

## 业绩低于预期 三因素促15年业绩增长

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

——中科三环（000970）年报点评

### 证券研究报告-年报点评

增持（维持）

发布日期：2015年03月30日

#### 报告关键要素：

2014年，公司业绩低于预期。公司营收小幅增长，而受价格回落及行业竞争加剧致销售毛利率显著回落。预计15年公司业绩增长逻辑主要在于三点：产品价格回升、新能源汽车为代表的下游需求持续向好及公司在细分领域具备一定行业地位。预测公司2015-16年全面摊薄后每股收益分别为0.37元与0.45元，按03月27日19.28元收盘价计算，对应的PE分别为51.90倍与42.59倍。目前估值相对板块较高，考虑公司行业地位及新能源汽车发展前景，维持“增持”投资评级。

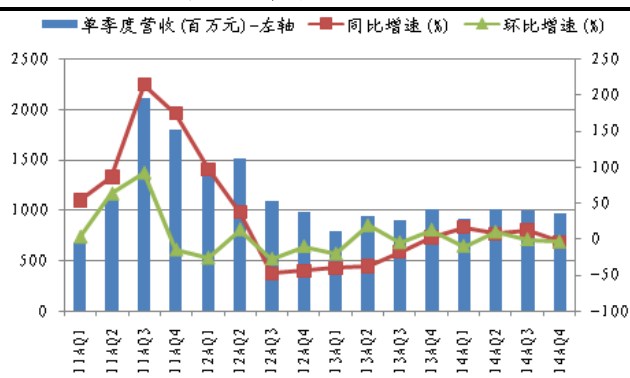
#### 事件：

- **中科三环(000970)公布2014年年报。**2014年，公司实现营业收入38.85亿元，同比增长6.77%；实现营业利润4.11亿元，同比下降8.42%；实现归属于上市公司股东的净利润2.96亿元，同比下降13.17%，基本每股收益0.28元；利润分配预案为拟10股派发现金红利0.85元(含税)。

#### 点评：

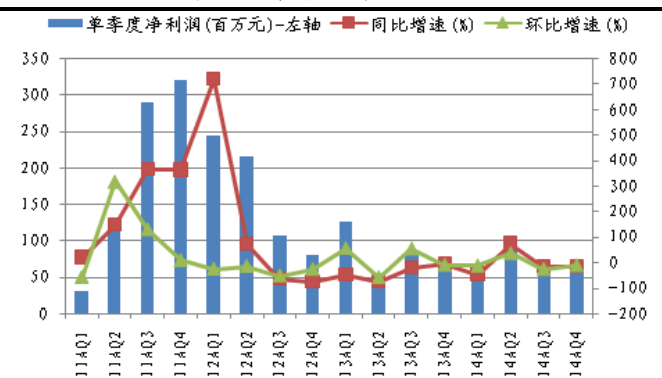
- **14年增收不增利。**2014年公司实现营收38.85亿元，同比增长6.77%，净利润为2.96亿元，同比下降13.17%。公司单季度业绩显示：近年来一季度为公司业绩低点，二、三季度相对较好，14年第四季度实现营收9.65亿元，同比下降4.60%，净利润为6352万元，同比下降17.37%。2014年，公司营业外收入为2154万元，同比大幅下降38.61%，主要是政府补助大幅降低所致，14年为1907万元，而13年为3404万元；资产减值损失1189万元，同比下降25.30%，主要是存货跌价损失降低所致。

图1：2011-14年公司单季度营收及增速



数据来源：Wind，中原证券

图2：2011-14年公司单季度净利润及增速

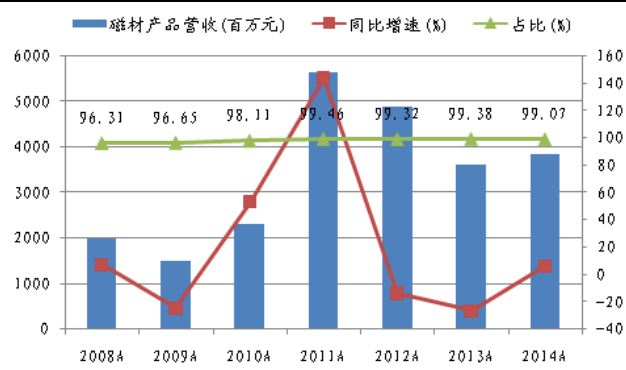


数据来源：Wind，中原证券

**磁材产品业绩稳步增长 预计15年将持续增长。**2009-14年，公司磁材产品业绩大幅波动，其中2009-11年营收大幅增长，11年达56.65亿元；12-13年业绩持续大幅下滑，2013年回落至36.15亿元；

14年磁材产品营收38.49亿元，同比增长6.44%，在公司营收中占比为99.07%，业绩增长主要是销量增长所致。近年公司业绩大幅波动的关键因素是受上游稀土价格大幅波动影响，钕铁硼磁材产品价格大幅波动，如N35价格曲线所示，N35价格自11年8月达到历史新高后总体持续回落。14年以来，受经济增速回落等因素影响，稀土价格总体处于消化库存的阶段，稀土价格在14年年初小幅上涨后缓慢下跌，而四季度以来价格开始稳步回升。预计15年公司磁材产品业绩将持续增长，主要逻辑在于三点：第一钕铁硼磁材产品价格有望稳中有升。钕铁硼产品价格与稀土价格密切正相关，15年稀土价格总体将稳中有升，一方面稀土属于战略性稀缺资源，另一方面受稀土行业相关政策影响，如14年10月，工信部等八部委按照《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，自14年10月-15年3月底开展全国打击稀土违法违规的专项活动，14年12月31日我国商务部发文取消稀土出口配额制，且15年5月3日我国稀土出口关税将正式取消，伴随本届政府对环保的日益重视，预计稀土资源税改革将加速推进，综合判断15年我国稀土价格总体趋势为稳中向上。稀土价格曲线也基本验证上述观点：14年第四季度为稀土价格低点，目前止跌回升趋势较为明显，对应N35价格也呈现企稳态势。第二是钕铁硼未来需求增量主要在于新能源汽车与节能环保领域，特别是我国新能源汽车仍将持续高速增长，14年为我国新能源汽车启动元年，全年实现产量8.40万辆，同比大幅增长376%，受新能源汽车战略地位提升等因素影响，预计未来我国新能源汽车仍将持续高速增长，15年增速仍有望翻倍。鉴于新能源汽车行业前景，公司正加速在此领域布局：一是公司控股子公司天津三环乐喜新材料拟初期以自有资金2亿元设立全资子公司南通三环乐喜新材料，建设年产2000吨高性能钕铁硼自动化生产线，并根据市场发展最终拟拓展至5000吨规模；二是15年2月9日，公司与日立金属株式会社签订合作协议，双方拟在中国境内设立以制造高性能烧结钕铁硼磁体为目的的合资公司，初期生产能力为烧结钕铁硼成品2000吨/年。第三是公司产品在细分领域具备已具备一定的品牌效应和先发优势，如公司是以EPS电机为代表的全球汽车电机市场的最大供应商，在全球计算机硬盘主轴驱动电机领域占据约50%的市场份额，是iPhone智能手机用磁体的全球最大供应商。

图3：2008-14年公司磁材产品营收、增速及占比



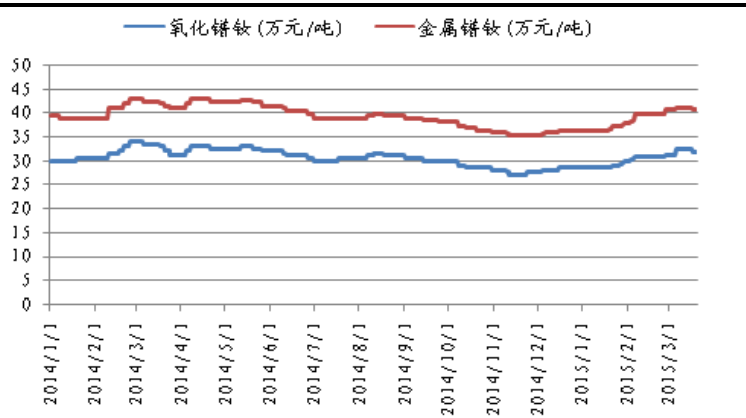
数据来源：Wind，中原证券

图4：2011-14年烧结钕铁硼N35价格曲线



数据来源：百川资讯，中原证券

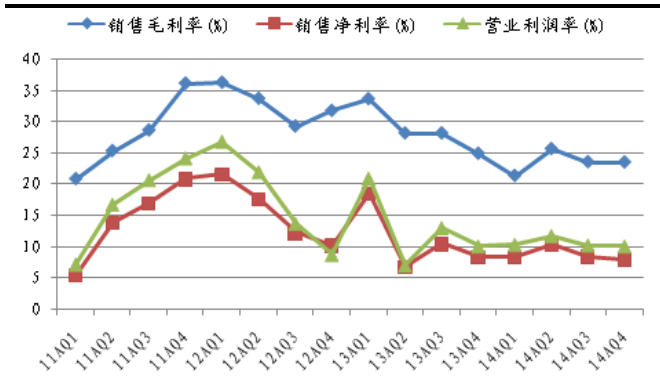
图5：2014年以来氧化镨钕/金属镨钕价格曲线



数据来源：百川资讯，中原证券

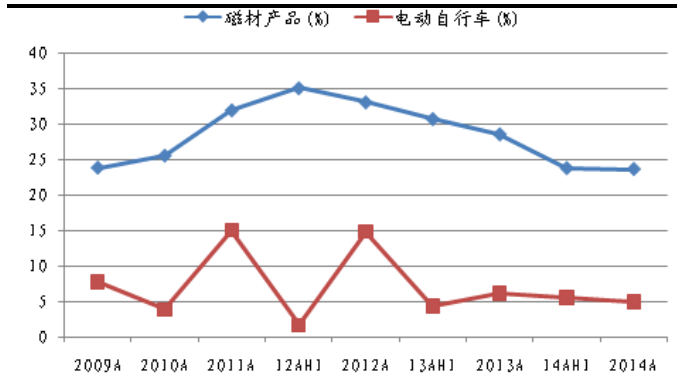
- **盈利能力回落 预计15年有望稳中有升。**2014年，公司销售毛利率为23.59%，较13年的28.48%大幅回落4.89个百分点，同时单季度毛利率显示：公司14年第三、四季度毛利率基本持平，显示盈利能力已呈现企稳迹象。具体至分产品毛利率：磁材产品毛利率为23.62%，较13年的28.55%大幅回落4.93个百分点，但与14年上半年的23.74%基本持平，回落主要是产品价格下降及行业竞争加剧所致；电动自行车为4.96%，同比回落1.22个百分点。公司具备较强的创新能力和显著行业地位，如公司牵头或参与的“十二五”国家863重大产业专项计划中的3项课题(低钕和低重稀土烧结永磁材料的关键制备技术、各项同性稀土粘结永磁材料制备及应用技术、各项异性粘结永磁材料制备及应用技术)14年底全部实施完成通过验收，目前公司钕铁硼永磁材料销量稳居国内龙头，行业地位显著。结合上游稀土价格走势及公司行业地位，我们预计15年公司盈利能力总体有望稳中有升。

图6：2011-14年公司单季度盈利能力



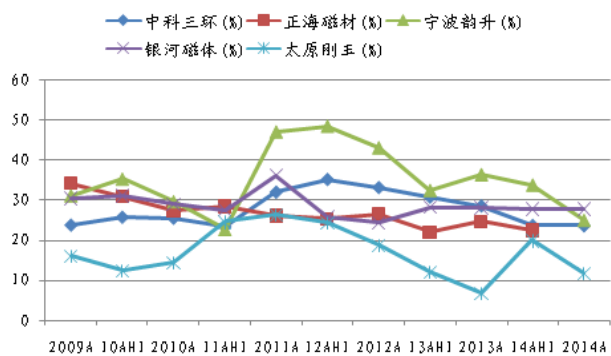
数据来源：Wind，中原证券

图7：2009-14年公司不同产品毛利率



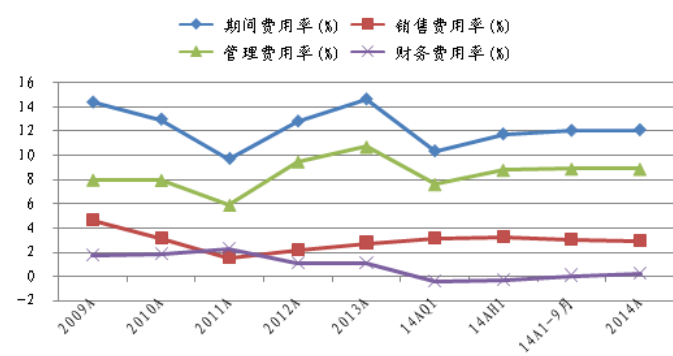
数据来源：Wind，中原证券

图8：2009-14年钕铁硼材料毛利率对比



数据来源：Wind，各公司公告，中原证券

图9：2009-14年公司三项费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **管理与财务费用支出下降致期间费用率回落 预计15年基本持平。**2014年，公司三费合计支出4.70亿元，同比下降11.84%，对应期间费用率为12.09%，较13年的14.64%大幅回落2.55个百分点，主要是管理费用和财务费用支出降低所致。具体至分项费用：销售费用为1.14亿元，同比增长13.16%，销售费用支出以职工薪酬和运输费用为主，二者分别为6297万元和3696万元；管理费用为3.45亿元，同比下降11.60%，其中职工薪酬支出1.43亿元，研究开发费为1.29亿元；财务费用支出1023万元，同比大幅下降75.23%，主要系汇兑损益大幅降低，14年为382万元，而13年为3054万元。我们预计15年公司营收将持续增长，公司三项费用率基本持平。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司2015年与2016年全面摊薄后每股收益分别为0.37元与0.45元，按03月27日19.28元收盘价计算，对应的PE分别为51.90倍与42.59倍。目前估值相对板块较高，考虑公司行业地位及新能源汽车发展前景，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**稀土价格大幅波动；新能源汽车进展低于预期；行业竞争加剧。

盈利预测

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	3638.67	3885.12	4406.41	5250.38
增长比率 (%)	(26.25)	6.77	13.42	19.15
净利润 (百万元)	340.98	296.07	395.71	482.19
增长比率 (%)	(47.41)	(13.17)	33.66	21.85
每股收益 (元)	0.32	0.28	0.37	0.45
市盈率 (倍)	60.23	69.37	51.90	42.59

市场数据 (2015年03月27日)

收盘价 (元)	19.28
一年内最高/最低 (元)	20.00/14.51
沪深300指数	3971.70
市净率 (倍)	5.53
流通市值 (亿元)	205.37

基础数据 (2014年12月31日)

每股净资产 (元)	3.48
每股经营现金流 (元)	0.22
毛利率 (%)	23.59
净资产收益率-摊薄 (%)	7.98
资产负债率 (%)	18.88
总股本/流通股 (万股)	106520/106520
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。