

新材料研究小组 分析师: 何卫江
 执业证书编号: S0730511050001
 hewj@ccnew.com
 研究支持: 牟国洪 mough@ccnew.com

钕铁硼行业龙头 业绩增长可预期

——中科三环 (000970) 调研报告

研究报告-调研报告

增持(维持)

发布日期: 2011年10月11日

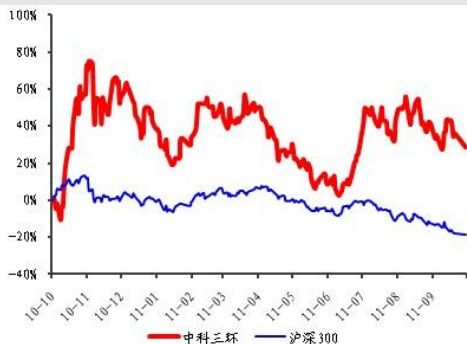
市场数据 (2011-10-10)

收盘价 (元)	24.05
一年内最高/最低 (元)	35.13/14.34
上证指数	2344.79
市净率 (倍)	8.53
流通市值 (亿元)	122.08

基础数据 (2010-06-30)

每股净资产 (元)	3.06
每股经营现金流 (元)	(0.55)
毛利率 (%)	23.64
净资产收益率-摊薄 (%)	10.02
资产负债率 (%)	51.99
总股本/流通股 (万股)	50760/50760
B股/日股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

公司主营稀土永磁和新型磁性材料, 在烧结钕铁硼领域具备规模优势。在国家政策支持下稀土价格飙升, 公司具备较强的成本转嫁能力, 同时兼具产业链与技术优势。

投资要点:

- **公司是全球烧结钕铁硼龙头企业。**公司主营产品为稀土钕铁硼永磁材料, 钕铁硼产品包括烧结和粘结两类, 其中烧结钕铁硼下属 5 家企业, 年产规模达 12000 吨, 位居全球第二、国内第一。
- **上游稀土价格飙升、下游需求有亮点。**受国家政策支撑影响, 钕铁硼上游稀土原材料价格出现飙升, 中游钕铁硼制备企业具有较强成本转嫁能力; 受能源短缺挑战, 节能与新能源环保领域将成为钕铁硼未来市场的内在推动力。
- **公司具备产业链与技术优势。**公司参股两家上游稀土原材料公司, 并与五矿有色签署战略合作协议, 具有产业链优势; 公司烧结和粘结钕铁硼产品涵盖不同层次需求, 产品“NEOMAX”远销世界各地, 技术优势显著。
- **关注非公开发行募投项目:**公司拟非公开发行 2700 万股, 发行底价为 22.48 元/股, 募集资金净额为 5.48 亿元。募集资金全部用于主营业务稀土钕铁硼材料的生产扩建和技术改造, 下游市场定位于节能家电、新能源汽车、风力发电和信息产业。项目实施后, 公司烧结钕铁硼总产能将增至 18000 吨。
- **盈利预测与公司估值:**预测公司 2011 年和 2012 年每股收益分别为 1.15 元和 1.46 元, 按 10 月 10 日 24.05 元收盘价计算, 对应动态市盈率分别为 21 倍和 16 倍, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示:**稀土价格大幅波动风险; 电子元器件行业景气度持续低迷风险; 系统风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	15.66	23.66	54.00	65.61	77.14
增长比率 (%)	-24.68	51.05	128.27	21.50	17.57
净利润 (亿元)	0.74	2.07	5.84	7.40	8.90
增长比率 (%)	-24.83	181.11	182.54	26.72	20.25
每股收益 (元)	0.14	0.41	1.15	1.46	1.75
市盈率 (倍)	171.79	58.66	20.91	16.47	13.71

目 录

1. 全球领先的钕铁硼磁性材料专家	4
2. 行业分析	5
2.1 行业简介	5
2.2 政策助推上游稀土价格飙升	6
2.3 行业具备较强成本转嫁能力	7
2.4 下游需求亮点在于新能源与节能环保领域	8
2.5 行业竞争格局	9
3. 公司经营分析	10
3.1 具备完整磁性材料及上游稀土资源优势	10
3.2 烧结钕铁硼规模与技术优势显著	11
3.3 粘结钕铁硼技术得天独厚	12
3.4 公司业绩稳步增长	12
3.5 公司具备较强成本转嫁能力	14
3.6 公司期间费用率逐步下降	15
3.7 关注非公开发行项目进展	15
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	16
行业投资评级	18
公司投资评级	18
重要声明	18
免责条款	18
转载条款	18

图表目录

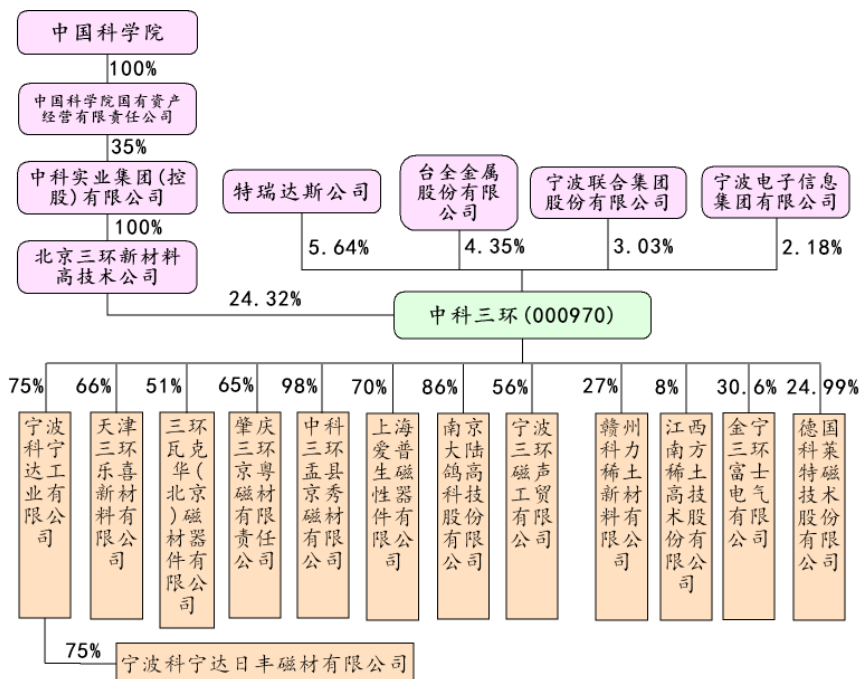
图表 1: 公司主要股权结构及子公司	4
图表 2: 钕铁硼永磁材料产业链	5
图表 3: 国内钕铁硼永磁材料应用领域分布图示 (2009 年)	6
图表 4: 2009 年全球钕铁硼产量分布	6
图表 5: 2011 年国家稀土相关政策	6
图表 6: 近二年稀土价格变化曲线 (日价)	7
图表 7: 稀土钕铁硼 N35 价格曲线	8
图表 8: 2011 年 1-9 月钕铁硼 N35 及原材料价格比对	8
图表 9: 国内新能源与节能环保钕铁硼材料需求	8
图表 10: 全球钕铁硼总产量预测	8
图表 11: 电子元器件行业景气度	9
图表 12: 国内稀土钕铁硼主要公司及概况	9
图表 13: 国内稀土钕铁硼主要公司产能	10
图表 14: 公司磁性材料概况	10
图表 15: 烧结钕铁硼产品及磁性能分布图	11
图表 16: 公司烧结钕铁硼电镀层及产品特点	12
图表 17: 公司粘结钕铁硼工艺流程	12
图表 18: 公司近年盈利与经营情况	13
图表 19: 2005-2011 年公司营收、净利润及同比增速	13
图表 20: 2007-2011 年公司营收构成 (按产品)	13
图表 21: 2007-2011 年公司营收、净利润及销售毛利率 (按季度)	14
图表 22: 2007-2011 年公司毛利率与销售净利率	14
图表 23: 2007-2010 年公司毛利率 (按产品)	14
图表 24: 钕铁硼永磁材料毛利率 (%) 比对	15
图表 25: 2007-2011 年公司期间费用率	15
图表 26: 公司拟非公开发行募集资金投向	16
图表 27: 可比公司估值	16
图表 28: 公司盈利预测	17

1. 全球领先的钕铁硼磁性材料专家

北京中科三环高技术股份有限公司(简称“中科三环”)成立于1997年7月,主要发起人包括北京三环新材料高技术公司、美国TRIDUS(特瑞达斯)公司、宁波电子信息集团公司、台全(美国)公司和宁波联合集团股份有限公司,注册资本为5200万元。公司于2004年4月登陆资本市场,发行后注册资本为8700万元。

公司主营业务是稀土永磁和新型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售,主营产品为烧结/粘结钕铁硼磁体、软磁铁氧体和电动自行车,产品下游涵盖通信、消费类电子、新能源与节能环保等领域,且高端产品营收占比达60%。目前,公司下属5家烧结钕铁硼子企业,总产能达12000吨,位居国内第一、全球第二,规模与技术优势显著。公司拥有NEOMAX和麦格昆磁的钕铁硼专利许可,产品“NEOMAX”商标远销世界各地,同时参股两家上游稀土原材料企业,下游产业中进入由钕铁硼稀土永磁电机驱动的绿色环保电动自行车。2011年上半年,公司实现营收17.81亿元,同比增长72.07%,实现净利润1.55亿元,同比大幅增长105.94%。

图表 1: 公司主要股权结构及子公司



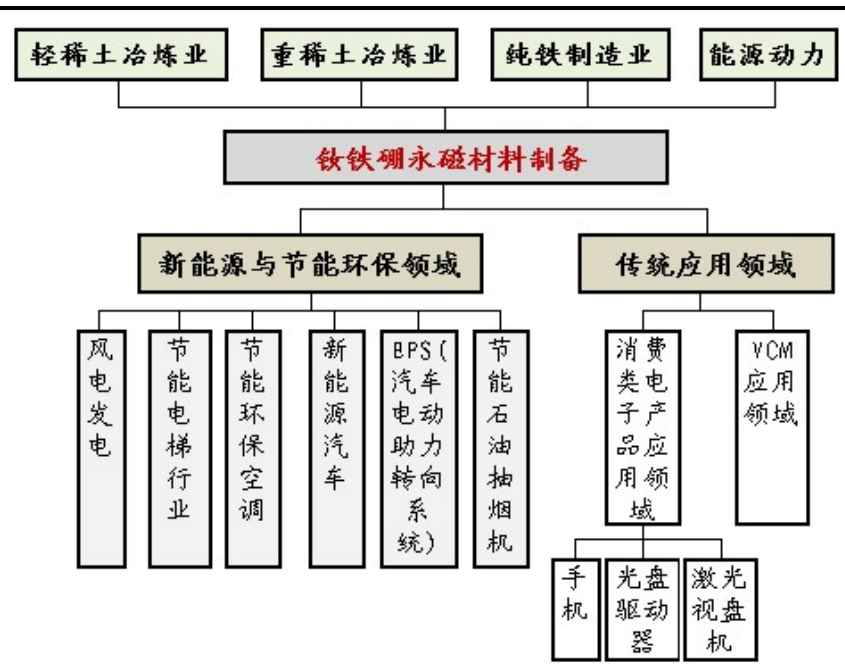
资料来源:公司公告,中原证券

2. 行业分析

2.1 行业简介

钕铁硼属于第三稀土永磁材料，根据制备工艺分为烧结和粘结两种。其中，烧结钕铁硼产业链包括上游的轻/重稀土冶炼、中游钕铁硼制备和下游应用。下游领域根据其应用发展演变，可分为传统领域的VCM和消费类电子，以及风力发电、节能电梯、新能源汽车、ESP等为代表的新能源与节能环保领域。

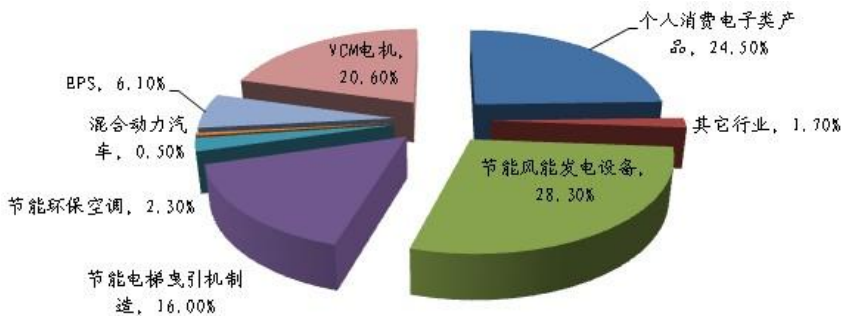
图表 2：钕铁硼永磁材料产业链



资料来源：正海磁材招股书，中原证券

国内钕铁硼永磁材料主要应用领域为节能风能发电设备、个人消费电子类和VCM电机，2009年占比变为28.30%、24.50%和20.60%。随着全球碳减排意识的增强及对新能源的重视，预计节能环保空调、新能源汽车等领域将高速发展，VCM和消费电子类领域将保持稳步增长态势。

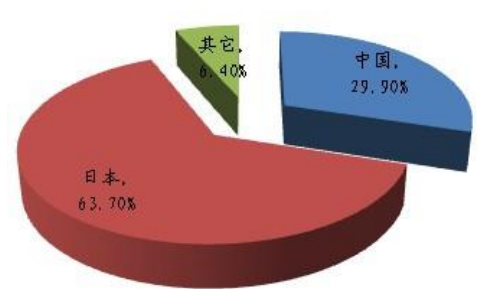
图表 3: 国内钕铁硼永磁材料应用领域分布图示(2009 年)



资料来源: 正海磁材招股书, 中原证券

图表 4: 2009 年全球钕铁硼产量分布

2009 年全球高性能钕铁硼永磁材料产量分布



资料来源: 正海磁材招股书, 中原证券

受原料和成本因素影响, 全球钕铁硼永磁材料产量目前主要集中在中国和日本, 2009 年, 中国和日本钕铁硼产量全球占比分别为 29.90% 和 63.70%。由于我国在上游稀土原材料领域占有优势, 预计至 2013 年将逐步成为世界最大的钕铁硼永磁材料生产国。

2.2 政策助推上游稀土价格飙升

目前, 我国的稀土储量占全球 36%, 产量则占世界 97%。由于过度开发, 我国的稀土资源储量下降迅速, 稀土生产过程中的环境污染问题日益突出。为促进稀土行业持续健康发展, 加快转变稀土行业发展方式, 提升开采、冶炼和应用的技术水平, 2011 年国家相关稀土政策密集出台, 提出力争用 5 年左右时间, 形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局。

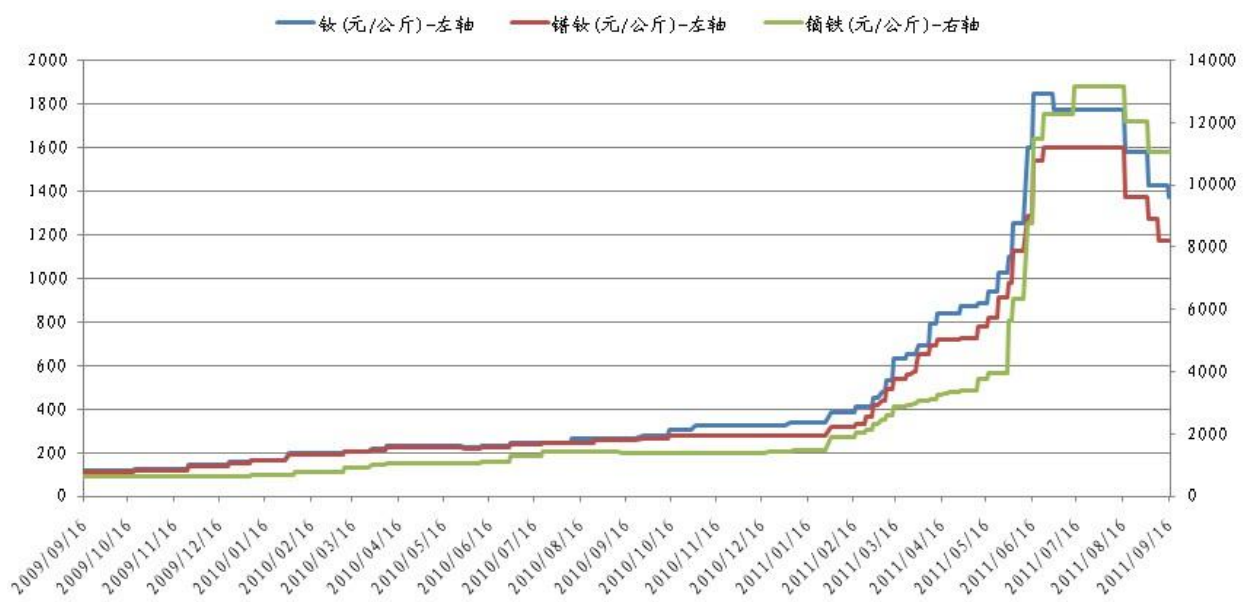
图表 5: 2011 年国家稀土相关政策

出台时间	政策主要内容
2011 年 1 月	国土资源部公告设立首批稀土矿产国家规划区, 本次划定的赣州地区稀土矿国家规划矿区共 11 个区块, 总面积 2500 多平方公里, 预测稀土远景资源量约 76 万吨, 其中中重稀土资源储量约 71 万吨。
2011 年 1 月	环境部颁发《稀土工业污染物排放标准》, 2011 年 10 月 1 日实施。
2011 年 2 月	国务院常务会议, 研究部署了促进稀土行业持续健康发展的政策措施。力争用 5 年左右时间, 形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局。
2011 年 3 月	财政部、国家税务总局, 调整稀土矿原矿资源税税额标准。调整后的税额标准为: 轻稀土, 包括氟碳铈矿、独居石矿, 60 元/吨; 中重稀土, 包括磷钇矿、离子型稀土矿, 30 元/吨。
2011 年 3 月	国土资源部: 2012 年 6 月前暂停受理新的钨矿、铋矿和稀土矿勘查、开采登记申请
2011 年 5 月	国务院发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》
2011 年 5 月	商务部和海关总署联合公告: 自 5 月 20 日起, 将海关商品编号为 7202999100 “其他按重量计稀土元素总含量>10%的铁合金” 纳入稀土出口配额许可证管理。
2011 年	实施《2009-2015 年稀土工业发展规划》和《稀土工业产业政策》。根据规划: 从 2009 年到 2015 年, 中国稀土的生产规模将达到每年 13 万吨到 15 万吨, 而熔炼和分离企业的产量将达到约 12 万吨到 15 万吨的水平。

资料来源: 中原证券

上述政策对产量、出口、行业准入条件、环保标准以及鼓励龙头企业兼并等作出了明确规定，在系列政策的强劲推动下。2011年1月至8月，主要稀土原材料价格出现了飙升，镨钕由335元/公斤猛涨至1850元/公斤，最高涨幅达452%；镱铁则由1430元/公斤飙升至13150元/公斤，同比增长816%。2011年8月至9月，原材料价格出现了部分回落，但考虑国家政策对稀土行业的环保治理、直接收储将继续推出，我们认为政策支撑引起的稀土价格保持在合理高位水平将成为产业常态。

图表 6: 近二年稀土价格变化曲线(日价)



资料来源: Wind, 中原证券

2.3 行业具备较强成本转嫁能力

钕铁硼永磁材料作为第三代稀土永磁材料因其高磁能积性能备受关注，被俗称为“工业味精”。受稀土价格上涨影响，钕铁硼产品价格也呈上升趋势。从钕铁硼N35的价格走势看，钕铁硼N35价格最大涨幅为503%，价格最高涨幅明显高于钕与镨钕的最高涨幅。考虑稀土在钕铁硼产品中的使用量，如每份钕铁硼需要29%-32.5%的金属钕和少量镨铁，稀土原材料价格的飙升可由钕铁硼价格上调来弥补。同时，钕铁硼在下游领域中的使用量一般较小，它在整个下游产品中的成本占比相对较小，故下游企业可以消化钕铁硼价格上涨带来的成本压力。

图表 7: 稀土钕铁硼 N35 价格曲线



资料来源: 百川咨询, 中原证券

图表 8: 2011 年 1-9 月钕铁硼 N35 及原材料价格对比

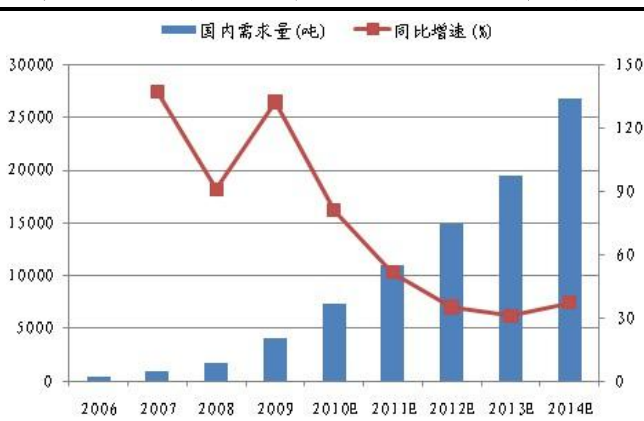
	最低价	最高价	同比最大增幅 (%)	最新价 (9 月 23 日)	相对涨幅 (%)
钕 (元/公斤)	335	1850	452.24	1375	310.45
镨钕 (元/公斤)	279	1600	474.51	1125	303.23
镝铁 (元/公斤)	1435	13150	816.38	9750	579.44
钕铁硼 N35 价格 (元/公斤)	107.5	647.5	503.33	407.5	279.07

资料来源: Wind, 百川咨询, 中原证券

2.4 下游需求亮点在于新能源与节能环保领域

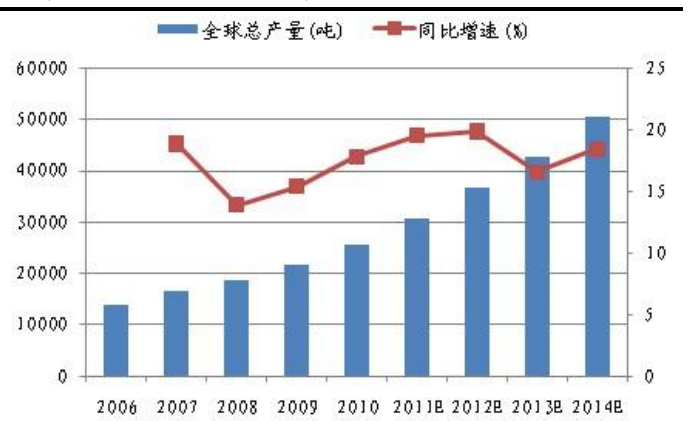
面对有限的石化资源和能源短缺挑战, 节能与新能源环保领域将成为钕铁硼未来市场的内在推动力。国内节能空调、新能源汽车、节能电梯、风力发电以及EPS等新能源与节能环保领域对钕铁硼材料的需求将呈现高速增长态势, 预计2011年需求量为11000吨, 同比增长51%。全球钕铁硼产量也将保持稳定增长, 2011年为30597吨, 同比增长19.52%。

图表 9: 国内新能源与节能环保钕铁硼材料需求



资料来源: 正海磁材招股书, 中原证券

图表 10: 全球钕铁硼总产量预测



资料来源: 正海磁材招股书, 中原证券

从传统应用领域看，磁性材料作为电子元器件的基础材料之一，需求与电子元器件行业的景气度密切相关。目前，电子元器件行业整体仍处于调整中，有望在年底逐步走出低谷。

图表 11: 电子元器件行业景气度



资料来源: Wind, 中原证券

2.5 行业竞争格局

国内从事钕铁硼制备的公司除中科三环外，主要还包括银河磁体、正海磁材、宁波韵升、太原刚玉及安泰科技。其中，银河磁体专营粘结钕铁硼，其它均以烧结钕铁硼永磁材料为主。

图表 12: 国内稀土钕铁硼主要公司及概况

序号	公司简称	2010 年营业收入(亿元)	2010 年净利润(亿元)	2010 年毛利率(%)	产能(在建)吨/年	简介
1	银河磁体	3.32	0.54	29.06	800 (800)	主营粘结钕铁硼磁体元件及部件,下游市场以光盘、汽车、硬盘用磁铁为主。
2	正海磁材	6.71	1.05	27.82	3300 (2000)	2011 年 5 月上市, 主营烧结钕铁硼产品具有自主知识产权, 下游以风力发电等新能源和节能环保领域为主。
3	中科三环	23.66	2.07	25.19	13500 (6000)	主营钕铁硼永磁材料, 其中烧结钕铁硼全球第二、国内龙头, 产品涵盖高、中段不同应用领域。拟新增产能以节能环保和新能源汽车市场为主。
4	宁波韵升	19.29	2.04	27.24	5500	主营稀土钕铁硼和电机产品, 国内第二, 且以烧结钕铁硼为主。公司具备磁、机一体化优势。
5	太原刚玉	7.41	0.10	15.03	4400	主营烧结钕铁硼和耐火材料。
6	安泰科技	35.25	2.19	16.53	2000 (1000)	新材料龙头企业, 产品涵盖超硬及难熔材料、超细金属制品及烧结钕铁硼等功能材料。

资料来源: 公司公告, Wind, 中原证券

图表 13: 国内稀土钕铁硼主要公司产能



资料来源: 各公司公告, 中原证券

3. 公司经营分析

3.1 具备完整磁性材料及上游稀土资源优势

公司磁性材料包括钕铁硼永磁材料和软磁铁氧体磁性材料, 其中钕铁硼又包括烧结和粘结两类。目前, 公司粘结钕铁硼下属五家生产企业—宁波科宁达、天津三环乐喜(与台全金属合作)、北京三环万克华(与德国真空熔炼有限公司合作)、肇庆三环京粤和孟县京秀, 总产能规模达12000吨, 位居国内第一、全球第二, 具有显著的规模优势。对于上游关键原材料稀土, 公司除参股赣州科力和江西南方稀土外, 并于2010年7月与五矿有色签署战略合作协议, 双方承诺: 在最优惠市场价格条件下, 五矿有色优先向中科三环提供镨钕、镝铁等稀有金属, 并确保原材料的稳定供应。

图表 14: 公司磁性材料概况

	公司简称	注册资本	持股 (%)	简介	年产能 (吨)
上游 稀土	赣州科力稀土	5000 万元	27	2001 年, 由中科三环、赣州虔东稀土金属冶炼有限公司和美国 MQI 公司出资建立, 主要生产稀土金属、稀土合金和稀土化合物。	稀土金属: 2000; 稀土化合物: 400
	江西南方稀土	-	8	2001 年参股, 主要生产稀土及其合金。	2500
烧结 钕铁硼	宁波科宁达	2150 万美元	75	成立于 1987 年, 产品下游以 VCM 为主。	5500
	宁波科宁达日丰	500 万美元	75	产品以 VCM 为主。	
中游 制备	天津三环乐喜	3553.7 万美元	66	成立于 1990 年, 产品以电机用磁体为主。	4000
	北京三环万克华	9019.71 万元	51	成立于 2005 年, 以风电、空调、消费电子为主。	1500
	肇庆三环京粤	7200 万元	65	成立于 1987 年, 产品以中低端为主。	500-600
	孟县京秀	2500 万元	98	成立于 2002 年, 以中低端为主, 拥有成本优势。	<500

粘结钕铁硼	上海爱普生器件	186601.68 万日元	70	成立于1995年，全球最大的计算机HDD用粘结磁体供应商。	1500
软磁铁氧体	南京金宁三环富士电气	32594.40万元	30.6	成立于2004年，由中科三环、日本富士电气株式会社、南京金宁电子集团有限公司等成立，产品为高档软磁铁氧体及铁氧体磁芯。	-

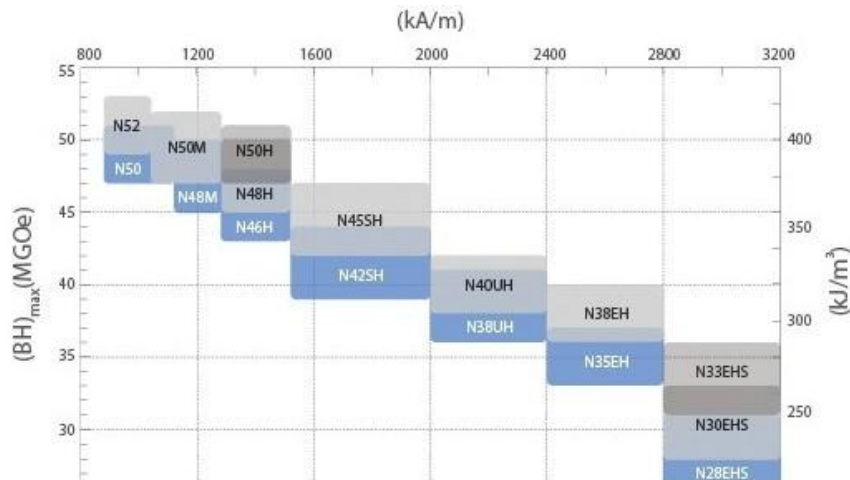
资料来源：公司网站与公告，中原证券

3.2 烧结钕铁硼规模与技术优势显著

公司烧结钕铁硼下属5家生产企业，合计年产规模达12000吨，位居国内第一、全球第二，规模优势显著。

钕铁硼的性能衡量指标主要包括最大磁能积、矫顽力和剩磁，而国家标准《烧结钕铁硼永磁材料》(GB/T13560-2009)将烧结钕铁硼永磁材料按内禀矫顽力的高低将其分为七大类。目前，公司烧结钕铁硼产品中磁能积最大的牌号为N52已经批量生产。同时准确把握市场需求，加大了在新能源领域的研发投入，对汽车电动马达要求使用标号为N50和N52系列产品，已具备相关生产条件，提前对新能源汽车市场进行布局。

图表 15：烧结钕铁硼产品及磁性能分布图



资料来源：公司网站，中原证券

为了提高磁体的耐蚀性和满足特定的表面状态要求，公司可根据下游客户需求对“SANMAG磁体”进行不同电镀表面处理，以满足不同领域的使用要求。

图表 16: 公司烧结钕铁硼电镀层及产品特点

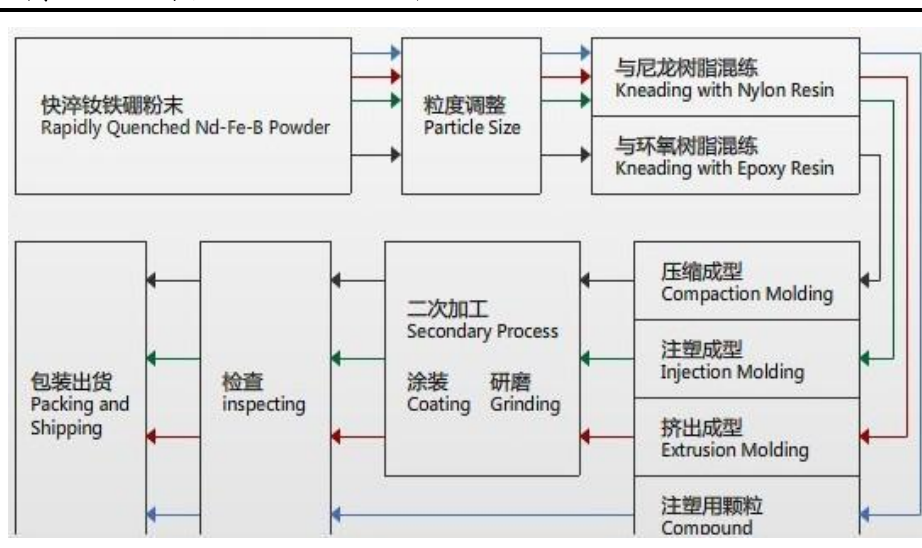
电镀层	产品特点
镍电镀层	耐腐蚀性强，具有突出的抗高温、高湿能力
锌电镀层	较强的耐腐蚀能力；抗盐雾试验能力较强
磷化层	表面洁净，具有一定的防锈能力
电泳层	耐腐蚀性能强；突出的抗盐雾能力，较强的抗高温、高湿能力
铝镀层	耐腐蚀性强，抗高温、高湿能力好，胶粘性能好

资料来源：公司网站，中原证券

3.3 粘结钕铁硼技术得天独厚

子公司上海爱普生器件有限公司专业从事粘结钕铁硼的研发与制备，目前年产能为1500吨。公司在粘结钕铁硼制备方面拥有成熟的制备工艺与技术，其成型工艺包括压缩成型、注塑成型、挤出成型等，其中挤出成型粘结钕铁硼为全球首次推出且是唯一制造商，该类粘结磁体具备出色特性：一是连续挤出成型使磁体延长度方向的尺寸、性能几乎无偏差，锥度可忽略不计；二是磁体可加工成长至1米以上，且一套模具能适应不同长度产品；三是与压缩成型磁体相比孔隙率低，耐腐蚀性好；四是与注射成型磁体相比树脂含量较低，产品具有更高磁性能。

图表 17: 公司粘结钕铁硼工艺流程



资料来源：公司网站，中原证券

3.4 公司业绩稳步增长

公司2009年和2010年营业收入同比增长分别为-24.68%和51.05%，净利润同比增长分别为-24.83%和181.11%。公司2009年营业收入和净利润下降主要是受国际金融危机影响，下游需求萎缩所致；2010年，营收高速增长主要受全球经济形势持续回暖带动下游需求增长所致。

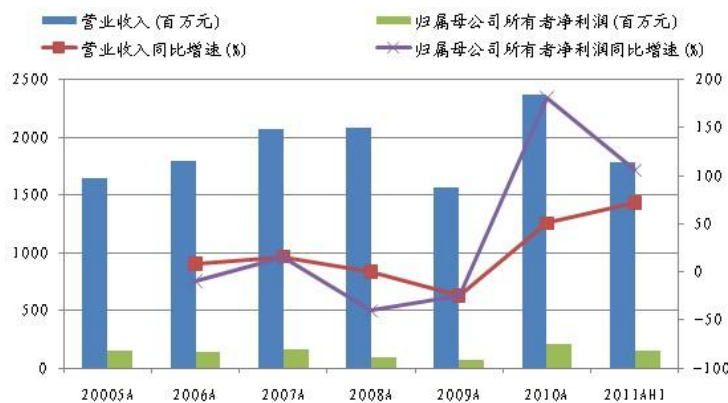
图表 18: 公司近年盈利与经营情况

	2008A	2009A	2010A	2011AH1	正海磁材(2010A)
营业收入(百万元)	2079.43	1566.18	2365.78	1780.90	671.08
净利润(百万元)	97.85	73.56	206.78	155.46	105.35
净资产收益率-加权(%)	8.16	5.91	14.44	10.02	37.29
资产负债率(%)	41.21	37.54	38.31	51.99	69.19
综合毛利率(%)	23.30	23.38	25.19	23.64	27.82
销售净利率(%)	6.68	5.52	10.21	10.75	15.70
期间费用率(%)	15.04	14.39	12.97	10.73	9.58
存货周转率(次)	3.32	3.10	3.33	1.43	3.75
应收账款周转率(次)	4.11	3.48	4.58	2.57	10.77

资料来源: Wind, 中原证券

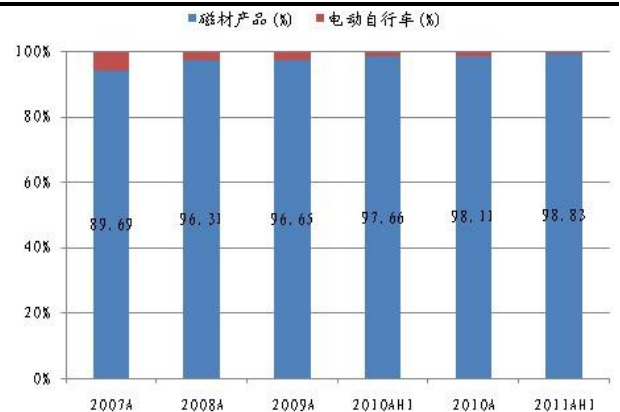
2011年上半年,公司实现营业收入17.81亿元,同比大幅增长72.07%;实现净利润1.55亿元,同比增长31.69%,上半年营收增长主要是上游原材料稀土价格上涨带动公司产品价格上涨所致,同时下游需求带动公司销量增长。磁材产品为公司主营产品,其营收占比呈逐年上升趋势,2011年上半年,磁材营收占比达98.83%。

图表 19: 2005-2011 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

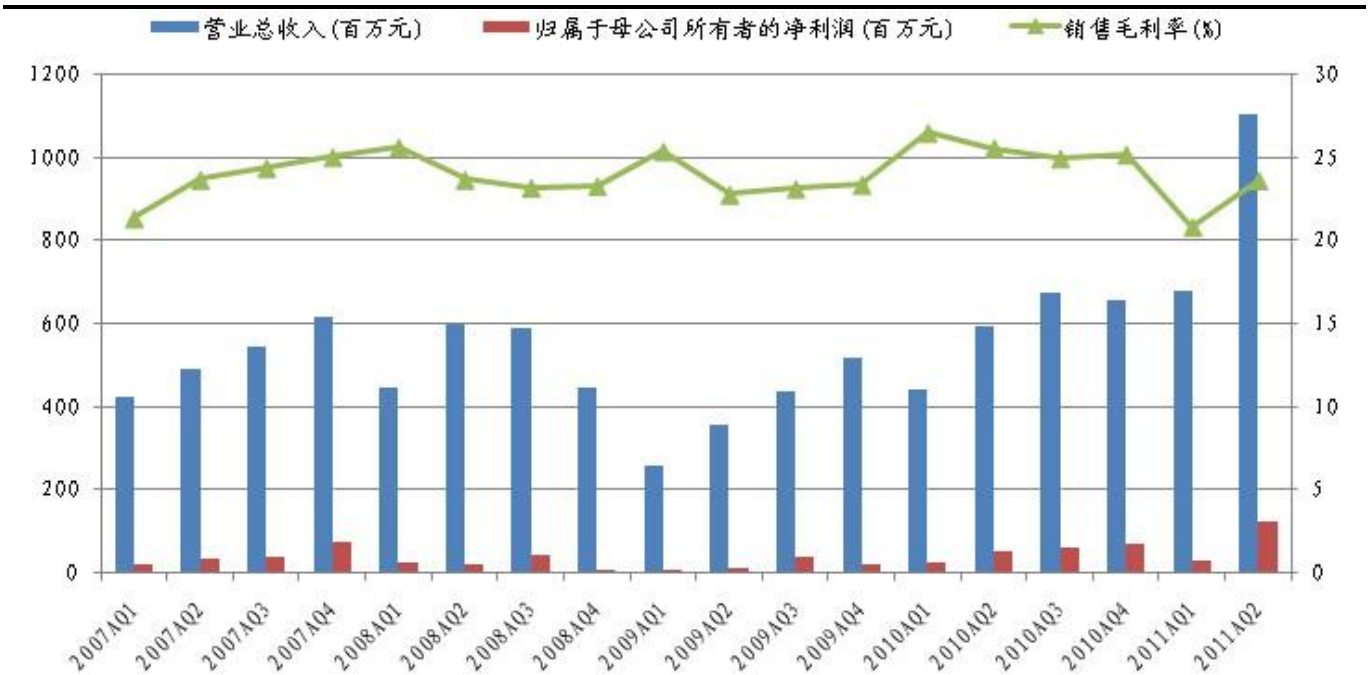
图表 20: 2007-2011 年公司营收构成(按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

公司主营产品钕铁硼下游需求如消费类电子等存在一定的季节性因素,一般而言,第一季度为销售淡季,第三、第四季度则为旺季。

图表 21: 2007-2011 年公司营收、净利润及销售毛利率(按季度)

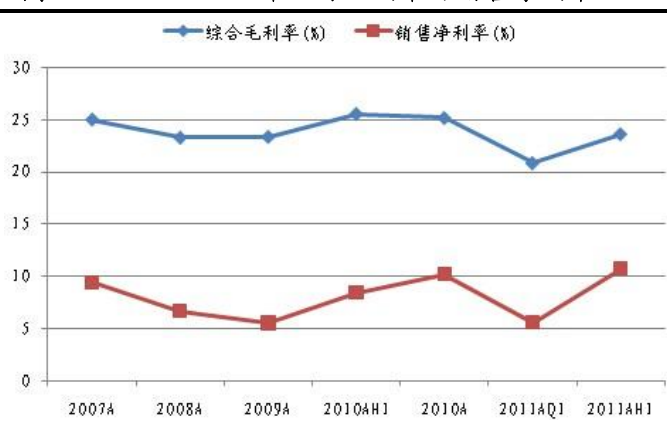


资料来源: Wind, 中原证券

3.5 公司具备较强成本转嫁能力

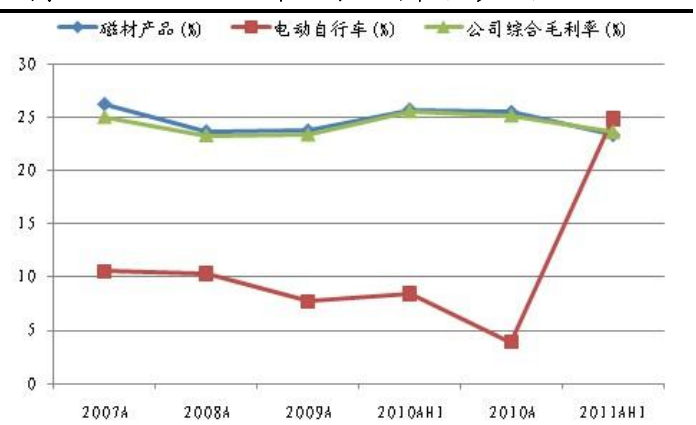
公司综合毛利率较为稳定, 长期稳定在25%左右。2011年一季度, 公司综合毛利率为20.84%, 创近四年来历史新低, 其主要原因是上游稀土原材料价格上涨, 公司从下游客户长期发展战略考虑, 产品价格上涨较为“温和”且具备一定滞后性所致; 二季度, 公司综合毛利率提升至23.64%, 结合钕铁硼行业的涨价预期和公司行业地位, 预计下半年毛利率将进一步提升, 并逐步至历史水平。

图表 22: 2007-2011 年公司毛利率与销售净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表 23: 2007-2010 年公司毛利率(按产品)



资料来源: Wind, 中原证券

与同类公司相比, 公司钕铁硼永磁材料毛利率处于中等水平, 主要是公司钕铁硼产品结构种类多, 下游涵盖高中低端不同应用领域。随着公司产品结构的逐步优化, 钕铁

硼永磁材料毛利率仍有上涨空间。

图表 24: 钕铁硼永磁材料毛利率(%) 比对

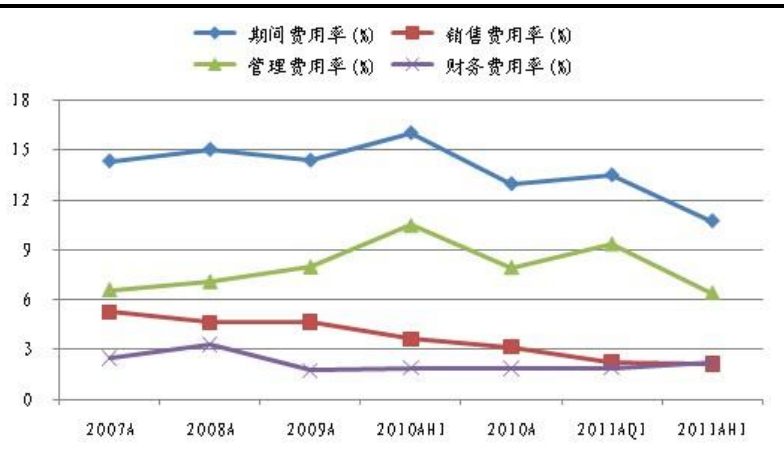
公司简称	2007A	2008A	2009A	2010AH1	2010A	2011AH1
中科三环	26.27	23.73	23.81	25.76	25.52	23.39
正海磁材		28.17	34.15	30.97	27.3	28.47
宁波韵升	29.42	26.46	31.24	35.37	29.75	22.83
银河磁体	29.84	31.53	30.46	31.15	29.06	27.58
太原刚玉	15.53	8.77	15.99	12.37	14.29	24.59

资料来源: Wind, 各公司公告, 中原证券

3.6 公司期间费用率逐步下降

2008年至今, 公司期间费用率稳中呈逐年下降趋势, 表明公司管理能力进一步增强。2011年上半年, 公司期间费用率为10.73%, 较去年同期下降5.13个百分点, 主要是销售费用率和管理费用率较去年同期分别下降1.52和4.51个百分点。具体至三项费用支出看: 销售费用和管理费用分别为3789万元和1139万元, 较去年同期分别略增0.31%和4.72%; 财务费用为3935万元, 同比大幅增长101.81%, 主要是公司资产负债率为51.99%, 较去年同期上升9.86个百分点, 同时因人民币升值造成汇兑损失。

图表 25: 2007-2011 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

3.7 关注非公开发行项目进展

2011年7月, 公司发布了非公开发行股票预案, 计划发行2700万股, 发行底价为22.48元/股, 募集资金净额为5.48亿元。此次非公开发行全部用于主营业务稀土钕铁硼永磁材料的生产扩建和技术改造, 下游市场定位于节能家电、新能源汽车、风力发电和信息产业等领域。项目实施后, 公司烧结钕铁硼毛坯年产规模将由12000吨增加到18000吨。

图表 26: 公司拟非公开发行募集资金投向

序号	项目名称	新增毛坯 产量(吨)	新增成品 产量(吨)	建设期 (年)	资金投入(万元)	
					总额	募集资金
1	北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技改扩产项目	新能源汽车: 800 节能家电: 1000	480 550	3	25079	23400
2	天津风力发电、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目	风电发电: 1600 节能家电: 600	1152 330	3	22749	15000
3	宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目	信息产业: 2000	1200	3	20013	20000
合计					67841	58400

资料来源: 公司公告, 中原证券

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 全球经济不出现大幅下滑; 2) 稀土价格不出现大幅波动, 保持在合理价位水平。

图表 27: 可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价(元, 10/10)	EPS (元)			PE(倍)		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
300127	银河磁体	25.30	0.41	0.44	0.69	61.71	57.50	36.67
300224	正海磁材	35.50	0.88	1.15	1.38	40.34	30.87	25.72
000970	中科三环	24.05	0.41	1.15	1.46	58.66	20.91	16.47
600366	宁波韵升	19.03	0.51	0.63	0.84	36.98	30.21	22.65
行业均值						49.42	34.87	25.38
000970	中科三环	24.05	0.41	1.15	1.46	58.66	20.91	16.47

资料来源: Wind, 中原证券

我们上调公司盈利, 预测2011年、2012年的每股收益分别为1.15元和1.46元, 按10月10日24.05元收盘价计算, 对应PE为20.91倍和16.47倍。目前估值水平较为合理, 结合公司地位与钕铁硼涨价预期, 维持公司“增持”投资评级。

5. 风险提示

公司面临的主要风险是: 1) 稀土价格大幅波动风险; 2) 电子元器件行业景气度持续低迷。

图表 28: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
	(百万)					(百万)			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1788.1	3334.0	4025.9	5088.4	营业收入	2365.8	5400.3	6561.5	7714.4
现金	340.6	540.0	656.1	1127.1	营业成本	1769.9	4036.6	4883.5	5739.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	3.4	8.1	9.8	11.6
应收票据	41.4	54.0	39.4	38.6	销售费用	74.9	113.4	131.2	154.3
应收款项	574.3	1272.6	1546.2	1817.9	管理费用	188.1	356.4	426.5	501.4
存货	711.1	1186.8	1435.7	1687.3	财务费用	43.9	32.3	23.8	2.5
其他	120.8	280.6	348.4	417.5	资产减值损失	7.6	109.8	133.3	156.7
非流动资产	1006.4	933.2	857.0	780.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	131.9	130.0	130.0	130.0	投资收益	3.0	8.0	8.0	10.0
固定资产	725.9	684.4	627.6	558.0	营业利润	281.0	751.7	961.3	1158.7
无形资产	59.8	56.8	54.0	51.3	营业外收入	15.5	15.0	15.0	15.0
其他	88.8	62.0	45.5	41.3	营业外支出	4.0	2.0	2.0	2.0
资产总计	2794.5	4267.2	4882.9	5869.0	利润总额	292.5	764.7	974.3	1171.7
流动负债	1040.6	1874.7	1676.8	1684.5	所得税	50.9	126.2	160.8	193.3
短期借款	503.5	676.2	239.6	0.0	净利润	241.6	638.5	813.6	978.4
应付帐款	404.0	807.3	976.7	1147.8	少数股东权益	34.8	54.3	73.2	88.1
预收帐款	15.7	46.1	57.7	69.2	归属母公司净利润	206.8	584.2	740.4	890.3
其他	117.3	345.1	402.9	467.5	BPS (元)	0.41	1.15	1.46	1.75
长期负债	30.1	30.1	30.1	30.1					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
其他	30.1	30.1	30.1	30.1		2010A	2011E	2012E	2013E
负债合计	1070.7	1904.9	1707.0	1714.7	每股指标				
股本	507.6	507.6	507.6	507.6	每股收益	0.41	1.15	1.46	1.75
资本公积金	137.3	137.3	137.3	137.3	每股经营现金	-0.29	0.40	0.23	0.93
未分配利润	696.5	1222.3	1888.6	2689.9	每股净资产	2.82	3.97	5.43	7.18
少数股东权益	292.2	346.4	419.7	507.7	增长率				
母公司所有者权益	1431.7	2015.9	2756.3	3646.6	营业收入增长率	51.1%	128.3%	21.5%	17.6%
负债及权益合计	2794.5	4267.2	4882.9	5869.0	营业利润增长率	204.7%	167.5%	27.9%	20.5%
					净利润增长率	181.1%	182.5%	26.7%	20.3%
					获利能力				
					毛利率	25.2%	25.3%	25.6%	25.6%
					净利率	8.7%	10.8%	11.3%	11.5%
					ROE	14.4%	29.0%	26.9%	24.4%
					ROIC	12.8%	22.5%	25.0%	26.4%
					偿债能力				
					资产负债率	25.1%	39.0%	29.1%	40.4%
					流动比率	1.72	1.78	2.40	3.02
					速动比率	1.04	1.15	1.54	2.02
					营运能力				
					资产周转率	0.91	1.53	1.43	1.43
					存货周转率	3.30	4.19	3.65	3.60
					应收帐款周转率	4.58	5.89	4.68	4.61
					估值比率				
					PE	58.66	20.90	16.49	13.71
					PB	8.53	6.06	4.43	3.35

资料来源: 公司公告, 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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。