

2018年08月31日

## 三环集团 (300408.SZ)

## 动态分析

### 二季度延续高增速，期待陶瓷产品多点发力

#### 投资要点

◆ **公司动态：**公司发布 2018 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 17.78 亿元，同比上升 35.8%，毛利率 52.3%，同比上升 6 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 5.52 亿元，同比上升 28.4%，每股收益 0.32 元，同比上升 28%。第二季度单季度实现销售收入 9.70 亿元，同比上升 53.6%，归属上市公司股东净利润 3.00 亿元，同比上升 50.2%。

◆ **二季度延续高增速，多产品需求强劲提振业绩增长：**公司 2018 年上半年销售收入实现 17.77 亿元，同比上升 35.8%，Q2 收入为 9.70 亿元，同比上升 53.6%。上半年公司实现归属母公司股东净利润 5.52 亿元，同比提升 28.37%，Q2 实现归属母公司股东净利润为 3.00 亿元，同比上升 50.2%。公司业绩保持连续两个季度高速增长的主要原因是在拳头产品通信部件竞争壁垒得到巩固，市场需求在物联网、5G 和汽车电子化推动下提升，电子元件、电子元件材料、通信部件等产品销售额增长明显，市场占有率持续提升，给公司业绩带来较大涨幅。

◆ **产品结构优化，毛利率顺应景气度提升：**公司上半年主营业务毛利率为 52.3%，同比提升 6 个百分点，Q2 毛利率同比提升 6.9 个百分点为 52.4%。公司电子元件、电子元件材料、通信部件等销售额增长明显，产品结构调整带来毛利的提升。主要产品通信部件产品收入为 6.78 亿元，同比上升 37.5%，通信部件中陶瓷插芯需求保持增长且价格企稳，陶瓷外观件产品应用于 Mix2S、OPPO R15 手机贡献收入增长，毛利率同比基本持平。半导体部件产品收入为 3.33 亿元，同比下降 7.2%，收入下滑主要受指纹片产品影响，而陶瓷封装基座产品在物联网带动下市场占有率逐步提升，带动毛利率同比提升 5.2% 达到 44.5%。电子元件材料产品收入 2.96 亿元，同比上升 63.4%，公司片式电阻的应用领域逐渐拓宽，陶瓷基片的需求不断提升，毛利率受益价格上涨趋势同比大幅提升 8.4 个百分点为 52.6%。电子元件为 MLCC 和电阻，收入同比大幅提升 110.45% 来到 2.46 亿，主要是因 MLCC 产品供不应求，产销两旺。

◆ **供给优化巩固市场地位，期待陶瓷产品多点发力：**公司立足于在“质”和“量”方面满足客户需求，稳固提升现有客户订单份额，并积极开发新用户，扩大市场覆盖面，提升市场占有率，形成较高的行业进入壁垒，巩固了产品市场地位。下半年手机新品发布季来临，公司陶瓷外观件产能有望实现产销两旺。5G 标准化进程不断推进，光纤网络新建与升级，传输网与互联网及数据通信领域的投资继续增加，光通信市场将保持平稳增长。受益于 5G 通信、智能制造、物联网和汽车自动驾驶等产业的大力发展，片式电阻、陶瓷基片、MLCC 和陶瓷封装基座等产品的市场需求不断提升，公司陶瓷产品市场空间广阔。

◆ **投资建议：**我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.79、1.18 和 1.35 元。净资产收益率分别为 19.3%、23.7% 和 22.5%，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；陶瓷元件产品景气度下滑风险；

电子元器件 | 其他元器件 III

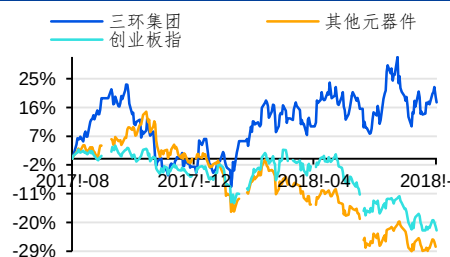
投资评级 买入-A(维持)

股价(2018-08-31) 24.13 元

#### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 42,013.56     |
| 流通市值(百万元) | 39,506.14     |
| 总股本(百万股)  | 1,741.13      |
| 流通股本(百万股) | 1,637.22      |
| 12 个月价格区间 | 18.25/27.19 元 |

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

|      |      |       |       |
|------|------|-------|-------|
| 升幅%  | 1M   | 3M    | 12M   |
| 相对收益 | 9.09 | 19.49 | 41.92 |
| 绝对收益 | 1.11 | 2.63  | 19.98 |

#### 分析师

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

#### 报告联系人

陈韵谜  
chenyunmi@huajinsc.cn  
021-20377060

#### 相关报告

三环集团：营收盈利继续向上，陶瓷外观件贡献成长动力 2018-04-26

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

生产扩张速度不及预期；

#### 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 | 4,047.9 | 5,363.2 | 6,335.1 |
| 同比增长(%)   | 16.0%   | 8.4%    | 29.3%   | 32.5%   | 18.1%   |
| 营业利润(百万元) | 1,169.9 | 1,258.0 | 1,610.9 | 2,412.3 | 2,753.6 |
| 同比增长(%)   | 18.6%   | 7.5%    | 28.0%   | 49.8%   | 14.1%   |
| 净利润(百万元)  | 1,059.2 | 1,083.4 | 1,372.5 | 2,056.6 | 2,347.5 |
| 同比增长(%)   | 21.2%   | 2.3%    | 26.7%   | 49.8%   | 14.1%   |
| 每股收益(元)   | 0.61    | 0.62    | 0.79    | 1.18    | 1.35    |
| PE        | 39.7    | 38.8    | 30.6    | 20.4    | 17.9    |
| PB        | 8.2     | 7.1     | 5.9     | 4.8     | 4.0     |

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：二季度延续高增速，多产品需求强劲提振业绩增长 ..... | 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）国内外实现高增速，毛利率提升显著 .....             | 5 |
| （二）产品结构优化，毛利率顺应景气度提升 .....            | 5 |
| （三）业绩指导：供给优化巩固市场地位，陶瓷产品多点发力 .....     | 6 |
| 三、盈利预测及投资建议 .....                     | 7 |
| 四、风险提示 .....                          | 8 |

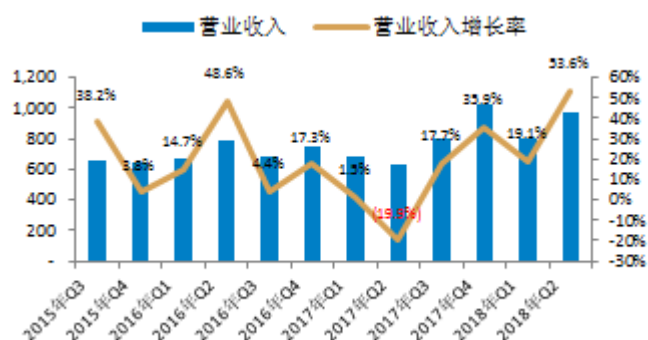
## 图表目录

|                                          |   |
|------------------------------------------|---|
| 图 2：过往 12 个季度营业收入变动 .....                | 4 |
| 图 3：过往 12 个季度净利润变动 .....                 | 4 |
| 图 2：过往 12 个季度毛利率及净利率变动 .....             | 5 |
| 图 3：过往 12 个季度主要费用率变动 .....               | 5 |
| 图 2：收入按市场细分（2017H1 v.s. 2017 H1） .....   | 5 |
| 图 3：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1） ..... | 5 |
| 图 2：收入按产品细分（2018H1 v.s. 2017H1） .....    | 6 |
| 图 3：毛利率按产品细分（2018H1 v.s. 2017 H1） .....  | 6 |
| 表 1：收入及毛利率的业务分布 .....                    | 7 |

## 一、季度业绩点评：二季度延续高增速，多产品需求强劲提振业绩增长

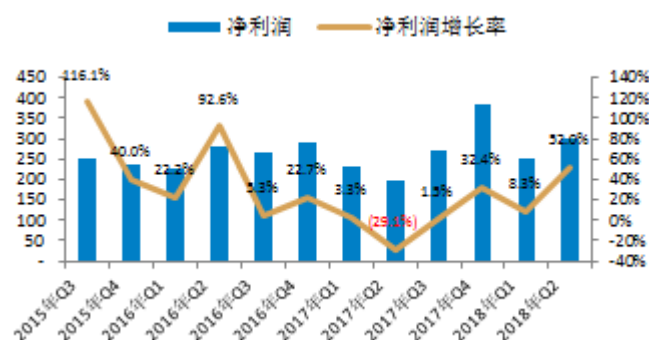
公司 2018 年上半年销售收入实现 17.77 亿元，同比上升 35.8%，其中第二季度的销售收入为 9.70 亿元，同比上升 53.6%。上半年公司实现归属母公司股东净利润 5.52 亿元，同比提升 28.37%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 3.00 亿元，同比上升 50.2%。公司业绩保持连续两个季度高速增长的主要原因是在保持拳头产品通信部件竞争优势的同时，进一步提高各大产品的市场占有率，多个陶瓷产品销售增长态势良好：MLCC 产品自 2016 年下半年起就逐渐呈现出供不应求的局面，产品景气度高，公司销售规模进一步扩大；电子元件产品受益于 5G 通信、智能制造、物联网和汽车自动驾驶等产业的大力发展，片式电阻的应用领域逐渐拓宽；光通信产品市场保持平稳增长，同时公司手机陶瓷外观件产品产能逐步释放，手机陶瓷外观件业务增长势头强劲，产销两旺；陶瓷封装基座在物联网技术的广泛应用及快速推进下，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。电子元件、电子元件材料、通信部件等产品销售额增长明显，给公司业绩带来较大涨幅。

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

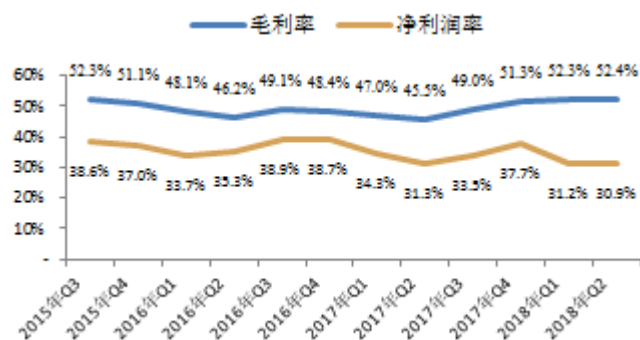
图 2：过往 12 个季度净利润变动



资料来源：Wind、华金证券研究所

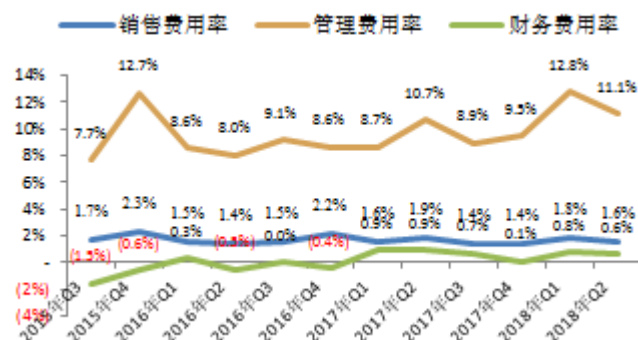
公司 2018 年上半年主营业务毛利率为 52.3%，同比上升 6 个百分点，其中第二季度的毛利率为 52.4%，同比上升 6.9 个百分点。公司电子元件、电子元件材料、通信部件等产品销售额增长明显，产品结构调整、部分产品受益涨价趋势带来毛利的提升。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 1.7%、11.9%、0.7%，三项费用率合计同比提升 1.9 个百分点，其中第二季度的分别为 1.6%、11.1%、0.6%。

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



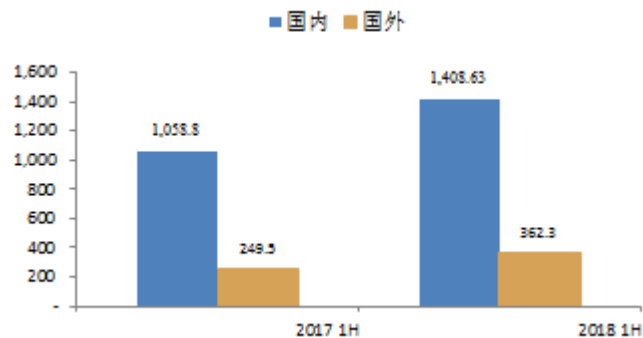
资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、经营状况点评：毛利率出现调整，龙头地位得到巩固

### （一）国内外实现高增速，毛利率提升显著

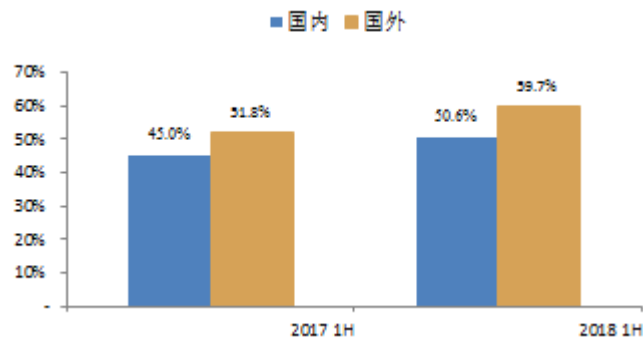
2018 年上半年，公司国内市场销售收入为 14.09 亿元，同比上升 33.0%，毛利率为 50.6%，同比上升 5.6 个百分点。海外销售收入为 3.62 亿元，同比上升 44.2%，毛利率同比上升 7.9 个百分点达到 59.7%。海内外市场需求在物联网、5G 和汽车电子化推动下提升，公司营收水平和盈利能力都得到提振。

图 5：收入按市场细分（2017H1 v.s. 2018 H1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2018 H1 v.s. 2017 H1）



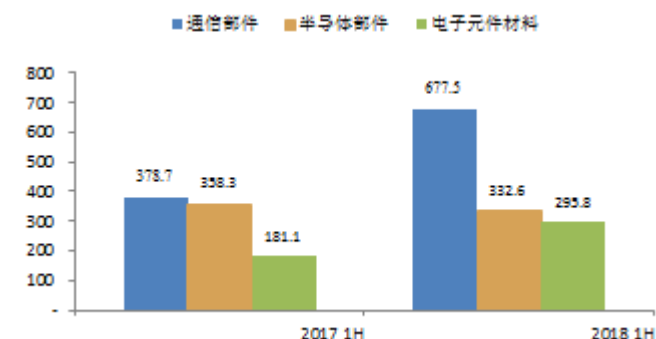
资料来源：Wind、华金证券研究所

### （二）产品结构优化，毛利率顺应景气度提升

产品细分来看，主要产品通信部件产品收入为 6.78 亿元，同比上升 37.5%，通信部件中陶瓷插芯需求保持增长且价格企稳，陶瓷外观件产品应用于 Mix2S、OPPO R15 手机贡献收入增长，毛利率同比基本持平。半导体部件产品收入为 3.33 亿元，同比下降 7.2%，收入下滑主要受指纹片产品影响，而陶瓷封装基座产品在物联网带动下市场占有率逐步提升，毛利率同比提升 5.2%

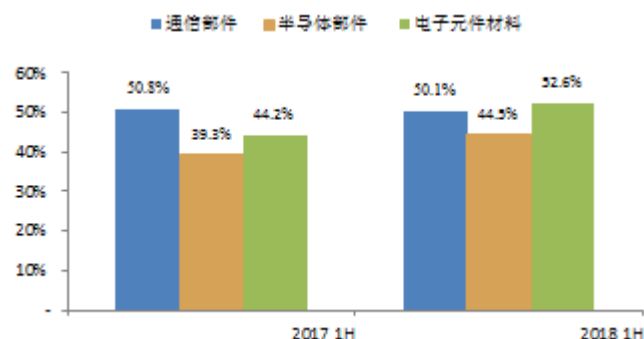
达到 44.5%。电子元件材料产品收入 2.96 亿元，同比上升 63.4%，公司片式电阻的应用领域逐渐拓宽，陶瓷基片的需求不断提升，毛利率受益价格上涨趋势同比大幅提升 8.4 个百分点为 52.6%。电子元件产品实现收入 2.46 亿，同比提升 110.45%，主要是因 MLCC 产品供不应求，产销两旺。

图 7：收入按产品细分（2018H1 v.s. 2017H1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2018H1 v.s. 2017 H1）



资料来源：Wind、华金证券研究所

### （三）业绩指导：供给优化巩固市场地位，陶瓷产品多点发力

公司未披露 2018 年前三季度业绩预告，公司立足于在“质”和“量”方面满足客户需求，稳固提升现有客户订单份额，并积极开发新用户，扩大市场覆盖面，提升市场占有率，形成较高的行业进入壁垒，巩固了产品市场地位。下半年手机新品发布季来临，公司陶瓷外观件产能有望实现产销两旺。5G 标准化进程不断推进，光纤网络新建与升级，传输网与互联网及数据通信领域的投资继续增加，光通信市场将保持平稳增长。受益于 5G 通信、智能制造、物联网和汽车自动驾驶等产业的大力发展，片式电阻、陶瓷基片、MLCC 和陶瓷封装基座等产品的市场需求不断提升，公司陶瓷产品市场空间广阔。

### 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 0.79 、 1.18 和 1.35 元。净资产收益率分别为 19.3%、23.7%和 22.5%，给予买入-A 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 推进稳定增长，公司市占率将继续提升；陶瓷外观件在智能终端随着渗透率提升，有望实现产销两旺。

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收入逐渐平稳。

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片式电阻、陶瓷基片的市场空间。

公司电子元件产品随着 MLCC 产品景气提升收入快速增长，随着行业产能逐步释放供需趋于平衡，收入稳定增长。

盈利能力方面，公司通信部件光通信产品价格逐步平稳、片式电阻、陶瓷基片、MLCC 和陶瓷封装基座的景气提升将推升毛利率，产能逐渐释放后毛利率趋于平稳。

表 1：收入及毛利率的业务分布

|        | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 收入     | 2,887.51 | 3,129.80 | 4,047.85 | 5,363.16 | 6,335.09 |
| YoY    | 16.00%   | 8.39%    | 29.33%   | 32.49%   | 18.12%   |
| 通信部件   | 1,280.58 | 1,301.39 | 1,921.14 | 2,805.23 | 3,574.80 |
| 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    |
| 毛利率    | 47.91%   | 48.60%   | 53.82%   | 52.30%   | 51.40%   |
| 通信部件   | 52.69%   | 54.16%   | 50.00%   | 50.00%   | 50.50%   |
| 半导体部件  | 45.05%   | 40.57%   | 45.37%   | 41.76%   | 40.85%   |
| 电子元件材料 | 30.42%   | 28.00%   | 52.81%   | 44.12%   | 39.75%   |

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；

陶瓷元件产品景气下滑风险；

生产扩张速度不及预期；

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 利润表

| (百万元)      | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 2,887.5 | 3,129.8 | 4,047.9 | 5,363.2 | 6,335.1 |
| 减:营业成本     | 1,504.0 | 1,608.7 | 2,080.6 | 2,476.7 | 3,021.8 |
| 营业税费       | 32.5    | 33.2    | 46.4    | 59.6    | 70.1    |
| 销售费用       | 48.0    | 48.7    | 67.6    | 87.4    | 102.5   |
| 管理费用       | 247.4   | 294.2   | 326.3   | 404.5   | 483.6   |
| 财务费用       | -5.6    | 18.0    | 22.7    | 19.3    | -3.7    |
| 资产减值损失     | -3.1    | 12.4    | -9.4    | 0.0     | 1.0     |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | 0.2     | -0.1    | 0.0     |
| 投资和汇兑收益    | 105.7   | 87.5    | 97.1    | 96.8    | 93.8    |
| 营业利润       | 1,169.9 | 1,258.0 | 1,610.9 | 2,412.3 | 2,753.6 |
| 加:营业外净收支   | 63.7    | 8.4     | 6.6     | 10.9    | 13.2    |
| 利润总额       | 1,233.6 | 1,266.5 | 1,617.5 | 2,423.2 | 2,766.8 |
| 减:所得税      | 173.7   | 180.6   | 242.6   | 363.5   | 415.0   |
| 净利润        | 1,059.2 | 1,083.4 | 1,372.5 | 2,056.6 | 2,347.5 |

## 资产负债表

|          | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 货币资金     | 456.7   | 493.7   | 1,214.4 | 1,608.9  | 2,621.2  |
| 交易性金融资产  | 3.5     | 3.5     | 3.6     | 3.5      | 3.5      |
| 应收帐款     | 910.2   | 1,176.7 | 1,322.0 | 2,039.7  | 1,995.5  |
| 应收票据     | 654.4   | 428.3   | 1,164.1 | 928.7    | 1,456.7  |
| 预付帐款     | 24.4    | 15.6    | 42.1    | 25.6     | 54.8     |
| 存货       | 406.6   | 640.3   | 403.1   | 924.7    | 776.0    |
| 其他流动资产   | 2,102.7 | 2,118.1 | 2,060.5 | 2,093.7  | 2,090.8  |
| 可供出售金融资产 | 0.5     | 0.5     | 0.5     | 0.5      | 0.5      |
| 持有至到期投资  | -       | -       | -       | -        | -        |
| 长期股权投资   | -       | 101.4   | 101.4   | 101.4    | 101.4    |
| 投资性房地产   | -       | -       | -       | -        | -        |
| 固定资产     | 1,019.5 | 1,476.4 | 1,532.9 | 1,477.7  | 1,410.7  |
| 在建工程     | 8.9     | 258.2   | 358.2   | 458.2    | 458.2    |
| 无形资产     | 231.4   | 273.3   | 281.4   | 295.6    | 313.1    |
| 其他非流动资产  | 64.5    | 448.5   | 357.4   | 374.5    | 391.2    |
| 资产总额     | 5,883.4 | 7,434.4 | 8,841.7 | 10,332.8 | 11,673.6 |
| 短期债务     | 14.0    | -       | 453.3   | 315.9    | -        |
| 应付帐款     | 285.3   | 587.9   | 336.2   | 796.2    | 658.6    |
| 应付票据     | -       | 27.6    | 5.9     | 12.9     | 17.8     |
| 其他流动负债   | 148.7   | 187.3   | 159.5   | 167.9    | 179.4    |
| 长期借款     | -       | 312.1   | 406.8   | -        | -        |
| 其他非流动负债  | 291.5   | 384.0   | 315.9   | 330.4    | 343.4    |
| 负债总额     | 739.6   | 1,498.9 | 1,677.7 | 1,623.3  | 1,199.2  |
| 少数股东权益   | 29.8    | 37.9    | 40.3    | 43.4     | 47.7     |
| 股本       | 1,728.0 | 1,741.1 | 1,741.1 | 1,741.1  | 1,741.1  |
| 留存收益     | 3,460.9 | 4,353.2 | 5,382.6 | 6,925.0  | 8,685.6  |
| 股东权益     | 5,143.8 | 5,935.5 | 7,164.0 | 8,709.5  | 10,474.4 |

## 现金流量表

|            | 2016    | 2017     | 2018E   | 2019E    | 2020E   |
|------------|---------|----------|---------|----------|---------|
| 净利润        | 1,059.8 | 1,085.8  | 1,372.5 | 2,056.6  | 2,347.5 |
| 加:折旧和摊销    | 129.3   | 169.5    | 151.8   | 164.2    | 176.7   |
| 资产减值准备     | -3.1    | 12.4     | -       | -        | -       |
| 公允价值变动损失   | -       | -        | 0.2     | -0.1     | 0.0     |
| 财务费用       | 3.8     | 7.5      | 22.7    | 19.3     | -3.7    |
| 投资损失       | -105.7  | -87.5    | -97.1   | -96.8    | -93.8   |
| 少数股东损益     | 0.6     | 2.4      | 2.4     | 3.1      | 4.3     |
| 营运资金的变动    | -245.3  | -216.9   | -891.0  | -547.8   | -486.3  |
| 经营活动产生现金流量 | 948.0   | 977.2    | 561.4   | 1,598.5  | 1,944.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -471.5  | -1,113.5 | -219.7  | -126.2   | -33.4   |
| 融资活动产生现金流量 | -286.4  | 80.4     | 379.0   | -1,077.7 | -899.0  |

## 财务指标

| (百万元)       | 2016    | 2017  | 2018E | 2019E  | 2020E   |
|-------------|---------|-------|-------|--------|---------|
| 年增长率        |         |       |       |        |         |
| 营业收入增长率     | 16.0%   | 8.4%  | 29.3% | 32.5%  | 18.1%   |
| 营业利润增长率     | 18.6%   | 7.5%  | 28.0% | 49.8%  | 14.1%   |
| 净利润增长率      | 21.2%   | 2.3%  | 26.7% | 49.8%  | 14.1%   |
| EBITDA 增长率  | 20.4%   | 7.4%  | 28.5% | 45.4%  | 12.7%   |
| EBIT 增长率    | 20.8%   | 4.8%  | 33.9% | 48.9%  | 13.1%   |
| NOPLAT 增长率  | 21.9%   | 9.4%  | 26.9% | 48.9%  | 13.1%   |
| 投资资本增长率     | 15.9%   | 19.9% | 20.6% | 8.8%   | 5.8%    |
| 净资产增长率      | 19.4%   | 15.4% | 20.7% | 21.6%  | 20.3%   |
| 盈利能力        |         |       |       |        |         |
| 毛利率         | 47.9%   | 48.6% | 48.6% | 53.8%  | 52.3%   |
| 营业利润率       | 40.5%   | 40.2% | 39.8% | 45.0%  | 43.5%   |
| 净利率         | 36.7%   | 34.6% | 33.9% | 38.3%  | 37.1%   |
| EBITDA/营业收入 | 44.8%   | 44.4% | 44.1% | 48.4%  | 46.2%   |
| EBIT/营业收入   | 40.3%   | 39.0% | 40.4% | 45.3%  | 43.4%   |
| 偿债能力        |         |       |       |        |         |
| 资产负债率       | 12.6%   | 20.2% | 19.0% | 15.7%  | 10.3%   |
| 负债权益比       | 14.4%   | 25.3% | 23.4% | 18.6%  | 11.4%   |
| 流动比率        | 10.17   | 6.07  | 6.50  | 5.90   | 10.52   |
| 速动比率        | 9.27    | 5.28  | 6.08  | 5.18   | 9.61    |
| 利息保障倍数      | -209.42 | 67.88 | 72.08 | 125.78 | -742.13 |
| 营运能力        |         |       |       |        |         |
| 固定资产周转天数    | 112     | 144   | 134   | 101    | 82      |
| 流动营业资本周转天数  | 431     | 416   | 359   | 320    | 300     |
| 流动资产周转天数    | 529     | 543   | 493   | 464    | 472     |
| 应收帐款周转天数    | 107     | 120   | 111   | 113    | 115     |
| 存货周转天数      | 43      | 60    | 46    | 45     | 48      |
| 总资产周转天数     | 678     | 766   | 724   | 644    | 625     |
| 投资资本周转天数    | 538     | 586   | 545   | 470    | 426     |
| 费用率         |         |       |       |        |         |
| 销售费用率       | 1.7%    | 1.6%  | 1.7%  | 1.6%   | 1.6%    |
| 管理费用率       | 8.6%    | 9.4%  | 8.1%  | 7.5%   | 7.6%    |
| 财务费用率       | -0.2%   | 0.6%  | 0.6%  | 0.4%   | -0.1%   |
| 三费/营业收入     | 10.0%   | 11.5% | 10.3% | 9.5%   | 9.2%    |
| 投资回报率       |         |       |       |        |         |
| ROE         | 20.7%   | 18.4% | 19.3% | 23.7%  | 22.5%   |
| ROA         | 18.0%   | 14.6% | 15.6% | 19.9%  | 20.1%   |
| ROIC        | 25.0%   | 23.6% | 25.0% | 30.8%  | 32.1%   |
| 分红指标        |         |       |       |        |         |
| DPS(元)      | 0.20    | 0.20  | 0.20  | 0.30   | 0.34    |
| 分红比率        | 32.6%   | 32.1% | 25.0% | 25.0%  | 25.0%   |
| 股息收益率       | 0.8%    | 0.8%  | 0.8%  | 1.2%   | 1.4%    |

## 业绩和估值指标

|           | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS(元)    | 0.61  | 0.62  | 0.79  | 1.18  | 1.35  |
| BVPS(元)   | 2.94  | 3.39  | 4.09  | 4.98  | 5.99  |
| PE(X)     | 39.7  | 38.8  | 30.6  | 20.4  | 17.9  |
| PB(X)     | 8.2   | 7.1   | 5.9   | 4.8   | 4.0   |
| P/FCF     | 96.2  | 91.5  | 54.3  | 45.5  | 26.1  |
| P/S       | 14.6  | 13.4  | 10.4  | 7.8   | 6.6   |
| EV/EBITDA | 20.8  | 25.0  | 23.3  | 15.7  | 13.4  |
| CAGR(%)   | 24.8% | 29.4% | 16.2% | 24.8% | 29.4% |
| PEG       | 1.6   | 1.3   | 1.9   | 0.8   | 0.6   |
| ROIC/WACC | 2.4   | 2.3   | 2.4   | 3.0   | 3.1   |

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)