

环旭电子 (601231)

强烈推荐

行业：电子零部件制造

第三季度重返增长、SIP 业务仍是明年战略重点

公司公布 2015 年 3 季报：1-9 月营收 154.4 亿元，同比增长 39.3%；归属上市公司净利润 4.7 亿元，同比下降 7.3%，(扣非净利润 3.98 亿元，同比下滑 16.1%)；每股收益 0.22 元。

投资要点：

- ✧ **受益核心客户新品推出，以及新增的触控模组业务量产，第三季度营收和净利润创历史新高。**第 3 季度营收 58.6 亿元，同比增长 41.6%，环比增长 10%；净利润 2.34 亿元，同比增长 43.3%，环比增长 144.2%。
- ✧ **环维电子 S1 模组业务盈利正在改善，上半年亏损是影响公司利润的主要因素。**环维电子上半年营收 19.68 亿元，亏损 1.57 亿元(2014 年亏损 1.88 亿元)，成为影响公司前三季度业绩的最主要因素(Q1-3 净利润分别为 1.4 亿、0.96 和 2.34 亿)。
- ✧ **收购环隆电气，整合 ASE 日月光集团 EMS 业务。**收购完成后，核心客户指纹识别模组注入环旭电子，预计 2016 年将增加 60 亿元营收，1 亿元净利润。(2014 年环隆电气实现营收新台币 286 亿、约 56 亿人民币，今年上半年实现营收新台币 149.5 亿、约 29 亿人民币)。
- ✧ **战略性看好公司 SIP 封装业务和国际级竞争能力。**公司具有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。公司与核心客户战略合作，提供了从 WiFi，Watch S1，触控模组，到新并购的指纹识别模组，以及未来的摄像头模组 SIP 业务。
- ✧ **公司推出期权激励计划。**拟向公司 1400 余名中层管理人员及公司核心业务(技术)人员授予 3000 万份股票期权，行权价格 15.54 元，行权期限 5 年，行权考核条件为年均营收增长 15%。
- ✧ **维持“强烈推荐”评级，目标价 17.5 元/股。**预测 15-17 年营收 238、352 和 399 亿元，净利润 7.35、12.5 和 16.2 亿元，每股收益 0.34、0.58 和 0.74 元。维持“强烈推荐”评级，目标价 17.5 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	23777	35204	39877
收入同比(%)	11%	50%	48%	13%
归属母公司净利润	701	735	1253	1619
净利润同比(%)	24%	5%	71%	29%
毛利率(%)	13.0%	9.9%	9.3%	9.7%
ROE(%)	11.1%	10.7%	15.9%	17.7%
每股收益(元)	0.64	0.34	0.58	0.74
P/E	20.35	38.86	22.78	17.63
P/B	2.26	4.17	3.62	3.13
EV/EBITDA	25	20	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 17.5

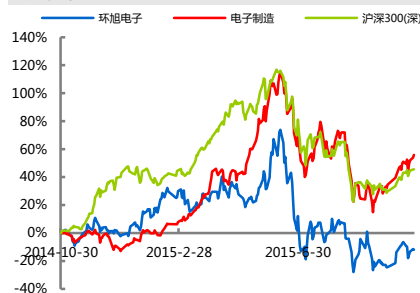
当前股价： 13.12

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)	285
流通市值(亿元)	265
成交量(百万股)	7.77
成交额(百万元)	102.88

股价表现



相关报告

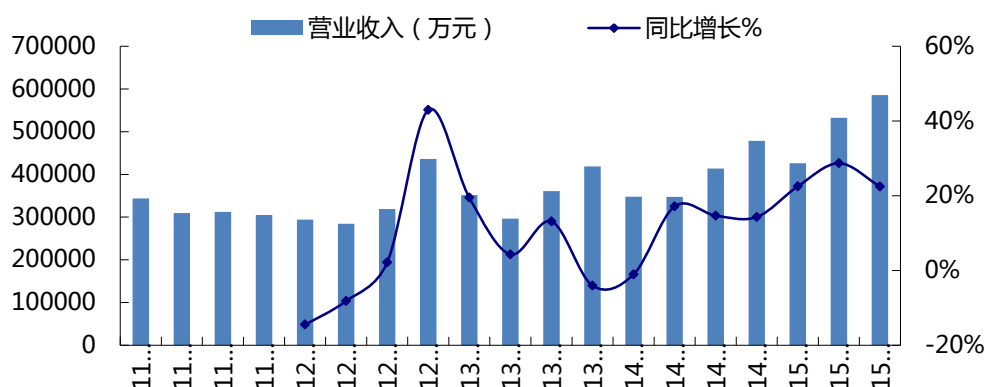
《环旭电子-收购环隆电气、提升公司可持续发展能力》2015-09-25

《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

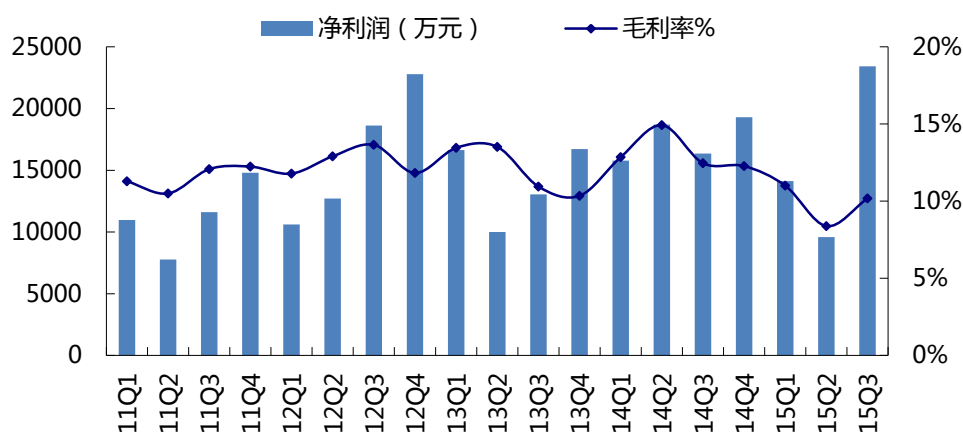
环旭电子季度运营业绩及营收结构

图 1 营业收入季度变动趋势（截至 3Q2015）



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 3Q2015）



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
2015-09-25	《环旭电子-收购环隆电气、提升公司可持续发展能力》
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	10734	14959	16669
现金	4219	2000	2000	2009
应收账款	3521	5935	8788	9954
其它应收款	47	119	176	199
预付账款	16	11	16	18
存货	1880	2610	3892	4389
其他	144	59	88	100
非流动资产	2506	2605	2601	2508
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1857	2120	2127	2044
无形资产	29	18	8	-3
其他	620	467	467	467
资产总计	12334	13339	17561	19178
流动负债	5947	6467	9648	10023
短期借款	1381	1102	1648	1000
应付账款	4064	5353	7983	9003
其他	502	12	18	20
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	6489	9678	10052
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	3132	4165	5408
归属母公司股东权益	6326	6850	7882	9125
负债和股东权益	12334	13339	17561	19178

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	963	-1221	203	1559
净利润	701	735	1253	1619
折旧摊销	240	401	504	593
财务费用	-15	-0	29	26
投资损失	-53	0	0	0
营运资金变动	92	-2365	-1627	-693
其它	-2	8	45	14
投资活动现金流	-955	-500	-500	-500
资本支出	997	500	500	500
长期投资	0	0	0	0
其他	43	0	0	0
筹资活动现金流	1964	-498	297	-1050
短期借款	200	-279	546	-648
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	-218	-249	-402
现金净增加额	1972	-2219	0	9

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	23777	35204	39877
营业成本	13805	21411	31930	36010
营业税金及附加	18	24	35	40
营业费用	279	265	279	293
管理费用	1036	1223	1468	1614
财务费用	-15	-0	29	26
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	853	1463	1894
营业外收入	22	20	20	20
营业外支出	10	9	9	9
利润总额	811	864	1474	1905
所得税	110	130	221	286
净利润	701	735	1253	1619
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	701	735	1253	1619
EBITDA	1024	1254	1996	2513
EPS (元)	0.64	0.34	0.58	0.74

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	11.2%	49.8%	48.1%	13.3%
营业利润	29.6%	6.8%	71.5%	29.4%
归属于母公司净利润	24.3%	4.7%	70.6%	29.2%
获利能力				
毛利率	13.0%	9.9%	9.3%	9.7%
净利率	4.4%	3.1%	3.6%	4.1%
ROE	11.1%	10.7%	15.9%	17.7%
ROIC	21.4%	14.0%	19.4%	23.2%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	48.6%	55.1%	52.4%
净负债比率				
流动比率	1.65	1.66	1.55	1.66
速动比率	1.33	1.25	1.14	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.53	1.85	2.28	2.17
应收账款周转率	5	5	5	4
应付账款周转率	3.90	4.55	4.79	4.24
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.34	0.58	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	-0.56	0.09	0.72
每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.15	3.62	4.19
估值比率				
P/E	20.35	38.86	22.78	17.63
P/B	2.26	4.17	3.62	3.13
EV/EBITDA	25	20	13	10

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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434