

2018年08月16日

公司研究●证券研究报告

环旭电子 (601231.SH)

公司快报

经营状况逐季改善，静待产业旺季来临

投资要点

◆ **公司动态：**公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 128.0 亿元，同比下降 0.67%，毛利率 10.5%，同比下降 1.0 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 3.92 亿元，同比下降 29.48%，每股收益 0.18 元，同比下降 30.77%。第二季度单季度实现销售收入 65.79 亿元，同比上升 2.4%，归属上市公司股东净利润 2.05 亿元，同比下降 23.9%。

◆ 点评：

➢ **营收基本保持持平，产能利用率偏低侵蚀盈利水平：**2018 年上半年实现营业收入 128.0 亿元，同比微降 0.67%，基本保持持平，智能手机市场销售不及预期，使得出货减少，通讯类产品营收下降较多；工业类和电脑类产品的营业收入同比增加，使得公司整体营收保持稳定。公司实现净利润 3.92 亿元，同比下降 29.48%，净利润增速低于营收增速的主要原因是上半年是电子行业淡季，产能利用率偏低。公司毛利率 10.5%，同比下降 1.0 个百分点，产品结构调整侵蚀盈利水平。

➢ **经营状况逐季改善：**2018 年上半年实现净利润 3.92 亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.86 亿元，同比下降 13.63%。其中第一季度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.56 亿元，第二季度为 2.30 亿元，环比增长 47.76%，同比增长 12.66%，二季度较一季度实现较大改善。主要原因在于是上半年第一季度受到原材料成本上升、汇率波动及产能利用率同比略有下降等因素的影响，公司获利水平有所下降；第二季度汇率等因素减弱，公司毛利水平已较第一季度有所改善，第二季度公司获利能力已恢复正常，经营状况逐季改善。

➢ **“扩张”奠定未来成长基础，静待产业旺季到来：**公司将 2018 年定位为“扩张”（Expansion）的一年：1）拟与高通成立合资公司，合作开发应用于手机、IoT 的 SiP 产品。2）与中科曙光的子公司中科可控签订合作备忘录，拟设立合资公司，建设智能 SMT 工厂，致力于生产服务器产品。通过一系列投资布局，公司加强与国际及国内大厂的合作进一步拓展公司产品线，对未来的发展奠定了坚实的基础。苹果二季度财报披露手表和无线耳机的其他产品营收同比增长 36.7% 到达 37.40 亿美元，可穿戴设备的显著增长显示了 Apple Watch 的潜力，今年第四代 watch 将迎来大改版，有望吸引更多消费者。作为 Watch 的主要供应商，三季度产业旺季来临公司业绩有望进一步提升。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.62、0.76 和 0.97 元。净资产收益率分别为 14.0%、15.5% 和 17.2%，给予买入-A 建议。

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(维持)

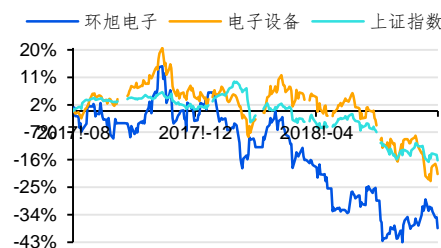
股价(2018-08-15)

9.01 元

交易数据

总市值（百万元）	19,605.07
流通市值（百万元）	19,605.07
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	7.81/17.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.94	6.12	-23.09
绝对收益	-5.75	-8.57	-39.33

分析师

蔡景彦
SAC 执业证书编号：S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

报告联系人

陈韵谜
chenyunmi@huajinsc.cn
021-20377060

相关报告

环旭电子：从“调整”到“扩张”，微小化趋势推动公司再上台阶 2018-03-27

环旭电子：产品优化业绩增长，内外拓展多业务并举 2017-09-01

环旭电子：2016 年营收承压利润见涨，未来内外拓展并举 2017-03-28

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

◆ **风险提示：**大客户新产品订单不及预期；工业及汽车类市场的拓展速度不及预期；产品价格及原材料价格波动影响公司盈利水平。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	23,983.9	29,705.7	34,475.8	39,774.2	45,763.2
同比增长(%)	12.5%	23.9%	16.1%	15.4%	15.1%
营业利润(百万元)	990.6	1,564.8	1,543.6	1,940.3	2,453.1
同比增长(%)	34.2%	58.0%	-1.4%	25.7%	26.4%
净利润(百万元)	805.6	1,313.9	1,342.0	1,663.9	2,099.9
同比增长(%)	16.7%	63.1%	2.1%	24.0%	26.2%
每股收益(元)	0.37	0.60	0.62	0.76	0.97
PE	24.3	14.9	14.6	11.8	9.3
PB	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	23,983.9	29,705.7	34,475.8	39,774.2	45,763.2	年增长率					
减:营业成本	21,398.2	26,428.5	30,666.3	35,232.9	40,354.1	营业收入增长率	12.5%	23.9%	16.1%	15.4%	15.1%
营业税费	35.2	35.0	43.3	51.8	57.0	营业利润增长率	34.2%	58.0%	-1.4%	25.7%	26.4%
销售费用	223.7	240.1	300.1	346.2	388.9	净利润增长率	16.7%	63.1%	2.1%	24.0%	26.2%
管理费用	1,399.4	1,638.6	2,008.8	2,277.4	2,603.8	EBITDA 增长率	19.4%	40.2%	-7.9%	25.0%	23.8%
财务费用	-53.1	56.8	-25.4	-21.2	-27.0	EBIT 增长率	25.0%	70.2%	-4.8%	26.4%	26.4%
资产减值损失	-0.3	11.9	4.6	5.4	7.3	NOPLAT 增长率	9.7%	81.5%	-5.3%	26.4%	26.4%
加:公允价值变动收益	-5.8	146.0	1.1	-0.7	0.1	投资资本增长率	8.7%	3.8%	16.3%	32.8%	-5.4%
投资和汇兑收益	15.6	97.9	64.5	59.3	73.9	净资产增长率	10.7%	14.5%	11.1%	12.1%	13.7%
营业利润	990.6	1,564.8	1,543.6	1,940.3	2,453.1						
加:营业外净收支	16.8	-0.4	35.2	17.2	17.4	盈利能力					
利润总额	1,007.4	1,564.4	1,578.9	1,957.6	2,470.5	毛利率	10.8%	11.0%	11.0%	11.4%	11.8%
减:所得税	201.1	250.3	236.8	293.6	370.6	营业利润率	4.1%	5.3%	4.5%	4.9%	5.4%
净利润	805.6	1,313.9	1,342.0	1,663.9	2,099.9	净利润率	3.4%	4.4%	3.9%	4.2%	4.6%
						EBITDA/营业收入	6.0%	6.8%	5.4%	5.8%	6.3%
						EBIT/营业收入	3.9%	5.4%	4.4%	4.8%	5.3%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	51.1%	50.3%	53.2%	55.6%	53.2%
货币资金	4,755.9	5,046.0	6,895.2	7,954.8	9,152.6	负债权益比	104.4%	101.1%	113.8%	125.4%	113.6%
交易性金融资产	391.3	677.9	677.9	677.9	677.9	流动比率	1.68	1.77	1.68	1.64	1.69
应收账款	4,795.4	5,941.9	6,060.6	7,967.9	8,236.9	速动比率	1.32	1.39	1.30	1.29	1.33
应收票据	27.5	64.2	27.3	75.8	51.3	利息保障倍数	-17.67	28.07	-59.74	-90.69	-89.82
预付账款	11.9	23.5	10.4	28.0	19.5	营运能力					
存货	2,805.4	3,317.6	3,951.4	4,476.8	5,045.9	固定资产周转天数	29	20	18	18	16
其他流动资产	126.8	192.7	120.0	146.5	153.1	流动营业资本周转天数	18	20	19	21	21
可供出售金融资产	26.9	22.6	22.6	22.6	22.6	流动资产周转天数	174	171	172	177	176
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	63	65	63	63	64
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	37	38	38	37
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	213	199	198	203	198
固定资产	1,804.7	1,510.5	1,984.9	2,096.8	2,015.0	投资资本周转天数	46	40	38	41	39
在建工程	21.1	38.6	238.6	338.6	338.6						
无形资产	31.2	27.4	18.3	9.1	-	费用率					
其他非流动资产	606.8	500.6	500.5	451.8	399.8	销售费用率	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.8%
资产总额	15,404.8	17,363.4	20,507.6	24,246.7	26,113.1	管理费用率	5.8%	5.5%	5.8%	5.7%	5.7%
短期债务	1,373.4	939.5	2,157.4	3,143.9	2,883.9	财务费用率	-0.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应付账款	5,776.4	6,932.1	7,866.8	9,259.9	10,238.4	三费/营业收入	6.5%	6.5%	6.6%	6.5%	6.5%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	528.3	733.6	566.9	627.1	646.8	ROE	10.7%	15.2%	14.0%	15.5%	17.2%
长期借款	75.3	-	215.2	342.4	-	ROA	5.2%	7.6%	6.5%	6.9%	8.0%
其他非流动负债	114.2	125.3	108.7	116.0	116.7	ROIC	25.5%	42.5%	38.8%	42.2%	40.1%
负债总额	7,867.5	8,730.4	10,915.0	13,489.4	13,885.8	分红指标					
少数股东权益	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7	DPS(元)	0.12	0.19	0.19	0.23	0.29
股本	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	分红比率	31.9%	30.6%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	5,374.8	6,475.6	7,415.0	8,579.7	10,049.7	股息收益率	1.3%	2.1%	2.1%	2.5%	3.2%
股东权益	7,537.2	8,633.0	9,592.6	10,757.3	12,227.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	806.3	1,314.1	1,342.0	1,663.9	2,099.9	EPS(元)	0.37	0.60	0.62	0.76	0.97
加:折旧和摊销	559.7	466.4	334.7	397.2	441.0	BVPS(元)	3.46	3.97	4.41	4.94	5.62
资产减值准备	-0.3	11.9	-	-	-	PE(X)	24.3	14.9	14.6	11.8	9.3
公允价值变动损失	5.8	-146.0	1.1	-0.7	0.1	PB(X)	2.6	2.3	2.0	1.8	1.6
财务费用	23.9	23.7	-25.4	-21.2	-27.0	P/FCF	17.4	28.6	8.8	13.0	11.0
投资损失	-15.6	-97.9	-64.5	-59.3	-73.9	P/S	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	0.7	0.2	-	-	-	EV/EBITDA	13.2	14.4	7.5	6.0	4.3
营运资金的变动	209.2	-266.3	120.7	-1,015.3	239.2	CAGR(%)	27.3%	16.9%	24.8%	27.3%	16.9%
经营活动产生现金流量	1,600.5	1,239.0	1,708.6	964.7	2,679.2	PEG	0.9	0.9	0.6	0.4	0.6
投资活动产生现金流量	-779.0	-153.0	-935.5	-540.7	-276.1	ROIC/WACC	2.7	4.5	4.1	4.5	4.2
融资活动产生现金流量	-258.1	-717.0	1,076.1	635.7	-1,205.3						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn