

新股报告

电子制作服务行业

环旭电子（601231）

发行价 8 元

保荐人：长城证券

新股研究简报——主流电子制造服务厂商

建议申购

发行上市资料

发行总股本（万股）	1011
发行量（万股）	106
发行日期	2012. 2. 8

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.99
净资产收益率（%）	9.99
资产负债率（%）	59.05
流动比率（倍）	1.27
速动比率（倍）	0.94
存货周转率	3.76

投资要点

1. 首家在 A 股上市的台资电子制造服务商
公司是首家在 A 股上市的台资电子制造服务商，亦为全球最大封测厂商日月光旗下从事电子制造服务的核心企业。
2. 公司在所处领域竞争优势突出
经过多年的积累，公司形成了优秀的技术研发能力、制造工艺水平和整体服务质量。

风险提示：目标市场发展不达预期风险，技术革新过快风险，竞争加剧风险。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

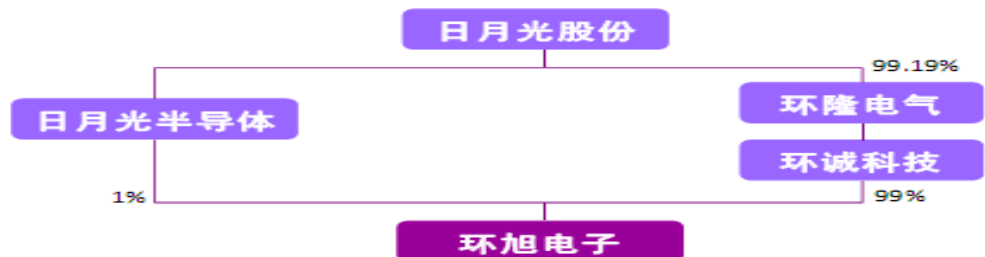
盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10687	13708	12700	15240	16764
(+/-%)	-25	28	-7.35	12	10
净利润(百万元)	314	539	449	534	619
(+/-%)	941	71	-16	19	16
每股收益（元）	0.31	0.53	0.44	0.52	0.61

公司股本结构

序号	股东名称	持股数量（股）	比例	股份性质
1	环诚科技	895,874,563	99%	外资股
2	日月光半导体	9,049,238	1%	法人股
合计		904,923,801	100%	-

资料来源:招股说明书



公司主营业务构成情况

本公司是电子产品领域提供专业设计制造服务及解决方案的大型设计制造服务商。公司主要为国内外的品牌厂商提供各类电子产品的开发设计、物料采购、生产制造、物流、维修等专业服务。报告期内，公司的主营业务未发生重大变化。电子制造服务是指为品牌商提供产品开发设计、原材料采购、生产制造、装配及售后服务等一个或多个环节除品牌销售以外的服务。电子制造服务模式根据服务范围的不同可划分为 EMS 和 ODM，而 DMS 为 EMS 和 ODM 两种模式的统称。

主要产品		主要用途	应用领域	主要最终品牌客户
通讯类产品	无线通讯模组	通过系统级封装技术及设计各组件间的电路连接，实现无线网络终端装置的一种或多种功能	笔记本电脑的无线通信、企业及电信业的无线应用、掌上型设备的无线通信	Apple、Intel
	无线网卡及客户端无线网络设备	用于无线局域网、网络设备间的无线通讯、无线数据传输和交换		
电脑及存储类产品	电脑主机板	用于电脑主机板和服务器周边附加卡	台式电脑、笔记本电脑、服务器	联想、IBM
	商用及网络存储设备	用于联接网络介质，实现数据存储	金融机构或需异地备份的信息存储	EMC、IBM、Intel
消费电子类产品		主要为液晶面板控制板及背光源模块控制板，用于控制液晶面板及其背光源	液晶电视、台式电脑液晶显示器、笔记本电脑液晶显示器	友达光电、奇美电子

行业情况

环旭电子 2010 年合并报表口径营业收入为 137.08 亿元，约折合为 20.70 亿美元。对照 MMI 统计的全球电子制造服务商中的排名，环旭电子应排名第 18 位。

随着电子制造服务模式的日益成熟和制造服务商综合服务能力的不断提升，全球电子制造服务业呈现出服务领域越来越广，代工总量逐年递增的发展态势。目前电子制造服务已经覆盖了家用电器、网络通讯、各类消费电子、车用电子、医疗设备、航空航天等各个领域。电子制造服务业在电子制造产业具有十分重要的地位。市场研究机构 TFI 采用了一个标准尺度——“EMS/ODM 渗透率”来衡量产业领域的外包数量，即 EMS/ODM 的销售收入占电子制造产业总销货成本的比率。2009 年全球电子制造产业的 EMS/ODM 渗透率增长至 24%，未来在网络设备行业，品牌商倾向将制造业务全部外包，渗透率将超过 90%，而消费电子等其他产业可能接近 40—50%。

竞争优势

1. 与国际大型品牌商建立了稳固的供应链合作伙伴关系：

目前公司已经与许多国际一流的大型电子产品品牌商，如苹果（Apple）、友达光电（AUO）、奇美电子（CMO）、联想（Lenovo）、英特尔（Intel）、摩托罗拉（Motorola）、EMC、Honeywell、IBM 等，建立了长期稳定的供应链合作关系。

2. 掌握市场需求变化及科技产业发展的主流趋势

基于与国际一流电子品牌厂商的紧密合作、对电子产品市场和电子信息技术主流发展趋势的密切跟进，本公司能够对市场需求变化快速作出反应，及时进行前瞻性部署和新产品的超前研发。本公司聚焦有利于发挥核心竞争优势的高成长性且具有一定规模的细分领域，并确保主要产品所应用的电子信息技术与主流发展趋势同步。

3. 行业领先的制程能力

本公司的 SMT 生产线拥有行业领先的制程能力，如贴装速度可达 10 万点/小时，贴片精度可达 ±0.035mm，贴片零件最小尺寸仅 0.25 × 0.125mm，可处理 PCB 尺寸最大达到 25 英寸，具备强大的模组化功能，能适应不同规格、不同尺寸、不同材质的贴装需求。

毛利率

单位：万元

毛利分类	2011 年 1-6 月		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
一、主营业务毛利	70,305.88	10.78%	156,518.38	11.43%	126,485.01	11.86%	136,472.76	9.53%
通讯类产品	18,273.05	7.51%	38,361.71	8.34%	22,761.26	9.22%	27,275.66	8.36%
电脑及存储类产品	19,970.99	18.52%	38,547.08	15.79%	36,923.63	14.71%	32,530.39	8.92%
消费电子类产品	9,086.06	8.96%	25,994.43	9.77%	25,486.58	9.51%	28,107.35	10.17%
工业类产品	11,457.36	11.00%	30,213.92	20.35%	20,827.10	19.26%	22,106.14	18.68%
其他类产品	11,518.43	12.03%	23,401.25	9.34%	20,486.45	10.64%	26,453.22	7.64%
二、其他业务毛利	1,007.78	99.64%	636.01	47.11%	2,063.01	95.63%	683.46	62.10%
三、综合毛利	71,313.66	10.91%	157,154.39	11.46%	128,548.02	12.03%	137,156.22	9.57%

2010 年度及 2009 年度，公司主要产品毛利变动分析：

单位：元

项 目	占主营业务收入比重		平均售价		平均单位成本		平均毛利	
	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年	2010 年	2009 年
通讯类产品	33.59%	23.15%	56.31	49.87	51.61	45.27	4.70	4.60
电脑及存储类产品	17.82%	23.54%	395.61	495.41	333.13	422.56	62.48	72.85
消费电子类产品	19.44%	25.12%	35.64	43.64	32.16	39.49	3.48	4.15
工业类产品	10.84%	10.14%	371.53	450.70	295.93	363.91	75.60	86.79
其他类产品	18.31%	18.05%	37.19	46.18	33.72	41.26	3.47	4.91

2010 年，通讯类产品的平均售价和平均成本较 2009 年分别上升 6.44 元、6.34 元，产品售价的涨幅大于成本的涨幅，使得通讯类产品平均毛利上升 0.10 元；电脑及存储类产品的平均售价和平均成本较 2009 年分别下降 99.80 元、89.43 元，产品售价的降幅大于成本的降幅，使得电脑及存储类产品平均毛利下降了 10.37 元；消费电子类产品的平均售价和平均成本较 2009 年下降 8.00 元、7.33 元，产品售价的降幅大于成本的降幅，使得消费电子类产品平均毛利下降了 0.67 元；工业类产品的平均售价和平均成本较 2009 年分别下降 79.17 元、67.98 元，产品售价的降幅大于成本的降幅，使得工业类产品平均毛利下降了 11.19 元；其他类产品平均售价和平均成本较 2009 年分别下降 8.99 元、7.55 元，产品售价的降幅大于成本的降幅，使得其他类产品毛利下降 1.44 元。

募资项目

单位：万元

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额	建设期	计划投资进度（万元）			备案或核准文号
					第一年	第二年	第三年	
1	无线通讯模组重点技改项目	43,523	40,323	3 年	22,281	17,618	3,624	沪张江园区管核(2010)008 号
2	研发中心建设项目	12,000	12,000	1.5 年	7,280	4,720	-	沪张江园区管核(2010)010 号
合 计		55,523	52,323	-	-	-	-	-

资料来源:招股说明书

无线通讯模组重点技改项目

1. 项目经济效益分析

项目建设期 3 年，达产期 4 年；达产后年平均增加营业收入 130,197.13 万元，年平均利润总额 9,806.75 万元；财务内部收益率（所得税后）为 18.00%。

本项目系在公司已有的技术积累和产品基础上，开发无线通讯模块小型化升级产品，该产品可内嵌 WiFi、蓝牙、卫星导航（GPS）、WiMAX 等多种无线发射模块，能适应无线通讯产品向轻薄短小方向发展的趋势，满足高性价比、小尺寸及多功能的无线通讯产品需求。该项目建设周期为 3 年。项目建成后，公司将新增无线通讯模组生产线 11 条，每条生产线年产能 240 万片，年新增无线通讯模块产能共计 2,640 万片。

2. 研发中心建设项目

本公司拟投入 12,000 万元，在现有研发中心的基础上进行系统化地研发中心扩建和技术升级，采购相关研发设备、引进研发人才，不断满足客户的研发设计服务外包需求，进一步提升本公司在无线通讯产品、商用及网络存储装置等细分产品领域的研发能力、整体制造工程能力并创造良好的研发环境。

估值：

预期公司发行后 11-13 年销售收入分别为 127 亿、152 亿、167 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 4.4 亿、5.3 亿、6.1 亿；对应摊薄后 EPS 分别为 0.4 元、0.52 元、0.61 元。目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 25 倍，但目前市场的新股发行价 PE 都在下降，因此给予 20 倍的估值为 8 元。而发行价为 8 元，如果考虑市场平均估值的话，上市当天可能区间为 9-10 元间。

免责声明及风险提示

上述内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本产品全部参与人员与本产品所评价或推荐的投资品种无任何利害关系。本产品版权归国信证券所有，未经书面许可机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

郑重提醒：股市有风险，投资需谨慎！

国信证券广州分公司 财富管理中心

地址：广州市天河北路 28 号时代广场东座 701

电话：95536（交易委托、7×12 小时业务咨询热线）、020-38908540（质量监控）

国信证券鑫网：www.guosen.com.cn

金太阳手机网址：wap.guosen.cn