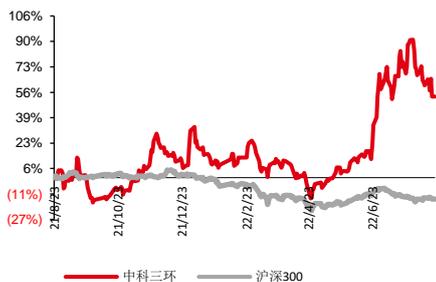


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	17.12
总股本/流通股本(亿股)	12.16/12.16
总市值/流通市值(亿元)	208.13/208.13
52周高/低(元)	21.78/9.52
第一大股东	北京三环控股
持股比例	23.35%
资产负债率(%)	39.96%
市盈率PE	52.18

研究所

分析师：李帅华
 SAC 登记编号：S1340522060001
 Email：lishuaihua@cnpsec.com

中科三环 (000970.SH):
业绩增长超预期，大力推进产能建设
● 业绩增长超预期

业绩增长超预期，主要受益于下游行业高景气度的需求拉动，以及公司降本增效成果显著。公司发布 2022 半年报，公司上半年实现营收 47.05 亿元，同比增长 68.44%；归母净利润 4.05 亿元，同比增长 251.00%；扣非归母净利 3.96 亿元，同比增长 323.75%。2022 Q2，公司实现营收 25.46 亿元，同比增长 68.84%、环比增长 17.92%；归母净利润 2.39 亿元，同比增长 267.42%、环比增长 43.98%；扣非归母净利 2.37 亿元，同比增长 425.02%、环比增长 49.06%。

公司主要毛利来源于磁材产品，其毛利率稳步提升。2022 年上半年，销售磁材取得的毛利润为 8.36 亿元；其他业务毛利润仅为 0.12 亿元。在此之前，电动自行车产品所获得的毛利润金额一直较小，直至本报告期内，未产生任何毛利；磁材产品毛利率自 20 年的 12.87% 一路上涨至 18.00%。

● 大力推进产能建设，提高生产能力

目前公司的相关扩产项目正在按计划推进，预计宁波科宁达和天津基地在今年 3 季度会有产能投放，赣州基地在今年年底前后会建成投产，到 2022 年底公司产能将达到 3 万吨；考虑如果公司订单情况和市场需求情况都非常好，公司有能够在 2024 年底后再扩产 2.1 万吨左右，届时公司烧结钕铁硼的总产能将达到 5.1 万吨。

● 订单将迎来旺季，盈利逐步释放

第四季度是磁材下游公司需求的旺季，公司订单量一般由第一季度到第四季度逐渐增长，看好公司下半年盈利。

● 盈利预测与估值

受益于需求端高速发展，稀土永磁行业有望维持高景气度，公司积极推动扩产项目，预计产能有望伴随需求逐渐释放。

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 108.16/116.82/161.62 亿元，分别同比增长 51.36%/8.01%/38.35%；归母净利润分别为 9.32/9.87/13.64 亿元，分别同比增长 8.16%/8.45%/8.44%，对应 EPS 分别为 0.77/0.81/1.12 元。

以最新收盘价为基准，对应 22-24E PE 分别为 22.34/21.08/15.26 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

● **风险提示**

稀土产品价格波动超预期；扩产项目建设不及预期；下游需求不及预期。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	7145.76	10815.71	11682.27	16161.68
增速	53.60%	51.36%	8.01%	38.34%
归属母公司股东净利润（百万）	398.88	931.63	987.13	1364.25
增速	5.58%	8.61%	8.45%	8.44%
毛利率	16%	20%	20%	20%
每股收益 EPS（元）	0.33	0.77	0.81	1.12
市盈率 PE	52.18	22.34	21.08	15.26
净资产收益率 ROE	8%	14%	13%	15%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 19 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	7146	10816	11682	16162	营业收入	7146	10816	11682	16162
营业成本	5991	8651	9344	12928	营业利润	608	1472	1543	2133
税金及附加	24	55	60	83	归属于母公司净利润	399	932	987	1364
销售费用	99	125	136	189	获利能力				
管理费用	262	397	475	658	毛利率	16%	20%	20%	20%
研发费用	116	175	189	262	净利率	6%	9%	8%	8%
财务费用	82	0	0	0	ROE	8%	14%	13%	15%
资产减值损失	(6)	0	0	0	ROIC	8%	13%	12%	14%
营业利润	608	1472	1543	2133	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	36%	31%	27%	32%
营业外支出	2	0	0	0	流动比率	2.3	2.8	3.3	2.8
利润总额	607	1472	1543	2133	营运能力				
所得税	130	351	383	496	应收账款周转率	4	3	3	4
净利润	399	932	987	1364	存货周转率	3	3	3	3
归母净利润	399	932	987	1364	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.33	0.77	0.81	1.12	每股收益	0.33	0.73	1.18	1.34
资产负债表					每股净资产	5.57	7.2	8.29	8.61
货币资金	1460	941	3225	1800	估值比率				
交易性金融资产	44	44	44	44	PE	52.18	22.34	21.08	15.26
应收票据及应收	2417	4275	2951	5877	PB	4.17	3.18	2.77	2.34
预付款项	19	31	31	44	EV/EBITDA	20.6	14.32	12.17	9.48
存货	2982	3446	3441	5178	现金流量表				
流动资产合计	7120	8950	9907	13208	净利润	399	932	987	1364
固定资产	1139	1139	1139	1139	折旧和摊销	141	0	0	0
在建工程	293	293	293	293	经营活动现金流净额	(654)	(1148)	2275	(1437)
无形资产	141	141	141	141	投资	1	0	0	0
非流动资产合计	2147	2147	2147	2147	资本性支出	(335)	0	0	0
资产总计	9266	11096	12054	15355	其他	(30)	8	8	12
短期借款	887	887	887	887	投资活动现金流净额	(364)	8	9	12
应付票据及应付	1900	1791	1586	3041	债权融资	39	719	0	0
其他流动负债	269	438	441	622	股权融资	663	0	0	0
流动负债合计	3093	3180	2977	4641	支付股利及利息	(92)	(97)	0	0
其他	83	83	83	83	其他	(22)	0	0	0
非流动负债合计	246	246	246	246	筹资活动现金流净额	588	(98)	0	0
负债合计	3338	3425	3223	4886	现金净流量	(456)	(518)	2284	(1425)
股本	1065	1065	1065	1065					
资本公积金	432	1151	1151	1151					
未分配利润	3206	3900	4739	5899					
盈余公积	278	418	566	770					
少数股东权益	942	1132	1305	1578					
所有者权益合计	5928	7671	8831	10468					
负债和所有者权益	9266	11096	12054	15355					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

目录

1 业绩增长超预期，前景可期.....	5
2 盈利预测	6
2.1 收入预测	6
2.2 估值分析	7
3 风险提示	7

图表目录

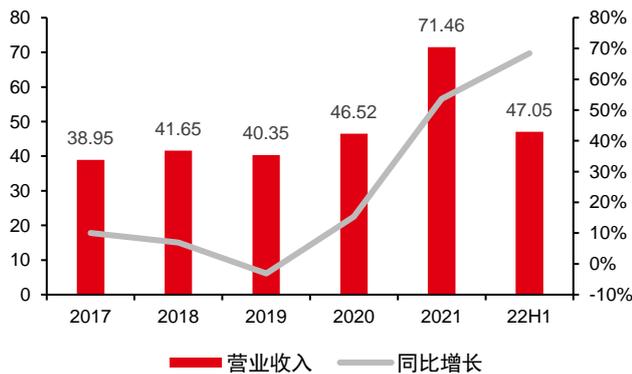
图表 1：营收及同比情况（亿元）	5
图表 2：归母净利润及同比情况（亿元）	5
图表 3：单季度营收及同比情况（亿元）	5
图表 4：单季度归母净利润及同比情况（亿元）	5
图表 5：各产品毛利润（亿元）	6
图表 6：磁材产品毛利率（%）	6
图表 7：费用情况（亿元）	6
图表 8：研发支出（亿元）	6
图表 9：收入预测	6
图表 10：可比公司估值分析	7

1 业绩增长超预期，前景可期

业绩增长超预期，主要受益于下游行业高景气度的需求拉动，以及原材料价格持续上涨带动了公司产品销售价格的提升，从而钕铁硼永磁产品实现量价齐升。公司发布 2022 半年报，公司上半年实现营收 47.05 亿元，同比增长 68.44%；归母净利润 4.05 亿元，同比增长 251.00%；扣非归母净利润 3.96 亿元，同比增长 323.75%。2022 Q2，公司实现营收 25.46 亿元，同比增长 68.84%、环比增长 17.92%；归母净利润 2.39 亿元，同比增长 267.42%、环比增长 43.98%；扣非归母净利润 2.37 亿元，同比增长 425.02%、环比增长 49.06%。

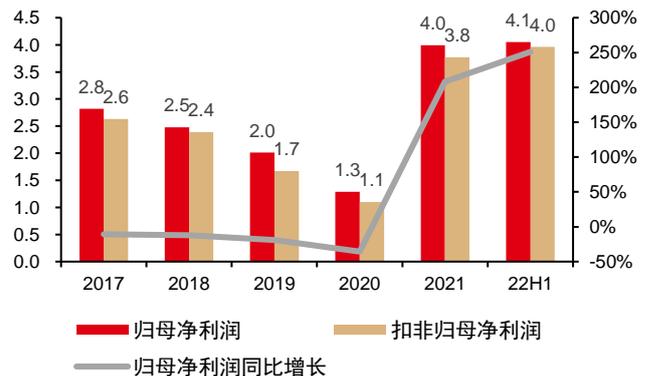
公司主要毛利润来源于磁材产品，其毛利率稳步提升。2022 年上半年，销售磁材取得的毛利润为 8.36 亿元；其他业务毛利润仅为 0.12 亿元。在此之前，电动自行车产品所获得的毛利润金额一直较小，直至本报告期内，未产生任何毛利；磁材产品毛利率自 20 年的 12.87% 一路上涨至 18.00%。

图表 1：营收及同比情况（亿元）



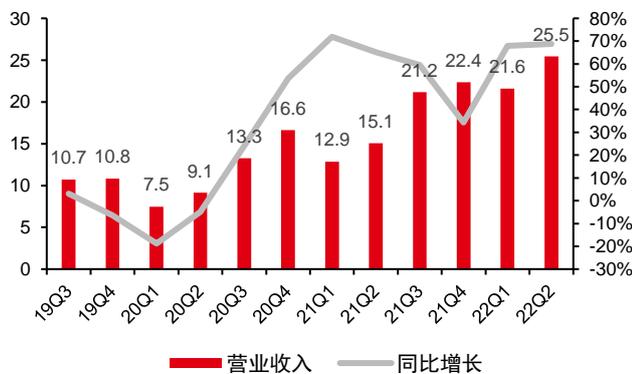
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 2：归母净利润及同比情况（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 3：单季度营收及同比情况（亿元）



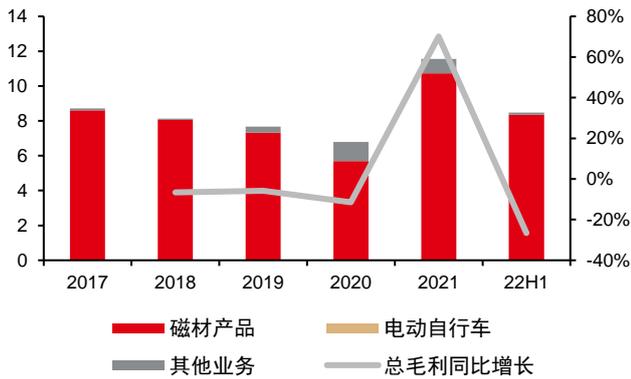
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 4：单季度归母净利润及同比情况（亿元）



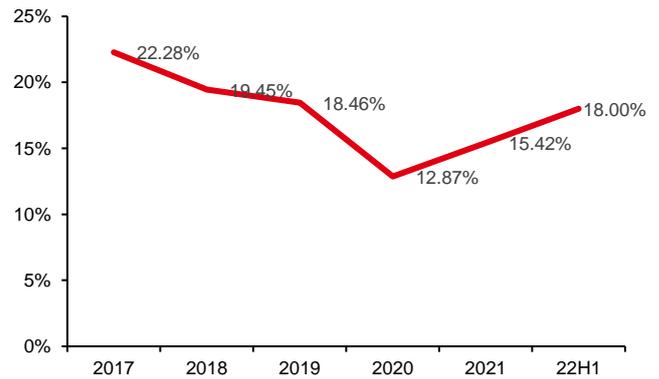
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 5：各产品毛利润（亿元）



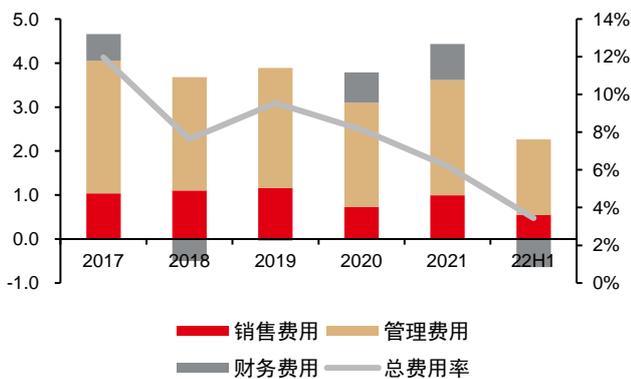
资料来源：公司公告，中邮证券研究所
注：电动自行车品类毛利金额较小，显示不出

图表 6：磁材产品毛利率



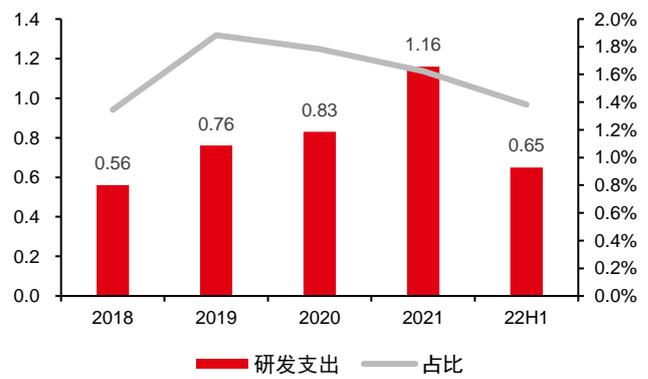
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 7：三费情况（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 8：研发支出（亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 盈利预测

2.1 收入预测

受益于需求端高速发展，稀土永磁行业有望维持高景气度。公司作为业内龙头，积极推动扩产项目建设，预计 24 年底产能有望翻倍达到 5.1 万吨。伴随下游需求修复，预计订单量持续增长，产能有望伴随需求逐渐释放。

预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 108.16/116.82/161.62 亿元；归母净利润分别为 9.32/9.87/13.64 亿元。

图表 9：收入预测

		2021	2022E	2023E	2024E
钕铁硼	产能 (吨)	20000	30000	30000	51000
	产量 (吨)	8750	16200	16200	27540
	收入 (亿元)	69.61	106.12	114.59	159.16
	成本 (亿元)	58.88	84.93	91.70	127.36
	毛利润 (亿元)	10.73	21.20	22.89	31.80
其他业务	收入 (亿元)	1.85	2.03	2.24	2.46
	成本 (亿元)	1.03	1.59	1.74	1.92
	毛利润 (亿元)	0.82	0.45	0.49	0.54
营业收入 (亿元)		71.46	108.16	116.82	161.62
营业成本 (亿元)		59.91	86.51	93.44	129.28
毛利润 (亿元)		11.55	21.64	23.38	32.34
归母净利润 (亿元)		3.99	9.32	9.87	13.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 估值分析

选取同行业主营业务为生产钕铁硼磁材几家上市公司进行比较，以 2022 年 8 月 19 日的收盘价 17.12 元为基准，公司对应 2022-2024E PE 分别为 22.34/21.08/15.26 倍，略低于同行业平均水平。首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 10：可比公司估值分析

证券代码	证券简称	8月19日收盘价 (元)	2022E PE	2023E PE	2024E PE	2022E PB	2022E EPS
300748.SZ	金力永磁	39.70	40.9x	31.8x	24.6x	6.3x	0.97
300224.SZ	正海磁材	15.25	26.2x	18.4x	15.1x	3.9x	0.58
600366.SH	宁波韵升	13.02	20.1x	14.5x	11.6x	2.3x	0.65
688077.SH	大地熊	83.20	23.6x	16.0x	12.6x	5.2x	3.53
行业平均			27.7x	20.2x	16.0x	4.4x	1.43
000970.SZ	中科三环	17.12	22.3x	21.1x	15.3x	3.5x	0.77

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 风险提示

稀土产品价格波动超预期；扩产项目建设不及预期；下游需求不及预期。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。