

强烈推荐-A (维持)

三联商社 600898.SH

当前股价: 17.99 元
2016年12月12日

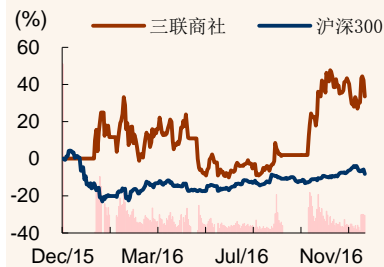
家电资产剥离如期推进, 安全手机业务轻装上阵

基础数据

上证综指	3153
总股本(万股)	25252
已上市流通股(万股)	25252
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	45
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	2.9
资产负债率	47.5%
主要股东	山东龙脊岛建设有限
主要股东持股比例	15.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	41	42
相对表现	-5	31	46



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《三联商社(600898)一家电业务下滑可忽略, 工商变更完成开启新航线》2016-10-30
- 2、《三联商社(600898)一现金并购德景终落地, 安全加密手机第一股诞生》2016-09-29
- 3、《三联商社(600898)一拟现金并购德景电子, 公司基本面已确定性向好》2016-09-07

董瑞斌

dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn
S1090516070002

研究助理

周翔宇

zhouxiangyu@cmschina.com.cn

事件:

公司12月12日晚发布公告, 董事会审议通过了公司终止家电零售业务以及资产出售等相关议案, 即将公司与家电零售业务相关的存货、非流动资产出售给公司的关联方山东大中电器有限公司, 评估价格为1.38亿元。同时公告将于12月28日召开临时股东大会审议上述事项。

评论:

家电资产剥离如期推进, 安全手机业务轻装上阵。公司7月下旬承诺将坚定不移推进重组等后续事项, 9月底已完成对德景电子的现金并购, 而本次公告出售家电相关资产则将彻底解决长期困扰公司的同业竞争问题。鉴于公司公告12月28日召开股东大会审议该事项, 我们预计年底前大概能够完成资产剥离, 符合我们此前判断。此后, 公司将彻底转型为安全加密手机方案解决商。

安全加密手机行业将快速起量。我们判断仅特种行业对安全加密手机需求的市场空间就在300亿元以上, 如果考虑到商用市场, 市场空间有翻倍的可能。此前业内相关公司及产品推动未能快速扩张市场的原因有三: 国家需求没有落地、无全国产化安全加密产品、未能找到有效产业联盟一起推动。但我们判断这三个因素当前均已经成熟, 安全加密手机行业将快速起量。

与行业顶尖企业形成加密手机产业联盟, 未来德景业绩弹性大。德景与展讯、中科虹霸、元心科技已形成战略联盟, 同时作为展讯在安全手机领域唯一合作伙伴, 德景以核心成员的身份负责项目开发、工艺设计等工作。公司目前已经获得航天科工部分订单, 而当前布局的1.4G专网移动终端项目、与卫士通合作的普密级智能手机项目、公安系统项目未来均有望快速起量。鉴于安全加密手机的利润率远高于普通手机, 我们认为未来德景业绩弹性将会非常大。

我们看好公司后续发展, 维持“强烈推荐-A”评级。我们预计三联商社16-18年备考净利润为0.94亿、1.24亿和2.05亿, 对应EPS为0.37元、0.49元和0.81元, 当前股价17.99元对应PE为49倍、37倍和22倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 安全加密手机推进不达预期; 市场系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	452	504	456	468	507
现金	99	141	92	81	97
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	39	40	29	30	32
其它应收款	3	3	3	4	4
存货	80	128	128	136	144
其他	230	192	204	217	230
非流动资产	179	192	186	181	176
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	123	120	118	116	114
无形资产	1	0	0	0	0
其他	56	72	68	65	62
资产总计	631	696	642	649	683
流动负债	277	329	378	368	384
短期借款	0	0	31	2	0
应付账款	104	107	114	121	128
预收账款	8	10	11	11	12
其他	166	212	223	233	244
长期负债	5	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	0	0	0	0
负债合计	282	329	378	368	384
股本	253	253	253	253	253
资本公积金	45	45	45	45	45
留存收益	51	70	(33)	(16)	2
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	349	367	265	281	299
负债及权益合计	631	696	642	649	683

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1	(76)	42	21	20
净利润	32	23	24	24	25
折旧摊销	13	12	13	12	11
财务费用	0	0	(0)	0	(1)
投资收益	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(33)	(102)	22	(6)	(6)
其它	0	0	(6)	1	1
投资活动现金流	(3)	85	(6)	(6)	(6)
资本支出	(3)	(10)	(6)	(6)	(6)
其他投资	(1)	95	0	0	0
筹资活动现金流	0	(5)	(85)	(25)	1
借款变动	116	117	31	(28)	(2)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(126)	(126)	(126)	(7)	(7)
其他	10	5	10	10	11
现金净增加额	(2)	4	(49)	(10)	16

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	825	880	936	994	1053
营业成本	703	765	814	865	917
营业税金及附加	4	4	5	5	5
营业费用	47	54	58	61	65
管理费用	37	38	40	42	45
财务费用	0	1	(0)	0	(1)
资产减值损失	0	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	10	10	10	10
营业利润	43	30	30	30	32
营业外收入	0	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	43	32	32	32	34
所得税	11	8	8	9	9
净利润	32	23	24	24	25
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	32	23	24	24	25
EPS (元)	0.13	0.09	0.09	0.09	0.10

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	2%	7%	6%	6%	6%
营业利润	14%	-30%	1%	1%	6%
净利润	15%	-27%	1%	1%	4%
获利能力					
毛利率	14.7%	13.1%	13.0%	13.0%	12.9%
净利率	3.9%	2.7%	2.5%	2.4%	2.4%
ROE	9.1%	6.4%	8.9%	8.5%	8.3%
ROIC	8.1%	5.1%	6.3%	6.7%	6.5%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	47.3%	58.8%	56.6%	56.2%
净负债比率	0.0%	0.0%	4.8%	0.4%	0.0%
流动比率	1.6	1.5	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.3	1.1	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.3	1.3	1.5	1.5	1.5
存货周转率	8.4	7.3	6.4	6.5	6.5
应收帐款周转率	27.2	22.2	27.2	33.7	33.6
应付帐款周转率	6.5	7.3	7.4	7.4	7.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.09	0.09	0.09	0.10
每股经营现金	0.00	-0.30	0.17	0.08	0.08
每股净资产	1.38	1.45	1.05	1.11	1.18
每股股利	0.50	0.50	0.03	0.03	0.03
估值比率					
PE	142.6	194.1	192.2	190.3	182.3
PB	13.0	12.4	17.2	16.1	15.2
EV/EBITDA	53.1	70.3	64.3	64.8	64.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所、海通证券研究所从事电子行业、中小盘研究。2013年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015年电子行业新财富最佳分析师第五名。于2016年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究，获得2016年中小盘新财富第5名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于2016年加入招商证券研究发展中心，从事中小盘研究。

周翔宇，工学硕士。2016年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。