

## 三环集团 (300408)

2017年7月14日

# 三环集团：短期波动不改长期逻辑，陶瓷后盖值得期待

买入（维持）

事件：三环集团发布2017年半年度业绩预告，公司上半年实现归母净利润40,285.12万元-47,838.58万元，比上年同期下降5%-20%。

### ■ 短期波动不改长期逻辑，三季度业绩增长值得期待

公司发布2017年半年度业绩预告，上半年实现归母净利润40,285.12万元-47,838.58万元，比上年同期下降5%-20%，取中位数44,061万元，同比降低12.5%。单从二季度来看，公司实现净利润20,829万元，同比下降25%，环比降低10%。

我们认为公司二季度业绩略低于市场预期，主要原因有以下两点：

1) 陶瓷插芯主动降价影响：公司陶瓷插芯业务在2016主动降价，单价从1.1元/支下降至0.45元/支，市场洗牌后公司市场份额提升明显，从去年的五成市占率快速提升至目前的七成以上。但因降价幅度太大导致公司季度收入下降，加上去年二季度高基数，该业务业绩同比下降较多。但是陶瓷插芯需求量从下半年开始将会有所改善，未来也不排除公司提价的可能性，加上光纤入户、IDC、5G网络等设施建设，公司陶瓷插芯业务看点十足。

2) 陶瓷后盖量产延后影响：因小米6手机陶瓷后盖和中框尺寸的磨合问题，导致小米6高端陶瓷版上架销售时间有所延后。但目前各种问题都已解决，陶瓷后盖量产顺利，小米6高端陶瓷版三季度预计将不会再出现缺货情况。此外，华为与三星的陶瓷后盖设计方案正持续推进，加上Essential手机陶瓷后盖也将开始出货，该业务未来增长可期。

往好的方向来看，除了陶瓷插芯与后盖业务，公司指纹识别盖板产品发展迅速，较去年收入同比增长近十倍。因陶瓷指纹识别盖板相对于传统玻璃材料的识别速率与正确率都有明显提升，市场渗透率也在稳步增长；PKG陶瓷封装基座与MLCC等元器件受下游需求量提升也正在放量，陶瓷封装基座已经开始供货日本SAW滤波器厂商，并且今年传统大厂NTK的退出也将重大利好三环集团，其中市场份额将会被三环在内的三家厂商分食，该业务增速将大幅度加速。

总的来说公司上半年业绩增速下滑的主要原因是陶瓷插芯与后盖两块业务，但是三季度都将有明显改善。指纹识别盖板、PKG陶瓷封装基座、MLCC等业务增速明显超预期，未来高增长确定性强。我们认为公司业绩在三季度将会有明显改善，依然判断业务拐点出现。并且市场对于公司中报下滑已有比较充足的预期，因本次业绩预告范围较宽，可能带来短时间市场波动，但公司基本面已开始好转，我们仍持续看好公司长期发展，坚持推荐！

### ■ 公司稀缺性明显，真正打通全产业链

三环集团多年来始终专注于先进电子陶瓷产品的研发和生产，掌握了纳米级氧化锆粉体制备、成型、烧结、研磨、加工等环节的一系列核心技术，并且依托粉体制作能力抢占行业制高点，处在产业链最上游，这也是其有别于其他结构陶瓷厂商的关键，稀缺性十分明显。除此之外，公司还拥有极致的精益管理和垂直一体化成本优化能力，三环集团全面掌握氧化锆陶瓷粉体的配方与生产工艺，粉

首席证券分析师 王莉  
执业资格证书号码：S0600517060002

[wangl@dwzq.com.cn](mailto:wangl@dwzq.com.cn)

0755-23945021

证券分析师 杨明辉

执业资格证书号码：S0600517030001

[yangmh@dwzq.com.cn](mailto:yangmh@dwzq.com.cn)

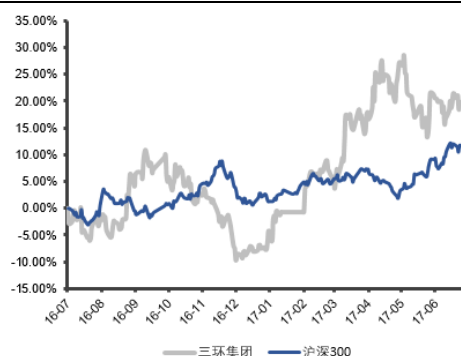
0755-23945021

研究助理 张立新

[zhanglx@dwzq.com.cn](mailto:zhanglx@dwzq.com.cn)

0755-23945021

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	21.88
一年最低价/最高价	15.48/22.36
市净率(倍)	7.54
流通A股市值(亿元)	214.20

### 基础数据

每股净资产(元)	2.90
资产负债率(%)	15.72
总股本(百万股)	1727.95
流通A股(百万股)	978.98
(每股净资产经分红调整所得)	

### 相关研究报告

三环集团：一季度平稳增长，全年快速成长无忧 170427

三环集团：主业稳增，小米6陶瓷版将再引热潮！ 170420

三环集团：一季报快报点评，新业务惊喜不断 170410

体的生产成本大幅低于竞争对手。

公司还积极拓展其产品广度，从陶瓷扩展到了含金属浆料在内的多种新材料，并且在陶瓷手机后盖、接线端子封装材料等材料性能上已经超越日本厂商。目前公司除了光纤插芯完成了对日本厂商的完全替代之外，PKG 封装基座也开始对国外厂商形成替代，未来国内电子陶瓷元件进口替代趋势将会更加明显，市场空间巨大。

在消费电子领域，因近年来手机终端创新速度提高，指纹识别已经成为智能手机标配，陶瓷外观件也在许多手机终端上得到应用。公司的陶瓷指纹识别盖板已取行业认可，进入了包括华为、OPPO、Vivo、小米等知名品牌的供应链。陶瓷后盖方面，受益于无线充电以及 5G 等创新驱动，手机终端的外观材料由“金属”逐渐转向“非金属”，非金属材料中陶瓷优势更加明显。从小米 MIX 开始，小米 6、Essential 等手机均采用了陶瓷外观件。并且除了小米外，三星、华为、OPPO、VIVO 等都对陶瓷材料产生了浓厚兴趣，今明两年陶瓷后盖渗透率将会出现明显提升，未来有望成为另一个千亿级市场。

#### ■ 盈利预测及投资建议

我们看好公司在陶瓷产品方面的垂直一体化优势，陶瓷插芯与后盖业务三季度将会有明显好转，基本面开始向好。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.74/1.11/1.83 元，维持买入评级。

#### ■ 风险提示

公司陶瓷手机后盖业务发展不及预期。

图表 1: 三环集团三大财务预测表

单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2887.51	3333.76	4682.89	7959.85	<b>收益率</b>				
增长率(%)	15.20%	16.40%	40.50%	70.00%	毛利率	47.91%	53.26%	52.21%	51.30%
归属母公司股东净利润	1059.19	1284.94	1921.29	3171.89	三费/销售收入	10.04%	9.73%	9.48%	9.30%
增长率(%)	21.24%	21.01%	49.60%	65.10%	EBIT/销售收入	42.85%	43.24%	41.93%	40.84%
每股收益(EPS)	0.613	0.742	1.114	1.833	EBITDA/销售收入	47.33%	43.28%	41.96%	40.85%
每股股利(DPS)	0.000	0.206	0.262	0.333	销售净利率	36.70%	39.13%	38.19%	37.36%
每股经营现金流	0.543	0.612	0.569	0.907	<b>资产获利率</b>				
销售毛利率	47.91%	53.26%	52.21%	51.30%	ROE	20.71%	23.58%	24.39%	25.12%
销售净利率	36.70%	39.13%	38.19%	37.36%	ROA	22.71%	24.36%	25.16%	25.65%
净资产收益率(ROE)	20.71%	23.58%	24.39%	25.12%	ROIC	23.23%	27.77%	32.80%	36.24%
投入资本回报率(ROIC)	23.23%	27.77%	32.80%	36.24%	<b>增长率</b>				
市盈率(P/E)	35.69	29.48	19.64	11.94	销售收入增长率	15.20%	16.40%	40.50%	70.00%
市净率(P/B)	7.00	5.75	4.69	3.80	EBIT 增长率	22.05%	31.17%	26.07%	26.61%
股息率(分红/股价)	0.000	0.010	0.013	0.016	EBITDA 增长率	21.51%	18.87%	26.05%	26.56%
					净利润增长率	21.24%	21.01%	49.60%	65.10%
					总资产增长率	18.19%	22.28%	22.08%	24.16%
					股东权益增长率	19.51%	21.73%	22.65%	23.49%
					经营营运资本增长率	13.31%	9.82%	19.75%	14.67%
<b>报表预测</b>					<b>资本结构</b>				
<b>利润表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	5.60%	6.10%	5.74%	6.30%
营业收入	2887.51	3333.76	4682.89	7959.85	投资资本/总资产	94.12%	82.60%	77.87%	70.04%
减: 营业成本	1504.05	1754.41	2332.34	3089.23	带息债务/总负债	4.59%	0.00%	0.00%	0.00%
营业税金及附加	32.54	42.30	55.00	71.50	流动比率	13.63	13.21	14.67	13.84
营业费用	47.98	62.38	81.09	105.42	速动比率	5.40	7.32	8.80	9.60
管理费用	247.40	321.63	418.11	543.55	股利支付率	0.00%	24.28%	24.28%	24.28%
财务费用	-5.56	-18.63	-36.76	-59.18	收益留存率	100.00%	75.72%	75.72%	75.72%
资产减值损失	-3.06	0.00	0.00	0.00	<b>资产管理效率</b>				
加: 投资收益	105.71	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.53	0.56	0.60	0.63
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	2.83	3.65	4.75	6.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	1.86	1.79	1.84	1.80
<b>营业利润</b>	1169.85	1391.67	2095.11	3395.35	存货周转率	3.70	5.97	3.66	5.18
加: 其他非经营损益	63.70	40.37	40.37	40.37	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>利润总额</b>	1233.56	1432.04	2135.47	3435.71	EBIT	1237.31	1622.95	2046.12	2590.66
减: 所得税	173.72	163.20	207.05	263.37	EBITDA	1366.62	1624.51	2047.68	2591.55
<b>净利润</b>	1059.83	1285.84	1922.43	3173.34	NOPLAT	999.89	1424.33	1805.18	2295.26
减: 少数股东损益	0.65	0.90	1.14	1.45	净利润	1059.19	1467.94	1862.29	2368.89
<b>归属母公司股东净利润</b>	1059.19	1284.94	1921.29	3171.89	EPS	0.613	0.742	1.114	1.833
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BPS	2.960	3.603	4.419	5.457
货币资金	54.52	786.40	1378.26	2448.77	PE	35.69	29.48	19.64	11.94
应收和预付款项	1589.04	2185.54	2722.80	3659.59	PB	7.00	5.75	4.69	3.80
存货	406.62	293.87	637.37	596.08	PS	12.41	9.54	7.34	5.65
其他流动资产	2106.20	2106.20	2106.20	2106.20	PCF	38.16	33.89	36.42	22.87
固定资产和在建工程	1028.46	1027.56	1026.67	1025.78	EV/EBIT	28.96	21.63	16.87	12.92
无形资产和开发支出	231.40	231.40	231.40	231.40	EV/EBITDA	26.22	21.61	16.86	12.91
其他非流动资产	32.63	31.97	31.30	31.30	EV/NOPLAT	35.84	24.64	19.12	14.58
<b>资产总计</b>	5448.86	6662.94	8134.00	10099.11	EV/IC	6.99	6.38	5.45	4.73
短期借款	14.00	0.00	0.00	0.00	ROIC-WACC	23.23%	27.76%	32.80%	36.24%
应付和预收款项	291.02	406.75	466.64	636.69	股息率	0.000	0.010	0.013	0.016
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债合计</b>	305.02	406.75	466.64	636.69	经营性现金净流量	938.69	1056.95	983.44	1566.40
股本	1727.95	1727.95	1727.95	1727.95	投资性现金净流量	-471.53	36.33	36.33	36.33
资本公积	53.34	53.34	53.34	53.34	筹资性现金净流量	-286.40	-361.40	-427.90	-532.23
留存收益	3332.75	4444.20	5854.23	7647.85	<b>现金流量净额</b>	184.57	731.88	591.87	1070.50
<b>归属母公司股东权益</b>	5114.03	6225.49	7635.52	9429.13					
少数股东权益	29.80	30.70	31.84	33.29					
<b>股东权益合计</b>	5143.83	6256.19	7667.36	9462.42					
负债和股东权益合计	5448.86	6662.94	8134.00	10099.11					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

## 免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

