

2020年业绩预告符合预期，连续三个季度业绩保持高增长

——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之二

要点

三环集团：2020年和20Q4业绩符合预期。公司于2021年1月29日发布公告，三环集团2020年和2020Q4实现归母净利润分别为13.07-15.35亿元（YoY +50%~75%）和3.05-5.23亿元（YoY +50%~156%），20Q4中值4.14亿元（YoY +103%）；2020年和2020Q4实现扣非归母净利润分别11.93-14.31亿元（YoY +50-80%）和2.76-5.15亿元（YoY +53%-185%），20Q4中值3.96亿元（YoY +119%）。2020年度受益于5G技术加速普及与国产替代进程不断深化，汽车电子、智能制造、消费电子高景气带动被动元器件需求度上升，三环集团主要产品电子元件及材料、半导体部件销售收入和净利润均实现快速成长。

2020Q2~2020Q4连续三个季度业绩保持高增长，业绩拐点已现。由于2018-2019年MLCC跌价、中美贸易摩擦、电子各个领域景气度下行的影响，三环集团2018Q4~2020Q1连续6个季度的收入和利润同比下滑。公司2020年2020Q2和2020Q3实现收入10.5和11.0亿元，同比分别增长70%和73%；实现归母净利润3.71和4.46亿元，同比分别增长55%和125%，业绩拐点显现。公司2020Q4维持2020Q2和2020Q3业绩高增长的趋势。

MLCC有望再造新三环。2018-2020年底，三环MLCC产能分别为20/40/100亿只/月，根据扩产计划，公司2021和2022年底产能有望达到200和300亿只/月。2020年10月公司增发募资约21.5亿元，定增价27.52元/股；其中约19亿元投资于5G通信用高品质MLCC项目，未来基站、手机、车规将是三环MLCC主要发展方向。

插芯/基片/基座等业务全面向好。1) 片式电阻用氧化铝陶瓷基片：全球市占率50%+，主要客户包括国巨、华新科、风华高科等，目前满产满销，2021年将进一步扩产；2) 晶振用陶瓷封装基座：2020年，由于NB-IoT、智能穿戴、TWS、智能网关、电子标签、笔电需求强劲，同时稳定性要求较高的5G智能手机场景需求较高，晶振行业部分产品供不应求，产品局部涨价。三环基座的全球市占率约30%，2021年产能将扩产10-20%至10亿只/月；3) 光通信用陶瓷插芯：由于海外基站和数据中心建设回暖，海外需求全面向好，且海外光纤陶瓷插芯价格远高于国内单价，2020年海外收入占比已至15-20%，公司作为全球光通信用陶瓷插芯最大龙头，有望全面受益于海外高景气；4) 新产品：浆料、劈刀、氮化铝基板等加快导入，2021年有望加速成长。

盈利预测、估值与评级：由于三环集团各个业务线全面趋好，我们维持三环集团2020~2022年归母净利润预测为14.2、21.3和27.5亿元，目前748亿元市值对应2020~2022年PE为51x、34x和26x，维持‘买入’评级。

风险提示：新业务拓展不及预期，智能手机出货量不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,750	2,726	4,044	6,027	8,184
营业收入增长率	19.82%	-27.30%	48.32%	49.05%	35.78%
净利润（百万元）	1,319	871	1,420	2,128	2,748
净利润增长率	21.72%	-33.93%	63.00%	49.86%	29.14%
EPS（元）	0.76	0.50	0.81	1.22	1.58
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.86%	11.60%	16.55%	20.99%	22.85%
P/E	54	82	51	34	26
P/B	10.3	9.6	8.4	7.1	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-02-01

买入（维持）

当前价：41.17元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	18.17
总市值(亿元)	748.02
一年最低/最高(元)	17.89/43.07
近3月换手率	89.71%

股价相对走势



资料来源：Wind

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.17	28.95	50.19
绝对	18.77	48.54	97.08

资料来源：Wind

相关研报

电子陶瓷专家致力成为MLCC国之重器——三环集团（300408.SZ）跟踪报告之一（2021-01-25）

Q2业绩超预期，有望深度受益于5G建设与国产替代——三环集团（300408.SZ）2020年半年度报告点评（2020-08-28）

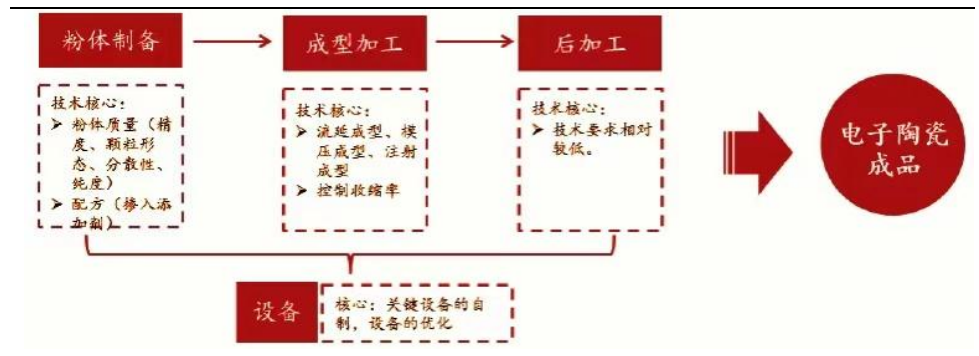
业绩预告超预期，Q2确认业绩拐点——三环集团（300408.SZ）2020年半年报预告点评（2020-06-30）

图表 1：2017-2019 年我国 MLCC 进口情况

期间	进口数量 (亿只)	进口金额 (亿元)	进口单价 (元/万只)
2017 年度	24,278.70	369.46	152.17
2018 年度	25996.92	605.23	232.81
2019 年度	21771.93	466.40	214.22

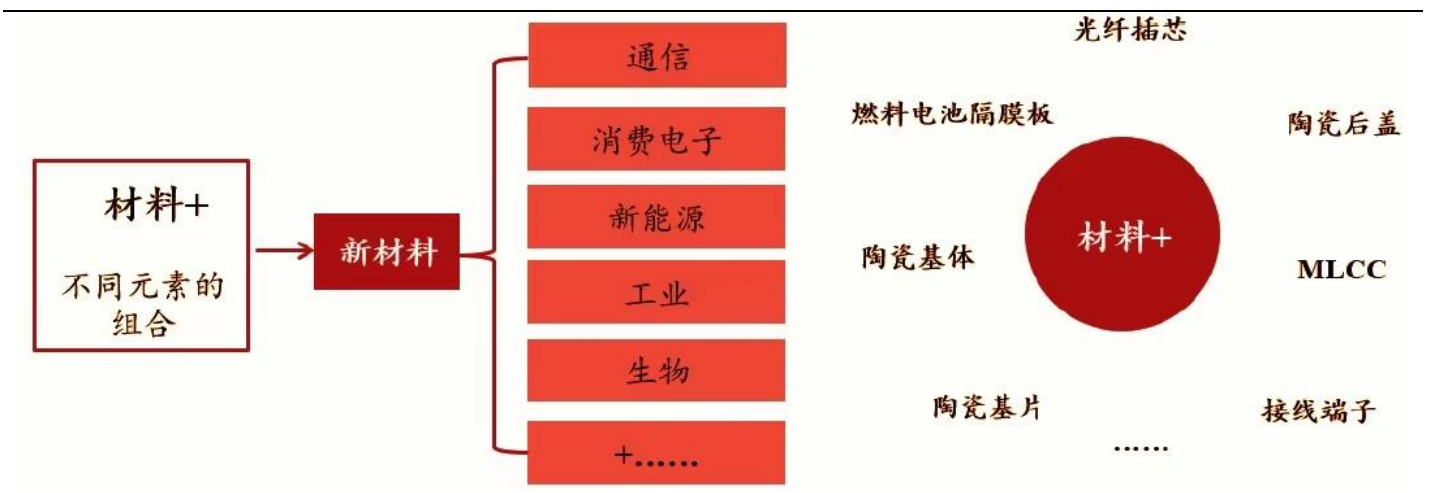
资料来源：海关总署，风华高科公告，光大证券研究所

图表 2：三环集团的垂直一体化能力



资料来源：光大证券研究所

图表 3：三环集团通过“材料+”战略以实现产品线扩张



资料来源：光大证券研究所

附录：三环集团历史报告汇总

公司深度报告

- 1、《行业周期性接近底部，MLCC 打开成长空间——三环集团 (300408.SZ) 跟踪报告》2019-11-29
- 2、《垂直一体化铸造核心能力，滚雪球式产品扩张铸就快速成长——三环集团 (300408.SZ) 投资价值分析报告》2018-06-25

公司点评与跟踪

- 3、《电子陶瓷专家致力成为 MLCC 国之重器——三环集团 (300408.SZ) 跟踪报告之一》2021-01-25
- 4、《Q2 业绩超预期，有望深度受益于 5G 建设与国产替代——三环集团 (300408.SZ) 2020 年半年度报告点评》2020-08-28
- 5、《业绩预告超预期，Q2 确认业绩拐点——三环集团 (300408.SZ) 2020 年半年报预告点评》2020-06-30
- 6、《疫情拖累短期业绩，二季度有望迎来拐点——三环集团 (300408.SZ) 2020 年一季报点评》2020-04-28
- 7、《疫情拖累短期业绩，长期成长动力充足——三环集团 (300408.SZ) 2019 年年报点评》2020-03-24
- 8、《业绩预告符合预期，Q4 确认业绩拐点 ——三环集团 (300408.SZ) 2019 年业绩预告点评》2019-01-22
- 9、《行业因素拖累短期业绩，高壁垒保证长期前景 ——三环集团 (300408.SZ) 2019 年三季报点评》2019-10-30
- 10、《Q3 业绩低于预期，Q4 开始有望逐步改善 ——三环集团 (300408.SZ) 2019 年三季报预告点评》2019-10-10
- 11、《上半年业绩符合预期，盈利能力有所提升 ——三环集团 (300408.SZ) 2019 年半年报点评》2019-08-31
- 12、《上半年业绩短期承压，核心竞争力保持强大——三环集团 (300408.SZ) 2019 年半年报业绩预告点评》2019-07-09
- 13、《Q1 业绩符合预告区间，维持全年业绩前低后高判断 ——三环集团 2019 年一季报点评》2019-04-29
- 14、《2018 年收入结构更加均衡，2019 年预计继续稳健增长 ——三环集团 2018 年年报点评》2019-04-21
- 15、《Q1 略有下滑不改全年增长的判断，全年预计前低后高——三环集团 (300408.SZ) 2019 年一季报预告点评》2019-04-09
- 16、《2018Q4 景气下行但全年仍较快增长，2019 年增长预计前低后高 ——三环集团 2018 年业绩快报点评》2019-03-05
- 17、《元件景气度降温致第四季度增速放缓，新品放量助力 2019 年成长——三环集团 (300408.SZ) 2018 年年度业绩预告点评》2019-01-06
- 18、《火凤凰 2.0 设计与性能双重突破，再上新台阶——三环集团火凤凰 2.0 产品发布会点评》2018-12-27
- 19、《盈利能力持续提升，各产品线全面向好——三环集团 (300408.SZ) 2018 年三季度报告点评》2018-10-31
- 20、《公司前三季度业绩预告超预期，未来将持续发力——三环集团 (300408.SZ) 2018 年前三季度业绩预告点评》2018-09-18
- 21、《收入利润增长迅速，各项业务全面发力，新产品注入更长远增长动力——三环集团 2018 年半年报点评》2018-09-02
- 22、《扣非净利增速迅猛，元器件与陶瓷外观件贡献大——三环集团 2018 年半年报预告点评》2018-07-13
- 23、《一季度业绩超预期，被动元器件、陶瓷后盖等业务推进迅猛——三环集团 2018 一季报点评报告》2018-04-28
- 24、《多业务共振实现稳定增长，未来增长望加速——三环集团 2017 年报点评》2018-04-22

行业策略报告

- 25、《一个世界，两套系统：G2 时代下的国产替代和智能创新——电子行业 2021 年投资策略》2021-01-12
- 26、《电子行业 2020 年下半年投资策略：一个世界两套系统，创新重启加速替代》2020-06-23
- 27、《电子行业 2019 年年报和 2020 年一季报总结：半导体、AirPods 和光学业绩靓丽》2020-05-02
- 28、《电子行业 2020 年投资策略：涅槃：国产替代进行时》2019-11-26
- 29、《电子行业 2019 年下半年投资策略：美日半导体之战启示，下半年看好半导体和 5G》2019-06-03
- 30、《电子行业 2019 年投资策略破晓：5G、IC、IOT 曙光明朗》2018-12-25
- 31、《电子行业 2018 年下半年投资策略：核心技术，关键机遇，大陆电子产业由大变强》2018-06-06

行业点评与跟踪

- 32、《MLCC 去库存接近尾声，上游供应商率先受益 ——被动元件行业月度跟踪报告 (201907) 》2019-07-30
- 33、《从日本龙头看元器件行业经营之道——村田、京瓷、TDK 全球元器件龙头研究》2019-06-24
- 34、《复盘日本京瓷，展望三环集团——电子陶瓷行业对比研究》2018-08-10
- 35、《电容、电阻保持高景气，电感价格保持平稳》2018-07-17
- 36、《供给变化支撑 MLCC 持续高景气》2018-03-07

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,750	2,726	4,044	6,027	8,184
营业成本	1,718	1,389	1,941	2,773	3,928
折旧和摊销	229	262	355	425	510
税金及附加	41	32	44	60	82
销售费用	60	52	65	90	123
管理费用	290	238	283	422	573
财务费用	17	13	(49)	(9)	(19)
研发费用	161	177	259	386	524
投资收益	32	86	35	40	45
营业利润	1,545	1,011	1,661	2,489	3,214
利润总额	1,553	1,017	1,661	2,489	3,214
所得税	230	143	232	348	450
净利润	1,324	874	1,428	2,140	2,764
少数股东损益	5	3	8	12	16
归属母公司净利润	1,319	871	1,420	2,128	2,748
EPS(按最新股本计, 元)	0.76	0.50	0.81	1.22	1.58

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,539	1,715	884	1,236	1,670
净利润	1,319	871	1,420	2,128	2,748
折旧摊销	229	262	355	425	510
净营运资金增加	396	-2,845	1,283	2,069	2,401
其他	-404	3,426	-2,174	-3,386	-3,989
投资活动产生现金流	-749	-856	1,141	-1,410	-1,555
净资本支出	-713	-579	-1,250	-1,400	-1,550
长期投资变化	102	103	0	0	0
其他资产变化	-137	-381	2,391	-10	-5
融资活动现金流	-333	-674	-53	-183	466
股本变化	2	0	0	0	0
债务净变化	18	-310	180	280	1,196
无息负债变化	-53	-92	197	296	370
净现金流	459	189	1,971	-357	581

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	54.2%	49.1%	52.0%	54.0%	52.0%
EBITDA 率	47.0%	43.9%	47.1%	47.6%	44.8%
EBIT 率	40.8%	34.2%	38.3%	40.6%	38.6%
税前净利润率	41.4%	37.3%	41.1%	41.3%	39.3%
归母净利润率	35.2%	32.0%	35.1%	35.3%	33.6%
ROA	15.6%	10.2%	14.2%	17.6%	17.7%
ROE (摊薄)	18.9%	11.6%	16.5%	21.0%	22.8%
经营性 ROIC	16.7%	16.1%	18.4%	20.5%	19.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	17%	12%	14%	17%	23%
流动比率	5.04	11.05	8.85	8.11	4.78
速动比率	4.40	9.70	7.68	6.98	4.07
归母权益/有息债务	21.19	384.36	42.91	21.12	7.18
有形资产/有息债务	23.89	405.94	46.72	23.84	8.88

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	8,487	8,572	10,028	12,173	15,648
货币资金	929	1,079	3,049	2,692	3,274
交易性金融资产	5	2,471	0	0	0
应收帐款	798	688	996	1,484	2,015
应收票据	749	186	275	410	557
其他应收款 (合计)	187	57	81	121	164
存货	687	647	761	955	1,360
其他流动资产	2,028	136	531	1,126	1,773
流动资产合计	5,400	5,298	5,742	6,858	9,240
其他权益工具	0	2	2	2	2
长期股权投资	102	103	103	103	103
固定资产	1,921	1,827	2,091	2,463	2,916
在建工程	340	644	1,113	1,544	1,945
无形资产	279	326	369	412	453
商誉	255	254	254	254	254
其他非流动资产	122	57	123	123	123
非流动资产合计	3,087	3,273	4,286	5,316	6,407
总负债	1,464	1,062	1,439	2,015	3,581
短期借款	0	0	0	0	826
应付账款	246	152	194	277	393
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	8	22	32	48	65
其他流动负债	0.19	0	0	0	0
流动负债合计	1,072	479	649	846	1,934
长期借款	0	0	200	480	850
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	309	493	559	658	766
非流动负债合计	393	582	790	1,169	1,647
股东权益	7,023	7,510	8,589	10,158	12,067
股本	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
公积金	1,107	1,192	1,256	1,256	1,256
未分配利润	4,311	4,670	5,678	7,235	9,127
归属母公司权益	6,992	7,510	8,581	10,138	12,031
少数股东权益	31	0	8	20	36

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2%	2%	2%	2%	2%
管理费用率	8%	9%	7%	7%	7%
财务费用率	0%	0%	-1%	0%	0%
研发费用率	4%	6%	6%	6%	6%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.25	0.20	0.33	0.49	0.63
每股经营现金流	0.88	0.98	0.51	0.71	0.96
每股净资产	4.01	4.31	4.92	5.82	6.90
每股销售收入	2.15	1.56	2.32	3.46	4.70

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	54	82	51	34	26
PB	10.3	9.6	8.4	7.1	6.0
EV/EBITDA	41	58	37	25	20
股息率	1%	0%	1%	1%	2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼