

强烈推荐-A (维持)

三联商社 600898.SH

当前股价：14.61 元
2017 年 05 月 01 日

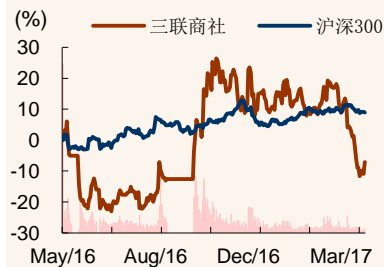
研发投入致业绩下滑，静待智能终端业务起量

基础数据

上证综指	3155
总股本 (万股)	25252
已上市流通股 (万股)	25252
总市值 (亿元)	37
流通市值 (亿元)	37
每股净资产 (MRQ)	1.5
ROE (TTM)	4.0
资产负债率	80.7%
主要股东	山东龙脊岛建设有限公司
主要股东持股比例	15.84%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-21	-26	0
相对表现	-20	-29	-8



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《三联商社 (600898) —安全智能生态布局雏形已现，未来前景可期》2017-03-14
- 2、《三联商社 (600898) —大战略布局助力三联涅槃重生》2016-12-19
- 3、《三联商社 (600898) —家电资产剥离如期推进，安全手机业务轻装上阵》2016-12-12

董瑞斌

021-68407847
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 4 月 29 日发布一季报，2017 年一季度营业收入为 3.59 亿元，较上年同期增加 112.51%；归属于母公司所有者的净利润为 74.31 万元，较上年同期减少 65.96%；综合毛利率为 11.32%，较去年同期下滑 3.90 个百分点。

评论：

研发投入致业绩下滑，静待智能终端业务起量。2017Q1 业绩下滑主要有两方面原因，一是自主品牌手机产生研发费用但报告期内并未进行实际销售，同时全资设立爱优威（软件研发）和联美智科（销售）产生了费用；二是公司此前向股东贷款产生的财务费用。我们认为随着自主品牌和安全手机放量，公司业绩必将能够逐渐好转，未来值得期待。

安全手机行业将加速起量。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成熟，安全加密手机行业将加速起量。

两翼齐飞，公司自主和行业手机将大有可为。公司 3 月下旬将发布两款 GOME 手机，其中高端机 K1 已获得 IF 产品和包装两项大奖。我们判断 GOME 手机有望在国美渠道的支持下快速上量。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成为展讯在安全手机领域唯一合作伙伴，预计公司布局的多条业务线未来两年将快速放量。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。

安全智能生态布局雏形已现，战略棋局值得期待。公司首先以安全智能手机为切入点，大力发展自有品牌的通讯产品。后续公司以信息安全为切入点，为各行各业提供安全通信解决方案。最终，公司将以“安全智能”为核心，推进自有品牌移动安全智能终端的发展，并聚焦为个人、家庭、行业提供安全的智慧服务，逐步形成“安全手机—智能硬件—智能生活—智能生态”的发展布局，成为行业领先的专业智能终端制造商和服务商。

我们看好公司长期的规划布局，维持“强烈推荐-A”评级。我们预计三联商社 17-19 年净利润为 1.24 亿、2.05 亿和 2.67 亿元，对应 EPS 为 0.49 元、0.81 元和 1.06 元，当前股价 14.61 元对应 PE 为 30 倍、18 倍和 14 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；自主品牌手机亏损严重。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	504	1278	3962	5364	6915
现金	141	233	335	453	687
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	73	261	356	451
应收款项	40	482	1664	2271	2872
其它应收款	3	6	22	29	37
存货	128	286	974	1299	1657
其他	192	198	705	954	1211
非流动资产	192	960	1032	1100	1164
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	120	209	289	364	434
无形资产	0	44	39	36	32
其他	72	707	703	700	698
资产总计	696	2238	4993	6463	8079
流动负债	329	1051	3800	5089	6483
短期借款	0	178	1156	1616	2097
应付账款	107	405	1418	1892	2413
预收账款	10	14	51	68	86
其他	212	453	1175	1514	1886
长期负债	0	812	812	812	812
长期借款	0	500	500	500	500
其他	0	312	312	312	312
负债合计	329	1863	4612	5901	7294
股本	253	253	253	253	253
资本公积金	45	46	46	46	46
留存收益	70	73	71	239	444
少数股东权益	0	4	12	25	42
归属于母公司所有者权益	367	372	370	538	743
负债及权益合计	696	2238	4993	6463	8079

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(76)	(2)	(586)	(77)	11
净利润	23	16	124	205	267
折旧摊销	12	28	22	26	30
财务费用	0	6	67	133	102
投资收益	(10)	(5)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(102)	(49)	(877)	(489)	(441)
其它	0	2	82	53	58
投资活动现金流	85	(326)	(95)	(95)	(95)
资本支出	(10)	(25)	(100)	(100)	(100)
其他投资	95	(302)	5	5	5
筹资活动现金流	(5)	382	784	290	318
借款变动	127	209	977	460	481
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	1	0	0	0
股利分配	(126)	(126)	(126)	(37)	(62)
其他	(6)	298	(67)	(133)	(102)
现金净增加额	4	54	103	118	233

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	880	1150	4131	5636	7128
营业成本	765	997	3492	4659	5943
营业税金及附加	4	7	25	34	44
营业费用	54	48	172	242	306
管理费用	38	75	268	372	470
财务费用	1	10	67	133	102
资产减值损失	(1)	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	5	5	5	5
营业利润	30	13	112	200	268
营业外收入	2	1	20	20	20
营业外支出	0	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	32	18	135	223	291
所得税	8	0	3	5	7
净利润	23	17	132	218	284
少数股东损益	0	1	8	13	17
归属于母公司净利润	23	16	124	205	267
EPS (元)	0.09	0.06	0.49	0.81	1.06

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	7%	31%	259%	36%	26%
营业利润	-30%	-56%	751%	79%	34%
净利润	-27%	-31%	666%	65%	30%
获利能力					
毛利率	13.1%	13.3%	15.5%	17.3%	16.6%
净利率	2.7%	1.4%	3.0%	3.6%	3.7%
ROE	6.4%	4.4%	33.5%	38.1%	35.9%
ROIC	5.1%	2.1%	8.6%	12.1%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	83.2%	92.4%	91.3%	90.3%
净负债比率	0.0%	30.3%	33.2%	32.7%	32.1%
流动比率	1.5	1.2	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
资产周转率	1.3	0.5	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.3	4.8	5.5	4.1	4.0
应收帐款周转率	22.2	4.4	3.8	2.9	2.8
应付帐款周转率	7.3	3.9	3.8	2.8	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.06	0.49	0.81	1.06
每股经营现金	-0.30	-0.01	-2.32	-0.30	0.04
每股净资产	1.45	1.47	1.46	2.13	2.94
每股股利	0.50	0.50	0.15	0.24	0.32
估值比率					
PE	157.6	227.8	29.7	18.0	13.8
PB	10.0	9.9	10.0	6.9	5.0
EV/EBITDA	55.6	63.7	10.8	6.0	5.4

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。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。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，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

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。