

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 05 月 28 日

主业超预期，新品有突破，工业 4.0

证券分析师：刘翔
证券分析师：刘洵

 021-60875160
 021-60933151

 liuxiang3@guosen.com.cn
 liuxun@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070002
 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

主业超预期。“宽带中国”之后，国务院再发《推进网络提速降费指导意见》加码光纤建设，要求未来 3 年，投资 1.13 万亿，实质性提高光纤入户率，从而对终端光纤跳线、连接器的需求大幅增加。此举极大利好公司现有主业——光纤陶瓷插芯的增长，全年该业务增速有望超出我们此前预期。公司目前正满负荷运转，产能吃紧，下半年起，公司计划将插芯产能扩充一倍。一季报显示，插芯业务增速为 35%，预计全年大概率将达 30%以上。

新品有突破。公司下半年会有三款新品推出：指纹识别盖板、CMOS 陶瓷封装基座以及陶瓷牙错块。其中，指纹识别盖板下游与国内知名模组厂合作，预计年内有望形成收入；CMOS 陶瓷封装基座具有精细冲孔，高精度叠层等技术门槛，之前一直由京瓷完全垄断。公司该产品的推出将打破京瓷垄断，下游客户主要包括境外某知名模组厂；陶瓷牙错块，公司将于 6 月份拿到 CFDA 认证，7、8 月份开始供货，明年拿到 FDA 认证后有望进军国际市场。老龄化加剧、生活水平提高将推动陶瓷义齿市场快速增长，目前，国内错块市场规模约为 3-4 亿元，增速 40%+；全球约 15 亿元。与竞争对手相比，公司具备粉体+CAD/CAM 设备+染色液全自制的创新优势，可望迅速成为该市场的统治者。

工业 4.0。面向先进制造转型，公司正在做智能制造评估，插芯等业务未来有望使用自制的自动化产线逐步取代人工，从而起到降低成本，提升效率的目的。公司有专业的机械设计团队和制造团队，在光机电一体化和智能机器人方面均有涉足，是潜在的工业 4.0 受益标的。

■ 分业务介绍

- 1、光纤陶瓷插芯。**上周国务院发布的《推进网络提速降费指导意见》无疑将全面打开公司插芯业务的成长空间。目前，公司已经成为该市场的统治者（份额近 50%），从上游粉体到下游生产设备，基本自制，生产出来的插芯具备精度高，插入损耗低，使用寿命长等特点，能够为客户节省约 5% 的装配成本。同时，公司未来将逐步启用自动化产线取代人工作业，进一步降低成本，提高效率以应对价格下降的风险。**我们认为，随着国家光纤入户投资的加大以及公司产能的扩充，该项业务未来 2-3 年的增速将维持在 40% 左右。**
- 2、陶瓷基片。**用于生产片式电阻的核心配件，市场规模约为 13 个亿，属寡头竞争型市场，全球仅日本 2 家；台湾 1 家以及中国 2 家能做。与竞争对手相比，公司在产能规模（全球第一）、及时响应、成本控制等方面具有优势，且在 14-15 年大量推出此前竞争对手盈利能力较强的高规格产品，一步步吞噬对手的市场份额。**我们预计，该项业务在**

市场自然增长和公司份额提升的前提下，未来将实现 30%以上的增长。

- 3、**陶瓷封装基座**。用于封装谐振器、振荡器、滤波器等，全球市场规模约为 70 个亿，京瓷、特陶、三环三分天下。受日元贬值的影响，该业务今年增速预计为 20%左右，略低于我们此前预期。但随着公司不断的创新，尤其是 CMOS 封装基座技术的突破，将进一步打开该业务的长期空间。从市场方面来看，公司将在巩固国内市场的基础上，开拓台、韩及日本市场。我们认为，类似 CMOS 基座等新产品的推出以及新客户的导入将保证该业务在中长期支撑公司稳定增长。

■ 问答摘要

Q: 简单介绍下公司下半年可能推出的新的业务？

A: 我们近期可能投放市场的新业务主要有三块，指纹识别盖板、CMOS 陶瓷封装基座以及陶瓷牙锆块。其中，指纹识别盖板与国内知名模组厂家合作；CMOS 陶瓷封装基座下游客户包括境外知名模组厂家，主要应用在单反相机和手机上；陶瓷牙锆块也将于 6 月份拿到 CFDA 的认证。

Q: 能否介绍下陶瓷外观件业务的发展情况？

A: 目前看得见的是后盖、中框以及指纹识别盖板，预计最快能够落地的是指纹识别盖板。苹果目前用的是蓝宝石。公司正在配合国内知名模组厂家做陶瓷盖板，预计下半年能够供货。

Q: 燃料电池业务增长不理想，主要原因是什么？未来趋势会怎样？

A: 燃料电池业务主要与 BE 合作，去年由于 BE 方面的一个客户倒闭，订单确实受到影响，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。未来看，空间还是很大的，目前最大的制约在成本和使用寿命。

Q: 陶瓷牙锆块业务，公司属于新进入者，与竞争对手相比我们的优势在哪里？

A: 与竞争对手相比，公司在粉体制上会有优势，设备和染色液我们也能够自制。三环的牙齿做出来，颜色的一致性是最好的，包括稳定性和使用年限上面，我们也是领先的。

Q: 国家近期出台的《降费提速指导意见》对公司插芯业务的影响如何？

A: 国家未来将投资 1.13 万亿，大力开展光纤宽带建设。我们明显感到下游需求旺盛、产能吃紧，计划下半年开始扩产，产能要扩充一倍左右。二季度的情况会比一季度更好。

Q: 公司有没有考虑对中层进行股权激励？

A: 我们的激励机制是比较健全的，将根据创新项目的技术含量和产生的效益进行一次性奖励，最高能到几十万。股权方面的激励也在考虑之中。

Q: 陶瓷假牙的市场空间有多大？未来有没有计划进军国际市场？

A: 陶瓷牙用锆块市场，国内规模 3/4 个亿左右，全球市场规模会大很多，大概 15 个亿左右。我们明年争取拿到 FDA 认证，为未来进军国际市场做好准备。

Q: 公司技术研发上确实很强，但下游产品对应的领域完全不同，销售会否存在问题？

A: 公司新产品选择的销售模式和现有模式接近，和现有的销售平台也会进行对接。通常公司选择的新产品都是卖方市场，公司在选择推出新产品时，都会进行严格的市场评估，大多数企业都能做的东西，公司是会做的。由于卖方市场且竞争有限，所以销售问题不大。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	1202	2366	3138	4148
应收款项	1066	1073	1065	1013
存货净额	218	236	262	317
其他流动资产	699	39	47	55
流动资产合计	3185	3715	4512	5534
固定资产	758	881	929	924
无形资产及其他	224	219	214	209
投资性房地产	47	47	47	47
长期股权投资	0	2	2	4
资产总计	4214	4863	5704	6717
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	197	218	262	317
其他流动负债	117	118	140	167
流动负债合计	315	336	402	484
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	262	267	272	277
长期负债合计	262	267	272	277
负债合计	577	603	675	762
少数股东权益	27	0	(18)	(36)
股东权益	3610	4260	5047	5991
负债和股东权益总计	4214	4863	5704	6717

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	1.51	1.89	2.30	2.75
每股红利	0.27	0.38	0.46	0.55
每股净资产	8.42	9.93	11.77	13.97
ROIC	24%	29%	49%	-214682 628100 %
ROE	18%	19%	20%	20%
毛利率	47%	47%	-214682 626500 %	46%
EBIT Margin	35%	37%	37%	37%
EBITDA Margin	40%	40%	40%	40%
收入增长	9%	19%	19%	19%
净利润增长率	14%	25%	21%	20%
资产负债率	14%	12%	12%	11%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	47.1	37.6	31.0	25.9
P/B	8.5	7.2	6.1	5.1
EV/EBITDA	35.6	29.8	25.1	21.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2200	2612	3108	3699
营业成本	1155	1385	1670	2010
营业税金及附加	28	21	19	22
销售费用	46	44	50	55
管理费用	204	201	223	245
财务费用	0	(9)	(14)	(18)
投资收益	5	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(25)	(20)	(10)	(4)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	748	949	1151	1381
营业外净收支	16	9	9	10
利润总额	764	958	1160	1391
所得税费用	114	144	174	209
少数股东损益	2	3	2	2
归属于母公司净利润	648	812	984	1180

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	648	812	984	1180
资产减值准备	1	(22)	0	0
折旧摊销	106	85	97	106
公允价值变动损失	25	20	10	4
财务费用	0	(9)	(14)	(18)
营运资本变动	(719)	639	47	74
其它	0	(5)	(18)	(18)
经营活动现金流	61	1528	1120	1347
资本开支	(76)	(200)	(150)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(74)	(202)	(151)	(101)
权益性融资	1307	0	0	0
负债净变化	(60)	0	0	0
支付股利、利息	(114)	(162)	(197)	(236)
其它融资现金流	123	0	0	0
融资活动现金流	1082	(162)	(197)	(236)
现金净变动	1069	1164	772	1010
货币资金的期初余额	133	1202	2366	3138
货币资金的期末余额	1202	2366	3138	4148
企业自由现金流	68	1340	969	1242
权益自由现金流	131	1347	981	1257

相关研究报告:

- 《三环集团-300408-2015年一季报点评: 主业增长超预期, 新品储备潜力大》——2015-04-28
- 《三环集团-300408-2014年年报点评: 业绩符合预期, 看好公司长期发展》——2015-04-21
- 《三环集团-300408-上游技术领先, 下游新品连连》——2015-04-13
- 《三环集团-300408-重大事件快评: 插芯业务超预期, 新品陶瓷后盖有望小批量供货》——2015-03-09
- 《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±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±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。