

公司研究/季报点评

2017年05月02日

电子元器件/元件 II

投资评级：买入（调高评级）

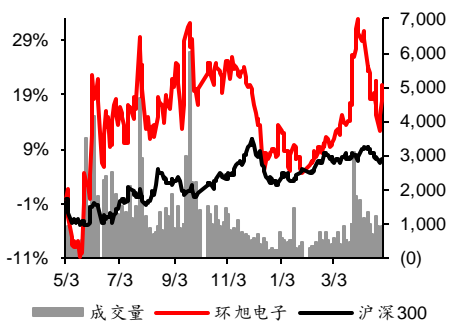
当前价格(元): 11.4
合理价格区间(元): 13.75~16.5

张騫 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1《环旭电子(601231,增持): SIP 技术龙头 前景广阔》2017.03
- 2《环旭电子(601231):全面整合 SIP 业务, 受益行业需求爆发》2015.10
- 3《环旭电子(601231):消费电子助推公司稳定增长》2013.03

股价走势图



资料来源: Wind

季报大超预期, SIP 市场机会显现

环旭电子(601231)

年报符合预期, 一季报大幅超市场预期

公司公布了 2016 年年报和 2017 年一季报。2016 年公司营收 239.84 亿, 同比降低 12.02%, 归属于上市公司股东净利润 8.05 亿元, 同比增长 5.84%。17 年一季度公司营收 64.70 亿元, 同比增长 31.99%, 环比降低 13.7%, 归属于上市公司股东净利润 2.87 亿元, 同比增长 239.72%, 环比增长 4.4%。创下公司上市以来的最佳单季度盈利。

Apple Watch 主推业绩超预期, 经营效率稳步提升

自 2016 年 Apple Watch 2 代推出以来, 我们看到公司经营效率稳步提升, 16 年 4 季度毛利率 11.8%, 17 年 1 季度毛利率 11.4%, 相比 16 年 1 季度毛利率 8.8% 已有大幅改善, 费用率方面, 管理费用率从 16 年 4 季度 5.8%, 到 17 年 1 季度 5.5%, 也在持续改善之中。17 年 1 季度公司营收增长超过 15 亿元, 通过产业链调研和我们测算, 主要来自于 Apple Watch 2 代增量订单, 相比去年同期出货不足 100 万/月, 我们测算 1 季度出货水平达到 250 万/月。

Apple Watch 3 代下半年启动, 脱离手机限制, 潜藏超预期机会

根据我们从产业链了解的信息, Apple Watch 3 代将于下半年启动量产, 作为苹果第三代智能手表, 预计将脱离手机限制, 不再依赖蓝牙与手机通信, 产品的可玩性和延展性大幅提升, 在目前市场对 Apple Watch 毫无预期的背景下, 潜藏了很大的超预期机会。

日月光携手高通, SIP 市场空间打开, 环旭电子有望成为核心

最近日月光与高通签署了合作框架协议, 计划投资 2 亿美元在巴西建设新的封测工厂, 结合我们从产业链调研的信息, 高通目前的战略是整合射频前端的技术和产品, 将 PA、Saw、Tuner 等射频器件整合, 以期利用高通在 AP、Baseband 上的优势推动射频业务发展。环旭电子目前是日月光集团所有 SIP 订单的承接方, 即使是芯片级 SIP, 也是环旭电子接单外发日月光, 考虑到射频器件的特性, 我们认为环旭电子有望成为实际承接高通订单的执行者, 也将大大打开 SIP 的市场空间, 为公司带来持续的成长期潜力。

业绩超预期, 上调盈利预测, 上调至买入评级

由于公司一季度业绩大超预期, Apple Watch 销售情况超市场预期, 我们调整对公司的盈利预测为 17-19 年净利润 12.07 亿元, 15.89 亿元, 18.79 亿元, 对应 EPS 为 0.55 元, 0.73 元, 0.86 元, 目前股价对应市盈率为 22.6X, 15.6X, 13.2X, 考虑到电子行业及集成电路行业可比公司估值多为 17 年 30X 以上, 我们认为目前合理估值为 2017 年 25X-30X, 对应目标价为 13.75 元~16.5 元, 上调至买入评级。

风险提示: Apple Watch 销售不达预期, iPhone 销售不达预期

公司基本资料

总股本(百万股)	2,176
流通 A 股(百万股)	2,176
52 周内股价区间(元)	8.48-12.55
总市值(百万元)	24,806
总资产(百万元)	14,330
每股净资产(元)	3.62

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	27,260	23,984	29,411	36,298	38,284
+/-%	71.74	(12.02)	22.63	23.42	5.47
归属母公司净利润(百万元)	761.12	805.58	1,207	1,589	1,879
+/-%	8.52	5.84	49.82	31.66	18.27
EPS(元, 最新摊薄)	0.35	0.37	0.55	0.73	0.86
PE(倍)	32.59	30.79	20.55	15.61	13.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

投资评级与估值

由于公司一季度业绩大超预期，Apple Watch 销售情况超市场预期，我们调整对公司的盈利预测为 17-19 年净利润 12.07 亿元，15.89 亿元，18.79 亿元，对应 EPS 为 0.55 元，0.73 元，0.86 元，目前股价对应市盈率为 22.6X，15.6X，13.2X，考虑到电子行业及集成电路行业可比公司估值多为 17 年 30X 以上，我们认为目前合理估值为 2017 年 25X-30X，对应目标价为 13.75 元~16.5 元，上调至买入评级。

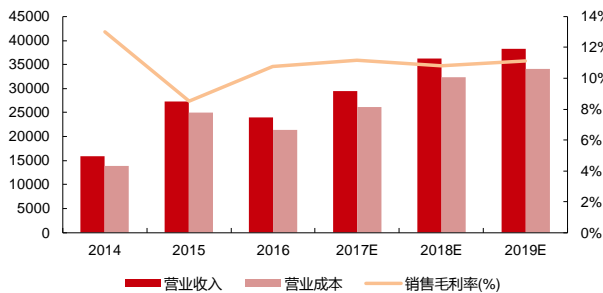
图表 1: 可比公司估值水平 (参照 Wind 一致预期, 股价对应 2017 年 4 月 28 日收盘价)

代码	简称	股价/元	市值/百万	17 净利润/百万	17PE
002475.SZ	立讯精密	27.13	57,517.19	1,896.15	30.3
002241.SZ	歌尔股份	17.37	53,128.83	2,153.73	24.7
002635.SZ	安洁科技	47.09	18,311.09	701.42	26.1
300433.SZ	蓝思科技	36.75	80,173.90	2,390.19	33.5
002456.SZ	欧菲光	38.80	42,147.14	1,416.77	29.7
300136.SZ	信维通信	35.44	34,831.66	935.94	37.2
000049.SZ	德赛电池	56.23	11,540.86	365.18	31.6
300207.SZ	欣旺达	11.75	15,188.30	680.98	22.3
002384.SZ	东山精密	22.38	18,964.59	715.55	26.5
603626.SH	科森科技	60.05	12,650.54	387.10	32.7

资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

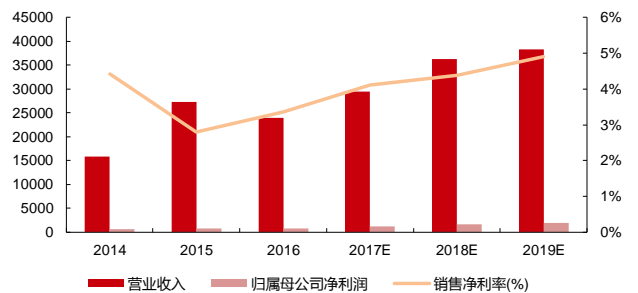
财务图表

图表 2: 营收及成本预测/单位: 百万元



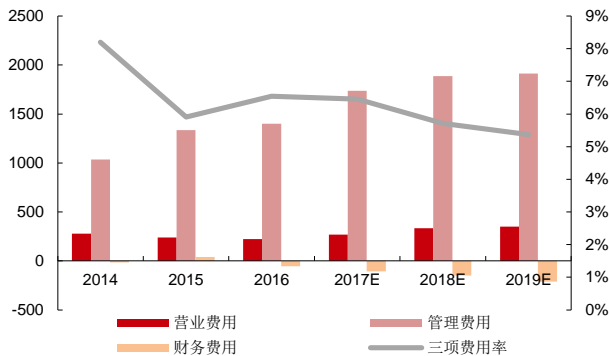
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 3: 营收及净利润预测/单位: 百万元



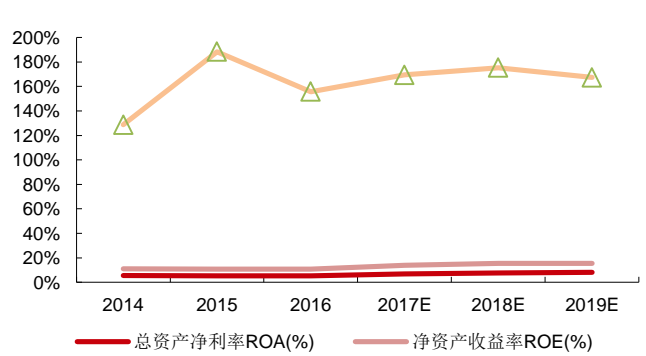
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 4: 费用构成/单位: 百万元



资料来源: Wind、华泰证券研究所

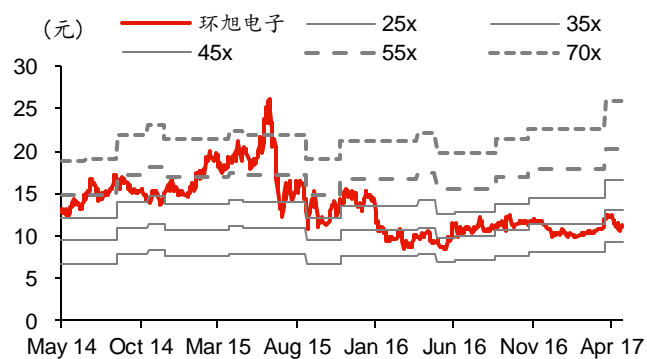
图表 5: 资产盈利能力假设



资料来源: Wind、华泰证券研究所

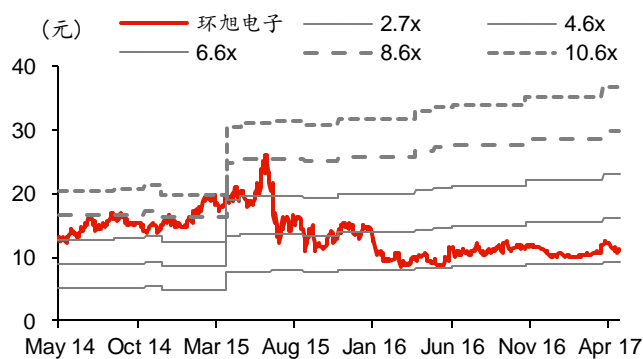
PE/PB - Bands

图表6: 环旭电子历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表7: 环旭电子历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,576	12,914	15,006	18,504	20,839
现金	4,078	4,756	5,596	6,805	8,619
应收账款	4,017	4,754	5,333	6,787	7,086
其他应收账款	87.87	41.56	77.57	91.88	88.07
预付账款	5.76	11.86	11.66	15.62	16.01
存货	3,247	2,805	3,440	4,249	4,470
其他流动资产	140.57	545.58	548.15	554.59	558.48
非流动资产	2,897	2,491	2,355	2,204	2,042
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	2,147	1,805	1,735	1,650	1,552
无形资产	32.44	31.19	21.99	12.42	3.06
其他非流动资产	718.02	654.74	597.82	541.70	487.69
资产总计	14,474	15,405	17,361	20,707	22,881
流动负债	7,326	7,678	8,439	10,181	10,486
短期借款	1,307	1,373	1,353	1,397	1,356
应付账款	5,245	5,498	6,307	7,984	8,332
其他流动负债	774.42	806.96	779.85	799.96	798.18
非流动负债	153.48	189.47	180.38	198.09	189.54
长期借款	0.00	75.29	75.29	75.29	75.29
其他非流动负债	153.48	114.19	105.10	122.81	114.26
负债合计	7,479	7,868	8,620	10,379	10,676
少数股东权益	1.34	2.34	3.30	4.57	6.08
股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176
资本公积	1,696	1,589	1,589	1,589	1,589
留存公积	3,198	3,786	4,977	6,566	8,445
归属母公司股	6,993	7,535	8,738	10,324	12,199
负债和股东权益	14,474	15,405	17,361	20,707	22,881

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	845.78	1,600	855.23	1,127	1,760
净利润	761.84	806.27	1,208	1,590	1,881
折旧摊销	496.77	559.73	235.75	250.97	261.38
财务费用	38.84	(53.06)	(106.57)	(148.09)	(210.56)
投资损失	(80.79)	(15.56)	(43.50)	(40.40)	(37.29)
营运资金变动	(139.89)	148.77	(431.07)	(552.12)	(127.15)
其他经营现金	(230.99)	154.34	(7.26)	26.55	(7.71)
投资活动现金	(341.31)	(778.97)	(102.88)	(110.37)	(114.03)
资本支出	869.08	249.22	100.00	100.00	100.00
长期投资	(25.80)	437.22	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	501.97	(92.52)	(2.88)	(10.37)	(14.03)
筹资活动现金	(843.37)	(258.14)	87.42	192.46	168.80
短期借款	(74.78)	66.70	(20.89)	44.86	(41.71)
长期借款	0.00	75.29	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,088	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(933.60)	(106.70)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(922.96)	(293.42)	108.30	147.61	210.51
现金净增加额	(267.78)	677.90	839.77	1,209	1,814

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	27,260	23,984	29,411	36,298	38,284
营业成本	24,935	21,398	26,126	32,379	34,031
营业税金及附加	23.96	35.21	34.29	42.51	48.56
营业费用	239.14	223.68	268.86	334.06	351.54
管理费用	1,334	1,399	1,735	1,888	1,914
财务费用	38.84	(53.06)	(106.57)	(148.09)	(210.56)
资产减值损失	(52.84)	(0.34)	(17.59)	(17.72)	(14.78)
公允价值变动收益	(0.68)	(5.77)	(3.46)	(3.76)	(4.00)
投资净收益	80.79	15.56	43.50	40.40	37.29
营业利润	822.47	990.57	1,410	1,858	2,197
营业外收入	32.01	61.71	38.55	44.09	48.12
营业外支出	11.24	44.93	27.82	30.76	32.15
利润总额	843.23	1,007	1,421	1,871	2,213
所得税	81.39	201.08	213.16	280.64	331.92
净利润	761.84	806.27	1,208	1,590	1,881
少数股东损益	0.72	0.68	0.97	1.27	1.50
归属母公司净利润	761.12	805.58	1,207	1,589	1,879
EBITDA	1,358	1,497	1,539	1,960	2,248
EPS(元)	0.35	0.37	0.55	0.73	0.86

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	71.74	(12.02)	22.63	23.42	5.47
营业利润	2.95	20.44	42.37	31.71	18.26
归属母公司净利润	8.52	5.84	49.82	31.66	18.27
获利能力(%)					
毛利率	8.53	10.78	11.17	10.80	11.11
净利率	2.79	3.36	4.10	4.38	4.91
ROE	10.88	10.69	13.81	15.39	15.41
ROIC	17.29	19.25	26.46	31.75	37.21
偿债能力					
资产负债率(%)	51.68	51.07	49.65	50.12	46.66
净负债比率(%)	18.40	18.41	16.56	14.19	13.40
流动比率	1.58	1.68	1.78	1.82	1.99
速动比率	1.13	1.31	1.36	1.39	1.55
营运能力					
总资产周转率	2.03	1.61	1.80	1.91	1.76
应收账款周转率	7.22	5.47	5.83	5.99	5.52
应付账款周转率	5.36	3.98	4.43	4.53	4.17
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.37	0.55	0.73	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.74	0.39	0.52	0.81
每股净资产(最新摊薄)	3.21	3.46	4.02	4.74	5.61
估值比率					
PE(倍)	32.59	30.79	20.55	15.61	13.20
PB(倍)	3.55	3.29	2.84	2.40	2.03
EV_EBITDA(倍)	15.51	14.07	13.68	10.75	9.37

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

