

投资评级：增持(维持评级)

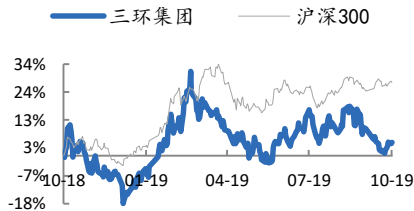
 当前价格(元): 18.76
合理价格区间(元): 18.64~21.75

证券分析师
雷涛

 资格编号: S0120518060001
电话: 021-68761616-6307
邮箱: leitao@tebon.com.cn

联系人
奚嘉

 电话: 021-68761616
邮箱: xijia@tebon.com.cn

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-5.0	-3.6	-10.3
相对涨幅 (%)	-6.5	-6.8	-11.8

资料来源: 德邦研究所

相关研究

《三环集团-300408: 先进陶瓷材料专家, 国产替代空间巨大》2019.05.28
《三环集团-300408: 半年报低于预期, 下半年有望改善》2019.09.02

股票数据

总股本(百万)	1,743.16
流通A股(百万)	1,743.16
52周内股价区间(元)	23.84-14.95
总市值(百万)	33,242.12
总资产(百万)	8,296.25
每股净资产(元)	4.19

资料来源: 公司公告

三季报低于预期, 业绩拐点即将出现 三环集团(300408)

投资要点:

- **公司发布2019年三季度报告。**公司发布2019年三季度报告, 实现营业收入19.97亿元, 同比下降29.58%; 实现归属于上市公司股东的净利润6.67亿元, 同比下降28.38%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润6.14亿元, 同比下降29.48%; 基本每股收益为0.39元。
- **受行业因素影响, 公司业绩承压。**公司三季度单季营收6.35亿元, 同比下滑40.09%, 归母净利润1.99亿元, 同比下滑47.76%。公司业绩下滑幅度较大的原因有以下几点: 1、MLCC、基片等产品价格下滑导致电子元件材料收入和利润大幅下滑; 2、今年发布陶瓷后盖机型较少, 陶瓷后盖出货不及预期, 同时指纹盖板出货量同比大幅下滑。
- **MLCC价格趋势有所好转, 陶瓷后盖前景看好。**MLCC经过大幅涨价后, 各大厂商扩充产能, 由于下游需求疲软, MLCC开始大幅降价去库存, 目前MLCC原厂库存已经恢复到相对低点。近期部分台系厂商已经开始尝试涨价, 部分型号涨价幅度较高。我们认为MLCC降价已到尾声, Q4及明年公司MLCC和基片业务有望好转。目前手机厂商重点放在5G手机的研发和发布, 对于陶瓷后盖的推广不及预期, 我们认为随着陶瓷后盖成本的进一步降低, 以及明年5G手机的密集发布, 陶瓷后盖依然是中高端手机差异化竞争的重要方向, 我们依旧看好陶瓷后盖的前景。
- **技术优势明显, 国产替代趋势不变。**公司前三季度研发费用1.29亿, 略高于去年同期。在收入大幅降低的情况下, 公司依然保持较高的研发投入, 长期成长可期。预计到2021年全球先进陶瓷市场将超过千亿美元, 市场巨大, 先进陶瓷目前依然被日本、美国、欧洲企业占据。尤其是电子陶瓷相关产品, 国产化率依然较低, 替代空间巨大。公司在先进陶瓷材料领域已经深耕了近半个世纪, 能够独立完成从原材料到成品的生产全过程。公司在MLCC、氮化铝基板、陶瓷封装基板、陶瓷劈刀等业务上已经有了较长时间的布局, 未来有望实现快速发展。
- **投资建议:** 考虑到元器件价格下滑, 终端需求不及预期, 我们下调对公司的盈利预测, 将2019-2020年EPS从0.71、0.85、1.02元调整至0.54、0.62和0.74元, 对应PE为34.8、30.2和25.4倍。考虑到今年是公司的业绩低点, 且目前已到四季度, 我们采用2020年业绩给公司估值, 我们认为公司合理估值水平为对应2020年30-35倍, 对应目标价18.64-21.75元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品价格下降的风险; 陶瓷后盖渗透率不及预期。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3130	3750	2843	3404	4153
(+/-) YoY (%)	8.4	19.8	-24.2	19.7	22.0
净利润(百万元)	1083	1319	939	1083	1290
(+/-) YoY (%)	2.3	21.7	-28.8	15.4	19.0
全面摊薄EPS(元)	0.62	0.76	0.54	0.62	0.74
毛利率(%)	48.6	54.2	50.1	49.6	49.3
净资产收益率(%)	18.4	18.9	12.5	13.3	14.3

 资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3750	2843	3404	4153
每股收益	0.76	0.54	0.62	0.74	营业成本	1718	1418	1715	2104
每股净资产	4.01	4.30	4.67	5.16	毛利率%	54.2	50.1	49.6	49.3
每股经营现金流	0.88	0.94	0.68	0.80	营业税金及附加	41	31	37	45
每股股利	0.20	0.25	0.25	0.25	营业税金率%	1.1	1.1	1.1	1.1
价值评估 (倍)					营业费用	60	46	54	66
P/E	22.37	34.83	30.19	25.36	营业费用率%	1.6	1.6	1.6	1.6
P/B	4.22	4.37	4.02	3.64	管理费用	290	199	238	291
P/S	8.72	11.50	9.61	7.87	管理费用率%	7.7	7.0	7.0	7.0
EV/EBITDA	16.89	24.89	20.85	17.08	研发费用	161	171	204	249
股息率%	1.2	1.3	1.3	1.3	研发费用率%	4.3	6.0	6.0	6.0
盈利能力指标 (%)					EBIT	1480	979	1154	1397
毛利率	54.2	50.1	49.6	49.3	财务费用	17	5	0	-6
净利率	35.2	33.0	31.8	31.1	财务费用率%	0.5	0.2	0.0	-0.1
净资产收益率	18.9	12.5	13.3	14.3	资产减值损失	11	-8	9	11
资产回报率	15.5	10.5	11.2	12.1	投资收益	32	70	60	50
投资回报率	19.7	13.5	15.1	17.3	营业利润	1545	1098	1267	1509
盈利增长 (%)					营业外收支	8	8	9	10
营业收入增长率	19.8	-24.2	19.7	22.0	利润总额	1553	1106	1276	1519
EBIT 增长率	29.3	-33.8	17.9	21.0	EBITDA	1711	1260	1490	1789
净利润增长率	21.7	-28.8	15.4	19.0	所得税	230	163	189	225
偿债能力指标					有效所得税率%	14.8	14.8	14.8	14.8
资产负债率%	17.3	15.9	15.3	15.5	少数股东损益	5	3	4	5
流动比率	5.0	6.0	5.6	5.6	归属母公司所有者净利润	1319	939	1083	1290
速动比率	4.4	5.4	5.1	5.1					
现金比率	0.9	1.9	1.8	2.0	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	929	1772	1968	2467
应收账款周转天数	151.5	152.7	157.2	154.7	应收款项	1547	1189	1465	1760
存货周转天数	141.1	131.6	113.7	105.8	存货	687	511	534	610
总资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.4	其它流动资产	2237	2138	2164	2195
固定资产周转率	2.2	1.4	1.6	1.8	流动资产合计	5400	5611	6131	7032
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	长期股权投资	102	102	102	103
净利润	1319	939	1083	1290	固定资产	1921	2101	2251	2360
少数股东损益	5	3	4	5	在建工程	340	390	415	425
非现金支出	242	272	344	403	无形资产	279	297	314	329
非经营收益	-14	-77	-68	-62	非流动资产合计	3087	3334	3527	3661
营运资金变动	-12	508	-181	-234	资产总计	8487	8945	9658	10693
经营活动现金流	1539	1646	1183	1402	短期借款	0	0	0	0
资产	-713	-520	-519	-516	应付账款	246	265	321	394
投资	-139	-2	-2	-3	预收账款	8	7	8	10
其他	104	72	62	52	其它流动负债	817	665	759	861
投资活动现金流	-749	-450	-459	-467	流动负债合计	1072	937	1088	1264
债权募资	0	0	0	0	长期借款	0	90	0	0
股权募资	22	-3	0	0	其它长期负债	393	393	393	393
其他	-356	-350	-529	-436	非流动负债合计	393	483	393	393
融资活动现金流	-333	-352	-529	-436	负债总计	1464	1420	1480	1657
现金净流量	457	843	195	499	实收资本	1743	1743	1743	1743
					普通股股东权益	6992	7491	8139	8993
					少数股东权益	31	34	38	43
					负债和所有者权益合计	8487	8945	9658	10693

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2019-10-30

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。