

半导体行业研究 买入 (维持评级)

行业点评

张纯

分析师 SAC 执业编号: S1130519100004
zhang_chun@gjzq.com.cn

郑弼禹

联系人
zhengbiyu@gjzq.com.cn

并购增厚环旭电子业绩，协同发展提升份额

事件

2019年12月12日，环旭电子发布公告称，拟以发行股份及支付现金的方式收购 Financiere AFG S.A.S.（以下简称“FAFG”）100%股权，此次收购对 FAFG 的估值为 4.3 亿-4.7 亿美元，拟以现金向 FAFG 原有股东收购 FAFG 的 89.6%股权，拟以 12.81 元/股发行 2693.78 万股股份作为对价向 ASDI 收购 FAFG 的 10.4%股权。FAFG 系一家持股公司，除持有 Asteelflash Group S.A.（以下简称 AFG）100%股权外，无实际经营业务。

评论

低价收购 EMS 大厂，预计显著提升环旭电子盈利能力：以 2019 年对环旭电子盈利情况的 wind 一致预测为基础，我们预计本次收购将使环旭电子 2019 年 EPS 从 0.62 元提升到 0.79 元，增厚幅度为 27%，ROE 将从 12.9%提升到 16.0%。EPS 和 ROE 提升的原因是标的公司相对更高的盈利能力、具有吸引力的收购价格及大部分使用现金的收购方式。收购标的 2019 年 1-9 月营业利润率、净利率、ROE 分别为 8.5%、5.8%和 14.3%，高于环旭电子的 3.7%、3.3%和 8.8%；预估收购价格上限与标的公司净利润、净资产的比值分别为 7.2 倍和 1.5 倍，低于环旭电子的 33.6 倍 PE 和 4.2 倍 PB 的估值水平。

多元化、全球化布局加速，后续有望发挥协同效应：此次收购将优化环旭的产品结构，降低对单一领域产品和单一客户的依赖，同时将获得位于欧洲、北美、北非等全球多地的经营机构及生产设施，在全球贸易摩擦加剧的背景下，后续环旭有望在客户导入、销售渠道上与 AFG 发挥协同效应，应付未来供应链潜在的结构性变动风险。收购完成后环旭电子在全球 EMS 市场占有率约为 1.5%，提升潜力仍然较大。

投资建议

我们首次给予半导体细分领域封测及 SiP 封装行业“买入”评级，投资组合为：长电科技、太极实业、环旭电子、通富微电和华天科技。

风险提示

收购案不足弥补 Apple watch 份额可能降低的风险；美国监管政策导致标的公司电子烟收入下滑风险；收购交易被否或被暂停的风险；收购整合不及预期的风险

一、低价收购 EMS 大厂，显著提升公司盈利能力

1、本次收购对环旭电子 EPS 和 ROE 的影响

此次收购预计将大幅增厚环旭电子 EPS 和提升 ROE 水平。以环旭电子 2019 年 wind 一直预期的 13.6 亿元净利润，21.76 亿股的总股本为基础，本次环旭电子拟向 ASDI 发行股份 2674 万股，发行新股价格为 12.81 元/股。2018 年标的公司实现净利润为 6500 万美元，2019 年 1-9 月实现净利润为 4352 万美元，假设第四季度利润为前三季度均值，那么预计 2019 年全年能实现净利润 5800 万美元，保守按照 5500 万美元计算。以 7.07 的美元兑人民币汇率计算，约合 3.89 亿元人民币。不考虑交易税费，本次收购之后预计将使环旭电子 2019 年 EPS 从 0.62 元增加到 0.79 元，增厚 27%。同时此次收购预计将提升环旭电子 ROE 水平。我们以 wind 一致预测的 2019 年净资产 105 亿元为基础，同样按照 2019 年标的公司实现 5500 万美元净利润计算，此次收购预计使环旭电子 ROE 从 13% 提升到 16%。EPS 和 ROE 大幅提升的原因是标的公司拥有相对更高的盈利能力、有吸引力的收购价格及大部分使用现金的收购方式，这些因素我们将在后文中讨论。

图表 1：此次并购对环旭 EPS 增厚程度的测算

	收购前	变动	收购后	变动幅度
净利润（百万元）	1356	389	1745	29%
股本（百万股）	2176	27	2203	1%
EPS	0.62	0.17	0.79	27%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 2：此次并购对环旭 ROE 影响的测算

	收购前	收购后
净利润（百万元）	1356	1745
净资产（百万元）	10531	10875
ROE	12.9%	16%

来源：公司公告、国金证券研究所

2、环旭电子与标的公司营收、盈利、资产负债的比较

根据收购预案公布的标的公司的财务数据，2019 年 1-9 月标的公司与环旭电子的营收比为 20%，营业利润比为 49%，净利润占比分别为 36%，总资产比为 20%，总负债比为 18%，净资产比为 22%。

图表 3：标的公司与环旭电子营收、利润和资产负债的比较

	单位：百万美元	2018 年			2019 年 1-9 月		
		环旭电子	标的公司	标的公司/环旭电子	环旭电子	标的公司	标的公司/环旭电子
利润表	营业收入	4888	1049	21%	3672	750	20%
	营业利润	202	92	46%	135	66	49%
	净利润	172	65	38%	122	44	36%
资产负债表	总资产	2936	589	20%	3072	610	20%
	总负债	1565	270	17%	1686	305	18%
	净资产	1371	319	23%	1386	305	22%

来源：公司公告、国金证券研究所

3、环旭电子与标的公司的盈利能力及估值比较

标的公司具有较高的盈利能力和相对较低的收购估值。盈利能力方面，标的公司相对环旭电子拥有较高的盈利利润率、净利率、净资产收益率和总资产收益率。2019 年 1-9 月份，环旭电子和标的公司的营业利润率分别为 3.7% 和 8.8%，净利率分别为 3.3% 和 5.8%，净资产收益率分别为 8.8% 和 14.3%；总资产收益率分别为 4.1% 和 7.1%，因此通过此次收购，将增强公司的盈利能力。估值方面，此次收购价格具有很高的吸引力，以 4.7 亿美元的预估价格区间上限计算，标的公司的被收购价格相对 2018 年的 PE 和 PB 分别为 7.2 倍和 1.5 倍，低于环旭电子当前股价相对 2018 年盈利的 33.6 倍 PE 和 4.2 倍 PB 的估值水平。

图表 4：环旭电子与标的公司盈利能力比较

	2018 年		2019 年 1-9 月份	
	环旭电子	标的公司	环旭电子	标的公司
营业利润率	4.1%	8.7%	3.7%	8.8%
净利率	3.5%	6.2%	3.3%	5.8%
ROE	12.5%	20.6%	8.8%	14.3%
ROA	6.3%	11.1%	4.1%	7.1%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 5：环旭电子与标的公司估值的比较

	环旭电子	标的公司
PE (收购价/归母净利润)	33.6	7.2
PB (收购价/净资产)	4.2	1.5

来源：公司公告、国金证券研究所

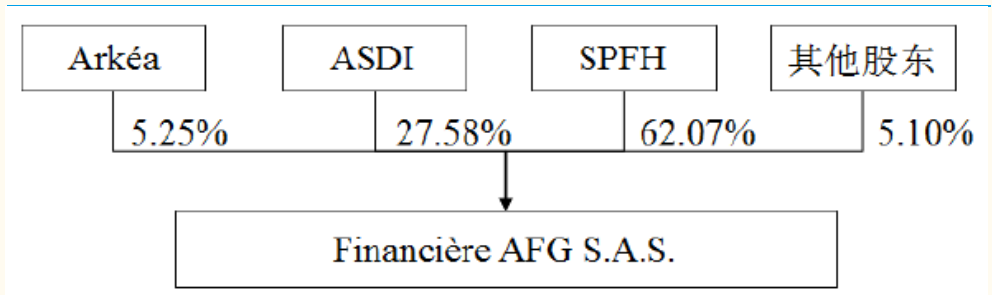
4、此次收购的价格评估及交易方案

本次交易采取现金流折现法和可类别公司对比法，本次收购标的公司的预估价格为 4.3 亿-4.7 亿美元，约合 30.3 亿-33.1 亿元。

根据收购预案，本次交易中，环旭电子拟以发行股份的方式购买 ASDI 所持有的标的公司的 10.4% 的股权，发行的股份价格为 12.81 元/股，假设本次交易的标的资产交易价格为预估价格区间上限，收购完成后 ASDI 将持有环旭电子的 1.22% 的股权。

同时环旭电子将以现金收购 ASDI 持有的标的公司其余剩余股权和其余股东持有的股权，共计 89.6% 的股权。交易完成后，环旭电子将合计持有标的公司 100% 股权。

图表 6：FAFG 的股权结构图



来源：公司公告、国金证券研究所

二、全球化布局有望发挥协同效应，市场份额提升可期

1、AFG 加速环旭电子多元化、全球化布局

环旭电子是大型 EMS 供应商。以 SiP 封装技术为基础，公司产品按照终端应用市场不同，主要分为通讯、消费电子、工业产品、电脑及存储和汽车电子等大类。其中通讯和消费电子产品贡献了绝大部分营收，2018 年收入占比分别为 35.6% 和 34.8%，其它市场营收占比分别为工业产品（9.61%）、电脑及存储（13.81%）和汽车电子（4.92%），存在单一领域收入占比过高风险。

此次并购将降低环旭对单一领域业务的依赖。AFG 下游客户广泛分布于工业、能源管理、数据处理、汽车、消费科技、智能科技、运输、医疗等领域，此次收购顺利完成以后，将加快公司往非消费电子领域的拓展。在巩固 SiP 封装行业领导者的地位的前提下，加快推动在工业类、汽车电子和服务器等系统整合优势产品线，从而实现降低对单一领域产品的依赖，是公司实现平稳增长的重要举措。

此次收购将降低公司对单一客户的依赖，提高满足不同客户需求的能力。我们预计目前 A 客户占环旭营收比例超过 60%，单一客户占比较高。而 AFG 主要专注于服务欧洲、北美等地区中小型创业公司。AFG 在业务发展阶段为客户提供优质的本地化服务支持，待其产品进入成熟期后，依据客户需求可将制造环节无缝转移至 AFG 位于全球低成本地区的制造基地。本次收购将丰富环旭电子的客户资源，可以兼顾客户于产品发展的不同阶段的不同要求，既可适应

客户在新产品开发阶段数量较少但生产设计反馈速度要求较高的特点，亦可适应客户在成熟产品生产阶段数量较大、稳定性及交期要求较高的特点。

AFG 后续有望与环旭电子发挥协同效应。环旭目前生产基地分布在中国大陆（包括张江、金桥、昆山、深圳）、墨西哥、波兰和台湾地区，超过 80% 的生产在中国完成。目前全球计算机、通讯产品及消费电子产品大部分都在亚洲生产，而工业类和汽车电子类产品的客户遍布全球。

通过收购标的公司的全部股权，上市公司将获得位于欧洲、北美、北非等全球多地的经营机构及生产设施，上市公司的制造基地更为多样和完整，特别是在当前全球贸易摩擦加剧和全球化分工的趋势下，可以为客户提供更多生产地的选择，并借助标的资产在海外的销售渠道和客户关系，拓展上市公司的海外电子制造服务业务，提升其在欧洲、北美等地区的市场份额和全球竞争力。同时，此次收购将帮助环旭建立更完整的全球供应链管理体系。

2、AFG 的主营业务及生产模式

AFG 成立于 1999 年，在 New Venture Research 公布的 MIMI2018 年全球 EMS 厂商 50 强中排名第 21，位居欧洲第二位。公司专业从事印刷电路板装配业务(PCBA, Printed Circuit Board Assembly),能提供从原型设计、快速导入、原料采购、生产制造到物流服务、售后服务等一系列服务。公司生产产品涉及品类众多，主要包括工业类、能源管理类、数据处理、汽车电子、消费科技、运输和医疗等。下游客户分布于通信、工业、消费电子、医疗等众多行业。

生产模式上，公司生产的电子产品是按照客户的要求定制，核心生产设备是 SMT 生产线，不同的 SMT 生产线在一定程度上具有通用性。销售模式上，成为下游客户的核心供应商通常需要 1-2 年的资质认证阶段。

图表 7：AFG 的工业类和能源管理类产品

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

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：AFG 的数据处理类和汽车电子类产品

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，例如仪表盘上的屏幕	
门把手		用于门锁的PCBA产品	

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 9: AFG 的消费科技类和医疗类产品

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	

来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 10: AFG 的运输类产品

运输			
中央报警器		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	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
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	
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	

来源: 公司公告、国金证券研究所

3、AFG 的主要竞争对手情况

AFG 所在的 EMS 行业全球生产厂商众多, 属于充分竞争行业, 主要竞争对手包括:

1) 贝莱胜

贝莱胜成立于 1979 年, 是全球前十大 EMS 厂之一, 是美国纳斯达克上市公司。公司为美国、欧洲、中东和非洲和亚太客户提供从产品概念化、设计、商业化到制造和售后服务等一站式服务。公司设计了独有的“产品实现价值流”, 通过利用公司的综合服务, 公司能够帮助具有中低出货量、高复杂度需求的客户实现产品的市场化。公司 2018 年全年实现营收 29 亿美元, 净利润 2200 万美元。

2) 欧朗电子

欧朗电子是一家总部位于法国的 EMS 公司, 在法国、中国、摩洛哥、爱沙尼亚、德国等地成立了 22 家子公司, 拥有 3200 名员工。公司提供包括电子元件技术服务、测试和认证、印刷电路板布线设计、机械设计、嵌入式软件设计、硬件设计在内的设计服务, 包括全球采购和本地化采购在内的供应链管理服务, 包括表面贴装、波峰焊、组装、涂覆胶、快速打样、自动锡膏印刷检测、自动光学检测、X 射线检测在内的制造和测试服务。

3) 卓能电子

卓能电子成立于 1965 年, 总部位于德国, 是排名全球前五的 EMS 服务商, 为各领域客户提供从产品研发到售后的电子制造服务和涵盖整个产品周期的系统解决方案。下游客户广泛分布在汽车、铁路、数据科技、航空、医疗和测试技术等领域。在全球拥有 1.1 万名员工, 在罗马尼亚、匈牙利、突尼斯、美国和中国等 19 个国家和地区拥有网点。

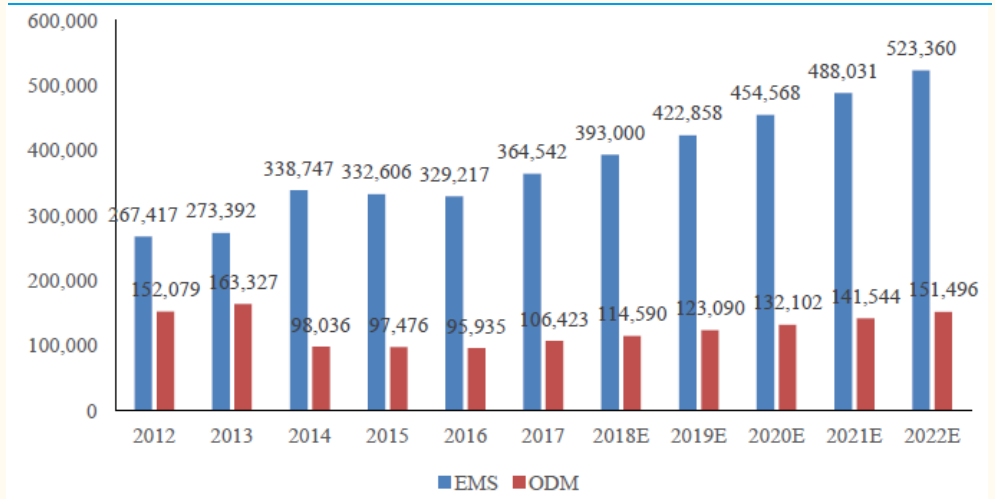
4、此次收购之后, 环旭电子的长期成长空间

环旭电子在 EMS 市占率提升空间大。据 New Venture Research 2018 年报告显示, 2017 年全球合同制造服务 (CM) 收入达 4710 亿美元, 其中 EMS 公司收入超过 3645 亿美元, ODM 公司收入超过 1064 亿美元。预计 2022 年全球合同制造收入将达到 6749 亿美元以上, 2017 年到 2022 年年均复合增长

率约为 7.5%，其中 EMS 公司收入将达到 5234 亿美元以上，2017 年到 2022 年年均复合增长率约为 7.5%。

而并购之后的环旭电子，以 2019 年预计营收规模做考量，环旭电子 2019 年营收 wind 一致预期为 383 亿元，约合 54 亿美元；标的公司 2019 年 1-9 月份营收为 7.49 亿美元，假设第四季度营收为前三季度均值，则全年预计实现营收 10 亿美元，那么预计环旭电子+AFG 在 2019 年的营收之和约为 64 亿美元，在全球 EMS 市场的市占率仅为 1.5%，市占率提升空间大。

图表 11：全球电子制造服务收入变化预测（百万美元）



来源：公司公告、国金证券研究所

三、风险提示

1、收购是否足够弥补 Apple watch 份额可能降低的风险

随着竞争对手从模组代工向 SiP 封装延伸，环旭电子当前收入的重要来源 Apple watch 的 SiP 封装产品面临市场份额可能下降的风险。存在此次收购带来的营收增长不足弥补 Apple watch 份额可能下降带来的营收减少的风险。

2、美国监管政策导致标的公司电子烟收入下滑风险

全球范围内对电子烟的监管力度呈上升趋势。2018 年标的公司重要客户之一为美国电子烟企业，如果未来美国及全球范围内对电子烟的监管力度持续增加，则标的公司营收和利润可能受到影响。另外，根据收购预案，如果触发电子烟相关条件，环旭电子有权解除《股份购买协议》，导致本次交易终止。

3、收购交易可能被暂停或者取消的风险。

后续的交易审批仍需要股东大会和监管部门通过，存在收购交易被暂停或者取消的风险。

4、收购整合不及预期风险

被收购标的生产基地分布在中国、欧洲和美国，跨区域整合难度大，同时欧洲的劳动保障法律跟中国、美洲差异较大，存在管理整合不及预期风险。

公司投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH