

证券研究报告—动态报告公司快评
信息技术
IT 硬件与设备
三环集团 (300408)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2017 年 04 月 21 日

业绩稳步上升，手机陶瓷外观件及模组放量可期

证券分析师：刘翔 021-60875160 liuxiang3@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515110001
联系人：马红丽 021-60875174 mahl@guosen.com.cn

事项：

- 1) 公司发布 2016 年年报：报告期内实现营业收入 28.9 亿，同比增长 16%，归母净利润 10.6 亿，同比增长 21%。利润分配预案为每 10 股派现金红利 2.00 元（含税）。
- 2) 4 月 19 日下午小米 6 正式发布，其中小米 6 陶瓷尊享版为首款四曲面陶瓷机身，售价 2999 元仅比四曲面玻璃机身的高配版高出 100 元，小米 6 将于 4 月 28 日在小米网开始销售。

评论：

■ 拳头产品通信部件竞争地位进一步提升，多个新品增长态势良好

公司 2016 年实现营业收入 28.9 亿，同比增长 16%，归母净利润 10.6 亿，同比增长 21%。第一大主业通信部件产品经历去年策略性降价后，市场份额进一步提升，市场地位日益提高，今年价格及毛利率有望企稳，业绩保持稳定增长，同时，通信部件产品收入比重由 15 年的 60% 下降到 16 年的 44%，可见公司陶瓷封装基座、指纹识别系统用功能陶瓷片、燃料电池等新产品不断发力，销售额大幅增长，已成为公司业绩增长新动力。

■ 小米 6 陶瓷尊享版发布，陶瓷外观件及模组商业化前景明朗

在硬件不能拉开太大差距的时代，外观成了手机厂商新一轮竞争比拼领域，陶瓷作为无机非金属材料，以其优异的性能和温润如玉的质感，得到众多手机品牌的青睐。公司已拥有从材料配方，到成型、烧结、精细加工的自有知识产权核心技术，具备手机陶瓷外观件批量生产能力，陶瓷手机后盖板产品已在小米 5、小米 MIX 等手机上得到应用，特别是小米 MIX 陶瓷机身惊艳的外观效果在手机行业引起较大的轰动，获得国内外人士的广泛称赞。

2017 年 4 月 19 日，小米新一代旗舰手机小米 6 正式发布，最低起售价 2499 元，其中，陶瓷尊享版在全球首次采用了四曲面设计的陶瓷机身，兼顾耐磨，高达 8 莫氏硬度，同时还在背部双摄像头上增加了 18K 镀金的装饰环。小米称之为“如艺术品般精致璀璨”，更重要的是，小米 6 陶瓷尊享版定价 2999 元，仅比 6GB RAM+128GB 存储的高配版（四曲面玻璃机身）贵 100 元。价格差距的缩小使陶瓷背板商业化前景更加明朗，市场接受度将逐步提升，随着陶瓷前道产能及厚道工艺的提升和完善，未来 3D 陶瓷在手机上的应用颇为可观。

图 1: 小米 6 陶瓷尊享版



资料来源：快科技、国信证券经济研究所整理

图 2: 小米 6 陶瓷尊享版



资料来源：IT168、国信证券经济研究所整理

公司持续加大在手机陶瓷领域的产业布局，前期与长盈精密合作成立 3 家合资子公司，以共同突破陶瓷后盖产能、良率、成本等关键瓶颈，解决下游客户后顾之忧，三环的材料优势与长盈的后道加工优势结合起来将有效降低成本、推动手机陶瓷后盖渗透率提升。预计今年开始更多国内手机品牌及国际品牌采用陶瓷后盖方案，未来 2-3 年，陶瓷后盖有望在中高端市场得到广泛应用，陶瓷外观件及模组将成为公司收入新的强劲增长点。

■ PKG 陶瓷封装基座占有率持续提升，燃料电池部件产销量增长迅速，

公司陶瓷封装基座及燃料电池产品增长空间大，产销量增长迅速：公司不断优化陶瓷封装基座工艺，在晶体频率元件市场的竞争优势进一步提升，同时由于某个日本友商计划退出陶瓷封装基座市场，部分用户未雨绸缪，开始有计划有步骤地将订单转移至公司，公司陶瓷封装基座的市占率逐步提升。燃料电池因为能源转换效率高、环境友好等特点，近年来一直倍受青睐。随着世界各国对新能源技术研发的推动，燃料电池的应用不断推广，受下游客户订单量增加的影响，公司燃料电池部件产销量增长迅速。公司在燃料电池领域拥有从材料到电堆一体化生产能力，具备先发优势。

■ 公司具备先进陶瓷全产业链制造能力，持续的研发创新奠定长期成长基础

公司拥有近半个世纪的先进陶瓷生产经验，深耕陶瓷生产加工工艺，拥有从原料自制、设备自制、后道加工并规模化生产的全产业链制造能力，同时持续加码生产线改造，降低人工成本，提升产品良率，形成了产能、工艺及成本三重优势，从而得以与竞争对手拉开距离，不断扩大产品市场份额。

我们一再强调，技术创新为公司核心竞争力，为公司持续发展提供源源不断动力。报告期内公司实施并完成了 200 多项技术创新，进一步增加研发和检测设备的投入，新引进和培养高端人才 600 多名，目前，三环研究院各类设备已能满足新产品研发、分析、小试、中试等系列研发需求，研发项目涵盖复合材料、光器件、新能源、电子元件、电子浆料及非标机械设计、软件、工业自动化、仿真模拟、热工技术等专业领域。长期看，公司将不断研发新型功能陶瓷材料及终端应用产品，由光纤通信、半导体、消费电子等领域延伸至新能源等新兴战略产业，实现产业结构升级，新产品及应用一旦量产，都将成为公司新的盈利增长点。

■ 维持“买入”评级

公司为国内电子陶瓷行业绝对龙头，受益进口替代，具备全球龙头潜质，长期发展路径确定性强且具备可持续性。预计 2017-2019 年净利润分别为 13.97/18.63/23.47 亿元，eps 分别为 0.81/1.08/1.36 元，当前股价对应的 PE 分别为 27/20/16X，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 现金及现金等价物 | 457 | 314 | 378 | 456 |
| 应收款项 | 1565 | 1761 | 1989 | 2001 |
| 存货净额 | 407 | 387 | 491 | 622 |
| 其他流动资产 | 2127 | 3427 | 4645 | 5843 |
| 流动资产合计 | 4559 | 5892 | 7506 | 8926 |
| 固定资产 | 1028 | 1293 | 1489 | 1611 |
| 无形资产及其他 | 231 | 226 | 221 | 216 |
| 投资性房地产 | 65 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 2 | 2 | 4 |
| 资产总计 | 5883 | 7413 | 9218 | 10757 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 14 | 360 | 550 | 111 |
| 应付款项 | 204 | 357 | 491 | 622 |
| 其他流动负债 | 230 | 198 | 269 | 336 |
| 流动负债合计 | 448 | 916 | 1309 | 1070 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 291 | 296 | 301 | 306 |
| 长期负债合计 | 291 | 296 | 301 | 306 |
| 负债合计 | 740 | 1212 | 1610 | 1376 |
| 少数股东权益 | 30 | 32 | 34 | 35 |
| 股东权益 | 5114 | 6168 | 7574 | 9345 |
| 负债和股东权益总计 | 5883 | 7413 | 9218 | 10757 |

| 关键财务与估值指标 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.61 | 0.81 | 1.08 | 1.36 |
| 每股红利 | 0.17 | 0.20 | 0.26 | 0.33 |
| 每股净资产 | 2.96 | 3.57 | 4.38 | 5.41 |
| ROIC | 19% | 22% | 24% | 26% |
| ROE | 21% | 23% | 25% | 25% |
| 毛利率 | 48% | 48% | 48% | 47% |
| EBIT Margin | 37% | 36% | 36% | 36% |
| EBITDA Margin | 41% | 38% | 38% | 39% |
| 收入增长 | 16% | 48% | 36% | 26% |
| 净利润增长率 | 21% | 32% | 33% | 26% |
| 资产负债率 | 13% | 17% | 18% | 13% |
| 息率 | 1% | 1% | 1% | 2% |
| P/E | 35.3 | 26.8 | 20.1 | 15.9 |
| P/B | 7.3 | 6.1 | 4.9 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 32.2 | 23.5 | 17.5 | 13.8 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

| 利润表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 2888 | 4284 | 5807 | 7304 |
| 营业成本 | 1504 | 2227 | 3045 | 3850 |
| 营业税金及附加 | 33 | 54 | 73 | 91 |
| 销售费用 | 48 | 86 | 105 | 117 |
| 管理费用 | 247 | 391 | 499 | 589 |
| 财务费用 | (6) | 4 | 12 | 8 |
| 投资收益 | 106 | 66 | 70 | 75 |
| 资产减值及公允价值变动 | 3 | (20) | (20) | (20) |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1170 | 1569 | 2124 | 2704 |
| 营业外净收支 | 64 | 78 | 70 | 60 |
| 利润总额 | 1234 | 1647 | 2194 | 2764 |
| 所得税费用 | 174 | 247 | 329 | 415 |
| 少数股东损益 | 1 | 3 | 2 | 2 |
| 归属于母公司净利润 | 1059 | 1397 | 1863 | 2347 |

| 现金流量表 (百万元) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 净利润 | 1059 | 1397 | 1863 | 2347 |
| 资产减值准备 | (23) | 7 | 1 | 0 |
| 折旧摊销 | 129 | 113 | 139 | 162 |
| 公允价值变动损失 | (3) | 20 | 20 | 20 |
| 财务费用 | (6) | 4 | 12 | 8 |
| 营运资本变动 | (439) | (1278) | (1340) | (1137) |
| 其它 | 23 | (5) | 1 | 1 |
| 经营活动现金流 | 746 | 255 | 683 | 1393 |
| 资本开支 | (331) | (400) | (350) | (300) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (331) | (402) | (351) | (301) |
| 权益性融资 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (302) | (343) | (457) | (576) |
| 其它融资现金流 | 377 | 346 | 189 | (438) |
| 融资活动现金流 | (222) | 4 | (268) | (1014) |
| 现金净变动 | 194 | (143) | 64 | 78 |
| 货币资金的期初余额 | 263 | 457 | 314 | 378 |
| 货币资金的期末余额 | 457 | 314 | 378 | 456 |
| 企业自由现金流 | 402 | (267) | 222 | 983 |
| 权益自由现金流 | 779 | 77 | 401 | 538 |

相关研究报告:

《三环集团-300408-2017年第一季度业绩预告点评:功能陶瓷片及陶瓷外观件增长态势良好,业务稳步上升》——2017-04-10

《三环集团-300408-先进陶瓷专家,立足微笑曲线制高点》——2017-02-17

《三环集团-300408-2015年年报点评:主业持续增长,新品可望爆发》——2016-03-15

《三环集团-300408-重大事件快评:小米5闪亮登场,陶瓷后盖引领新时尚》——2016-03-01

《三环集团-300408-2015年三季报点评:插芯增长再超预期,新品静待爆发》——2015-10-22

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计6个月内,股价表现优于市场指数20%以上 |
| | 增持 | 预计6个月内,股价表现优于市场指数10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价表现介于市场指数±10%之间 |
| | 卖出 | 预计6个月内,股价表现弱于市场指数10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计6个月内,行业指数表现优于市场指数10%以上 |
| | 中性 | 预计6个月内,行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| | 低配 | 预计6个月内,行业指数表现弱于市场指数10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有,仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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,一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写,但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断,在不同时期,我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态;我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料,但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险,我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议,并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式,指证券公司、证券投资咨询机构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,并向客户发布的行为。