开源证券

电子/元件

三环集团（300408.SZ） 扩产如期推进，全年高增长无忧

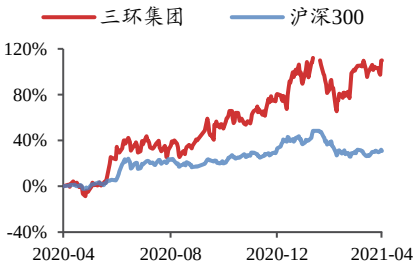
2021 年 04 月 30 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/4/30
当前股价(元)	43.30
一年最高最低(元)	44.90/18.66
总市值(亿元)	786.72
流通市值(亿元)	717.01
总股本(亿股)	18.17
流通股本(亿股)	16.56
近 3 个月换手率(%)	55.11

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-全年业绩符合预期，电子陶瓷专家步入快速成长期》-2021.1.28

《公司首次覆盖报告-电子陶瓷专家，受益 MLCC 扩张和新品放量》-2021.1.23

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

傅盛盛（分析师）
fushengsheng@kysec.cn
证书编号：S0790520070007

● 2020 年业绩符合预期，一季报预告加速向上，维持“买入”评级。

2020 年公司实现归母净利润 14.40 亿元，同比增长 65.2%。2021Q1 实现归母净利润 4.90 亿元，同比增长 165.3%，靠近业绩预告上限，扣非净利润 4.19 亿元，同比 165.5%。我们上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 22.08/29.17/35.76 亿元（前值 20.3/27.8 亿元，2023 年为新增），EPS 为 1.22/1.61/1.97 元（前值为 1.12/1.53 元，2023 年为新增），当前股价对应 PE 为 35.6/26.9/22.0 倍，维持“买入”评级。

● 三大类业务齐头并进，电子元件及材料表现最为突出。

2020 年，公司通信部件、半导体部件和电子元件及材料业务齐头并进。受 5G、智能终端等下游旺盛需求的驱动，公司通信部件（插芯和陶瓷后盖）同比+43.2%；得益于国产化的推进和竞争对手的退出，公司半导体业务（PKG 等）同比+38.4%；在行业景气度回升、MLCC 国产化加速推进、公司积极扩产的背景下，电子元件及材料（MLCC、基片等）表现最为突出，2020 年收入同比+56.9%，毛利率从 2019 年的 46.7%大幅提升到了 56.5%。

● 一季度业绩延续高增长，口径调整影响扣非净利润。

2021Q1 行业景气度延续，公司收入同比+117.6%，环比+5.0%。扣非净利润 4.19 亿元，接近此前业绩预告（4.1~5.0）下限，主要系非经常性损益口径调整，部分与企业业务密切相关的政府补贴计入非经常性损益。2021Q1 毛利率 51.4%，环比下滑 0.8 个百分点，主要系产品结构调整，高毛利率的电子元件和材料收入占比下降，通信部件（陶瓷背板）收入占比提升。

● 扩产如期推进，全年高增长无忧。

扩产项目如期推进，一季报显示，MLCC 扩产项目进度从年报中的 16.7%上升到了 29.7%；陶瓷劈刀项目进度从 1.4%增加到了 35.2%。随着 5G 技术普及和元器件国产化的加速进行及公司产能的逐步释放，公司全年高增长无忧。

● 风险提示：5G 推进不及预期；MLCC 价格下跌风险；公司产能释放受限等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,726	3,994	5,964	8,084	9,868
YOY(%)	-27.3	46.5	49.3	35.5	22.1
归母净利润(百万元)	871	1,440	2,208	2,917	3,576
YOY(%)	-33.9	65.2	53.4	32.1	22.6
毛利率(%)	49.1	51.1	52.9	53.4	53.8
净利率(%)	32.0	36.0	37.0	36.1	36.2
ROE(%)	11.6	13.3	17.6	19.4	19.6
EPS(摊薄/元)	0.48	0.79	1.22	1.61	1.97
P/E(倍)	90.1	54.5	35.6	26.9	22.0
P/B(倍)	10.5	7.3	6.2	5.2	4.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5298	8363	9810	11283	13700
现金	1079	2946	3247	3838	5444
应收票据及应收账款	875	1217	1907	2328	2841
其他应收款	57	167	167	286	267
预付账款	34	51	76	96	114
存货	647	885	1317	1639	1938
其他流动资产	2607	3096	3096	3096	3096
非流动资产	3273	3984	6360	8310	9395
长期投资	103	101	100	99	98
固定资产	1827	2377	4119	5709	6742
无形资产	326	199	145	80	8
其他非流动资产	1017	1307	1996	2421	2546
资产总计	8572	12347	16170	19593	23095
流动负债	479	770	1204	1550	1740
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	152	443	412	735	653
其他流动负债	327	327	792	815	1088
非流动负债	582	764	2394	2958	3105
长期借款	0	0	1630	2194	2342
其他非流动负债	582	764	764	764	764
负债合计	1062	1533	3598	4507	4845
少数股东权益	0	0	5	11	18
股本	1743	1817	1817	1817	1817
资本公积	384	2438	2438	2438	2438
留存收益	5478	6570	8026	9934	12259
归属母公司股东权益	7510	10813	12567	15075	18231
负债和股东权益	8572	12347	16170	19593	23095

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1715	1175	1374	2625	3407
净利润	874	1442	2213	2922	3584
折旧摊销	266	279	337	538	724
财务费用	13	-94	-113	-81	-99
投资损失	-86	-114	-80	-78	-89
营运资金变动	620	-536	-983	-676	-713
其他经营现金流	27	198	0	0	0
投资活动现金流	-856	-1051	-2633	-2410	-1720
资本支出	579	1164	2377	1950	1086
长期投资	-360	-52	1	0	1
其他投资现金流	-637	62	-255	-459	-634
筹资活动现金流	-674	1745	1561	375	-81
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	1630	564	147
普通股增加	-0	74	0	0	0
资本公积增加	9	2054	0	0	0
其他筹资现金流	-682	-383	-69	-189	-228
现金净增加额	189	1868	301	591	1606

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2726	3994	5964	8084	9868
营业成本	1389	1953	2806	3767	4558
营业税金及附加	32	44	66	91	111
营业费用	52	36	89	121	148
管理费用	238	299	364	493	592
研发费用	177	239	361	501	592
财务费用	13	-94	-113	-81	-99
资产减值损失	0	-44	-20	-35	-49
其他收益	93	98	77	89	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	86	114	80	78	89
资产处置收益	-0	8	0	0	0
营业利润	1011	1668	2568	3394	4164
营业外收入	7	11	9	9	9
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	1017	1679	2576	3402	4172
所得税	143	237	363	479	588
净利润	874	1442	2213	2922	3584
少数股东损益	3	2	5	5	8
归母净利润	871	1440	2208	2917	3576
EBITDA	1250	1869	2878	3971	4920
EPS(元)	0.48	0.79	1.22	1.61	1.97

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-27.3	46.5	49.3	35.5	22.1
营业利润(%)	-34.6	64.9	54.0	32.2	22.7
归属于母公司净利润(%)	-33.9	65.2	53.4	32.1	22.6
获利能力					
毛利率(%)	49.1	51.1	52.9	53.4	53.8
净利率(%)	32.0	36.0	37.0	36.1	36.2
ROE(%)	11.6	13.3	17.6	19.4	19.6
ROIC(%)	10.5	11.9	14.4	16.1	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	12.4	12.4	22.2	23.0	21.0
净负债比率(%)	-7.2	-21.2	-5.5	-3.8	-10.6
流动比率	11.1	10.9	8.1	7.3	7.9
速动比率	9.3	8.9	6.5	5.8	6.4
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	2.3	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	7.0	6.6	6.6	6.6	6.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.79	1.22	1.61	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.65	0.76	1.45	1.87
每股净资产(最新摊薄)	4.13	5.95	6.92	8.30	10.03
估值比率					
P/E	90.1	54.5	35.6	26.9	22.0
P/B	10.5	7.3	6.2	5.2	4.3
EV/EBITDA	60.4	39.4	26.2	19.0	15.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn