

2016年01月31日

公司研究•证券研究报告

环旭电子 (601231.SH)

2015 年业绩快报，下半年逐步趋稳

投资要点

◆ 公司动态：

公司发布 2015 年业绩快报，实现营业收入 213.23 亿元，同比上升 34.34%，实现营业利润 7.38 亿，营业利润率 3.46%，同比下降 1.6 个百分点，归属于上市公司股东净利润 6.71 亿元，同比下降 1.55%。2015 年下半年度公司营业收入 117.49 亿元，同比上升 31.34%，归属上市公司股东净利润 4.54 亿元，同比上升 27.35%。公司收入增长主要是由于通讯类、消费电子类、电脑类产品的收入提升，但是子公司环维电子的销售收入贡献尚不足以弥补较高的设备投入成本及制造费用，因此盈利出现了下滑。

◆ **公司 2015 年下半年业务逐步步入正常轨道**：尽管公司全年的净利润在收入大幅增加的情况下出现了小幅下降，但是可以看到的是，从 2015 年下半年起，随着主要客户的产品出货恢复正常后，公司之前受到较大影响的环维电子业务逐步进入了正常的轨道，营收显著增长，逐步减亏并有望实现盈亏平衡。从 2015 年下半年半年度的净利润增长水平与收入的增长水平也逐步趋同，我们预计，随着产线的稳定，公司对于相关业务的运营也逐步积累了足够的经营，并且其主要客户的产品销售也逐步获得市场认可后，2016 年公司相关业务将会稳步提升。

◆ **微小化系统模组技术未来前景广阔**：公司对于微小化系统模组技术的持续投入以及市场的开发为公司在相关领域内积累了充分的经验和市场知名度，相关技术在可穿戴设备、物联网产品、智能家居、虚拟现实等领域均具备了显著的应用前景，随着相关领域内的微小化系统模组技术的需求增长，公司可以充分享受其先发优势带来的市场占有率的快速提升。

◆ **高投入期趋于尾声，公司经营成本可控，有望进入收获期**：公司在过去 2 年内持续在微小化系统模组领域进行了技术研发的投入和产能的扩张，随着公司的高投入期趋于尾声，公司的除在研发方面继续有显著投入外，资本支出的规模将会缩减，着眼于提升现有资源利用的有效性，使得公司的生产成本和经营成本更加可控，在收入能够继续提升的前提下，公司有望进入收获期。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2015 年至 2017 年每股收益分别为 0.32、0.43 和 0.51 元。净资产收益率分别为 10.0%、12.4% 和 13.5%，给予买入-A 评级，6 个月目标价为 12.90 元，相当于 2015 年至 2017 年 40.3、30.0、25.3 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：市场整体需求不足；主要客户的产品需求不及预期；新产品技术存在经营及市场推广风险。

公司快报

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

12.90 元

股价(2016-01-29)

9.86 元

交易数据

总市值 (百万元)	21,454.61
流通市值 (百万元)	21,454.61
总股本 (百万股)	2,175.92
流通股本 (百万股)	2,175.92
12 个月价格区间	9.45/52.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.79	-12.49	-31.27
绝对收益	-32.97	-31.67	-46.4

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

环旭电子：第三季度收入持续增长，盈利大幅回升 2015-10-29

环旭电子：中报业绩受制于大客户进度，未来重回增长可期 2015-08-25

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	21,355.0	25,443.6	29,603.6
同比增长(%)	7.0%	11.2%	34.5%	19.1%	16.3%
营业利润(百万元)	616.5	798.9	782.3	1,067.5	1,303.3
同比增长(%)	-17.0%	29.6%	-2.1%	36.5%	22.1%
净利润(百万元)	564.2	701.4	690.3	935.7	1,119.8
同比增长(%)	-12.8%	24.3%	-1.6%	35.6%	19.7%
每股收益(元)	0.26	0.32	0.32	0.43	0.51
PE	38.0	30.6	31.1	22.9	19.2
PB	5.6	3.4	3.1	2.8	2.6

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	14,272.3	15,873.0	21,355.0	25,443.6	29,603.6	年增长率					
减: 营业成本	12,570.7	13,804.6	19,026.3	22,464.4	26,044.4	营业收入增长率	7.0%	11.2%	34.5%	19.1%	16.3%
营业税费	12.2	18.3	18.1	24.2	29.1	营业利润增长率	-17.0%	29.6%	-2.1%	36.5%	22.1%
销售费用	217.9	279.3	346.4	416.3	495.2	净利润增长率	-12.8%	24.3%	-1.6%	35.6%	19.7%
管理费用	855.4	1,036.5	1,256.6	1,561.2	1,830.5	EBITDA 增长率	-7.6%	16.8%	-1.3%	30.6%	19.8%
财务费用	14.5	-15.0	24.7	24.6	29.7	EBIT 增长率	-16.3%	24.2%	2.9%	35.3%	22.1%
资产减值损失	13.2	1.2	11.3	8.6	7.0	NOPLAT 增长率	-11.8%	20.2%	3.0%	35.3%	19.9%
加: 公允价值变动收益	-0.2	-2.1	-1.2	0.2	0.3	投资资本增长率	-23.6%	12.1%	50.0%	-40.3%	81.4%
投资和汇兑收益	28.4	52.7	111.8	123.0	135.3	净资产增长率	10.4%	66.4%	8.8%	9.5%	10.4%
营业利润	616.5	798.9	782.3	1,067.5	1,303.3	盈利能力					
加: 营业外净收支	14.6	12.3	15.7	14.2	14.1	毛利率	11.9%	13.0%	10.9%	11.7%	12.0%
利润总额	631.2	811.2	798.0	1,081.7	1,317.4	营业利润率	4.3%	5.0%	3.7%	4.2%	4.4%
减: 所得税	67.0	109.8	107.7	146.0	197.6	净利润率	4.0%	4.4%	3.2%	3.7%	3.8%
净利润	564.2	701.4	690.3	935.7	1,119.8	EBITDA/营业收入	6.1%	6.4%	4.7%	5.2%	5.3%
						EBIT/营业收入	4.4%	4.9%	3.8%	4.3%	4.5%
资产负债表						偿债能力					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	资产负债率	55.2%	48.7%	57.4%	52.6%	59.6%
货币资金	2,224.7	4,219.3	5,338.7	6,360.9	7,400.9	负债权益比	123.1%	95.0%	134.6%	111.1%	147.3%
交易性金融资产	0.0	-	0.1	0.1	0.1	流动比率	1.55	1.65	1.92	1.76	1.74
应收帐款	3,243.1	3,568.4	6,288.2	5,398.9	7,922.9	速动比率	1.21	1.34	1.52	1.43	1.39
应收票据	38.1	39.1	30.0	70.2	48.6	利息保障倍数	43.44	-52.25	32.73	44.42	44.85
预付帐款	4.7	16.2	7.6	18.2	15.8	营运能力					
存货	1,561.1	1,880.0	3,051.7	2,715.8	3,927.4	固定资产周转天数	27	33	31	25	21
其他流动资产	61.1	104.6	120.0	95.3	106.6	流动营业资本周转天数	50	29	40	40	37
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	178	192	208	209	207
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	88	77	83	83	81
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	41	39	42	41	40
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	210	236	249	242	235
固定资产	1,082.0	1,857.4	1,818.4	1,756.2	1,671.1	投资资本周转天数	78	65	64	51	46
在建工程	107.8	152.6	152.6	152.6	152.6	费用率					
无形资产	27.4	28.9	18.0	7.1	-	销售费用率	1.5%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
其他非流动资产	128.4	467.0	402.2	417.3	412.7	管理费用率	6.0%	6.5%	5.9%	6.1%	6.2%
资产总额	8,478.4	12,333.6	17,227.5	16,992.6	21,658.5	财务费用率	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
短期债务	1,181.3	1,381.5	1,910.6	1,936.0	3,347.3	三费/营业收入	7.6%	8.2%	7.6%	7.9%	8.0%
应付帐款	3,148.0	4,199.6	5,550.3	6,077.0	7,486.0	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	14.8%	11.1%	10.0%	12.4%	13.5%
其他流动负债	267.5	366.4	284.1	310.4	324.7	ROA	6.7%	5.7%	4.0%	5.5%	5.2%
长期借款	47.7	-	1,468.8	-	1,043.0	ROIC	16.0%	25.2%	23.1%	20.8%	41.9%
其他非流动负债	32.8	60.0	45.6	46.1	50.6	分红指标					
负债总额	4,677.4	6,007.5	9,259.4	8,369.5	12,251.6	DPS(元)	0.08	0.10	0.10	0.13	0.15
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	30.1%	30.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,011.7	1,088.0	2,175.9	2,175.9	2,175.9	股息收益率	0.8%	1.0%	1.0%	1.3%	1.6%
留存收益	2,829.5	5,309.0	4,704.2	5,359.2	6,143.1						
股东权益	3,801.0	6,326.1	6,880.1	7,535.1	8,319.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	564.2	701.4	690.3	935.7	1,119.8	EPS(元)	0.26	0.32	0.32	0.43	0.51
加: 折旧和摊销	242.1	240.3	200.0	223.1	242.2	BVPS(元)	1.75	2.91	3.16	3.46	3.82
资产减值准备	13.2	1.2	-	-	-	PE(X)	38.0	30.6	31.1	22.9	19.2
公允价值变动损失	0.2	2.1	-1.2	0.2	0.3	PB(X)	5.6	3.4	3.1	2.8	2.6
财务费用	-4.9	25.1	24.7	24.6	29.7	P/FCF	15.1	42.1	208.4	16.3	15.6
投资损失	-28.4	-52.7	-111.8	-123.0	-135.3	P/S	1.5	1.4	1.0	0.8	0.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	23.1	28.8	19.0	12.6	11.5
营运资金的变动	860.9	143.7	-2,581.7	1,739.6	-2,288.0	CAGR(%)	18.4%	16.9%	2.2%	18.4%	16.9%
经营活动产生现金流量	1,326.4	963.2	-1,779.8	2,800.1	-1,031.2	PEG	2.1	1.8	14.4	1.2	1.1
投资活动产生现金流量	-31.3	-954.7	-38.4	-26.9	-14.7	ROIC/WACC	1.7	2.7	2.5	2.2	4.5
融资活动产生现金流量	-147.9	1,963.7	2,937.6	-1,751.0	2,086.0						

资料来源: Wind 资讯 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.huajinsec.cn