

## 三环集团：成长逻辑不变，后续经营向好

投资要点：

### 1. 事件

公司公告前三季度业绩预告。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 三季报略低于预期，全年预期维持不变

2016年前三季度归属于上市公司股东的净利润7.33亿元-8.28亿元，比上年同期增长：15%—30%，取中值7.8亿元，同比增长22.5%。单季度来看，2016Q3单季盈利2.65亿元-3.03亿元，同比增长5%—20%。其主要原因在于：公司为了迎接未来几年光纤插芯行业快速增长的红利，采取了降价抢市场份额的策略，今年三季度价格同比下滑较大，导致收入增速出现小低谷。此外，国内知名手机厂商原计划10月份发布一款陶瓷后盖手机有所推迟，三季度也未能体现该部分的业绩贡献。

四季度回暖，全年维持预期不变。展望今年四季度及未来，光纤插芯主业降价策略接近尾声，出货量仍大幅增长；陶瓷指纹识别盖片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，订单继续井喷式增长；陶瓷封装基座的工艺不断优化，正开始逐步供货表面波滤波器客户，这是公司继晶振之后的新应用领域的突破；四季度将有一款知名手机厂商的陶瓷后盖手机发布，三环集团的陶瓷后盖也将贡献业绩增量。综合这些因素，我们判断四季度单季业绩好于三季度，全年业绩预期不变。

#### (二) 度过三季度小低谷，后续经营向好

光纤插芯：明年大幅降价不再，大份额享受后续行业快速增长的红利。短期来看，电信、移动等运营商对光通信器件招标大增，光纤插芯需求量相应提升。以移动光通信采购招标情况来看，2016年光分路器采购量2090万套，比2015年的612万套增加258%。光器件所需的光纤插芯需求量也大比例增长。我们判断2017-2018年是光纤插芯增长小高峰。中期来看，运营商计划在2018年推出5G网络试用，2020年商用，5G网络所需基站建设量大幅提升，对光纤插芯的需求量进一步提升。我们判断2019-2020年是光纤插芯增长大高峰。

陶瓷封装基座：预计明后增速快速提升。三环在晶体频率元件市场的竞争优势提升，市场占有率继续提高。此外，三环又开始切入表面波滤波器客户。

氧化锆陶瓷后盖：计划大幅扩产陶瓷后盖毛坯，到明年形成几百万片每月毛坯产能，已有几家知名手机厂商与公司接洽，明年将是陶瓷后盖的放量期。

### 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

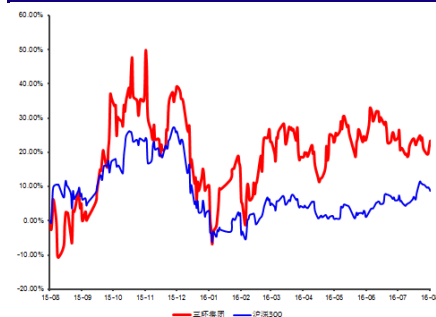
u

执业证书编号：S0130516080001

### 市场数据 时间 2016.10.13

A股收盘价(元)	18.13
总股本(亿股)	17.28
实际流通A股(亿股)	9.74
总市值(亿元)	313

### 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
<b>流动资产合计</b>	<b>3929</b>	<b>5217</b>	<b>6881</b>	<b>9000</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>4995</b>	<b>6289</b>	<b>7932</b>	<b>10036</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>1028</b>	<b>1327</b>	<b>1721</b>	<b>2193</b>
其他流动负债	246	240	339	480	所得税费用	152	196	255	324
<b>流动负债合计</b>	<b>414</b>	<b>538</b>	<b>713</b>	<b>947</b>	少数股东损益	2	3	4	5
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>873.6</b>	<b>1128</b>	<b>1463</b>	<b>1864</b>
其他长期负债	272	329	353	383					
<b>长期负债合计</b>	<b>272</b>	<b>329</b>	<b>353</b>	<b>383</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>负债合计</b>	<b>686</b>	<b>867</b>	<b>1066</b>	<b>1330</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4995</b>	<b>6289</b>	<b>7932</b>	<b>10036</b>	公允价值变动损失	20	23	22	22
					财务费用	(23)	(24)	(42)	(47)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	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	<b>经营活动现金流</b>	<b>(567)</b>	<b>1600</b>	<b>175</b>	<b>495</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>(159)</b>	<b>(130)</b>	<b>(144)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(245)</b>	<b>(17)</b>	<b>(22)</b>	<b>(28)</b>
资产负债率	14%	14%	14%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>(939)</b>	<b>1425</b>	<b>23</b>	<b>323</b>
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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

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