

2016年09月04日

## 三环集团 (300408.SZ)

## 动态分析

### 中期业绩持续稳步扩张，产能逐步释放

#### 投资要点

#### ◆ 公司动态：

公司发布 2016 年中期业绩报告，2016 年上半年营业收入实现 14.56 亿元，同比上升 21.66%，归属于上市公司股东的净利润 5.04 亿元，同比上升 30.81%。公司上半年的销售收入增长受益于国家对于包括加快信息网络宽带化升级，推进城镇光纤到户，加快推进电信网、广电网、互联网三网融合等政策的推动，公司主要产品光通信部件销量大幅度增长，公司燃料电池隔板、半导体部件等下游市场需求的持续增加以及公司新品的渠道扩张也是收入增长的驱动因素

#### ◆ 点评：

- 国内市场稳步推进，海外市场持续开拓：**2016 年上半年公司在国内市场的销售收入同比上升 18.0%，毛利率水平同比下降 1.4 个百分点为 47.1%，公司在国内市场的通信及半导体器件方面在价格方面调整带来的毛利率的小幅度下降。海外市场销售同比上升 39.1%，毛利率也同比上升 3.7 个百分点达到 46.9%，公司凭借自身的技术能力以及品牌影响持续开拓海外市场，上半年获得了收入和盈利能力的双重提升。
- 传统业务持续稳健，半导体快速扩张：**从产品细分看，传统产品光通讯陶瓷部件的上半年销售收入同比上升 14.3%，陶瓷封装基座和指纹识别盖板为主的半导体部件产品分部收入大幅度提升 106.6%达到了 2.0 亿元，电子元器件产品小幅下滑，其他保持稳定成长。毛利率方面，各主要分布的毛利率水平基本维持了稳健，由于收入占比较高，光通讯陶瓷部件同比 0.8 个百分点的下降是整体毛利率下降的主要原因。
- 新产品持续开拓市场：**公司在产品方面继续实施“量产一代、储备一代、研发一代、调研一代”的创新驱动循环，在指纹识别盖板获得市场需求大幅增长的情况下，未来包括陶瓷后盖等外观件、石英晶体器件等新产品以及传统产品的新材料创新是公司未来持续发展的重要推动力。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.63、0.75 和 0.86 元。净资产收益率分别为 20.7%、21.0%和 20.3%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 26.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 41.9、35.0 和 30.0 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**消费电子新产品市场扩张速度不及预期；传统产品面临的价格竞争；光纤通信建设及 IDC 市场建设受到宏观经济影响需求不达预期。

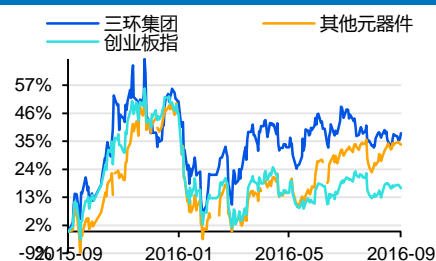
电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	26.20 元
股价(2016-09-02)	16.92 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	29,231.60
流通市值 (百万元)	16,368.76
总股本 (百万股)	1,727.64
流通股本 (百万股)	967.42
12 个月价格区间	14.91/41.88 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.84	-5.2	7.56
绝对收益	4.25	-5.1	22.45

#### 分析师

谭志勇  
SAC 执业证书编号：S0910515050002  
tanzhiyong@huajinsc.cn  
021-20655640

#### 报告联系人

蔡景彦  
caijingyan@huajinsc.cn  
021-20655612

#### 相关报告

- 三环集团：中期业绩预告增长稳健 2016-07-08
- 三环集团：三箭齐发、环环推进 2016-06-29
- 三环集团：传统产品需求稳定，消费电子新产品带来亮点 2016-06-20

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2,200.4	2,489.2	3,218.5	4,086.4	4,651.8
同比增长(%)	8.7%	13.1%	29.3%	27.0%	13.8%
营业利润(百万元)	747.6	986.8	1,234.8	1,495.9	1,711.3
同比增长(%)	12.9%	32.0%	25.1%	21.2%	14.4%
净利润(百万元)	648.3	873.6	1,083.5	1,296.7	1,484.4
同比增长(%)	14.5%	34.8%	24.0%	19.7%	14.5%
每股收益(元)	0.38	0.51	0.63	0.75	0.86
PE	45.1	33.5	27.0	22.5	19.7
PB	8.1	6.8	4.8	4.1	3.6

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、季度业绩点评.....	4
二、经营状况点评.....	5
(一) 国内市场稳步扩张, 海外市场持续开拓.....	5
(二) 传统产品稳步成长, 半导体新品扩张迅速.....	5
三、盈利预测及估值.....	6
四、风险提示.....	6

## 图表目录

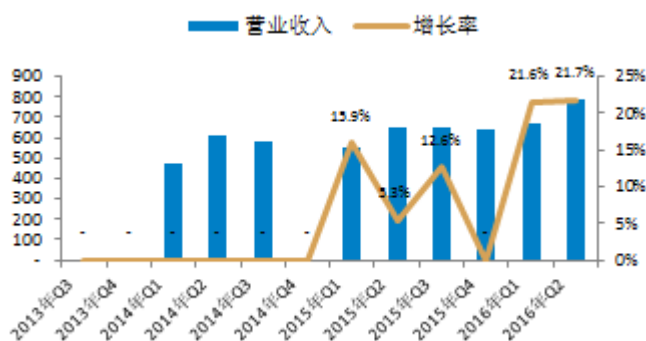
图 1 : 过往 12 个季度营业收入变动.....	4
图 2 : 过往 12 个季度盈利变动.....	4
图 3 : 过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4 : 过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5 : 收入按市场细分 ( 2016 H1 v.s. 2015 H1 ) .....	5
图 6 : 毛利率按市场细分 ( 2016 H1 v.s. 2015 H1 ) .....	5
图 7 : 收入按生产基地细分 ( 2016 H1 v.s. 2015 H1 ) .....	5
图 8 : 营业利润率按生产基地细分 ( 2016 H1 v.s. 2015 H1 ) .....	5

## 一、季度业绩点评

公司 2016 年上半年销售收入实现 14.56 亿元，同比上升 21.66%，其中第二季度的销售收入为 7.89 亿元，同比上升 21.73%，公司上半年的销售收入增长受益于国家对于包括加快信息网络宽带化升级，推进城镇光纤到户，加快推进电信网、广电网、互联网三网融合等政策的推动，公司产品光通信部件销量大幅度增长，公司燃料电池隔板、半导体部件等下游市场需求的持续增加以及公司新品的渠道扩张也是收入增长的驱动因素。

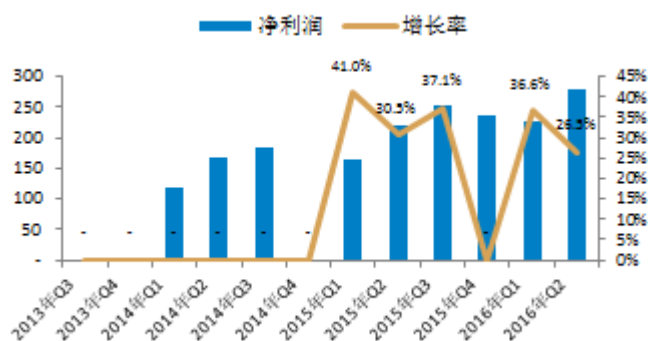
公司 2016 年上半年实现归属母公司股东净利润 5.04 亿元，同比上升 30.81%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 2.79 亿元，同比上升 26.47%，公司募投项目持续产能扩张后带来的规模效应以及新增投资收益是净利润增速高于收入的主要原因。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

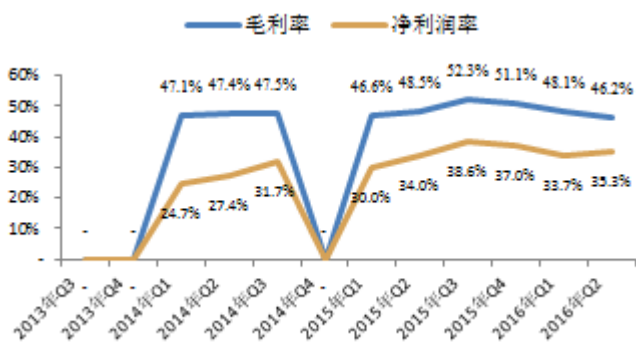
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

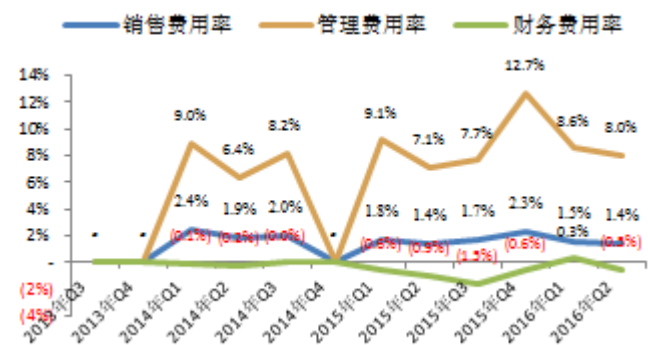
公司 2016 年上半年主营业务毛利率为 47.1%，同比下降 0.5 个百分点，其中第二季度的毛利率为 46.2%，同比下降 2.3 个百分点，公司毛利率下降的主要原因是产品价格额小幅下调，以及产品结构的调整。其他经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.4%、8.3%、-0.2%，其中第二季度的分别为 1.4%、8.0%、-0.5%，公司在销售收入显著提升的情况下，主要经营费用率水平基本保持了稳定，由于募投资金的逐步投入后公司的财务费用率水平有所上升。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



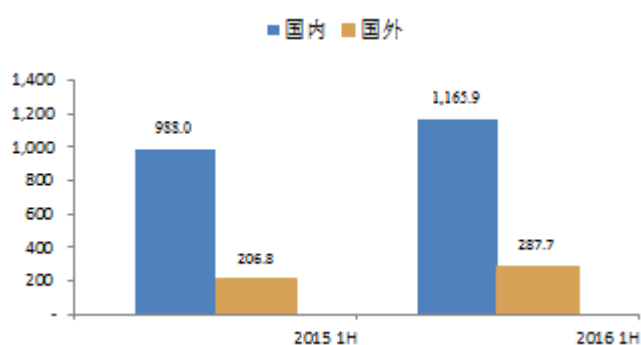
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况点评

### (一) 国内市场稳步扩张，海外市场持续开拓

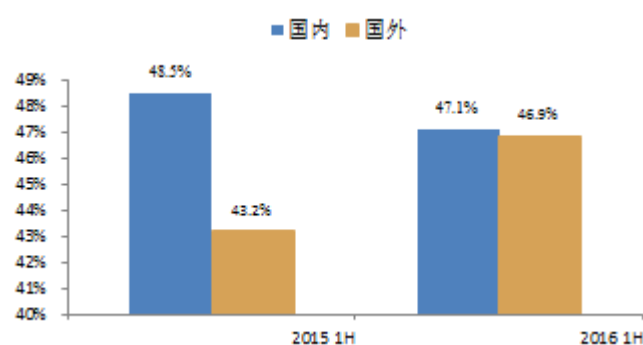
2016年上半年，公司国内市场的销售收入为11.7亿元，同比上升18.0%，毛利率水平同比下降1.4个百分点为47.1%，公司在国内市场的光通信及半导体器件方面在价格方面调整带来的毛利率的小幅度下降。海外市场销售收入2.9亿人民币，同比上升39.1%，毛利率同比上升3.7个百分点为46.9%，公司凭借自身的技术能力以及品牌影响持续开拓海外市场，上半年获得了收入和盈利能力的双重提升。

图5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



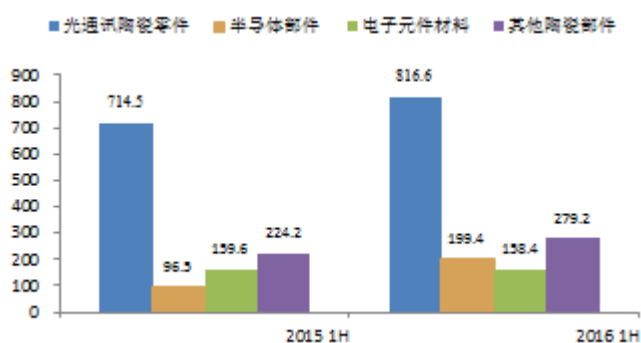
资料来源：Wind，华金证券研究所

### (二) 传统产品稳步成长，半导体新品扩张迅速

从公司的产品看，传统产品光通讯陶瓷部件的上半年销售收入同比上升14.3%为8.2亿元，仍然获得了显著的提升，以陶瓷封装基座和指纹识别盖板的半导体部件产品收入大幅度提升106.6%达到了2.0亿元，产能的释放以及终端需求的持续增加推动了收入的增长。

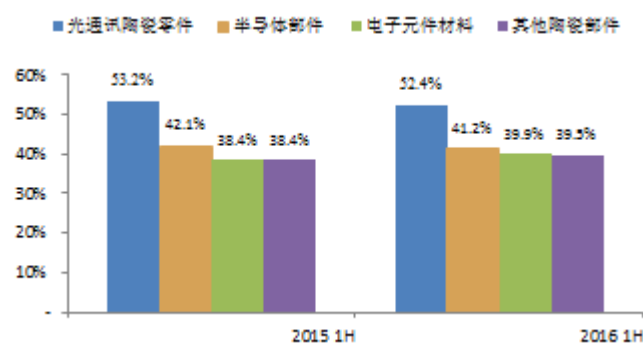
从盈利能力的角度看，光通讯陶瓷部件毛利率同比下降0.8个百分点为52.4%，半导体部件同比下降0.9个百分点为41.2%，尽管有小幅度的下降，但是主要产品毛利率仍然维持在可控范围内，其他电阻、电容、燃料电池产品的毛利率略有小幅提升。

图7：收入按生产基地细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图8：营业利润率按生产基地细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### 三、盈利预测及估值

我们预计公司在募投产能逐步释放的情况下，收入的增长仍然可以期待，公司的光通信陶瓷器件在移动通信及 IDC 市场的需求持续增加的情况下仍然会有稳定的成长，而包括指纹识别产品，燃料电池隔板等产品的市场需求快速成长，逐步成为公司新的业绩增长点。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.63、0.75 和 0.86 元。净资产收益率分别为 20.7%、21.0%和 20.3%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 26.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 41.9、35.0 和 30.0 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

消费电子新产品市场扩张速度不及预期；

传统产品面临的价格竞争；

光纤通信建设及 IDC 市场建设受到宏观经济影响需求不达预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2,200.4	2,489.2	3,218.5	4,086.4	4,651.8	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	1,155.4	1,250.9	1,654.6	2,178.0	2,483.4	营业收入增长率	8.7%	13.1%	29.3%	27.0%	13.8%
营业税费	27.8	31.1	39.1	50.8	57.5	营业利润增长率	12.9%	32.0%	25.1%	21.2%	14.4%
销售费用	45.7	44.5	62.1	78.9	87.6	净利润增长率	14.5%	34.8%	24.0%	19.7%	14.5%
管理费用	204.1	227.6	269.7	312.9	352.1	EBITDA 增长率	10.3%	25.9%	27.4%	21.3%	13.0%
财务费用	-0.3	-23.3	-	-	-	EBIT 增长率	9.6%	28.9%	28.2%	21.2%	14.4%
资产减值损失	24.7	20.0	4.0	4.0	4.0	NOPLAT 增长率	10.3%	29.0%	27.9%	21.2%	14.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-2.6	0.4	0.6	投资资本增长率	43.2%	67.3%	-15.8%	34.2%	-3.7%
投资和汇兑收益	4.5	48.4	48.4	33.8	43.5	净资产增长率	102.5%	18.4%	42.0%	15.9%	15.8%
<b>营业利润</b>	747.6	986.8	1,234.8	1,495.9	1,711.3	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	16.1	41.3	43.3	33.6	39.4	毛利率	47.5%	49.7%	48.6%	46.7%	46.6%
<b>利润总额</b>	763.6	1,028.1	1,278.1	1,529.5	1,750.8	营业利润率	34.0%	39.6%	38.4%	36.6%	36.8%
减:所得税	113.6	152.4	191.7	229.4	262.6	净利润率	29.5%	35.1%	33.7%	31.7%	31.9%
<b>净利润</b>	648.3	873.6	1,083.5	1,296.7	1,484.4	EBITDA/营业收入	38.8%	43.2%	42.5%	40.6%	40.3%
						EBIT/营业收入	34.0%	38.7%	38.4%	36.6%	36.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	13.7%	13.7%	11.4%	10.4%	10.1%
货币资金	1,201.9	262.8	2,701.7	2,523.5	3,806.8	负债权益比	15.9%	15.9%	12.9%	11.6%	11.3%
交易性金融资产	-	3.9	1.3	1.7	2.3	流动比率	10.13	9.49	10.71	11.67	11.98
应收帐款	653.5	811.9	1,047.8	1,329.7	1,381.2	速动比率	9.43	8.81	10.02	10.83	11.23
应收票据	412.1	591.0	589.9	983.6	807.2	利息保障倍数	-2,246.	-41.30			
预付帐款	16.2	19.9	28.9	30.4	40.5	<b>营运能力</b>					
存货	218.3	279.2	358.7	468.7	494.1	固定资产周转天数	123	111	96	86	72
其他流动资产	683.1	1,960.7	881.2	1,175.0	1,339.0	流动营业资本周转天数	213	356	315	256	264
可供出售金融资产	3.5	0.5	8.6	4.2	4.4	流动资产周转天数	375	514	533	534	557
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	104	106	104	105	105
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	34	36	36	36	37
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	544	666	665	653	659
固定资产	750.8	777.4	932.0	1,013.4	854.0	投资资本周转天数	332	462	412	347	343
在建工程	7.6	22.3	38.1	51.4	51.4	<b>费用率</b>					
无形资产	224.1	220.3	274.6	286.6	305.2	销售费用率	2.1%	1.8%	1.9%	1.9%	1.9%
其他非流动资产	43.2	44.7	40.8	43.0	42.7	管理费用率	9.3%	9.1%	8.4%	7.7%	7.6%
<b>资产总额</b>	4,214.2	4,994.5	6,903.5	7,911.3	9,128.8	财务费用率	0.0%	-0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.3%	10.0%	10.3%	9.6%	9.5%
应付帐款	213.6	293.1	417.5	443.3	538.3	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	18.0%	20.4%	17.8%	18.4%	18.2%
其他流动负债	100.9	121.1	106.5	114.8	118.8	ROA	15.4%	17.5%	15.7%	16.4%	16.3%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	38.1%	34.4%	26.3%	37.8%	32.2%
其他非流动负债	262.4	272.2	264.1	266.2	267.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	576.9	686.4	788.1	824.3	924.6	DPS(元)	0.12	0.18	0.16	0.19	0.21
少数股东权益	27.0	29.2	32.0	35.3	39.1	分红比率	33.1%	34.6%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	428.8	863.8	1,727.6	1,727.6	1,727.6	股息收益率	0.7%	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%
留存收益	3,182.9	3,535.1	4,355.8	5,324.0	6,437.5						
<b>股东权益</b>	3,637.3	4,308.1	6,115.4	7,086.9	8,204.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	650.0	875.8	1,083.5	1,296.7	1,484.4	EPS(元)	0.38	0.51	0.63	0.75	0.86
加:折旧和摊销	106.0	110.9	134.3	164.7	165.1	BVPS(元)	2.09	2.48	3.52	4.08	4.73
资产减值准备	24.7	20.0	-	-	-	PE(X)	45.1	33.5	27.0	22.5	19.7
公允价值变动损失	-	-	-2.6	0.4	0.6	PB(X)	8.1	6.8	4.8	4.1	3.6
财务费用	1.4	-14.4	-	-	-	P/FCF	-221.3	-39.8	17.0	201.3	17.7
投资损失	-4.5	-48.4	-48.4	-33.8	-43.5	P/S	13.3	11.7	9.1	7.2	6.3
少数股东损益	1.8	2.1	2.8	3.4	3.8	EV/EBITDA	22.6	29.7	19.4	16.1	13.5
营运资金的变动	-715.1	-1,665.5	860.0	-1,045.7	25.8	CAGR(%)	26.0%	19.3%	24.1%	26.0%	19.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	705.6	528.7	2,029.7	385.7	1,636.2	PEG	1.7	1.7	1.1	0.9	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-769.6	-1,372.7	-313.4	-234.2	17.9	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,133.1	-95.8	722.6	-329.7	-370.7						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所



## 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

谭志勇声明，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**

华金证券有限责任公司（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：**

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn