

现价：人民币 16.39

潜在上升空间：-12.6%

目标价：人民币 14.32 →

新材料行业

## 中科三环 (000970.CH)

中报业绩低于预期，调低盈利预测和投资评级

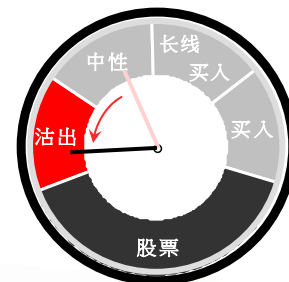
落后 同步 领先

### 公司估值表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万人民币)	3,502	3,541	3,863	4,249	4,669
变化 (%)	-9.9	1.1	9.1	10.0	9.9
净利润 (百万人民币)	275	317	335	387	444
变化 (%)	-7.2	15.2	5.7	15.6	14.8
每股基本盈利 (人民币)	0.258	0.297	0.314	0.363	0.417
变动 (%)	-7.2	15.2	5.7	15.6	14.8
高于市场一致预期 (%)			-16.4	-24.5	-33.5
市盈率 (x)	63.5	55.1	52.2	45.1	39.3
每股净资产值 (人民币)	3.66	3.87	4.08	4.33	4.62
市账率 (x)	4.5	4.2	4.0	3.8	3.5
每股股息 (人民币)	0.08	0.09	0.10	0.11	0.13
股息率 (%)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8

资料来源：公司资料、交银国际

- 发电数据概要：** 2017年上半年公司实现营业收入 17.76 亿元（人民币，下同），比上年同期增长 6.32%；归属于母公司所有者权益的净利润为 1.53 亿元，比上年同期增长 0.32%。公司销售收入和盈利都低于我们的预期。收入低于预期主要是因为下游市场需求低迷。而汇兑损失的大幅增加和营业外收入减少是导致利润几乎无增长的主要原因。
- 经营状况分析：** 上半年钕铁硼永磁的原材料市场价格波动较大，金属镨钕价格由 2017 年初的 33 万元/吨左右上涨至六月下旬的 41 万元/吨左右，上涨幅度约 24%，其他主要稀土品种也均有较大幅度的上涨；同时宏观经济形势未见明显好转，下游钕铁硼消费市场总体上仍保持平稳态势。从目前情况看，我们认为被市场普遍看好的新能源汽车并没有明显提升行业的需求；而原材料价格上涨对公司经营业绩的影响，目前尚不明确。2011 年原材料价格大幅上涨的成本压力可以被公司成功地传递给下游厂商，并实现盈利大幅增长。但当前的市场供需情况可能和 2011 年不尽相同，因此成本传递机制不具有可比性。
- 趋势预测：** 公司股价自 6 月中旬以来有明显上涨，主要催化剂包括原材料价格上涨和特斯拉拟在中国建厂。我们认为原材料价格上涨对公司业绩的正面影响不能确定。特斯拉是否会在新车型中大量采用钕铁硼永磁的驱动电机、取代之前的异步感应电机也尚无定论。因此我们认为公司下半年仍面临较大经营压力，业绩预计不会明显改善。
- 盈利预测与估值：** 我们将公司 17/18 年每股基本盈利预测值由原来的人民币 0.358/0.407 元调低为人民币 0.314/0.363 元。公司投资评级由“中性”调低为“沽出”。公司股票目标价仍维持 14.32 元，该目标价相当于我们 17/18 年每股盈利预测值的 45.6/39.4 倍市盈率和 17 年每股净资产预测值的 3.5 倍市帐率。



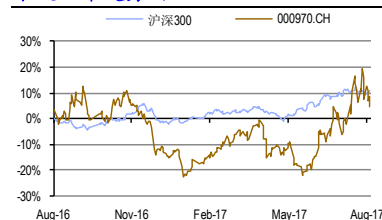
- 公司销售收入和盈利都低于我们的预期
- 行业需求未见增长是公司业绩不达预期的主因
- 下半年公司仍有较大经营压力
- 调低公司盈利预测和目标价

### 股份资料

52 周高位 (人民币)	19.01
52 周低位 (人民币)	11.6
市值 (百万人民币)	17,459
发行股数 (百万)	1,065.2
日成交量 (百万)	72.37
1 个月内变化 (%)	9.85
年初至今变化 (%)	22.77
50 天平均价 (人民币)	15.69
200 天平均价 (人民币)	14.69
14 天强弱指数	51.88

资料来源: Bloomberg

### 个股 1 年走势图



资料来源: Bloomberg

**孙胜权**

 Louis.Sun@bocomgroup.com  
 电话: (86) 21 6065 3606

图表 1: 公司 2017 年上半年损益表 (百万人民币)

项目	2017H1	2016H1	增长率(%)
营业收入	1,775.9	1,670.3	6.3
营业总成本	1,560.6	1,447.9	7.8
营业成本	1,338.7	1,243.9	7.6
税金及附加	10.5	7.8	34.6
销售费用	50.5	54.5	-7.3
管理费用	145.0	156.0	-7.1
财务费用	19.9	-17.2	-215.7
资产减值损失	-4.0	2.8	-242.9
其他经营收益	7.8	2.3	239.1
投资净收益	7.8	2.3	239.1
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2.9	-0.7	-514.3
营业利润	237.7	224.6	5.8
营业利润利润率 (%)	13.4	13.4	
加：营业外收入	0.6	13.9	-95.7
减：营业外支出	0.2	1.9	-89.5
其中：非流动资产处置净损失	0.2	1.8	-88.9
利润总额	238.0	236.6	0.6
减：所得税	57.3	56.4	1.6
净利润	180.8	180.2	0.3
净利润率 (%)	10.2	10.8	
减：少数股东损益	27.6	27.6	0.0
归属于母公司所有者的净利润	153.1	152.6	0.3
基本每股收益 (人民币元)	0.144	0.140	

资料来源：公司数据、交银国际

## 公司背景

北京中科三环高技术股份有限公司（简称“中科三环”）成立于1999年，由中国科学院下属公司——北京三环新材料高技术公司作为主发起人，联合美国TRIDUS公司、宁波电子信息集团有限公司、台全（美国）公司、宁波联合集团股份有限公司和联想集团控股公司共同发起设立的股份公司，并于2000年4月20日在中国深交所上市。

### 中科三环 (000970.CH): 财务报表

#### 损益表 (百万人民币)

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,502	3,541	3,863	4,249	4,669
营业成本	2,682	2,663	2,922	3,185	3,483
营业税金及附加	19	24	19	21	23
销售费用	91	101	97	106	117
管理费用	305	302	332	365	404
财务费用	(55)	(64)	(33)	(24)	(20)
资产减值损失	41	33	30	16	6
其它经营收益	(7)	16	5	15	30
<b>营业利润</b>	<b>412</b>	<b>497</b>	<b>501</b>	<b>595</b>	<b>685</b>
营业外收支净额	28	10	18	19	16
<b>利润总额</b>	<b>440</b>	<b>507</b>	<b>520</b>	<b>614</b>	<b>701</b>
所得税费用	109	129	123	152	172
净利润	331	378	397	462	529
少数股东损益	56	61	62	75	85
<b>归属母公司所有者的净利润</b>	<b>275</b>	<b>317</b>	<b>335</b>	<b>387</b>	<b>444</b>
净利润率 (%)	7.8	8.9	8.7	9.1	9.5

#### 资产负债表 (百万人民币)

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>5,321</b>	<b>5,590</b>	<b>5,953</b>	<b>6,373</b>	<b>6,849</b>
<b>流动资产</b>	<b>3,947</b>	<b>4,031</b>	<b>4,290</b>	<b>4,642</b>	<b>5,069</b>
货币资金	1,683	1,616	1,917	1,974	2,141
应收账款及票据	946	1,109	1,068	1,240	1,331
存货	958	944	860	967	1,073
其他流动资产	360	363	445	462	524
<b>非流动资产</b>	<b>1,375</b>	<b>1,558</b>	<b>1,663</b>	<b>1,731</b>	<b>1,780</b>
长期股权投资	122	311	311	311	311
固定资产	879	921	970	1,009	1,038
在建工程	152	137	188	218	238
无形资产	63	67	65	64	62
其他非流动资产	159	123	129	129	131
<b>总负债</b>	<b>741</b>	<b>747</b>	<b>819</b>	<b>898</b>	<b>983</b>
<b>流动负债</b>	<b>683</b>	<b>693</b>	<b>765</b>	<b>844</b>	<b>929</b>
短期借款	82	55	100	110	120
应付账款及票据	337	374	380	420	467
应付职工薪酬	166	155	183	196	215
其他流动负债	100	109	103	118	126
<b>非流动负债</b>	<b>58</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	54	54	54	54
<b>权益总额</b>	<b>4,580</b>	<b>4,843</b>	<b>5,134</b>	<b>5,475</b>	<b>5,866</b>
股本	1,065	1,065	1,065	1,065	1,065
资本公积	427	427	427	427	427
盈余公积	211	225	259	297	342
未分配利润	2,191	2,403	2,599	2,827	3,088
少数股东权益	685	722	784	859	944

资料来源：公司资料、交银国际预测

#### 现金流量表 (百万人民币)

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>434</b>	<b>346</b>	<b>549</b>	<b>322</b>	<b>424</b>
净利润	331	378	397	462	529
折旧及摊销	101	100	105	115	125
营运资本变动	174	48	(102)	428	402
其他营业资产及负债变动	(172)	(181)	150	(683)	(630)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>(320)</b>	<b>(200)</b>	<b>(169)</b>	<b>(144)</b>
资本支出净额	(155)	(115)	(203)	(182)	(172)
长期投资变动	(860)	(926)	0	0	0
其他资产变动	991	720	3	13	28
<b>融资活动现金流</b>	<b>(373)</b>	<b>(144)</b>	<b>(47)</b>	<b>(96)</b>	<b>(113)</b>
股本变动	7	4	0	0	0
负债变动	(243)	(28)	45	10	10
利息股息	137	121	93	106	123
其它长期资产变动	(274)	(242)	(185)	(212)	(246)
外汇变动影响	48	58	0	0	0
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>86</b>	<b>(60)</b>	<b>302</b>	<b>57</b>	<b>167</b>

#### 财务比率

年结 12月 31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	23.4	24.8	24.4	25.0	25.4
息税折旧前利润率	13.0	15.2	15.8	16.8	17.4
息税前利润率	10.1	12.4	13.1	14.1	14.7
营业利润率	11.8	14.0	13.0	14.0	14.7
净利润率	9.4	10.7	10.3	10.9	11.3
<b>盈利能力分析 (%)</b>					
净资产收益率	7.4	8.0	7.9	8.7	9.3
总资产收益率	6.2	6.9	6.9	7.5	8.0
ROIC	9.9	8.2	11.5	6.8	8.3
<b>偿债能力</b>					
流动比率 (x)	5.8	5.8	5.6	5.5	5.5
速动比率 (x)	3.9	4.0	3.9	3.8	3.8
资产负债率 (%)	13.9	13.4	13.8	14.1	14.3
净债务负债率 (%)	(53.8)	(47.6)	(54.8)	(51.6)	(52.6)
利息保障倍数(x)	(4.1)	(6.4)	(38.0)	(42.2)	(45.6)
<b>成长能力 (%)</b>					
收益增长率	-9.9	1.1	9.1	10.0	9.9
年内(亏损)利润增长率	-4.2	14.2	4.9	16.5	14.4
EBIT 增长率	-19.2	24.1	15.3	18.4	14.4
EBITDA 增长率	-16.0	18.6	13.2	16.9	13.5
总资产增长率	-1.2	5.0	6.5	7.1	7.5
<b>营运能力及其他</b>					
平均存货周转天数 (天)	130	129	111	103	105
平均应收账款周转天数 (天)	99	104	101	98	99
总资产周转天数 (天)	550	555	538	522	510
股息支付率 (%)	31	31	32	31	31

**交銀國際**

 上環皇后大道中 181 號新紀元廣場低座 17 樓 1701 室

總機: +852 2297 9888

傳真: +852 2766 3183

[www.bocomgroup.com](http://www.bocomgroup.com)

**評級定義**

**公司評級**

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%  
 長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%  
 中性: 預期股價波幅在±20%之間  
 沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

**行業評級**

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上  
 同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間  
 落后: 預期行業指數於 12 個月內落后大市漲幅 10%以上

**研究團隊**

**研究部主管**

@bocomgroup.com

洪灝 CFA (852) 3766 1802 hao.hong

**宏觀策略**

洪灝 CFA (852) 3766 1802 hao.hong  
 譚淳 (852) 3766 1825 karen.tan  
 華斯揚 CFA (852) 3766 1837 grace.hua

**銀行/非銀金融**

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan  
 萬麗 CFA, FRM (86) 10 8800 9788 - 8051 wanli  
 韓嘉楠 (852) 3766 1858 hannah.han  
 張雨琦 (852) 3766 1850 yufan.zhang

**消費**

王惟穎 CFA (852) 3766 1808 summer.wang

**環保服務**

鄭民康 (852) 3766 1810 wallace.cheng

**文旅博彩**

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 3766 1807 alfred.lau

**醫葯生物**

李博 (852) 3766 1811 david.li

**研究部副主管**

@bocomgroup.com

鄭碧海 CFA (852) 3766 1809 geoffrey.cheng

**互聯網**

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma  
 谷馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 connie.gu  
 孫夢琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun  
 周喆 (86) 10 8800 9788 - 8041 zhe.zhou  
 單穎 (86) 10 8800 9788 - 8044 ying.shan

**房地產**

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 3766 1807 alfred.lau  
 謝聯聰 CFA, FRM (852) 3766 1815 philip.tse  
 黃子嘉 (852) 3766 1830 carmen.wong

**新能源**

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

**科技**

嚴司政 (852) 3766 1803 christopher.yim

**交通運輸及工業**

鄭碧海 CFA (852) 3766 1809 geoffrey.cheng  
 周云飞 (852) 3766 1816 fay.zhou

**汽車及軍工**

陳庚 (86) 21 6065 3601 angus.chan

### 分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

### 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、中糧肉食控股有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興滬水務(集團)有限公司、中國郵政儲蓄銀行股份有限公司、招商證券股份有限公司、山東省國際信託股份有限公司、廣東康華醫療股份有限公司、中信建投證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、HPC Holdings Limited、國泰君安證券股份有限公司和中原銀行股份有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國聯證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有國泰君安證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中國宇華教育集團有限公司的股本證券逾1%。

### 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的條件下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、復印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其他人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或阻截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被视为集團的任何成員作出提議、建議或征購或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法例、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。