

证券研究报告—动态报告/公司快评
信息技术
IT 硬件与设备
三环集团 (300408)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2015 年 03 月 09 日

插芯业务超预期，新品陶瓷后盖有望小批量供货

证券分析师：刘翔

021-60875160

liuxiang3@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070002

证券分析师：刘洵

021-60933151

liuxun@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514090001

事项：

近日，我们调研了三环集团，与高管团队就公司各项业务的生产经营状况进行了充分的交流。

评论：

■ 核心结论

陶瓷插芯及 PKG 业务前 2 月产销状况良好，上半年增速预计达到 25%，超过我们之前预期，将继续支撑公司业绩稳定增长。同时，新产品氧化锆盖板已与多家手机厂商接触，今年有望小批量出货。燃料电池受“GTAT”事件影响，上半年略有下滑，下半年有望恢复增长，全年预计将与去年持平。其他如氧化铝基片、接线端子等的市占率也在稳步提升中，并能维持现有利润率水平。

总体而言，公司各项业务发展顺利，现有产品及产能足够支持 15 年较高增长，新扩产能及产品储备（陶瓷外观件、结构件、单电池）将保证公司业绩中长期稳定成长。上游材料技术是需要时间积累的，公司专注技术陶瓷 40 年，国内绝对龙头，国际对标京瓷，未来将在下游各个应用领域全面追赶日系企业。我们继续维持“买入”评级。

■ 分业务介绍

- 1、光纤陶瓷插芯。**去年移动建设目标 70 万基站，今年工信部规划新建 60 万基站；联通、电信 FDD 发牌，光纤通信市场景气度向上，利好公司插芯业务。三环从上游粉体、配方到烧结、毛坯再到成型全部打通，生产出来的陶瓷插芯具备一致性高、损耗小等特点，能够节约下游用户 3% 的成本。公司是插芯国标制定者之一，市占率 50% 且还在稳步提升中。从 1、2 月份的情况来看，上半年该项业务量增预计为 30% 左右，全年增速也有望超过我们此前预期。
- 2、PKG 陶瓷封装基座。**目前主要应用于晶体振荡器的封装，全球市场规模约为 60 多个亿，未来声表面波、CMOS 模组以及军用市场也将被逐步打开，各领域加起来，潜在市场规模超 100 亿。公司目前只做晶振这块，主要针对国内客户，台系厂商还没有进入，一旦进入，公司的份额还会有所提升。日系客户主要是村田制造所，京瓷目前独家给村田供货，公司未来也有望进入村田供应链。下游客户突破将带来市场份额提升，该业务将在中期支撑公司稳定增长。
- 3、燃料电池隔膜板。**燃料电池是高效（电转化效率 60%），清洁无污染能源。目前在 SOFC 领域，BE 一家独大，公司目前给 BE 供的隔膜板，采用第三代技术，厚度变薄，单位面积发电效率提高，电堆的使用寿命由之前的 2~3 年，延长至 5~7 年。第三代技术的推出，对于加速 BLOOM BOX 应用领域的拓展将起到积极作用。我们坚定看好燃料电池未来走入家庭，逐步替代电网供电，想象空间巨大。
- 4、陶瓷后盖。**公司很早就开始关注，考虑到风险较大，市场还不成熟，一直没有起量。目前已经和多家手机终端厂商有联系，预计年内能形成小批量供货。

■ 问答环节

Q: 光通信业务增长的因素来自哪里?

A: 行业景气度提升, 去年移动建设目标 70 万个, 今年工信部规划新建 60 万个基站; 联通、电信 4G-FDD 牌照发放也利好景气度的提升。下游用户使用三环的插芯参与评标可以有质量加分, 同时也能够节省用户 3% 左右的成本, 减少二次加工的复杂性。因此, 用户很愿意使用三环的产品, 公司光纤插芯的市占率还在稳步提升中。

Q: 光纤陶瓷插芯市场竞争格局, 公司这块业务未来的稳定性如何?

A: 主要是大陆、台湾、日本、还有韩国的一些企业, 公司陶瓷插芯的质量以及稳定性是最好的, 市占率也是最高的。未来的 5G, 波长更短, 需要的基站也更密集, 同时物联网, 物物连接, 插芯接头的使用量将更多, 这些都利好公司该项业务的稳定增长。

Q: 陶瓷外观件业务进展状况

A: 公司已和多家手机厂商有过接触, 预计年内有望小批量出货。做技术陶瓷在中国应该是三环, 在国外是京瓷; 在成本竞争方面, 公司胜过京瓷。

Q: 公司走的 SOFC 路线和丰田车用质子膜交换技术的区别

A: 丰田车用燃料电池采用的是质子膜交换技术。该技术负极材料用纯氢, 具备快速启动的特点, 但电转化效率低, 寿命短。因此, 可作为小功率移动式的主动能源用在汽车上。公司做的是电解质支撑的固体氧化物燃料电池, 电转化效率 60%, 利用热能的话能到 85%, 体积大, 启动时间长, 可以做固定式的安全供电源。

Q: 简介下公司和 BE 的合作历程

A: BE 的一帮创始人上世纪 90 年代在 NASA 做过, 02 年出来创办了 BE。04 年找到公司合作供应电解质陶瓷隔膜片, 10 年 BE 的第一代 BLOOM BOX 正式推出, 主要应用在数据中心, 机场, 商超等公共场合。目前, BE 和日本软银也有合作, 未来会逐步考虑将燃料电池用到一些海岛, 轮船, 大型楼宇乃至居民小区等领域。目前, 制约 BE 产品拓展的主要是成本问题。

Q: 燃料电池的度电成本会很快降下来吗?

A: 需要时间。目前, 公司采用的是第三代技术, 能够将燃料电池电堆的衰减期由之前的 2~3 年, 延长到 5~7 年, 同时, 单位面积的发电效率将更高, 这些都有利于成本的下降。

Q: 如何看待未来以燃料电池为代表的分布式发电对以火力燃煤为代表的集中电网供电模式的替代?

A: 燃料电池的电转化效率是煤电的 2 倍, 且出来的是氧和热水, 没有污染, 属清洁高效能源, 未来逐步取代煤电是大势所趋。但技术的积累, 成本的下降以及市场的开拓都需要时间, 现有的分布式发电大多采用燃气轮机, 成本高, 效率低, 基本都处于亏损状态。

Q: 我们在燃料电池上面的技术积累情况如何?

A: 公司 04 年开始与 BE 合作, 技术一直在积累, 目前做到电堆的技术我们基本已经掌握了。同时, 阳极支撑的燃料电池我们也已经能够做单电池了。阳极支撑还有很大的技术改进空间, 没有大规模产业化印证, 但后续市场可被看好。

Q: 上半年燃料电池收入情况如何? 全年预计会怎样?

A: 上半年, 由于 BE 的一个客户 GTAT 的倒闭, 订单确实收到影响, 预计下半年会恢复增长, 全年来看, 应该会比去年持平, 或者略有增长。

Q: 日元贬值对于公司与京瓷的竞争会造成什么影响?

A: 公司和京瓷的竞争更多的是产品方面的竞争, 并不完全受汇率影响。京瓷很多工厂都设在海外, 汇率影响相对较小。

Q: PKG 领域, 公司直接面临京瓷的竞争, 压力大不大?

A: PKG 全球只有三家能做, 公司市场占有率 3%, 未来会努力提升市场份额。京瓷为了阻止公司的进入, 曾经将单款产品连续七次降价, 公司确实面临不小的压力。但竞争总是会有的, 与京瓷相比, 公司还是有成本优势的, 不惧降价。

Q: PKG 这块市场容量如何, 未来发展趋势怎样?

A: 目前的市场空间, 60 多个亿, 但未来不断有新的领域在渗透, 如声表面波, 摄像头模组, 军品等。这个市场会不断延伸出新产品, 会不断有细分的市场出来。算上这些潜在空间, 规模起码在 100 亿之上。

Q: 公司 PKG 业务一季度的情况如何?

A: 一季度 PKG 业务增速预计 20%~30%。

Q: 募集资金 13 个亿的运用

A: 陶瓷插芯和基座会继续投入, 另外, 公司也会谨慎考虑外延。

Q: 公司设备自给率很高, 未来是否会考虑对外出售?

A: 设备主要自足, 对于毛利率稳定、新产品的量产都有积极作用。暂不考虑对外输出。

Q: 公司未来的愿景, 5 年规划?

A: 京瓷陶瓷部分收入大概 280 亿左右, 是公司的 10 倍, 公司的空间还是有的; 主要还是走技术路线, 一步步追赶京瓷, 力争成为全球领先的先进陶瓷技术专家。

Q: 公司如何激励核心技术骨干?

A: 公司设有技术创新奖励以及工程师待遇奖激励人才潜能, 能够起到有效的激励作用。

Q: 张总在公司上市两、三年内的工作重点以及未来对公司业务发展的要求?

A: 公司成功上市后, 作为董事长, 主要抓公司的体制和文化建设, 并注重培养人才。至于对公司各项业务发展的要求, 有两点: 1、老产品, 国内外的市场地位不会削弱, 要进一步巩固; 2、新的领域, 如手机, 新能源, 新材料(新的功能材料, 固件)应用, 争取能够进入更多领域, 从而去获取更大的市场。

Q: 公司未来三年的研发投入?

A: 收入的 5%到 8%之间, 没有设定数量。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	133	1925	2596	3442
应收款项	1056	940	900	818
存货净额	193	210	222	253
其他流动资产	11	34	39	45
流动资产合计	1393	3109	3757	4558
固定资产	761	882	930	925
无形资产及其他	228	223	218	213
投资性房地产	55	55	55	55
长期股权投资	2	4	5	6
资产总计	2439	4273	4964	5756
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	212	194	222	253
其他流动负债	113	104	119	134
流动负债合计	325	299	340	387
长期借款及应付债券	60	60	60	60
其他长期负债	258	318	378	438
长期负债合计	318	378	438	498
负债合计	643	676	778	885
少数股东权益	30	3	(15)	(33)
股东权益	1767	3594	4202	4904
负债和股东权益总计	2439	4273	4964	5756

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	3.25	1.58	1.89	2.18
每股红利	1.40	0.48	0.47	0.55
每股净资产	10.15	8.38	9.80	11.44
ROIC	34%	38%	46%	-214682 628100 %
ROE	32%	19%	19%	19%
毛利率	46%	46%	46%	46%
EBIT Margin	35%	35%	36%	36%
EBITDA Margin	39%	39%	40%	40%
收入增长	-4%	13%	15%	14%
净利润增长率	3%	20%	19%	16%
资产负债率	28%	16%	15%	15%
息率	3%	2%	2%	3%
P/E	15.9	32.7	27.4	23.7
P/B	5.1	6.2	5.3	4.5
EV/EBITDA	12.1	25.6	22.0	19.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2024	2288	2628	2985
营业成本	1096	1243	1425	1621
营业税金及附加	23	18	16	18
销售费用	39	39	42	45
管理费用	161	177	197	214
财务费用	20	(2)	(8)	(12)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(24)	(20)	(10)	(4)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	662	793	946	1095
营业外净收支	9	9	9	10
利润总额	671	802	955	1105
所得税费用	103	120	143	166
少数股东损益	2	3	2	2
归属于母公司净利润	566	679	810	937

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	566	679	810	937
资产减值准备	14	(21)	0	0
折旧摊销	92	85	97	106
公允价值变动损失	24	20	10	4
财务费用	20	(2)	(8)	(12)
营运资本变动	55	88	126	153
其它	(13)	(6)	(18)	(18)
经营活动现金流	738	845	1025	1182
资本开支	(120)	(200)	(150)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(122)	(202)	(151)	(101)
权益性融资	0	1352	0	0
负债净变化	(66)	0	0	0
支付股利、利息	(243)	(204)	(202)	(234)
其它融资现金流	(35)	0	0	0
融资活动现金流	(654)	1148	(202)	(234)
现金净变动	(38)	1792	671	847
货币资金的期初余额	171	133	1925	2596
货币资金的期末余额	133	1925	2596	3442
企业自由现金流	724	663	879	1083
权益自由现金流	623	664	885	1093

相关研究报告:

《三环集团-300408-陶瓷插芯稳增长，燃料电池空间大》——2015-02-13

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。