

2019 年 08 月 25 日

公司研究•证券研究报告

环旭电子 (601231.SH)

收入稳健成长，费用投入着眼长远

投资要点

- 事件：**公司发布 2019 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 146.0 亿元，同比上升 14.1%，毛利率 9.7%，同比下降 0.7 个百分点，归属母公司净利润为 3.89 亿元，同比下降 0.67%，每股净利润 0.18 元，同比基本持平。第二季度公司实现营业收入为 69.3 亿元，同比上升 5.3%，毛利率 9.5%，同比下降 1.1 个百分点，归属上市公司股东净利润为 1.66 亿元，同比下降 18.8%。
- 收入增长基本维持平稳，产品结构变化影响毛利率水平：**公司 2019 年上半年以及第二季度单季度的收入分别上升 14.1% 和 5.3%，基本维持了平稳的成长性，增速 Q2 环比低于 Q1，产品方面消费电子相关的可穿戴设备需求持续释放带动了公司的收入成长，同时公司在国内外均有持续拓展生产基地，产能规模也在持续扩张，为公司的订单执行带来了保障。由于消费电子业务的产品较为复杂的特性，其成本及售价均有所增加，毛利率水平低于其他产品，因此在消费电子收入规模持续上升的情况下，综合毛利率水平出现了下降，公司实际的生产经营保持了稳定。
- 费用率提升为应对行业发展趋势，净利润短期受到抑制：**2019 年上半年及第二季度公司的净利润增长速度均显著弱于收入的增长速度，其中第二季度的净利润同比出现了较大幅度的下滑。从费用及费用率看，公司上半年在销售、管理和研发费用方面的投入均有不同程度的增加，其中管理费用的投入增长最高，增速达到了 77.8%，研发费用的占收入比例也上升到了 2.3%，同比增长 0.8 个百分点，销售费用率和研发费用率基本保持了平稳的状态。公司需要积极增加投入来面对行业市场的变动趋势，一方面消费电子包括可穿戴设备等的需求持续上升使得公司需要拓展生产能力，另一方面国际贸易争端的增加也是公司必须更多的全球化布局，以应对潜在的风险，因此整体投入规模仍然在短期内将会保持较高水平，对于净利润增速的影响仍然存在。
- 产业逐步进入旺季，公司布局有望渐入收获期：**公司并没有对于 2019 年 1-9 月的业绩预期做出预测，我们认为行业在下半年逐步进入到传统的旺季，以各类可穿戴设备为代表的消费电子产品在消费市场已经逐步获得了有效的认可，在行业进入旺季的过程中，公司在微小化 SiP 方面的技术能力有望迎来较为有利的发展机遇。同时，公司在费用支出以及产能建设方面的积极推進，包括在惠州、墨西哥、巴西、台湾等地的生产基地建设能够满足现有客户的新需求以及新客户的增量，我们认为公司短期在费用方面的投入对于净利润的影响是可控的，而长期的布局扩张有利于公司在经营管理层面上进一步打开成长的空间，预计进入到 2020 年之后，公司的各大生产线将会逐步进入到收获期。
- 投资建议：**我们公司预测 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.61、0.80 和 1.05 元。净资产收益率分别为 12.7%、14.5% 和 15.9%，维持买入-A 投资建议。

公司快报

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2019-08-23)

13.46 元

交易数据

总市值 (百万元)	29,287.93
流通市值 (百万元)	29,287.93
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	8.07/15.98 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.67	10.93	42.81
绝对收益	10.78	12.49	48.96

分析师

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

相关报告

- 环旭电子：微小化系统制造能力领先，期待全球市场拓展 2019-03-30
- 环旭电子：经营状况逐季改善，静待产业旺季来临 2018-08-16
- 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

- ◆ **风险提示:** 主要智能终端客户订单不及预期；国际贸易争端影响终端出货需求；微小化系统的客户接受程度不及预期；其他竞争对手参与带来价格竞争压力。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	29,705.7	33,550.3	40,477.2	47,276.0	52,530.3
同比增长(%)	23.9%	12.9%	20.6%	16.8%	11.1%
营业利润(百万元)	1,564.8	1,386.7	1,560.7	2,067.5	2,692.5
同比增长(%)	58.0%	-11.4%	12.5%	32.5%	30.2%
净利润(百万元)	1,313.9	1,179.7	1,319.6	1,756.6	2,287.9
同比增长(%)	63.1%	-10.2%	11.9%	33.1%	30.2%
每股收益(元)	0.60	0.54	0.61	0.80	1.05
PE	22.3	24.8	22.0	16.7	12.8
PB	3.4	3.1	2.8	2.4	2.0

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29,705.7	33,550.3	40,477.2	47,276.0	52,530.3	年增长率					
减:营业成本	26,428.5	29,907.5	36,129.7	41,921.0	46,209.8	营业收入增长率	23.9%	12.9%	20.6%	16.8%	11.1%
营业税费	35.0	40.8	52.1	58.0	65.3	营业利润增长率	58.0%	-11.4%	12.5%	32.5%	30.2%
销售费用	240.1	280.4	347.7	394.5	442.9	净利润增长率	63.1%	-10.2%	11.9%	33.1%	30.2%
管理费用	1,638.6	1,922.4	2,390.1	2,773.4	3,013.3	EBITDA增长率	44.8%	-16.8%	15.2%	28.6%	25.4%
财务费用	56.8	-47.3	-11.1	33.0	18.0	EBIT增长率	72.4%	-17.2%	15.7%	35.6%	29.0%
资产减值损失	11.9	56.0	22.5	30.2	36.2	NOPLAT增长率	81.5%	-16.7%	17.7%	29.5%	31.5%
加:公允价值变动收益	146.0	-249.3	-36.4	-46.6	-110.8	投资资本增长率	3.8%	56.1%	-43.0%	125.7%	-33.5%
投资和汇兑收益	119.3	245.1	50.3	47.6	57.9	净资产增长率	14.5%	9.0%	10.4%	16.9%	18.8%
营业利润	1,564.8	1,386.7	1,560.7	2,067.5	2,692.5	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.4	6.6	-7.9	-0.5	-0.6	毛利率	11.0%	10.9%	10.7%	11.3%	12.0%
利润总额	1,564.4	1,393.3	1,552.8	2,066.9	2,691.9	营业利润率	5.3%	4.1%	3.9%	4.4%	5.1%
减:所得税	250.3	213.4	232.9	310.0	403.8	净利润率	4.4%	3.5%	3.3%	3.7%	4.4%
净利润	1,313.9	1,179.7	1,319.6	1,756.6	2,287.9	EBITDA/营业收入	5.5%	4.1%	3.9%	4.3%	4.8%
资产负债表						EBIT/营业收入	5.4%	4.0%	3.8%	4.4%	5.2%
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
货币资金	5,046.0	4,610.8	6,652.3	8,841.0	9,069.3	资产负债率	50.3%	53.3%	50.9%	57.4%	46.5%
交易性金融资产	677.9	443.7	443.7	443.7	443.7	负债权益比	101.1%	114.2%	103.9%	134.5%	87.1%
应收帐款	5,851.9	7,588.1	7,262.0	10,458.6	9,543.2	流动比率	1.77	1.69	1.79	1.63	2.01
应收票据	64.2	61.7	58.0	96.3	78.3	速动比率	1.39	1.24	1.39	1.25	1.57
预付帐款	23.5	22.0	22.3	35.1	29.0	利息保障倍数	23.12	-24.95	-119.35	53.16	127.32
存货	3,317.6	4,760.2	4,244.3	6,217.4	5,547.6	营运能力					
其他流动资产	282.7	408.7	371.6	352.0	313.6	固定资产周转天数	20	17	14	11	10
可供出售金融资产	22.6	-	16.5	13.0	9.8	流动营业资本周转天数	20	30	24	26	29
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	173	180	167	176	179
长期股权投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	65	73	67	68	69
投资性房地产	-	-	-	-	-	存货周转天数	42	49	45	46	46
固定资产	1,510.5	1,544.6	1,480.0	1,430.7	1,399.6	总资产周转天数	201	204	186	192	193
在建工程	38.6	49.4	64.2	71.2	62.4	投资资本周转天数	40	46	37	37	39
无形资产	27.4	26.9	29.3	31.7	33.5	费用率					
其他非流动资产	500.6	635.4	536.9	486.0	462.5	销售费用率	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
资产总额	17,363.4	20,151.4	21,181.2	28,476.6	26,992.6	管理费用率	5.5%	5.7%	5.9%	5.9%	5.7%
短期债务	939.5	1,471.8	220.7	4,325.9	-	财务费用率	0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.0%
应付帐款	6,933.8	8,408.5	9,348.6	11,182.2	11,645.7	三费/营业收入	6.5%	6.4%	6.7%	6.8%	6.6%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	644.4	716.5	1,331.4	659.5	664.6	ROE	15.2%	12.5%	12.7%	14.5%	15.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	5.9%	6.2%	6.2%	8.5%
其他非流动负债	125.3	144.8	128.1	132.7	135.2	ROIC	41.0%	21.8%	45.1%	25.9%	51.2%
负债总额	8,730.4	10,741.5	10,790.7	16,332.9	12,564.2	分红指标					
少数股东权益	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	DPS(元)	0.20	0.16	-	-	-
股本	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	2,175.9	分红比率	32.9%	30.4%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	6,475.6	7,276.4	8,239.4	9,996.3	12,284.4	股息收益率	1.5%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	8,633.0	9,409.9	10,390.5	12,143.7	14,428.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,313.9	1,179.7	1,319.6	1,756.6	2,287.9	EPS(元)	0.60	0.54	0.61	0.80	1.05
加:折旧和摊销	415.4	392.2	250.0	230.0	223.9	BVPS(元)	3.97	4.32	4.78	5.58	6.63
资产减值准备	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	PE(X)	22.3	24.8	22.0	16.7	12.8
公允价值变动损失	-146.0	249.3	36.4	46.6	110.8	PB(X)	3.4	3.1	2.8	2.4	2.0
财务费用	23.7	56.4	-11.1	33.0	18.0	P/FCF	42.8	-189.6	12.7	13.7	142.9
投资损失	-97.9	-209.5	-	-	-	P/S	1.0	0.9	0.7	0.6	0.6
少数股东损益	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	EV/EBITDA	-3.1	-2.9	-4.6	-2.6	-3.9
营运资金的变动	-332.7	-1,976.8	1,806.3	-3,458.6	2,091.6	CAGR(%)	10.2%	24.7%	31.2%	10.2%	24.7%
经营活动产生现金流量	1,239.0	-218.9	3,485.4	-1,316.3	4,806.8	PEG	2.2	1.0	0.7	1.6	0.5
投资活动产生现金流量	-153.0	-308.7	-221.4	-206.7	-231.2	ROIC/WACC	3.1	1.6	3.4	1.9	3.9
融资活动产生现金流量	-717.0	38.5	-1,222.5	3,711.7	-4,347.3						

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.huajinsec.cn