

**中信证券研究部**


**徐涛**  
首席电子分析师  
S1010517080003



**郑泽科**  
电子分析师  
S1010517100002

**核心观点**

**公司是电子陶瓷龙头企业，具备长期投资价值。展望 2020 年，MLCC 有望量价齐升、创新产品规模逐步上量，维持“买入”评级。**

■ **4Q19 收入回暖，1Q20 业绩因疫情影响下滑。**公司发布 2019 年报，期间实现：营业收入 27.26 亿元、YoY -27.30%，归母净利润 8.71 亿元、YoY -33.93%。受国际贸易摩擦以及电子产品行业整体需求放缓影响，报告期内公司的电子元件及材料、通信部件、半导体部件产品销售额跟随下滑。看 Q4 单季度：营业收入 7.30 亿元、环比+14.95%，收入端呈现恢复增长趋势；净利润 2.04 亿元、环比+2.68%。公司发布了 2020 年一季度业绩预告：归母净利润 1.60~1.95 亿元、YoY -15~-30%，主要原因是受到疫情影响公司产品销售出现下滑。

■ **2019 年分业务板块分析。通信部件(插芯、陶瓷后盖为主)：**收入 9.33 亿元、YoY -31.14%，其中我们测算插芯基本保持稳定、陶瓷后盖由于部分客户手机项目变更导致收入下降；毛利率 49.06%、同比+4.32 PCTs，公司陶瓷插芯保持行业领先地位，加快拓展海外高价值市场。**电子元件及材料 (MLCC、基片为主)：**收入 8.40 亿元、YoY -38.42%，MLCC 在 2019 年前三季度行业价格同比下滑、叠加去库存影响公司稼动率不高；毛利率 46.68%、YoY -15.33 PCTs，降价虽有影响但仍高于行业平均水平。**半导体部件 (PKG、指纹识别盖板为主)：**收入 4.80 亿元、YoY -17.38%，其中我们测算 PKG 具备性能和价格双重优势同比略有增长、指纹识别盖板行业饱和和收入下滑明显；毛利率 43.76%、YoY +0.55 PCTs，产品结构变化有积极贡献。

■ **研发投入保持力度，经营现金流表现优异。**2019 年公司分季度“销售+管理+研发”费用率分别为 16.2%/17.9%/14.5%/19.7%，其中 Q4 管理费用率有所上升。2019 年全年研发费用率为 6.47%、YoY +2.18 PCTs，在收入下滑的情况下仍旧保持研发力度。2019 年公司分季度毛利率分别为 50.8%/52.4%/46.8%/46.4%，Q4 毛利率基本企稳，随着被动元件景气上行有望逐步回升。2019 年公司经营活动现金流量净额 17.15 亿元，应收账款和票据 8.75 亿元、YoY -43.4%，净利润的现金含量继续提升，资产负债表整体保持稳健水平。疫情对行业需求带来负面影响，我们预计公司凭借垂直一体化的产业优势和一贯稳健的管理能力，具备更强的抵御风险和持续发展能力。

■ **公司确立 MLCC 战略方向，国产替代空间广阔。**展望 2020 年 MLCC 行业，产能短期受限，5G 手机、智能汽车、安防军用等需求长期看涨；虽然疫情影响了全球需求恢复，但国产替代加速有望迎来中国大陆厂商发展机遇。公司 MLCC 产能快速扩展，2018 年底 20 亿只/月、2019 年底 40 亿只/月、公告 22.85 亿元扩产项目完成后有望达到 250 亿只/月，加快高可靠性的超小型、高比容、高耐压等高端产品的规模化生产，有利于拓展 5G 手机、智能汽车、基站工控等高端应用场景。考虑到公司 MLCC 价格已经走出底部、销量有望快速上涨，我们判断 MLCC 将为公司未来几年业绩增长提供有力支撑。

■ **风险因素：**新业务拓展不及预期，疫情对下游需求影响。

■ **投资建议：**公司是电子陶瓷龙头企业，确立 MLCC 战略方向，多项创新业务亦同向向好。考虑到疫情对行业需求和公司产品销售的影响，下调公司 2020~2021 年净利润预测为 11.32/14.18 亿元（原预测为 13.15/17.20 亿元，变动幅度-13.9%/-17.5%），新增 2022 年净利润预测为 17.09 亿元，对应 EPS 预测为 0.65/0.81/0.98 元/股（原预测为 0.75/0.99/NA 元），现价对应 30/24/20x PE，考虑到公司电子陶瓷龙头价值，维持“买入”评级。

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,750.07	2,726.45	3,610.73	4,495.69	5,387.12
营业收入增长率	20%	-27%	32%	25%	20%
净利润(百万元)	1,318.73	871.26	1,132.14	1,418.07	1,709.08
净利润增长率	22%	-34%	30%	25%	21%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.76	0.50	0.65	0.81	0.98
毛利率%	54%	49%	50%	51%	52%
净资产收益率 ROE%	18.86%	11.60%	13.65%	15.13%	16.04%
每股净资产(元)	4.01	4.31	4.76	5.38	6.11
PE	26	39	30	24	20
PB	5	5	4	4	3

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 3 月 24 日收盘价

<b>三环集团</b>	<b>300408</b>
<b>评级</b>	<b>买入(维持)</b>
当前价	19.23 元
总股本	1,743 百万股
流通股本	1,656 百万股
52 周最高/最低价	27.8/17.12 元
近 1 月绝对涨幅	-26.07%
近 12 月绝对涨幅	-12.25%

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,750	2,726	3,611	4,496	5,387
营业成本	1,718	1,389	1,804	2,201	2,610
毛利率	54.20%	49.06%	50.04%	51.04%	51.55%
营业税金及附加	41	32	42	52	63
销售费用	60	52	68	82	95
营业费用率	1.60%	1.92%	1.88%	1.82%	1.77%
管理费用	290	238	309	373	434
管理费用率	7.74%	8.74%	8.56%	8.30%	8.05%
财务费用	17	13	(22)	(20)	(24)
财务费用率	0.46%	0.47%	-0.61%	-0.45%	-0.44%
投资收益	32	86	77	70	63
营业利润	1,545	1,011	1,321	1,655	1,995
营业利润率	41.21%	37.09%	36.60%	36.82%	37.03%
营业外收入	8	7	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	1,553	1,017	1,320	1,654	1,994
所得税	230	143	185	232	279
所得税率	14.78%	14.02%	14.00%	14.00%	14.00%
少数股东损益	5	3	3	5	5
归属于母公司股东的净利润	1,319	871	1,132	1,418	1,709
净利率	35.17%	31.96%	31.35%	31.54%	31.73%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,553	1,017	1,320	1,654	1,994
所得税支出	-230	-143	-185	-232	-279
折旧和摊销	231	266	176	208	240
营运资金的变化	-12	620	-332	-503	-459
其他经营现金流	-3	-46	-85	-74	-65
经营现金流合计	1,539	1,715	894	1,054	1,431
资本支出	-713	-579	-800	-800	-800
投资收益	32	86	77	70	63
其他投资现金流	-68	-363	-1	-1	-1
投资现金流合计	-749	-856	-723	-731	-738
发行股票	22	0	0	0	0
负债变化	0	408	0	0	0
股息支出	-436	-349	-349	-340	-425
其他融资现金流	80	-734	22	20	24
融资现金流合计	-333	-674	-327	-319	-402
现金及现金等价物净增加额	457	185	-155	3	290

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	929	1,079	923	926	1,217
存货	687	647	840	1,030	1,227
应收账款	1,547	875	1,164	1,457	1,754
其他流动资产	2,237	2,698	2,733	2,790	2,801
流动资产	5,400	5,298	5,661	6,203	6,999
固定资产	1,921	1,827	2,251	2,643	3,003
长期股权投资	102	103	103	103	103
无形资产	279	326	326	326	326
其他长期资产	785	1,017	1,217	1,418	1,619
非流动资产	3,087	3,273	3,898	4,491	5,052
资产总计	8,487	8,572	9,558	10,694	12,051
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	246	152	300	308	362
其他流动负债	825	327	379	424	438
流动负债	1,072	479	679	731	800
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	393	582	582	582	582
非流动性负债	393	582	582	582	582
负债合计	1,464	1,062	1,262	1,314	1,382
股本	1,743	1,743	1,743	1,743	1,743
资本公积	376	384	384	384	384
归属于母公司所有者权益合计	6,992	7,510	8,293	9,372	10,656
少数股东权益	31	0	3	8	14
股东权益合计	7,023	7,510	8,297	9,380	10,669
负债股东权益总计	8,487	8,572	9,558	10,694	12,051

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	19.82%	-27.30%	32.43%	24.51%	19.83%
营业利润增长率	22.84%	-34.56%	30.66%	25.26%	20.51%
净利润增长率	21.72%	-33.93%	29.94%	25.26%	20.52%
毛利率	54.20%	49.06%	50.04%	51.04%	51.55%
EBITDA Margin	47.63%	47.10%	40.75%	40.87%	40.92%
净利率	35.17%	31.96%	31.35%	31.54%	31.73%
净资产收益率	18.86%	11.60%	13.65%	15.13%	16.04%
总资产收益率	15.54%	10.16%	11.84%	13.26%	14.18%
资产负债率	17.25%	12.39%	13.20%	12.29%	11.47%
所得税率	14.78%	14.02%	14.00%	14.00%	14.00%
股利支付率	33.05%	40.01%	30.00%	30.00%	30.00%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告有任何疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。