

中科三环 (000970)

证券研究报告

2019年10月29日

毛利率企稳，需求扰动小幅拖累业绩

公司发布 2019 年三季报：公司实现营业收入 29.52 亿元，同比回落 1.87%；归母净利润为 1.56 亿元，同比下降 16.85%，其中 Q3 实现归母净利润 5576.5 万元，同比下滑 26.1%，环比基本持平。

毛利率企稳，需求扰动拖累业绩

公司 2019 年前三季度毛利率 18.56%，较上半年企稳回升 0.1 个百分点，其中 Q3 毛利率 18.79%。从原料价格来看，前三季度均价氧化镨钕同比回落 7.8%，氧化镱、氧化铽分别上涨 41%、15%，部分价格上涨或实现有效传导。但从需求端来看，2019 前三季度汽车产量同比下滑 12%，新能源汽车在 6 月补贴退坡后增速大幅放缓，阶段性需求扰动一定程度上加剧供应价格竞争，小幅拖累业绩。

强化成本端，扩产正当时。

需求阶段性增速放缓的背景下，成本保障成为核心竞争之一。公司拟以增资扩股的方式持有南方稀土 5% 的股权，南方稀土集团是国内中重稀土的主要产地，在中重稀土价格仍在较高位置的情况下，成本优势有望进一步凸显。公司 2019 年毛坏产能预计达到 1.8 万吨，主要分布在宁波、天津、北京、肇庆等，目前综合产能利用率约 80%，同时与全球高性能烧结钕铁硼磁体的领先制造商日立金属设立合资公司。考虑公司产能利用率到 2019 年可能达到较高水平，此次与南方稀土集团共同扩产 5000 吨/年的高性能钕铁硼，对应海外龙头电动车和国内新能源汽车磁材需求双双放量，扩产正当时，有望进一步巩固公司高端钕铁硼市场份额。

产品结构/产能规模优势的龙头企业有望最充分受益。

公司致力于自主研发、不断优化产品结构，提升产品附加值，在新能源汽车领域用磁材具有较强的先发优势，2017 年进入特斯拉磁材产品主要供应商，类比锂钴等行业的发展情况，为了保证高端原材料供应的一致性和稳定性，具有产能规模优势和先发优势的龙头供应商有望充分受益。

盈利预测与评级：

考虑 Q4 稀土价格回落且汽车消费同比增速可能阶段性回落，下调公司 2019-2021 年归母净利润盈利预测至为 2.23 亿元、3.04 亿元、4.26 亿元（前值为 3.37 亿元、4.46 亿元、5.36 亿元），实现 EPS 为 0.21 元/股、0.28 元/股、0.4 元/股（前值为 0.32 元/股、0.42 元/股、0.5 元/股），对应目前股价 PE 为 45、33、24 倍，公司产业链协同效应和强客户结构优势伴随新能源汽车的高速增长不断凸显，维持“买入”评级。

风险提示：若磁材需求大幅不及预期，稀土价格暴涨带来铁氧体替代风险，恶性竞争磁材价格大幅下跌的风险，参股扩产进展不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,895.27	4,164.54	4,372.77	5,028.68	5,833.27
增长率(%)	10.01	6.91	5.00	15.00	16.00
EBITDA(百万元)	565.47	490.00	390.37	509.50	702.63
净利润(百万元)	282.26	248.29	223.01	303.52	425.66
增长率(%)	(10.84)	(12.04)	(10.18)	36.10	40.24
EPS(元/股)	0.26	0.23	0.21	0.28	0.40
市盈率(P/E)	35.51	40.37	44.95	33.02	23.55
市净率(P/B)	2.33	2.25	2.18	2.09	1.98
市销率(P/S)	2.57	2.41	2.29	1.99	1.72
EV/EBITDA	26.28	15.87	23.71	18.71	13.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/金属非金属 新材料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,065.20
流通 A 股股本(百万股)	1,065.20
A 股总市值(百万元)	10,023.53
流通 A 股市值(百万元)	10,023.53
每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	17.80
一年内最高/最低(元)	14.50/7.09

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中科三环-半年报点评:毛利率触底可期，看好中期受益新能源放量》 2019-08-19
- 《中科三环-季报点评:盈利增长初现，需求增速拐点龙头有望持续受益》 2019-04-29
- 《中科三环-首次覆盖报告:产业协同优势逐步凸显，看龙头充分受益新能源放量》 2019-04-25



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,301.25	1,020.54	1,655.51	1,468.89	1,547.91
应收票据及应收账款	1,234.08	1,249.03	1,342.44	1,379.16	1,777.90
预付账款	20.71	150.65	43.40	74.27	85.49
存货	1,514.95	1,457.71	1,253.36	1,602.80	1,577.15
其他	389.03	684.86	467.71	525.33	555.55
流动资产合计	4,460.01	4,562.79	4,762.42	5,050.45	5,544.00
长期股权投资	365.79	347.39	347.39	347.39	347.39
固定资产	911.88	1,096.94	1,088.19	1,093.16	1,093.36
在建工程	180.29	36.94	58.16	82.90	79.74
无形资产	89.08	132.67	128.61	124.55	120.50
其他	116.23	115.94	115.29	114.34	114.95
非流动资产合计	1,663.27	1,729.87	1,737.63	1,762.33	1,755.93
资产总计	6,123.28	6,292.66	6,500.06	6,812.78	7,299.93
短期借款	171.23	291.75	150.00	180.00	200.00
应付票据及应付账款	603.88	443.36	625.02	639.04	774.02
其他	224.39	262.26	243.05	259.74	242.77
流动负债合计	999.50	997.37	1,018.07	1,078.78	1,216.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	60.72	54.35	56.39	57.15	55.96
非流动负债合计	60.72	54.35	56.39	57.15	55.96
负债合计	1,060.22	1,051.72	1,074.46	1,135.93	1,272.75
少数股东权益	761.72	787.18	827.79	884.77	965.53
股本	1,065.20	1,065.20	1,065.20	1,065.20	1,065.20
资本公积	431.91	431.91	431.91	431.91	431.91
留存收益	3,236.14	3,388.56	3,532.61	3,726.88	3,996.45
其他	(431.91)	(431.91)	(431.91)	(431.91)	(431.91)
股东权益合计	5,063.06	5,240.94	5,425.60	5,676.85	6,027.17
负债和股东权益总	6,123.28	6,292.66	6,500.06	6,812.78	7,299.93

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	333.57	297.82	223.01	303.52	425.66
折旧摊销	102.92	107.02	51.59	54.35	57.01
财务费用	43.08	(20.45)	(5.12)	(9.29)	(7.88)
投资损失	(16.99)	23.89	(2.96)	(2.96)	(2.96)
营运资金变动	(573.08)	(560.02)	603.70	(442.77)	(299.02)
其它	81.95	365.67	39.53	58.49	83.31
经营活动现金流	(28.54)	213.93	909.75	(38.66)	256.12
资本支出	207.56	176.69	57.96	79.24	51.19
长期投资	54.77	(18.41)	0.00	0.00	0.00
其他	(518.84)	(653.59)	(115.00)	(156.28)	(98.23)
投资活动现金流	(256.51)	(495.30)	(57.04)	(77.04)	(47.04)
债权融资	171.23	291.75	150.00	180.00	200.00
股权融资	(56.41)	50.28	5.12	9.29	7.88
其他	(105.19)	(349.80)	(372.85)	(260.21)	(337.93)
筹资活动现金流	9.63	(7.77)	(217.73)	(70.92)	(130.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(275.42)	(289.14)	634.98	(186.63)	79.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,895.27	4,164.54	4,372.77	5,028.68	5,833.27
营业成本	3,023.86	3,350.04	3,550.69	4,048.09	4,579.12
营业税金及附加	20.65	29.18	28.42	32.69	37.92
营业费用	103.63	109.56	118.67	134.18	155.81
管理费用	241.50	257.54	284.23	301.72	350.00
研发费用	59.20	55.75	48.10	55.32	64.17
财务费用	61.21	(50.28)	(5.12)	(9.29)	(7.88)
资产减值损失	0.76	6.46	3.61	5.03	4.32
公允价值变动收益	0.00	(4.83)	(3.22)	0.54	0.72
投资净收益	16.99	(23.89)	2.96	2.96	2.96
其他	(58.51)	34.61	0.53	(6.98)	(7.34)
营业利润	425.98	400.41	343.91	464.44	653.50
营业外收入	2.99	0.83	1.91	1.91	1.55
营业外支出	1.40	2.29	5.10	2.93	3.44
利润总额	427.58	398.96	340.72	463.42	651.61
所得税	94.01	101.14	74.96	101.95	143.35
净利润	333.57	297.82	265.76	361.47	508.25
少数股东损益	51.31	49.53	42.75	57.95	82.59
归属于母公司净利润	282.26	248.29	223.01	303.52	425.66
每股收益(元)	0.26	0.23	0.21	0.28	0.40

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	10.01%	6.91%	5.00%	15.00%	16.00%
营业利润	-14.28%	-6.00%	-14.11%	35.05%	40.71%
归属于母公司净利润	-10.84%	-12.04%	-10.18%	36.10%	40.24%
获利能力					
毛利率	22.37%	19.56%	18.80%	19.50%	21.50%
净利率	7.25%	5.96%	5.10%	6.04%	7.30%
ROE	6.56%	5.57%	4.85%	6.33%	8.41%
ROIC	11.92%	6.79%	5.97%	9.27%	11.71%
偿债能力					
资产负债率	17.31%	16.71%	16.53%	16.67%	17.44%
净负债率	-22.32%	-13.91%	-27.75%	-22.70%	-22.36%
流动比率	4.46	4.57	4.68	4.68	4.56
速动比率	2.95	3.11	3.45	3.20	3.26
营运能力					
应收账款周转率	3.33	3.35	3.37	3.70	3.70
存货周转率	3.17	2.80	3.23	3.52	3.67
总资产周转率	0.67	0.67	0.68	0.76	0.83
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.23	0.21	0.28	0.40
每股经营现金流	-0.03	0.20	0.85	-0.04	0.24
每股净资产	4.04	4.18	4.32	4.50	4.75
估值比率					
市盈率	35.51	40.37	44.95	33.02	23.55
市净率	2.33	2.25	2.18	2.09	1.98
EV/EBITDA	26.28	15.87	23.71	18.71	13.60
EV/EBIT	32.13	20.30	27.32	20.94	14.80

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com