



2018年08月29日

增持(首次评级)

当前价: 25.10元

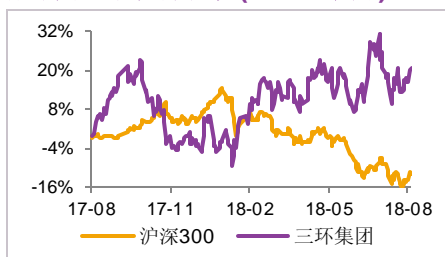
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 彭星煜

电话: 010-66235716
邮箱: pengxingyu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	3130	4337	5698	7199
(+/-)	8.4%	38.6%	31.4%	26.4%
归母净利润	1083	1476	1914	2389
(+/-)	2.3%	36.2%	29.7%	24.8%
EPS(元)	0.62	0.85	1.10	1.37
P/E	32	29	23	18

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《20161104 三环集团(300408)深度_光通信陶瓷零件龙头, 重磅产品推出可期》
2016-11-04

《20170215 三环集团_【联讯通信事件点评】强强合作将大大加速手机陶瓷后盖市场化推进》
2017-02-16

《三环集团(300408)_【联讯通信年报点评】业绩符合预期, 预计小米6将大卖促陶瓷后盖放量》
2017-04-20

三环集团(300408.SZ)

【联讯电子中报点评】三环集团：下游需求旺盛，多业务快速增长

投资要点

◇ 事件

三环集团公布 2018 年半年报。2018H1 公司实现营业收入 17.77 亿元，同比增长 36%，实现归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.52、5.24 亿元，同比分别增长 28%、42%。

◇ 营收、净利润持续增长，毛利率进一步提升

2018H1 公司实现营业收入 17.77 亿元，同比增长 36%，主要是电子元件、电子原材料、通信部件需求增长带动营业收入增加。2018Q2 实现营业收入 9.7 亿元，同比增长 54%。

公司实现归母净利润 5.52 亿元，同比增长 28%。实现扣非归母净利润 5.24 亿元，同比增长 42%。2018Q2 公司实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 52%。实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比增长 64%。

期间费用率 14.25%，相比 2017 年增长+2.72 个百分点。管理费用率 11.88%，相比 2017 年增长+2.48 个百分点。销售费用率 1.67%，相比 2017 年增长+0.11 个百分点。财务费用率 0.69%，相比 2017 年增长+0.12 个百分点。2018Q2 期间费用率 13.34%，同比增长-0.09 个百分点，环比增长-2.0 个百分点。管理费用率 11.14%，同比增长+0.48 个百分点，环比增长-1.63 个百分点。销售费用率 1.58%，同比增长-0.29 个百分点，环比增长-0.21 个百分点。财务费用率 0.62%，同比增长-0.28 个百分点，环比增长-0.16 个百分点。

公司毛利率 52.34%，相比 2017 年增长+3.74 个百分点。净利率 31.19%，增长-3.5 个百分点。2018Q2 公司毛利率 52.39%，同比增长+6.9 个百分点，环比增长+0.11 个百分点。净利率 31.07%，同比增长-0.22 个百分点，环比增长-0.27 个百分点。

◇ 下游需求旺盛，多业务快速增长

受益于汽车电子、LED 照明、物联网技术、智能家居等下游行业的发展，公司电子元件、电子元件材料、通信部件业务销售额明显增长，市场份额进一步提升。下游需求旺盛，被动元件市场持续景气，MLCC 供不应求、价格不断上涨。公司由于技术优势和品牌效应，MLCC 产品销售规模扩大。片式电阻应用领域逐渐拓宽，陶瓷基片需求攀升，市场空间不断扩大。光纤陶瓷插芯和套筒价格企稳，基站、数据中心建设的推进、光纤入户覆盖率的提升助力该业务增长。5G、无线充电对手机外壳提出新的要求，陶瓷材料以其特点而具有一席之地，公司手机陶瓷外观件应用于多款热销智能终端，产能逐步释放，产品产销两旺，业务增长强劲。物联网不断推进，市场对晶体频率元件需求扩大，公司陶瓷封装基座在晶体频率元件市场的产品优势进



进一步扩大，市场占有率逐步提升。通信滤波器市场也在持续增长，从而扩大滤波器陶瓷封装基座的市场规模，为公司的业务增长提供了空间。

公司围绕先进陶瓷材料布局并不断拓展业务领域，形成了较高的进入壁垒。随着物联网、汽车电子、5G 等下游新应用的兴起，公司业绩有望进一步增长。

◇ 盈利预测与投资建议

预计 2018~2020 年公司 EPS 分别为 0.85、1.10、1.37 元，分别对应 29、23、18 X PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

◇ 风险提示

1、新产品研发进度不及预期的风险；2、新应用推广不及预期的风险；3、被动元件景气度下滑的风险；4、新技术渗透不及预期的风险。



目 录

一、事件	4
二、营收、净利润持续增长，毛利率进一步提升	4
三、下游需求旺盛，多业务快速增长	5
四、盈利预测与投资建议	6
五、风险提示	6

图表目录

图表 1： 2013~2018H1 三环集团营业收入和增长率	4
图表 2： 2015Q1~2018Q2 三环集团营业收入和增长率	4
图表 3： 2013~2018H1 三环集团归母净利润、扣非归母净利润及增长率	4
图表 4： 2015Q1~2018Q2 三环集团归母净利润、扣非净利润、增长率	4
图表 5： 2013~2018H1 三环集团各项费用率	5
图表 6： 2015Q1~2018Q2 三环集团各项费用率	5
图表 7： 2013~2018H1 三环集团毛利率、净利率	5
图表 8： 2015Q1~2018Q2 三环集团毛利率、净利率	5
图表 9： 三环集团 PE Band	6
图表 10： 三环集团 PB Band	6
附录： 公司财务预测表（百万元）	7



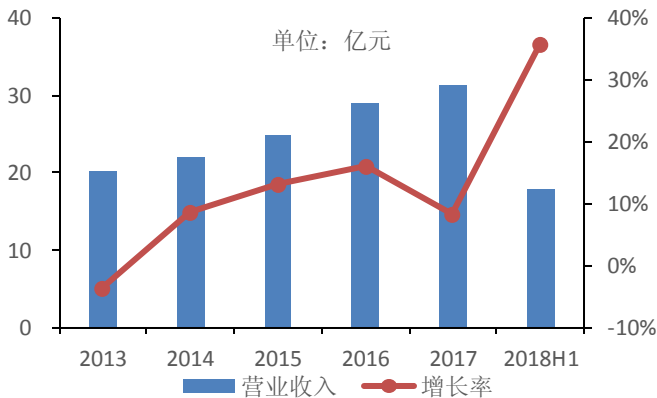
一、事件

三环集团公布 2018 年半年报。2018H1 公司实现营业收入 17.77 亿元，同比增长 36%，实现归母净利润、扣非归母净利润分别为 5.52、5.24 亿元，同比分别增长 28%、42%。

二、营收、净利润持续增长，毛利率进一步提升

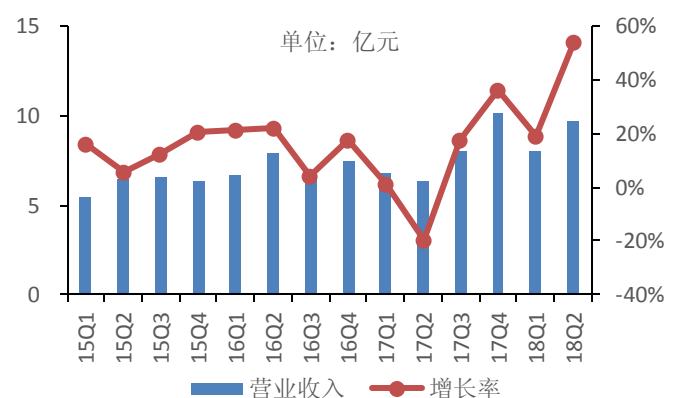
三环集团公布 2018 年半年报。2018H1 公司实现营业收入 17.77 亿元，同比增长 36%，主要是电子元件、电子原材料、通信部件需求增长带动营业收入增加。2018Q2 实现营业收入 9.7 亿元，同比增长 54%。

图表1： 2013~2018H1 三环集团营业收入和增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表2： 2015Q1~2018Q2 三环集团营业收入和增长率

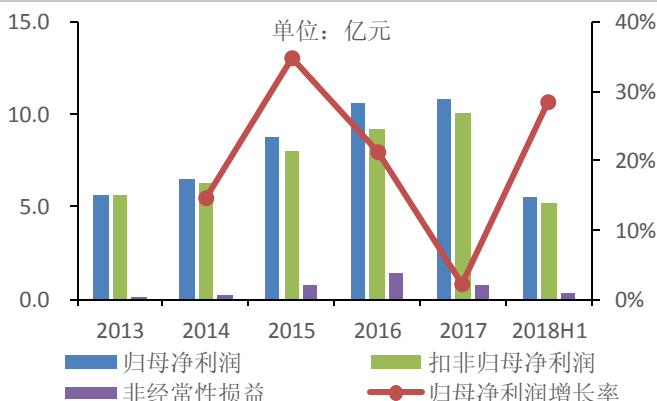


资料来源：联讯证券

2018H1 公司实现归母净利润 5.52 亿元，同比增长 28%。实现扣非归母净利润 5.24 亿元，同比增长 42%。

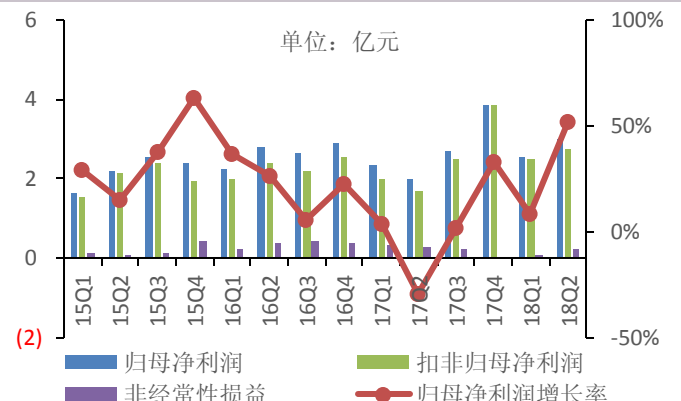
2018Q2 公司实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 52%。实现扣非归母净利润 2.76 亿元，同比增长 64%。

图表3： 2013~2018H1 三环集团归母净利润、扣非归母净利润及增长率



资料来源：Wind、联讯证券

图表4： 2015Q1~2018Q2 三环集团归母净利润、扣非归母净利润、增长率



资料来源：联讯证券

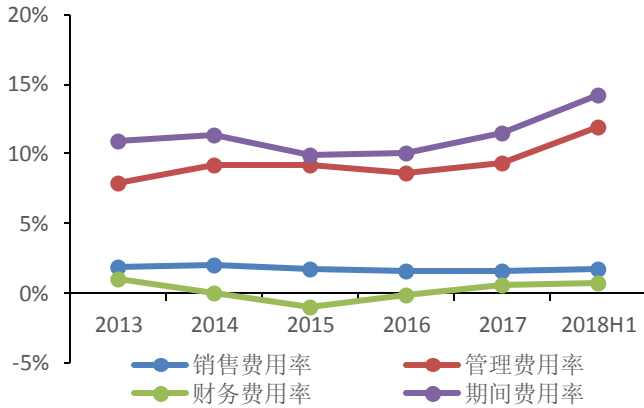
2018H1 期间费用率 14.25%，相比 2017 年增长+2.72 个百分点，主要是管理费用率增长。管理费用率 11.88%，相比 2017 年增长+2.48 个百分点，主要是研发支出、限制性股票分摊费用大幅增加。销售费用率 1.67%，相比 2017 年增长+0.11 个百分点，主



要是人员工资、运费增长。财务费用率 0.69%，相比 2017 年增长+0.12 个百分点。

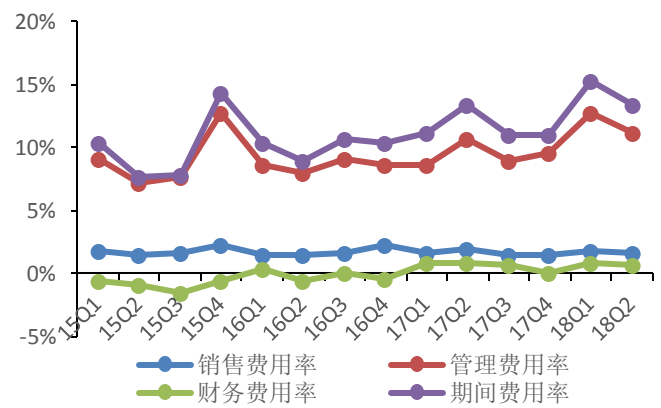
2018Q2 期间费用率 13.34%，同比增长-0.09 个百分点，环比增长-2.0 个百分点。管理费用率 11.14%，同比增长+0.48 个百分点，环比增长-1.63 个百分点。销售费用率 1.58%，同比增长-0.29 个百分点，环比增长-0.21 个百分点。财务费用率 0.62%，同比增长-0.28 个百分点，环比增长-0.16 个百分点。

图表5： 2013~2018H1 三环集团各项费用率



资料来源：Wind、联讯证券

图表6： 2015Q1~2018Q2 三环集团各项费用率

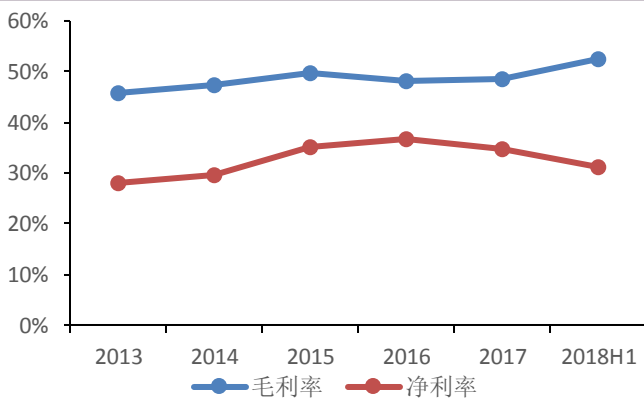


资料来源：Wind、联讯证券

2018H1 公司毛利率 52.34%，相比 2017 年增长+3.74 个百分点。净利率 31.19%，增长-3.5 个百分点。

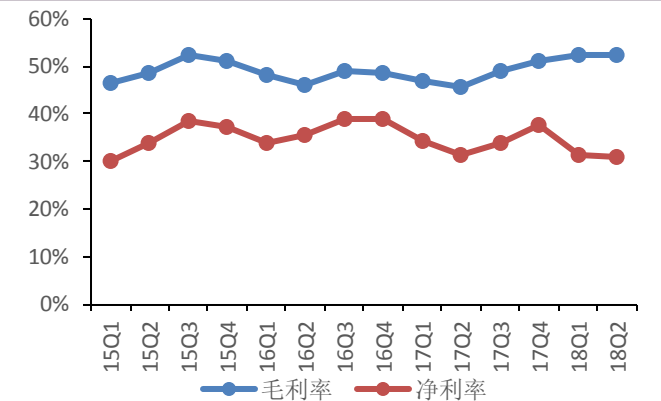
2018Q2 公司毛利率 52.39%，同比增长+6.9 个百分点，环比增长+0.11 个百分点。净利率 31.07%，同比增长-0.22 个百分点，环比增长-0.27 个百分点。

图表7： 2013~2018H1 三环集团毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券

图表8： 2015Q1~2018Q2 三环集团毛利率、净利率



资料来源：Wind、联讯证券

通信部件、半导体部件、电子元件材料、电子元件营业收入分别为 6.78、3.33、2.96、2.46 亿元，同比分别增长 37.5%、-7.18%、63.38%、110.45%，毛利率分别为 50.15%、44.49%、52.58%、62.79%，同比分别增长-3.74、5.22、8.36、19.85 个百分点。

三、下游需求旺盛，多业务快速增长

受益于汽车电子、LED 照明、物联网技术、智能家居等下游行业的发展，公司电子元件、电子元件材料、通信部件业务销售额明显增长，市场份额进一步提升。下游需求旺盛，被动元件市场持续景气，MLCC 供不应求、价格不断上涨。公司由于技术优势和



品牌效应，MLCC 产品销售规模扩大。片式电阻应用领域逐渐拓宽，陶瓷基片需求攀升，市场空间不断扩大。光纤陶瓷插芯和套筒价格企稳，基站、数据中心建设的推进、光纤入户覆盖率的提升助力该业务增长。5G、无线充电对手机外壳提出新的要求，陶瓷材料以其特点而具有一席之地，公司手机陶瓷外观件应用于多款热销智能终端，产能逐步释放，产品产销两旺，业务增长强劲。物联网不断推进，市场对晶体频率元件需求扩大，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。通信滤波器市场也在持续增长，从而扩大滤波器陶瓷封装基座的市场规模，为公司的业务增长提供了空间。

公司围绕先进陶瓷材料布局并不断拓展业务领域，形成了较高的进入壁垒。随着物联网、汽车电子、5G 等下游新应用的兴起，公司业绩有望进一步增长。

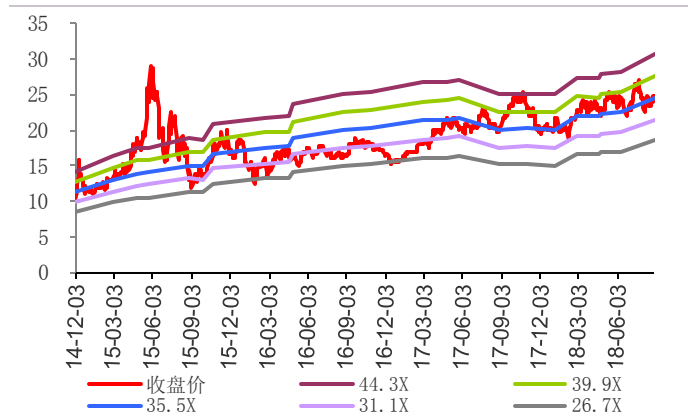
四、盈利预测与投资建议

预计 2018~2020 年公司 EPS 分别为 0.85、1.10、1.37 元，分别对应 29、23、18 X PE。首次覆盖，给予“增持”评级。

五、风险提示

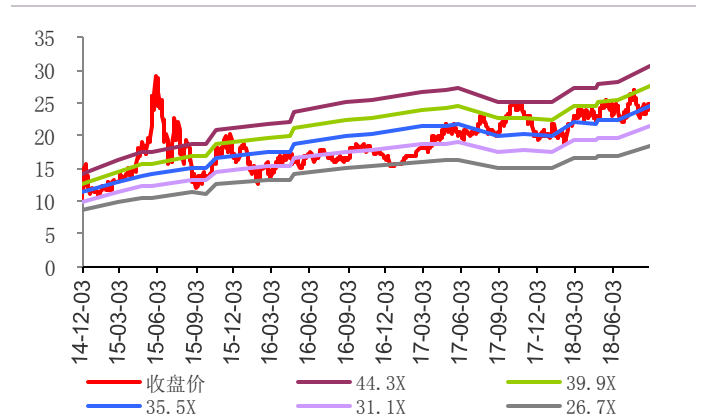
1、新产品研发进度不及预期的风险；2、新应用推广不及预期的风险；3、被动元件景气度下滑的风险；4、新技术渗透不及预期的风险。

图表9： 三环集团 PE Band



资料来源：Wind、联讯证券

图表10： 三环集团 PB Band



资料来源：Wind、联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,876	5,851	7,022	8,777	经营活动现金流	977	1,319	1,715	2,144
货币资金	494	780	1,313	1,718	净利润	1,086	1,479	1,919	2,395
应收账款	1,138	1,537	1,998	2,497	折旧摊销	169	237	308	386
其它应收款	38	52	67	84	财务费用	18	30	40	50
预付账款	16	21	27	34	投资损失	-88	-61	-61	-61
存货	640	896	1,210	1,513	营运资金变动	-37	694	953	1,560
其他	2,550	2,566	2,406	2,931	其它	-171	-1,061	-1,444	-2,186
非流动资产	2,558	3,070	3,377	3,546	投资活动现金流	-1,113	-1,113	-779	-935
长期股权投资	101	117	128	141	资本支出	820	820	820	410
固定资产	1,476	1,698	1,868	2,054	长期投资	101	117	128	141
无形资产	273	301	316	331	其他	-192	-177	169	-384
其他	707	955	1,065	1,019	筹资活动现金流	80	80	-402	-804
资产总计	7,434	8,921	10,398	12,323	短期借款	0	0	0	0
流动负债	803	1,084	1,301	1,496	长期借款	312	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-232	80	-402	-804
应付账款	369	499	648	810	现金净增加额	-56	286	533	404
其他	433	585	652	685					
非流动负债	696	418	418	418	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	312	0	0	0	成长能力				
其他	384	418	418	418	营业收入	8.39%	38.58%	31.36%	26.36%
负债合计	1,499	1,501	1,718	1,913	营业利润	7.5%	36.9%	29.59%	25.06%
少数股东权益	38	45	52	58	归属母公司净利润	2.29%	36.25%	29.69%	24.81%
归属母公司股东权益	5,898	7,374	8,628	10,352	获利能力				
负债和股东权益	7,434	8,921	10,398	12,323	毛利率	48.60%	51.68%	50.35%	49.83%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	净利率	34.62%	34.03%	33.60%	33.19%
营业收入	3,130	4,337	5,698	7,199	ROE	19.60%	22.16%	23.83%	25.09%
营业成本	1,609	2,096	2,829	3,612	偿债能力				
营业税金及附加	33	43	56	70	资产负债率	20.16%	16.83%	16.52%	15.53%
销售费用	49	68	89	112	流动比率	607.36%	539.87%	539.87%	586.82%
管理费用	294	477	598	720	速动比率	527.60%	457.16%	446.82%	485.67%
财务费用	18	30	40	50	营运能力				
资产减值损失	12	56	22	28	总资产周转率	0.47	0.53	0.59	0.63
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.08	3.24	3.22	3.20
投资净收益	88	88	88	88	应付帐款周转率	5.61	4.83	4.93	4.95
其他收益	56	67	80	97					
营业利润	1,258	1,722	2,231	2,790	每股指标(元)				
营业外收入	10	10	13	15	每股收益	0.62	0.85	1.10	1.37
营业外支出	1	1	1	1	每股经营现金	0.56	0.76	0.98	1.23
利润总额	1,266	1,731	2,243	2,805	每股净资产	3.41	4.26	4.99	5.98
所得税	181	252	325	410	估值比率				
净利润	1,086	1,479	1,919	2,395	P/E	32.40	29.23	22.54	18.06
少数股东损益	2	3	4	5	P/B	5.91	5.81	4.97	4.14
归属母公司净利润	1,083	1,476	1,914	2,389	EV/EBITDA	27.73	22.39	17.15	13.65
EBITDA	1,302	1,959	2,540	3,176					



分析师简介

王风华: 中国人民大学硕士研究生, 现任联讯证券研究院执行院长。2016 年加入联讯证券, 证书编号: S0300516060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于 10%;

增持: 相对大盘涨幅在 5%~10%之间;

持有: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持: 相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

增持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报高于基准指数 5%以上;

中性: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来报告期内, 行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com