

# 下游需求仍旺盛，业绩增长可期

## ——中科三环（000970）调研快报

2011年12月16日

推荐/首次

中科三环

调研快报

<b>林阳</b>	有色金属行业首席分析师	执业证书编号：S1480510120003
<b>李晨辉</b>	lich@dxzq.net.cn 010-66554028	

### 事件：

近日我对公司进行了实地调研,并针对公司业务的发展情况和经营的重点与公司副总裁、董秘等进行了交流。

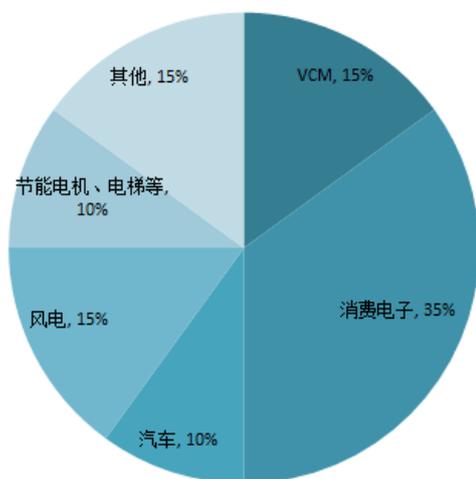
### 观点：

#### 1. 产能满负荷，VCM 需求大幅增长

中科三环是中国最大、全球第二大钕铁硼永磁材料制造商，目前拥有产能烧结钕铁硼 12000 吨，粘结钕铁硼 1500 吨，全球市场占有率约为 10%。公司产品主打中高端市场，70-80%是高端钕铁硼，70%以上产品出口，以欧美市场为主，其中烧结钕铁硼 60%以上外销、粘结钕铁硼 80%以上外销。今年以来受稀土价格上涨和全球经济放缓影响，下游风电和节能空调领域的需求有所下滑，行业平均开工率只有 30%左右。由于公司主要生产中高端产品，产品需求受市场影响较小，目前公司订单充足，主要子公司基本满产。

公司生产的粘结钕铁硼主要用于硬盘主轴马达，烧结钕铁硼主要用于磁盘驱动器音圈（VCM）。受泰国水灾影响，日本钕铁硼生产厂商在泰国的产能严重减少，部分订单被迫转移到中国。公司用于 VCM 的烧结钕铁硼产品出现了满负荷生产、供不应求的局面，预计全年将生产 450 万片。

图 1：公司主要产品结构



资料来源：公司公告，东兴证券

表 1：主要公司产能利用情况

子公司	主要产品	产能（吨）	计划新增产能（吨）	开工率
上海爱普生	粘结钕铁硼	1500		基本满产
天津乐喜	风电、空调、MRI、消费电子、汽车电机	4500	2200	基本满产
北京瓦克华	风电、空调、消费电子、汽车电机	1500	1800	基本满产
宁波科宁达	VCM、HDD、风电	5000	2000	基本满产
科宁达日丰	VCM			
肇庆京磁	低端钕铁硼	500		30%
孟县京秀	低端钕铁硼	400~500		30%

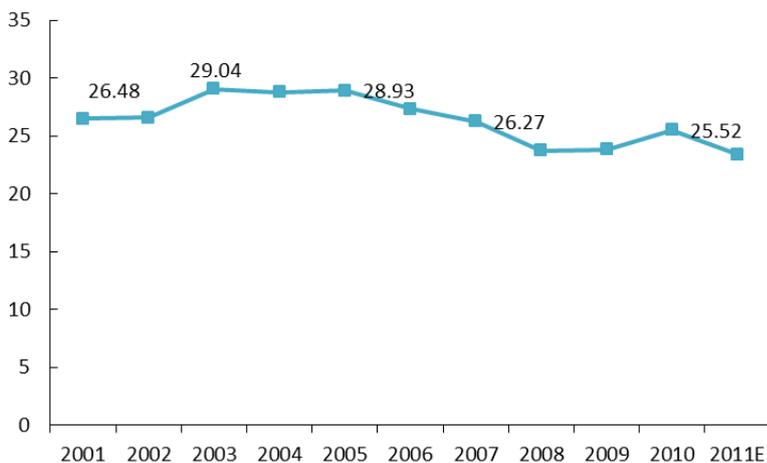
资料来源：公司资料，东兴证券

## 2. 与客户建立长期合作，产品毛利率稳定

公司与下游客户建立了长期稳定的合作，赢得了客户的信任，虽然上游原材料稀土价格的波动较大，但公司产品毛利率基本稳定在 20%~30% 之间（公司不同产品的毛利率不同）。稀土原材料占钕铁硼总成本的 60%~70%，其中轻稀土（30%）、重稀土（0~7%）。稀土价格剧烈变动对公司业绩影响较大，为此公司执行较为严格的库存管理制度以规避风险，目前公司稀土库存量保持在 2~3 月的水平，定期与下游客户协商终端产品价格，确保公司产品毛利率稳定。

公司生产的中高端产品，主要用于汽车电机、节能电梯、VCM 等领域，产品议价能力较强，毛利相对稳定。而应用于风电、玩具电机等低端领域的钕铁硼产品市场竞争激烈，产品毛利率较低，公司未来新增长产能将全部投向中高端领域。

图 2：2001—2011 年公司钕铁硼产品毛利率变化情况



资料来源：公开资料，东兴证券

## 3. 下游需求稳定增长，新能源汽车需求将成最大亮点

高性能钕铁硼永磁材料作为性能优良的稀土功能材料，广泛应用于新能源和节能环保领域，包括风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车、EPS 等和传统应用领域（VCM 及消费类电子产品）等。钕铁硼主要以剩磁、矫顽力、磁能体积等指标

来标识其性能，一般可以分为 N35、N40、N40、N50、N52、N56 等型号。高牌号的产品往往代表着更高的材料性能。公司 N48、N50 等产品已经实现规模化生产，技术水平在国内处于领先地位。

公司预计明年风电、节能电梯以及环保空调等领域的需求将保持 20% 的增长，而公司下游需求最大的亮点将来自于新能源汽车领域，包括混合动力汽车和纯电动汽车。以混合动力汽车为例，平均每台混合动力汽车需要 5kg 高性能钕铁硼永磁材料，按此估算到 2014 年，国内混合动力汽车行业对高性能钕铁硼的需求量将达到 7500 吨。目前国内新能源汽车尚处于产业化初期，主要依靠政府补贴和行业政策推进，而国外尤其是北美地区，混合动力汽车已经达到百万辆级的销量，公司非常看好海外新能源汽车市场，对其寄予厚望。

新能源汽车电机用的钕铁硼永磁材料性能要求较高，必须保持在高温条件下材料性能的稳定，因此汽车生产厂商会联合供货商展开产品的设计和试验。目前公司已经通过部分欧美汽车生产厂商的联合试验和认证，正为成为欧美主要汽车厂商的供货商做积极准备。

**表 2：高性能钕铁硼需求量预测（中国地区，单位：吨）**

下游应用领域	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>新能源和节能环保领域</b>					
风力发电	3250	4350	5400	6563	8000
节能电梯	1373	1646	2035	2491	3123
节能环保空调	762	1235	1902	2982	4660
新能源汽车	1000	2500	3750	5000	7500
EPS	917	1331	1850	2507	3548
<b>传统应用领域</b>					
VCM 电机	1250	1500	1750	2000	2270
消费电子	2200	2400	2650	2830	3050
<b>合计</b>	<b>10752</b>	<b>14962</b>	<b>19337</b>	<b>24373</b>	<b>32151</b>

资料来源：公开资料，东兴证券

#### 4. 全球专利到期，挑战与机遇并存

全球钕铁硼永磁基本成分专利由日本 NEOMAX 和美国麦格昆磁公司垄断。随着钕铁硼基本成分专利于 2014 年在全球范围内到期，国内钕铁硼生产企业将全面参与国际高端市场的竞争。专利保护到期意味着所有的生产企业都可以在全球范围内生产和销售钕铁硼永磁材料，中国钕铁硼生产企业凭借稀土资源优势，将在与国外厂商特别是日本生产企业的竞争中占据资源优势、成本优势。但是这也意味着作为行业龙头的中科三环将面临更为激烈的竞争，此前国内只有中科三环、宁波韵升、安泰科技等少数企业获得了向专利地区销售钕铁硼的授权，而专利过期意味着所有的国内生产企业都可以向欧美等专利地区出口钕铁硼，这将对公司的海外出口业务造成较大的压力。但我们相信，作为国内技术实力最强和产能规模最大的生产企业，中科三环有能力应对未来的挑战。

#### 结论：

公司利用自身技术优势，积极开拓烧结钕铁硼在新能源汽车、信息产业等中高端领域的应用，计划新增 6000 吨烧结钕铁硼产能，具备较好的稳定增长趋势，预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为：1.34 元、1.59 元、1.89 元，对应的动态 PE 分别为 14、12、10 倍，首次给予公司“推荐”投资评级。

**风险提示:**

- 1) 稀土价格大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司新增产能项目进展低于预期

**表 3: 盈利预测及关键指标**

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,365.78	4,455.00	5,445.00	6,435.00
(+/-)%	51.05%	88.31%	22.22%	18.18%
经营利润 (EBIT)	408.97	1,046.53	1,257.25	1,467.96
(+/-)%	100.59%	155.90%	20.13%	16.76%
净利润	206.78	793.51	938.17	1,117.60
(+/-)%	181.11%	283.75%	18.23%	19.13%
每股净收益 (元)	0.410	1.345	1.590	1.894

资料来源: 东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	2,365.78	4,455.00	88.31%	5,445.00	22.22%	6,435.00	18.18%
营业成本	1,769.91	3,010.50	70.09%	3,679.50	22.22%	4,348.50	18.18%
营业费用	74.90	138.11	84.40%	168.80	22.22%	199.49	18.18%
管理费用	188.12	351.95	87.08%	430.16	22.22%	508.37	18.18%
财务费用	43.86	32.71	-25.40%	39.70	21.36%	32.64	-17.78%
投资收益	3.01	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	281.00	915.50	225.80%	1,119.23	22.25%	1,337.00	19.46%
利润总额	292.48	970.50	231.81%	1,146.23	18.11%	1,364.00	19.00%
所得税	50.90	164.98	224.15%	194.86	18.11%	231.88	19.00%
净利润	241.59	805.51	233.43%	951.37	18.11%	1,132.12	19.00%
归属母公司所有者的净利润	206.78	793.51	283.75%	938.17	18.23%	1,117.60	19.13%
NOPLAT	268.32	787.02	193.31%	961.91	22.22%	1,136.80	18.18%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	340.59	623.70	83.12%	762.30	22.22%	900.90	18.18%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	570.21	1,066.15	86.97%	1,303.07	22.22%	1,539.99	18.18%
预付款项	101.98	162.19	59.04%	235.78	45.37%	322.75	36.89%
存货	711.11	1,179.46	65.86%	1,441.56	22.22%	1,703.66	18.18%
流动资产合计	1,788.14	3,133.20	75.22%	3,862.84	23.29%	4,605.86	19.24%
非流动资产	1,006.39	906.66	-9.91%	808.34	-10.84%	710.02	-12.16%
资产总计	2,794.53	4,039.86	44.56%	4,671.18	15.63%	5,315.88	13.80%
短期借款	503.53	908.38	80.40%	877.01	-3.45%	765.52	-12.71%
应付帐款	404.01	676.33	67.40%	826.63	22.22%	976.92	18.18%
预收款项	15.72	26.86	70.85%	40.47	50.69%	56.56	39.75%
流动负债合计	1,040.57	1,794.80	72.48%	1,943.84	8.30%	2,015.22	3.67%
非流动负债	30.11	30.04	-0.23%	30.04	0.00%	30.04	0.00%
少数股东权益	292.16	304.16	4.11%	317.36	4.34%	331.88	4.58%
母公司股东权益	1,431.69	1,910.86	33.47%	2,379.94	24.55%	2,938.74	23.48%
净营运资本	747.57	1,338.40	79.03%	1,919.00	43.38%	2,590.64	35.00%
投入资本 IC	1,755.79	2,368.70	34.91%	2,681.02	13.19%	3,135.24	16.94%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	241.59	805.51	233.43%	951.37	18.11%	1,132.12	19.00%
折旧摊销	84.11	0.00	N/A	98.32	N/A	98.32	0.00%
净营运资金增加	206.88	590.83	185.59%	580.60	-1.73%	671.64	15.68%
经营活动产生现金流	6.21	228.03	3570.30%	678.75	197.65%	841.54	23.98%

投资活动产生现金流	(91.96)	0.85	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	(60.12)	54.23	N/A	(540.15)	N/A	(702.94)	N/A
现金净增(减)	(145.86)	283.11	N/A	138.60	-51.04%	138.60	0.00%

## 分析师简介

---

### 林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

## 联系人简介

---

### 李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。