

2017年03月28日

公司研究•证券研究报告

环旭电子 (601231.SH)

2016 年营收承压利润见涨，未来内外拓展并举

投资要点

◆ **公司动态**：公司披露 2016 年年度报告，销售收入同比上升 12.5% 达到 239.8 亿元，对同一控制下合并追溯调整后，公司的营业收入同比减少 12.0%，毛利率水平为 10.8%，同比上升 0.3 个百分点，归属母公司股东净利润为 8.06 亿元，同比上升 16.7%，每股净利润 0.37 元，同比上升 16.7%，对同一控制下合并追溯调整后，同比上升为 5.8%。2016 年第四季度公司实现营业收入为 75.0 亿元，同比增长 27.6%，归属上市公司股东净利润为 2.7 亿元，同比上升 25.3%。

◆ 点评：

- **2016 年营收略降，盈利小幅提升**：消费电子及工业产品方面 2016 年市场需求增速放缓，尤其是上半年竞争以来较大，因此公司的销售收入按照同一控制下合并追溯后同比下降 12.0%，但是我们关注到季度营收方面同比及环比均在持续改善，一方面显示了行业市场的转好，另外一方面公司在产品结构调整方面也在持续收到效果。从净利润的情况看，2016 年全年按照合并追溯后的增速为 5.8%，尽管收入有所下滑，但是公司的战略规划及管理效能提升依然获得了可观的效果。
- **毛利率维持稳定，管理效率全面提升**：公司 2016 年全年毛利率为 10.8%，同比上升 0.3 个百分点，尽管行业市场需求不利，但是公司凭借产品组合及获利结构的调整，持续争取技术开发收入及较好的交易条件，推动了总体毛利水平也因此提升。在管理效率方面，公司各项三项费用率获得了 0.2~0.3 个百分点的下降，在市场环境不佳的情况下公司在内部管理和经营方面持续改善效用。
- **未来发展战略及经营计划：内部成长与外部扩张并举**：公司 2017 年的战略在内部和外部两方面均有所拓展。内部方面，公司将进一步提升微小化系统的技术能力，在传统客户领域的基础上，推动在物联网及虚拟现实产品中的应用，并且根据市场需求适当增加产能及人员，维持获利水平。对外方面公司也将寻求外部的成长契机，补强本身在产业、供应链、客户、技术，以及制造据点，提升自身在电子信息产业当中的竞争力。此外公司对于微小化系统模组的投资着眼于行业发展趋势，对未来竞争能力的战略性投资。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.48、0.58 和 0.67 元。净资产收益率分别为 12.6%、13.8% 和 14.3%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 14.50 元，相当于 2017 年至 2019 年 30.2、25.0 和 21.6 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：主要客户终端产品出货量不及预期；微小化系统工艺市场竞争加剧影响公司盈利能力；汽车电子等新产品线扩张不及预期。

动态分析

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(维持)

6 个月目标价

14.50 元

股价(2017-03-27)

11.89 元

交易数据

总市值 (百万元)	25,871.73
流通市值 (百万元)	25,871.73
总股本 (百万股)	2,175.92
流通股本 (百万股)	2,175.92
12 个月价格区间	8.40/12.97 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.49	11.68	11.82
绝对收益	13.67	16.57	21.47

分析师

 蔡景彦
 SAC 执业证书编号 : S0910516110001
 caijingyan@huajinsc.cn
 021-20655612

相关报告

环旭电子：2015 年业绩快报，下半年逐步趋稳 2016-01-31

环旭电子：第三季度收入持续增长，盈利大幅回升 2015-10-29

环旭电子：中报业绩受制于大客户进度，未来重回增长可期 2015-08-25

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	21,323.1	23,983.9	28,580.7	35,219.9	42,730.2
同比增长(%)	34.3%	12.5%	19.2%	23.2%	21.3%
营业利润(百万元)	738.1	990.6	1,147.0	1,395.5	1,608.8
同比增长(%)	-7.6%	34.2%	15.8%	21.4%	15.1%
净利润(百万元)	690.5	805.6	1,045.3	1,266.7	1,455.6
同比增长(%)	-1.6%	16.7%	29.8%	21.2%	14.9%
每股收益(元)	0.32	0.37	0.48	0.58	0.67
PE	37.5	32.1	24.8	20.4	17.8
PB	3.8	3.4	3.1	2.8	2.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析	4
(一) 2016年营收有所下滑，净利润微升	4
(二) 2016年四季度营收盈利增速可观	5
二、经营状况分析	7
(一) 产品组合及获利结构有所调整，总体毛利率提升	7
(二) 未来发展战略及经营计划：内部成长与外部扩张并举	7
三、盈利预测及投资建议	9
四、风险提示	9

图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率	4
图 2：过往 3 年净利润及增长率	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率	4
图 4：过往 3 年主要费用率变动	4
图 5：过往 3 年运营效率	5
图 6：过往 3 年主要回报率	5
图 7：过往 3 年负债率	5
图 8：过往 3 年短期偿债能力	5
图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率	6
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率	6
图 11：过往 12 个季度盈利能力	6
图 12：过往 12 个季度主要费用率	6
图 13：过往 3 年产品细分收入	7
图 14：过往 3 年产品细分毛利率	7

一、财务数据分析

公司 2016 年销售收入同比上升 12.5% 达到 239.8 亿元，对同一控制下合并追溯调整后，同比减少 12.0%。毛利率水平为 10.8%，同比上升 0.3 个百分点，归属母公司股东净利润为 8.1 亿元，同比上升 16.7%，对同一控制下合并追溯调整后，同比上升 5.8%。

(一) 2016 年营收有所下滑，净利润微升

公司 2016 年全年销售收入 239.8 亿元人民币，同比上升 12.5%，收入增长来源于收购后的并表，对同一控制下合并追溯调整后，公司的营业收入同比减少 12.0%。行业市场的整体需求增长乏力，以及公司在产品机构方面的调整，是收入同一口径下下滑的原因。

2016 年归属上市公司股东净利润为 8.1 亿元，同比上升 16.7%，对同一控制下合并追溯调整后，同比上升为 5.8%。尽管营业收入方面的同一口径计算略有下降的，但是得益于持续争取技术开发收入及较好的交易条件后，公司净利润依然获得了小幅提升。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率

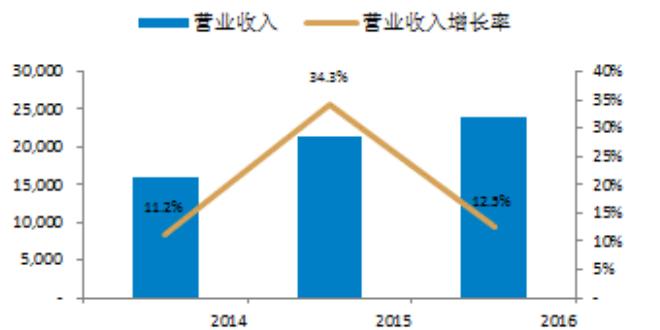
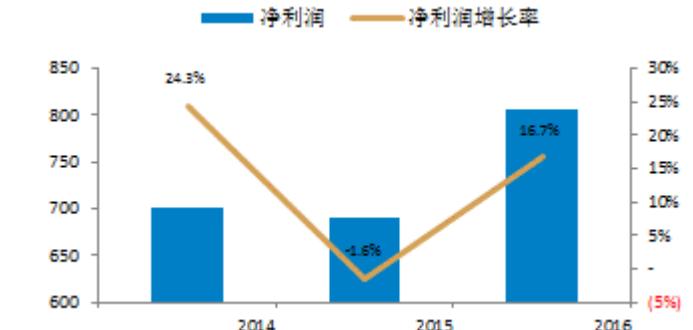


图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2016 年全年毛利率为 10.8%，同比上升 0.3 个百分点，这是因为公司着重于产品组合及获利结构的调整，持续争取技术开发收入及较好的交易条件。公司销售费用率、管理费用率和财务费用率主要费用率 2016 年同比分别小幅下降 0.2、0.3 和 0.3 个百分点。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率

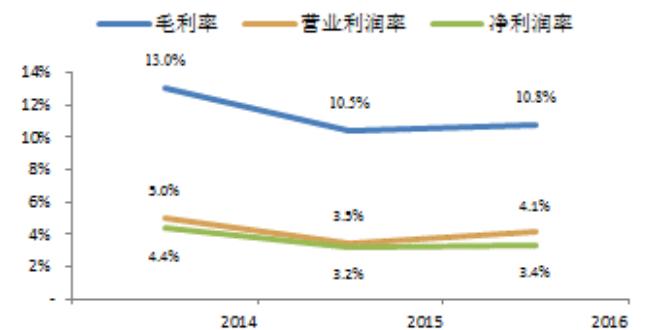
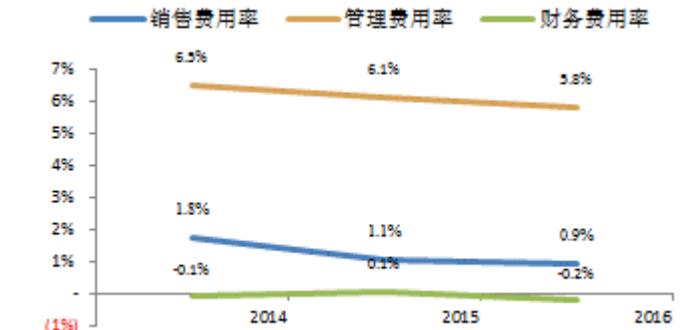


图 4：过往 3 年主要费用率变动

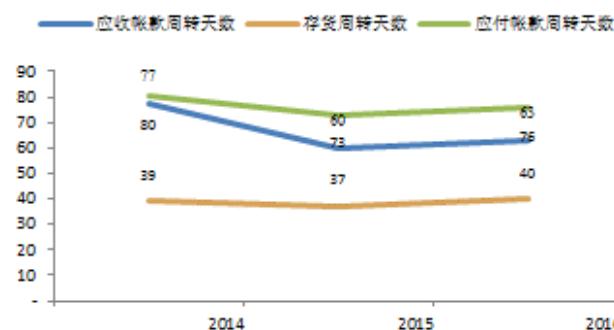


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

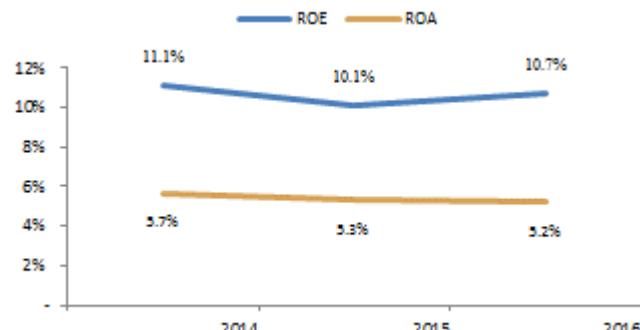
2016 年公司应收账款周转天数为 76 天，存货周转天数为 40 天，应付账款周转天数为 63 天，均有小幅上升。公司 2016 年的 ROE 同比上升 0.6 个百分点为 10.7%，ROA 同比下降 0.1 个百分点为 5.2%。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

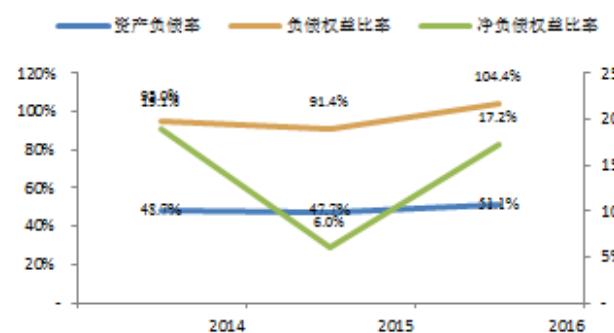
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

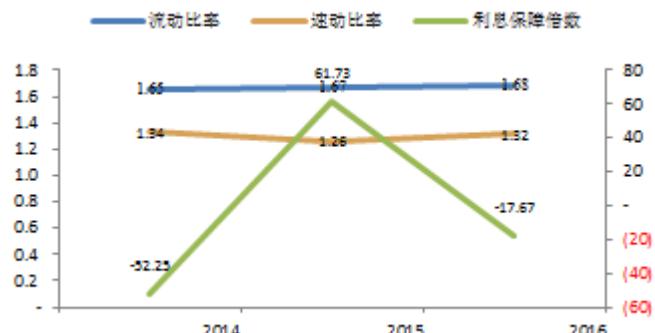
2016 年公司的资产负债率、负债权益比和净负债权益比分别为 51.1%、104.4% 和 17.2%，同比 2015 年分别提升 3.4、13 和 11.2 个百分点，公司的负债率水平有所提高。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

短期偿债能力方面，2016 年流动比率、速动比率分别为 1.68 和 1.32，同比小幅上升，短期偿债能力有所提高，由于公司年度财务费用为净收入，因此 2016 年利息保障倍数为负值，公司财务状况良好。

(二) 2016 年四季度营收盈利增速可观

2016 年第四季度公司实现营业收入为 75.0 亿元，同比增长 27.6%，归属上市公司股东净利润为 2.7 亿元，同比上升 25.3%，公司第四季度的营业收入及净利润增速均高于全年平均水平，作为电子行业的传统旺季，第四季度行业市场的需求有所恢复，公司主要客户新产品的也持续推出，因此营收与净利润均出现了稳健的成长。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

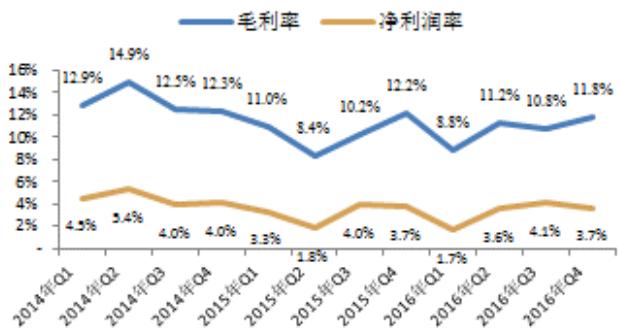
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

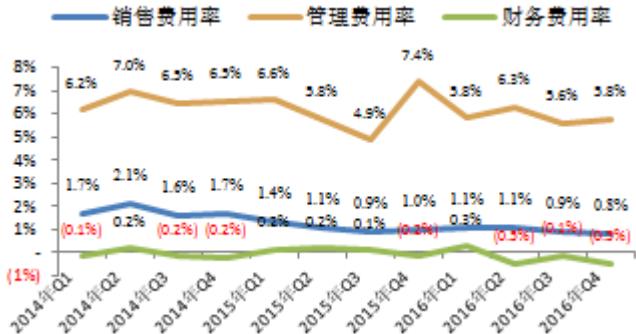
2016 年第四季度，公司毛利率水平为 11.8%，同比下降 0.4 个百分点，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.8%、5.8%、-0.5%，分别同比下降 0.2、1.6 和 0.3 个百分点。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind, 华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind, 华金证券研究所

二、经营状况分析

产品布局方面，公司主营业务中电脑类、存储类产品和汽车电子类产品的营收有所增加，通讯类产品、消费电子类产品和工业类产品营收下降，各产品类别毛利均有所提升。

(一) 产品组合及获利结构有所调整，总体毛利率提升

公司主营业务为通讯类产品、消费电子类产品、电脑类产品、存储类产品、工业类产品和汽车电子类产品。电脑类、存储类和汽车电子类产品的营收有所增加，通讯类产品和消费电子类产品由于公司着重于产品组合及获利结构的调整营收有所下降，工业类产品营收下降主要是由于客户进行更新换代的新产品在本年度贡献较少。

图 13：过往 3 年产品细分收入

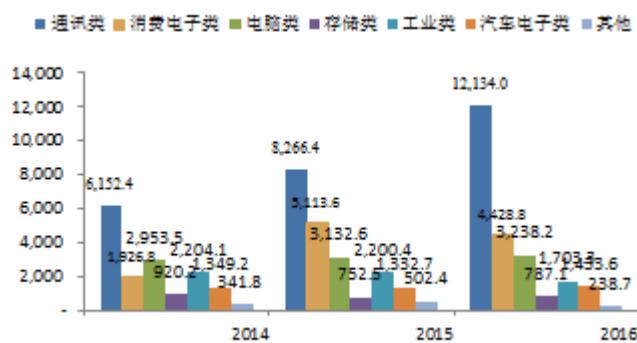
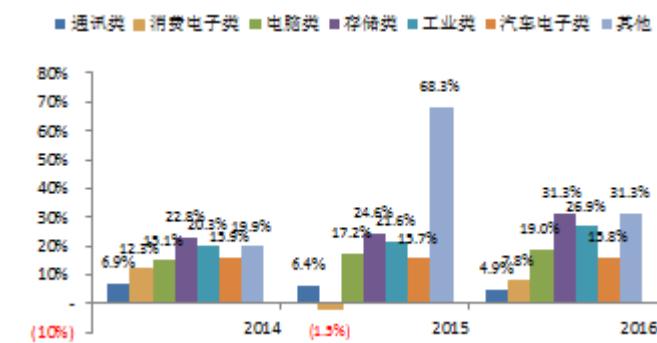


图 14：过往 3 年产品细分毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

产品细分毛利率方面，公司主营业务总体毛利率回到 10%以上，公司通讯类产品、消费电子类产品、电脑类产品、存储类产品、工业类产品和汽车电子类产品毛利率分别上升 0.5、9.3、1.8、6.8、6.3 和 0.1 个百分点。其中消费电子类产品在技术开发带来较大收入贡献的同时强化成本管控，毛利率有了明显的改善。工业类产品由于产品组合变化低毛利产品减少导致整体毛利上升。存储类产品因新产品量产毛利率增加。同时汇率的变动也对毛利有所贡献。

(二) 未来发展战略及经营计划：内部成长与外部扩张并举

1、成长计划

公司作为全球电子设计、制造及服务的 DMS 领导厂商，未来不仅要追求内部的自然成长，同时也积极全球来自外部的成长动能。

2、研发计划

公司广纳两岸优秀研发人才，为开发各项新技术、新产品注入活力，整合软件、硬件与微小化的能力，提高产品的附加值及利润。

公司也将以下列研发方向作为未来的主轴：

- 无线通讯模组产品；
- 汽车电子产品；
- 持续对微小化产品的应用领域进行扩充，除现有产品外更扩及物联网及虚拟现实产品的应用，并持续进行制程改进；
- 针对云计算研发与网络存储相关的技术，并与主要芯片公司合作推出效能卓著的固态硬盘；
- 持续开发绿色设计（Green Design）产品，降低物质和能源的消耗。

3、生产计划

公司未来的制造基地仍以上海为主，并以此扩充在华东地区的生产基地。上海厂区将以无线通信模块、汽车电子产品以及微小化产品为主要生产基地，并且视客户需求和未来的成长需求适当对其他生产基地产能进行扩充。

4、人力资源计划

根据公司未来的发展战略，公司制定了人力资源规划，对于公司未来人力的需求、人才引进以及培养进行了预测与规划。依据业务发展的需要，在提高工作效率，优化人力资源结构，并增加自动化生产。

5、管理提升计划

卓越运营是公司发展战略的三大驱动力之一。未来公司将持续强化业绩管理，贯彻以客为尊、以人为本、致力创新的经营理念，不断突破产品极限，为股东创造最大的价值。

三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.48、0.58 和 0.67 元。净资产收益率分别为 12.6%、13.8% 和 14.3%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 14.50 元，相当于 2017 年至 2019 年 30.2、25.0 和 21.6 倍的动态市盈率。

四、风险提示

主要客户终端产品出货量不及预期；微小化系统工艺市场竞争加剧影响公司盈利能力；汽车电子等新产品线扩张不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,323.1	23,983.9	28,580.7	35,219.9	42,730.2	年增长率					
减: 营业成本	19,093.4	21,398.2	25,506.0	31,390.6	38,184.4	营业收入增长率	34.3%	12.5%	19.2%	23.2%	21.3%
营业税费	24.0	35.2	35.7	45.1	56.9	营业利润增长率	-7.6%	34.2%	15.6%	21.4%	15.1%
销售费用	225.4	223.7	284.3	350.4	416.2	净利润增长率	-1.6%	16.7%	29.8%	21.2%	14.9%
管理费用	1,307.0	1,399.4	1,657.7	2,085.5	2,500.6	EBITDA 增长率	17.7%	19.4%	19.2%	16.8%	12.6%
财务费用	12.2	-53.1	1.8	5.5	8.3	EBIT 增长率	-4.3%	25.0%	22.3%	21.7%	15.3%
资产减值损失	2.2	-0.3	1.0	1.0	0.5	NOPLAT 增长率	0.9%	9.7%	37.6%	21.7%	15.3%
加: 公允价值变动收益	-0.8	-5.8	1.7	-0.1	-0.5	投资资本增长率	-2.4%	8.7%	4.4%	-12.8%	19.2%
投资和汇兑收益	79.9	15.6	49.4	48.3	37.8	净资产增长率	7.6%	10.7%	9.9%	10.7%	11.1%
营业利润	738.1	990.6	1,145.3	1,390.0	1,600.5	盈利能力					
加: 营业外净收支	19.5	16.8	16.2	17.5	16.8	毛利率	10.5%	10.8%	10.8%	10.9%	10.6%
利润总额	757.6	1,007.4	1,161.5	1,407.5	1,617.4	营业利润率	3.5%	4.1%	4.0%	3.9%	3.7%
减: 所得税	67.0	201.1	116.1	140.7	161.7	净利润率	3.2%	3.4%	3.7%	3.6%	3.4%
净利润	690.5	805.6	1,045.3	1,266.7	1,455.6	EBITDA/营业收入	5.6%	6.0%	6.0%	5.7%	5.3%
						EBIT/营业收入	3.5%	3.9%	4.0%	4.0%	3.8%
资产负债表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	4,049.2	4,755.9	7,145.2	8,805.0	10,682.6	偿债能力					
交易性金融资产	-	391.3	391.3	391.3	391.3	资产负债率	47.7%	51.1%	56.2%	57.5%	60.9%
应收帐款	3,563.3	4,795.4	5,799.4	6,570.7	8,676.1	负债权益比	91.4%	104.4%	128.2%	135.5%	156.0%
应收票据	21.4	27.5	65.3	30.1	83.8	流动比率	1.67	1.68	1.73	1.73	1.72
预付帐款	5.8	11.9	17.8	15.0	23.5	速动比率	1.26	1.32	1.39	1.37	1.36
存货	2,521.1	2,805.4	3,389.9	4,168.1	5,156.4	利息保障倍数	61.73	-17.67	653.25	253.21	193.66
其他流动资产	101.6	126.8	120.0	116.1	121.0	营运能力					
可供出售金融资产	-	26.9	26.9	26.9	26.9	固定资产周转天数	33	29	20	12	6
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	17	18	22	21	21
长期股权投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	170	174	188	189	191
投资性房地产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	60	63	67	63	64
固定资产	2,023.4	1,804.7	1,400.7	958.5	478.1	存货周转天数	37	40	39	39	39
在建工程	30.4	21.1	21.1	21.1	21.1	总资产周转天数	214	213	216	207	201
无形资产	30.3	31.2	22.2	13.2	4.2	投资资本周转天数	50	46	41	32	27
其他非流动资产	685.0	606.8	503.6	478.9	419.0	费用率					
资产总额	13,031.4	15,404.8	18,903.3	21,594.9	26,084.0	销售费用率	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
短期债务	873.3	1,373.4	2,363.0	2,748.6	3,650.4	管理费用率	6.1%	5.8%	5.8%	5.9%	5.9%
应付帐款	4,812.8	5,776.4	6,969.3	8,376.4	10,505.0	财务费用率	0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应付票据	-	-	-	-	-	三费/营业收入	7.2%	6.5%	6.8%	6.9%	6.8%
其他流动负债	449.7	528.3	433.9	501.0	480.8	投资回报率					
长期借款	-	75.3	765.4	701.5	1,158.4	ROE	10.1%	10.7%	12.6%	13.8%	14.3%
其他非流动负债	86.7	114.2	86.9	95.9	99.0	ROA	5.3%	5.2%	5.5%	5.9%	5.6%
负债总额	6,222.4	7,867.5	10,618.6	12,423.4	15,893.6	ROIC	22.6%	25.5%	32.2%	37.5%	49.6%
少数股东权益	-	2.3	2.3	2.3	2.3	分红指标					
股本	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	DPS(元)	0.10	-	0.14	0.17	0.20
留存收益	4,705.4	5,374.8	6,106.5	6,993.2	8,012.1	分红比率	31.5%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	6,809.0	7,537.2	8,284.7	9,171.5	10,190.4	股息收益率	0.8%	0.0%	1.2%	1.5%	1.7%
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	690.5	806.3	1,045.3	1,266.7	1,455.6	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	492.4	559.7	562.9	601.2	639.4	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
资产减值准备	2.2	-0.3	-	-	-	EPS(元)	0.32	0.37	0.48	0.58	0.67
公允价值变动损失	0.8	5.8	1.7	-0.1	-0.5	BVPS(元)	3.13	3.46	3.81	4.21	4.68
财务费用	16.9	23.9	1.8	5.5	8.3	PE(X)	37.5	32.1	24.8	20.4	17.8
投资损失	-79.9	-15.6	-49.4	-48.3	-37.8	PB(X)	3.8	3.4	3.1	2.8	2.5
少数股东损益	-	0.7	-	-	-	P/FCF	101.3	23.0	10.0	12.8	11.5
营运资金的变动	334.7	209.2	-452.6	0.4	-988.9	P/S	1.2	1.1	0.9	0.7	0.6
经营活动产生现金流量	1,301.1	1,600.5	1,109.7	1,825.4	1,076.2	EV/EBITDA	23.0	13.2	12.2	9.8	8.5
投资活动产生现金流量	-713.1	-779.0	-100.6	-101.7	-112.2	CAGR(%)	22.4%	21.8%	14.2%	22.4%	21.8%
融资活动产生现金流量	-800.6	-258.1	1,380.2	-63.9	913.7	PEG	1.7	1.5	1.7	0.9	0.8
						ROIC/WACC	2.4	2.7	3.4	3.9	5.2

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应用认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn