

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

公司简报

买入 (维持)

当前价: 19.27 元

分析师

刘凯 (执业证书编号: S0930517100002)

021-52523849

kailiu@ebsec.com

联系人

王经纬

0755-23945524

wangjingwei@ebsec.com

市场数据

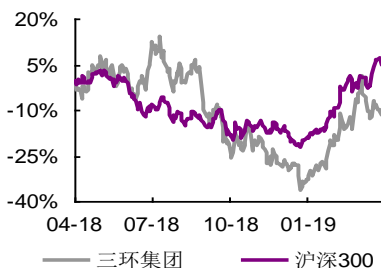
总股本(亿股): 17.43

总市值(亿元): 327.71

一年最低/最高(元): 14.33/26.84

近3月换手率: 53.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-14.69	-4.46	-17.93
绝对	-7.26	25.60	-8.36

资料来源: Wind

相关研报

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

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 (300408.SZ) 2018 年业绩快报点评 2019-03-05

事件:

三环集团发布 2019 年三季报预告,公司预计前三季度归母净利润为 6.06 亿—7.46 亿元,同比下降 20%—35%,预计第三季度实现归母净利润 1.71 亿—2.28 亿元,同比下降 40%—55%。

点评:

◆Q3 业绩低于预期, Q4 开始有望逐步改善

公司预计第三季度实现归母净利润 1.71 亿—2.28 亿元,同比下降 40%—55%;预告区间中值为实现归母净利润 2.00 亿元,同比下降 47.37%。公司 Q3 业绩同比大幅下滑,主要因为 18Q3 处于元件行业的景气最高点,业绩基数较高。同时 MLCC、基片等产品在 2019 年处于行业去库存阶段,行业需求较为疲软。同时公司陶瓷后盖、指纹识别盖板等产品受到技术变革、客户出货节奏等影响,在 Q3 的销售出现了明显下滑。

我们认为 19Q3 有望成为公司经营的低点, Q4 开始有望逐步改善。MLCC 价格目前已进入底部阶段,台湾厂商的库存达到正常水位,未来价格将逐步企稳;陶瓷后盖有望在 19Q4 或者 20Q1 有新项目落地,贡献新的业绩增量;PKG 下游需求正在恢复,SAW 滤波器使用的 PKG 进展顺利;陶瓷劈刀、电子浆料等新产品进展顺利, Q4 开始明显贡献业绩。

◆垂直一体化保证高壁垒, 公司未来发展前景广阔

我们一直强调三环集团是一家以材料为基础,打造材料、设备、工艺垂直一体化能力的平台型企业,保证了技术创新和成本管控,构建了宽且深的护城河。公司凭借高技术+低成本+好管理,不断拓展新产品线,实现了滚雪球式产品扩张,未来发展前景广阔。

在光通信产品方面,公司的光纤插芯产品在主动降价抢占市场份额后,目前已占全球大部分市场份额,价格已经稳定。随着 5G 建设的展开,对公司的光纤插芯需求将带来较大的提升。

在电子元件及材料方面,公司积极扩充 MLCC 和基片产品的产能,随着未来 MLCC 价格的逐步平稳,以及基片下游需求的回升,将有望给公司带来稳定的业绩贡献。

在半导体部件方面,公司经过多年努力,已初见成效,凭借成本更低及质量更优的优势,三环集团该业务的市场份额有望得到提升。同时公司产品正从晶振向 SAW 滤波器等更广阔的市场发展,前景广阔。

长期来看,公司的核心价值在于强大的横向拓展能力,基于自产的各类陶瓷粉体以及公司近 50 年的技术积累,公司可以较容易的推出新的产品线,不同产品对于三环来说仅仅是呈现方式不同,核心与制作工艺万变不离其宗,这也带给了公司长期发展动力。

◆盈利预测、估值与评级

我们认为三环集团是一家以材料为基石，拥有高技术、低成本、好管理，实现了高度垂直一体化的材料平台型公司。尽管公司短期业绩承受压力，但主要是受到外部需求变化的影响，公司自身的核心竞争力依然强大。考虑到行业需求的疲软程度超出预期，我们下调公司 2019-2021 年 EPS 分别至 0.54/0.70/0.90 元（前值分别为 0.77/0.92/1.14 元）。由于公司业绩有望在 Q4 好转，同时公司核心竞争力仍然强大，未来发展前景仍然广阔，我们维持公司的“买入”评级。

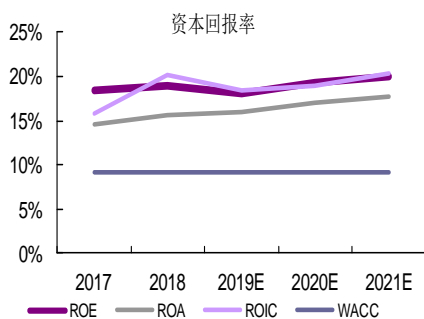
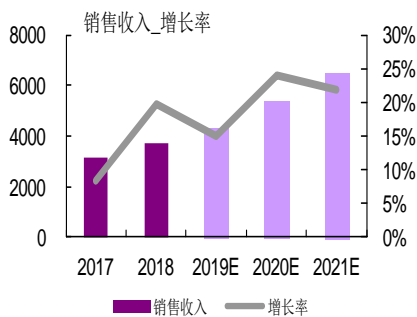
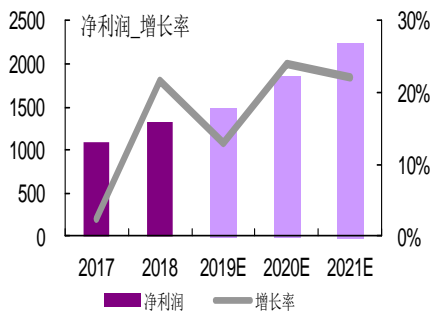
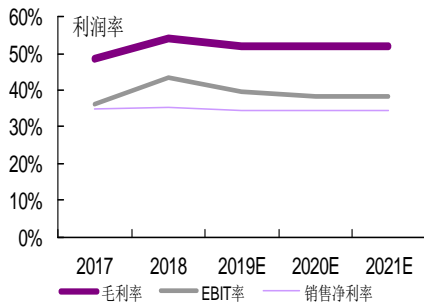
◆风险提示：

公司传统产品销售不达预期、陶瓷后盖出货量不达预期、新产品销售进展不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,130	3,750	2,813	3,538	4,544
营业收入增长率	8.39%	19.82%	-25.00%	25.78%	28.45%
净利润（百万元）	1,083	1,319	947	1,215	1,562
净利润增长率	2.29%	21.72%	-28.16%	28.25%	28.53%
EPS（元）	0.62	0.76	0.54	0.70	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.37%	18.86%	12.35%	14.16%	16.02%
P/E	31	25	35	28	22
P/B	5.7	4.8	4.4	3.9	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 9 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,130	3,750	2,813	3,538	4,544
营业成本	1,609	1,718	1,406	1,769	2,272
折旧和摊销	169	231	261	288	317
营业税费	33	41	53	78	77
销售费用	49	60	56	71	91
管理费用	294	290	239	354	454
财务费用	18	17	4	-12	-18
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	88	32	40	140	140
营业利润	1,258	1,545	1,094	1,418	1,808
利润总额	1,266	1,553	1,103	1,427	1,817
少数股东损益	2	5	1	1	1
归属母公司净利润	1,083	1,319	947	1,215	1,562

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	7,434	8,487	8,536	9,791	11,055
流动资产	4,876	5,400	5,328	6,357	7,375
货币资金	494	929	1,521	2,163	2,828
交易型金融资产	3	5	0	0	0
应收帐款	1,138	798	914	1,150	1,477
应收票据	428	749	647	814	682
其他应收款	38	187	31	39	50
存货	640	687	352	177	114
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	101	102	106	120	134
固定资产	1,476	1,921	2,119	2,325	2,540
无形资产	273	279	265	252	240
总负债	1,499	1,464	830	1,178	1,275
无息负债	1,187	1,134	830	1,178	1,275
有息负债	312	330	0	0	0
股东权益	5,935	7,023	7,706	8,613	9,780
股本	1,741	1,743	1,743	1,743	1,743
公积金	888	1,107	1,201	1,248	1,248
未分配利润	3,465	4,311	4,728	5,588	6,755
少数股东权益	38	31	32	33	34

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	977	1,539	1,618	1,284	1,426
净利润	1,083	1,319	947	1,215	1,562
折旧摊销	169	231	261	288	317
净营运资金增加	-49	247	-571	184	457
其他	-226	-257	980	-403	-910
投资活动产生现金流	-1,113	-749	-390	-374	-424
净资本支出	-820	-713	-450	-500	-550
长期投资变化	101	102	-4	-14	--14
其他资产变化	-95	-137	64	140	140
融资活动现金流	80	-333	-637	-268	-337
股本变化	13	2	0	0	0
债务净变化	298	18	-330	0	0
无息负债变化	461	-53	-304	348	97
净现金流	-28	459	591	642	665

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.39%	19.82%	-25.00%	25.78%	28.45%
净利润增长率	2.29%	21.72%	-28.16%	28.25%	28.53%
EBITDA 增长率	9.61%	42.95%	-29.16%	17.90%	26.53%
EBIT 增长率	6.99%	43.95%	-35.13%	19.76%	30.24%
估值指标					
PE	31	25	35	28	22
PB	6	5	4	4	3
EV/EBITDA	26	18	25	21	16
EV/EBIT	30	21	31	25	19
EV/NOPLAT	35	24	36	30	22
EV/Sales	11	9	12	9	7
EV/IC	6	5	5	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	48.60%	54.20%	50.00%	50.00%	50.00%
EBITDA 率	41.60%	49.63%	46.88%	43.94%	43.28%
EBIT 率	36.19%	43.47%	37.60%	35.80%	36.30%
税前净利润率	40.47%	41.42%	39.22%	40.34%	39.99%
税后净利润率 (归属母公司)	34.62%	35.17%	33.68%	34.34%	34.37%
ROA	14.61%	15.60%	11.11%	12.42%	14.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.37%	18.86%	12.35%	14.16%	16.02%
经营性 ROIC	15.79%	20.09%	13.93%	15.65%	18.80%
偿债能力					
流动比率	6.07	5.04	10.57	7.73	8.38
速动比率	5.28	4.40	9.87	7.51	8.25
归属母公司权益/有息债务	18.90	21.19	-	-	-
有形资产/有息债务	21.99	23.89	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.62	0.76	0.54	0.70	0.90
每股红利	0.20	0.25	0.18	0.23	0.29
每股经营现金流	0.56	0.88	0.93	0.74	0.82
每股自由现金流(FCFF)	0.22	0.38	0.74	0.39	0.42
每股净资产	3.38	4.01	4.40	4.92	5.59
每股销售收入	1.80	2.15	1.61	2.03	2.61

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 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