

环旭电子 (601231)

证券研究报告

2019年12月13日

发布收购 Financière AFG S.A.S. 预案, 协同效应增厚业绩

事件: 环旭电子发行股份购买 Financière AFG S.A.S. 公司股份预案, 拟通过发行股份为对价购买 ASDI 所持有的标的公司 10.4% 的股份, 发行价为 12.81 元/股, 剩余的 89.6% 的股权将通过现金收购, 总计收购标的公司 100% 的股权。按 7.04 汇率计算, 标的公司预估值 30.31-33.13 亿元, 价格约为 3.15-3.45 亿元。交易对价按标的公司 2020 年-2021 年累计业绩情况给定。若累计实现业绩小于 9700 万美元, 对价下调 1902 万美元; 累计业绩为 11750 万美元时, 对价不调整; 若累计业绩大于等于 13700 万美元, 对价上调 951 万美元; 业绩在其余区间时, 对价按线性调整。

环旭电子营业收入较为集中于现有大客户的情形将得到缓解, 抗风险能力增强。标的公司 2019 前三季度净利润 0.44 亿美元, 主营业务是电子制造服务 (EMS), 其下游客户广泛分布于通信、工业、消费电子、医疗等众多行业, 全球 EMS 公司 2017-2022 年收入年复合增长率达 7.5%, 市场容量大。标的公司的下游客户相对分散, 因此单个下游客户或单个下游细分行业波动对标的公司整体经营业绩的不利影响相对较小。本次交易完成后, 环旭电子的主营业务未发生变化, 但客户结构得到优化, 客户布局和收入结构更为均衡, 营业收入较为集中于现有大客户的情形将得到缓解, 抗风险能力增强。

消费电子和通信领域的 SiP 是公司持续业绩增长的动力; 面向 5G 未来, 将重塑公司产业链的估值。公司深耕 SiP 行业近 16 年, 不断巩固 SiP 技术全球领导者地位。5G 通讯、穿戴产品对 SiP 有更大的需求, 公司今年无线通讯产品新增了 UWB 模组, 该项技术具备定位精度高等诸多优势, 随着万物互联时代的到来, 有望搭建以 UWB 技术应用为主的物联网基础设施和生态系统。公司在 2018 年与高通取得 SiP 业务的合作, 在 5G 时代下, 将重塑公司产业链的估值。同时公司在精密组装领域的领先优势将延展至消费电子方面, 诸如 TWS 耳机都是未来潜在的客户市场。

汽车电子打开新的成长空间。电动车及 ADAS 打开全球汽车电子市场空间, 公司今年该业务较去年有望转亏为盈。汽车电子市场规模预计从 2019 年的 1320 亿美元以 7% 的增速到 2023 年的 1720 亿美元, 公司未来除持续扩大已打入的全球 Car Lighting 前 7 大供货商中的 6 家客户的市场份额外, 还将投入更多资源在 ADAS 和新能源车动力系统的市场开发, 目标 2023 年营收超过 6 亿美金, CAGR15%, 税前利润率超过 6%。

AiP+UWB 承接明年成长动能。明年 5G 手机在毫米波频段引入 AiP, 大客户核心供应商将显著受益。而 UWB 的功能延伸也将进一步拓展, 除了手机外, 应用场景的落地带来标签 (tag) 的迅速放量可期。

投资建议: 我们预测 2019-2021EPS 0.62、0.80、1.21 元/股, 维持买入评级。

风险提示: 汽车电子、SiP 需求不及预期; 中美贸易战不确定性; 宏观经济下行影响消费电子业务

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,705.68	33,550.28	38,347.96	49,890.70	61,365.56
增长率(%)	23.86	12.94	14.30	30.10	23.00
EBITDA(百万元)	3,029.30	3,025.62	1,664.71	2,106.80	3,129.67
净利润(百万元)	1,313.89	1,179.72	1,349.04	1,750.88	2,629.71
增长率(%)	63.10	(10.21)	14.35	29.79	50.19
EPS(元/股)	0.60	0.54	0.62	0.80	1.21
市盈率(P/E)	27.47	30.60	26.76	20.62	13.73
市净率(P/B)	4.18	3.84	3.48	3.11	2.69
市销率(P/S)	1.22	1.08	0.94	0.72	0.59
EV/EBITDA	9.58	5.08	17.14	13.78	8.44

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.59 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,175.95
流通 A 股股本(百万股)	2,175.95
A 股总市值(百万元)	36,099.04
流通 A 股市值(百万元)	36,099.04
每股净资产(元)	4.51
资产负债率(%)	54.88
一年内最高/最低(元)	17.66/8.52

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《环旭电子-季报点评: 三季度实现业绩快速反弹, 产业趋势下展望明年更优》 2019-10-31
- 《环旭电子-季报点评: “扩张” 布局初步兑现, 营收利润双双向好》 2019-04-30
- 《环旭电子-公司点评: 2018 扩张元年, 2019 迎戴维斯双击机遇》 2019-03-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,045.96	4,610.75	7,524.66	6,840.14	9,340.79
应收票据及应收账款	5,916.08	7,649.82	6,532.53	9,559.32	10,233.66
预付账款	23.49	22.01	20.10	40.68	34.16
存货	3,317.61	4,760.16	3,825.33	7,361.36	6,310.00
其他	960.59	852.38	824.98	923.36	929.75
流动资产合计	15,263.73	17,895.13	18,727.60	24,724.86	26,848.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,510.51	1,544.56	1,510.61	1,488.24	1,459.82
在建工程	38.55	49.41	65.65	87.39	82.43
无形资产	27.38	26.87	18.14	9.41	0.68
其他	523.21	635.43	542.75	481.76	440.85
非流动资产合计	2,099.66	2,256.27	2,137.14	2,066.79	1,983.77
资产总计	17,363.39	20,151.39	20,864.74	26,791.66	28,832.12
短期借款	939.48	1,471.77	1,000.00	800.00	600.00
应付票据及应付账款	6,639.66	8,093.31	8,188.53	13,030.58	13,232.92
其他	1,026.02	1,031.64	1,161.48	1,226.20	1,435.82
流动负债合计	8,605.16	10,596.73	10,350.02	15,056.79	15,268.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	125.26	144.76	128.07	132.70	135.18
非流动负债合计	125.26	144.76	128.07	132.70	135.18
负债合计	8,730.41	10,741.49	10,478.08	15,189.48	15,403.92
少数股东权益	1.68	1.87	2.39	2.83	3.58
股本	2,175.92	2,175.92	2,175.92	2,175.92	2,175.92
资本公积	1,632.55	1,656.23	1,656.23	1,656.23	1,656.23
留存收益	6,475.57	7,276.42	8,208.35	9,423.42	11,248.69
其他	(1,652.74)	(1,700.54)	(1,656.23)	(1,656.23)	(1,656.23)
股东权益合计	8,632.98	9,409.90	10,386.66	11,602.17	13,428.20
负债和股东权益总	17,363.39	20,151.39	20,864.74	26,791.66	28,832.12

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,314.09	1,179.97	1,349.04	1,750.88	2,629.71
折旧摊销	466.41	444.01	86.44	89.36	92.11
财务费用	23.74	56.36	(20.74)	(38.29)	(50.78)
投资损失	(97.90)	(209.49)	(107.65)	(107.65)	(107.65)
营运资金变动	(266.61)	(2,143.95)	2,443.02	(1,671.67)	787.19
其它	(200.74)	454.22	61.25	38.07	(44.54)
经营活动现金流	1,238.99	(218.88)	3,811.38	60.70	3,306.02
资本支出	123.85	417.11	76.69	75.37	47.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(276.85)	(725.78)	(150.30)	(123.06)	100.77
投资活动现金流	(152.99)	(308.67)	(73.61)	(47.69)	148.29
债权融资	939.48	1,471.77	1,000.00	800.00	600.00
股权融资	(17.55)	46.85	65.05	38.29	50.78
其他	(1,638.92)	(1,480.12)	(1,888.92)	(1,535.81)	(1,604.45)
筹资活动现金流	(716.99)	38.50	(823.87)	(697.53)	(953.67)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	369.01	(489.04)	2,913.90	(684.51)	2,500.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,705.68	33,550.28	38,347.96	49,890.70	61,365.56
营业成本	26,428.48	29,907.52	34,309.92	44,627.23	54,615.35
营业税金及附加	35.02	40.79	42.18	61.24	76.31
营业费用	240.14	280.44	345.13	463.98	580.09
管理费用	620.08	609.91	766.96	947.92	638.20
研发费用	1,019.00	1,312.48	1,457.22	1,895.85	2,454.62
财务费用	56.83	(47.29)	(20.74)	(38.29)	(50.78)
资产减值损失	11.91	38.36	16.64	22.30	25.76
公允价值变动收益	145.96	(249.35)	60.71	37.61	(45.31)
投资净收益	97.90	209.49	107.65	107.65	107.65
其他	(514.43)	61.25	(336.71)	(290.53)	(124.67)
营业利润	1,564.79	1,386.67	1,599.00	2,055.73	3,088.35
营业外收入	9.46	9.06	26.75	15.09	16.96
营业外支出	9.83	2.41	19.06	10.43	10.63
利润总额	1,564.43	1,393.32	1,606.69	2,060.39	3,094.68
所得税	250.33	213.35	257.10	309.06	464.20
净利润	1,314.09	1,179.97	1,349.59	1,751.33	2,630.47
少数股东损益	0.20	0.25	0.55	0.45	0.77
归属于母公司净利润	1,313.89	1,179.72	1,349.04	1,750.88	2,629.71
每股收益(元)	0.60	0.54	0.62	0.80	1.21

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	23.86%	12.94%	14.30%	30.10%	23.00%
营业利润	57.97%	-11.38%	15.31%	28.56%	50.23%
归属于母公司净利润	63.10%	-10.21%	14.35%	29.79%	50.19%
获利能力					
毛利率	11.03%	10.86%	10.53%	10.55%	11.00%
净利率	4.42%	3.52%	3.52%	3.51%	4.29%
ROE	15.22%	12.54%	12.99%	15.09%	19.59%
ROIC	42.50%	34.11%	25.53%	60.92%	56.89%
偿债能力					
资产负债率	50.28%	53.30%	50.22%	56.69%	53.43%
净负债率	-47.57%	-33.36%	-62.82%	-52.06%	-65.09%
流动比率	1.77	1.69	1.81	1.64	1.76
速动比率	1.39	1.24	1.44	1.15	1.35
营运能力					
应收账款周转率	5.55	4.95	5.41	6.20	6.20
存货周转率	9.70	8.31	8.93	8.92	8.98
总资产周转率	1.81	1.79	1.87	2.09	2.21
每股指标(元)					
每股收益	0.60	0.54	0.62	0.80	1.21
每股经营现金流	0.57	-0.10	1.75	0.03	1.52
每股净资产	3.97	4.32	4.77	5.33	6.17
估值比率					
市盈率	27.47	30.60	26.76	20.62	13.73
市净率	4.18	3.84	3.48	3.11	2.69
EV/EBITDA	9.58	5.08	17.14	13.78	8.44
EV/EBIT	11.10	5.84	18.08	14.39	8.70

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com