

2017年09月03日

三环集团 (300408.SZ)

动态分析

上半年业绩承压，陶瓷外观件值得期待

投资要点

◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 13.1 亿元，同比下降 10.1%，毛利率 46.3%，同比下降 0.8 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 4.29 亿元，同比下滑 14.6%，每股收益 0.25 元，同比下降 13.8%。第二季度单季度实现销售收入 6.31 亿元，同比下降 19.9%，归属上市公司股东净利润 1.98 亿元，同比下降 29.1%。

◆ 点评：

➢ **营收有所下滑，降价策略侵蚀盈利**：公司 2017 年上半年销售收入实现 13.1 亿元，同比下滑 10.12%，实现归属母公司股东净利润 4.3 亿元，同比下滑 14.6%，公司主要产品光纤插芯价格大幅下调是上半年营收下滑的主要原因，光纤插芯和指纹识别陶瓷片价格均出现不同程度的下调，对净利润造成一定程度的侵蚀。公司的市场占有率得到提升，在通信领域的龙头地位得到巩固。

➢ **毛利率出现调整**：公司主要收入来源光通讯陶瓷零件产品收入为 3.79 亿元，同比下降 53.6%，毛利率同比下滑 1.6 个百分点，公司对光纤插芯产品采取主动竞争策略以进一步提高市场占有率，产品销售价格大幅降低是收入下滑的主要原因。半导体部件产品收入为 3.58 亿元，同比上升 79.7%，毛利率同比下滑 1.9 个百分点。晶体频率元件的市场需求旺盛，公司陶瓷封装基座产品供不应求，指纹识别系统用功能陶瓷片进入小米、OPPO、VIVO、华为等一线品牌供应链，订单量饱满，但产品价格下滑拖累毛利率。电子元件材料收入同比上升 14.3%，毛利率同比上升 4.3 个百分点，公司适时扩大产能规模效应显现的结果。

➢ **未来陶瓷外观件潜力巨大**：公司未披露 2017 年前三季度业绩预告，未来主要的发展潜力来自于公司目前已经获得市场认可的陶瓷外观件产品，公司拥有从粉体、成型、烧结、后道加工到表面处理垂直一体化制造的能力，并且与长盈精密建立合资公司生产陶瓷外观件，良率有望得到提高。另外，5G 通信产业链的快速布局、无线充电技术的逐渐成熟等，陶瓷材料在的美观性和应用性两方面均有着理想的应用前景。公司产品目前已经应用于小米 6、小米 MIX、Essential Phone 等机型，随着产能释放以及良率的提升，陶瓷外观件将成为公司的增长亮点。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.65、0.82 和 0.89 元。净资产收益率分别为 18.7%、19.9%和 18.6%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 24.60 元，相当于 2017 年至 2019 年 27.8、30.0 和 27.6 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：生产扩张速度不及预期；终端市场需求增长不及预期；其他可替代产品的市场竞争风险。

电子元器件 | 其他元器件 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 24.60 元

股价(2017-09-01) 20.88 元

交易数据

总市值 (百万元) 36,079.60

流通市值 (百万元) 20,440.66

总股本 (百万股) 1,727.95

流通股本 (百万股) 978.96

12 个月价格区间 15.48/23.82 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-10.38	-5.51	40.35
绝对收益	-3.24	2.4	25.86

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号：S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵迷
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

三环集团：2016 年业绩稳健推进，新产品拓展值得期待 2017-04-25

三环集团：全年业绩稳健成长，外观件带来新的增长亮点 2017-03-01

三环集团：牵手长盈精密共建陶瓷外观件产线，智能终端应用再度打开新的成长领域 2017-02-15

三环集团：三季报业绩稳健增长得益新产品持续拓展 2016-10-29

三环集团：中期业绩持续稳步扩张，产能逐步释放 2016-09-05

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,489.2	2,887.5	3,396.8	4,425.1	4,741.4
同比增长(%)	13.1%	16.0%	17.6%	30.3%	7.1%
营业利润(百万元)	986.8	1,169.9	1,259.2	1,579.4	1,696.1
同比增长(%)	32.0%	18.6%	7.6%	25.4%	7.4%
净利润(百万元)	873.6	1,059.2	1,131.1	1,415.3	1,531.2
同比增长(%)	34.8%	21.2%	6.8%	25.1%	8.2%
每股收益(元)	0.51	0.61	0.65	0.82	0.89
PE	41.3	34.1	31.9	25.5	23.6
PB	8.4	7.1	6.0	5.1	4.4

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评：营收有所下滑，降价策略侵蚀盈利.....	4
二、经营状况点评：毛利率出现调整，龙头地位得到巩固.....	5
（一）国内外市场规模下降，海外市场毛利率稳中有升.....	5
（二）毛利率有所调整，市占率进一步提高.....	5
（三）业绩指导：陶瓷外观件潜力巨大.....	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

图表目录

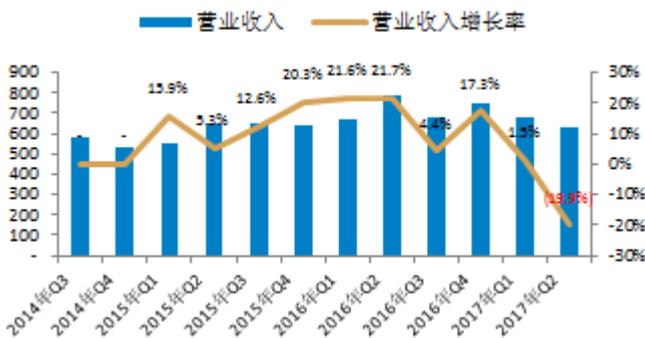
图 1：过往 12 个季度营业收入变动.....	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动.....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）.....	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）.....	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）.....	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）.....	5

一、季度业绩点评：营收有所下滑，降价策略侵蚀盈利

公司 2017 年上半年销售收入实现 13.1 亿元，同比下滑 10.1%，其中第二季度的销售收入为 6.32 亿元，同比下滑 19.9%。主要产品光纤插芯价格明显下降是上半年营收下滑的主要原因，这是公司为提升市场占有率采用主动竞争策略，在通信领域市场份额的龙头地位得到巩固。

公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 4.30 亿元，同比下滑 14.6%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 1.98 亿元，同比下降 29.1%。产品价格下降，以及公司在费用投入方面的持续，对利润造成一定程度的侵蚀。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

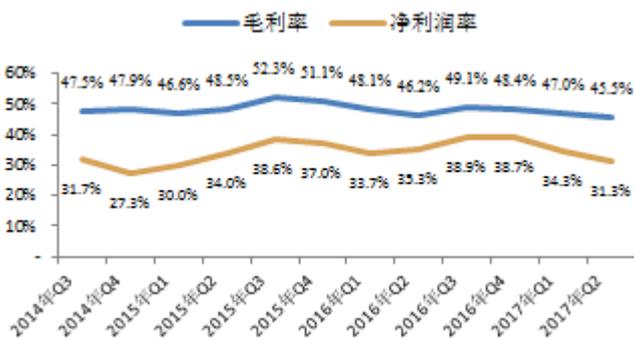
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

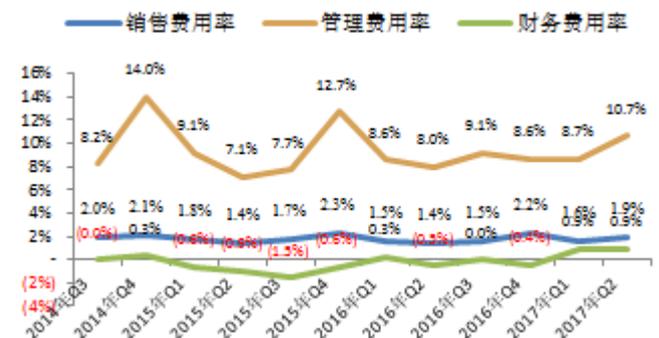
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 46.3%，同比下降 0.8 个百分点，其中第二季度的毛利率为 45.5%，同比下降 0.7 个百分点，公司在主要产品价格大幅下调的情况下保持了毛利率的相对稳定。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.7%、9.6%、0.9%，三项费用率合计同比上升 2.7 个百分点，其中第二季度的分别为 1.9%、10.7%、0.9%，公司在产品开发和业务拓展方面持续投入使得经营费用维持高位，而上半年财务费用率同比上升 1.1 个百分点主要是因为汇兑损益增加和票据贴现产生的利息支出增加。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



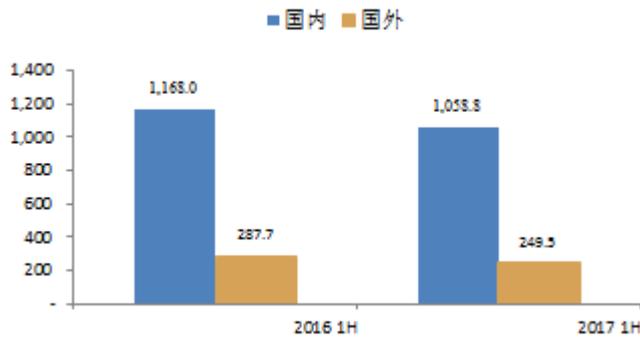
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评：毛利率出现调整，龙头地位得到巩固

（一）国内外市场规模下降，海外市场毛利率稳中有升

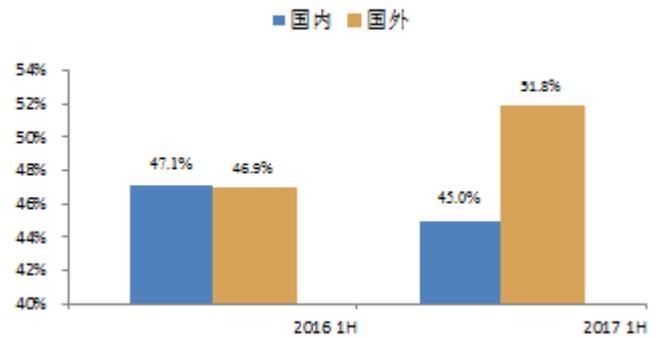
2017年上半年，公司国内市场销售收入为10.6亿元，同比下降9.3%，毛利率为45.0%，同比下降2.1个百分点。海外销售收入为2.49亿元，同比下滑13.3%，与国内类似，不同的是海外市场毛利率同比上升4.9个百分点达到51.8%。

图5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



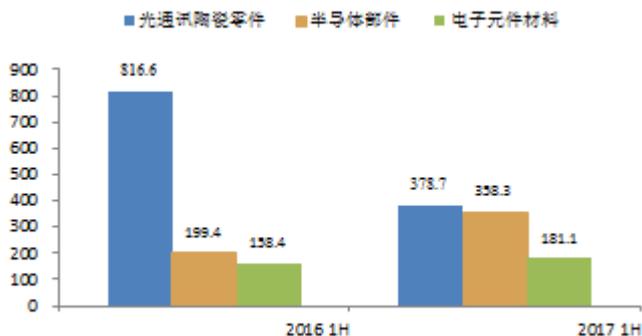
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）毛利率有所调整，市占率进一步提高

产品细分来看，光通讯陶瓷零件产品收入为3.79亿元，同比下降53.6%。公司对光纤插芯产品采取主动竞争策略以进一步提高市场占有率，产品销售价格大幅降低是收入下滑的主要原因。半导体部件产品收入为3.58亿元，同比上升79.7%。晶体频率元件的市场需求旺盛，公司陶瓷封装基座产品供不应求，指纹识别系统用功能陶瓷片进入小米、OPPO、VIVO、华为等一线品牌供应链，订单量饱满。

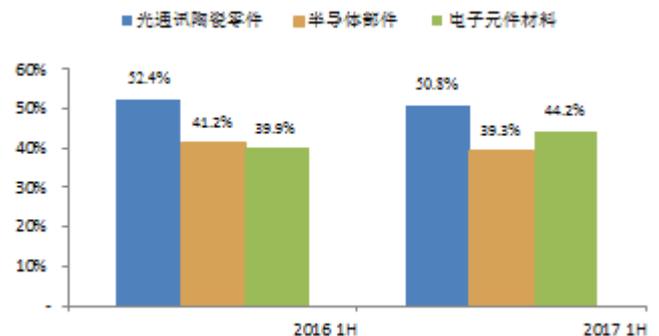
产品细分毛利率来看，光通讯陶瓷零件和半导体部件毛利率分别同比下降1.6和1.9个百分点，产品价格下降是主要原因。电子元件材料毛利率为44.2%，同比上升4.3个百分点，公司产品放量，规模效应开始显现。

图7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：陶瓷外观件潜力巨大

公司未披露 2017 年前三季度业绩预告，随着 5G 通信产业链的快速布局、无线充电技术的逐渐成熟，非金属材料手机外观件成为手机终端厂商的首选。陶瓷材料以其高于其他非金属材料的硬度、强度、韧性，优于其他非金属材料的手感、可塑性，获得了一线手机品牌的青睐，公司是国内唯一一家实现从粉体、成型、烧结、后道加工到表面处理垂直一体化制造的企业。公司与长盈精密建立合资公司生产陶瓷外观件，良率得到大幅提高。目前公司手机陶瓷外观件已经应用于小米 6、小米 MIX、Essential Phone 等机型，随着陶瓷外观件渗透率增加及公司产能放量，预计陶瓷外观件将成为公司新的利润增长点。

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.65、0.82 和 0.89 元。净资产收益率分别为 18.7%、19.9%和 18.6%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 24.60 元，相当于 2017 年至 2019 年 27.8、30.0 和 27.6 倍的动态市盈率。

四、风险提示

生产扩张速度不及预期；

终端市场需求增长不及预期；

其他可替代产品的市场竞争风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,489.2	2,887.5	3,396.8	4,425.1	4,741.4	年增长率					
减:营业成本	1,250.9	1,504.0	1,840.9	2,447.9	2,630.7	营业收入增长率	13.1%	16.0%	17.6%	30.3%	7.1%
营业税费	31.1	32.5	41.2	53.0	55.9	营业利润增长率	32.0%	18.6%	7.6%	25.4%	7.4%
销售费用	44.5	48.0	62.6	78.1	83.3	净利润增长率	34.8%	21.2%	6.8%	25.1%	8.2%
管理费用	227.6	247.4	303.5	356.7	386.0	EBITDA 增长率	25.9%	20.4%	6.7%	23.9%	7.3%
财务费用	-23.3	-5.6	-5.1	-7.8	-12.0	EBIT 增长率	28.9%	20.8%	7.7%	25.3%	7.2%
资产减值损失	20.0	-3.1	-9.4	2.5	-3.3	NOPLAT 增长率	29.0%	21.9%	6.6%	25.3%	7.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-1.0	0.8	-0.2	投资资本增长率	67.3%	15.9%	-7.2%	31.8%	-14.4%
投资和汇兑收益	48.4	105.7	97.1	83.7	95.5	净资产增长率	18.4%	19.4%	18.0%	17.5%	16.1%
营业利润	986.8	1,169.9	1,259.2	1,579.4	1,696.1	盈利能力					
加:营业外净收支	41.3	63.7	74.1	88.4	107.9	毛利率	49.7%	47.9%	45.8%	44.7%	44.5%
利润总额	1,028.1	1,233.6	1,333.3	1,667.8	1,803.9	营业利润率	39.6%	40.5%	37.1%	35.7%	35.8%
减:所得税	152.4	173.7	200.0	250.2	270.6	净利润率	35.1%	36.7%	33.3%	32.0%	32.3%
净利润	873.6	1,059.2	1,131.1	1,415.3	1,531.2	EBITDA/营业收入	43.2%	44.8%	40.6%	38.6%	38.7%
						EBIT/营业收入	38.7%	40.3%	36.9%	35.5%	35.5%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	13.7%	12.6%	12.3%	11.6%	10.1%
货币资金	262.8	456.7	1,718.0	1,414.1	3,377.6	负债权益比	15.9%	14.4%	14.0%	13.2%	11.2%
交易性金融资产	3.9	3.5	2.5	3.3	3.1	流动比率	9.49	10.17	9.55	10.10	12.09
应收帐款	811.9	910.2	1,087.1	1,528.2	1,277.8	速动比率	8.81	9.27	8.96	9.05	11.43
应收票据	591.0	654.4	726.5	1,103.8	874.1	利息保障倍数	-41.30	-209.42	-244.35	-200.71	-140.58
预付帐款	19.9	24.4	25.7	44.1	30.6	营运能力					
存货	279.2	406.6	335.9	689.8	431.2	固定资产周转天数	111	112	114	92	83
其他流动资产	1,960.7	2,102.7	1,582.1	1,881.8	1,855.6	流动营业资本周转天数	356	431	363	316	319
可供出售金融资产	0.5	0.5	1.5	0.8	0.9	流动资产周转天数	514	529	532	494	551
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	106	107	106	106	107
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	36	43	39	42	43
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	666	678	678	610	656
固定资产	777.4	1,019.5	1,140.6	1,109.1	1,065.7	投资资本周转天数	462	538	473	405	399
在建工程	22.3	8.9	22.3	22.8	22.8	费用率					
无形资产	220.3	231.4	225.9	222.0	220.2	销售费用率	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	44.7	64.5	51.2	53.2	55.7	管理费用率	9.1%	8.6%	8.9%	8.1%	8.1%
资产总额	4,994.5	5,883.4	6,919.3	8,073.0	9,215.4	财务费用率	-0.9%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
短期债务	-	14.0	-	-	-	三费/营业收入	10.0%	10.0%	10.6%	9.6%	9.6%
应付帐款	293.1	285.3	441.7	525.0	504.9	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	20.4%	20.7%	18.7%	19.9%	18.6%
其他流动负债	121.1	148.7	132.1	135.0	144.3	ROA	17.5%	18.0%	16.4%	17.6%	16.6%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	34.4%	25.0%	23.0%	31.1%	25.3%
其他非流动负债	272.2	291.5	275.4	279.7	282.2	分红指标					
负债总额	686.4	739.6	849.1	939.6	931.4	DPS(元)	0.17	0.20	0.16	0.20	0.22
少数股东权益	29.2	29.8	32.0	34.3	36.4	分红比率	34.6%	32.6%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	863.8	1,728.0	1,728.0	1,728.0	1,728.0	股息收益率	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%
留存收益	3,535.1	3,460.9	4,310.3	5,371.1	6,519.6						
股东权益	4,308.1	5,143.8	6,070.2	7,133.4	8,284.0						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.51	0.61	0.65	0.82	0.89
现金流量表						BVPS(元)	2.48	2.96	3.49	4.11	4.77
净利润	875.8	1,059.8	1,131.1	1,415.3	1,531.2	PE(X)	41.3	34.1	31.9	25.5	23.6
加:折旧和摊销	110.9	129.3	126.4	138.3	150.2	PB(X)	8.4	7.1	6.0	5.1	4.4
资产减值准备	20.0	-3.1	-	-	-	P/FCF	-49.2	82.6	24.8	715.2	15.4
公允价值变动损失	-	-	-1.0	0.8	-0.2	P/S	14.5	12.5	10.6	8.2	7.6
财务费用	-14.4	3.8	-5.1	-7.8	-12.0	EV/EBITDA	29.7	20.8	24.9	20.3	17.8
投资损失	-48.4	-105.7	-97.1	-83.7	-95.5	CAGR(%)	17.4%	13.1%	20.4%	17.4%	13.1%
少数股东损益	2.1	0.6	2.2	2.3	2.1	PEG	2.4	2.6	1.6	1.5	1.8
营运资金的变动	-1,665.5	-245.3	477.9	-1,401.9	767.7	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	528.7	948.0	1,634.4	63.4	2,343.5						
投资活动产生现金流量	-1,372.7	-471.5	-157.4	-20.6	-9.3						
融资活动产生现金流量	-95.8	-286.4	-215.8	-346.7	-370.7						

资料来源:贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn