

强烈推荐-A (维持)

三联商社 600898.SH

当前股价：17.27 元
2016 年 12 月 19 日

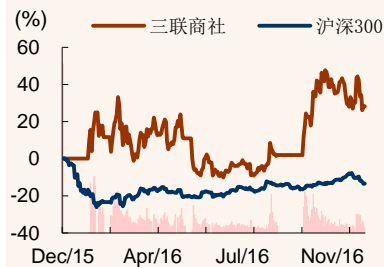
大战略布局助力三联涅槃重生

基础数据

上证综指	3123
总股本 (万股)	25252
已上市流通股 (万股)	25252
总市值 (亿元)	44
流通市值 (亿元)	44
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	-6	36	28
相对表现	-3	28	37



资料来源：贝格数据、招商证券

- 1、《三联商社 (600898) 一家电资产剥离如期推进，安全手机业务轻装上阵》2016-12-12
- 2、《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
- 3、《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

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 17 日晚公告，董事会决议通过以下四大事项：1、据自有品牌手机生产销售需要，北京国美授权三联使用“国美”商标；2、三联与国美电器签署《销售框架协议》，未来将依托国美零售渠道销售智能终端，其中向国美销售总金额 16-18 年不超过 10 亿、40 亿、80 亿元人民币；3、三联与国美电器签订《委托服务框架协议》，未来国美电器将为三联客户提供手机配套售后服务和客服服务；4、德景申请银行授信 5 亿，公司为德景提供 3.4 亿的连带责任保证，同时德景以其他形式提供抵押或担保。

评论：

大股东支持力度空前，智能移动终端销售前景可期。为协助公司智能终端的销售，北京国美授权三联使用“国美”商标，这将为未来自有品牌手机推出铺平道路。同时销售依靠国美零售渠道、售后和客服委托给国美电器彰显大股东支持力度空前，而 17/18 年 40/80 亿的销售总额规定则更加反映了公司对于未来移动终端业务的野心。我们判断以此为基础，公司移动终端业务前景将非常值得期待。

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。

两翼齐飞，三联商社涅槃重生在即。根据公告，未来三联或将推出自有品牌手机，同时《销售框架协议》显示公司对此异常重视，我们判断依靠国美渠道自有品牌手机销售将大有可为。安全手机方面，德景与展讯、中科虹霸、元心科技已形成战略联盟并作为展讯在安全手机领域唯一合作伙伴。公司目前已经获得航天科工部分订单，预计布局的多条业务线未来也将快速放量。我们认为公司各项业务均处于蓄势待发状态，未来前景无限。

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 17.27 元对应 PE 为 47 倍、35 倍和 21 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	507	890	1251
现金	99	141	101	151	212
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	1	1
应收款项	39	40	32	61	87
其它应收款	3	3	4	7	10
存货	80	128	142	248	343
其他	230	192	228	422	597
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	693	1071	1427
流动负债	277	329	417	681	869
短期借款	0	0	40	59	30
应付账款	104	107	125	220	304
预收账款	8	10	12	21	29
其他	166	212	240	381	506
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	417	681	869
股本	253	253	253	253	253
资本公积金	45	45	45	45	45
留存收益	51	70	(22)	92	260
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	349	367	276	390	558
负债及权益合计	631	696	693	1071	1427

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1	(76)	43	39	124
净利润	32	23	35	124	205
折旧摊销	13	12	13	12	11
财务费用	0	0	0	2	1
投资收益	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(33)	(102)	9	(110)	(102)
其它	0	0	(3)	21	19
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)	(76)	17	(57)
借款变动	116	117	40	19	(29)
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)	(10)	(37)
其他	10	5	10	8	9
现金净增加额	(2)	4	(39)	50	61

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	825	880	1053	1996	2855
营业成本	703	765	898	1577	2179
营业税金及附加	4	4	5	10	14
营业费用	47	54	65	134	214
管理费用	37	38	46	90	131
财务费用	0	1	0	2	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	48	194	326
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	50	196	328
所得税	11	8	15	72	123
净利润	32	23	35	124	205
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	32	23	35	124	205
EPS (元)	0.13	0.09	0.14	0.49	0.81

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	2%	7%	20%	90%	43%
营业利润	14%	-30%	63%	301%	68%
净利润	15%	-27%	49%	256%	65%
获利能力					
毛利率	14.7%	13.1%	14.7%	21.0%	23.7%
净利率	3.9%	2.7%	3.3%	6.2%	7.2%
ROE	9.1%	6.4%	12.7%	31.9%	36.8%
ROIC	8.1%	5.1%	9.5%	26.8%	34.2%
偿债能力					
资产负债率	44.7%	47.3%	60.2%	63.6%	60.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	5.8%	5.5%	2.1%
流动比率	1.6	1.5	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.3	1.1	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	1.3	1.3	1.5	1.9	2.0
存货周转率	8.4	7.3	6.7	8.1	7.4
应收帐款周转率	27.2	22.2	29.1	42.8	38.5
应付帐款周转率	6.5	7.3	7.7	9.1	8.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.09	0.14	0.49	0.81
每股经营现金	0.00	-0.30	0.17	0.15	0.49
每股净资产	1.38	1.45	1.09	1.54	2.21
每股股利	0.50	0.50	0.04	0.15	0.24
估值比率					
PE	136.9	186.3	124.9	35.1	21.2
PB	12.5	11.9	15.8	11.2	7.8
EV/EBITDA	139.2	184.5	117.6	34.7	21.3

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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。