



分析师: 张涛

Tel: 021-53686152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

研究助理: 袁威津

Tel: 021-53686157

E-mail: yuanweijin@shzq.com

SAC 证书编号: S0870118010021

基本数据 (2019.12.18)

报告日股价 (元)	24.30
12mth A 股价格区间 (元)	8.41-24.30
总股本 (亿股)	21.76
无限售 A 股/总股本 (%)	100%
流通市值 (亿元)	529
每股净资产 (元)	7.07
PBR (X)	3.44

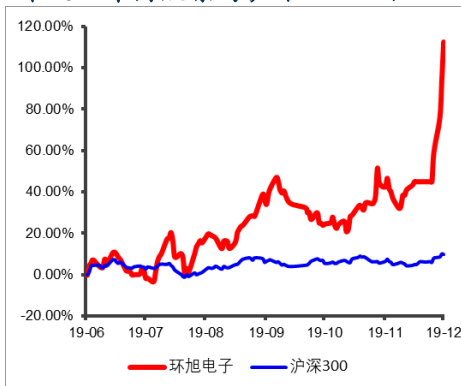
主要股东 (2019.12.3)

环诚科技有限公司	77.38%
香港中央结算有限公司	4.04%
中国证券金融股份有限公司	1.69%
日月光半导体(上海)有限公司	0.83%
环旭电子回购专户	0.60%
中央汇金	0.59%

收入结构 (2019H1)

通讯类	34.0%
消费类	31.9%
工业类	14.1%
电脑及存储类	13.2%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

并购法国 EMS 龙头 客户结构优化意义重大

■ 公司动态事项

公司12月13日公告,拟通过定向发股以及现金支付收购Financière AFG S.A.S.公司(以下简称AFG)100%股份,标的作价3.16-3.45亿。

■ 事项点评

并购 AFG 带来显著业务协同 客户结构优化意义重大

AFG 是一家总部位于法国的 EMS 企业,业务范围覆盖工业类、能源管理类、数据处理、汽车电子、消费科技、运输、医疗等领域,并主要聚焦欧洲、北美等地区中小型创业公司“小批量、多品种”的产品需求。AFG 在全球 4 大洲、8 个国家拥有 17 个制造基地,全球员工约 6,000 名,根据 New Venture Research 发布的 MMI 2018 年全球 EMS 提供商 50 强排名,AFG 排名第二十三位,位居欧洲第二位,是电子制造服务行业领先的全球化企业。标的公司 2017-2018 年营收分别为 7.12 和 10.48 亿美元,对应净利润分别为 3505.9 万美元和 6546.4 万美元,2019 年 1-9 月营收与净利润分别为 7.50 亿美元和 4352.0 万美元。

这次并购将优化公司产品结构、客户结构,并提升公司服务灵活性。公司借助系统级封装(SiP)工艺在通讯射频领域获得较快成长,同时也在积极布局汽车电子、医疗、工业产品等高成长领域,AFG 的客户群体将为环旭电子带来众多能源管理、汽车电子、医疗及工业领域客户,公司高增长领域产品占比将得到加强。环旭电子业务中,海外 A 客户业务占比达到 50% 以上,单客户业务过于集中对业绩扰动影响明显。AFG 将为公司增加约 200 家新的客户,客户结构显著优化。同时,本次并购增加公司制造基地布局,提升为全球客户服务的灵活性。

毫米波商用渐进 公司业绩再添动能

5G 频段分为 Sub-6GHz 频段以及毫米波频段,以目前 5G 频谱划分的情况来看,毫米波频段主要集中在 24GHz-40GHz。毫米波有着丰富的频谱资源,大带宽满足超高速数据传输需求。明年欧美地区将率先商用毫米波,预期国内将在 2021 年逐步商用。封装天线(AiP)是针对毫米波应用的主流方案,今年三星 S10 5G 版本已经搭载高通的 AiP 组件,明年苹果 5G 手机将大概率搭载面向毫米波的 AiP。目前单颗 AiP 价格在 20 美金的水平,单机将搭载 2-3 颗 AiP,虽然未来规模效应将显著降低成本,但结合市场需求量,我们认为 AiP 新增市场将成为毫米波商用条线的投资亮点。AiP 产品包括射频芯片以及被动元器件,并通过 SiP 技术进行封装,预期该环节的成本占比接近 30-40%。环旭电子作为 SiP 龙头企业,将受益于 AiP 商用。

■ 盈利预测与估值

本次盈利预测未考虑 AFG 对业绩的影响，同时增加 AiP 业务对公司业绩带来的增量。具体为：2019-2021 年公司营收分别为 385.83 亿元、508.55 亿元、649.39 亿元，同比增长 15.00%、31.81% 和 27.69%；归母净利润分别为 12.30 亿元、17.62 亿元和 24.01 亿元，同比增长分别为 4.28%、43.19% 和 36.29%；EPS 分别为 0.57、0.81 和 1.10 亿元；对应 PE 分别为 43X、30X 和 22X。未来六个月内，维持“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	33,550.28	38,582.82	50,855.45	64,939.34
年增长率	12.94%	15.00%	31.81%	27.69%
归属于母公司的净利润	1179.72	1230.17	1761.51	2400.77
年增长率	-10.21%	4.28%	43.19%	36.29%
每股收益 (元)	0.54	0.57	0.81	1.10
PER (X)	45.79	42.98	30.02	22.02

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4611	6432	3859	7886
存货	4760	3799	7407	6869
应收账款及票据	7650	3799	7407	6869
其他	83	765	765	765
流动资产合计	17895	17684	24380	27481
长期股权投资	0	765	765	765
固定资产	1545	879	511	39
在建工程	49	49	49	0
无形资产	27	16	5	0
其他	68	218	68	68
非流动资产合计	2256	1162	633	106
资产总计	20151	18847	25013	27587
短期借款	1472	0	149	149
应付账款及票据	8093	8604	13473	14483
其他	311	26	26	26
流动负债合计	10597	8635	13654	14663
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	2	31	31	31
非流动负债合计	145	5	5	5
负债合计	10741	8635	13654	14663
少数股东权益	2	2	3	3
股东权益合计	9408	10211	11359	12924
负债和股东权益总计	20151	18847	25013	27587
现金流量表(单位: 百万元)				
指标	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1180	1230	1762	2401
折旧和摊销	444	662	662	510
营运资本变动	32399			
经营活动现金流	-219	4740	0	0
资本支出	500			
投资收益	10948	0	0	0
投资活动现金流	-309	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
融资活动现金流	39	-1820	-498	-713
净现金流	-437	2235	-2573	4027

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	33550	38583	50855	64939
营业成本	32160	34339	44959	57278
营业税金及附加	41	47	62	79
营业费用	280	502	814	1039
管理费用	610	2354	3102	3896
财务费用	-47	-122	-171	-194
资产减值损失	38	17	17	17
投资收益	209	0	0	0
公允价值变动损益	-249	0	0	0
营业利润	1387	1230	1762	2401
营业外收支净额	9	0	0	0
利润总额	1393	1448	2073	2825
所得税	213	217	311	424
净利润	1180	1230	1762	2401
少数股东损益		0	0	1
归属母公司股东净利润	1180	1230	1762	2401
财务比率分析				
指标	2018	2019E	2020E	2021E
总收入增长率	13%	15%	32%	28%
EBITDA 增长率	-10%	13%	29%	23%
EBIT 增长率	-11%	2%	43%	38%
净利润增长率	-11%	7%	43%	36%
毛利率	11%	11%	11%	12%
EBITDA/总收入	5%	5%	5%	5%
EBIT/总收入	4%	4%	4%	4%
净利润率	3%	3%	3%	4%
资产负债率	51%	46%	55%	53%
流动比率	176%	205%	179%	187%
速动比率	125%	157%	122%	138%
总资产回报率 (ROA)	7%	7%	8%	10%
净资产收益率 (ROE)	12%	12%	16%	19%
EV/营业收入	1	1	1	1
EV/EBITDA	28	23	19	14
PE	46	43	30	22
PB	6	5	5	4

分析师承诺

张涛 袁威津

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20% 以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10% 以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10% 以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。