

环旭电子(601231)

多极应用挹注营收，乐观看待 FY2018 业绩增长

环旭电子发布公告，预计 2017 年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 50,830.87 万元左右，同比增加 63.10% 左右；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加 29,458.93 万元左右，同比增加 37.29% 左右。

投资收益增厚业绩，公司主营稳健增长 2017 年公司以自有资金投资理财产品及有价证券等交易性金融资产产生的税前非经常性损益 2.44 亿元相比 2016 年度有较大提升，剔除掉投资性收益之外，我们认为，从经营层面剖析，以扣非净利润衡量，公司实际录得的净利润水平在 11 亿元左右，略低于我们此前 11.5 亿的判断。公司股价最近有所回调，反映了一定的预期。同时，加上投资收益，归属于上市公司层面的净利润为 13.1 亿。

放眼 2018 年，对于公司的增长我们做乐观预期。我们对明年 SiP 产品的应用和渗透保持乐观，逻辑在于已有智能手机大客户中 SiP 渗透率提升叠加新客户 SiP 产品拓展共振。我们对于 SiP 的观点，认为 SiP 在消费和通讯类的应用中会持续高速渗透。根据日月光公司财报披露，偏重于 EMS 方面的 SiP 产品在整个日月光集团内部占到了营收的 40%，体量非常可观。环旭电子作为全球提供 SiP 产品的优质供应商，持续受益 SiP 的增长需求。我们判断，SiP 在通信产品方面拉动主要来自于两点：1 在已有智能手机大客户中新的 SiP 产品的应用，提升渗透率；2 已有 SiP 在新的智能手机客户中的应用。这一方面从国产智能手机的预研方面我们可以判断，趋势在加快。同时我们对于 Apple watch3 的售卖在 2018 年保持乐观，公司受益于此，将有显著拉货动能。

多极应用挹注营收增长 同日月光一样，我们认为公司在 2018 年将受益于多极应用驱动营收业绩增长。公司客户应用较为分散，消费电子产品及通讯类产品对营收增长贡献较多，但同时工业类、存储类及汽车电子类产品营收也有快速增长。公司不仅是依赖于消费电子，而是在各个领域多点开花。从上游日月光和台积电的指引来看，我们对于 2018 年相关产业链上下游公司在多极应用挹注营收推动公司发展方面保持乐观。

我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.6/0.73/0.91，给予 18 年 23X，对应目标价 16.79。公司股价最近有所回调，而基本面向好，现价给予“买入”评级

风险提示： SiP 进展不达预期；毛利率大幅下滑

证券研究报告

2018 年 01 月 31 日

投资评级

行业 电子/电子制造

6 个月评级 买入（调高评级）

当前价格 12.57 元

目标价格 16.79 元

基本数据

| | |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股) | 2,175.92 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 2,175.92 |
| A 股总市值(百万元) | 27,351.36 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 27,351.36 |
| 每股净资产(元) | 3.76 |
| 资产负债率(%) | 50.85 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.50/9.90 |

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-公司点评:单月营收录得新高，看好明年 SiP 业务高增》 2017-12-07
- 《环旭电子-公司点评:在淡季寻求超预期向上空间》 2017-05-01
- 《环旭电子-公司点评:在淡季寻求超预期向上空间》 2017-04-30

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 21,323.08 | 23,983.88 | 29,979.85 | 38,374.21 | 46,931.66 |
| 增长率(%) | 34.34 | 12.48 | 25.00 | 28.00 | 22.30 |
| EBITDA(百万元) | 1,201.08 | 1,434.20 | 1,533.16 | 1,914.22 | 2,357.19 |
| 净利润(百万元) | 690.52 | 805.58 | 1,304.17 | 1,586.63 | 1,980.36 |
| 增长率(%) | (1.55) | 16.66 | 61.89 | 21.66 | 24.82 |
| EPS(元/股) | 0.32 | 0.37 | 0.60 | 0.73 | 0.91 |
| 市盈率(P/E) | 39.61 | 33.95 | 20.97 | 17.24 | 13.81 |
| 市净率(P/B) | 4.02 | 3.63 | 3.24 | 2.87 | 2.51 |
| 市销率(P/S) | 1.28 | 1.14 | 0.91 | 0.71 | 0.58 |
| EV/EBITDA | 22.98 | 13.23 | 14.91 | 10.23 | 8.82 |

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 货币资金 | 4,049.21 | 4,755.88 | 3,832.99 | 7,088.02 | 5,891.77 | 营业收入 | 21,323.08 | 23,983.88 | 29,979.85 | 38,374.21 | 46,931.66 |
| 应收账款 | 3,563.33 | 4,795.42 | 6,318.12 | 5,027.97 | 8,848.30 | 营业成本 | 19,093.43 | 21,398.22 | 26,532.17 | 33,999.55 | 41,581.45 |
| 预付账款 | 5.76 | 11.86 | 18.97 | 16.56 | 25.44 | 营业税金及附加 | 23.96 | 35.21 | 37.40 | 49.11 | 62.50 |
| 存货 | 2,521.12 | 2,805.43 | 3,639.16 | 4,547.08 | 5,535.30 | 营业费用 | 225.40 | 223.68 | 299.80 | 382.43 | 458.24 |
| 其他 | 122.99 | 545.58 | 311.25 | 321.09 | 439.80 | 管理费用 | 1,306.98 | 1,399.40 | 1,648.89 | 2,233.91 | 2,683.89 |
| 流动资产合计 | 10,262.41 | 12,914.18 | 14,120.49 | 17,000.72 | 20,740.62 | 财务费用 | 12.15 | (53.06) | (11.92) | (28.25) | (33.58) |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | 2.24 | (0.34) | 1.02 | 0.97 | 0.55 |
| 固定资产 | 2,023.44 | 1,804.66 | 1,734.29 | 1,680.38 | 1,623.34 | 公允价值变动收益 | (0.78) | (5.77) | (259.19) | 43.33 | 57.51 |
| 在建工程 | 30.35 | 21.06 | 48.63 | 77.18 | 76.31 | 投资净收益 | 79.92 | 15.56 | 220.00 | 48.30 | 37.75 |
| 无形资产 | 30.26 | 31.19 | 22.20 | 13.22 | 4.23 | 其他 | (158.29) | (19.58) | 78.38 | (183.26) | (190.52) |
| 其他 | 684.97 | 633.68 | 530.49 | 505.79 | 445.93 | 营业利润 | 738.05 | 990.57 | 1,433.30 | 1,828.12 | 2,273.87 |
| 非流动资产合计 | 2,769.03 | 2,490.59 | 2,335.62 | 2,276.57 | 2,149.81 | 营业外收入 | 30.74 | 61.71 | 38.13 | 43.53 | 47.79 |
| 资产总计 | 13,031.43 | 15,404.77 | 16,456.11 | 19,277.29 | 22,890.43 | 营业外支出 | 11.24 | 44.93 | 21.94 | 26.04 | 0.11 |
| 短期借款 | 873.26 | 1,373.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 757.55 | 1,007.35 | 1,449.49 | 1,845.61 | 2,321.56 |
| 应付账款 | 4,812.77 | 5,776.38 | 7,482.09 | 9,139.05 | 11,422.12 | 所得税 | 67.04 | 201.08 | 144.95 | 258.39 | 340.20 |
| 其他 | 449.74 | 528.31 | 435.90 | 503.93 | 473.69 | 净利润 | 690.52 | 806.27 | 1,304.54 | 1,587.23 | 1,981.36 |
| 流动负债合计 | 6,135.77 | 7,678.07 | 7,917.99 | 9,642.98 | 11,895.81 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.68 | 0.37 | 0.60 | 1.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 75.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 690.52 | 805.58 | 1,304.17 | 1,586.63 | 1,980.36 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | 0.32 | 0.37 | 0.60 | 0.73 | 0.91 |
| 其他 | 86.66 | 114.19 | 86.95 | 95.93 | 99.02 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 86.66 | 189.47 | 86.95 | 95.93 | 99.02 | | | | | | |
| 负债合计 | 6,222.43 | 7,867.55 | 8,004.94 | 9,738.91 | 11,994.83 | 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 2.34 | 2.69 | 3.28 | 4.25 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 2,175.92 | 2,175.92 | 2,175.92 | 2,175.92 | 2,175.92 | 营业收入 | 34.34% | 12.48% | 25.00% | 28.00% | 22.30% |
| 资本公积 | 1,546.12 | 1,588.87 | 1,588.87 | 1,588.87 | 1,588.87 | 营业利润 | -7.61% | 34.21% | 44.69% | 27.55% | 24.38% |
| 留存收益 | 4,705.39 | 5,374.76 | 6,272.56 | 7,359.18 | 8,715.42 | 归属于母公司净利润 | -1.55% | 16.66% | 61.89% | 21.66% | 24.82% |
| 其他 | (1,618.43) | (1,604.66) | (1,588.87) | (1,588.87) | (1,588.87) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 6,809.00 | 7,537.22 | 8,451.17 | 9,538.38 | 10,895.60 | 毛利率 | 10.46% | 10.78% | 11.50% | 11.40% | 11.40% |
| 负债和股东权益总 | 13,031.43 | 15,404.77 | 16,456.11 | 19,277.29 | 22,890.43 | 净利率 | 3.24% | 3.36% | 4.35% | 4.13% | 4.22% |
| | | | | | | ROE | 10.14% | 10.69% | 15.44% | 16.64% | 18.18% |
| | | | | | | ROIC | 22.63% | 25.45% | 39.91% | 39.12% | 107.98% |
| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 690.52 | 806.27 | 1,304.17 | 1,586.63 | 1,980.36 | 资产负债率 | 47.75% | 51.07% | 48.64% | 50.52% | 52.40% |
| 折旧摊销 | 492.43 | 559.73 | 111.78 | 114.35 | 116.90 | 净负债率 | 5.97% | 17.25% | 19.68% | 43.74% | 24.33% |
| 财务费用 | 16.89 | 23.89 | (11.92) | (28.25) | (33.58) | 流动比率 | 1.67 | 1.68 | 1.78 | 1.76 | 1.74 |
| 投资损失 | (79.92) | (15.56) | (220.00) | (48.30) | (37.75) | 速动比率 | 1.26 | 1.32 | 1.32 | 1.29 | 1.28 |
| 营运资金变动 | 334.67 | 209.18 | (702.50) | 2,177.10 | (2,561.93) | 营运能力 | | | | | |
| 其它 | (153.50) | 16.98 | (258.82) | 43.93 | 58.51 | 应收账款周转率 | 5.98 | 5.74 | 5.40 | 6.76 | 6.76 |
| 经营活动现金流 | 1,301.08 | 1,600.50 | 222.71 | 3,845.45 | (477.49) | 存货周转率 | 9.69 | 9.01 | 9.30 | 9.38 | 9.31 |
| 资本支出 | 469.26 | 242.01 | 87.24 | 71.01 | 46.91 | 总资产周转率 | 1.68 | 1.69 | 1.88 | 2.15 | 2.23 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标(元) | | | | | |
| 其他 | (1,182.35) | (1,020.98) | 594.50 | (189.67) | (175.10) | 每股收益 | 0.32 | 0.37 | 0.60 | 0.73 | 0.91 |
| 投资活动现金流 | (713.09) | (778.97) | 681.74 | (118.66) | (128.19) | 每股经营现金流 | 0.60 | 0.74 | 0.10 | 1.77 | -0.22 |
| 债权融资 | 873.26 | 1,448.67 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股净资产 | 3.13 | 3.46 | 3.88 | 4.38 | 5.01 |
| 股权融资 | (8.69) | 152.32 | 27.71 | 28.25 | 33.58 | 估值比率 | | | | | |
| 其他 | (1,665.22) | (1,859.13) | (1,855.05) | (500.02) | (624.14) | 市盈率 | 39.61 | 33.95 | 20.97 | 17.24 | 13.81 |
| 筹资活动现金流 | (800.64) | (258.14) | (1,827.34) | (471.77) | (590.56) | 市净率 | 4.02 | 3.63 | 3.24 | 2.87 | 2.51 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EV/EBITDA | 22.98 | 13.23 | 14.91 | 10.23 | 8.82 |
| 现金净增加额 | (212.65) | 563.39 | (922.89) | 3,255.02 | (1,196.24) | EV/EBIT | 36.79 | 20.24 | 16.08 | 10.88 | 9.28 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com |