

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩符合预期 17 年持续增长

——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：2017 年 03 月 23 日

### 报告关键要素：

2016 年，公司业绩止跌回升，总体符合预期。16 年业绩增长主要受益于产品销量增长；产品结构优化致毛利率提升。预计 17 年业绩将持续增长，主要受益于上游稀土价格将稳中有升，而公司作为钕铁硼龙头将受益于新能源汽车行业增长，同时与特斯拉签署的采购协议将对公司业绩产生积极影响。预测公司 2017-18 年全面摊薄后每股收益分别为 0.37 元与 0.45 元，按 03 月 22 日 14.68 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 39.39 倍与 32.87 倍。目前估值相对板块较为合理，考虑公司行业地位及新能源汽车行业发展前景，维持“增持”投资评级。

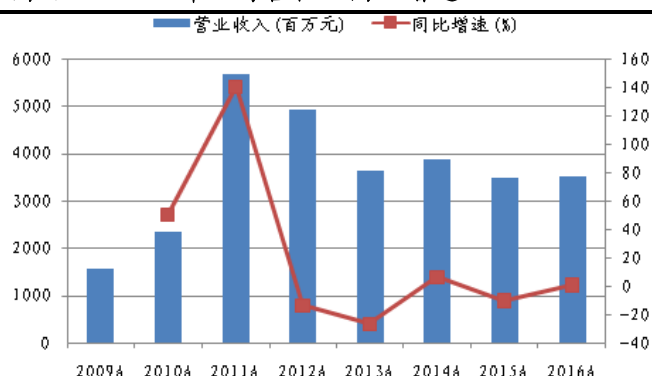
### 事件：

- **中科三环(000970)公布2016年年报。**2016 年，公司实现营业收入 35.41 亿元，同比增长 1.10%；实现营业利润 4.97 亿元，同比增长 20.59%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.17 亿元，同比增长 15.22%，基本每股收益 0.30 元；利润分配预案为拟 10 股派发现金红利 1.00 元(含税)。

### 点评：

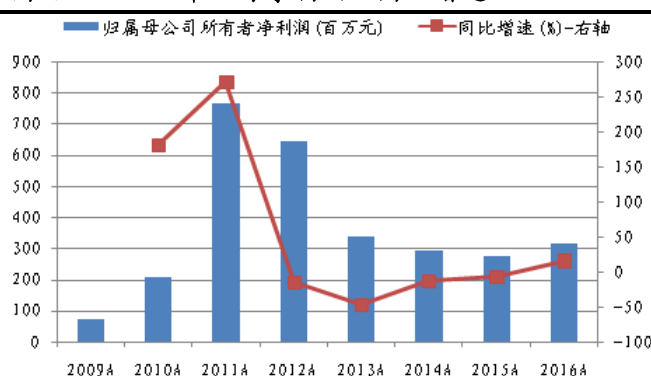
- **营收止跌略增 预计17年持续增长。**2011 年以来，公司业绩总体持续下滑，业绩下滑主要是上游稀土原材料价格持续下降致钕铁硼磁材产品价格下降。2016 年，公司营收止跌略增，全年实现营收 35.41 亿元，同比略增 1.10%；净利润 3.17 亿元，同比增长 15.38%，业绩增长主要在于产品销量提升。2016 年，公司资产减值损失 3285 万元，同比下降 20.79%；投资净收益 1577 万元，而 15 年为 -678 万元；营业外收入 2182 万元，同比下降 26.85%。

图1：2009-16年公司营收及同比增速



数据来源：Wind，中原证券

图2：2009-16年公司净利润及同比增速



数据来源：Wind，中原证券

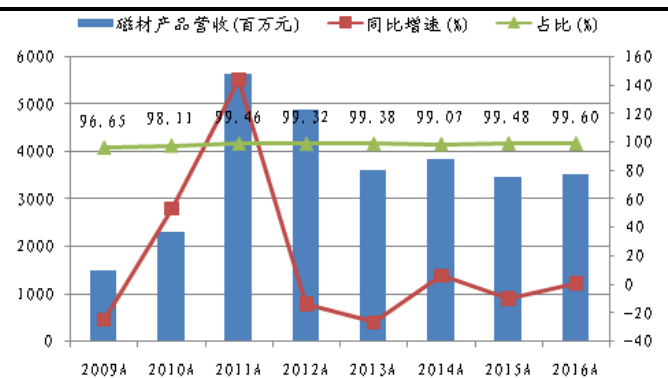
**磁材产品营收止跌回升 预计17年持续增长。**2011-15 年，公司磁材产品营收总体持续下滑，其主要原因在于上游原材料稀土价格总体持续下滑，从而导致行业产品均价总体也下滑，如 11 年烧结钕铁硼 N35 均价为 335.35 元/公斤，而 15 年均价为 126.22 元/公斤。2016 年，公司磁材产品营收止跌略增，全年实现营收 35.27 亿元，同比略增 1.22%，在公司营收中占比 99.60%，16 年钕铁硼 N35 均价为 120.61

元/公斤，同比回落4.45%，推测业绩增长主要在于产品销量增长。预计17年公司磁材产品营收将持续增长，主要基于两点：

一是磁材产品价格有望止跌回升。钕铁硼磁材价格与上游稀土价格紧密相关，预计上游稀土价格将稳中有升，其逻辑在于：1）稀土属于稀缺性资源，国家政策鼓励行业健康有序发展，特别是16年10月工信部发布了《稀土 行业发展规划（2016-2020年）》，提出了行业发展的六大重点任务，且六部委打黑也在稳步推进中；2）稀土收储有序进行。2016年12月和17年1月，国家分别收储稀土1406吨和1983吨，考虑前两次收储总量及行业现状，未来不排除进一步收储的可能。受此影响，稀土产品价格16年三季度位于低位，四季度以来逐渐小幅回升，17年以来，钕铁硼N35均价为125元/公斤，较16年均价提升3.64%。

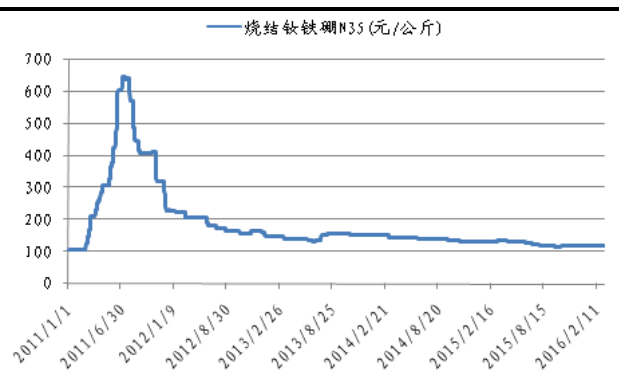
二是公司为我国钕铁硼磁材龙头企业，将受益于新能源汽车行业增长。凭借技术优势，16年10月，公司与特斯拉签署了《特斯拉零部件采购通用条款》，合同有效期为3年，交易量及金额根据实际订单而定。公司与日立金属株式会社成立的日立金属三环磁材（南通）有限公司进展顺利，预计17年4月初正式运营，该合资公司产品定位于中高端，一期产能2000吨，二期根据市场需求进一步提升。钕铁硼市场需求增量主要在于新能源汽车，基于国家对新能源汽车行业发展定位及技术进步，其发展前景可期。2016年，我国新能源汽车产量51.7万辆，同比增长36.41%，预计17年产量将达68万辆。

图3：2009-16年公司磁材产品营收、增速及占比



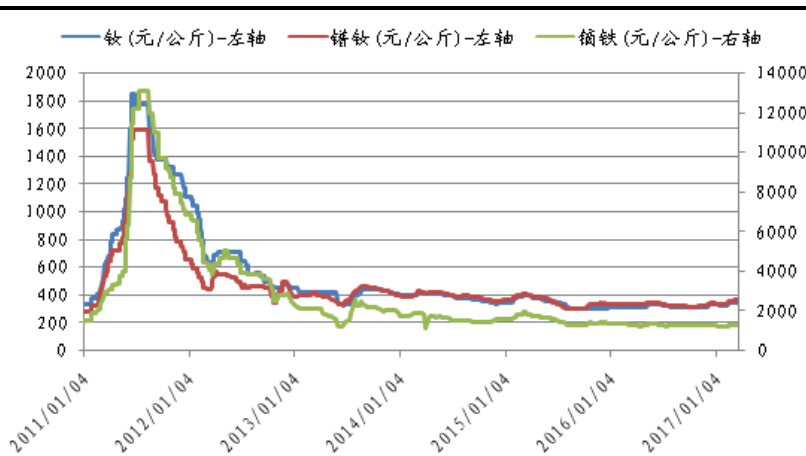
数据来源：Wind，中原证券

图4：2011-17年烧结钕铁硼N35价格曲线



数据来源：百川资讯，中原证券

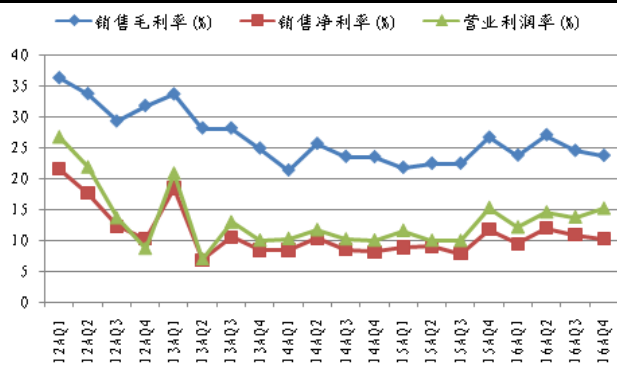
图5：2011-17年钕、镨钕及镨铁价格曲线



数据来源：Wind，中原证券

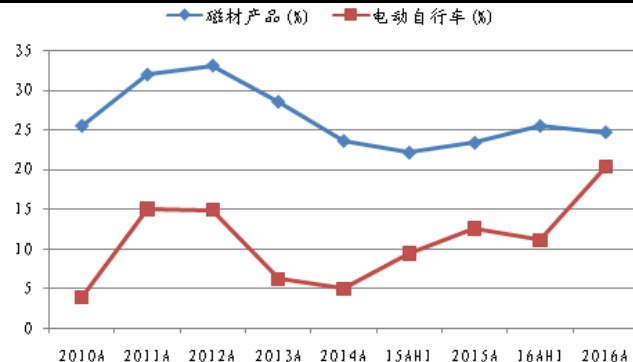
- **盈利能力提升 预计17年稳中略升。**2016年，公司销售毛利率为24.78%，较15年的23.42%提升1.37个百分点。具体至分产品毛利率：磁材产品为24.71%，同比提升1.33个百分点，提升主要受益于产品结构优化；电动自行车为20.32%，同比大幅提升7.78个百分点。至16年底，公司累计申请专利已达520余件，专利授权量约320件，其中授权的发明专利约110件。总体而言，2017年上游稀土原料价格有望稳中有升，公司为全球第二大钕铁硼材料企业，具备一定的技术和规模优势，预计公司17年盈利能力有望稳中略升。

图6：2012-16年公司单季度盈利能力



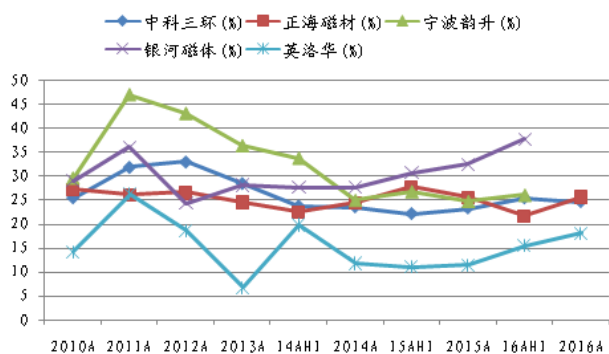
数据来源：Wind，中原证券

图7：2010-16年公司不同产品毛利率



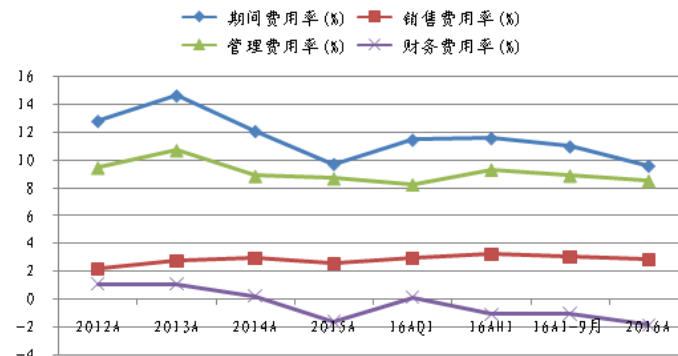
数据来源：Wind，中原证券

图8：2010-16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9：2012-16年公司三项费用率



数据来源：Wind，中原证券

- **三项费用率持续回落 预计17年稳中略降。**2013年以来，公司三项费用率总体持续回落。2016年，公司三项费用合计支出3.40亿元，同比略降0.24%，对应三项费用率为9.59%，同比回落0.13个百分点。具体至分项费用：销售费用为1.01亿元，同比增长10.89%；管理费用为3.03亿元，同比下降0.79%；财务费用为-6373万元，而15年为-5541万元。预计17年公司业绩将持续增长，公司三项费用率总体稳中略降。
- **盈利预测与投资建议。**预测公司2017年与2018年全面摊薄后每股收益分别为0.37元与0.45元，按03月22日14.68元收盘价计算，对应的PE分别为39.39倍与32.87倍。目前估值相对板块较为合理，考虑公司行业地位及新能源汽车行业发展前景，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；项目进展不及预期。

### 盈利预测

|            | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 3502.35 | 3540.90 | 4194.83 | 4947.53 |
| 增长比率 (%)   | -9.85   | 1.10    | 18.47   | 17.94   |
| 净利润 (百万元)  | 274.76  | 316.59  | 397.01  | 475.66  |
| 增长比率 (%)   | -7.20   | 15.22   | 25.40   | 19.81   |
| 每股收益 (元)   | 0.26    | 0.30    | 0.37    | 0.45    |
| 市盈率(倍)     | 56.91   | 49.39   | 39.39   | 32.87   |

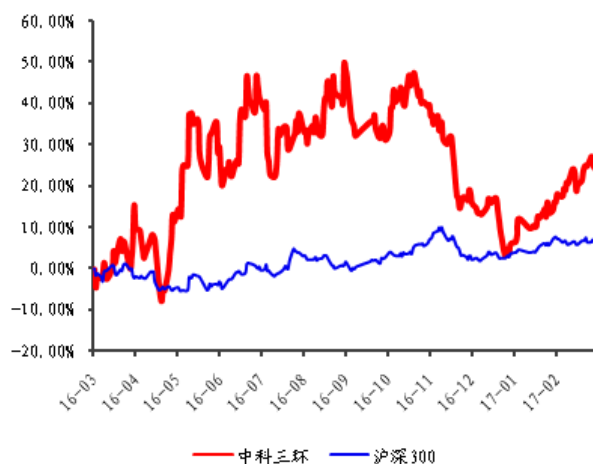
### 市场数据 (2017年03月22日)

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价 (元)      | 14.68       |
| 一年内最高/最低 (元) | 17.90/10.39 |
| 沪深300 指数     | 3450.05     |
| 市净率 (倍)      | 3.79        |
| 流通市值 (亿元)    | 156.37      |

### 基础数据 (2016年12月31日)

|               |               |
|---------------|---------------|
| 每股净资产 (元)     | 3.87          |
| 每股经营现金流 (元)   | 0.33          |
| 毛利率 (%)       | 24.78         |
| 净资产收益率-摊薄 (%) | 7.68          |
| 资产负债率 (%)     | 13.36         |
| 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



附：公司盈利预测

| 资产负债表           |               |               |               |               | 利润表             |              |              |              |              |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元)           |               |               |               |               | (百万元)           |              |              |              |              |
|                 | 2016A         | 2017E         | 2018E         | 2019E         |                 | 2016A        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>流动资产</b>     | <b>4031.4</b> | <b>4624.2</b> | <b>5421.7</b> | <b>6286.9</b> | <b>营业收入</b>     | 3540.9       | 4194.8       | 4947.5       | 5638.4       |
| 现金              | 1615.7        | 2081.5        | 2477.4        | 2966.6        | 营业成本            | 2663.3       | 3129.7       | 3686.3       | 4212.3       |
| 交易性金融资产         | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 营业税费            | 23.8         | 23.1         | 27.2         | 28.2         |
| 应收票据            | 73.3          | 83.9          | 99.0          | 112.8         | 销售费用            | 100.9        | 117.5        | 137.5        | 155.1        |
| 应收款项            | 1044.7        | 999.9         | 1180.5        | 1346.7        | 管理费用            | 302.5        | 356.6        | 418.6        | 476.4        |
| 存货              | 943.7         | 1095.4        | 1290.2        | 1474.3        | 财务费用            | -63.7        | -45.3        | -57.0        | -68.1        |
| 其他              | 354.0         | 363.5         | 374.7         | 386.5         | 资产减值损失          | 32.8         | 13.2         | 14.3         | 15.0         |
| <b>非流动资产</b>    | <b>1558.3</b> | <b>1521.0</b> | <b>1452.9</b> | <b>1379.9</b> | 公允价值变动收益        | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 长期股权投资          | 311.0         | 311.0         | 311.0         | 311.0         | 投资收益            | 15.8         | 10.0         | 10.0         | 10.0         |
| 固定资产            | 921.2         | 855.6         | 785.6         | 701.7         | <b>营业利润</b>     | <b>497.0</b> | <b>610.2</b> | <b>730.6</b> | <b>829.5</b> |
| 无形资产            | 66.9          | 63.6          | 60.4          | 57.4          | 营业外收入           | 21.8         | 25.0         | 25.0         | 25.0         |
| 其他              | 259.2         | 290.8         | 295.9         | 309.9         | 营业外支出           | 11.6         | 5.0          | 5.0          | 5.0          |
| <b>资产总计</b>     | <b>5589.7</b> | <b>6145.2</b> | <b>6874.6</b> | <b>7666.9</b> | <b>利润总额</b>     | <b>507.2</b> | <b>630.2</b> | <b>750.6</b> | <b>849.5</b> |
| <b>流动负债</b>     | <b>693.0</b>  | <b>769.3</b>  | <b>928.3</b>  | <b>1076.4</b> | 所得税             | 129.2        | 157.5        | 187.6        | 212.4        |
| 短期借款            | 54.7          | 0.0           | 0.0           | 0.0           | <b>净利润</b>      | <b>378.0</b> | <b>472.6</b> | <b>562.9</b> | <b>637.1</b> |
| 应付帐款            | 373.7         | 406.9         | 479.2         | 547.6         | 少数股东权益          | 61.4         | 75.6         | 87.3         | 89.2         |
| 预收帐款            | 10.4          | 10.6          | 10.8          | 11.0          | <b>归属母公司净利润</b> | <b>316.6</b> | <b>397.0</b> | <b>475.7</b> | <b>547.9</b> |
| 其他              | 254.2         | 351.8         | 438.2         | 517.8         | <b>BPS (元)</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.37</b>  | <b>0.45</b>  | <b>0.51</b>  |
| <b>长期负债</b>     | <b>54.1</b>   | <b>60.6</b>   | <b>68.2</b>   | <b>75.1</b>   | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 长期借款            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           |                 | 2016A        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| 其他              | 54.1          | 60.6          | 68.2          | 75.1          | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>     | <b>747.1</b>  | <b>829.9</b>  | <b>996.4</b>  | <b>1151.5</b> | 每股收益            | 0.30         | 0.37         | 0.45         | 0.51         |
| 股本              | 1065.2        | 1065.2        | 1065.2        | 1065.2        | 每股经营现金          | -0.11        | 0.47         | 0.37         | 0.46         |
| 资本公积金           | 427.1         | 427.1         | 427.1         | 427.1         | 每股净资产           | 3.87         | 4.24         | 4.69         | 5.20         |
| 未分配利润           | 2403.4        | 2760.7        | 3188.8        | 3682.0        | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |
| 少数股东权益          | 721.9         | 797.5         | 884.7         | 973.9         | 营业收入增长率         | 1.1%         | 18.5%        | 17.9%        | 14.0%        |
| <b>母公司所有者权益</b> | <b>4120.8</b> | <b>4517.8</b> | <b>4993.5</b> | <b>5541.4</b> | 营业利润增长率         | 20.6%        | 22.8%        | 19.7%        | 13.5%        |
| <b>负债及权益合计</b>  | <b>5589.7</b> | <b>6145.2</b> | <b>6874.6</b> | <b>7666.9</b> | 净利润增长率          | 15.2%        | 25.4%        | 19.8%        | 15.2%        |
| <b>现金流量表</b>    |               |               |               |               | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| (百万)            |               |               |               |               | 毛利率             | 24.8%        | 25.4%        | 25.5%        | 25.3%        |
|                 | 2016A         | 2017E         | 2018E         | 2019E         | 净利率             | 8.9%         | 9.5%         | 9.6%         | 9.7%         |
| <b>经营活动现金流</b>  | <b>346.2</b>  | <b>500.9</b>  | <b>328.9</b>  | <b>411.1</b>  | ROE             | 7.7%         | 8.8%         | 9.5%         | 9.9%         |
| 净利润             | 378.0         | 472.6         | 562.9         | 637.1         | ROIC            | 8.1%         | 9.6%         | 12.0%        | 13.5%        |
| 资产减值准备          | 32.8          | 13.2          | 14.3          | 15.0          | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
| 折旧摊销            | 100.5         | 111.7         | 113.2         | 114.4         | 资产负债率           | 13.4%        | 13.5%        | 14.5%        | 15.0%        |
| 财务费用            | -63.7         | -45.3         | -57.0         | -68.1         | 流动比率            | 5.82         | 6.01         | 5.84         | 5.84         |
| 投资收益            | 15.8          | 10.0          | 10.0          | 10.0          | 速动比率            | 4.46         | 4.59         | 4.45         | 4.47         |
| 营运资金变动          | 0.0           | -41.2         | -294.6        | -277.3        | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>  | <b>-320.3</b> | <b>10.9</b>   | <b>10.0</b>   | <b>10.0</b>   | 资产周转率           | 0.65         | 0.71         | 0.76         | 0.78         |
| 资本支出            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 存货周转率           | 2.68         | 3.07         | 3.09         | 3.05         |
| 其他投资            | -320.3        | 10.9          | 10.0          | 10.0          | 应收帐款周转率         | 3.77         | 4.13         | 4.57         | 4.49         |
| <b>筹资活动现金流</b>  | <b>-144.5</b> | <b>-9.3</b>   | <b>57.0</b>   | <b>68.1</b>   | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
| 借款变动            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0           | PE              | 48.93        | 39.39        | 32.87        | 28.54        |
| 其他              | -144.5        | -9.3          | 57.0          | 68.1          | PB              | 3.79         | 3.46         | 3.13         | 2.82         |
| <b>现金净增加额</b>   | <b>-118.6</b> | <b>502.5</b>  | <b>395.9</b>  | <b>489.2</b>  |                 |              |              |              |              |

资料来源：公司报表、中原证券

### 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。

### 免责声明

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。