

2018年04月26日

## 三环集团 (300408.SZ)

## 动态分析

### 营收盈利继续向上，陶瓷外观件贡献成长动力

电子元器件 | 其他元器件 III

投资评级

**买入-A(维持)**

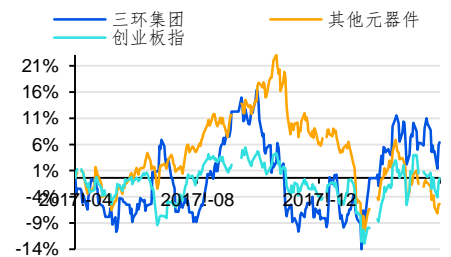
股价(2018-04-25)

23.32 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	40,603.24
流通市值(百万元)	38,302.97
总股本(百万股)	1,741.13
流通股本(百万股)	1,642.49
12个月价格区间	18.25/25.70 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.09	13.23	10.25
绝对收益	2.33	13.7	10.28

#### 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：上半年业绩承压，陶瓷外观件值得期待 2017-09-04

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

◆ **公司动态：** 公司披露 2017 年年度报告，销售收入同比上升 8.39% 达到 31.30 亿元，毛利率水平为 48.6%，同比上升 0.7 个百分点，归属上市公司股东净利润为 10.83 亿元，同比上升 2.29%，每股净利润 0.63 元，同比上升 1.61%。2017 年第四季度公司实现营业收入为 10.17 亿元，同比增长 7.4%，归属上市公司股东净利润为 3.84 亿元，同比下降 7.1%。2017 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。

◆ **营收盈利继续向上，毛利率稳中有升：** 2017 年全年销售收入 31.30 亿元人民币，同比上升 8.39%。归属上市公司股东净利润为 10.83 亿元，同比上升 2.29%，每股净利润 0.63 元，同比上升 1.61%。5G 商业化的推进以及产业链的成熟，为通信行业的未来成长空间提供良好的预期。公司采取主动竞争的市场策略，大幅提升了光通信产品的市场份额。同时公司陶瓷外观件实现量产出货，手机陶瓷外观件已应用于小米 5、小米 MIX、小米 6、小米 MIX2、一加 X、Essential Phone 等机型，推动全年业绩成长。半导体部件、电子元件材料、电子元件等产品销售额明显增长。全年毛利率为 48.6%，同比上升 0.7 个百分点，公司陶瓷外观件新品毛利率较好，加之整体产品结构有所调整和改善，提升了毛利率水平。

◆ **通信部件龙头地位稳固，陶瓷外观件贡献成长动力：** 2017 年光通讯陶瓷零件销售收入同比增长 1.6% 达到 13.0 亿元，公司在保持拳头产品通信部件竞争优势，采取主动竞争的市场策略，大幅提升了光通信产品的市场份额，同时陶瓷外观件在多款机型去托量产，成为公司营业收入新的强劲增长点。半导体部件销售收入同比增长 21.6% 达到 7.36 亿元，物联网技术带动晶体频率元件的市场需求，公司陶瓷封装基座在晶体频率元件市场占有率逐步提升，公司指纹识别系统用功能陶瓷片订单平稳增长。电子元件材料同比上升 23.0% 达到 1.90 亿元，主要是因为汽车电子化的升级、LED 照明应用、物联网和智能家居的发展，拉动了片式电阻的需求，有效提升了公司陶瓷基片订单及销售额。

◆ **拓展陶瓷应用面，努力成为先进材料专家：** 公司拥有从原材料研发、核心设备自制、后道加工并规模化生产的垂直产业链制造能力，同时持续加码生产线改造，提高自动化效率，降低人工成本，提升产品良率。公司拥有产能、工艺及成本三重优势，将积极整合产业优质资源，借力资本市场，以“材料+”为经营战略，努力成为具有核心竞争优势的“先进材料专家”。陶瓷外观件是终端厂商差异化的重要竞争策略，目前工艺技术得到提升，规模效应开始显现，渗透率有望得到快速提升，公司是陶瓷后盖从粉体、成型、烧结、后道加工到表面处理垂直一体化制造的企业，占据利润制高点，将深度受益陶瓷外观产品的推广。

◆ **投资建议：** 我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.808、1.243 和 1.474 元。净资产收益率分别为 19.7%、24.7% 和 24.0%，给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：** 陶瓷外观件在终端市场需求增长不及预期；生产扩张速度不及预期；其

他可替代产品的市场竞争风险；陶瓷外观件加工成型技术路线改变；

#### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2,887.5	3,129.8	4,154.8	5,987.3	7,138.3
同比增长(%)	16.0%	8.4%	32.7%	44.1%	19.2%
营业利润(百万元)	1,169.9	1,258.0	1,652.0	2,539.2	3,011.4
同比增长(%)	18.6%	7.5%	31.3%	53.7%	18.6%
净利润(百万元)	1,059.2	1,083.4	1,407.3	2,164.3	2,566.2
同比增长(%)	21.2%	2.3%	29.9%	53.8%	18.6%
每股收益(元)	0.61	0.62	0.81	1.24	1.47
PE	38.3	37.5	28.9	18.8	15.8
PB	7.9	6.9	5.7	4.6	3.8

数据来源：贝格数据、华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2017 年营收盈利继续向上, 毛利率稳中有升.....	4
(二) 2017 年四季度营收同比增长.....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 通信部件龙头地位稳固, 陶瓷外观件贡献成长动力.....	7
(二) 开辟国内客户新的业务增量, 国内市场份额恢复增长.....	7
(三) 未来发展战略及经营计划: 拓展陶瓷应用面, 努力成为先进材料专家.....	8
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	10

## 图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5: 过往 3 年运营效率.....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率.....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
图 13: 产品细分收入 (2016 vs 2017).....	7
图 14: 产品细分毛利率 (2016 vs 2017).....	7
图 13: 市场细分收入 (2016 vs 2017).....	7
图 14: 市场细分毛利率 (2016 vs 2017).....	7
表 1: 收入及毛利率的业务分布.....	9

## 一、财务数据分析

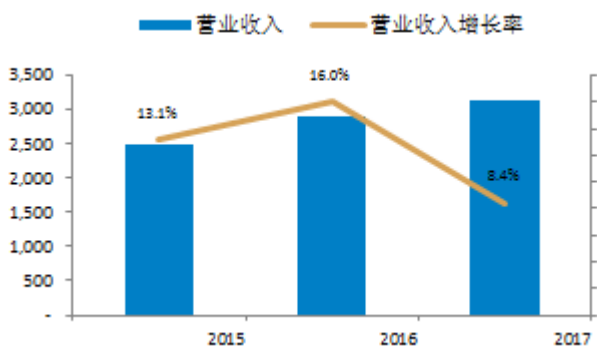
公司 2017 年销售收入同比上升 8.39% 达到 31.30 亿人民币，毛利率水平为 48.6%，同比上升 0.7 个百分点，归属母公司股东净利润为 10.83 亿元，同比上升 2.29%。每股净利润 0.63 元，同比上升 1.61%。公司所处行业整体向好，同时公司发挥技术优势、研发优势、管理优势等，在保持拳头产品通信部件竞争优势的同时，进一步提高各大产品的市场占有率，多个产品销售增长态势良好，业绩稳步上升。在现有产品市场取得良好增长的同时，公司基于“材料+”的企业战略定位，积极推进新产品的研发和新市场的开拓。

### （一）2017 年营收盈利继续向上，毛利率稳中有升

2017 年全年销售收入 31.30 亿元人民币，同比上升 8.39%。5G 商业化的推进以及产业链的成熟，为通信行业的未来成长空间提供良好的预期。公司采取主动竞争的市场策略，大幅提升了光通信产品的市场份额。同时公司陶瓷外观件实现量产出货，手机陶瓷外观件已应用于小米 5、小米 MIX、小米 6、小米 MIX2、一加 X、Essential Phone 等机型，推动全年业绩成长。半导体部件、电子元件材料、电子元件等产品销售额明显增长。

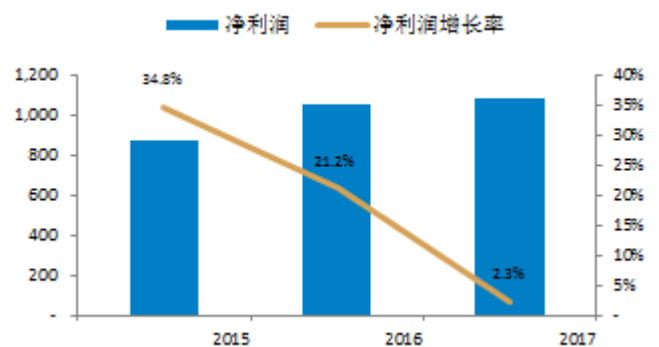
2017 年归属上市公司股东净利润为 10.83 亿元，同比上升 2.29%，每股净利润 0.63 元，同比上升 1.61%。公司净利润增速低于营收增速的主要原因是各项费用同比上升，公司的工资福利待遇提升，工资福利相关支出相应增加，同时汇率变动造成较大汇兑损失金额。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 3 年净利润及增长率

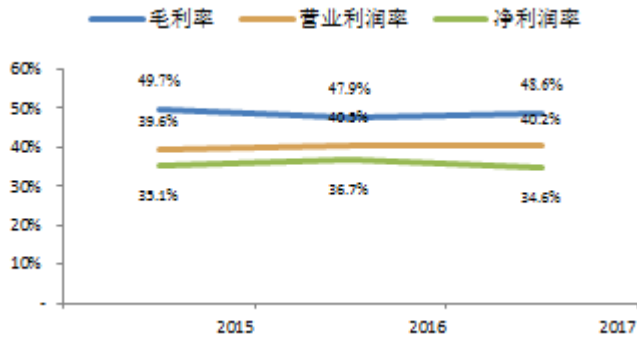


资料来源：Wind，华金证券研究所

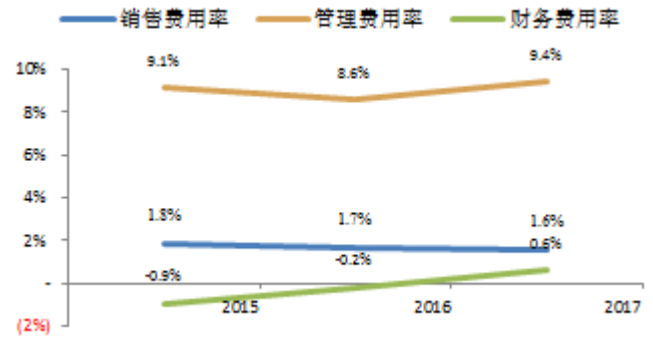
公司 2017 年全年毛利率为 48.6%，同比上升 0.7 个百分点，公司陶瓷外观件新品毛利率较好，加之整体产品结构有所调整和改善，提升了毛利率水平。公司财务费用率同比上升 0.8 个百分点，主要是因为汇率变动较大汇兑损失金额，管理费用率同比提升 0.8 个百分点，主要是因为公司提升了的工资福利待遇，销售费用率同比微降 0.1 个百分点为 1.6%。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率

图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

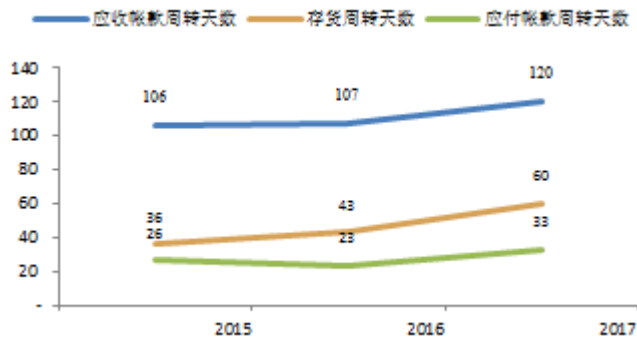


资料来源: Wind, 华金证券研究所

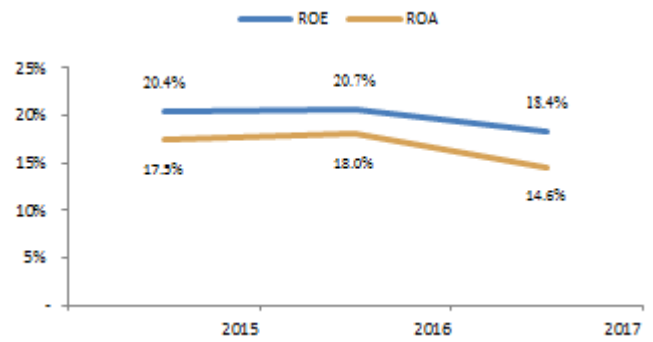
2017 年公司应收账款周转天数为 120 天, 存货周转天数为 60 天, 应付账款周转天数为 33 天。公司 2017 年的 ROE 与 ROA 分别同比下滑 2.3 和 3.4 个百分点, 为 18.4% 和 14.6%。

图 5: 过往 3 年运营效率

图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

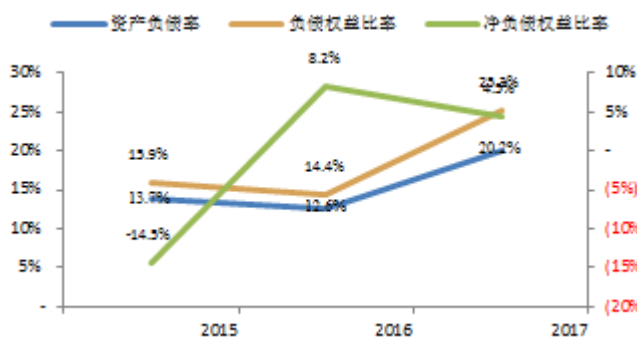


资料来源: Wind, 华金证券研究所

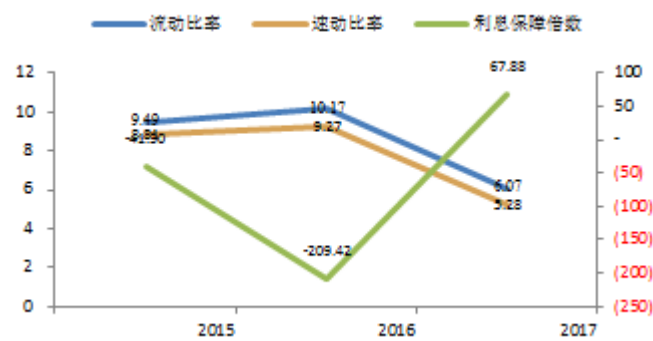
2017 年公司的资产负债率和负债权益比均实现同比提升, 分别为 20.2% 和 25.3%, 净负债权益比率下调为 4.5%。

图 7: 过往 3 年负债率

图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所



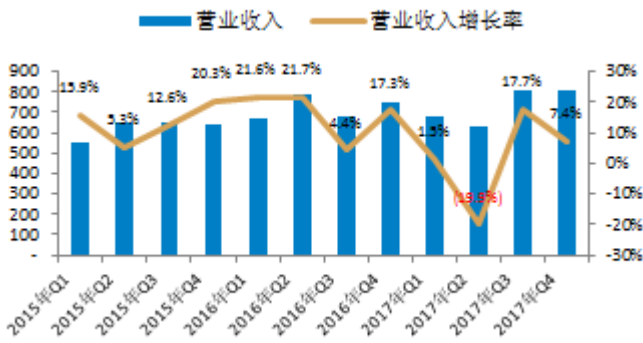
资料来源: Wind, 华金证券研究所

短期偿债能力方面, 2017 年流动比率、速动比率同比下调, 分别为 6.07 和 5.28, 公司年利息保障倍数出现较大提升, 达到 67.88 倍。

## (二) 2017 年四季度营收同比增长

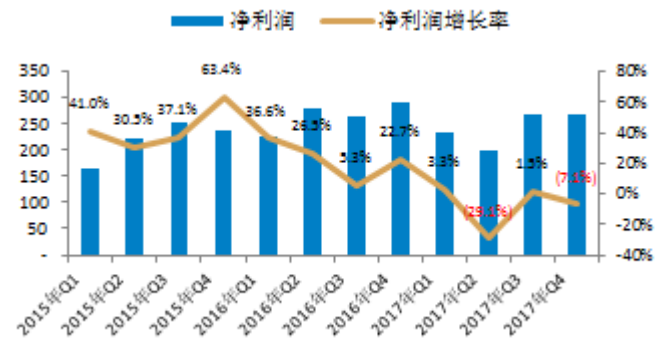
2017 年第四季度公司实现营业收入为 10.17 亿元，同比增长 7.4%，归属上市公司股东净利润为 3.84 亿元，同比下降 7.1%。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

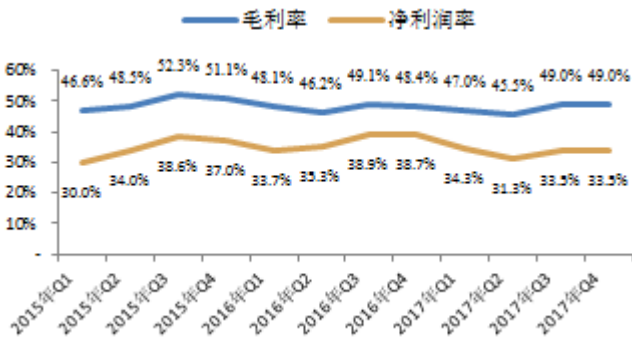
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

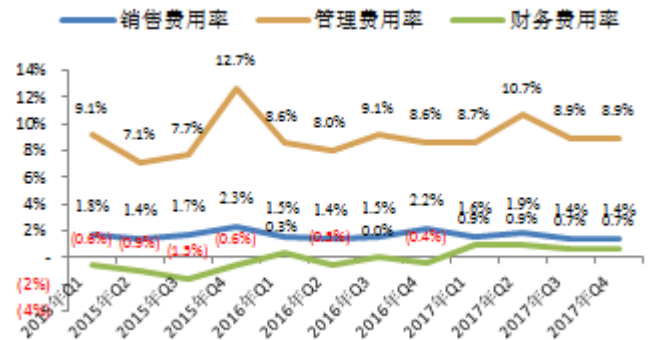
2017 年第四季度，公司毛利率水平为 49.0%，同比上升 0.6 个百分点。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.4%、8.9%、0.7%。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

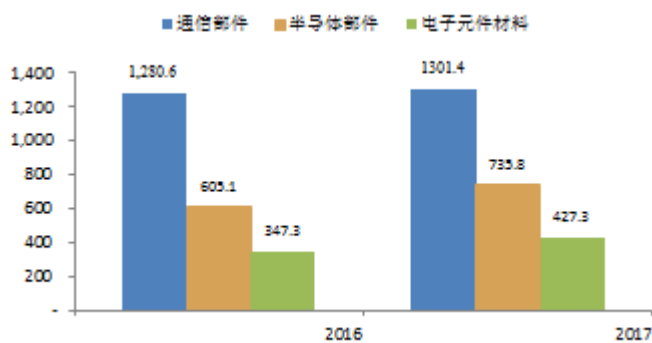
## 二、经营状况分析

产品布局方面，公司主要从事电子陶瓷类电子元件及新材料的研发、生产和销售，主要包括通信部件、半导体部件、电子元件材料、电子元件、压缩机部件、燃料电池部件、新材料等的生产和研发，公司产品主要应用于电子、通信、消费类电子产品、工业用电子设备和新能源等领域。

### （一）通信部件龙头地位稳固，陶瓷外观件贡献成长动力

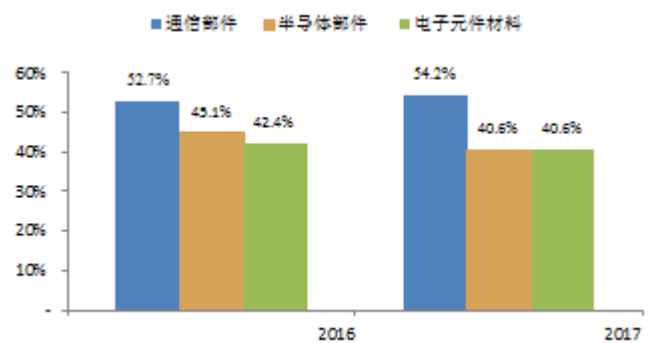
2017 年光通讯陶瓷零件销售收入同比增长 1.6% 达到 13.0 亿元，公司在保持拳头产品通信部件竞争优势，采取主动竞争的市场策略，大幅提升了光通信产品的市场份额，同时陶瓷外观件在多款机型去托量产，成为公司营业收入新的增长点。半导体部件销售收入同比增长 21.6% 达到 7.36 亿元，物联网技术带动晶体频率元件的市场需求，公司陶瓷封装基座在晶体频率元件市场占有率逐步提升，公司指纹识别系统用功能陶瓷片订单平稳增长。电子元件材料同比上升 23.0% 达到 1.90 亿元，主要是因为汽车电子化的升级、LED 照明应用、物联网和智能家居的发展，拉动了片式电阻的需求，有效推升了公司陶瓷基片订单及销售额。

图 13：产品细分收入（2016 vs 2017）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：产品细分毛利率（2016 vs 2017）



资料来源：Wind，华金证券研究所

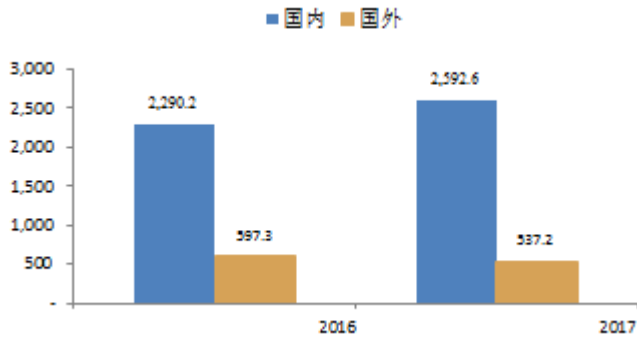
产品细分毛利率方面，公司光通讯陶瓷零件为 54.2%，同比上升 1.5 个百分点，主要是因为毛利较高的陶瓷外观件业务实现较大增长，产品结构的调整和改善优化整体毛利。半导体部件的毛利率为 40.6%，同比下滑 4.5 个百分点，电子元件材料为 44.6%，同比上升 2.2 个百分点。

### （二）开辟国内客户新的业务增量，国内市场份额恢复增长

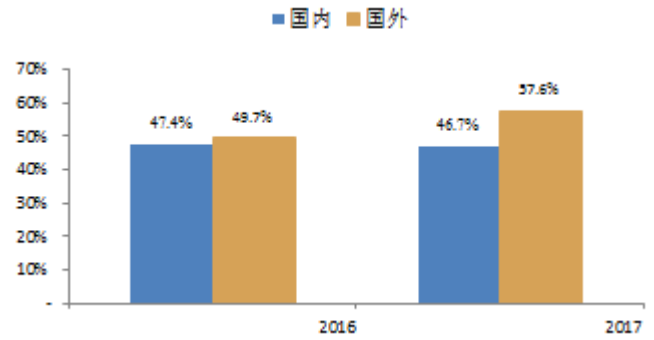
2017 年公司国内市场销售收入占总收入 82.8%，相比 2016 年同比提升 3.5 个百分点，主要是因为公司在巩固国内客户的基础上开辟新的业务增长。海外市场收入占比 17.2%。

图 15：市场细分收入（2016 vs 2017）

图 16：市场细分毛利率（2016 vs 2017）



资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

2017 年公司国内市场的毛利率 46.7%，同比下降 0.7 个百分点，海外市场毛利率 57.6%，同比上升 7.9 个百分点。

### （三）未来发展战略及经营计划：拓展陶瓷应用面，努力成为先进材料专家

公司深耕陶瓷材料领域近半个世纪，经过多年的科技创新、技术升级和管理优化，已逐渐成为一家以新型功能陶瓷和电子陶瓷元器件为依托，集材料、产品、装备研发与制造为一体的综合性集团公司。公司积极整合产业优质资源，借力资本市场，以“材料+”为经营战略，努力成为具有核心竞争优势的“先进材料专家”。

公司拥有从原材料研发、核心设备自制、后道加工并规模化生产的垂直产业链制造能力，同时持续加码生产线改造，提高自动化效率，降低人工成本，提升产品良率。公司拥有产能、工艺及成本三重优势，随着持续创新，公司将和行业一起迈向更加智能科技的未来。

新的一年，公司将沿着既定的发展战略稳步发展。具体发展战略如下：

#### （1）近期发展战略

通过持续地实施较大规模的技术改造和规模扩张，做强、做大、做优现有主营业务产品，进一步提高产业集中度，巩固和扩大在国内外同行竞争中的“话语权”。

开发陶瓷新材料应用，发展智能终端和智能穿戴产品陶瓷外观件及模组，整合产业链上的优质资源，发挥公司在先进陶瓷材料行业的技术、规模化生产方面的优势，打通产业链的瓶颈，做大做强陶瓷外观件及模组业务。

#### （2）中远期发展战略

升级产业结构，开发并量产一批与低碳产业、节能产业和绿色环保产业等新兴战略产业相关联的先进陶瓷材料与产品，并使之成为公司的支柱性产品。

研发新型的功能陶瓷材料和电子浆料，并进军新能源领域，开发具有核心技术支撑的新型终端应用产品，打造具有国际影响力的“先进材料专家”技术品牌。



### 三、盈利预测及投资建议

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.808、1.243 和 1.474 元。净资产收益率分别为 19.7%、24.7% 和 24.0%，给予买入-B 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

公司通信部件部分，光通讯陶瓷零件将随着 5G 到来和光纤到户出货量将持续放大，公司市场占有率将继续提升；陶瓷外观件随着前道粉体产能的增加和工艺进步，在智能终端的渗透率快速增长，产品销量将实现大幅增长。

公司半导体部件中，物联网技术的广泛应用及快速推进，带动公司陶瓷封装基座在晶体频率元件市场的产品优势进一步扩大，市场占有率逐步提升，指纹识别系统用功能陶瓷片在订单平稳增长。

公司电子元件材料方面，汽车电子化的升级、LED 照明应用场景的不断扩大、物联网的发展以及智能家居的推广将不断扩大陶瓷基片的市场空间。

盈利能力方面，公司通信部件光通信产品价格逐步平稳和陶瓷外观件技术的成熟将推升毛利率，整体由于产品结构方面的变化，使得公司的综合毛利率稳中有升。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入</b>	<b>1,302.80</b>	<b>2,165.00</b>	<b>3,837.10</b>	<b>4,723.00</b>	<b>5,102.50</b>
<b>YoY</b>	<b>16.00%</b>	<b>8.39%</b>	<b>32.75%</b>	<b>44.11%</b>	<b>19.22%</b>
通信部件	1,280.58	1,301.39	2,121.14	3,525.23	4,474.80
半导体部件	605.1	735.8	827.8	1,126.6	1,251.6
电子元件材料	347.3	427.3	537.8	554.0	570.6
电子元件	181.8	271.8	247.9	254.0	256.1
压缩机部件	112.3	149.8	128.5	128.5	128.5
燃料电池隔膜板	215.1	94.4	127.3	218.2	257.8
其他	145.3	149.4	164.3	180.8	198.8
<b>毛利率</b>	<b>47.91%</b>	<b>48.60%</b>	<b>51.40%</b>	<b>51.12%</b>	<b>51.49%</b>
通信部件	52.69%	54.16%	50.00%	50.00%	50.60%
半导体部件	45.05%	40.57%	43.39%	40.00%	40.00%
电子元件材料	24.36%	40.57%	39.26%	39.26%	39.26%
电子元件			31.42%	31.38%	31.37%
压缩机部件			40.0%	40.0%	40.0%
燃料电池隔膜板			38.0%	38.0%	38.0%
其他			40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，随着生产销售规模的扩张，公司的整体费用率水平有所下降。资本开支方面，在随着南充扩产项目的推进，公司仍将维持一定资本开支投入。

## 四、风险提示

陶瓷外观件在终端市场需求增长不及预期；

生产扩张速度不及预期；

其他可替代产品的市场竞争风险；

陶瓷外观件加工成型技术路线改变；



## 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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)