



2017 年 03 月 26 日

增持(首次评级)

当前价: 14.9 元
目标价: 16 元

有色金属行业研究组

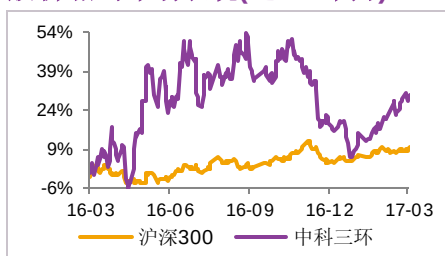
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,540	3,647	3,938	4,332
(+/-)	1%	3%	8%	10%
净利润	316.59	371.32	485.17	573.37
(+/-)	15%	17%	31%	18%
EPS(元)	0.30	0.35	0.46	0.54
P/E	54	46	35	30

资料来源: 联讯证券研究院

中科三环(000970.SZ)

【联讯有色公司点评】中科三环(000970): 钕铁硼磁材龙头、2017 年业绩增长仍可期

投资要点

✧ 事件

3 月 23 日, 公司发布 2016 年年报, 报告期内公司实现营业收入 35.41 亿元, 同比增长 1.1%; 归属上市公司股东净利润 3.17 亿元, 同比增长 15.22%。

✧ 点评

高端产品产能释放带动毛利增长。2016 年公司业绩增长的直接原因为公司毛利率 24.78%, 同比增加 1.37 个百分点。而毛利率增长主要因 2012 年募集资金建设的天津(2,200 吨/年)和宁波(2,000 吨/年)两个高性能钕铁硼项目投产并释放产能, 产品结构升级带动毛利率提高。

国内最大钕铁硼磁材生产商、汽车用磁材占 55%。截止至 2016 年底, 公司拥有烧结钕铁硼(坯料)产能 16,000 吨, 粘结钕铁硼产能 1500 吨。按照 70%~80% 的产能利用率和 60% 的成材率, 钕铁硼成品实际产量预计在 7,000 吨~8,000 吨, 产量全球第一, 产值第二。公司产品下游应用结构: 汽车电机(含新能源汽车驱动电机)占 55% 左右、VCM 约占 10-15%、节能电机约占 5-10%、风电电机约占 5-10%、消费电子约占 5-10%, 其它约占 5-10%。

特斯拉订单开始供货、2018 年有望爆发。2016 年 10 月, 与特斯拉签订三年供货协议, 正式成为特斯拉零部件供应商。目前已开始提供产品。我们预计特斯拉 2017E/2018E/2019E 产量分别为 11 万辆/44 万辆/63 万辆, 假设全部采用永磁电机, 按单车需要钕铁硼 4 千克, 对应的钕铁硼需求为 440 吨/1,760 吨/2,560 吨。假设, 公司占总订单量的 60%, 则供应量为 264 吨/1,054 吨/1,536 吨。按照 30% 的毛利率, 毛利达 10.5 万/吨, 则公司毛利增加 2,640 万元/11,067 万元/16,128 万元。我们认为, 特斯拉全部更换为永磁电机仍需时间, 2017 年该订单对公司业绩影响小。但随着特斯拉产量释放及永磁电机应用比例提高, 2018 年公司该项业务有望爆发。

日立合资厂下半年投产、2018 年产量释放。2015 年 2 月, 公司与日立合作成立合资公司, 占 49% 股权。一期 2,000 吨/年高性能钕铁硼将于 2017 年下半年投产, 2018 年释放。二期 6,000 吨/年仍在规划。产品性能将全部达到日立水平, 产品毛利率也将远高于国内同类产品。

钕铁硼行业: 中低端严重过剩、高端市场仍保持较快增长。根据我们调研, 2016 年全国钕铁硼需求量为 16 万吨, 供给量与需求基本持平。但产能超过 30 万吨, 中低端产能严重过剩。但高性能钕铁硼市场仍然较好。供给端: 技术门槛高, 产能释放慢。需求端: 未来几年, 汽车 EPS 仍有 2%~5% 的年均增长; 新能源汽车需求则有望保持 30%~50% 的年均增长。我们仍看好该市场的发展。稀土价格已经长期处于底部, 下跌十分有限, 稀土价格上涨虽短期内增加钕铁硼企业成本, 但高端钕铁硼成本转嫁能力强。同时, 企业



存货重新估值，钕铁硼企业也将从中受益。

✧ 盈利预测及估值：投资评级“增持”、目标价“16 元/股”

我们预计公司 2017E/2018E/2019E 的归属净利润分别为 371.32 百万元/485.17 百万元/573.37 百万元，对应的 EPS 分别为 0.35 元/0.46 元/0.54 元，考虑到公司成长较快，给予公司 2017E/2018E/2019 的 PE 分别为 46 倍/35 倍/30 倍。对应 2017 年 46 倍 PE，目标价格为 16 元/股，投资评级“增持”。

✧ 风险提示

稀土价格上涨超预期、特斯拉订单不及预期、产销量不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,031.42	4,569.51	5,104.81	5,839.71	经营活动现金流	346.24	535.83	501.84	538.18
货币资金	1,615.73	2,132.56	2,539.73	3,088.91	净利润	377.99	441.32	555.17	643.37
应收账款	1,035.32	1,094.14	1,181.67	1,299.84	资产减值准备	32.85	10.00	12.00	12.00
其他应收款	82.71	50.00	50.00	50.00	折旧摊销	100.45	100.45	110.45	121.45
预付款项	14.40	15.00	15.00	15.00	财务费用	-55.12	-40.00	-20.00	6.00
存货	943.67	938.22	978.82	1,046.37	投资损失	-15.77	-17.77	-47.77	-47.77
其他流动资产	339.59	339.59	339.59	339.59	营运资金变动	-108.50	31.83	-118.01	-206.87
非流动资产	1,558.31	1,590.69	1,696.36	1,696.36	其它	14.34	10.00	10.00	10.00
长期股权投资	311.02	311.02	311.02	311.02	投资活动现金流	-320.35	-19.00	-94.67	11.00
固定资产及在建工程	1,057.79	1,087.79	1,193.46	1,193.46	资本支出	114.54	30.00	105.67	0.00
无形资产及商誉	97.03	97.03	97.03	97.03	长期投资	311.02	311.02	311.02	311.02
其他	92.14	135.33	190.04	94.85	其他	105.21	322.02	322.02	322.02
资产总计	5,589.73	6,160.20	6,801.17	7,536.07	筹资活动现金流	-144.46	0.00	0.00	0.00
流动负债	692.95	797.22	863.31	933.08	短期借款	81.53	54.65	50.00	50.00
短期借款	54.65	50.00	50.00	50.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	373.69	474.13	512.06	563.26	其他	225.99	54.65	50.00	50.00
预收款项	10.38	10.00	10.00	10.00	现金净增加额	-118.57	516.83	407.17	549.18
应付职工薪酬	155.33	163.10	171.25	179.81	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
其他应付款	98.67	100.00	120.00	130.00	成长能力				
非流动负债	54.10	78.99	98.69	120.45	营业收入	1%	3%	8%	10%
负债合计	747.05	876.21	962.00	1,053.53	营业利润	21%	16%	25%	16%
少数股东权益	721.87	791.87	861.87	931.87	归属母公司净利润	15%	17%	31%	18%
归属母公司股东权益	4,120.81	4,492.12	4,977.29	5,550.67	获利能力				
所有者权益合计	4,842.68	5,283.99	5,839.16	6,482.54	毛利率	25%	27%	29%	31%
					净利率	11%	12%	14%	15%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	8%	9%	10%	10%
营业收入	3,540.90	3,647.13	3,938.90	4,332.79	偿债能力				
营业成本	2,663.35	2,680.64	2,796.62	2,989.62	资产负债率	13%	14%	14%	14%
营业税金及附加	23.81	21.88	23.63	26.00	流动比率	5.82	5.73	5.91	6.26
营业费用	100.94	103.94	112.26	123.48	速动比率	4.46	4.55	4.78	5.14
管理费用	302.50	310.01	336.93	380.62	营运能力				
财务费用	-63.73	-40.00	-20.00	6.00	总资产周转率	0.65	0.62	0.61	0.60
资产减值损失	32.85	10.00	12.00	12.00	每股指标(元)				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.30	0.35	0.46	0.54
投资净收益	15.77	17.77	47.77	47.77	每股经营现金	1.52	2.00	2.38	2.90
营业利润	496.97	578.43	725.23	842.83	每股净资产	3.87	4.22	4.67	5.21
营业外收入	21.82	20.00	20.00	20.00	估值比率				
营业外支出	11.62	10.00	5.00	5.00	P/E	54	46	35	30
利润总额	507.16	588.43	740.23	857.83	P/B	4.14	3.79	3.42	3.07
所得税	129.18	147.11	185.06	214.46	EV/EBITDA	31	25	20	19
净利润	377.99	441.32	555.17	643.37					
少数股东损益	61.40	70.00	70.00	70.00					
归属母公司净利润	316.59	371.32	485.17	573.37					
EBITDA	518.57	631.11	778.91	801.06					
EPS（元）	0.30	0.35	0.46	0.54					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com