

强烈推荐-A (维持)

环旭电子 601231.SH

当前股价: 11.4 元
2017 年 05 月 02 日

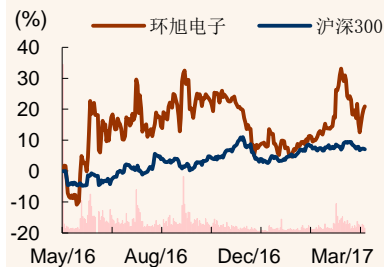
业绩超预期, 受益苹果新品周期和 SiP 发展趋势

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	217592
已上市流通股(万股)	217592
总市值(亿元)	248
流通市值(亿元)	248
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	12.8
资产负债率	45.0%
主要股东	环诚科技有限公司
主要股东持股比例	77.38%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-0	24
相对表现	-3	-3	15



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《环旭电子(601231)—静待 Apple Watch 放量推动业绩环比大幅改善》2015-04-22
- 《环旭电子(601231)—全球 SiP 龙头, 充分受益电子制造微小化大势》2015-04-13

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

李学来

lixuelai@cmschina.com.cn
S1090516070001

事件:

- 公司发布 2017 年一季报, 公司一季度实现营业收入 64.7 亿元, 较去年同期 49.02 亿元增长 15.68 亿元, 同比增长 32%; 实现归属于母公司所有者的净利润 2.87 亿元, 较去年同期 0.84 亿元增长 2.02 亿元, 同比增长 240%。

点评:

- 产品结构调整显成效, 业绩大幅增长超预期。** 得益于通讯类、消费类、存储类、工业类和汽车类产品的营业收入均有所增长, 公司一季度营业收入同比增长 32%。此外, 在公司着重于产品组合及获利结构的调整, 持续争取较好的交易条件下, 公司的获利能力相较 2016 年同期实现较大增长。公司一季度毛利润率为 11.44%, 增长 2.69 个百分点, 且高于 2016 你那全年的毛利率水平; 净利润率达到了 4.43% 的水平, 同比提升 2.7 个百分点; 实现归母净利润 2.87 亿元, 同比增长 240%, 创上市以来单季盈利记录。
- 苹果无线模组主力供应商, 受益于苹果新品周期。** 今年是苹果的创新大年, 苹果推出的新手机中将采用诸多新技术, 销量也极有可能创新高。环旭是苹果公司的无线模组主力供应商, 一方面受益于苹果新手机销量的增长, 另一方面参与苹果新品的创新, 有望切入指纹触控屏幕、电源管理、摄像头等一系列零组件芯片 SiP 微型化创新中, 提升单机价值。
- SiP 模组化是长期发展趋势, 智能终端产品中采用比例不断提升, 公司率先受益。** SiP (系统级封装) 是将多个不同功能的电子部件组装成一个个体, 且不需要传统的 PCB 板, 因此具有体积小、成本低、功耗小等优势, 符合电子产品轻薄短小的需求。在可穿戴和智能手机中 SiP 采用的比例越来越高, 后续有望延伸到电脑、Pad, 以及汽车和工业应用领域。公司凭借在器件微小化模组方面的技术优势, 以及日月光集团的技术和客户资源, 率先成为苹果 Apple Watch 等产品的 SiP 主要供应商之一。未来公司将开发更多的 SiP 产品, 开拓更多的客户, SiP 业务对业绩的贡献有望大幅提升。
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。** 我们看好公司在微小化模组制造中的龙头地位, 智能终端持续的 SiP 化为公司打开巨大成长空间。我们预计公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.53/0.65/0.84 元, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示:** 电子终端产品销量不及预期, 智能手机中 SiP 发展不及预期等。

财务数据与估值

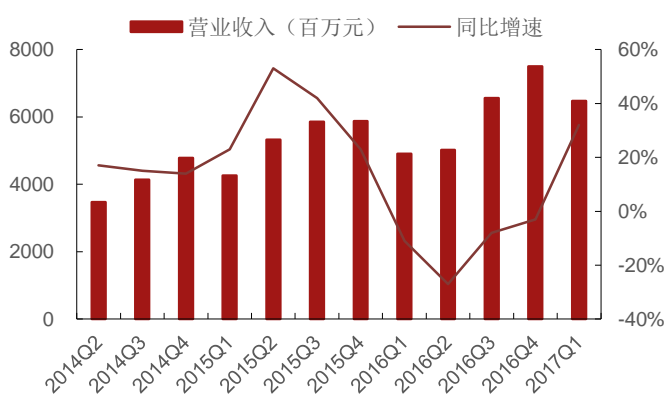
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	21323	23984	29162	34780	41697
同比增长	34%	12%	22%	19%	20%
营业利润(百万元)	738	991	1413	1749	2271
同比增长	-8%	34%	43%	24%	30%
净利润(百万元)	690	806	1149	1416	1832
同比增长	-2%	17%	43%	23%	29%
每股收益(元)	0.32	0.37	0.53	0.65	0.84
PE	35.9	30.8	21.6	17.5	13.5
PB	3.6	3.3	3.3	2.9	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

公司一季度业绩大幅增长超预期

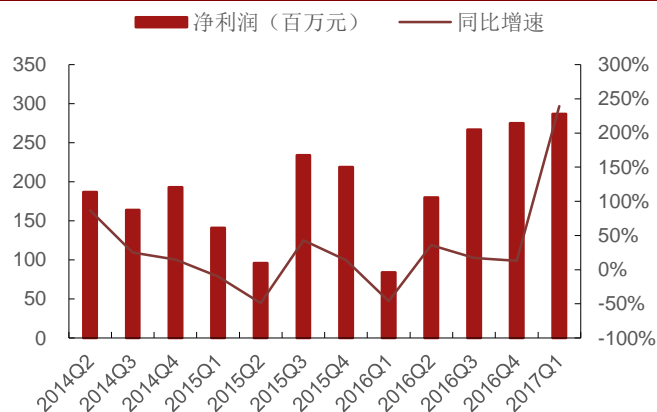
产品结构调整显成效，业绩大幅增长超预期。得益于通讯类、消费类、存储类、工业类和汽车类产品的营业收入均有所增长，公司一季度营业收入同比增长 32%。此外，在公司着重于产品组合及获利结构的调整，持续争取较好的交易条件下，公司的获利能力相较 2016 年同期实现较大增长。公司一季度毛利率为 11.44%，增长 2.69 个百分点，且高于 2016 你那全年的毛利率水平；净利润率达到 4.43%的水平，同比提升 2.7 个百分点；实现归母净利润 2.87 亿元，同比增长 240%。

图 1 公司的季度营收及其增速



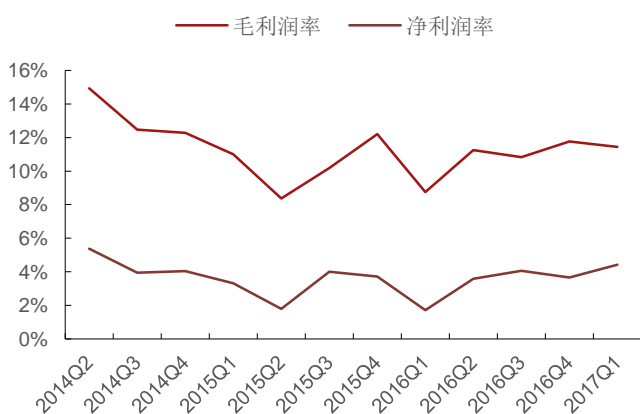
资料来源：招商证券、Wind

图 2 公司的季度净利润及其增速



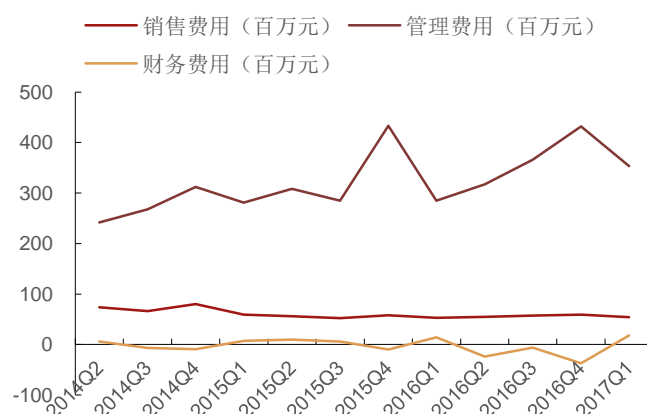
资料来源：招商证券、Wind

图 3 公司季度毛利率和净利润率



资料来源：招商证券、Wind

图 4 公司的季度三费情况



资料来源：招商证券、Wind

公司一季报解读电话会议纪要

1、公司 2017 年一季度的业绩情况

公司 2017 年第一季度实现营业收入 64.7 亿元，较去年同期 49.02 亿元，增长 15.68 亿元，同比增长 32%。本期因各产品线的增长和公司着重于产品组合及获利结构的调整，持续争取较好的交易条件的努力下，公司的获利能力相较 2016 年同期实现较大增长，2017 年第一季度实现营业利润 3.43 亿元，较去年同期 0.86 万元增长 2.57 亿元，同比增长 296.91%；实现利润总额 3.5 亿元，较去年同期 0.99 亿元增长 2.51 亿元，同比增长 254.56%；实现归属于母公司所有者的净利润 2.86 亿元，较去年同期 0.84 亿元增长 2.02 亿元，同比增长 239.72%。公司的净利润率达到了 4.43% 的水平。

2、公司 2017 年一季度业绩同比大幅增加的原因

2017 年一季度公司营收 64.7 亿元，同比增长 31.99%，主要由于今年一季度公司通讯类、消费电子类、存储类及工业类产品的营收均有增长；由于 2016 年一季度净利润仅为 0.84 亿元，今年一季度净利润 2.87 亿元，同比增长 239.72%；公司一季度的毛利率由去年的 8.75% 增长至今年的 11.44%，一季度的净利率由去年的 1.72% 增长至 4.43%，第一季的净利率的水平甚至高于 2016 年第四季度传统旺季的净利率水平，其中产品组合的优化对毛利率的提升产生较大的贡献，此外，环维电子的转亏为盈，对公司的盈利情况产生积极影响。

3、公司按季度营收及利润的趋势？2017 年预计的营收趋势

正常情况下，电子行业的规律是上半年景气度较差，下半年由于多数公司推出新产品上市景气度较好。

公司 2017 年一季度的营收同比增长 32%，虽然以往第二季度是电子行业销售的淡季，但公司展望第二季的目标是营业收入及毛利率都能维持与第一季相当的水平。本年度的后续变化趋势预计与往年相似，但最终营收的变化将取决于终端产品的市场销售状况，特别是新产品上市后的销售情况。利润的变化将取决于来自营收成长多寡及产品组合的变化，公司 2017 年会持续着重于产品组合及获利结构的调整，持续争取较好的交易条件以优化利润，以维持较佳的获利水平。

4、公司 2017 年一季度分产品类别营收及毛利变化情况

有关产品类别的营收变化，2017 年第一季度较 2016 年第一季度通讯类、消费电子类、存储类、工业类和汽车电子类产品的营收均有所增加；通讯类和消费电子类由于出货量增加营收有所增加；存储类产品因增加新客户产品出货，工业类产品去年则因客户的产品处于新旧产品交替期，营收有所下降，今年第一季度已恢复正常；汽车电子行业由景气带动营业收入成长；但电脑类产品由于市场已经较成熟，使得营业收入难有成长。

2017 年一季度较 2016 年毛利分析，公司 2016 年一季度的毛利率追溯调整后为 8.75%，在同一基础下，2017 年一季度的毛利率为 11.44%，增长 2.69 个百分点。且高于 2016 年全年度的毛利水平。毛利率的提升主要来自产品组合的优化。此外，子公司环维电子的转亏为盈，对公司的盈利情况产生积极影响。

5、2017 年的毛利预期是否会持续得到改善

相比去年的水平，今年获利水平和利润有一定上升，主要来自产品组合的优化。此外，子公司环维电子的转亏为盈，对公司的盈利情况产生积极影响。公司将持续以改善获利

为目标的策略,通过产品组合的调整和商业模式的优化,在现有的获利基础上继续努力。然而,由于产品结构的变动情况,季度与季度之间,毛润率还是会出现波动,但全年整体毛利应该可以维持。

6、公司 2017 年一季度销售、管理、财务费用相较于 2016 年同期的比较分析

2017 年一季度较 2016 年一季度营收增长 31.99%,销售费用增加 1.82%,管理费用增加 23.79%,财务费用增加 31.81%。销售费用差异不大;管理费用:薪资费用增加;财务费用:仍将维持财务收益,但今年第一季利息净收益减少。

7、公司的折旧情况,2017 年预估是多少

公司 2017 第一季折旧金额约为 1.2 亿元的水准,较 2016 年平均水平稍有下降。2017 年折旧金额目前预估约为 5.5 亿元与 2016 年相差不大。

8、公司 2017 年哪些板块预期有增长

2017 年预计存储类及汽车电子类将持续增长,通讯类产品及消费电子类产品也有机会成长,但最终的营收变化结果将取决于整体市场景气程度及终端产品特别是新产品推出上市后的销售状况。

9、公司 2017 年的资本设备支出情况

2017 年的目标仍是将现有资源进行更有效的利用,有关资本设备支出主要是用于将产能汰换及升级的投资,资本支出将比 2016 年高,但仍远低于 2014~2015 年的水平。

10、环维电子的情况

环维电子 2016 年第四季度已经实现营业利润为正,2017 年一季度持续获利,主要原因是公司着重产能结构的矫正、加强成本管控,并持续争取较好的交易条件以持续优化利润,产品出货量较去年同期亦有所增加。

未来环维电子的营业收入变化还是会与终端产品的销售状况息息相关,公司会对环维电子持续进行调整,除了降低环维电子的整体成本,并引进新的产品生产,加强环维电子的产能利用,持续争取更好的交易及订单条件,这是我们在过去持续努力的目标,也在未来会持续进行。

11、公司汽车电子的未来布局

我们除了在传统的汽车电子方面持续追求成长外,我们也在积极想进入整合产品的设计及制造,以智能汽车及车联网为目标市场,先以国内的车厂为合作对象,使公司的制造能力与研发能力相结合,并利用过去和国际车厂已有的合作经历,加速公司打入国内车厂的车联网相关产品的供应链。公司与国内知名车厂的合作在进行当中,鉴于和客户的保密协议,不方便说太多。

12、公司今年会从主要客户那里拿到新的 SIP 项目的单子吗?预计什么时候可以从主要客户那里拿到新的项目

公司不对单一客户发表评论。

整体而言,我们的 SIP 产品组合会比较稳定。我们目前的关注点在提高现有产品的质量 and 回报及利润率,我们并不是很在意我们有多少个项目。只有在新的项目订单的获利情况是合理的情况下,公司才会积极的接新的项目订单。

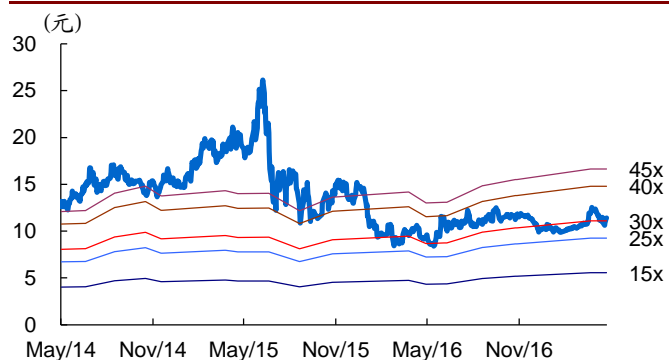
13、预计今年会有 SIP 业务的其他新客户吗

在公司业务发展的不同阶段,我们会有各类客户。但是基于我们跟客户签订的保密协议,我们不方便透漏太多有关于公司客户和项目订单的情况。然而,我们对于长远的发展还是保持乐观的态度。

14、有新闻报道日月光与高通合作在巴西建厂,对公司层面未来会有哪些影响

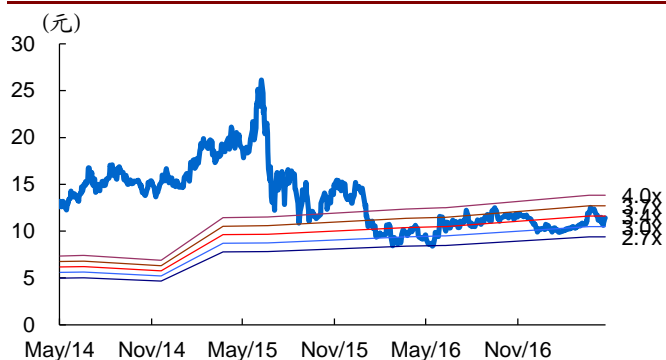
公司对控股股东的事项不做评论。如果涉及到公司的话,公司会依据相关规定进行公告。

图 5: 环旭电子历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 环旭电子历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10262	12914	13033	15574	18671
现金	4049	4756	3240	3980	4873
交易性投资	0	391	391	391	391
应收票据	21	28	33	40	48
应收款项	3473	4754	5756	6865	8230
其它应收款	91	42	51	60	72
存货	2521	2805	3392	4037	4815
其他	107	139	168	201	241
非流动资产	2769	2491	2239	2048	1902
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2023	1805	1615	1474	1368
无形资产	30	31	28	25	23
其他	715	655	596	549	511
资产总计	13031	15405	15272	17622	20573
流动负债	6136	7678	7484	8761	10303
短期借款	873	1373	0	0	0
应付账款	4598	5498	6667	7934	9464
预收账款	15	35	42	50	60
其他	650	772	774	777	779
长期负债	87	190	190	190	190
长期借款	0	75	75	75	75
其他	87	114	114	114	114
负债合计	6223	7868	7673	8950	10492
股本	2176	2176	2176	2176	2176
资本公积金	1474	1573	1573	1573	1573
留存收益	3159	3786	3847	4918	6325
少数股东权益	0	2	3	5	6
归属于母公司所有者权益	6809	7535	7596	8667	10074
负债及权益合计	13032	15405	15272	17622	20573

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1301	1601	1124	1249	1476
净利润	690	806	1149	1416	1832
折旧摊销	493	560	522	462	416
财务费用	17	24	(50)	(63)	(70)
投资收益	(80)	(16)	(41)	(41)	(41)
营运资金变动	368	230	(461)	(532)	(669)
其它	(187)	(3)	5	6	9
投资活动现金流	(713)	(779)	(228)	(228)	(228)
资本支出	(866)	(249)	(269)	(269)	(269)
其他投资	153	(530)	41	41	41
筹资活动现金流	(801)	(258)	(2411)	(282)	(355)
借款变动	(278)	646	(1373)	0	0
普通股增加	1088	0	0	0	0
资本公积增加	(1085)	99	0	0	0
股利分配	(544)	(1088)	(1088)	(345)	(425)
其他	18	84	50	63	70
现金净增加额	(213)	563	(1515)	739	893

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21323	23984	29162	34780	41697
营业成本	19093	21398	25950	30881	36835
营业税金及附加	24	35	43	51	61
营业费用	225	224	272	324	389
管理费用	1307	1399	1575	1878	2252
财务费用	12	(53)	(50)	(63)	(70)
资产减值损失	2	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(6)	(6)	(6)	(6)
投资收益	80	16	47	47	47
营业利润	738	991	1413	1749	2271
营业外收入	31	62	62	62	62
营业外支出	11	45	45	45	45
利润总额	757	1007	1430	1766	2288
所得税	67	201	280	349	454
净利润	690	806	1150	1417	1833
少数股东损益	0	1	1	1	2
归属于母公司净利润	690	806	1149	1416	1832
EPS (元)	0.32	0.37	0.53	0.65	0.84

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	34%	12%	22%	19%	20%
营业利润	-8%	34%	43%	24%	30%
净利润	-2%	17%	43%	23%	29%
获利能力					
毛利率	10.5%	10.8%	11.0%	11.2%	11.7%
净利率	3.2%	3.4%	3.9%	4.1%	4.4%
ROE	10.1%	10.7%	15.1%	16.3%	18.2%
ROIC	8.8%	8.3%	14.2%	15.4%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	47.8%	51.1%	50.2%	50.8%	51.0%
净负债比率	6.7%	9.4%	0.5%	0.4%	0.4%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	1.6	1.6	1.9	2.0	2.0
存货周转率	8.7	8.0	8.4	8.3	8.3
应收帐款周转率	6.1	5.8	5.5	5.5	5.5
应付帐款周转率	4.4	4.2	4.3	4.2	4.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.32	0.37	0.53	0.65	0.84
每股经营现金	0.60	0.74	0.52	0.57	0.68
每股净资产	3.13	3.46	3.49	3.98	4.63
每股股利	0.50	0.50	0.16	0.20	0.25
估值比率					
PE	35.9	30.8	21.6	17.5	13.5
PB	3.6	3.3	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	22.2	18.6	14.0	12.3	10.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，8年证券从业经验，08-11年在中信证券，11年加盟招商证券，现任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4名，11/12/14/15/16年《水晶球》电子行业第2/5/1/2/3名，10/14/15/16年《金牛奖》TMT/电子行业第1/2/5/3名。

马鹏清，上海交通大学工学本硕，金融学学士，2015年加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任国金证券交通运输、电子行业分析师。

李学来，中科院上海微系统与信息技术研究所微电子学博士，2年半半导体行业工作经验，3年证券从业经验，2016年3月加入招商证券，任电子行业分析师，之前就任东北证券电子行业分析师。

兰飞，复旦大学微电子与固体电子学硕士，曾任美国国家仪器应用工程师、区域销售经理，近6年集成电路、电子制造产业经验，2016年6月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

涂围，北京大学金融学硕士，浙江大学光电信息工程学学士，2016年7月加入招商证券，任电子行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。