



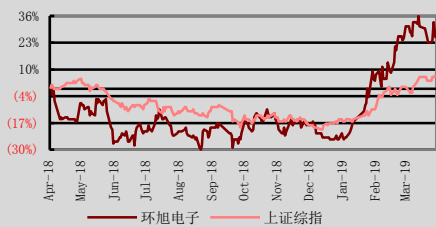
601231.SH

增持

市场价格：人民币 14.5

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	61.5	0.8	66.3	20.3
相对上证指数	28.8	(5.1)	40.3	15.3

发行股数(百万)	2176
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	31,551
3个月日均交易额(人民币 百万)	229
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
全国社保基金一一三组合	2

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年4月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

赵琦

021-20328313

qi.zhao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

环旭电子

SIP 技术领先，模组化趋势支撑长期成长

消费电子产品模组化成为趋势，5G 时代将更明显，公司是业内领先的 SIP 技术企业，将率先受益于这一趋势，首次覆盖，给予“增持”评级。

支撑评级的要点

- **SIP 领先企业，受益于终端模组化。**2018 年，公司与高通签订协议，拟在巴西设立合资公司，开发应用于智能手机、物联网的 SIP 模块产品；2019 年 3 月，首款应用 QSIP 方案的智能手机推出。QSIP 通过将应用处理器、电源管理、射频前端和音频编解码器等整合至单一 SIP，实现面积的缩小，从而为手机其他零组件腾出更多空间。基于 QSIP 方案的智能手机的推出，意味着智能手机模组化趋势趋近。随着消费电子产品新功能的增加、硬件设计复杂度的提升，相关功能模组微小化、系统化成为趋势，5G 通信将进一步提升模组化需求。公司微小化系统模组技术领先，有望受益。
- **可穿戴产品新功能创新，贡献持续增长动能。**受益于主要客户可穿戴产品较好的销量表现，近两年公司消费电子板块经营状况较好。根据 Strategy Analytics 的统计数据，2018 年主要客户的可穿戴产品全年出货量约 2250 万台，占据智能手表市场近一半份额。预计随着更多健康监测功能的加入，穿戴产品将持续受到消费者青睐，助力公司消费电子板块业绩持续增长。
- **高毛利非 SIP 业务占比提升，产品结构持续优化。**公司非 SIP 业务主要包括工业类、电脑存储类和汽车电子等，毛利率相对较高，季节波动性较小。近几年，公司积极拓展非 SIP 业务，提升获利能力。预计 2019 年，工业类、汽车电子等非 SIP 产品有望实现较高增长。

估值

- 预计公司 2019 年至 2021 年的 EPS 分别为 0.70 元、0.85 元、1.05 元，当前股价对应的 PE 分别为 21 倍、17 倍和 14 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级面临的主要风险

- SIP 技术应用推广不及预期、主要客户订单波动

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	29,706	33,550	39,623	46,993	56,156
变动(%)	24	13	18	19	20
净利润(人民币 百万)	1,314	1,180	1,524	1,845	2,284
全面摊薄每股收益(人民币)	0.604	0.542	0.701	0.848	1.050
变动(%)	63.1	(10.2)	29.2	21.0	23.8
全面摊薄市盈率(倍)	24.0	26.7	20.7	17.1	13.8
价格/每股现金流量(倍)	25.5	(144.1)	8.9	18.8	10.2
每股现金流量(人民币)	0.57	(0.10)	1.63	0.77	1.42
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	15.7	11.3	9.1	6.9
每股股息(人民币)	0.185	0.164	0.220	0.266	0.329
股息率(%)	1.3	1.1	1.5	1.8	2.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	29,706	33,550	39,623	46,993	56,156
销售成本	(26,464)	(29,948)	(35,314)	(41,884)	(50,048)
经营费用	(1,424)	(1,797)	(2,066)	(2,422)	(2,900)
息税折旧前利润	1,818	1,805	2,243	2,687	3,208
折旧及摊销	(466)	(444)	(493)	(544)	(585)
经营利润(息税前利润)	1,352	1,361	1,750	2,143	2,623
净利息收入/(费用)	(57)	47	19	40	54
其他收益/(损失)	270	3	33	31	38
税前利润	1,564	1,411	1,802	2,214	2,714
所得税	(250)	(213)	(278)	(369)	(430)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,314	1,197	1,524	1,845	2,284
核心净利润	1,314	1,198	1,522	1,842	2,282
每股收益(人民币)	0.604	0.542	0.701	0.848	1.050
核心每股收益(人民币)	0.604	0.551	0.699	0.846	1.049
每股股息(人民币)	0.185	0.000	0.220	0.266	0.329
收入增长(%)	24	13	18	19	20
息税前利润增长(%)	46	1	29	22	22
息税折旧前利润增长(%)	22	(1)	24	20	19
每股收益增长(%)	63	(10)	29	21	24
核心每股收益增长(%)	62	(9)	27	21	24

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,564	1,411	1,802	2,214	2,714
折旧与摊销	466	444	493	544	585
净利息费用	57	(47)	(19)	(40)	(54)
运营资本变动	91	(539)	1,418	(132)	1,466
税金	(250)	(231)	(278)	(369)	(430)
其他经营现金流	(690)	(1,257)	136	(535)	(1,199)
经营活动产生的现金流	1,239	(219)	3,553	1,682	3,083
购买固定资产净值	(4)	(1)	199	178	159
投资减少/增加	98	209	50	50	50
其他投资现金流	(247)	(518)	(398)	(356)	(318)
投资活动产生的现金流	(153)	(309)	(149)	(128)	(109)
净增权益	(403)	0	(478)	(578)	(716)
净增债务	(509)	532	(472)	0	0
支付股息	403	0	478	578	716
其他融资现金流	(208)	(494)	(414)	(538)	(662)
融资活动产生的现金流	(717)	39	(886)	(538)	(662)
现金变动	369	(489)	2,518	1,015	2,312
期初现金	4,756	5,046	4,611	7,128	8,144
公司自由现金流	1,086	(528)	3,404	1,554	2,974
权益自由现金流	634	(43)	2,913	1,514	2,920

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	5,046	4,611	7,128	8,144	10,455
应收帐款	6,006	7,733	7,120	9,742	10,100
库存	3,318	4,760	4,644	5,115	6,269
其他流动资产	23	22	21	36	33
流动资产总计	15,264	17,895	19,677	23,810	27,641
固定资产	1,549	1,594	1,361	1,062	703
无形资产	27	27	17	7	(3)
其他长期资产	247	334	300	300	300
长期资产总计	1,823	1,955	1,678	1,369	1,000
总资产	17,363	20,151	21,580	25,341	28,751
应付帐款	6,640	8,093	8,641	11,245	12,789
短期债务	939	1,472	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	1,026	1,032	1,288	1,178	1,475
流动负债总计	8,605	10,597	10,929	13,422	15,264
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	125	145	150	150	150
股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176
储备	6,476	7,276	8,323	9,590	11,158
股东权益	8,651	9,452	10,499	11,766	13,334
少数股东权益	2	2	2	3	3
总负债及权益	17,363	20,151	21,580	25,341	28,751
每股帐面价值(人民币)	3.98	4.34	4.83	5.41	6.13
每股有形资产(人民币)	3.96	4.33	4.82	5.40	6.13
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.89)	(1.44)	(2.82)	(3.28)	(4.35)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.1	5.4	5.7	5.7	5.7
息税前利润率(%)	4.5	4.1	4.4	4.6	4.7
税前利润率(%)	5.3	4.2	4.5	4.7	4.8
净利率(%)	4.4	3.6	3.8	3.9	4.1
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	23.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	24.0	26.7	20.7	17.1	13.8
核心业务市盈率(倍)	24.0	26.3	20.7	17.1	13.8
市净率(倍)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	25.5	(144.1)	8.9	18.8	10.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.1	15.7	11.3	9.1	6.9
周转率					
存货周转天数	42.2	49.2	48.6	42.5	41.5
应收帐款周转天数	66.5	74.7	68.4	65.5	64.5
应付帐款周转天数	74.6	80.1	77.1	77.2	78.1
回报率					
股息支付率(%)	30.6	30.2	31.3	31.3	31.3
净资产收益率(%)	16.2	13.2	15.3	16.6	18.2
资产收益率(%)	6.9	6.2	7.1	7.6	8.2
已运用资本收益率(%)	3.5	2.9	3.4	3.8	4.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测