

三环集团：陶瓷封装基座壁垒高空间大，进口替代加速

三环集团 (300408.SZ)

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件：我们对公司进行了持续的跟踪。
2. 我们的分析与判断

(一) 陶瓷封装基座壁垒高空间大，进口替代加速

我们一直在强调三环集团的陶瓷封装基座（简称 PKG）战略拐点已来，其市场空间大壁垒高，有望成为继光纤插芯之后的重要业务。我们认为市场对公司的陶瓷封装基座产品认知度不够，存在较大的预期差。

PKG 是由印刷有导电图形和冲制有电导通孔的陶瓷生片，按一定次序相互叠合并经过气氛保护烧结工艺加工后而形成的一种三维互连结构。PKG 主要应用于封装石英晶体振子芯片和钽酸锂、铌酸锂等声表面波芯片，其市场空间达百亿元。

PKG 的技术难度大，基本由日本厂商所主导。2012 年全球片式电子元器件用陶瓷封装基座基本上被日本京瓷、住友、NTK 以及中国的三环集团四家公司所占据，其中京瓷市占率达到全球市场的 68%。三环集团是国内唯一一家实现批量化生产的企业，由其生产的陶瓷封装基座不仅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 PARTRON CO,LTD、日本电波、瑞士微晶和等国外石英晶体元器件企业配套。

不仅技术领先，而且业务拐点已经来临。日本一家竞争对手计划 2017 年底退出水晶陶瓷基座和 SAW 陶瓷基座的生产，中国市场份额全部留给了包括公司在内的另外三家企业。三环的技术水平国际领先，本地服务能力强，将快速抢占市场蛋糕，有望成为继光纤插芯之后的重要业务。

(二) “材料+”战略效应显现，多产品陆续开花

陶瓷材料是公司核心竞争力的根基。从陶瓷粉体到设备，再到产品，公司电子陶瓷产品全制程能力突出，也造就了公司的竞争壁垒。从净利润率上看，公司产品净利润率达到 35%，也凸显了公司的能力。

指纹识别陶瓷片已放量。陶瓷片凭借优异性能已经取得一线厂商认可，三环也全面进入一线手机品牌的供应链，包括小米、OPPO、一加、vivo 等知名品牌，放量迅速。

陶瓷后盖值得期待。我们要强调的是陶瓷后盖方案和玻璃后盖方案并不冲突，两者皆是手机后盖的可选方案。未来手机后盖不会是单一材料打天下，陶瓷方案有它固有的优势，会有一定的市场份额。三环的陶瓷后盖方案耐摔性好、手感优，已给小米 5 尊享版供货，未来也将给其它知名智能手机厂商供应陶瓷后盖，潜力非常大。

3. 投资建议

我们看好公司高壁垒业绩优估值低，我们预计 2017/2018 年 EPS 为 0.65/0.85/1.08 元，对应今年的估值 25 倍，给予推荐评级。

4. 风险提示：新产品进展不及预期。

分析师

王莉 电子行业首席分析师

☎：(8610) 83574039

✉：wangli_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515070001

杨明辉 电子行业分析师

☎：(860755) 23987334

✉：yangminghui_yj@chinastock.com.cn

Ⓜ

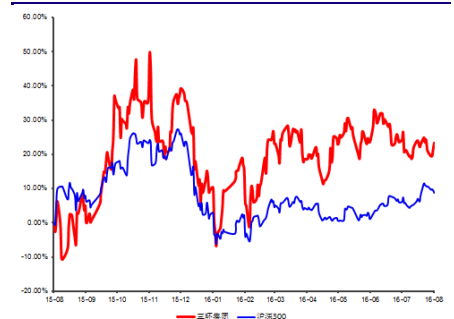
执业证书编号：S0130516080001

市场数据

时间 2016.9.6

A 股收盘价(元)	17.7
总股本(亿股)	17.28
实际流通 A 股(亿股)	9.74
总市值(亿元)	306

相对指数表现



资料来源：wind，中国银河证券研究部

表 1: 公司盈利预测

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	263	1687	1710	2033	营业收入	2489	3450	4492	5740
应收款项	1403	1890	2461	3145	营业成本	1251	1725	2275	2916
存货净额	279	352	482	635	营业税金及附加	31	45	58	75
其他流动资产	1981	1286	2225	3184	销售费用	45	62	81	103
流动资产合计	3929	5217	6881	9000	管理费用	232	333	426	539
固定资产	800	828	831	838	财务费用	(23)	(24)	(42)	(47)
无形资产及其他	220	198	176	154	投资收益	48	18	24	30
投资性房地产	45	45	45	45	资产减值及公允价值变动	(20)	(23)	(22)	(22)
长期股权投资	0	(0)	(1)	(1)	其他收入	4	0	0	0
资产总计	4995	6289	7932	10036	营业利润	987	1305	1695	2163
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	41	22	27	30
应付款项	168	298	374	467	利润总额	1028	1327	1721	2193
其他流动负债	246	240	339	480	所得税费用	152	196	255	324
流动负债合计	414	538	713	947	少数股东损益	2	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	873.6	1128	1463	1864
其他长期负债	272	329	353	383					
长期负债合计	272	329	353	383	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
负债合计	686	867	1066	1330	净利润	874	1128	1463	1864
少数股东权益	29	32	35	40	资产减值准备	(5)	23	1	(2)
股东权益	4279	5390	6831	8666	折旧摊销	111	110	126	139
负债和股东权益总计	4995	6289	7932	10036	公允价值变动损失	20	23	22	22
					财务费用	(23)	(24)	(42)	(47)
关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E	营运资本变动	(1573)	337	(1440)	(1534)
每股收益	0.51	0.65	0.85	1.08	其它	7	(20)	2	6
每股红利	0.02	0.01	0.01	0.02	经营活动现金流	(567)	1600	175	495
每股净资产	4.95	3.12	3.95	5.02	资本开支	(124)	(162)	(131)	(144)
ROIC	20%	23%	23%	23%	其它投资现金流	(4)	3	(0)	(1)
ROE	20%	21%	21%	22%	投资活动现金流	(128)	(159)	(130)	(144)
毛利率	49.7%	50.0%	49.4%	49.2%	权益性融资	119	0	0	0
EBIT Margin	37%	37%	37%	37%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	42%	40%	40%	39%	支付股利、利息	(13)	(17)	(22)	(28)
收入增长	13%	39%	30%	28%	其它融资现金流	(337)	0	0	0
净利润增长率	35%	29%	30%	27%	融资活动现金流	(245)	(17)	(22)	(28)
资产负债率	14%	14%	14%	14%	现金净变动	(939)	1425	23	323
息率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	货币资金的期初余额	1202	263	1687	1710
P/E	33	26	20	15	货币资金的期末余额	263	1687	1710	2033
P/B	3.4	5.3	4.2	3.3	企业自由现金流	(793)	1381	(38)	257
EV/EBITDA	27.5	20.3	16.0	12.7	权益自由现金流	(1130)	1401	(2)	297

资料来源: 中国银河证券研究部

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、杨明辉，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。

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

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn