

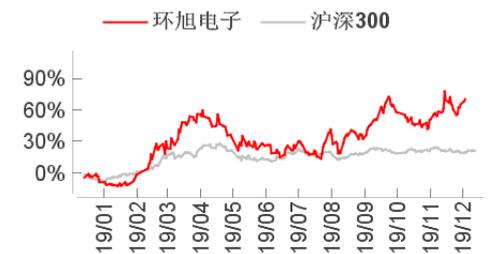
拟收购法国 EMS 公司，全球化布局再进一步



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年12月12日)	16.59元
目标价格	23.01元
52周最高价/最低价	17.33/8.63元
总股本/流通A股(万股)	217,592/217,592
A股市值(百万元)	36,099
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2019年12月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.00	7.59	12.93	68.43
相对表现	-0.30	7.91	14.98	45.71
沪深300	0.30	-0.32	-2.05	22.72



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888-8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050005

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888-6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

相关报告

三季度净利润创新高，微小化技术空间广阔 2019-11-01
阔：
7月重返高增长： 2019-08-12
穿戴式带动营收快速增长： 2019-05-04

- 公司拟现金和发行股份购买法国 EMS 公司 AFG。

核心观点

- **拟低估值收购全球化 EMS 公司：**公司拟以 4.3-4.7 亿美元收购总部法国的 EMS 公司 AFG，按 2018 年归母净利润 6542 万美元计算的 PE 估值仅为 6.6-7.2 倍，按三季度末 3 亿元净资产计算的 PB 估值仅为 1.4-1.5 倍。标的 89.6% 的股权将通过现金收购，剩余 10.4% 的股权将通过增发换股，环旭拟以每股 12.81 元的价格向 AFG 现股东 ASDI 发行近 2700 万股，锁定 3 年以绑定核心高管。以 2020 和 21 年累计实现净利润近 1.2 亿美元为基准，交易价格将有所调整。
- **标的与环旭互补性强：**1) 标的是全球第 23 大、欧洲第 2 大 EMS 公司，员工约 6,000 名，将进一步壮大环旭的规模。2) 主要服务欧美客户的“小批量、多品种”需求，包括发展阶段的本地化服务支持和规模化生产的低成本方案。业务范围覆盖工业类、能源管理类、数据处理、汽车电子、电子烟等消费科技、运输、医疗等，将丰富环旭的产品类型，降低大客户集中风险。3) 在全球 4 大洲、8 个国家（法国、德国、英国、突尼斯、美国、墨西哥、捷克、中国）拥有 17 个制造基地，销售均匀分布欧洲中东非洲（EMEA）、美国及亚太等地区，与环旭生产基地主要位于中国具有互补性。竞争公司包括贝莱胜（Plexus）、Benchmark、Scanfil、CTS、Sypris、Zollner 等欧美 EMS 公司。4) 标的财务状况好，资产负债率约 50%，2017-19 前三季平均净利率 5.7%，优于环旭，平均 ROE 超过 16%，在 A 股电子制造业较为领先。本次收购符合环旭的“模组化、多元化、全球化”发展战略目标。

财务预测与投资建议

- 根据 5G 毫米波 AiP 模组进展我们上调了 2020 年及后续预测。19-21 年盈利预测分别为每股收益 0.59/0.76/0.96 元(原预测为 0.59/0.75/0.92 元)，根据可比公司，给以 19 年 39 倍估值，对应目标价为 23.01 元，维持买入。

风险提示

- 收购 AFG 失败；主要客户订单波动；原材料价格波动；SIP 技术应用推广不及预期。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,706	33,550	37,602	46,750	57,535
同比增长(%)	24%	13%	12%	24%	23%
营业利润(百万元)	1,539	1,394	1,513	1,921	2,435
同比增长(%)	55%	-9%	8%	27%	27%
归属母公司净利润(百万元)	1,314	1,180	1,292	1,657	2,093
同比增长(%)	63%	-10%	9%	28%	26%
每股收益(元)	0.60	0.54	0.59	0.76	0.96
毛利率(%)	11.0%	10.9%	10.5%	10.5%	10.4%
净利率(%)	4.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%
净资产收益率(%)	16.3%	13.1%	13.1%	15.1%	16.8%
市盈率	27.3	30.4	27.8	21.7	17.1
市净率	4.2	3.8	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

AFG 公司财务状况好，资产负债率约 50%，2017-19 前三季平均净利率 5.7%，优于环旭，平均 ROE 超过 16%，在 A 股电子制造业较为领先。

图 1：AFG 公司财务数据

单位：百万美元	2017	2018	1-3Q2019
营业收入	712	1049	750
营业利润	43	92	66
归母净利润	35	65	44
净利率	4.9%	6.2%	5.8%
ROE	13.6%	20.5%	14.3%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：AFG 公司资产负债表数据

单位：百万美元	2017	2018	1-3Q2019
资产总计	503	589	610
负债总计	246	270	305
归母权益合计	257	319	305
资产负债率	49%	46%	50%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

AFG 公司的制造基地分布在全球 4 大洲、8 个国家（法国、德国、英国、突尼斯、美国、墨西哥、捷克、中国），总共拥有 17 个制造基地，销售均匀分布欧洲中东非洲（EMEA）、美国及亚太等地区，与环旭生产基地主要位于中国具有互补性。

图 3：AFG 公司制造基地分布在全球 4 大洲、8 个国家

制造基地特点	制造基地代表
贴近下游客户，服务快速 与客户同语言、同文化	欧洲（法国、德国、英国）北美（美国加州）
低成本	北非（突尼斯）东欧（捷克、波兰）北美（墨西哥）
成熟、完整的原有生产供应体系	亚洲（中国大陆、台湾地区）

数据来源：公司公告、东方证券研究所

AFG 制造产品种类较广泛，业务范围覆盖工业类、能源管理类、数据处理、汽车电子、电子烟等消费科技、运输、医疗等，将丰富环旭的产品类型，能有效降低大客户集中风险。

图 4：AFG 公司主要产品-工业类和能源管理类

产品名称	产品系列及图例	产品功能	产品应用领域
工业类			
6300系列		电梯的印刷电路板组件	工业PCBA，主要涵盖连接器，开关和其他工业电子PCBA产品
0010系列		自动门控制器的印刷电路板组件	
557系列		火灾报警器的印刷电路板组件	
能源管理类			
V-CG-S 模块		应急照明监控模块	用于公司和大型建筑物中的应急照明系统
HMI/PLC 带触摸屏		插入式通讯模块	工业人机界面
分布式电子驱动系统Rapid Link 4.0		在大型和小型输送机系统中使用，实现传送带电动机的开关、控制、保护以及联网	配送、生产物流、机场
模块化PLC XC		用于集成了现代通信概念和网络功能的中小型控制任务	工业通讯系统

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：AFG 公司主要产品-数据处理和汽车电子

数据处理			
路由器		路由器用于互连局域网和广域网，在不同网络之间进行通信以及管理数据和网络	该产品适用于工业、教育、金融、公用事业、交通运输、制造业、互联网、酒店及房地产等，包括PCBA、模块和成品组装。
交换机		交换机是一种信号转发设备，负责连接网络和终端设备，以帮助两个网络节点传输信号。	
汽车电子			
电池管理系统		用于管理充电电池的模块的PCBA	汽车及其他汽车电子产品，主要涵盖电动汽车的逆变器、BMS、门系统等
信息娱乐板		用于信息娱乐模块的PCBA，例如仪表板上的屏幕	
门把手		用于门锁的PCBA产品	

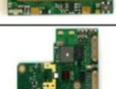
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：AFG 公司主要产品-运输类

运输			
中央警报器		报警器面板	用于家庭和其他设施中的安全检测的产品
人体传感器		感知室内人或宠物移动	
门窗传感器		感知门窗开关状态	
PCU电源控制单元		设备开关，辅助摄像机系统的开关电源开关	利用视频的力量来提高车队的安全性，效率，生产率和盈利能力
AVM集线器适配器		设备接受4个模拟NTSC / PAL视频输入。设备输出已准备好呈现给数字视频处理器。模拟视频到数字视频转换器	
Can耦合器		设备开关，辅助摄像机系统的开关电源开关	
OBD22IGN		从OBDII端口向设备供电。PCB模拟点火	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：AFG 公司主要产品-消费科技和医疗类

消费科技			
雾化设备及烟弹		用于雾化设备及烟弹的组装，主要包含电池、PCBA以及其他机械零件。	对于寻求传统香烟替代品的成年吸烟者
直发器		头发造型器，可以创建直发、卷发和波浪，使头发更光滑健康	美发产品
医疗			
维生素K拮抗剂治疗仪		维生素K拮抗剂疗法可在家中或旅途中监测医学价值	家庭护理和医院设备，主要是分析设备
心血管设备		快速简便地确定心脏血液标志物	
葡萄糖计量装置		具有无线射频功能的无线医院血糖仪	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

财务预测与投资建议

根据 5G 毫米波 AiP 模组进展我们上调了 2020 年及后续预测。19-21 年盈利预测分别为每股收益 0.59/0.76/0.96 元(原预测为 0.59/0.75/0.92 元)，根据可比公司，给以 19 年 39 倍估值，对应目标价为 23.01 元，维持买入。

图 8：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2019/12/12	每股收益(元)			市盈率		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
立讯精密	002475	35.52	0.51	0.78	1.03	69.78	45.45	34.34
德赛电池	000049	38.45	1.94	2.25	2.70	19.85	17.06	14.22
信维通信	300136	44.38	1.02	1.09	1.43	43.52	40.67	31.11
歌尔股份	002241	20.10	0.27	0.39	0.61	75.17	51.51	32.78
工业富联	601138	17.79	0.85	0.92	1.07	20.90	19.29	16.62
闻泰科技	600745	102.80	0.06	0.86	2.25	1754.27	119.98	45.71
	最大值					1754.27	119.98	45.71
	最小值					19.85	17.06	14.22
	平均数					330.58	48.99	29.13
	调整后平均					52.34	39.23	28.71

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,046	4,611	5,790	7,999	10,953	营业收入	29,706	33,550	37,602	46,750	57,535
应收账款	5,852	7,588	7,144	8,415	10,356	营业成本	26,428	29,908	33,654	41,824	51,535
预付账款	23	22	25	31	38	营业税金及附加	35	41	45	56	69
存货	3,318	4,760	4,375	5,019	5,669	营业费用	240	280	317	392	479
其他	1,025	914	835	874	958	管理费用	1,639	1,922	2,151	2,569	3,049
流动资产合计	15,264	17,895	18,169	22,338	27,974	财务费用	57	(47)	(40)	6	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	38	(9)	12	13
固定资产	1,511	1,545	2,205	2,066	1,455	公允价值变动收益	146	(249)	10	10	10
在建工程	39	49	175	97	59	投资净收益	98	209	10	10	10
无形资产	27	27	18	9	0	其他	0	26	10	10	10
其他	523	635	574	509	444	营业利润	1,539	1,394	1,513	1,921	2,435
非流动资产合计	2,100	2,256	2,972	2,681	1,958	营业外收入	9	9	9	30	30
资产总计	17,363	20,151	21,141	25,020	29,932	营业外支出	10	2	2	2	2
短期借款	939	1,472	1,200	1,200	1,200	利润总额	1,538	1,401	1,520	1,949	2,463
应付账款	6,640	8,093	8,414	10,874	13,915	所得税	250	213	228	292	369
其他	1,026	961	957	1,078	1,259	净利润	1,288	1,188	1,292	1,657	2,093
流动负债合计	8,605	10,526	10,571	13,152	16,373	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,288	1,187	1,292	1,657	2,093
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.54	0.59	0.76	0.96
其他	125	215	225	225	225						
非流动负债合计	125	215	225	225	225	主要财务比率					
负债合计	8,730	10,741	10,796	13,377	16,599		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176	营业收入	23.9%	12.9%	12.1%	24.3%	23.1%
资本公积	1,633	1,656	1,656	1,656	1,656	营业利润	55.3%	-9.4%	8.5%	27.0%	26.7%
留存收益	4,843	5,620	6,555	7,853	9,543	归属于母公司净利润	63.1%	-10.2%	9.5%	28.3%	26.3%
其他	(20)	(44)	(44)	(44)	(44)	获利能力					
股东权益合计	8,633	9,410	10,345	11,642	13,333	毛利率	11.0%	10.9%	10.5%	10.5%	10.4%
负债和股东权益总计	17,363	20,151	21,141	25,020	29,932	净利率	4.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.6%
						ROE	16.3%	13.1%	13.1%	15.1%	16.8%
						ROIC	14.4%	11.2%	11.2%	13.4%	15.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	1,288	1,188	1,292	1,657	2,093	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	333	280	589	810	913	流动比率	1.77	1.70	1.72	1.70	1.71
财务费用	57	(47)	(40)	6	(15)	速动比率	1.38	1.24	1.30	1.31	1.36
投资损失	(98)	(209)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(418)	(1,948)	1,280	583	526	应收账款周转率	5.6	5.0	5.1	6.0	6.1
其它	78	518	(12)	2	3	存货周转率	8.5	7.3	7.2	8.7	9.5
经营活动现金流	1,239	(219)	3,098	3,048	3,511	总资产周转率	1.8	1.8	1.8	2.0	2.1
资本支出	53	(312)	(1,300)	(520)	(190)	每股指标(元)					
长期投资	4	23	0	0	0	每股收益	0.60	0.54	0.59	0.76	0.96
其他	(211)	(19)	(28)	46	20	每股经营现金流	0.57	-0.10	1.42	1.40	1.61
投资活动现金流	(153)	(309)	(1,328)	(474)	(170)	每股净资产	3.97	4.33	4.76	5.35	6.13
债权融资	(75)	2	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	44	24	0	0	0	市盈率	27.3	30.4	27.8	21.7	17.1
其他	(686)	13	(589)	(365)	(388)	市净率	4.2	3.8	3.5	3.1	2.7
筹资活动现金流	(717)	39	(591)	(365)	(388)	EV/EBITDA	17.4	20.6	16.2	12.2	10.0
汇率变动影响	(79)	52	0	0	0	EV/EBIT	21.0	24.9	22.7	17.4	13.8
现金净增加额	290	(437)	1,179	2,209	2,953						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

