

证券研究报告

被动元件


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

审慎增持 (维持)

三环集团

300408

行业去库存拖累业绩，库存和现金流指标好转，Q4有望环比改善

2022年10月27日

市场数据

市场数据日期	2022-10-26
收盘价(元)	28.18
总股本(百万股)	1916.50
流通股本(百万股)	1850.41
总市值(百万元)	54006.90
流通市值(百万元)	52144.53
净资产(百万元)	16802.93
总资产(百万元)	18826.51
每股净资产(元)	8.77

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证电子】三环集团中报点评: 业绩符合预期, MLCC、基片盈利能力坚挺, 静待行业拐点》2022-09-06

《【兴证电子】三环集团年报点评: 业绩快速增长, 国产替代持续推进, 静待景气复苏》2022-04-24

《【兴证电子】三环集团三季报: 需求平淡期收入、利润环比继续增长, 平台型公司价值凸显》2021-10-26

分析师:

李双亮

lishuangliang@xyzq.com.cn

S0190520070005

姚康

yaokang@xyzq.com.cn

S0190520080007

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6218	5123	6737	8634
同比增长	55.7%	-17.6%	31.5%	28.2%
归母净利润(百万元)	2011	1570	2151	2859
同比增长	39.7%	-21.9%	36.9%	33.0%
毛利率	48.8%	46.5%	47.3%	48.0%
净利率	32.4%	30.7%	32.0%	33.2%
净资产收益率	12.4%	9.2%	11.1%	12.9%
每股收益(元)	1.05	0.82	1.12	1.49
每股经营现金流(元)	0.60	1.04	0.98	1.34

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公告:** 公司发布 2022 年三季报, 营业收入 39.54 亿元, 同比下滑 13.79%, 归母净利润 12.43 亿元, 同比下滑 27.19%。其中 Q3 单季度收入 10.6 亿元, 同比下滑 38.03%, 归母净利润 3.03 亿元, 同比下滑 51.68%。
- **被动元件行业景气下行, 下游去库存压力较大。** 公司 Q3 收入 10.6 亿元, 环比下滑 28.95%, 具体来看: 1) 基片、阻浆、PKG 业务由于下游片阻、晶振客户去库存, 我们预估环比下滑幅度较大; 2) MLCC 业务受渠道去库存影响, 公司通过提高高容占比减少影响, 我们预计环比小幅下滑; 3) 插芯业务受海外需求疲软影响, 环比预计也有小幅下滑; 4) 燃料电池隔膜板受益下游需求快速增长, 环比增长较快。
- **盈利能力受稼动率和价格的影响, 未来有望改善。** Q3 毛利率 38.82%, 同比降低 9.79pct, 环比降低 5.96pct, 基片、PKG、MLCC 在 Q3 稼动率基本都较低, 且价格也有小幅下滑, 导致毛利率环比降低较多。
费用方面, Q3 销售、管理、研发费率分别环比增加 0.69pct、2.84pct、1.59pct, 收入规模下滑后费率有所增加, 研发费率增加主要是用于 MLCC 以及新产品的开发。存货来看, Q3 末环比 Q2 末减少 1.00 亿元, 且单季度经营活动现金流量净额 6.33 亿元, 现金流大幅好转。

- 被动元件这一轮调整的时间和幅度都较为充分，厂商扩产放缓，原厂和渠道库存也得到有效去化，基于目前的稼动率和盈利能力，我们认为行业景气度已经触底，近期 MLCC 渠道价格反弹则暗示了拐点的到来，随着库存进一步去化，我们判断价格和稼动率的回升在四季度有望持续。更长远来看，被动元件下游向着汽车、工业占比提升的方向优化，随着消费类需求企稳，汽车、工业需求继续快速增长，新一轮上行周期有望开启。

2020 年全球 MLCC 市场规模大约 1017 亿元，按产值计算 2021 年公司市占率很低，公司持续进行陶瓷材料、核心工艺和专用设备垂直一体化的探索，国产替代空间巨大。我们也持续看好公司作为陶瓷材料平台的新业务拓展能力。公司账上货币资金+交易性金融资产超过 82 亿元，估值处于历史较低位置，现有产能在行业复苏后弹性充足，同时储备了氧化铝陶瓷光板、光通信管壳、燃料电池电堆模组、半导体陶瓷零部件等产品，继续重点推荐。鉴于当前被动元件行业景气下行，我们下修此前的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 15.70、21.51、28.59 亿元，对应当前股价（2022 年 10 月 26 日收盘价）PE 为 34.4 倍、25.1 倍和 18.9 倍，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示：**产品价格下滑、下游需求下滑。

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12787	12386	14165	16812
货币资金	5552	6418	7048	8473
交易性金融资产	2694	2072	2248	2345
应收票据及应收账款	2140	1785	2285	2908
预付款项	56	54	72	93
存货	1797	1320	1740	2225
其他	548	738	772	768
非流动资产	5834	6502	7071	7522
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4312	4767	5214	5600
在建工程	725	963	1081	1141
无形资产	299	302	305	310
商誉	218	239	237	236
长期待摊费用	20	18	15	13
其他	259	213	218	223
资产总计	18620	18889	21236	24334
流动负债	152304	1085823		
短期借款	42	14	16	17
应付票据及应付账款	830	561	735	957
其他	702	510	516	517
非流动负债	854	662	663	668
长期借款	0	-21	-49	-63
其他	854	683	712	731
负债合计	2428	1747	1931	2159
股本	1916	1916	1916	1916
资本公积	6218	6218	6218	6218
未分配利润	7089	7926	9917	12567
少数股东权益	1	5	9	14
股东权益合计	16192	17141	19305	22175
负债及权益合计	18620	18889	21236	24334
现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2011	1570	2151	2859
折旧和摊销	380	537	648	769
资产减值准备	59	-18	36	41
资产处置损失	4	-1	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	-88	-102	-119
投资损失	-75	-90	-89	-87
少数股东损益	3	3	4	5
营运资金的变动	-1303	230	-803	-919
经营活动产生现金流量	1154	2000	1872	2565
投资活动产生现金流量	-1877	-523	-1302	-1227
融资活动产生现金流量	3328	-612	60	87
现金净变动	2598	865	630	1426
现金的期初余额	2946	5552	6418	7048
现金的期末余额	5543	6418	7048	8473

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6218	5123	6737	8634
营业成本	3187	2740	3550	4487
税金及附加	59	51	66	85
销售费用	51	41	56	72
管理费用	453	369	478	604
研发费用	419	357	363	360
财务费用	-96	-88	-102	-119
其他收益	136	116	120	121
投资收益	75	90	89	87
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-25	-14	-15	-17
资产减值损失	-33	-31	-34	-33
资产处置收益	-4	1	1	1
营业利润	2295	1814	2485	3304
营业外收入	14	12	12	12
营业外支出	5	3	3	3
			2494	3313
所得税	290	250	339	448
净利润	2013	1574	2155	2865
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	2011	1570	2151	2859
EPS(元)	1.05	0.82	1.12	1.49
主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	55.7%	-17.6%	31.5%	28.2%
营业利润增长率	37.6%	-20.9%	37.0%	32.9%
归母净利润增长率	39.7%	-21.9%	36.9%	33.0%
盈利能力				
毛利率	48.8%	46.5%	47.3%	48.0%
净利率	32.4%	30.7%	32.0%	33.2%
ROE	12.4%	9.2%	11.1%	12.9%
偿债能力				
资产负债率	13.0%	9.2%	9.1%	8.9%
流动比率	8.12	11.42	11.18	11.27
速动比率	6.98	10.20	9.81	9.78
营运能力				
资产周转率	40.2%	27.3%	33.6%	37.9%
应收账款周转率	436.4%	338.0%	412.2%	408.1%
存货周转率	231.3%	172.1%	225.7%	220.1%
每股资料(元)				
每股收益	1.05	0.82	1.12	1.49
每股经营现金	0.60	1.04	0.98	1.34
每股净资产	8.45	8.94	10.07	11.56
估值比率(倍)				
PE	26.9	34.4	25.1	18.9
PB	3.3	3.2	2.8	2.4

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn