

主营陶瓷电子元件，扩产应对新需求

■**主营陶瓷电子元件及材料，光纤陶瓷插芯产能满载：**三环集团主要产品为电子陶瓷类电子元件及其基础材料，应用于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。目前以光纤陶瓷插芯及套筒、燃料电池隔膜板、陶瓷封装基座、陶瓷基片、陶瓷基体、接线端子、MLCC和电阻等高新技术产品为主体的多元化的产品结构。目标建设成为先进陶瓷专家，成为具有核心竞争优势的全球最大的电子陶瓷产业基地之一。全球93%陶瓷插芯产量在中国，公司占有全球市场40%，美国泰科、美国安费诺、瑞士HUBER、法国RADIALL等世界知名光纤连接器生产企业，均是公司光纤陶瓷插芯的用户。

■**行业发展需产能扩张，产能利用率高，产销率稳定：**公司各类产品市场需求仍在上升，电子产业向中国转移后，电子原材料跟随转移成为趋势，公司产能扩充符合逻辑。我国电子元件制造业的销售收入从2002年的1,490.83亿元增长到2012年的14,795.96亿元，年均增速达到23.20%；2011年电子元件制造业实现的营业收入在电子信息产业中的占比为17.96%。根据工业与信息化部发布的《电子基础材料和关键元器件“十二五”规划》，“十二五”期间，电子元件年均增长10%，到2015年销售收入超18,000亿元。

■**募投项目总计13亿元，3项目用于扩产：**陶瓷插芯、封装基座、陶瓷基板项目建设期均为2.5年，边投入边生产，第二年生产负荷达到设计产能的30%，第三年达60%，第四年达80%，第五年开始完全达产。新增年产光纤陶瓷插芯33,600万只，SMD用陶瓷封装基座240,000万只，54,000万平方厘米的氮化铝陶瓷基板

■**投资建议：**公司预计募投项目建设后产能将大幅提升，带动销量上升。我们预计公司2014年-2016年的收入增速分别为10.2%、15.3%、15.6%，净利润增速分别为14.6%、20.9%、18.8%，2014-2016年EPS为1.51、1.83、2.17元，新股上市后定价区间为27.45-36.6元，相当于2015年15-20的动态市盈率。

■**风险提示：**募投项目进展不达预期，产销率不达预期

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,103.3	2,023.9	2,230.9	2,573.1	2,975.6
净利润	551.9	566.3	648.9	784.4	931.5
每股收益(元)	1.44	1.48	1.51	1.83	2.17
每股净资产(元)	3.73	4.62	8.77	10.62	12.78

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	44.3%	45.9%	46.7%	47.9%	48.7%
净利润率	26.2%	28.0%	29.1%	30.5%	31.3%
净资产收益率	37.8%	31.6%	17.2%	17.2%	17.0%
ROIC	52.3%	40.2%	38.8%	42.2%	46.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

定价区间： 27.45—36.60 元

发行数据

总股本(万股)	38,280
发行数量(万股)	4,600
网下发行(万股)	3,220
网上发行(万股)	1,380
保荐机构	
发行日期	2014/11/25
发行方式	网下询价，上网定价

股东信息

潮州市三江投资有限公司	42.15%
张万镇	3.50%
陈建龙	2.25%
邓旭琼	2.19%
袁少武	1.90%
叶菁	1.72%
谢灿生	1.38%
朱吉崇	1.31%
魏敏	1.30%
徐瑞英	1.28%

	%	1M	3M	12M
相对收益				
绝对收益				

赵晓光

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

郑震湘

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

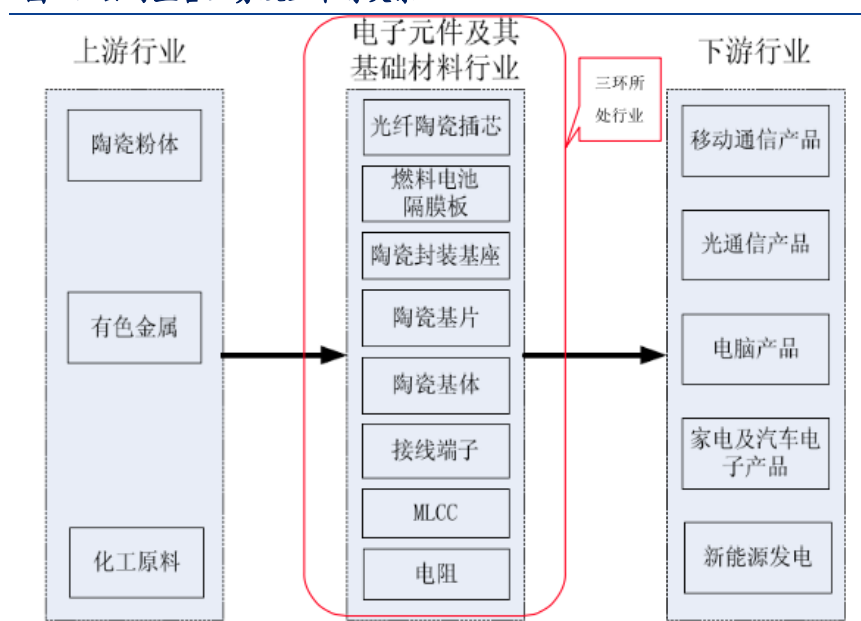
相关报告

1. 陶瓷电子元件龙头，三大核心业务未来空间巨大

1.1. 公司主营电子元件，下游对应电子、通信、消费类、工业、新能源等

三环集团主要产品为电子陶瓷类电子元件及其基础材料，应用于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。具有 40 多年的电子陶瓷生产经验，已建设成为国内电子元件及其基础材料、先进电子陶瓷的研发与产业化基地，是高新技术企业和广东省创新型企业，拥有较强的自主创新及研发能力。公司自设立以来一直紧跟国际先进技术，采用国际标准，主导产品从最初的单一电阻发展成为目前以光纤陶瓷插芯及套筒、燃料电池隔膜板、陶瓷封装基座、陶瓷基片、陶瓷基体、接线端子、MLCC 和电阻等高新技术产品为主体的多元化的产品结构。目前，公司已经发展成为一家以新型电子元件及其基础材料制造为核心业务的先进电子陶瓷生产企业，目标建设成为先进陶瓷专家，成为具有核心竞争优势的全球最大的电子陶瓷产业基地之一。

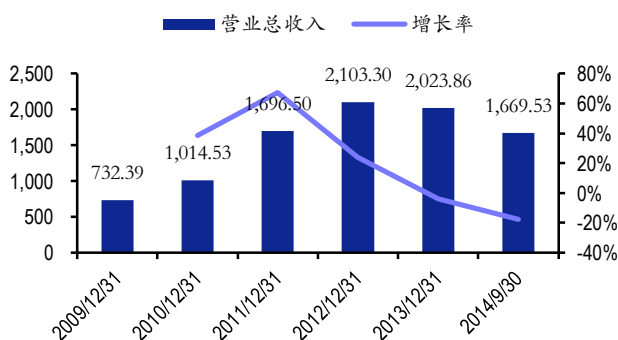
图 1：公司主营业务及上下游关系



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

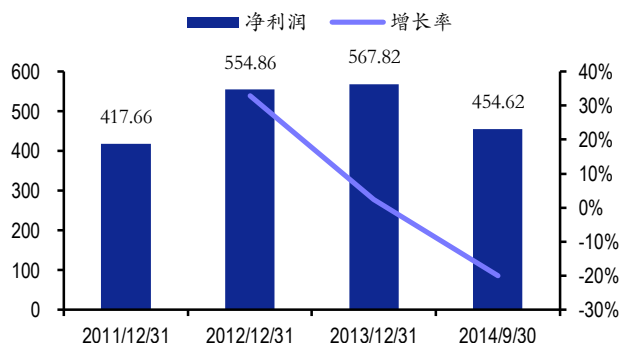
公司毛利率相对稳定，2013 年由于运营商光纤资产开支暂时性下降，光纤陶瓷插芯及套筒业务影响公司营业收入出现 3.78% 的负增长，预计 2014 年受 4G 影响，业务营收将有所上升。自 2012 年起，公司燃料电池隔膜板业务增长明显，成为推动营收的三大产品之一。

图 2：公司营业收入情况（单位：百万元）



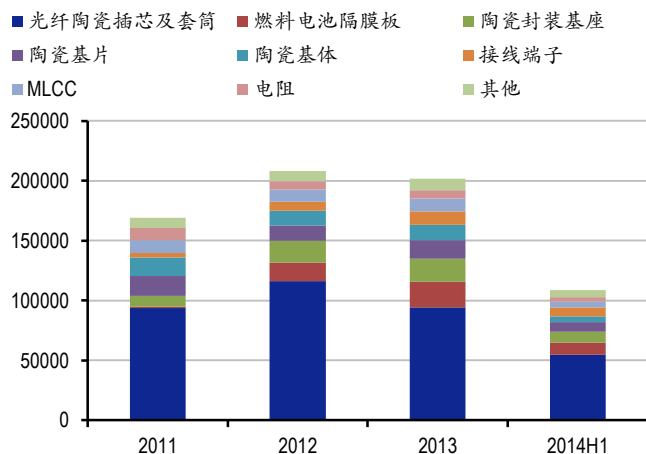
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 3：公司净利润情况（单位：百万元）



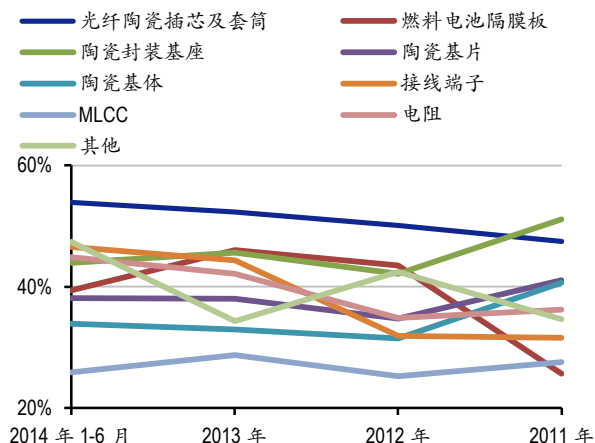
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 4：公司产品业务分类收入占比（单位：万元）



数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

图 5：公司各产品毛利率情况（单位：万元）



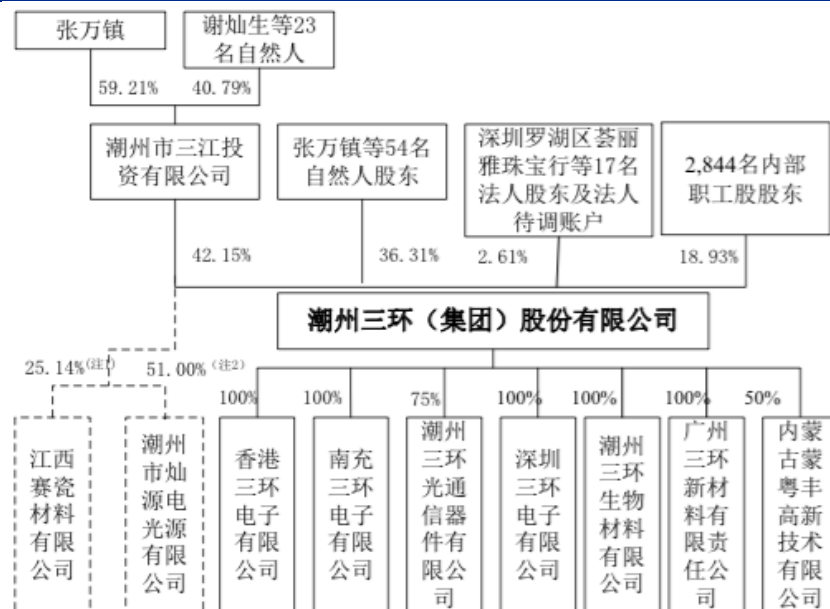
数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

1.2. 公司股权发行前后变化

发行前，公司法人股占比 44.76%，自然人股占比 55.24%，其中内部职工股占 18.93%，本次发行 4600 万股，发行后法人股中国有股东潮州市职业技术学校（SS）将其持有的全部股份 52.8 万股划转全国社会保障基金理事会持有，发行前占比 0.14%，发行后占比 0.12%。发行后法人股占比 39.96%，自然人股占比 49.31%。

公司的实际控制人为董事长张万镇。截至本招股意向书签署日，张万镇除直接持有发行人 3.50% 的股份外，同时持有三江公司 59.21% 的股权，发行后实际控制权不发生改变。

图 6：公司发行前股权结构



注1：三江公司已于2011年9月9日将其持有的江西赛瓷25.14%的股权转让，截至目前三江公司已不再持有该公司股权。

注2：灿源电光源已于2012年2月22日依法注销，截至目前三江公司已不再持有该公司股权。

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

1.3. 公司产能利用率饱和，有募投增产需求

光纤陶瓷插芯及套筒 2013 年产能利用率下降是因为下游 2013 年光通信客户因 4G 牌照发放晚于预期等原因阶段性收缩扩张计划所致。2014 年 1-6 月，在光通信市场回暖的情况下公司将该产品产能增加至 5.4 亿只，产能利用率达到 150.42%。

公司燃料电池隔膜板主要为美国布卢姆能源公司配套。该客户将更大比例的订单转移至公司，公司连续两年扩大了该产品产能，且产能利用率逐渐增长并于 2013 年达到 100%。公司陶瓷封装基座产品销量持续大幅增长，为满足不断增长的市场需求公司连续扩充该产品产能，2011 年该产品产能为 3.85 亿只，2012 年增长至 6.5 亿只，2013 年增长为 8 亿只，2014 年 6 月末进一步增长至 9 亿只。

陶瓷基片产能维持在年产 2 亿片不变，产能利用率基本满负荷运转，其中 2012 年产能利用率下降为 95.94%，主要原因是随着片式电阻逐步替代传统引线电阻，2010-2011 年陶瓷基片需求大幅增长，市场整体供不应求，价格随之大幅增长，下游的片式电阻生产商在担忧陶瓷基片未来供给不足的情况下，加大了采购力度和库存量，透支了 2012 年陶瓷基片的市场需求。2012 年，片式电阻厂家纷纷去库存化，陶瓷基片价格下降，陶瓷基片的需求量出现阶段性回调。

从公司产能利用率及产销率分析看，公司光纤陶瓷插芯等产品长期满产，MLCC 及电阻正在进行产品结构调整，未来产能提升尤其必要性。

表 1：公司产品产能、产量、销量情况

产品	项目	2011	2012	2013	2014H1
光纤陶瓷插芯及套筒	产能 (万只)	39000	48000	48000	27000
	产量 (万只)	62843.56	72373.16	65588.46	40612.49
	产能利用率	161.14%	150.78%	136.64%	150.42%
	销量 (万只)	60493.65	72780.38	65402.49	40958.49
	产销率	96.26%	100.56%	99.72%	100.85%
燃料电池隔膜板	产能 (万只)	54	300	400	200
	产量 (万只)	14.79	263.27	403.04	180.63
	产能利用率	27.39%	87.76%	100.76%	90.32%
	销量 (万只)	14.78	263.27	403.04	180.63
	产销率	99.93%	100.00%	100.00%	100.00%
陶瓷封装基座	产能 (万只)	38500	65000	80000	45000
	产量 (万只)	49504.33	104431.65	129543.83	68909.57
	产能利用率	128.58%	160.66%	161.93%	153.13%
	销量 (万只)	44076.4	107917.57	129731.39	67842.91
	产销率	89.04%	103.34%	100.14%	98.45%
陶瓷基片	产能 (万只)	20000	20000	20000	10000
	产量 (万只)	24440.8	19188.44	22765.02	13187.33
	产能利用率	122.20%	95.94%	113.83%	131.87%
	销量 (万只)	21434.97	19102.36	23712.67	12719.17
	产销率	87.70%	99.55%	104.16%	96.45%
陶瓷基体	产能 (万只)	9000000	9000000	9000000	4500000
	产量 (万只)	11232645.93	7126977.04	7552668.68	2586719
	产能利用率	124.81%	79.19%	83.92%	57.48%
	销量 (万只)	9795948.72	7238080.98	7455783.74	2906074.61
	产销率	87.21%	101.56%	98.72%	112.35%
接线端子	产能 (万只)	1800	3600	4800	2400
	产量 (万只)	1667.89	3496.09	5929.7	3293.36
	产能利用率	92.66%	97.11%	123.54%	137.22%
	销量 (万只)	1664.5	3387.61	5342.44	3525.92
	产销率	99.80%	96.90%	90.10%	107.06%
MLCC	产能 (万只)	1200000	1200000	1200000	600000
	产量 (万只)	975444.99	569760.9	678720.44	200540.5
	产能利用率	81.29%	47.48%	56.56%	33.42%
	销量 (万只)	812414.82	669733.12	656982.38	291609.5
	产销率	83.29%	117.55%	96.80%	145.41%
电阻	产能 (万只)	480000	480000	480000	240000
	产量 (万只)	639571.97	290889.22	240401.41	114002.5
	产能利用率	133.24%	60.60%	50.08%	47.50%
	销量 (万只)	645356.86	310298.72	260855.65	131050.1
	产销率	100.90%	106.67%	108.51%	114.95%

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

公司前十大客户稳定，且营收占比均没有超过 10%，预计公司不会出现大客户风险。公司对外销售均为直接销售，未采用经销或代销等模式进行销售。公司的客户群体主要集中在光通信设备生产商、电子元件生产商、电子整机生产商和新能源设备生产商等实际使用公司产品的生产类客户中，仅有少量产品销售予电子元件贸易商。2011-2013 年及 2014 年 1-6 月间，公司向前十名客户销售总额占当期营业收入的比例分别为 21.37%、26.91%、28.20%和 27.03%。报告期内，公司向单个客户销售占比较低，且向前十名客户销售的合计占比均未超过 30%。

图 7：公司前十大客户

单位：万元，%

序号	客户名称	客户所处行业	客户性质	销售内容	销售方式	销售金额	占营业收入比
2014年1-6月							
1	布卢姆能源	新能源	生产	燃料电池隔膜板、陶瓷结构件	直销	10,381.74	9.54
2	常州太平通讯科技有限公司	光通信	生产	光纤插芯及套筒	直销	4,883.18	4.49
3	深圳日海通讯技术股份有限公司	光通信	生产	光纤插芯及套筒	直销	2,901.14	2.67
4	深圳市科信通信技术股份有限公司	光通信	生产	光纤插芯及套筒	直销	1,910.09	1.75
5	中航光电科技股份有限公司深圳分公司	光通信	生产	光纤插芯及套筒	直销	1,662.96	1.53
6	深圳市中兴新地通信器材有限公司	光通信	生产	光纤插芯及套筒	直销	1,648.21	1.51
7	国巨电子（中国）有限公司	电子元件	生产	陶瓷基片	直销	1,596.49	1.47
8	HOSONIC TRADING LIMITED	电子整机	生产	陶瓷封装基座	直销	1,516.59	1.39
9	广东美芝精密制造有限公司	电子整机	生产	接线端子	直销	1,482.49	1.36
10	广东风华高新材料股份有限公司	电子元件	生产	陶瓷基片	直销	1,436.59	1.32
-	前十名合计	-	-	-	-	29,419.47	27.03

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

2. 三环集团市场地位扎实，行业产品需求旺盛

2.1. 公司立足核心产品，新品突破在即

三环集团六大类产品中光纤陶瓷插芯占比 50%，其他产品达到国际水平，与国外厂商竞争市场空间可能性大。全球 93%陶瓷插芯产量在中国，公司占有全球市场 40%，美国泰科、美国安费诺、瑞士 HUBER、法国 RADIALL 等世界知名光纤连接器生产企业，均是公司光纤陶瓷插芯的用户。燃料电池隔膜公司主要与日本 NipponShokubai 竞争，是主要的固体氧化物燃料电池隔膜板供应商。陶瓷封装基座市场仍基本被日本厂商控制，公司 2010 年量产后有能力为韩国 PARTRONCO., LTD、日本电波、瑞士微晶和等国外石英晶体元器件企业配套。引线电阻是公司传统产品，规格系列配套为格力、美的和日本船井电机等国内外知名家电厂家。美国 VISHAY、英国 TT、日本松下部品、韩国三星电机、台湾国巨、台湾华新科技、国内的风华高科等知名厂家均是公司的陶瓷基片客户。接线端子成为空调用压缩机企业美芝、凌达、海立的第一供应商。MLCC 进入美的、康佳、格力、TCL、创维等业界知名企业的供应商。

表 2：公司主要产品市场竞争格局及目前地位

产品	国内竞争对手	国外竞争对手	竞争格局	公司地位
光纤陶瓷插芯	台湾富士康、深圳太辰、威谊光通、宁波韵升	日本 Adamant、京瓷、大平洋、精工，韩国大源	中国的陶瓷插芯产量(含在华外资企业的产量)近全球总产量的 93%	占全球市场份额 40%，美国泰科、美国安费诺、瑞士 HUBER、法国 RADIALL 等世界知名光纤连接器生产企业，均是公司光纤陶瓷插芯的用户。
燃料电池隔膜	-	日本 NipponShokubai (日本触媒)	目前燃料电池隔膜板的主要供应商有日本 NipponShokubai(日本触媒)和中国的三环集团两家。	三环集团是固体氧化物燃料电池隔膜板的主要供应商
陶瓷封装基座	-	日本京瓷、住友(NSSD)、NTK	2012 年全球片式电子元器件用陶瓷封装基座的市场规模约为 9 亿美元，这一市场基本上被日本京瓷、住友(NSSD)、NTK 以及中国的三环集团四家公司所占据。其中京瓷 2012 年片式电子元器件用陶瓷封装基座的销售额达到全球市场的 68%。	2010 年正式量产，在国内石英晶体企业中已经获得了认可，而且已经能够为韩国 PARTRONCO., LTD、日本电波、瑞士微晶和等国外石英晶体元器件企业配套
电阻及其核心材料	四川永星电子、杭州电阻厂、南京先正电子、益阳龙建达、深圳百亨电子、揭阳美得福、深圳山达士、永晋电瓷	松下部品、日本兴亚、	目前全世界的电阻生产厂家有 155 家，其中中国生产企业就有约 140 家，厂家竞争格局已明显分成高、中、低三个层次。	引线电阻是公司传统产品，规格系列配套为格力、美的和日本船井电机等国内外知名家电厂家。公司生产的陶瓷基体，包括“50 瓷”、“70 瓷”、“80 瓷”、“85 瓷”和“90 瓷”、“96 瓷”等，种类齐全。
氧化铝陶瓷基片	台湾九豪	丸和、NCI	陶瓷基片是资本、技术密集型的产业，目前国际市场上只有少数几家企业从事该行业，处于寡头竞争格局。	三环市场份额 12.5%，九豪 11%，NCI 占 23.5%，丸和站 27.2%。美国 VISHAY、英国 TT、日本松下部品、韩国三星电机、台湾国巨、台湾华新科技、国内的风华高科等知名厂家均是公司的陶瓷基片客户。
接线端子	杭州华锦、日照汇丰	美国 Fusite、韩资企业技宝、光洋、三晶和日本 NEC	2000 年以前由美国企业 Fusite 长时间垄断该产品市场。2000 年后中国本土企业逐渐掌握了接线端子的生产技术。目前接线端子主要的生产企业约有 25 家左右	三环集团通过以产品附加值较高、生产技术难度较大的空调压缩机用接线端子介入市场竞争。目前公司产品成为空调用压缩机企业美芝、凌达、海立的第一供应商。
MLCC	国巨、华新科、禾伸堂、达方	Murata、Semco、TDK、TaiUdden、京瓷	MLCC 的前期投资大、而且必须拥有陶瓷配方、粉料制备、金属浆料研发、低温共烧等综合技术的积累，产品技术门槛极高。目前 MLCC 市场仍被日本、韩国及台湾企业主导。	公司已是美的、康佳、格力、TCL、创维等业界知名企业的供应商，是我国 MLCC 的主要生产企业之一。

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

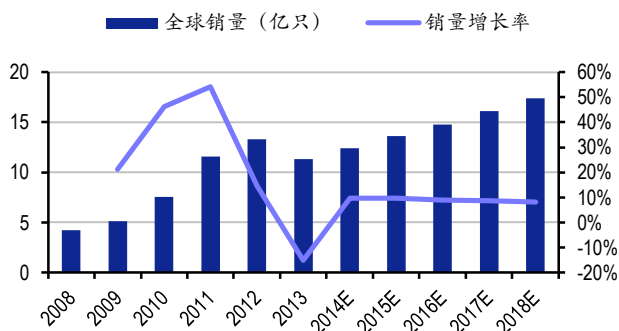
2.2. 各类产品需求旺盛，产能扩张符合逻辑

公司各类产品市场需求仍在上升，电子产业向中国转移后，电子原材料跟随转移成为趋势，公司产能扩充符合逻辑。我国电子元件制造业的销售收入从 2002 年的 1,490.83 亿元增长到 2012 年的 14,795.96 亿元，年均增速达到 23.20%；2011 年电子元件制造业实现的营业收入在电子信息产业中的占比为 17.96%。根据工业与信息化部发布的《电子基础材料和关键元器件“十二五”规划》，“十二五”期间，电子元件年均增长 10%，到 2015 年销售收入超 18,000 亿元。根据中国电子元件行业协会发布的《中国电子元件“十二五”规划》，到 2015 年，我国电子元件行业销售收入占我国电子信息产业收入的 20%；电子元件总产量超过 2.8 万亿只，年均增长 5.7%，满足国内 70% 的市场需求，电子元件出口总额达到 860 亿美元，年均增长 10%。

2.2.1. 光纤陶瓷插芯

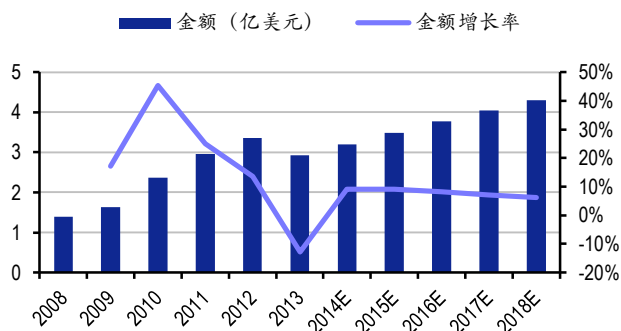
3G、4G 建设及光纤到户、大数据传输等将加大光纤陶瓷插芯需求。根据中国电子元件协会统计，中国是全球陶瓷插芯产量最大的国家，2013 年中国的陶瓷插芯产量(含在华外资企业的产量)已达到全球总产量的 93%。2013 年全球陶瓷插芯产量约为 11.3 亿只、市场规模约为 2.93 亿美元，2008 年至 2013 年期间全球陶瓷插芯的产量、市场规模的复合增长率分别约为 21.66%和 16.08%。根据中国电子元件协会预测，至 2018 年全球陶瓷插芯的产量将达到 17.4 亿只，市场规模 4.3 亿美元，年均增长率分别达到 9.02%和 7.97%。其中，中国陶瓷插芯的产量将达到 16.7 亿只，市场规模 25.2 亿元，年均增长率分别达到 9.72%和 8.71%。

图 8：全球光纤陶瓷插芯销量及增长率



数据来源：中国电子元件协会、安信证券研究中心

图 9：全球光纤陶瓷插芯销售金额及增长率

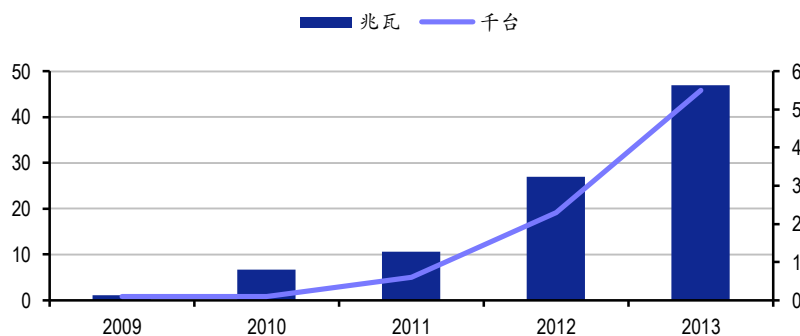


数据来源：中国电子元件协会、安信证券研究中心

2.2.2. 燃料电池隔膜

2013 年固体氧化物燃料电池的输出容量已达 47.0 兆瓦，产品销售量达 5,500 万台;2010-2013 年固体氧化物燃料电池以兆瓦功率计算的市场复合增长率高达 91.43%，产品销售量复合增长率高达 280.30%，未来前景广阔。燃料电池隔膜板是固体氧化物燃料电池的最核心部件，其主要作用是在阴极与阳极之间传递氧离子和对燃料及氧化剂的有效隔离。

图 10：固体氧化物燃料电池上市实际情况



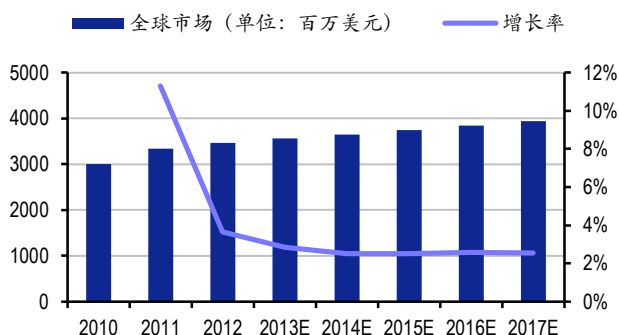
数据来源：IndustryReview、安信证券研究中心

2.2.3. 陶瓷封装基座

一只石英晶体元器件需要配套使用一只陶瓷封装基座，石英晶体器件产生的频率信号在通信设备中作为频率基准、在计算机类产品中作为系统工作的时钟信号驱动数字电路，产品同时也在各类消费电子产品中得到广泛应用。2012 年，全球石英晶体元器件总产量为 228 亿只，同比增长 1.8%，市场规模为 34.6 亿美元，同比增长 3.6%。预计未来几年，全球石英晶体元器件行业将保持缓慢增长的态势，2017 年总产量将达到 269 亿只，市场规模达到 39.3 亿美元，年均增长率分别为 4%和 3.4%。目前全球石英晶体元器件市场较为成熟，基本保持供需平衡态势。2012 年，中国石英晶体元器件的产量达到 139 亿只，

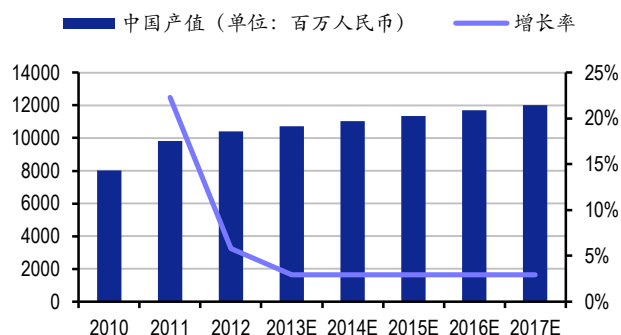
同比增长 4.9%，约占全球总产量的 61%，实现销售收入 104 亿元，同比增长 5.8%，约占全球市场规模总额的 48%。

图 11: 全球石英晶体器件市场规模



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

图 12: 中国石英晶体器件产值

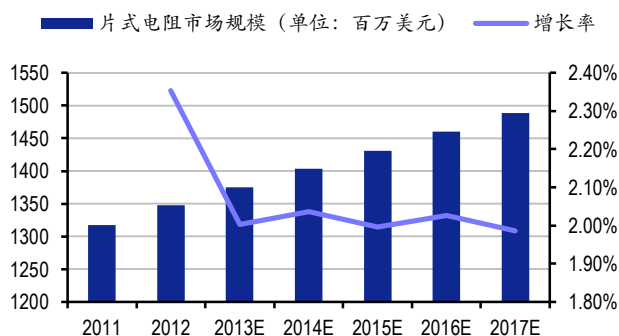


数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

2.2.4. 电阻及陶瓷基片

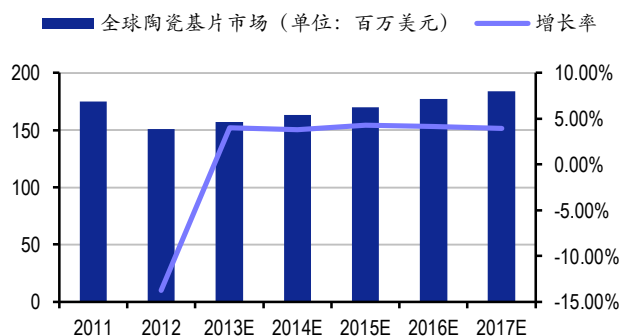
我国 2013 年各类电阻器的进出口量中，片式电阻的进出口量分别占 95.19% 和 91.74%，其他电阻的进出口量仅占 4.81% 和 8.26%。但是由于片式电阻负荷功率小，大功率引线电阻仍存在一定的市场。2012 年全球片式电阻的市场规模约为 13.48 亿美元，同比增长约 2%，至 2017 年将达到 14.89 亿美元，年均平均增长率约 2%。2012 年全球片式电阻总产销约 21, 150 亿只，同比增长约 7%，其中中国片式电阻生产能力超过 15, 450 亿只，占同期全球片式电阻总生产能力的 73.05%，已成为全球片式电阻生产大国。随着片式元件的快速发展，片式电阻的需求将进一步增加，预计全球 2017 年片式电阻的产量将达 26, 360 亿只，未来 4 年的平均增长率约为 5%。

图 13: 全球片式电阻市场规模



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

图 14: 全球陶瓷基片市场规模



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

2.2.5. 接线端子

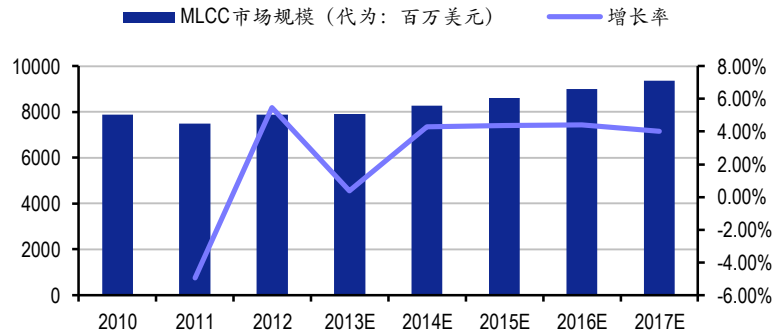
接线端子主要用在全封闭制冷压缩机上，是压缩机的核心部件，一台制冷压缩机必须配套一只接线端子。根据工信部统计 2013 年我国家用冰箱累计生产 9, 340.6 万台，同比增长 10.6%; 家用空调生产 14, 332.9 万台，同比增长 11.6%，增长幅度较大。

2.2.6. MLCC

MLCC 主要用于各类军用、民用电子整机中的振荡、耦合、滤波、旁路电路中，应用领域已经拓展到自动控制仪表、计算机、手机、数字家电、汽车电器等行业。2012 年由于智能手机、平板电脑等热点产品的发展，MLCC 产销量回暖，全球 MLCC 销量约为 26, 890 亿只。根据中国电子元件行业协会信息中心统计和预测，2013 年全球 MLCC 市场销

量与 2012 年持平，约为 26,840 亿只，到 2017 年将达 31,390 亿只。

图 15: MLCC 全球市场规模



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3. 募投项目

公司募投项目 5 个，其中 4 个建设项目，合计 10.5 亿元，补充流动资金 2.5 亿元，需募集总额 13 亿元。

表 3: 公司募投项目投资进度 (单位: 万元)

项目名称	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	合计
光通信连接器用陶瓷插芯扩产技术改造项目	9560	21852.53	16371.95	619.73	595.78	49000
SMD 用陶瓷封装基座扩产技术改造项目	5960	12927.20	10394.01	380	338.78	30000
电力电子器件用氧化铝陶瓷基板产业化项目	5530	8952.46	5969.55	279.34	268.64	21000
电子陶瓷工程技术研发及中试基地建设项目	2200	2000	800	-	-	5000
补充流动资金	25000					25000

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3.1. 光通信连接器用陶瓷插芯扩产技术改造项目

总投资为 49,000 万元，其中建设投资 46,065 万元，铺底流动资金 2,935 万元。项目达产后，将新增年产光纤陶瓷插芯 33,600 万只。建设期为 2.5 年，边投入边生产，第二年生产负荷达到设计产能的 30%，第三年达 60%，第四年达 80%，第五年开始完全达产。

3.2. SMD 用陶瓷封装基座扩产技术改造项目

总投资为 30,000 万元，其中建设投资 28,180 万元，铺底流动资金 1,820 万元。项目达产后，将新增年产 SMD 用陶瓷封装基座 240,000 万只。建设期为 2.5 年，边投入边生产，第二年生产负荷达到设计产能的 30%，第三年达 60%，第四年达 80%，第五年开始完全达产。

3.3. 电力电子器件用氧化铝陶瓷基板产业化项目

总投资为 21,000 万元，其中建设投资 19,600 万元，铺底流动资金 1,400 万元。项目达产后，将形成年产 54,000 万平方米的氧化铝陶瓷基板生产能力。建设期为 2.5 年，边投入边生产，第二年生产负荷达到设计产能的 30%，第三年达 60%，第四年达 80%，第五年开始完全达产。

3.4. 电子陶瓷工程技术研发及中试基地建设项目

总投资为 5,000 万元，其中建设投资 4,700 万元，铺底流动资金 300 万元。本项目系在公司原有研究院的基础上，通过扩充研发和中试场地、增加精密测试分析仪器和先进中试设备、继续引进行业内的一流人才，为公司创造良好的研发环境和中试条件。本项目

建设期为 2.5 年，第三年试运行并验收竣工。

表 4：公司产能扩张程度

	现有产能 (万只)	新增产能 (万只)
光纤陶瓷插芯及套筒	54,000	33,600
燃料电池隔膜板	400	
陶瓷封装基座	90,000	28,180
陶瓷基片	20,000	54000 万平方厘米氮化铝陶瓷基板
陶瓷基体	9,000,000	
接线端子	4,800	
MLCC	1,200,000	
电阻	480,000	

数据来源：公司招股意向书、安信证券研究中心

4. 投资建议

公司预计募投项目建设后产能将大幅提升，带动销量上升。我们预计公司 2014 年-2016 年的收入增速分别为 10.2%、15.3%、15.6%，净利润增速分别为 14.6%、20.9%、18.8%，2014-2016 年 EPS 为 1.51、1.83、2.17 元，新股上市后定价区间为 27.45-36.6 元，相当于 2015 年 15-20 的动态市盈率。

表 5：可比公司估值情况 (EPS 为 Wind 一致预期)

代码	名称	股价 11/19	EPS				PE			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
600183.SH	生益科技	6.81	0.39	0.43	0.52	0.62	17.4	15.7	13.1	10.9
002138.SZ	顺络电子	19.33	0.41	0.60	0.84	1.16	47.5	32.2	23.1	16.7
600525.SH	长园集团	12.46	0.35	0.45	0.64	0.82	35.4	27.7	19.6	15.1
600563.SH	法拉电子	29.70	1.27	1.51	1.81	2.19	23.3	19.7	16.4	13.6
	平均值						30.9	23.8	18.0	14.1

数据来源：Wind、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月20日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2, 103.3	2, 023.9	2, 230.9	2, 573.1	2, 975.6	成长性					
减:营业成本	1, 171.9	1, 095.6	1, 188.2	1, 340.1	1, 525.6	营业收入增长率	24.0%	-3.8%	10.2%	15.3%	15.6%
营业税费	19.5	23.0	21.9	26.1	31.0	营业利润增长率	32.3%	2.5%	15.1%	20.9%	18.8%
销售费用	39.2	38.9	45.3	49.9	58.5	净利润增长率	33.4%	2.6%	14.6%	20.9%	18.8%
管理费用	195.5	161.4	201.1	225.4	255.4	EBITDA 增长率	30.6%	2.0%	9.6%	23.7%	21.4%
财务费用	21.3	19.6	-	-4.5	-5.6	EBIT 增长率	31.0%	2.2%	11.8%	20.3%	18.7%
资产减值损失	10.0	23.7	12.6	15.4	17.2	NOPLAT 增长率	32.1%	1.3%	12.3%	20.3%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.7%	16.3%	10.8%	7.6%	25.9%
投资和汇兑收益	-	0.3	0.1	0.1	0.2	净资产增长率	41.1%	22.3%	111.0%	21.0%	20.3%
营业利润	645.9	662.0	761.9	920.9	1, 093.7	利润率					
加:营业外净收支	3.9	8.9	6.0	6.3	7.1	毛利率	44.3%	45.9%	46.7%	47.9%	48.7%
利润总额	649.9	670.9	767.9	927.1	1, 100.7	营业利润率	30.7%	32.7%	34.2%	35.8%	36.8%
减:所得税	95.0	103.1	115.2	139.1	165.1	净利润率	26.2%	28.0%	29.1%	30.5%	31.3%
净利润	551.9	566.3	648.9	784.4	931.5	EBITDA/营业收入	36.0%	38.2%	38.0%	40.8%	42.8%
						EBIT/营业收入	31.7%	33.7%	34.2%	35.6%	36.6%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	105	124	114	109	122
货币资金	170.9	132.9	1, 896.6	2, 533.9	2, 959.3	流动营业资本周转天数	109	152	163	146	141
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	171	228	367	495	512
应收帐款	524.7	620.4	597.7	766.5	791.2	应收帐款周转天数	78	102	98	95	94
应收票据	196.4	435.7	372.8	304.4	443.3	存货周转天数	41	39	34	36	35
预付帐款	29.0	10.8	66.8	16.8	66.6	总资产周转天数	301	398	529	648	672
存货	247.5	193.4	224.9	295.6	285.6	投资资本周转天数	216	276	284	268	272
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	39.2	21.7	20.3	27.1	23.0	ROE	37.8%	31.6%	17.2%	17.2%	17.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	27.3%	23.3%	15.8%	15.3%	15.7%
长期股权投资	0.5	2.3	2.3	2.3	2.3	ROIC	52.3%	40.2%	38.8%	42.2%	46.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	647.3	751.4	667.6	896.8	1, 118.6	销售费用率	1.9%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%
在建工程	73.9	9.2	9.2	29.9	18.7	管理费用率	9.3%	8.0%	9.0%	8.8%	8.6%
无形资产	42.3	227.8	225.4	223.0	220.6	财务费用率	1.0%	1.0%	0.0%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.2%	10.9%	11.0%	10.5%	10.4%
资产总额	2, 036.1	2, 439.0	4, 118.5	5, 140.5	5, 966.8	偿债能力					
短期债务	100.0	-	-	-	-	资产负债率	27.9%	26.3%	8.0%	10.8%	7.5%
应付帐款	147.7	242.8	108.5	302.5	176.4	负债权益比	38.6%	35.8%	8.7%	12.1%	8.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.44	4.29	16.72	10.07	17.34
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.71	3.69	15.53	9.31	16.25
长期借款	126.4	60.0	-	-	-	利息保障倍数	31.37	34.73	24,	-201.51	-192.99
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	567.3	642.6	327.9	555.1	449.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	41.0	29.7	28.9	32.5	36.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	174.0	174.0	428.8	428.8	428.8	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	1, 254.2	1, 594.2	3, 332.9	4, 124.1	5, 051.6						
股东权益	1, 468.8	1, 796.4	3, 790.6	4, 585.4	5, 517.0						

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标					
净利润	554.9	567.8	648.9	784.4	931.5	EPS(元)	1.44	1.48	1.51	1.83	2.17
加:折旧和摊销	91.1	92.0	86.2	132.7	185.1	BVPS(元)	3.73	4.62	8.77	10.62	12.78
资产减值准备	10.0	23.7	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	11.4	9.6	-	-4.5	-5.6	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	3.0	1.5	3.8	3.7	4.1	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-289.0	136.0	-264.7	97.3	-300.1	CAGR(%)	12.4%	18.1%	16.0%	12.4%	18.1%
经营活动产生现金流量	356.4	645.0	474.1	1, 013.4	814.9	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-276.5	-259.4	1.5	-386.8	-389.2	ROIC/WACC	8.7	6.7	6.5	7.0	7.8
融资活动产生现金流量	1.2	-423.2	1, 288.1	10.8	-0.2	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A—正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光、郑震湘、邵洁分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

