1160	1731	2324
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	811	1160	1731	2324
所得税	110	174	260	349
净利润	701	986	1471	1975
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	701	986	1471	1975
EBITDA	1024	1667	2464	3144
EPS (元)	0.32	0.45	0.68	0.91

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	11.2%	47.6%	45.5%	32.8%
营业利润	29.6%	45.2%	49.2%	34.3%
归属于母公司净利润	24.3%	40.6%	49.2%	34.3%
获利能力				
毛利率	13.0%	11.7%	10.7%	10.1%
净利率	4.4%	4.2%	4.3%	4.4%
ROE	11.1%	13.9%	17.8%	20.1%
ROIC	21.4%	16.8%	21.4%	24.7%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	49.5%	53.6%	54.7%
净负债比率				
流动比率	1.65	1.52	1.52	1.57
速动比率	1.33	1.15	1.12	1.14
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.77	2.14	2.29
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	3.90	4.48	4.76	4.58
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	37.08	26.37	17.68	13.16
P/B	4.12	3.66	3.14	2.65
EV/EBITDA	23	14	9	7

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