

三环集团：手机氧化锆外观件将放量， 清洁能源燃料电池远期空间大

核心观点：

1. 事件

我们对公司进行持续的跟踪覆盖，除老产品光纤插芯等景气旺盛外，新产品手机氧化锆外观件及清洁能源燃料电池值得关注。

2. 我们的分析与判断

(一) 传统主业插芯及 PKG 成为稳增长安全垫

业绩高增长。营收占比最大的插芯业务受到运营商资本开支提振，预计 2015 年收入增速将达 30% 左右；PKG 陶瓷封装基座已经切入台系晶振市场，并开拓了摄像头模组市场，预计收入增速将达 20% 左右，明年开始放量，此外，其它陶瓷元件业务稳定增长。

(二) 手机氧化锆外观件市场格局好，公司优势大

氧化锆陶瓷外观件主要优势包括，要实现手机 NFC 及无线充电，手机后盖应采用非金属材料（iphone6 虽然具备 NFC 功能，但是天线设计非常复杂，成本高），而氧化锆不仅是非金属材料，还可以做到玉石或金属质感，比塑料等更高端；硬度高，耐刮防划，抗摔，比不锈钢轻 30%；介电常数是蓝宝石的 3 倍，信号更灵敏，更适合指纹识别盖板等；成本较低，手机后盖均价可做到 100 元/片。

全球每年有 20 亿部手机出货，假定其中 10% 采用氧化锆陶瓷后盖，则市场空间就有 200 亿元，而能够参与供货的厂商仅有日本京瓷、中国的三环集团及信柏陶瓷（顺络电子参股）等，进入门槛高，市场格局好。我们了解到三星手机中 NFC 手机占比快速提升，预计今年将提升至 40% 以上，苹果也在手机中开始加入 NFC 功能。未来无线充电模块也有可能成为手机中成为标配。苹果于 2006 年 8 月申请了关于氧化锆陶瓷作为外壳用于手持设备的相关专利，并于 2013 年再次提交相关专利，其中详细描述了蓝宝石和陶瓷材料共同应用于手机的工艺问题，并考虑用氧化锆作为手机盖板。今年发布的 AppleWatch 上已经使用了氧化锆陶瓷后盖，如果供应商产能足够的话，不排除手机采用氧化锆陶瓷后盖的可能性。

公司在手机氧化锆陶瓷外观件布局多年，已开始给华为、酷派、OPPO 供货，今年起开始有营收贡献，公司目前在南充大幅扩产，预计产能释放后公司将是国内第一大陶瓷后盖供应商，放量可期。

(三) 燃料电池远期潜力市场空间将上万亿

公司是国内唯一参与高温固体氧化物燃料电池（SOFC）产业链的厂商。SOFC 是采用天然气进行电化学反应用来发电的分布式能源，其发电效率达 60% 以上，而燃气轮机仅有 30%，预计未来用于小区、医院、商场、轮船及美国居民日常用电，潜力市场空间达上万亿。公司是全球 SOFC 龙头布卢姆能源的电池隔膜板第一供应商。

3. 投资建议

预计 2014-2016 EPS 为 1.51、1.87、2.24 元，维持推荐评级。

三环集团（300408）

推荐 维持评级

分析师

王莉

☎：(8610) 83574039

✉：wangli_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020008

邓锐

☎：(8621) 20252617

✉：dengrui@chinastock.com.cn

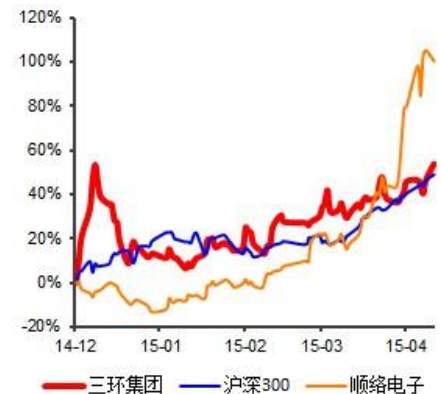
执业证书编号：S0130515030001

市场数据

时间 2015.04.12

A 股收盘价(元)	62.03
总股本(亿股)	4.29
流通 A 股(亿股)	0.46

相对指数表现



相关研究

《公司点评研究报告-三环集团-300408-新老产品线齐头并进，具备中国版京瓷雏形-20150306》

利润表 (百万)						现金流量表 (百万)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,103.3	2,023.9	2,209.2	2,603.5	3,076.5	经营活动现金流	356.4	645.0	602.6	551.1	666.4
YoY	24.0%	-3.8%	9.2%	17.8%	18.2%	净利润	554.9	567.8	647.8	800.1	959.0
营业成本	1,171.9	1,095.6	1,225.2	1,430.2	1,672.5	折旧摊销	91.1	92.0	33.6	47.8	63.6
营业税费	19.5	23.0	24.3	28.1	32.3	净营运资本增加	306.3	52.7	86.8	250.3	302.7
销售费用	39.2	38.9	46.4	54.7	64.6	投资活动产生现金流	-276.5	-259.4	-226.0	-250.0	-250.0
管理费用	195.5	161.4	176.7	208.3	246.1	净资本支出	236.8	254.4	250.0	250.0	250.0
财务费用	21.3	19.6	-30.6	-66.0	-74.4	长期投资变化	39.2	-15.7	-24.0	0.0	0.0
资产减值损失	10.0	23.7	20.0	20.0	20.0	其它资产变化	52.7	-26.4	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	融资活动现金流	1.2	-423.2	1466.3	-174.0	-213.3
投资收益	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	股本变化	0.0	0.0	254.8	0.0	0.0
营业利润	645.9	662.0	747.2	928.3	1,115.3	债务净变化	106.2	-80.0	20.0	0.0	0.0
利润总额	649.9	670.9	762.2	941.3	1,128.3	无息负债变化	42.9	155.4	0.1	0.0	0.1
少数股东损益	3.0	1.5	0.0	0.0	0.0	净现金流	82.3	-38.0	1843.0	127.1	203.2
归属母公司净利润	551.9	566.3	647.8	800.1	959.0	主要财务指标					
YoY	33.4%	2.6%	14.4%	23.5%	19.9%	盈利能力					
EPS (元)	1.29	1.32	1.51	1.87	2.24	ROE	37.57%	31.52%	8.02%	8.61%	8.94%
资产负债表 (百万)						净利率	26.24%	27.98%	29.32%	30.73%	31.17%
总资产	2,036.1	2,439.0	4,561.9	5,326.3	6,026.4	毛利率	44.28%	45.87%	44.54%	45.07%	45.64%
流动资产	1,168.5	1,393.1	3,322.1	3,883.8	4,398.3	销售费用率	1.87%	1.92%	2.10%	2.10%	2.10%
货币资金	170.9	132.9	1,975.9	2,280.0	2,483.1	管理费用率	9.29%	7.97%	8.00%	8.00%	8.00%
交易型金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	财务费用率	1.01%	0.97%	-1.38%	-2.53%	-2.42%
应收账款	514.1	592.3	640.7	768.0	922.9	资本结构					
应收票据	196.4	435.7	441.8	520.7	615.3	资产负债率	27.86%	26.35%	7.56%	7.18%	6.84%
其他应收款	10.6	28.1	30.9	36.2	42.5	权益乘数	1.39	1.36	1.08	1.08	1.07
存货	247.5	193.4	220.5	264.6	317.8	流动资产/总资产	57.39%	57.12%	72.82%	72.92%	72.98%
非流动资产	867.6	1,045.9	1,239.8	1,442.5	1,628.0	流动负债/总负债	59.86%	50.55%	52.05%	55.89%	59.69%
可供出售投资	39.2	21.7	0.0	0.0	0.0	偿债能力					
持有到期金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.44	4.29	9.65	9.66	9.36
长期投资	0.5	2.3	0.0	0.0	0.0	速动比率	2.71	3.69	9.01	9.01	8.68
固定资产	647.3	751.4	895.2	1,072.5	1,257.8	营运能力					
无形资产	42.3	227.8	205.1	182.3	159.5	存货周转率	4.87	4.97	5.92	5.90	5.74
总负债	567.3	642.6	661.1	719.1	787.6	应收账款周转率	3.80	3.28	3.14	3.08	3.05
无息负债	581.1	639.1	707.6	789.7	894.3	流动资产周转率	2.11	1.58	0.94	0.72	0.74
有息负债	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	固定资产周转率	2.77	2.12	1.93	1.94	2.00
股东权益	1,468.8	1,796.4	8,080.6	9,291.6	10,729.4	总资产周转率	1.20	0.90	0.63	0.53	0.54
股本	174.0	174.0	428.8	428.8	428.8	每股和估值指标					
资本公积金	11.5	11.5	1,575.5	1,575.5	1,575.5	EPS (元)	1.29	1.32	1.51	1.87	2.24
未分配利润	1,046.2	1,328.9	1,768.0	2,373.7	3,092.7	BPS (元)	3.43	4.19	18.84	21.67	25.02
少数股东权益	41.0	29.7	29.7	29.7	29.7	PE (X)	-	36.27	37.03	29.99	25.02
归属母公司权益	1,427.8	1,766.8	4,025.5	4,631.0	5,349.9	PB (X)	-	11.43	2.97	2.58	2.24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王莉、邓锐，电子行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：信维通信（300136.SZ）、长盈精密（300115.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、同方国芯（002049.SZ）、国民技术（300077.SZ）、法拉电子（600563.SH）、江海股份（002484.SZ）、海康威视（002415.SZ）、大华股份（002236.SZ）、歌尔声学（002241.SZ）、安洁科技（002635.SZ）、水晶光电（002273）、得润电子（002055.SZ）、欧菲光（002456.SZ）、莱宝高科（002106.SZ）、长信科技（300088.SZ）、利亚德（300296）、洲明科技（300232）、三环集团（300408）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王 婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn