

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

增收不增利 预计 18 年稳步增长

——中科三环(000970)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

市场数据(2018-03-29)

发布日期: 2018年03月30日

收盘价(元)	12.21
一年内最高/最低(元)	21.22/10.23
沪深300指数	3894.05
市净率(倍)	3.02
流通市值(亿元)	130.06

事件: 3月29日, 公司公布2017年年度报告。

投资要点:

基础数据(2017-12-31)

每股净资产(元)	4.04
每股经营现金流(元)	-0.03
毛利率(%)	22.37
净资产收益率_摊薄(%)	6.56
资产负债率(%)	17.31
总股本/流通股(万股)	106520/106520
B股/H股(万股)	0/0

● **业绩低于预期 增收不增利。**2017年, 公司实现营业收入38.95亿元, 同比增长10.01%; 营业利润4.26亿元, 同比下降14.28%; 净利润2.82亿元, 同比下降10.84%; 扣非后净利润2.63亿元, 同比下降10.99%, 基本每股收益0.27元, 利润分配预案为每10股派发现金红利0.90元, 公司全年增收不增利, 业绩大幅低于预期, 主要系人民币大幅升值致汇兑损益增加。

● **磁材产品营收增速提升 预计 18 年稳步增长。**公司主营产品为钕铁硼磁材, 17年磁材产品营收38.63亿元, 同比增长9.55%, 增速较16年提升, 营收占比99.18%, 主要系产品销量增长, 且价格略有提升。预计18年磁材营收仍将稳步增长, 主要基于上游原材料价格有望稳中有升, 以及公司在钕铁硼材料领域的行业地位, 且长期注重技术创新, 具体而言: 在烧结钕贴硼磁体领域, 通过晶粒细化、晶界扩散(降低重稀土用量)、晶界调控等新工艺的研发和攻关, 适应了新能源汽车及家电等特殊环境的应用; 在粘结磁体领域, 通过各向异性磁粉粒度调整和表面处理, 并优化粘结剂组合和磁粉-粘结剂混炼工艺; 开发了高性能各向异性粘结稀土永磁材料及其产业化关键技术。

● **上游稀土原材料价格 17 年大幅波动 预计 18 年稳中有升。**钕铁硼磁材产品上游主要原材料为钕、镨钕等, 17年价格波动较大, 其中1-9月系统价格总体持续上涨, 10月份开始回落, 年底价格较年初仍呈现上涨态势, 全年钕、镨钕均价分别为428.9和435.4元/公斤; 18年以来均价总体略有提升, 至3月26日均价分别为450.0和452.5元/公斤, 上涨主要逻辑在于环保整治和打黑。受此影响, 钕铁硼材料价格走势类似, 17年低端产品N35均价为135.35元/公斤, 至18年3月26日18年均价提升至139.19元/公斤。预计全年稀土材料价格总体稳中有升, 主要基于我国环保趋严将常态化, 且稀土属于战略稀缺性资源, 如贸易争端进一步升级, 稀土材料价格存在上涨空间。

● **汇兑损益致财务费用飙升 预计 18 年三项费用率回落。**2017年公司三费合计支出4.66亿元, 同比增长37.06%, 对应三项费用率为11.95%, 同比提升2.36个百分点。具体至分项费用: 销售费用1.04亿元, 同比略增2.67%; 管理费用3.01亿元, 同比略降0.58%; 财务费用6121万元, 而16年为-6373万元, 主要系汇兑损益增加所致, 17年汇兑损益6353万元。公司管理能力总体较为稳健, 预计18年三项费用率将回落。

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《中科三环(000970)中报点评: 业绩符合预期 下半年增速有望提升》 2017-08-21

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

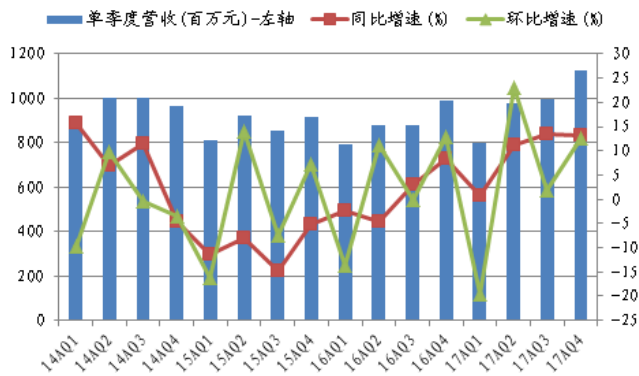
- **盈利能力回落 预计 18 年将稳中略升。**2017 年，公司销售毛利率 22.37%，同比回落 2.41 个百分点，其中第四季为 21.52%，环比三季度提升 2.19 个百分点。分业务毛利率显示：磁材产品销售 22.28%，同比回落 2.43 个百分点；电动自行车 22.49%，同比提升 2.17 个百分点。17 年四季度公司盈利能力略有回升，且 18 年稀土价格总体判断稳中趋升，预计 18 年盈利能力稳中略升。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2018-19 年每股收益分别为 0.38 元与 0.45 元，按 3 月 29 日 12.21 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 32.0 倍与 27.1 倍。目前估值相对行业水平合理，维持“增持”投资评级。

风险提示：上游原材料价格大幅波动；经济下滑超预期；行业竞争加剧；新能源汽车进展低于预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3540.9	3895.3	4465.0	5061.1	5683.8
增长比率	1.1%	10.0%	14.6%	13.3%	12.3%
净利润(百万元)	316.6	282.3	406.3	479.5	558.3
增长比率	15.2%	-10.8%	43.9%	18.0%	16.4%
每股收益(元)	0.30	0.26	0.38	0.45	0.52
市盈率(倍)	41.1	46.1	32.0	27.1	23.3

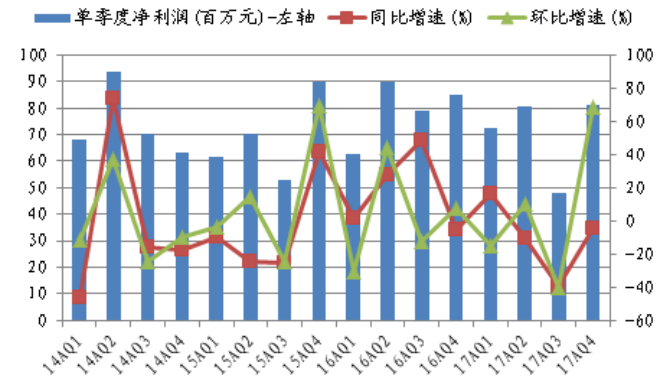
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2014-17 年公司单季度营收及增速



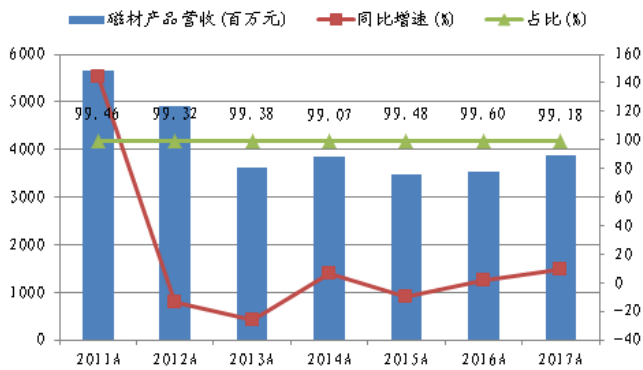
资料来源: 中原证券, Wind

图 2: 2014-17 年公司单季度净利润及增速



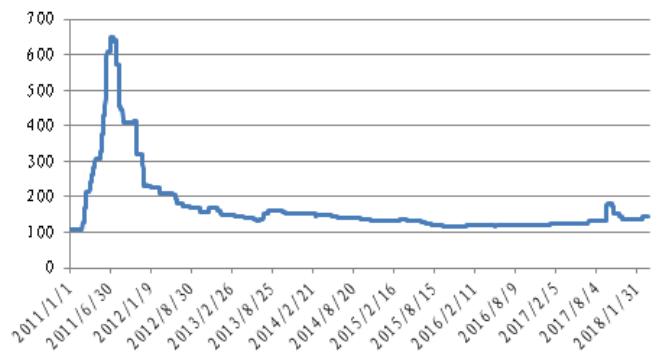
资料来源: 中原证券, Wind

图 3: 2011-17 年公司磁材产品营收、增速及占比



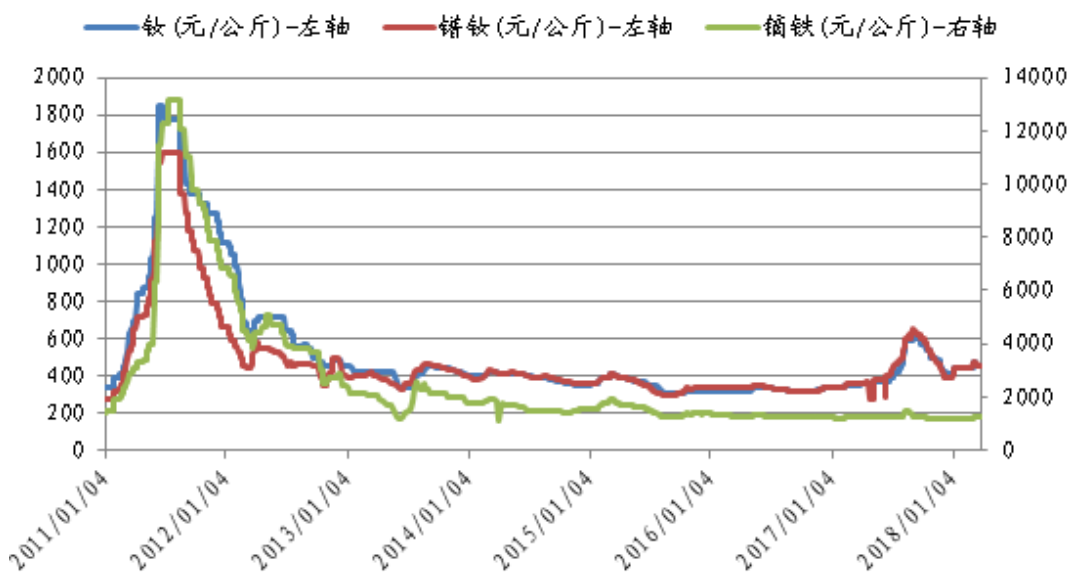
资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

图 4: 2011-18 年烧结钕铁硼价格曲线



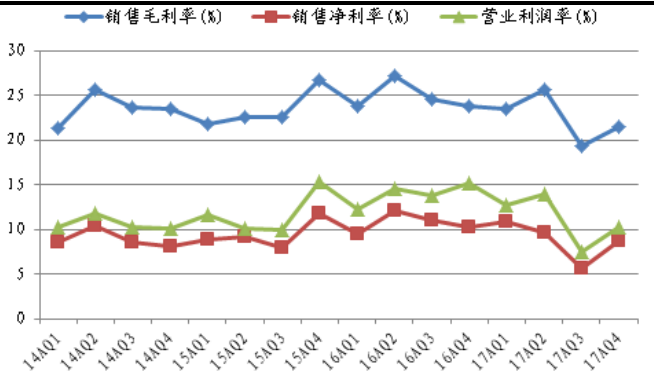
资料来源: 中原证券, 百川资讯

图 5: 2011-18 年钕、镨钕及镝铁价格曲线



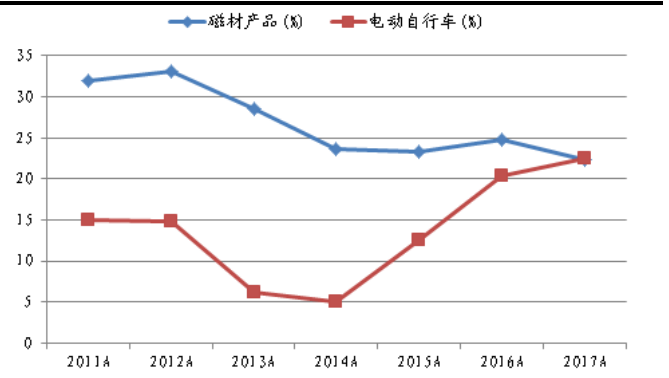
资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 2014-17 年公司单季度盈利能力



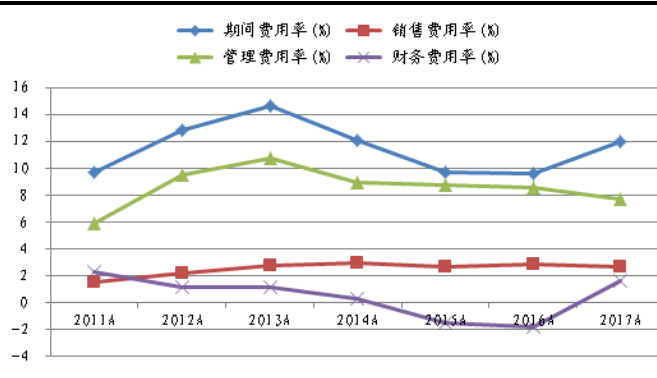
资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 2011-17 年公司分产品毛利率 (%)



资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

图 8: 2011-17 年公司三项费用率



资料来源: 中原证券, Wind

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3540.9	3895.3	4465.0	5061.1	5683.8	成长性					
减: 营业成本	2,663.3	3,023.9	3,393.8	3,822.0	4,257.6	营业收入增长率	1.1%	10.0%	14.6%	13.3%	12.3%
营业税费	23.8	20.7	24.6	27.8	30.9	营业利润增长率	20.6%	-14.3%	42.3%	18.0%	16.5%
销售费用	100.9	103.6	118.3	134.1	150.8	净利润增长率	15.2%	-10.8%	43.9%	18.0%	16.4%
管理费用	302.5	300.7	343.8	387.2	437.1	EBITDA 增长率	16.6%	6.0%	24.7%	15.0%	14.4%
财务费用	-63.7	61.2	-4.5	-8.2	-9.4	EBIT 增长率	21.5%	6.8%	30.0%	17.5%	16.6%
资产减值损失	32.8	0.8	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	20.4%	17.7%	25.0%	17.5%	16.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	20.6%	-8.3%	18.9%	-5.9%
投资和汇兑收益	15.8	17.0	18.0	18.0	17.7	净资产增长率	5.7%	4.6%	6.8%	7.5%	8.1%
营业利润	497.0	426.0	606.0	715.2	833.4	利润率					
加: 营业外净收支	10.2	1.6	0.5	0.5	0.5	毛利率	24.8%	22.4%	24.0%	24.5%	25.1%
利润总额	507.2	427.6	606.5	715.7	833.9	营业利润率	14.0%	10.9%	13.6%	14.1%	14.7%
减: 所得税	129.2	94.0	127.4	150.3	175.1	净利润率	8.9%	7.2%	9.1%	9.5%	9.8%
净利润	316.6	282.3	406.3	479.5	558.3	EBITDA/营业收入	15.1%	14.5%	15.8%	16.0%	16.3%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	12.2%	11.9%	13.5%	14.0%	14.5%
货币资金	1,615.7	1,301.3	1,775.2	1,519.7	2,239.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	92	85	69	54	42
应收帐款	1,044.7	1,143.2	1,252.4	1,502.9	1,609.2	流动营业资本周转天数	175	190	179	178	178
应收票据	73.3	100.5	102.1	133.6	125.1	流动资产周转天数	406	392	362	353	354
预付帐款	14.4	20.7	14.1	27.2	19.1	应收帐款周转天数	96	101	97	98	99
存货	943.7	1,515.0	1,028.2	1,871.9	1,422.3	存货周转天数	97	114	103	103	104
其他流动资产	339.6	379.3	352.9	357.3	363.2	总资产周转天数	555	541	493	461	444
可供出售金融资产	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2	投资资本周转天数	307	325	297	275	258
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	311.0	365.8	365.8	365.8	365.8	ROE	7.7%	6.6%	8.9%	9.8%	10.6%
投资性房地产	14.6	13.9	13.9	13.9	13.9	ROA	6.8%	5.4%	7.9%	8.2%	9.2%
固定资产	921.2	911.9	810.8	709.8	608.8	ROIC	11.3%	11.9%	12.4%	15.8%	15.5%
在建工程	136.6	180.3	180.3	180.3	180.3	费用率					
无形资产	66.9	89.1	86.4	83.8	81.1	销售费用率	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	97.7	92.2	107.8	99.1	99.6	管理费用率	8.5%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
资产总额	5,589.7	6,123.3	6,100.1	6,875.5	7,137.8	财务费用率	-1.8%	1.6%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
短期债务	54.7	171.2	-	-	-	三费/营业收入	9.6%	12.0%	10.2%	10.1%	10.2%
应付帐款	404.1	633.1	399.1	792.2	568.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	13.4%	17.3%	11.4%	15.5%	12.0%
其他流动负债	234.2	195.2	237.3	216.0	230.3	负债权益比	15.4%	20.9%	12.8%	18.3%	13.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	5.82	4.46	7.11	5.37	7.23
其他非流动负债	54.1	60.7	57.6	57.5	58.6	速动比率	4.46	2.95	5.49	3.51	5.45
负债总额	747.1	1,060.2	694.1	1,065.7	857.5	利息保障倍数	-6.80	7.56	-134.32	-85.84	-87.70
少数股东权益	721.9	761.7	834.6	920.5	1,021.0	分红指标					
股本	1,065.2	1,065.2	1,065.2	1,065.2	1,065.2	DPS(元)	0.10	0.09	0.13	0.15	0.18
留存收益	3,055.6	3,236.1	3,506.2	3,824.1	4,194.0	分红比率	33.6%	34.0%	33.5%	33.7%	33.7%
股东权益	4,842.7	5,063.1	5,406.0	5,809.8	6,280.3	股息收益率	0.8%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	378.0	333.6	406.3	479.5	558.3	EPS(元)	0.30	0.26	0.38	0.45	0.52
加: 折旧和摊销	100.5	102.9	103.7	103.7	103.7	BVPS(元)	3.87	4.04	4.29	4.59	4.94
资产减值准备	32.8	0.7	-	-	-	PE(X)	41.1	46.1	32.0	27.1	23.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.2	3.0	2.8	2.7	2.5
财务费用	-55.1	43.1	-4.5	-8.2	-9.4	P/FCF	-260.9	-50.2	23.5	-69.0	16.1
投资收益	-15.8	-17.0	-18.0	-18.0	-17.7	P/S	3.7	3.3	2.9	2.6	2.3
少数股东损益	61.4	51.3	72.8	85.9	100.5	EV/EBITDA	22.6	22.2	17.0	15.2	12.6
营运资金的变动	-76.5	-573.2	205.3	-764.1	143.8	CAGR(%)	14.4%	25.5%	13.1%	14.4%	25.5%
经营活动产生现金流量	346.2	-28.5	765.6	-121.3	879.2	PEG	2.9	1.8	2.4	1.9	0.9
投资活动产生现金流量	-320.3	-256.5	18.0	18.0	17.7	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.2	1.5	1.5
融资活动产生现金流量	-144.5	9.6	-309.6	-152.3	-177.4	REP	3.5	2.9	2.9	1.9	2.0

资料来源: 贝格数据, 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。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

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，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，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。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。