

公司研究/动态点评

2017年07月31日

电子元器件/元件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

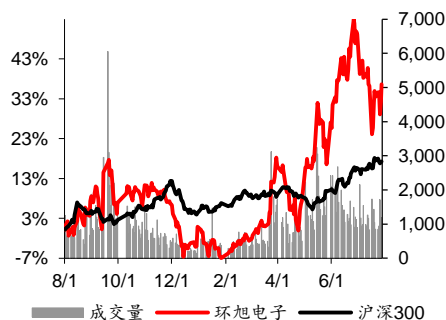
当前价格(元): 14.39
合理价格区间(元): 18.25~21.90

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,买入): 季报大超预期, SIP 市场机会显现》2017.05
- 2 《环旭电子(601231,增持): SIP 技术龙头 前景广阔》2017.03
- 3 《环旭电子(601231):全面整合 SIP 业务, 受益行业需求爆发》2015.10

股价走势图



资料来源: Wind

可穿戴业务反转 业绩喜人

环旭电子(601231)

半年报业绩喜人, 毛利净利水平齐升, 符合预期

公司公布半年度业绩快报: 2017 上半年营收为 128.92 亿元, 同比增长 29.88%, 净利润为 5.56 亿元, 同比增长 110.02%, 环比下滑 6%; Q2 单季度净利润为 2.69 亿元, 淡季不淡。上半年公司在通讯、消费、存储、工业与汽车类产品的营收都有增加, 电脑营收持平。整个上半年毛利率为 11.48%, 较去年同期上升 1.5%; 净利率达到 4.3%, 较去年同期上升 1.63%。公司业绩好转, 来自于产品组合优化以及产能利用率的提高。环维的好转为上半年的扭转做出了重要贡献, 预计下半年旺季来临, 营收好于上半年。

大客户产品可穿戴产品销量较好带来的订单量的提升

SIP 即系统级封装, 指将多种功能芯片集成在一个封装内, 缩小功能模块面积、提高电路系统效率及屏蔽电磁干扰等效果。SIP 是以后可穿戴设备实现功能多样、外形轻巧的必然选择, 公司将受益于可穿戴设备兴起的浪潮。环旭 SIP 封装技术领先, 是全球龙头行业, 生产线具备行业领先的制程能力。且公司为 Apple Watch 独家供应商。未来公司 SIP 技术将逐步在手机、电脑市场打开。除了穿戴设备之外, 2020 年 5G 将实现商用, 手机、电脑为 SiP 提供了更广阔的空间。伴随大客户去年在传感器领域投入和消费升级的趋势, 可穿戴产品的销售收入有望增长。

汽车电子先发优势, 逐步打开成长空间

汽车电子业务是公司未来发展的重点方向之一。凭借为国际一线大厂的供货经验, 公司的中控产品有望在国内市场率先取得突破。汽车电子市场空间较大, 产业链壁垒较高, 而公司先发优势明显。随着未来智能驾驶汽车电子化水平提升, 公司由 LED 车灯模块产品逐步扩展到中控板等其他品类, 汽车电子业务将成为驱动公司未来业绩增长的重要力量。

承接日月光优质客户与技术经验, 顺应 5G 潮流

公司隶属于日月光集团, 借助日月光集团的力量, 在客户资源和技术研发领域具备得天独厚的优势。日月光全球第一大外包封测厂, 拥有高通、博通等一线国际客户, 公司通过日月光已经进入世界一流品牌商的供应商体系, 未来公司在集团的介绍下还将承接更多优质客户。日月光与高通签署了合作框架协议, 计划在巴西投资建厂。5G 趋势下, 公司也将凭借日月光领先的技术经验, 领跑于同业。

布局可穿戴与汽车电子, 重申买入评级

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.55 元、0.73 元、0.86 元, 目前股价对应 2018 年 PE 分别为 19x。考虑到公司在可穿戴与汽车电子等领域均有布局, 并且有望成为日月光集团资产整合平台, 我们认为公司合理估值为 18 年 25x-30x, 对应目标价为 18.25~21.90 元, 重申买入评级。

风险提示: 可穿戴研发技术难度大; 市场竞争激烈。

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)	9.87-16.11
总市值 (百万元)	31,312
总资产 (百万元)	14,330
每股净资产 (元)	3.62

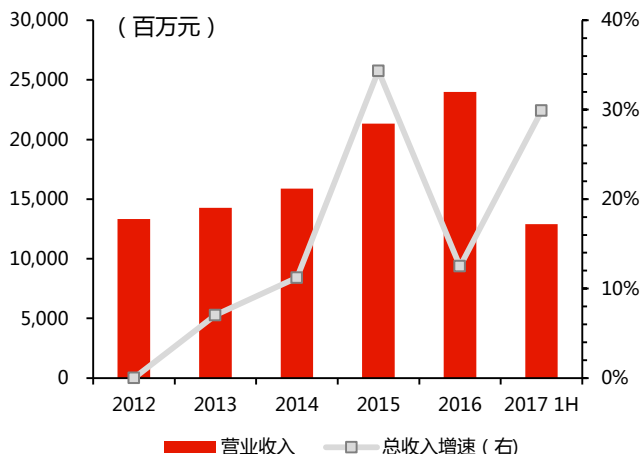
资料来源: 公司公告

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)	41.11	38.89	26.16	19.71	16.73

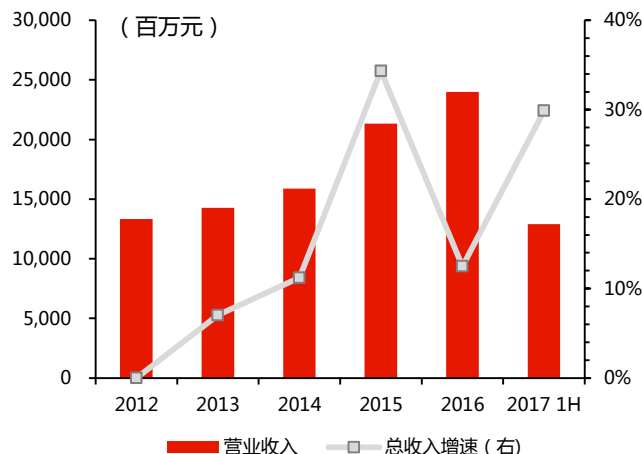
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 营收与增速



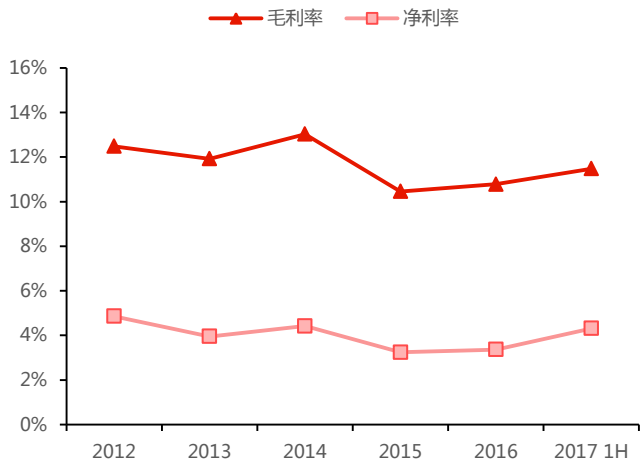
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 归母净利润与增速



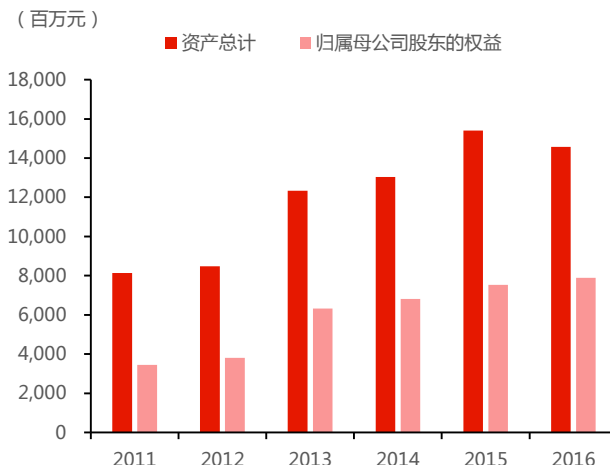
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 毛利率与净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

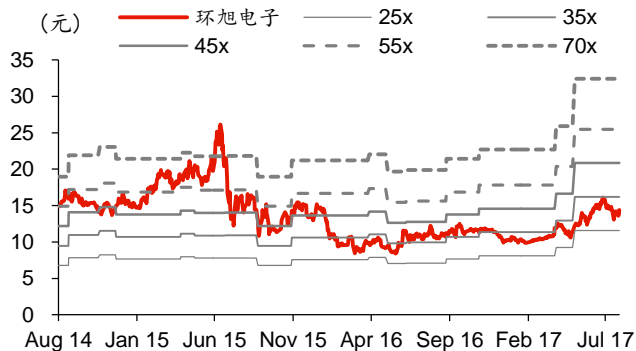
图表4: 资产与股东权益



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

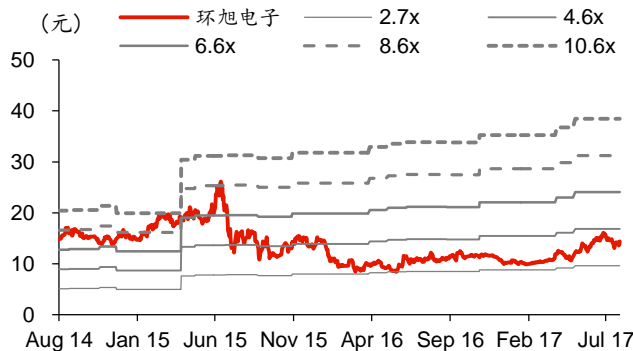
PE/PB - Bands

图表5: 环旭电子历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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)	41.11	38.89	26.16	19.71	16.73
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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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