

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年12月12日

**市场数据**

目前股价	16.59
总市值（亿元）	360.99
流通市值（亿元）	360.99
总股本（万股）	217,592
流通股本（万股）	217,592
12个月最高/最低	17.66/8.40

**分析师**

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

✉ zoulalan@cgws.com

联系人（研究助理）：郭旺

S1070119070022

☎ 021-31829735

✉ guowang@cgws.com

**股价表现**


数据来源：wind

**相关报告**

《SiP模组的龙头，产品多点开花打开增长空间》 2018年9月6日

《以消费电子为基，公司积极拓展汽车和工业类业务》 2018年10月30日

《落子大亚湾，回购显信心》 2019年2月12日

《消费电子助力业绩回暖，1月营收大增30%》 2019年2月20日

《消费电子驱动业绩高速增长，5G、可穿戴设备打开新增空间》 2019年3月28日

《业绩静待5G》

2019年8月26日

《8月营收增长超预期，苹果新品有望加速公司业绩释放》

# 收购 Asteelflash 加快全球化布局，5G、可穿戴设备带动 SiP 新增需求

——环旭电子（601231）点评

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	37412	47017	57115
(+/-%)	11.5%	25.7%	21.5%
归母净利润	1329	1717	2135
(+/-%)	12.7%	29.1%	24.4%
摊薄 EPS	0.61	0.79	0.98
PE	27	21	17

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**
**■ 事件：**

公司拟以 12.81 元/股发行 2693.78 万股股份为对价购买 ASDI 所持有的 Financière AFG S.A.S.（以下简称：FAFG）831.75 万股股份，并通过全资孙公司 USI 以现金约 4.03 亿美元收购 FAFG 89.6% 的股权。此次收购的 FAFG 估值约为 4.3 亿-4.7 亿美元。FAFG 为持股型公司，持有的核心资产为 100% 股权的 Asteelflash Group S.A.（以下简称“AFG”）。

**■ 收购 Asteelflash 加快全球化布局：**公司拟以支付现金和发行股份相结合的方式，收购 AFG 公司 100% 的股权。AFG（飞旭）是全球领先的 EMS 厂，在全球 EMS 企业中排名第 23 名，总部位于法国，主营业务为 PCBA 的贴片加工（SMT）以及基于 PCBA 基础上的模组及成品组装，业务范围覆盖工业类、能源管理类、数据处理、汽车电子、消费科技、运输、医疗等领域，在全球 4 大洲、8 个国家拥有 17 个制造基地，全球员工约 6,000 名。AFG 在 2018 年实现营收 10.48 亿美元（YoY+47.3%），净利润 6546 万美元（YoY+86.7%）；2019 年 1-7 月实现营收 7.50 亿美元，净利润 4352 万美元。通过收购 AFG 集团，公司可以加快国际化布局，获得 AFG 在欧洲、北美、北非的制造基地，并丰富公司的产品类型，与公司现有业务形成互补，充分发挥规模效应。

**■ 苹果新机持续热销，有望带动公司业绩持续增长：**苹果 9 月发布的 iPhone 11 系列手机持续热销，根据 TrendForce 的报告，预计 iPhone 手机四季度产量可达 6900 万部，出货量有望重回世界第二。明年苹果 Q3 将推出 3 款 5G 手机，搭载高通 X55 基带，预计从 2020 年 Q3 季度到 2021 年 1 月份的总出货量将达到 1.1 亿~1.2 亿部。从今年开始的 iPhone 11 系列手机全部配备超宽带技术 UWB，该技术能提供比 Wi-Fi、蓝牙更精准的定位能力。公司为今年新增的 UWB 供应商，未来随着苹果新机的持续热销，公司业绩有望持续高增长。

2019 年 9 月 16 日

《Q3 业绩大幅反弹，苹果新品有望带动公司业绩持续成长》 2019 年 10 月 29 日

- **AirPods Pro 导入 SiP 工艺，5G 有望为 SiP 带来新增空间：**今年苹果新发布 AirPods Pro 首次导入 SiP 设计，通过 SiP 封装工艺，AirPods Pro 可以将核心系统的体积大幅缩小，功耗降低，但同时保持众多优势。随着 AirPods Pro 持续热销以及出货量提高，公司有望于明年进入 AirPods Pro 的 SiP 模组供应商。在 5G 方面，5G 由于需要兼容的频段大幅增加，手机射频前端的元件数量将会大幅上升，带动 SiP 需求提高。另外，兼容 5G 毫米波的手机将需要用到 AiP 模组，预计到 2022 年大约会有 5.2 亿的 5G 产品，其中有 5%到 10%为 5G 毫米波，市场集中在北美、欧洲和日韩。公司是 SiP 模组的领导厂商，熟悉无线通讯 SiP 模组，有望受益于 5G 带来的新增空间。
- **维持“推荐”评级：**看好公司产业链地位的上升空间，技术优势有望在新应用领域不断扩大，苹果产业链复苏带动公司业绩成长，预估公司 2019 年-2021 年归母净利润为 13.29 亿元、17.17 亿元及 21.35 亿元，EPS 分别为 0.61 元、0.79 元、0.98 元，对应 PE 分别为 27.16X、21.03X、16.91X。
- **风险提示：**iPhone、iWatch 出货量不及预期，服务器市场需求不及预期，原材料成本涨价超预期。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	29705.6	33550.2	37411.83	47017.00	57114.56	<b>成长性</b>					
营业成本	26428.4	29907.5	33519.10	41947.91	50915.94	营业收入增长	23.9%	12.9%	11.5%	25.7%	21.5%
销售费用	240.14	280.44	336.71	376.14	456.92	营业成本增长	23.5%	13.2%	12.1%	25.1%	21.4%
管理费用	1638.62	609.91	748.24	846.31	1010.93	营业利润增长	58.0%	-11.4%	10.2%	32.5%	24.4%
研发费用	0.00	1312.48	1421.65	1833.66	2227.47	利润总额增长	55.3%	-10.9%	9.7%	32.5%	24.4%
财务费用	56.83	-47.29	32.90	1.64	-13.51	净利润增长	63.1%	-10.2%	12.7%	29.1%	24.4%
其他收益	21.35	35.56	60.00	60.00	60.00	<b>盈利能力</b>					
投资净收益	97.90	209.49	100.00	10.00	10.00	毛利率	11.0%	10.9%	10.4%	10.8%	10.9%
营业利润	1564.79	1386.67	1528.34	2024.92	2518.29	销售净利率	4.4%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%
营业外收支	-0.36	6.65	0.10	0.10	0.10	ROE	15.2%	12.5%	12.8%	14.6%	15.7%
利润总额	1564.43	1393.32	1528.44	2025.02	2518.39	ROIC	31.4%	19.4%	26.1%	27.8%	37.4%
所得税	250.33	213.35	198.70	307.80	382.79	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	0.20	0.25	0.40	0.65	0.56	销售费用/营业收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
净利润	1313.89	1179.72	1329.34	1716.56	2135.03	管理费用/营业收入	5.5%	1.8%	2.0%	1.8%	1.8%
<b>资产负债表</b>						研发费用/营业收入	0.0%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%
						财务费用/营业收入	0.2%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
流动资产	15263.7	17895.1	19282.55	24264.56	26654.18	投资收益/营业利润	6.3%	15.1%	6.5%	0.5%	0.4%
货币资金	5045.96	4610.75	6624.30	7051.29	9320.23	所得税/利润总额	16.0%	15.3%	13.0%	15.2%	15.2%
应收账款	5916.08	7649.82	7455.25	9818.21	10090.72	应收账款周转率	5.55	4.95	4.95	5.44	5.74
应收票据	89.97	87.57	110.40	138.40	163.84	存货周转率	8.63	7.40	7.40	7.80	8.00
存货	3317.61	4760.16	4299.06	6456.82	6272.17	流动资产周转率	2.11	2.02	2.01	2.16	2.24
非流动资产	2099.66	2256.27	2318.28	2619.91	2790.16	总资产周转率	1.81	1.79	1.79	1.94	2.03
固定资产	1510.51	1544.56	1574.99	1889.55	2077.15	<b>偿债能力</b>					
资产总计	17363.3	20151.3	21600.83	26884.48	29444.34	资产负债率	50.3%	53.3%	51.9%	56.1%	53.8%
流动负债	8605.16	10596.7	11072.93	14945.88	15700.52	流动比率	1.77	1.69	1.74	1.62	1.70
短期借款	939.48	1471.77	1471.77	1471.77	1471.77	速动比率	1.36	1.21	1.32	1.17	1.28
应付款项	6639.66	8093.31	8418.79	12245.49	12836.59	<b>每股指标 (元)</b>					
非流动负债	125.26	144.76	145.11	147.03	147.81	EPS	0.60	0.54	0.61	0.79	0.98
长期借款	0.00	0.00	0.34	2.27	3.04	每股净资产	3.97	4.32	4.77	5.42	6.25
负债合计	8730.41	10741.4	11218.04	15092.91	15848.33	每股经营现金流	0.57	-0.11	1.21	0.65	1.49
股东权益	8632.98	9409.90	10382.79	11791.57	13596.01	每股经营现金/EPS	0.94	-0.20	1.99	0.82	1.51
股本	2175.92	2175.92	2175.92	2175.92	2175.92	<b>估值</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
留存收益	4843.02	5620.19	6536.81	7722.43	9201.81	PE	27.47	30.60	27.16	21.03	16.91
少数股东权益	1.68	1.87	2.27	2.93	3.49	PEG	1.18	1.56	1.50	2.25	0.77
负债和权益总计	17363.3	20151.3	21600.83	26884.48	29444.34	PB	4.18	3.84	3.48	3.06	2.66
<b>现金流量表</b>						EV/EBITDA	16.23	18.26	17.46	13.16	9.81
						EV/SALES	1.06	0.97	0.82	0.64	0.49
经营活动现金流	1238.99	-218.88	2640.96	1413.48	3232.55	EV/IC	3.24	2.96	2.56	2.25	1.84
其中营运资本减少	-411.85	-1841.58	1102.24	-682.59	633.63	ROIC/WACC	3.18	1.96	2.64	2.79	3.73
投资活动现金流	-152.99	-308.67	-238.10	-678.84	-647.08	REP	1.02	1.51	0.97	0.81	0.49
其中资本支出	162.57	500.34	62.02	301.63	170.25						
融资活动现金流	-716.99	38.50	-389.33	-307.65	-316.53						
净现金总变化	289.74	-436.72	2013.54	426.99	2268.94						

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

李双红：0755-83699629, lishuanghong@cgws.com  
程曦：0755-83516187, chengxi@cgws.com  
黄秋璐：0755-83515203, huangqiuyu@cgws.com  
黄永泉：0755-83699629, huangyq@cgws.com  
佟骥：0755-83661411, tongji@cgws.com

**北京联系人**

赵东：010-88366060-8730, zhaodong@cgws.com  
王媛：010-88366060-8807, wyuan@cgws.com  
秦韵然：-, qinyunran@cgws.com  
褚颖：010-88366060-8795, chuying@cgws.com  
王旻：010-88366060-1133, wangdanqi@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚：021-61680314, xieyw@cgws.com  
陈钟山：021-31829712, chenzs@cgws.com  
周申力：021-31829708, zhoushenli@cgws.com  
张好元：021-31829699, zhangyuyuan@cgws.com  
张溪钰：021-31829710, zhangxiyu@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层  
邮编：518034 传真：86-755-83516207  
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044 传真：86-10-88366686