

分析师: 牟国洪

执业证书编号: S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50586980

业绩不及预期, 下半年有望改善

——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(2019-08-16)

收盘价(元)	9.88
一年内最高/最低(元)	14.50/6.72
沪深300指数	3710.54
市净率(倍)	2.36
流通市值(亿元)	105.24

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	4.20
每股经营现金流(元)	0.30
毛利率(%)	18.43
净资产收益率-摊薄(%)	2.25
资产负债率(%)	17.27
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: 业绩不及预期, 预计19年稳步增长》 2019-03-21
- 2 《中科三环(000970)中报点评: 业绩低于预期 预计下半年环比改善》 2018-08-20
- 3 《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

联系人: 李琳琳
电话: 021-50586983

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: 2019年08月19日

事件: 8月16日, 公司公布2019年半年度报告。

投资要点:

- **业绩不及预期。**2019年上半年, 公司实现营业收入18.80亿元, 同比下降4.48%; 营业利润1.65亿元, 同比下降16.65%; 净利润1.00亿元, 同比下降10.66%; 扣非后净利润8506万元, 同比下降16.27%; 经营活动产生的现金流净额3.20亿元, 同比大幅增长116.69%, 基本每股收益0.094元。19年上半年公司营收和净利润双降, 且利润下降幅度大于营收下降幅度, 主要系盈利能力下降、各类费用增加和资产减值损失增加, 19年上半年减值损失2519万元, 而18年上半年为201万元。
- **磁材产品营收下滑, 预计下半年将改善。**公司主营产品为钕铁硼磁材, 营收2016-18年总体持续稳步增长, 其中18年同比增长7.26%; 19年上半年公司磁材产品营收18.72亿元, 同比下降4.64%。公司为国内钕铁硼磁材龙头企业, 具备一定品质和客户优势, 但结合上游稀土原材料价格和行业竞争态势, 预计19年下半年行业价格总体将震荡向上。下游需求增长点主要关注新能源汽车、节能家电、高档数控机床和机器人等, 如19年1-7月我国新能源汽车合计销售70.79万辆, 同比增长43.72%, 预计全年仍将增长。值得关注的是, 19年4月公司公告与南方稀土签订了《合作意向书》: 拟以增资扩股的方式持有南方稀土5%的股权, 并拟在赣州共同投资设立产能5000吨/年高性能烧结钕铁硼生产企业, 其中南方稀土持股不高于34%, 首期建设规模不小于2000吨/年。此次合作将使公司在原材料供应方面得到进一步保障, 对提升公司在新能源汽车领域竞争力具有重要意义。
- **行业政策偏暖, 后续积极关注相关政策进展。**钕铁硼磁材产品上游主要原材料为钕、镨钕等, 钕铁硼企业业绩与其高度正相关。2018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。19年二季度以来, 受中美贸易不确定性等多因素影响, 上游稀土及钕铁硼磁材行业政策方面显著偏暖, 如19年5月工信部连续组织召开稀土行业运行情况座谈会, 6月14日工信部公示《稀土产品的包装、标志、运输和贮存》强制性国家标准, 截止日期为7月15日, 环保督查力度显著加强。受上述影响, 19年以来稀土价格特别是重稀土价格上涨显著, 后续积极关注相关政策执行进展。总体认为稀土行业定位显著提升, 不排除国家仍有相关政策落地, 上游稀土价格存在一定的上涨预期, 而下游钕铁硼行业价格与上游稀土价格高度正相关, 预计钕铁硼磁体价格也存在一定上涨预期。

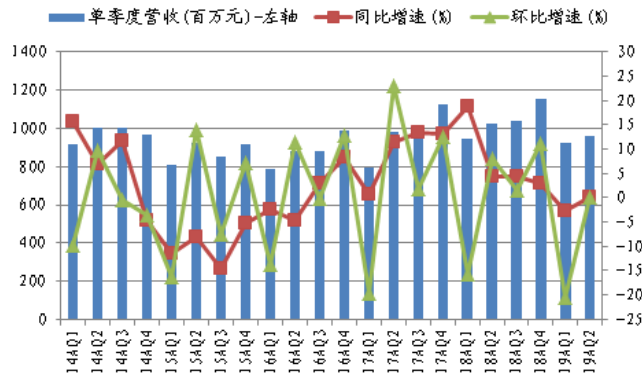
- **盈利能力持续回落，19年下半年环比将改善。**2019年上半年，公司销售毛利率18.43%，同比回落1.83个百分点，其中第二季度为17.85%，环比一季度回落1.19个百分点。主营产品毛利率显示：磁材产品销售为18.31%，同比回落1.77个百分点，主要系行业竞争加剧及产品调价具有一定滞后性。公司为我国钕铁硼磁材龙头，总体具备一定技术优势，结合行业政策偏暖及上游原材料价格走势，预计19年下半年环比将改善。
- **维持公司“增持”投资评级。**预测公司2019-2020年每股收益分别为0.26元与0.33元，按8月16日9.88元收盘价计算，对应的PE分别为37.6倍与29.5倍。公司为我国钕铁硼磁材龙头，结合行业估值水平及公司行业地位，维持“增持”投资评。

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。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,895	4,165	4,572	5,119	5,737
增长比率(%)	10.0	6.9	9.8	12.0	12.1
净利润(百万元)	282	248	280	356	404
增长比率(%)	-10.8	-12.0	12.7	27.4	13.5
每股收益(元)	0.26	0.23	0.26	0.33	0.38
市盈率(倍)	37.3	42.4	37.6	29.5	26.0

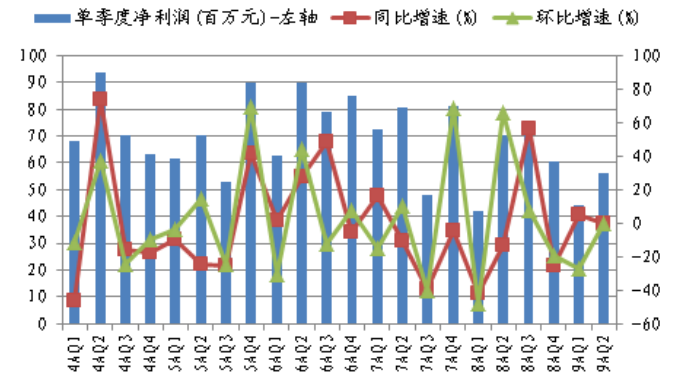
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 2014-19 年公司单季度营收及增速



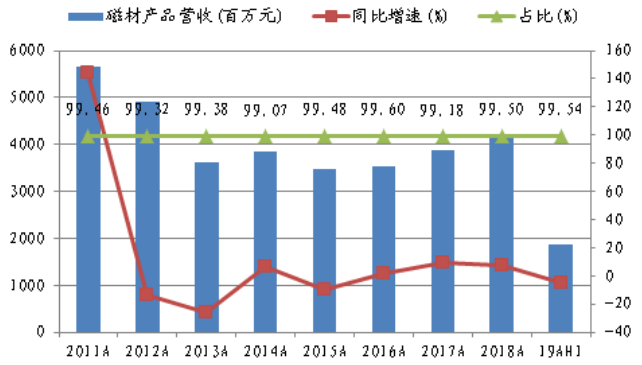
资料来源：中原证券，Wind

图 2: 2014-19 年公司单季度净利润及增速



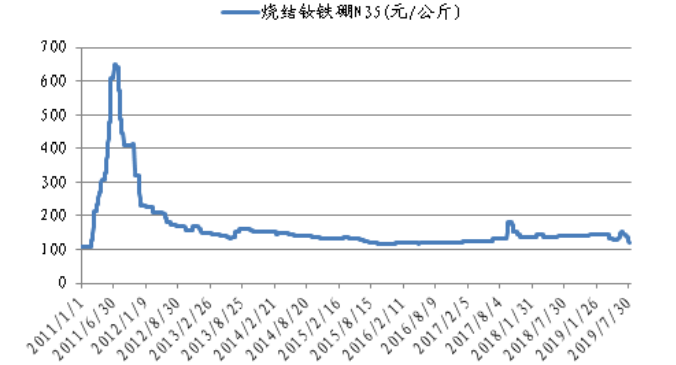
资料来源：中原证券，Wind

图 3: 2011-19 年公司磁材产品营收、增速及占比



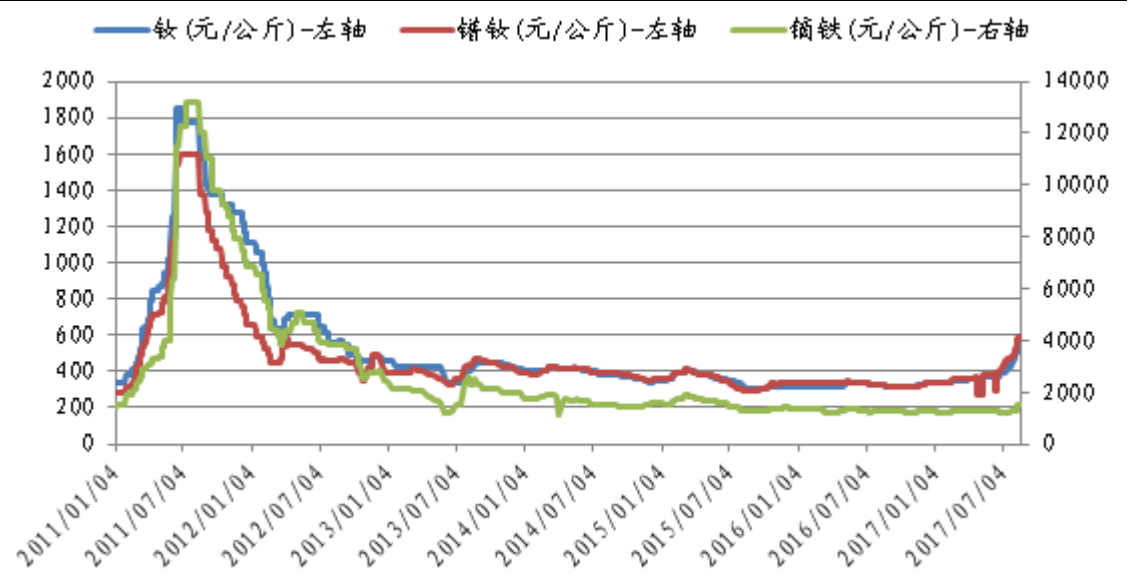
资料来源：中原证券，Wind，公司公告

图 4: 2011-19 年烧结钕铁硼 N35 价格曲线



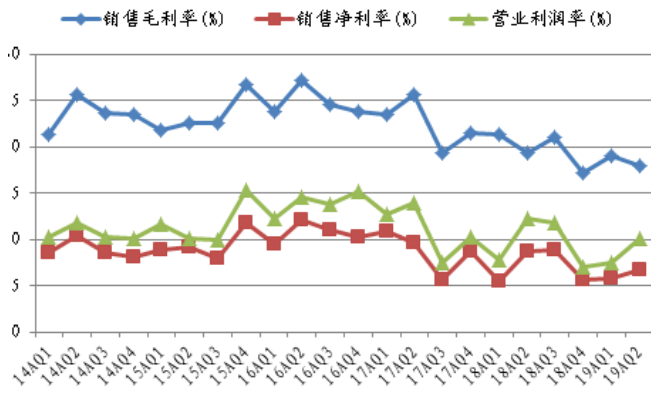
资料来源：中原证券，百川资讯

图 5: 2011-19 年钕、镨及镱铁价格曲线



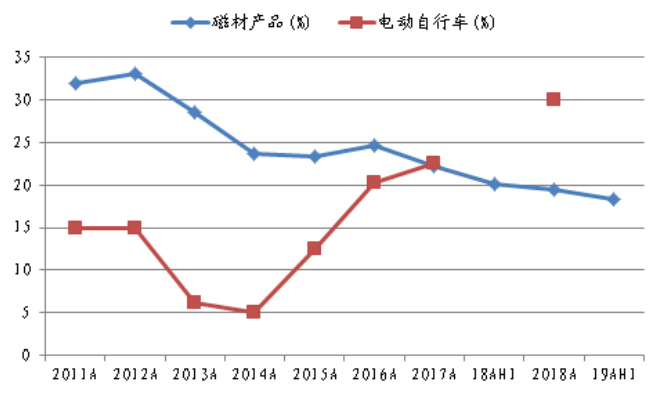
资料来源：中原证券，Wind

图 6: 2014-19 年公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券, Wind

图 7: 2011-19 年公司分产品毛利率(%)



资料来源: 中原证券, Wind, 公司公告

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4460	4563	6481	7022	7928
现金	1301	1021	2485	2782	3118
应收票据及应收账款	1234	1249	1477	1575	1845
其他应收款	10	18	12	21	16
预付账款	21	151	37	173	63
存货	1515	1458	1803	1803	2218
其他流动资产	379	667	667	667	667
非流动资产	1663	1730	1718	1739	1766
长期投资	366	347	320	294	266
固定资产	912	1097	1101	1132	1167
无形资产	89	133	140	150	163
其他非流动资产	297	153	157	164	171
资产总计	6123	6293	8199	8761	9694
流动负债	1000	997	2666	2900	3450
短期借款	171	292	1761	2052	2375
应付票据及应付账款	604	443	705	565	851
其他流动负债	224	262	199	283	224
非流动负债	61	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	61	54	54	54	54
负债合计	1060	1052	2720	2954	3504
少数股东权益	762	787	842	910	988
股本	1065	1065	1065	1065	1065
资本公积	432	432	432	432	432
留存收益	2804	2957	3175	3450	3760
归属母公司股东权益	4301	4454	4638	4897	5202
负债和股东权益	6123	6293	8199	8761	9694

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-29	214	178	243	285
净利润	334	298	334	425	482
折旧摊销	103	107	112	125	140
财务费用	61	-50	-13	-6	2
投资损失	-17	24	-1	-2	1
营运资金变动	-498	-215	-256	-300	-343
其他经营现金流	-11	50	1	2	2
投资活动现金流	-257	-495	-101	-145	-170
资本支出	194	225	15	48	55
长期投资	-92	-293	27	30	28
其他投资现金流	-155	-563	-58	-67	-87
筹资活动现金流	10	-8	-83	-91	-101
短期借款	117	121	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0	0
其他筹资现金流	-112	-128	-83	-91	-101
现金净增加额	-315	-281	-5	6	14

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3895	4165	4572	5119	5737
营业成本	3024	3350	3674	4063	4531
营业税金及附加	21	29	28	31	35
营业费用	104	110	120	134	150
管理费用	301	258	281	312	350
研发费用	0	56	60	67	75
财务费用	61	-50	-13	-6	2
资产减值损失	1	6	5	3	2
其他收益	24	23	26	45	45
公允价值变动收益	0	-5	-1	-2	-2
投资净收益	17	-24	1	2	-1
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	426	400	442	561	635
营业外收入	3	1	2	2	2
营业外支出	1	2	2	2	2
利润总额	428	399	442	561	635
所得税	94	101	108	136	152
净利润	334	298	334	425	482
少数股东损益	51	50	54	69	78
归属母公司净利润	282	248	280	356	404
EBITDA	502	493	564	723	820
EPS (元)	0.26	0.23	0.26	0.33	0.38

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	10.0	6.9	9.8	12.0	12.1
营业利润 (%)	-14.3	-6.0	10.4	27.0	13.0
归属母公司净利润 (%)	-10.8	-12.0	12.7	27.4	13.5
获利能力					
毛利率 (%)	22.4	19.6	19.6	20.6	21.0
净利率 (%)	7.2	6.0	6.1	7.0	7.1
ROE (%)	6.6	5.7	6.1	7.3	7.8
ROIC	6.9	6.0	5.3	6.5	6.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.3	16.7	33.2	33.7	36.1
净负债比率 (%)	-21.1	-12.9	-12.2	-11.6	-11.1
流动比率	4.5	4.6	2.4	2.4	2.3
速动比率	2.5	2.3	1.5	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	6.2	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.23	0.26	0.33	0.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.06	-0.11	0.17	0.23	0.27
每股净资产 (最新摊薄)	4.04	4.18	4.35	4.60	4.88
估值比率					
P/E	37.3	42.4	37.6	29.5	26.0
P/B	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	20.4	21.6	19.0	14.9	13.2

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。