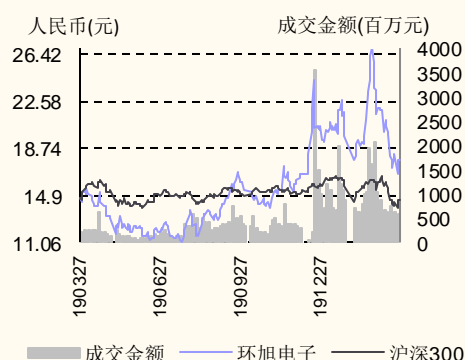


**环旭电子 (601231.SH) 买入 (维持评级)**
**公司点评**

市场价格 (人民币): 17.79 元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	21.79
已上市流通 A 股(亿股)	21.79
总市值(亿元)	387.66
年内股价最高最低(元)	23.54/16.74
沪深 300 指数	3698
上证指数	2765


**相关报告**

- 1.《环旭电子 2019 年业绩快报点评-业绩符合预期, 期待 20 年 SiP...》, 2020.2.7
- 2.《需求多点开花, SiP 龙头受益微小化趋势-需求多点开花, SiP...》, 2020.1.6

**郑弼禹** 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001  
zhengbiyu@gjzq.com.cn

**范彬泰** 联系人  
fanbintai@gjzq.com.cn

**张纯** 分析师 SAC 执业编号: S1130519100004  
zhang\_chun@gjzq.com.cn

**收购案获无条件通过, 协同发展可期**
**公司基本情况(人民币)**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,706	33,550	37,180	44,144	49,126
营业收入增长率	23.9%	12.9%	10.8%	18.7%	11.3%
归母净利润(百万元)	1,314	1,180	1,263	1,501	1,727
归母净利润增长率	63.10%	-10.21%	7.08%	18.79%	15.06%
摊薄每股收益(元)	0.604	0.542	0.581	0.690	0.794
每股经营性现金流净额	0.555	-0.101	0.628	0.760	0.899
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.22%	12.54%	12.43%	13.56%	14.27%

来源: 公司年报、国金证券研究所

**事件描述**

- 公司公告, 公司发行股份收购 FAFG 股权案经证监会并购重组委员会审核, 获得无条件通过。

**事件点评**

- **收购增厚业绩, 协同发展可期:** 因为 2020 年并表的具体时间不明确, 所以我们以 2021 年为例, 测算收购对业绩的影响。我们预计环旭电子 2021 年实现净利润 17.3 亿元。以目前环旭 21.79 亿股的总股本为基础, 本次环旭电子拟向 ASDI 发行股份 2674 万股, 发行新股价格为 12.81 元/股。按照公司对价调整方案中 2020 年和 2021 年累计中性利润为 1.18 亿美元, 以 7.0 的美元兑人民币汇率计算, 约合 8.26 亿元人民币, 平均每年 4.13 亿元人民币; 预计支付现金约增加财务费用 6000 万元; 假如不考虑交易税费和新增的可辨识无形资产摊销, 不考虑交易税费, 本次收购之后预计将使环旭电子 2021 年盈利增加 3.5 亿元, EPS 从 0.79 元增加到 0.94 元, 增厚 19%。此次收购将优化环旭的产品结构, 降低对单一领域产品和单一客户的依赖, 同时将获得位于欧洲、北美、北非等全球多地的经营机构及生产设施, 在全球贸易摩擦加剧的背景下, 后续环旭有望在客户导入、销售渠道上与 FAFG 发挥协同效应, 应付未来供应链潜在的结构变动风险。
- **新产品下半年放量, 新冠疫情影响尚待观察:** 可穿戴设备和手机等产品对小型化的要求高, 对 SiP 封装的需求增长较快。AiP 和 TWS 耳机有望在 2020 年下半年提供新的收入增长点, 消费电子业务有望受益于 20 款 Apple Watch 的销量增长和 SiP 的 ASP 提升。受新冠疫情对一季度产能的负面影响, 我们在 2 月 7 日业绩快报点评中下调 2020 年盈利预测至 15.0 亿, 目前疫情在全球范围内扩散, 我们预计二季度终端需求受到部分负面影响, 对下游客户订单需求的影响尚待观察。目前维持对 2020 年的盈利预测。

**投资建议**

- 我们预计 2019-2021 年公司的归母净利润分别为 12.6 亿元、15.0 亿元和 17.3 亿元 (不考虑并购), 对应 EPS 分别为 0.58 元、0.69 元和 0.79 元; 维持 31 元的目标价及“买入”评级。

**风险提示**

- 肺炎疫情持续时间超过预期; 行业竞争加剧, 市场份额下降; SiP 新订单不及预期

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>23,984</b>	<b>29,706</b>	<b>33,550</b>	<b>37,180</b>	<b>44,144</b>	<b>49,126</b>
增长率		23.9%	12.9%	10.8%	18.7%	11.3%
<b>主营业务成本</b>	<b>-21,398</b>	<b>-26,428</b>	<b>-29,908</b>	<b>-33,489</b>	<b>-39,707</b>	<b>-44,119</b>
%销售收入	89.2%	89.0%	89.1%	90.1%	89.9%	89.8%
<b>毛利</b>	<b>2,586</b>	<b>3,277</b>	<b>3,643</b>	<b>3,690</b>	<b>4,437</b>	<b>5,007</b>
%销售收入	10.8%	11.0%	10.9%	9.9%	10.1%	10.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>	<b>-48</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>销售费用</b>	<b>-224</b>	<b>-240</b>	<b>-280</b>	<b>-297</b>	<b>-353</b>	<b>-393</b>
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>管理费用</b>	<b>-1,399</b>	<b>-1,639</b>	<b>-610</b>	<b>-706</b>	<b>-883</b>	<b>-983</b>
%销售收入	5.8%	5.5%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1,312</b>	<b>-1,394</b>	<b>-1,655</b>	<b>-1,818</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>927</b>	<b>1,363</b>	<b>1,399</b>	<b>1,244</b>	<b>1,488</b>	<b>1,750</b>
%销售收入	3.9%	4.6%	4.2%	3.3%	3.4%	3.6%
<b>财务费用</b>	<b>53</b>	<b>-57</b>	<b>47</b>	<b>44</b>	<b>50</b>	<b>66</b>
%销售收入	-0.2%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-12</b>	<b>-38</b>	<b>-50</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-6</b>	<b>146</b>	<b>-249</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>16</b>	<b>98</b>	<b>209</b>	<b>180</b>	<b>162</b>	<b>146</b>
%税前利润	1.5%	6.3%	15.0%	12.3%	9.3%	7.3%
<b>营业利润</b>	<b>991</b>	<b>1,565</b>	<b>1,387</b>	<b>1,469</b>	<b>1,745</b>	<b>2,008</b>
营业利润率	4.1%	5.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.1%
<b>营业外收支</b>	<b>17</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,007</b>	<b>1,564</b>	<b>1,393</b>	<b>1,469</b>	<b>1,745</b>	<b>2,008</b>
利润率	4.2%	5.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%
<b>所得税</b>	<b>-201</b>	<b>-250</b>	<b>-213</b>	<b>-206</b>	<b>-244</b>	<b>-281</b>
所得税率	20.0%	16.0%	15.3%	14.0%	14.0%	14.0%
<b>净利润</b>	<b>806</b>	<b>1,314</b>	<b>1,180</b>	<b>1,263</b>	<b>1,501</b>	<b>1,727</b>
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>806</b>	<b>1,314</b>	<b>1,180</b>	<b>1,263</b>	<b>1,501</b>	<b>1,727</b>
净利率	3.4%	4.4%	3.5%	3.4%	3.4%	3.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>806</b>	<b>1,314</b>	<b>1,180</b>	<b>1,263</b>	<b>1,501</b>	<b>1,727</b>
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>559</b>	<b>478</b>	<b>482</b>	<b>445</b>	<b>473</b>	<b>535</b>
<b>非经营收益</b>	<b>53</b>	<b>-155</b>	<b>101</b>	<b>126</b>	<b>-74</b>	<b>-54</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>149</b>	<b>-429</b>	<b>-1,982</b>	<b>-468</b>	<b>-246</b>	<b>-251</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,567</b>	<b>1,208</b>	<b>-219</b>	<b>1,366</b>	<b>1,653</b>	<b>1,956</b>
<b>资本开支</b>	<b>-214</b>	<b>-130</b>	<b>-471</b>	<b>-422</b>	<b>-370</b>	<b>-350</b>
<b>投资</b>	<b>-593</b>	<b>-104</b>	<b>78</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>29</b>	<b>80</b>	<b>84</b>	<b>180</b>	<b>162</b>	<b>146</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-779</b>	<b>-153</b>	<b>-309</b>	<b>-242</b>	<b>-208</b>	<b>-204</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-25</b>	<b>-446</b>	<b>468</b>	<b>914</b>	<b>379</b>	<b>-171</b>
<b>其他</b>	<b>-119</b>	<b>-350</b>	<b>-378</b>	<b>-571</b>	<b>-688</b>	<b>-782</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-144</b>	<b>-796</b>	<b>91</b>	<b>342</b>	<b>-309</b>	<b>-954</b>
<b>现金净流量</b>	<b>645</b>	<b>259</b>	<b>-437</b>	<b>1,466</b>	<b>1,137</b>	<b>798</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>货币资金</b>	<b>4,756</b>	<b>5,046</b>	<b>4,611</b>	<b>6,077</b>	<b>7,213</b>	<b>8,011</b>
<b>应收款项</b>	<b>4,823</b>	<b>6,006</b>	<b>7,737</b>	<b>7,779</b>	<b>9,236</b>	<b>10,278</b>
<b>存货</b>	<b>2,805</b>	<b>3,318</b>	<b>4,760</b>	<b>4,905</b>	<b>5,385</b>	<b>5,744</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>530</b>	<b>894</b>	<b>787</b>	<b>677</b>	<b>583</b>	<b>588</b>
<b>流动资产</b>	<b>12,914</b>	<b>15,264</b>	<b>17,895</b>	<b>19,438</b>	<b>22,417</b>	<b>24,621</b>
%总资产	83.8%	87.9%	88.8%	90.5%	92.0%	93.3%
<b>长期投资</b>	<b>27</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,826</b>	<b>1,549</b>	<b>1,594</b>	<b>1,698</b>	<b>1,608</b>	<b>1,435</b>
%总资产	11.9%	8.9%	7.9%	7.9%	6.6%	5.4%
<b>无形资产</b>	<b>326</b>	<b>281</b>	<b>328</b>	<b>319</b>	<b>310</b>	<b>302</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,491</b>	<b>2,100</b>	<b>2,256</b>	<b>2,044</b>	<b>1,945</b>	<b>1,764</b>
%总资产	16.2%	12.1%	11.2%	9.5%	8.0%	6.7%
<b>资产总计</b>	<b>15,405</b>	<b>17,363</b>	<b>20,151</b>	<b>21,481</b>	<b>24,362</b>	<b>26,385</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,373</b>	<b>939</b>	<b>1,472</b>	<b>2,379</b>	<b>2,766</b>	<b>2,600</b>
<b>应付款项</b>	<b>5,813</b>	<b>7,021</b>	<b>8,408</b>	<b>7,953</b>	<b>9,430</b>	<b>10,478</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>492</b>	<b>644</b>	<b>716</b>	<b>833</b>	<b>965</b>	<b>1,078</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,678</b>	<b>8,605</b>	<b>10,597</b>	<b>11,164</b>	<b>13,161</b>	<b>14,156</b>
<b>长期贷款</b>	<b>75</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>114</b>	<b>125</b>	<b>145</b>	<b>149</b>	<b>133</b>	<b>125</b>
<b>负债</b>	<b>7,868</b>	<b>8,730</b>	<b>10,741</b>	<b>11,313</b>	<b>13,294</b>	<b>14,281</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>7,535</b>	<b>8,631</b>	<b>9,408</b>	<b>10,166</b>	<b>11,066</b>	<b>12,102</b>
其中：股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176
未分配利润	3,491	4,500	5,257	6,015	6,915	7,951
少数股东权益	2	2	2	2	2	2
<b>负债股东权益合计</b>	<b>15,405</b>	<b>17,363</b>	<b>20,151</b>	<b>21,481</b>	<b>24,362</b>	<b>26,385</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.370	0.604	0.542	0.581	0.690	0.794
每股净资产	3.463	3.967	4.324	4.672	5.086	5.562
每股经营现金净流	0.720	0.555	-0.101	0.628	0.760	0.899
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.232	0.276	0.317
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.69%	15.22%	12.54%	12.43%	13.56%	14.27%
总资产收益率	5.23%	7.57%	5.85%	5.88%	6.16%	6.54%
投入资本收益率	8.26%	11.96%	10.89%	8.53%	9.25%	10.23%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	12.48%	23.86%	12.94%	10.82%	18.73%	11.29%
EBIT增长率	37.74%	47.02%	2.62%	-11.09%	19.60%	17.60%
净利润增长率	16.66%	63.10%	-10.21%	7.08%	18.79%	15.06%
总资产增长率	18.21%	12.71%	16.06%	6.60%	13.41%	8.30%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	62.6	65.2	73.1	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	45.4	42.3	49.3	54.0	50.0	48.0
应付账款周转天数	86.1	83.8	89.9	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	27.5	18.6	16.8	15.5	11.9	9.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-49.07%	-55.42%	-38.07%	-40.73%	-44.19%	-48.38%
EBIT利息保障倍数	-17.5	24.0	-29.6	-28.0	-29.8	-26.6
资产负债率	51.07%	50.28%	53.30%	52.67%	54.57%	54.12%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	4	16
增持	0	0	4	6	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.67	1.60	1.50

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-06	买入	20.05	31.00~31.00
2	2020-02-07	买入	19.13	31.00~31.00

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
 3.01~4.0 = 减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH