



环旭电子

出其不意的资产注入，引人深思

公司动态

公司近况

环旭电子发布公告，拟通过全资子公司台湾环鸿科技向日月光集团购买其持有的环隆电气 99% 股权，由于环旭电子为日月光的孙公司，本次收购构成关联交易。

环旭电子将以现金出资按每股新台币 20 元收购，交易作价人民币 1.56 亿元，占环旭电子 9 月 24 日收盘总市值的 0.6%。

评论

理顺环旭股权关系，集团内部资源整合：日月光通过子公司环诚科技（控股 98.7%）间接持有环旭电子 78.2% 股权，而环隆电气原为日月光直接控股 99.0% 的子公司，本次收购使环隆电气成为环旭电子的孙公司。环旭电子 1H15 账面现金为 38 亿元，收购现金来源充裕。环隆电气 2014/1H15 营收为人民币 54.9/28.7 亿元，净利润为 -1,406/5,260 万元。

关联交易体量大，收购影响暂无法估量：之前日月光集团的指纹识别业务主要分成三部分操作。采购物料的营业额放在台湾环隆，采购人员及实施在环旭，采购回来半导体制程在日月光。2014 年环旭向环隆提供劳务而收取费用形成的关联交易达 1.38 亿元（vs. 此次交易作价 1.56 亿）。二者存在大量关联交易，因此收购对收入和利润的增厚暂无法估计，1H15 环隆净利润率为 1.8%。

日月光集团近期动作连连，彰显 SiP 产业趋势明确但竞争加剧：1) 日月光于 8 月提出拟收购矽品 25% 股份，随后矽品与鸿海透过增资新股交换策略结盟（鸿海将成为矽品最大股东），双方的合作着眼点便是 SiP。近期日月光已经完成 25% 的股权目标，并对矽品与鸿海的合作表示明确反对。2) 此次环旭对环隆的收购，判断是日月光集团对 SiP 布局的优化，SiP 多元化应用前景明确，市场竞争正在加剧，潜在新进入者增加，亦包含价格竞争的可能性。

近期股价反应偏向正面，但竞争态势值得关注：判断市场对此动作将普遍解读为优质资产注入，且公司这次收购出其不意，相当可能会对近期股价产生正面影响，但仍建议关注后续竞争。

估值建议

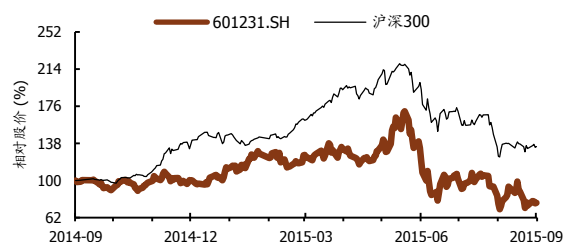
维持盈利预测，2015/16 年 EPS 为 0.45/0.69 元，目前股价对应 2015/16 年 P/E 为 26.6x/17.4x。维持推荐和目标价 18 元。

风险

大客户份额下降；SiP 良率爬升进度低于预期；大股东持续减持。

维持推荐

股票代码	601231.SH
评级	推荐
最新收盘价	人民币 11.95
目标价	人民币 18.00
52 周最高价/最低价	人民币 27.09~10.60
总市值(亿)	人民币 260
30 日日均成交额(百万)	人民币 148.15
发行股数(百万)	2,176
其中：自由流通股(%)	11
30 日日均成交量(百万股)	11.34
主营行业	电子元器件



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	14,272	15,873	23,835	33,255
增速	7.0%	11.2%	50.2%	39.5%
归属母公司净利润	564	701	978	1,496
增速	-12.8%	24.3%	39.5%	52.9%
每股净利润	0.26	0.32	0.45	0.69
每股净资产	1.75	2.91	3.28	3.85
每股股利	0.08	0.08	0.11	0.17
每股经营现金流	0.61	0.44	0.52	0.72
市盈率	46.1	37.1	26.6	17.4
市净率	6.8	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	28.2	22.4	16.9	11.1
股息收益率	0.7%	0.7%	0.9%	1.4%
平均总资产收益率	6.8%	6.7%	7.0%	8.5%
平均净资产收益率	15.6%	13.9%	14.5%	19.3%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

陈勤意

分析师

erica.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080007

SFC CE Ref: BAT983

宗佳颖

联系人

Jiaying.Zong@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S00801140800046



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	14,272	15,873	23,835	33,255	营业收入	7.0%	11.2%	50.2%	39.5%
营业成本	12,571	13,805	20,995	29,215	营业利润	-17.0%	29.6%	34.9%	53.7%
营业税金及附加	12	18	27	38	EBITDA	-8.0%	16.3%	29.6%	44.9%
营业费用	218	279	348	435	净利润	-12.8%	24.3%	39.5%	52.9%
管理费用	855	1,036	1,456	1,979	盈利能力				
财务费用	15	-15	-24	-29	毛利率	11.9%	13.0%	11.9%	12.2%
其他	28	51	44	40	营业利润率	4.3%	5.0%	4.5%	5.0%
营业利润	617	799	1,077	1,656	EBITDA 利润率	6.2%	6.5%	5.6%	5.8%
营业外收支	25	32	27	27	净利润率	4.0%	4.4%	4.1%	4.5%
利润总额	631	811	1,095	1,673	偿债能力				
所得税	67	110	116	177	流动比率	1.55	1.65	1.53	1.52
少数股东损益	0	0	0	0	速动比率	1.21	1.34	1.20	1.18
归属母公司净利润	564	701	978	1,496	现金比率	0.48	0.71	0.57	0.54
EBITDA	888	1,032	1,338	1,940	资产负债率	55.2%	48.7%	54.1%	57.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	2,225	4,219	4,780	5,994	回报率分析				
应收账款及票据	3,286	3,624	5,116	7,046	总资产收益率	6.8%	6.7%	7.0%	8.5%
预付款项	5	16	24	34	净资产收益率	15.6%	13.9%	14.5%	19.3%
存货	1,561	1,880	2,802	3,738	每股指标				
其他流动资产	56	88	80	71	每股净利润 (元)	0.26	0.32	0.45	0.69
流动资产合计	7,133	9,828	12,802	16,883	每股净资产 (元)	1.75	2.91	3.28	3.85
固定资产及在建工程	1,190	2,010	2,198	2,087	每股股利 (元)	0.08	0.08	0.11	0.17
无形资产及其他长期资产	107	387	402	411	每股经营现金流 (元)	0.61	0.44	0.52	0.72
非流动资产合计	1,346	2,506	2,749	2,684	估值分析				
资产合计	8,478	12,334	15,550	19,568	市盈率	46.1	37.1	26.6	17.4
短期借款	1,181	1,381	1,431	1,471	市净率	6.8	4.1	3.6	3.1
应付账款及票据	3,381	4,540	6,905	9,608	EV/EBITDA	28.2	22.4	16.9	11.1
其他流动负债	34	26	31	36	股息收益率	0.7%	0.7%	0.9%	1.4%
流动负债合计	4,597	5,947	8,367	11,116					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	80	53	53	68					
负债合计	4,677	6,007	8,420	11,183					
股东权益合计	3,801	6,326	7,131	8,385					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	8,478	12,334	15,551	19,568					
现金流量表									
净利润	564	701	978	1,496					
折旧和摊销	242	236	268	296					
营运资本变动	585	512	-44	-158					
其他	-51	-419	0	0					
经营活动现金流	1,326	963	1,137	1,568					
投资活动现金流入	398	43	-20	-12					
投资活动现金流出	-429	-997	-458	-183					
投资活动现金流	-31	-955	-477	-195					
股权融资	0	2,022	0	0					
银行借款	28	155	50	55					
其他	-176	-213	-149	-214					
筹资活动现金流	-324	1,751	-249	-372					
汇率变动对现金的影响	-16	0	0	0					
现金净增加额	955	1,759	411	1,001					

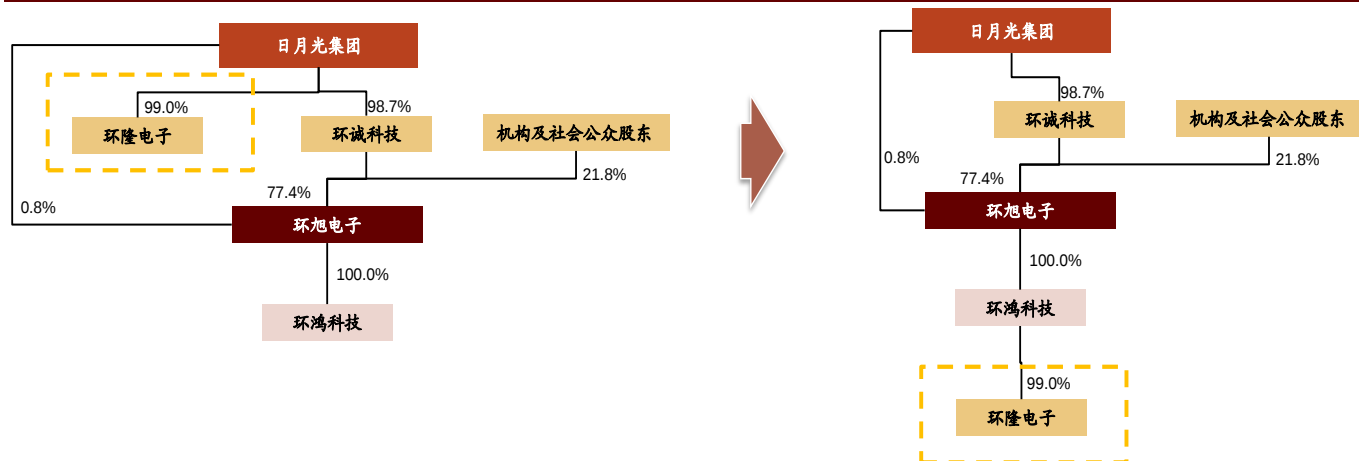
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

环旭电子成立于 2003 年 1 月，是电子产品领域提供专业设计制造服务与解决方案的大型设计制造服务商，于 2012 年 2 月上市。背靠日月光股东的技术与资源，成长性与盈利性领先行业，拥有苹果等一线国际客户。产品线涵盖通讯类、计算机及存储类、消费电子类、工业类、汽车电子类与其他类等六大类，并布局从“PCBA+组装厂”向 SiP 模组及系统整合的两端延伸，目前是 Apple Watch 的 SiP 模组独家供应商。

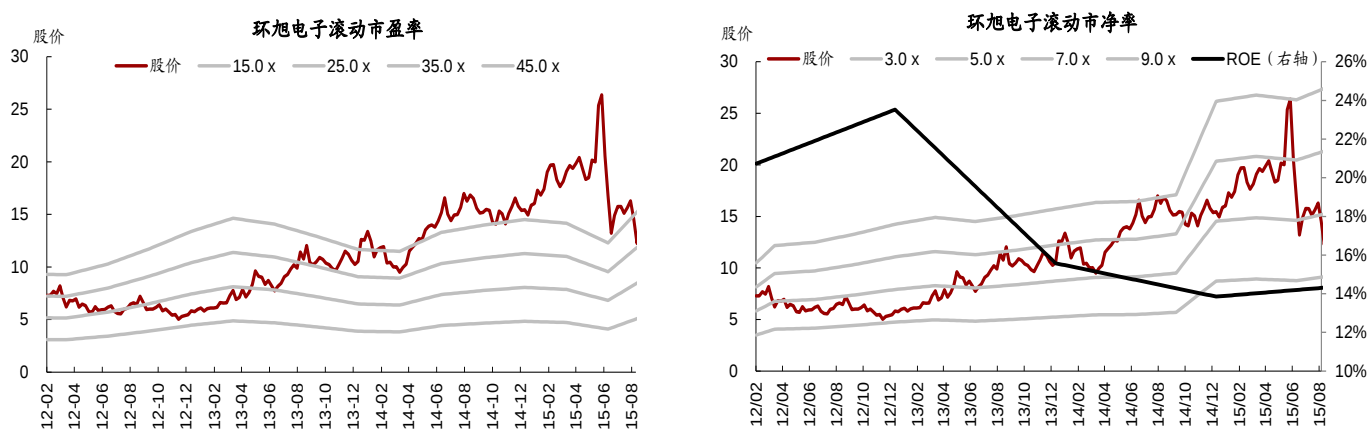


图表 1：交易前日月光集团股权结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：市盈率和市净率



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 3：可比公司估值表

公司	代码	股价	投资建议	总市值 (亿元)	EPS			市盈率			市净率		
					2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
安防产业链													
平均值								66.6	52.4	40.7	8.1	6.6	5.6
中位数								64.2	41.3	28.2	7.9	6.7	5.6
苹果产业链													
歌尔声学	002241.SZ	23.24	推荐	355	1.09	1.09	1.50	21.4	21.4	15.5	4.3	3.6	3.0
立讯精密	002475.SZ	29.00	推荐	362	0.76	0.75	1.15	38.2	38.5	25.1	7.9	6.5	5.1
环旭电子	601231.SH	11.95	推荐	260	0.32	0.45	0.69	37.1	26.6	17.4	4.1	3.6	3.1
德赛电池	000049.SZ	38.45	推荐	79	1.14	1.43	1.91	33.6	26.9	20.1	10.6	7.9	5.8
欣旺达	300207.SZ	23.59		149	0.27	0.54	0.87	88.6	44.0	27.1	10.3	8.3	6.6
大族激光	002008.SZ	20.35		215	0.67	0.74	1.03	30.4	27.4	19.8	5.2	3.9	3.4
安洁科技	002635.SZ	19.30		75	0.32	0.61	0.84	59.4	31.4	22.8	5.9	3.3	3.0
平均值								44.1	30.9	21.1	6.9	5.3	4.3
中位数								37.1	27.4	20.1	5.9	3.9	3.4
触摸屏产业链													
平均值								312.9	200.6	145.7	5.1	3.6	2.4
中位数								60.3	35.2	20.5	2.9	3.4	2.8
显示器件产业链													
平均值								44.7	29.2	22.9	2.0	3.0	2.5
中位数								40.1	30.3	21.7	2.7	2.3	1.9
LED产业链													
平均值								203.1	65.4	45.4	4.6	4.5	3.9
中位数								64.7	36.3	25.2	2.1	4.0	3.4
蓝宝石产业链													
平均值								145.7	96.6	55.2	5.0	7.1	6.5
中位数								54.5	34.2	24.1	5.0	5.0	4.3
金融设备													
平均值								35.2	27.6	21.9	5.8	4.8	3.8
中位数								29.3	24.4	19.5	5.7	5.2	4.1
智能穿戴													
平均值								89.4	70.8	39.1	6.3	5.6	4.8
中位数								95.8	66.0	40.7	6.0	5.0	4.6

资料来源：万得资讯，中金公司研究部 备注：股价更新至 2015-9-24，黄色标注的为中金覆盖公司，2015/16 EPS 为中金预测，其余为万得一致预测值



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

