

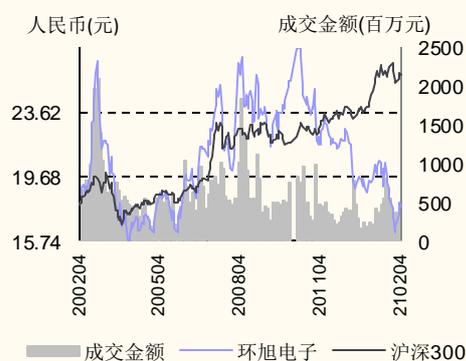
环旭电子 (601231.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 17.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	22.09
已上市流通 A 股(亿股)	21.83
总市值(亿元)	393.26
年内股价最高最低(元)	27.55/15.74
沪深 300 指数	5474
上证指数	3502



相关报告

1. 《环旭电子点评-四季度营收超预期,上调全年盈利预测》, 2021.1.11
2. 《环旭电子三季报点评-汇率波动影响获利,维持评级及目标价格》, 2020.10.30
3. 《环旭电子 2020 年业绩快报点评-业绩继续超预期,成立合资公司...》, 2020.7.31
4. 《环旭电子 2020 年一季报点评-扣非业绩超预期,期待下半年新品...》, 2020.4.30
5. 《环旭电子年报点评-经营效率提升, SiP 业务高速增长可期》, 2020.4.9

利润增长持续超预期, SiP 龙头不惧竞争

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,550	37,204	47,645	59,343	65,144
营业收入增长率	12.94%	10.89%	28.06%	24.55%	9.78%
归母净利润(百万元)	1,180	1,262	1,739	2,251	2,677
归母净利润增长率	-10.21%	6.98%	37.77%	29.45%	18.95%
摊薄每股收益(元)	0.542	0.579	0.797	1.032	1.227
每股经营性现金流净额	-0.10	1.06	0.09	1.09	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.54%	12.28%	14.74%	17.12%	18.15%

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2020 年业绩快报, 实现营业收入 477 亿元, 同比增长 28%; 实现归母净利润 17.4 亿元, 同比增长 38%; 实现扣非归母净利润 16.2 亿元, 同比增长 55%。其中第四季度实现归母净利润 7.4 亿元, 同比增长 85%。

经营分析

- **利润增长持续超预期, 可穿戴、通讯类、工业类及汽车电子支撑 2021 年营收增长:** 全年通讯类产品营收同比增长超过 40%、消费电子类产品营收同比增长超过 30%。展望 2021 年, 预计一季度营收同比增速 50%-60%; 全年来看, SiP 方面, 大客户通讯类及可穿戴新品继续保持可观增速, 其它客户稳步开拓, 2020 年收入合计约 1.5 亿美元, 预计 2021 年增速超过 30%。Non-SiP 方面, 在全球疫情逐步受控的前提下, 预计工业类和汽车电子类产品将恢复增长, FAFG 的全年并表能增厚营收和利润; 公司的新能源汽车的动力控制器及散热系统也陆续通过海外客户认证, 以上因素能支撑公司在 2021 年取得 20%-30% 的营收增长。
- **ROE 提升明显值得重视:** 我们认为除了毛利率, 同时应该关注公司 ROE 和 ROIC, 2020 年公司 ROE 相比 2019 年提升 2.95 个百分点。部分产品生产制程外包虽然造成毛利率差异, 但是由于节省固定资产投资, 反而提升 ROE 和 ROIC, 提高资本回报率。
- **当前股价过度包含市场竞争的悲观预期, 终将价值回归:** 任何技术普及过程中更多竞争者加入是行业规律。SiP 封装对于新进入者的材料工艺掌握、仿真、模块设计、精密制造能力都具有较高要求, 我们认为目前市场低估了环旭在 SiP 方面积累的技术和工艺优势。

投资建议

- 我们看好公司新产品的增长, 上调 2021 年和 2022 年的盈利预测至 22.5 亿元 (上调 8%) 和 26.8 亿元 (上调 12%), 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; SiP 新订单不及预期; 全球疫情控制不及预期

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	29,706	33,550	37,204	47,645	59,343	65,144
增长率		12.9%	10.9%	28.1%	24.6%	9.8%
主营业务成本	-26,428	-29,908	-33,499	-42,695	-53,200	-58,199
%销售收入	89.0%	89.1%	90.0%	89.6%	89.6%	89.3%
毛利	3,277	3,643	3,705	4,950	6,143	6,945
%销售收入	11.0%	10.9%	10.0%	10.4%	10.4%	10.7%
营业税金及附加	-35	-41	-39	-62	-77	-85
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-240	-280	-320	-324	-386	-391
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.6%
管理费用	-1,639	-610	-778	-1,048	-1,246	-1,368
%销售收入	5.5%	1.8%	2.1%	2.2%	2.1%	2.1%
研发费用	0	-1,312	-1,373	-1,525	-1,899	-2,085
%销售收入	0.0%	3.9%	3.7%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	1,363	1,399	1,195	1,991	2,535	3,017
%销售收入	4.6%	4.2%	3.2%	4.2%	4.3%	4.6%
财务费用	-57	47	-26	-106	-68	-63
%销售收入	0.2%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-12	-38	3	-6	-1	0
公允价值变动收益	146	-249	112	0	0	0
投资收益	98	209	79	47	42	38
%税前利润	6.3%	15.0%	5.5%	2.4%	1.7%	1.3%
营业利润	1,565	1,387	1,422	1,976	2,558	3,042
营业利润率	5.3%	4.1%	3.8%	4.1%	4.3%	4.7%
营业外收支	0	7	11	0	0	0
税前利润	1,564	1,393	1,433	1,976	2,558	3,042
利润率	5.3%	4.2%	3.9%	4.1%	4.3%	4.7%
所得税	-250	-213	-173	-237	-307	-365
所得税率	16.0%	15.3%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,314	1,180	1,260	1,739	2,251	2,677
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,314	1,180	1,262	1,739	2,251	2,677
净利率	4.4%	3.5%	3.4%	3.6%	3.8%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,314	1,180	1,260	1,739	2,251	2,677
少数股东损益	0	0	-2	0	0	0
非现金支出	478	482	496	456	570	710
非经营收益	-155	101	-35	267	182	206
营运资金变动	-429	-1,982	599	-2,269	-607	-262
经营活动现金净流	1,208	-219	2,320	193	2,395	3,331
资本开支	-130	-471	-659	-555	-720	-810
投资	-104	78	-27	0	0	0
其他	80	84	92	47	42	38
投资活动现金净流	-153	-309	-595	-508	-678	-772
股权募资	0	0	50	478	0	0
债权募资	-446	468	229	2,311	1,295	-354
其他	-350	-378	-634	-846	-1,125	-1,315
筹资活动现金净流	-796	91	-355	1,944	171	-1,669
现金净流量	259	-437	1,370	1,629	1,888	890

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,046	4,611	6,096	7,225	9,613	10,503
应收账款	6,006	7,737	7,405	9,968	12,416	13,629
存货	3,318	4,760	4,298	6,310	7,280	7,646
其他流动资产	894	787	386	243	153	158
流动资产	15,264	17,895	18,186	24,246	29,462	31,937
%总资产	87.9%	88.8%	83.0%	86.9%	88.5%	89.1%
长期投资	23	27	576	576	576	576
固定资产	1,549	1,594	1,894	2,061	2,192	2,267
%总资产	8.9%	7.9%	8.6%	7.4%	6.6%	6.3%
无形资产	281	328	452	465	485	511
非流动资产	2,100	2,256	3,726	3,663	3,815	3,915
%总资产	12.1%	11.2%	17.0%	13.1%	11.5%	10.9%
资产总计	17,363	20,151	21,912	27,909	33,277	35,852
短期借款	939	1,472	1,862	4,230	5,533	5,184
应付款项	7,021	8,408	8,296	10,137	12,630	13,817
其他流动负债	644	716	699	1,041	1,278	1,416
流动负债	8,605	10,597	10,857	15,407	19,441	20,417
长期贷款	0	0	31	31	31	31
其他长期负债	125	145	717	643	627	619
负债	8,730	10,741	11,605	16,081	20,098	21,067
普通股股东权益	8,631	9,408	10,276	11,797	13,148	14,754
其中：股本	2,176	2,176	2,179	2,205	2,205	2,205
未分配利润	4,500	5,257	6,135	7,178	8,528	10,135
少数股东权益	2	2	31	31	31	31
负债股东权益合计	17,363	20,151	21,912	27,909	33,277	35,852

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.604	0.542	0.579	0.797	1.032	1.227
每股净资产	3.967	4.324	4.716	5.409	6.028	6.764
每股经营现金净流	0.555	-0.101	1.065	0.088	1.086	1.510
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.315	0.408	0.486
回报率						
净资产收益率	15.22%	12.54%	12.28%	14.74%	17.12%	18.15%
总资产收益率	7.57%	5.85%	5.76%	6.23%	6.76%	7.47%
投入资本收益率	11.96%	10.89%	8.62%	10.89%	11.90%	13.28%
增长率						
主营业务收入增长率	23.86%	12.94%	10.89%	28.06%	24.55%	9.78%
EBIT 增长率	47.02%	2.62%	-14.56%	66.55%	27.30%	19.04%
净利润增长率	63.10%	-10.21%	6.98%	37.77%	29.45%	18.95%
总资产增长率	12.71%	16.06%	8.74%	27.37%	19.23%	7.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.2	73.1	72.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	42.3	49.3	49.3	54.0	50.0	48.0
应付账款周转天数	83.8	89.9	87.3	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	18.6	16.8	16.4	13.5	11.4	10.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.42%	-38.07%	-40.78%	-29.29%	-30.73%	-35.77%
EBIT 利息保障倍数	24.0	-29.6	45.6	18.8	37.1	48.2
资产负债率	50.28%	53.30%	52.96%	57.62%	60.40%	58.76%

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	2	5	8	28
增持	0	1	1	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.17	1.27	1.00

来源：聚源数据

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

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
3	2020-03-27	买入	17.79	31.00~31.00
4	2020-04-09	买入	17.35	31.00~31.00
5	2020-04-30	买入	17.09	31.00~31.00
6	2020-07-31	买入	22.01	31.00~31.00
7	2020-10-30	买入	24.28	N/A
8	2021-01-11	买入	20.31	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402