

三环集团：有陶瓷般质感的 iPhone7 亮黑版广受欢迎，氧化锆陶瓷后盖值得期待

投资要点：

1. 事件

iPhone7 亮黑色版本热销，Apple Watch Series2 推出了陶瓷版。

2. 我们的分析与判断

（一）iPhone7 亮黑色广受欢迎，陶瓷般的质感

iPhone7/7Plus 自上市以来，销售火爆，其中亮黑色版本最受关注，iPhone7 Plus 亮黑色版本也成为了销售最紧缺的版本。iPhone7/7Plus 亮黑色版本销售火爆反映了消费者对外观体验的升级需求。iPhone7/7Plus 亮黑色版本表面可以接近镜面的效果，看上去光泽耀眼，晶莹剔透，有着陶瓷般的视觉感和质感。

陶瓷不仅可以做到亮黑的外观，还从工艺到防磨等性能上做到更好。用陶瓷做智能手机后盖，可以做到亮黑色等其它各类颜色的外观，使智能手机外观更符合人们的审美要求。此外，相比于 iPhone7/7Plus 亮黑色版本被人诟病的不耐磨的问题，氧化锆陶瓷手机后盖的莫氏硬度达到 8.5，远高于镁铝合金的硬度，将比普通金属外壳更耐磨。

（二）5G 手机将采用非金属后盖，氧化锆陶瓷将成为重要选择，三环集团最受益

5G 通信采用 3GHz 以上的无线频谱，智能手机的天线结构将比 4G 更为复杂，现有的天线布局结构无法满足 5G 的需求。因此，在 5G 时代，智能手机将摒弃现有的金属后盖（由于金属后盖对信号屏蔽性强），改而采用非金属材质。

氧化锆陶瓷性能优越，是智能手机后盖材料的重要选择。在非金属后盖选择方面，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。氧化锆陶瓷后盖的介电系数是蓝宝石的 3 倍、钢化玻璃的 10 倍，信号的穿透性好。陶瓷可以掺杂一些稀有金属，可以做到比玻璃更耐摔。此外，陶瓷在色彩亮丽度、触摸感上也做到优于玻璃。因此，我们认为陶瓷后盖将成为未来智能手机的重要选择。目前，小米 5 尊享版、华为 P7、一加手机 X 陶瓷版均采用了陶瓷后盖方案，苹果虽然目前没有推出陶瓷版 iPhone，但是已经推出了 Apple Watch Series 2 高端陶瓷版，也展现了苹果对陶瓷材料作为消费电子外观件材质的认可。我们认为，未来 OPPO、VIVO、苹果、三星等厂商都有可能采用陶瓷方案。

三环集团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 2016/2017/2018 年 EPS 为 0.65/0.85/1.08 元，对应明年的估值 21 倍，给予推荐评级。

4. 风险提示：新产品进展不及预期。

三环集团（300408.SZ）

推荐 维持评级

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

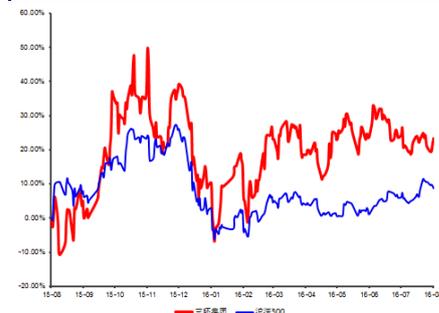
u

执业证书编号：S0130516080001

市场数据 时间 2016.9.18

| | |
|--------------|-------|
| 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