

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

业绩低于预期 预计下半年环比改善

——中科三环(000970)中报点评

证券研究报告-中报点评

增持(维持)

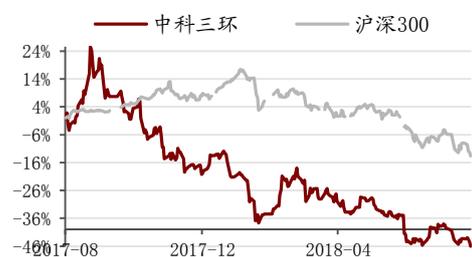
市场数据(2018-08-17)

收盘价(元)	8.90
一年内最高/最低(元)	21.22/8.73
沪深300指数	3229.62
市净率(倍)	2.20
流通市值(亿元)	94.80

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	4.05
每股经营现金流(元)	0.14
毛利率(%)	20.26
净资产收益率-摊薄(%)	2.60
资产负债率(%)	15.94
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指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 1 《中科三环(000970)年报点评: 增收不增利 预计18年稳步增长》 2018-03-30
- 2 《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: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

发布日期: 2018年08月20日

事件: 8月17日, 公司公布2018年半年度报告。

投资要点:

- **上半年业绩低于预期 增收不增利。**2018年上半年, 公司实现营业收入19.69亿元, 同比增长10.86%; 营业利润1.98亿元, 同比下降16.88%; 净利润1.12亿元, 同比下降26.68%; 扣非后净利润1.02亿元, 同比下降28.45%, 基本每股收益0.11元。公司上半年增收不增利, 业绩持续低于预期, 净利润大幅下降主要系盈利能力下滑和投资收益减少。18年上半年, 公司投资收益-1294万元, 而17年上半年为781万元, 主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅降低。
- **磁材产品营收增速提升 预计下半年稳步增长。**公司主营产品为钕铁硼磁材, 营收自16年以来持续增长且增速提升。18年上半年, 公司磁材产品营收19.63亿元, 同比增长10.81%, 主要系拓展产品领域和应用领域后致产品销量增长。预计18年下半年公司磁材营收仍将稳步增长, 主要基于原材料价格总体有望稳中有升, 以及公司在钕铁硼磁材领域具备行业地位, 如公司产品覆盖全市主要市场, 具备庞大客户群体, 特别是在新能源汽车方面取得重大进展, 18年1-7月我国新能源汽车合计销量49.26万辆, 同比增长98.01%, 合计占比3.07%, 且下半年为销售旺季, 全年预计有望销售100万辆。
- **上游稀土原材料价格窄幅波动 预计下半年稳中有升。**钕铁硼磁材产品上游主要原材料为钕、镨钕等, 其中17年价格波动较大。18年以来, 上游原材料市场总体运行平稳, 钕铁硼磁材主要原材料镨钕价格总体窄幅波动, 其价格运行在40-46万元/吨之间, 目前镨钕最新价格为41.25万元/吨。受此影响, 钕铁硼磁材价格也窄幅波动, 如18年以来低端产品N35在14万元/吨附近窄幅波动, 目前最新价格为14.05万元/吨。预计下半年稀土价格总体仍将稳定运行, 不排除在事件驱动情况下有所提升, 如收储超预期或环保和打黑力度加大。
- **盈利能力持续回落 预计下半年环比改善。**2018年上半年, 公司销售毛利率20.26%, 同比显著回落4.35个百分点, 其中第二季度为19.28%, 创近年来的单季度新低, 且环比一季度回落2.05个百分点。分业务毛利率显示: 磁材产品销售为20.08%, 同比回落4.42个百分点, 主要系行业竞争加剧。公司为我国钕铁硼磁材龙头, 总体具备一定技术优势, 结合上游原材料价格走势, 预计下半年盈利将环比改善。
- **汇兑损益减少致费用率回落 预计18年三项费用率回落。**2018年上半年, 公司三费合计支出1.92亿元, 同比下降10.78%, 对应三项费用率为9.76%, 同比回落2.37个百分点。具体至分项费用: 销售费用5229

万元，同比增长 3.59%；管理费用 1.51 亿元，同比增长 4.21%；财务费用-1128 万元，而 17 年上半年为 1985 万元，主要系汇兑损益减少。公司管理能力总体较为稳健，预计 18 年三项费用率将回落。

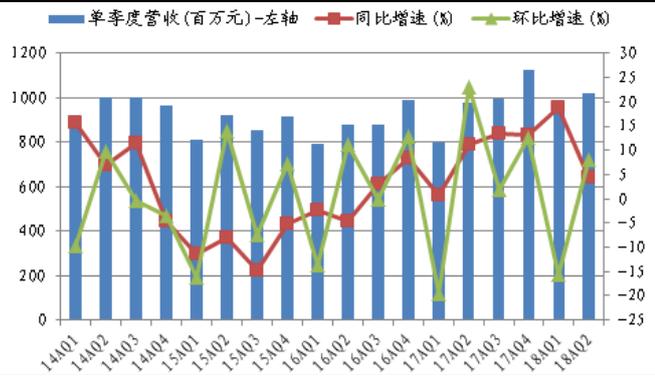
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司 2018-19 年每股收益分别为 0.25 元与 0.28 元，按 8 月 17 日 8.90 元收盘价计算，对应的 PE 分别为 35.6 倍与 31.5 倍。目前估值相对行业水平合理，维持“增持”投资评级。

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	4297.1	4716.7	5285.7
增长比率	1.1%	10.0%	10.3%	9.8%	12.1%
净利润(百万元)	316.6	282.3	265.9	300.7	336.9
增长比率	15.2%	-10.8%	-5.8%	13.1%	12.1%
每股收益(元)	0.30	0.26	0.25	0.28	0.32
市盈率(倍)	29.9	33.6	35.6	31.5	28.1

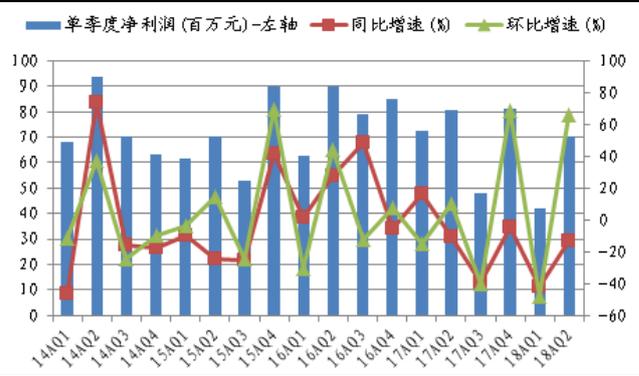
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2014-18 年公司单季度营收及增速



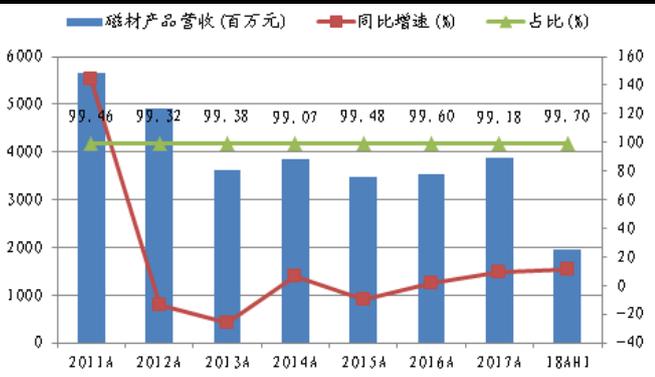
资料来源：中原证券，Wind

图 2: 2014-18 年公司单季度净利润及增速



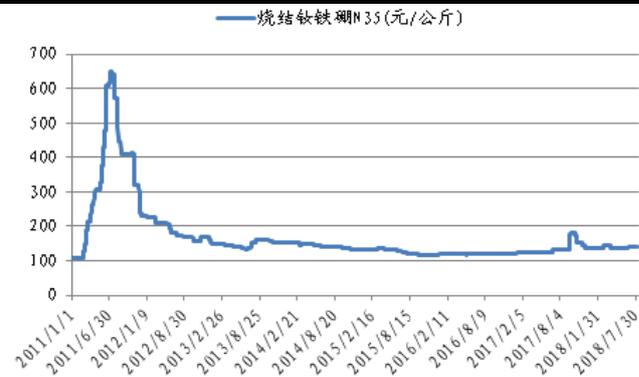
资料来源：中原证券，Wind

图 3: 2011-18 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



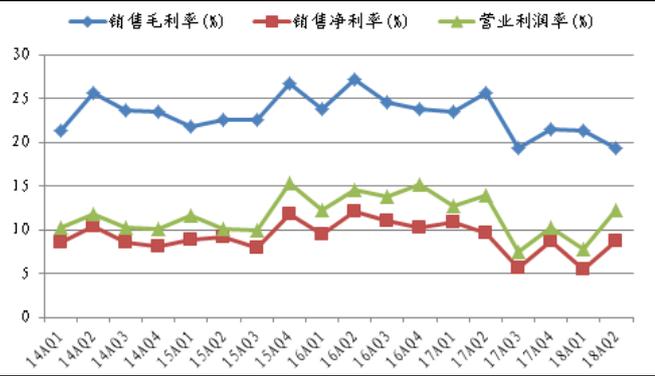
资料来源：中原证券，百川资讯

图 5: 2011-18 年钕、镨钕及镝铁价格曲线



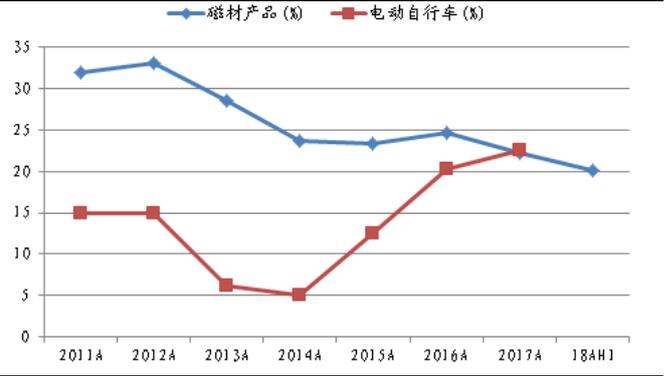
资料来源：中原证券，Wind

图 6: 2014-18 年公司单季度盈利能力



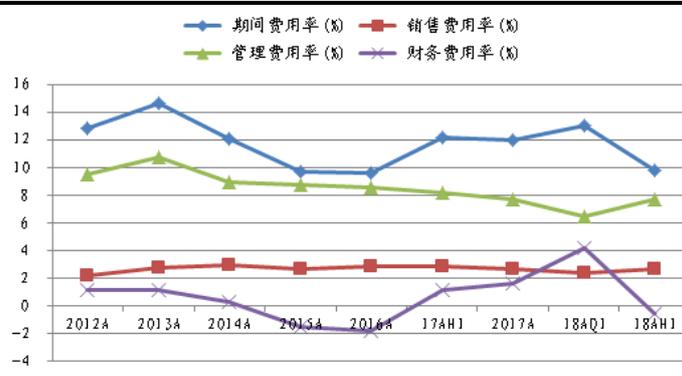
资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 2011-18 年公司分产品毛利率(%)



资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

图 8: 2011-18 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	4297.1	4716.7	5285.7	成长性					
减: 营业成本	2,663.3	3,023.9	3,415.7	3,754.0	4,206.9	营业收入增长率	1.1%	10.0%	10.3%	9.8%	12.1%
营业税费	23.8	20.7	23.6	25.9	28.7	营业利润增长率	20.6%	-14.3%	-5.5%	13.0%	12.1%
销售费用	100.9	103.6	116.0	126.4	141.7	净利润增长率	15.2%	-10.8%	-5.8%	13.1%	12.1%
管理费用	302.5	300.7	332.6	363.2	408.1	EBITDA 增长率	16.6%	6.0%	-11.3%	9.8%	10.0%
财务费用	-63.7	61.2	-4.4	-7.8	-8.2	EBIT 增长率	21.5%	6.8%	-13.9%	12.3%	12.3%
资产减值损失	32.8	0.8	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	20.4%	17.7%	-18.3%	12.3%	12.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.9%	20.6%	-10.5%	17.7%	-5.3%
投资和汇兑收益	15.8	17.0	-10.0	1.0	2.7	净资产增长率	5.7%	4.6%	4.4%	4.8%	5.1%
营业利润	497.0	426.0	402.6	455.0	510.2	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%	20.5%	20.4%	20.4%
利润总额	507.2	427.6	402.1	454.5	509.8	营业利润率	14.0%	10.9%	9.4%	9.6%	9.7%
减: 所得税	129.2	94.0	88.5	100.0	112.2	净利润率	8.9%	7.2%	6.2%	6.4%	6.4%
净利润	316.6	282.3	265.9	300.7	336.9	EBITDA/营业收入	15.1%	14.5%	11.7%	11.7%	11.5%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	12.2%	11.9%	9.3%	9.5%	9.5%
货币资金	1,615.7	1,301.3	1,743.2	1,396.2	1,894.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	92	85	72	58	45
应收帐款	1,044.7	1,143.2	1,162.3	1,405.5	1,488.6	流动营业资本周转天数	175	190	183	182	183
应收票据	73.3	100.5	94.4	125.2	115.4	流动资产周转天数	406	392	372	364	356
预付帐款	14.4	20.7	14.3	26.3	19.6	应收帐款周转天数	96	101	97	98	99
存货	943.7	1,515.0	1,044.5	1,804.0	1,451.0	存货周转天数	97	114	107	109	111
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	507	479	452
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	305	286	269
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%	5.9%	6.4%	6.9%
投资性房地产	14.6	13.9	13.9	13.9	13.9	ROA	6.8%	5.4%	5.2%	5.4%	5.9%
固定资产	921.2	911.9	810.8	709.8	608.8	ROIC	11.3%	11.9%	8.1%	10.1%	9.7%
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	5,986.8	6,577.4	6,692.2	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%	10.3%	10.2%	10.2%
应付帐款	404.1	633.1	405.8	764.4	580.3	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	13.4%	17.3%	11.7%	15.8%	13.0%
其他流动负债	234.2	195.2	235.9	214.8	228.7	负债权益比	15.4%	20.9%	13.2%	18.7%	14.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	5.82	4.46	6.87	5.22	6.59
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	5.25	3.38	4.80
负债总额	747.1	1,060.2	699.3	1,036.7	867.5	利息保障倍数	-6.80	7.56	-90.53	-56.99	-61.02
少数股东权益	721.9	761.7	809.4	863.3	924.0	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	0.08	0.10	0.11
留存收益	3,055.6	3,236.1	3,412.9	3,612.2	3,835.5	分红比率	33.6%	34.0%	33.5%	33.7%	33.7%
股东权益	4,842.7	5,063.1	5,287.5	5,540.7	5,824.7	股息收益率	1.1%	1.0%	0.9%	1.1%	1.2%
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	265.9	300.7	336.9	EPS(元)	0.30	0.26	0.25	0.28	0.32
加: 折旧和摊销	100.5	102.9	103.7	103.7	103.7	BVPS(元)	3.87	4.04	4.20	4.39	4.60
资产减值准备	32.8	0.7	-	-	-	PE(X)	29.9	33.6	35.6	31.5	28.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.1	2.0	1.9
财务费用	-55.1	43.1	-4.4	-7.8	-8.2	P/FCF	-190.2	-36.6	19.0	-30.8	17.2
投资收益	-15.8	-17.0	10.0	-1.0	-2.7	P/S	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
少数股东损益	61.4	51.3	47.7	53.9	60.7	EV/EBITDA	16.0	16.0	16.8	16.1	13.9
营运资金的变动	-76.5	-573.2	291.6	-704.9	109.5	CAGR(%)	-2.1%	6.0%	-1.8%	-2.1%	6.0%
经营活动产生现金流量	346.2	-28.5	714.5	-255.5	599.9	PEG	-14.2	5.6	-20.1	-14.9	4.7
投资活动产生现金流量	-320.3	-256.5	-10.0	1.0	2.7	ROIC/WACC	1.1	1.1	0.8	1.0	0.9
融资活动产生现金流量	-144.5	9.6	-262.6	-92.4	-104.0	REP	2.5	2.1	3.2	2.3	2.4

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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者其他决定的唯一信赖依据。