

三环集团：业绩超预期，材料能力、垂直一体化能力卓越，陶瓷后盖值得期待

三环集团 (300408.SZ)

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

三环集团发布 2016 年度业绩预告，好于预期，推荐。

2. 我们的分析与判断

(一) 2016 年净利润预告超市场预期

公司预告 2016 年归属于上市公司股东的净利润 10.5-11.8 亿元，同比增长 20%-35% 之间，取中值是 11.1 亿元，其中非经常性损益约为 1.4 亿元，扣非后约为 9.7 亿元，与 2015 年扣非后的 8 亿元净利润相比，增速仍超过 20% 以上。实际增速和扣非后的增速均好于市场预期。

(二) 光纤插芯降价趋稳，拐点出现，集中度提升将享受行业红利

公司为了迎接未来几年光纤插芯行业快速增长的红利，2016 年二季度起采取了大幅降价来提升市场份额的策略，2016 年底三季度价格同比下滑较大，第四季度降价幅度已缩小，按照我们推算，公司目前光纤插芯销售单价已经低于竞争对手的成本，我们判断后续继续降价的概率很低。从毛利率来看，公司通过极强的材料能力、高度垂直一体化能力大幅优化成本，我们判断光通信部件尤其光纤插芯的毛利率与此前基本持平。

近两年，运营商对光纤插芯需求持续大幅增长。以中国移动光通信采购招标情况来看，2016 年光分路器采购量增长 258%，光纤插芯需求也大体例增长，考虑到光纤插芯部分标单推迟至 2017 年，我们判断 2017-2018 年是光纤插芯增长小高峰；而未来 5G 网络所需基站建设量大幅提升，光纤插芯将更加受益，我们判断 2019-2020 年是光纤插芯增长大高峰。

通过降价，公司在光纤插芯的市场份额已经从年初的 50% 提升至 70% 多，预计 2017 年市场份额将再提升，集中度提升后将享受行业增长红利。

(三) 氧化锆陶瓷后盖的认可度进一步提升，2017 蓄势，2018 爆发

我们看到，小米 MIX、小米 5 尊享版、一加手机 X 陶瓷版均采用了陶瓷后盖方案，认可度大幅提升；而苹果先后在 Apple Watch 后盖、外壳上采用陶瓷，也展现了苹果对陶瓷材料的认可。同时我们还看到，玻璃结构件加工厂、金属结构件加工厂都在积极拓展陶瓷后加工业务，我们认为，随着氧化锆陶瓷粉料、烧结产能、后加工产能及良品率持续提升，手机采用陶瓷后盖的胜率进一步加大，我们判断陶瓷方案 2017 蓄势，2018 爆发。

三环集团在手机陶瓷后盖浪潮中将确定受益。公司有 46 年陶瓷材料和成型加工技术积累，在多种材料尤其氧化锆陶瓷粉料上有深厚的技术积淀。公司大幅扩产陶瓷后盖粉料和毛坯片产能，预计到 2017 年底可形成每月几百万片的毛坯产能，无论技术还是产能、成本，公司都可以做到最优。目前已有几家知名手机厂商与公司合作，预计 2017 年陶瓷后盖将展现业绩弹性，2018 将迎来大丰收。

此外，公司在 PKG 陶瓷封装基座、燃料电池隔膜板业务进展良好，预计 2017 年将大幅增长；传统主业基片、基体和接线端子也将平稳增长。

3. 投资建议

我们预计 2016-2018 年 EPS 为 0.64/0.84/1.16 元，维持推荐评级。

4. 风险提示：陶瓷后盖进展不及预期。

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 2017.1.12

A 股收盘价(元)	16.24
总市值(百万元)	15898.58
流通市值(百万元)	1727.95
总股本(百万股)	15898.58

表 1: 公司盈利预测

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2489.22	3026.08	4294.52	5993.75	经营性现金净流量	519.70	1065.46	340.02	1603.60
减:营业成本	1250.93	1520.73	2158.17	3012.10	投资性现金净流量	(1372.65)	116.73	(242.77)	(242.77)
营业税金及附加	31.14	37.86	53.73	74.98	筹资性现金净流量	(95.76)	(406.11)	(534.89)	(739.43)
营业费用	44.52	54.12	76.80	107.19	现金流量净额	(948.10)	776.07	(437.64)	621.39
管理费用	227.60	276.69	392.67	548.04	业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
财务费用	(23.33)	(17.58)	(25.96)	(34.15)	EBIT	1013.77	1284.92	1695.95	2340.36
资产减值损失	19.96	0.00	0.00	0.00	EBITDA	1124.69	1467.56	1878.60	2552.68
加:投资收益	48.38	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	828.42	975.45	1384.33	1932.08
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	873.64	1097.86	1450.47	1999.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.51	0.64	0.84	1.16
营业利润	986.79	1154.27	1639.11	2285.59	BPS	2.48	2.87	3.40	4.12
加:其他非经营损益	41.34	137.33	67.33	67.33	PE	32.12	25.56	19.35	14.03
利润总额	1028.13	1291.60	1706.44	2352.91	PEG	1.01	N/A	N/A	N/A
减:所得税	152.36	193.74	255.97	352.94	PB	6.56	5.65	4.78	3.94
净利润	875.76	1097.86	1450.47	1999.97	PS	11.27	9.27	6.53	4.68
减:少数股东损益	2.12	0.00	0.00	0.00	PCF	54.00	26.34	82.53	17.50
归属母公司股东净利润	873.64	1097.86	1450.47	1999.97	EV/EBIT	13.86	10.43	8.17	5.66
资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E	EV/EBITDA	12.50	9.13	7.37	5.19
货币资金	(91.27)	684.80	247.16	868.55	EV/NOPLAT	16.96	13.74	10.00	6.86
应收和预付款项	1422.73	1621.98	2698.98	3331.66	EV/IC	3.27	3.09	2.43	2.09
存货	279.18	325.64	532.71	665.27	ROIC-WACC	0.30	0.23	0.32	0.34
其他流动资产	1964.61	1964.61	1964.61	1964.61	股息率	0.01	0.01	0.02	0.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产获利率				
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	20.42%	22.12%	24.71%	28.10%
固定资产和在建工程	799.73	641.37	783.01	894.64	ROA	21.99%	23.58%	26.45%	29.67%
无形资产和开发支出	220.25	196.29	172.33	148.37	ROIC	29.84%	22.67%	31.94%	33.96%
其他非流动资产	14.83	14.51	14.19	14.19	增长率				
资产总计	4610.07	5449.20	6412.98	7887.29	销售收入增长率	13.13%	21.57%	41.92%	39.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT 增长率	32.51%	26.75%	31.99%	38.00%
应付和预收款项	301.92	455.98	514.67	740.98	EBITDA 增长率	29.11%	30.49%	28.01%	35.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	34.73%	25.36%	32.12%	37.88%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产增长率	19.39%	18.20%	17.69%	22.99%
负债合计	301.92	455.98	514.67	740.98	股东权益增长率	18.52%	16.01%	18.23%	21.26%
股本	863.82	863.82	863.82	863.82	经营营运资本增长率	89.99%	2.87%	35.55%	11.78%
资本公积	839.40	839.40	839.40	839.40	资本结构				
留存收益	2575.77	3260.84	4165.94	5413.94	资产负债率	6.55%	8.37%	8.03%	9.39%
归属母公司股东权益	4278.99	4964.06	5869.16	7117.16	投资资本/总资产	93.35%	79.54%	88.72%	80.30%
少数股东权益	29.15	29.15	29.15	29.15	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股东权益合计	4308.15	4993.21	5898.32	7146.31	流动比率	11.84	10.08	10.58	9.22
负债和股东权益合计	4610.07	5449.20	6412.98	7887.29	速动比率	4.42	5.07	5.73	5.67

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