

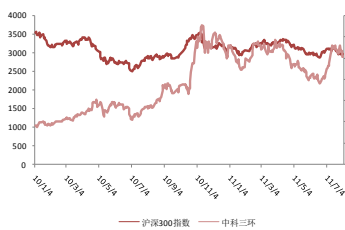
公司评价

谨慎推荐（首次）

发行基本情况

截止日期	2011-8-3
收盘价	25.4 元
总股本	50760 万股
上市流通股	50760 万股
流通受限股	0 万股

公司股价走势图



相关报告

《央企难独大，南方稀土“一大两小”格局已现雏形》

2011-06-15

《小金属把握政策导向，铜板块关注超跌反弹——2011年有色金属行业中期投资策略》

2011-06-27

研发部

何阳阳<sup>1</sup>

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

受益低碳环保 公司业绩成长可期

——中科三环（000970）研究报告

摘要：

● **磁性材料龙头，产业链条完整。**公司是我国最大、全球第二大的钕铁硼永磁材料生产企业，且其生产的钕铁硼磁体主要应用于 VCM，节能变频，风力发电，新能源汽车等高端应用领域，其产品更是远销世界各地。更重要的是，公司这些年积极进行产业链的拓展和延伸，除了参股两家上游原料企业并与五矿有色强强联手以外，公司还在下游控股南京大陆鸽科技股份有限公司，生产由钕铁硼稀土永磁电机驱动的绿色环保电动自行车。目前公司已经基本具备了相对完整的产业链，而且随着稀土产业整合加剧和新能源汽车行业的发展，我们认为公司产业链还将得到进一步延伸。

● **产品结构优化，成本转嫁能力强。**目前我国大多数磁性材料生产企业都是以生产磁能积在 45 以下的中低端钕铁硼产品为主，且主要核心专利和技术还都掌握在发达国家手中。但公司近些年通过努力已经成功进入钕铁硼高端领域，目前公司已能够生产牌号为 N52 的高端钕铁硼，并能批量生产 VCM、节能电机等所用的高性能钕铁硼。此外，在公司 5 家烧结钕铁硼生产企业中有 3 家企业都是生产高端钕铁硼。目前公司已经形成了以高端品为主，以中低端品为辅的产业布局，与其他公司相比，公司将具备更强的议价能力和成本转嫁能力。

● **布局高端化，谋求新篇章。**为了提前布局新兴领域，抢占高端市场，公司本次非公募项目主要用于节能家电、新能源汽车、风力发电、信息产业等领域。其中，北京中关村昌平园主要建设节能家电项目和新能源汽车项目，天津三环乐喜主要建设节能家电项目和风力发电项目，宁波科宁达主要建设信息产业项目。预计项目将在 2014 年建成投产，届时公司的烧结钕铁硼磁体毛坯产能由 12,000 吨/年增加到 18,000 吨/年，产能提高 50%。这不仅能有效缓解目前公司产品供不应求的局面，还能进一步提高产品质量，保持公司在稀土永磁材料领域的领先地位。而且伴随着高端钕铁硼行业的发展，新建项目的投产也将打开公司业绩长期成长空间。

● **给予中科三环“谨慎推荐”评级。**经过测算，我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为：0.71 元，0.83 元，0.97 元，对应 PE 分别为：36X，31X，26X。从估值上看，2011 年中科三环 36 倍的动态市盈率低于行业平均 46 倍的市盈率，目前公司的估值处于中等偏低水平。更重要的是，近几年公司毛利率一直维持 20% 以上，盈利能力相当稳定。考虑到高端钕铁硼行业未来巨大的成长空间，公司日益高端化的产品结构，较强的成本转嫁能力以及在磁性材料领域的龙头地位，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

● **风险提示：**1、稀土价格大幅上涨导致成本上升；2、钕铁硼价格大幅下跌；3、下游需求出现萎缩导致公司产销量下滑；4、公司新建项目不如预期。

<sup>1</sup> 报告贡献人：罗柏言

## 目 录

1. 磁性材料龙头 产品结构高端化.....	4
1.1 公司基本情况及股权结构介绍.....	4
1.2 积极拓展 延伸产业链.....	5
1.3 技术优势明显 产品结构日趋优化.....	6
1.4 布局高端化 谋求新篇章.....	7
1.5 盈利水平稳定 成本转嫁能力强.....	8
2. 受益低碳环保 高端钕铁硼行业成长可期.....	10
2.1 直驱式风电继续为钕铁硼市场提供坚强支撑.....	10
2.2 受益节能变频潮流 钕铁硼市场成长可期.....	10
2.3 新能源汽车将成钕铁硼市场的主要增长点.....	11
3. 盈利预测与估值.....	13
3.1 产品价格、销量和毛利率假设.....	13
3.2 公司估值分析.....	14
3.3 公司财务报表预测.....	15

## 图表目录

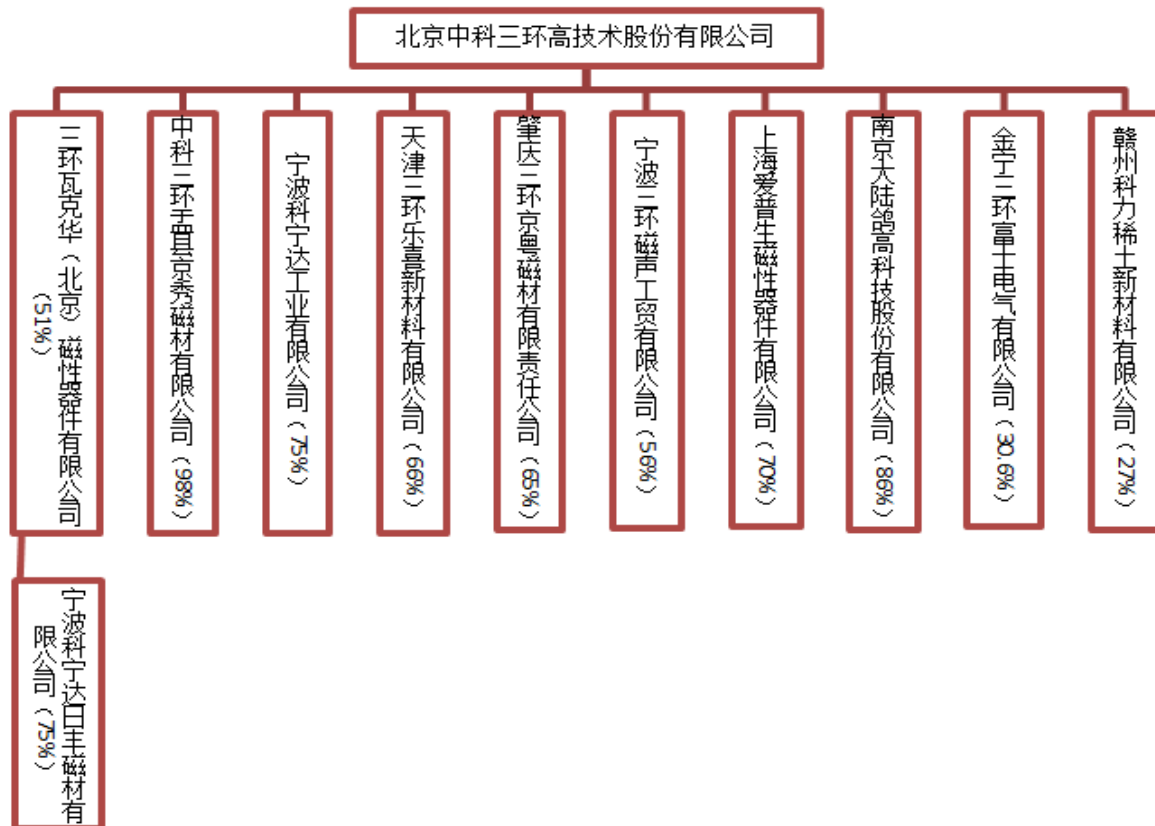
图表 1: 公司组织结构架构图.....	4
图表 2: 公司与实际控制人产权及控制关系图 .....	5
图表 3: 公司股东结构.....	5
图表 4: 公司上下游产业链布局.....	6
图表 5: 钕铁硼消费领域分布.....	6
图表 6: 全球高性能钕铁硼产量分布 .....	6
图表 7: 公司烧结磁体生产流程.....	7
图表 8: 公司烧结磁体磁性能分布图 .....	7
图表 9: 公司新建项目产能分布.....	8
图表 10: 公司收入结构变化情况 .....	9
图表 11: 公司利润结构变化情况 .....	9
图表 12: 公司收入、利润和毛利变化情况.....	9
图表 13: 公司三费和负债变化情况.....	9
图表 14: 磁性材料类公司毛利率比较 .....	9
图表 15: 中国新增风电装机容量预测 .....	10
图表 16: 中国新增直驱永磁电机台数预测.....	10
图表 17: 中国空调单月产量和当月同比增速.....	11
图表 18: 变频空调对钕铁硼需求量预测.....	11
图表 19: 全球主要国家新能源汽车产销目标.....	12
图表 20: 中国混合动力汽车产量 .....	12
图表 21: 混合动力汽车对钕铁硼的需求量预测.....	12
图表 22: 主要产品价格、销量和毛利率假设.....	13
图表 23: 可比上市公司估值水平比较 .....	14
图表 24: 公司财务报表预测 .....	15

## 1. 磁性材料龙头 产品结构高端化

### 1.1 公司基本情况及股权结构介绍

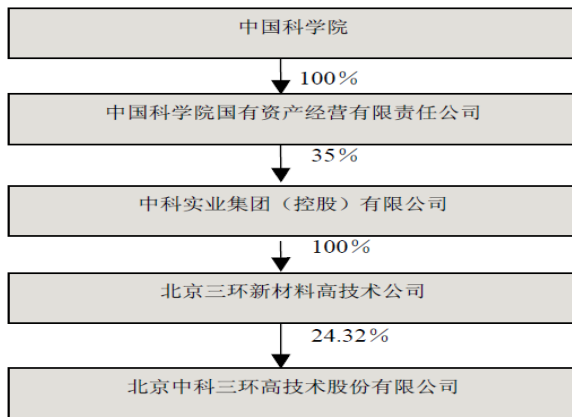
北京中科三环高技术股份有限公司于 2000 年 4 月在深圳交易所上市，公司主要从事稀土永磁和新型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售，以烧结钕铁硼磁体、粘结钕铁硼磁体、软磁铁氧体和电动自行车为主要产品。且产品主要用于高端应用领域，比如：计算机硬盘驱动、光盘驱动器、汽车电机及核磁共振成像仪。公司共拥有五家烧结钕铁硼稀土永磁生产企业——宁波科宁达、天津三环乐喜（与台全金属合作）、三环瓦克华（北京）（与德国真空熔炼有限公司合作）、肇庆三环京粤和孟县京秀；一家粘结钕铁硼稀土永磁生产企业——上海爱普生磁性器件（与日本精工爱普生株式会社合作）和一家软磁铁氧体生产企业——南京金宁三环富士电气（与日本富士电气株式会社和南京金宁电子集团合作）。而且公司有 NEOMAX 和麦格昆磁的钕铁硼专利许可，其专利产品通过北京中科三环国际贸易公司以“SANMAG”商标远销世界各地。更重要的是，公司这些年积极进行产业链的拓展和延伸。公司除了参股两家上游原料企业，确保了稀土原材料的稳定供应以外，还在下游产业控股南京大陆鸽高科技股份有限公司，生产由钕铁硼稀土永磁电机驱动的绿色环保电动自行车。从技术和生产规模上来看，公司是我国最大、全球第二大的钕铁硼永磁材料生产企业。

图表 1：公司组织结构架构图



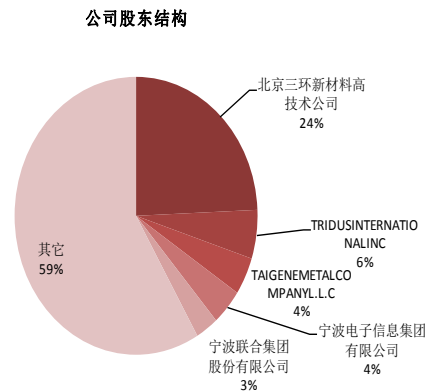
数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 2：公司与实际控制人产权及控制关系图



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 3：公司股东结构



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

目前北京三环新材料高技术公司，TRIDUSINTERNATIONAL INC，TAIGENMETALCOMPANY L.L.C，宁波电子信息集团有限公司，宁波联合集团股份有限公司分别持有公司 24.32%，5.64%，4.35%，3.97%，3.03%的股权，其中北京三环新材料高技术公司是公司的控股股东。

## 1.2 积极拓展 延伸产业链

作为稀土磁性材料深加工企业，尽管公司具备很强的议价能力和成本转嫁能力，但上游原材料的短缺和价格的剧烈波动依旧会对公司造成不利影响，为了尽可能的解决资源瓶颈，稳定上游原材料供给，公司曾于 2001 年在参股江西南方稀土高技术股份有限公司的同时，又与赣州虔东稀土金属冶炼有限公司，美国 MQI 公司三家共同出资组建了赣州科力稀土新材料有限公司。2010 年 7 月，公司更是与国内最大的中重稀土生产和经营企业五矿有色签署了《战略合作框架协议》，而且双方承诺，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、镝铁等稀土金属，并确保原料的稳定供应，中科三环优先向五矿有色采购上述镨钕金属、镝铁等生产稀土磁性材料所必须的原料。此外，公司通过多次收购已经持有大陆鸽 86%的股权，成为南京大陆鸽高科技股份有限公司的控股股东，公司此举不仅成功拓展了下游领域，而且还可以直接生产有钕铁硼稀土永磁电机驱动的绿色环保电动自行车。目前公司已经基本具备了相对完整的产业链，而随着稀土产业整合加剧和电动汽车、电动自行车领域的发展，我们认为公司产业链将得到进一步延伸。

图表 4: 公司上下游产业链布局

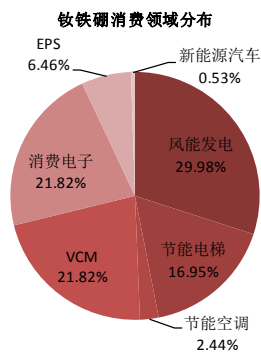


数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

### 1.3 技术优势明显 产品结构日趋优化

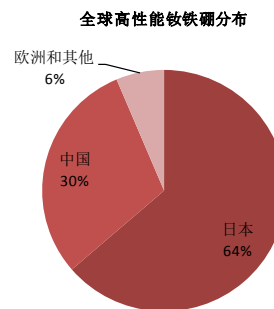
目前我国大多数磁性材料生产企业都是以生产磁能积在 45 以下的中低端钕铁硼产品为主，真正能大规模生产高端钕铁硼的企业并不多，而且主要核心专利和技术还都掌握在发达国家手中。目前中低端钕铁硼主要用于电动自行车电机，音响磁头，传统消费类电子，电动玩具等。而高性能钕铁硼则主要用于新能源动力汽车，信息技术，高端军工产品，计算机驱动器电机（VCM），汽车助力转向系统，核磁共振仪，风力发电用永磁直驱电机和节能变频家电等领域。在高性能钕铁硼领域，日本拥有明显的技术和产量优势。目前，日本高性能钕铁硼永磁材料不仅技术领先，产量也最大，其 2009 年产量占全球产量的比重达 63.7%，而我国居第二位，占 29.9%。两者产量超过全球总产量的 90%。

图表 5: 钕铁硼消费领域分布



数据来源: 中电元协磁材分会 中邮证券研发部

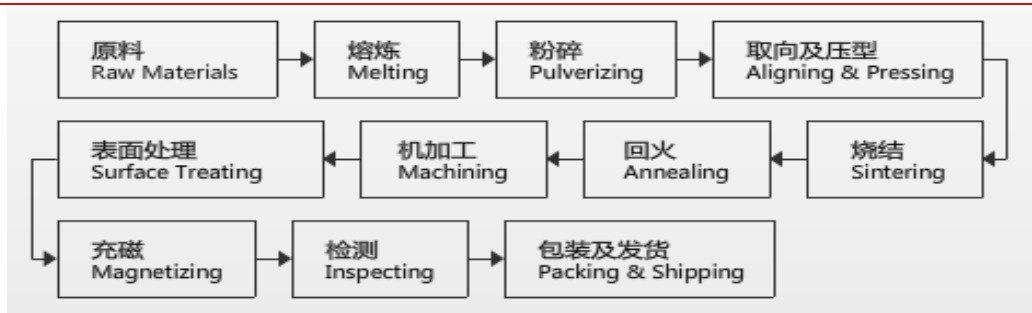
图表 6: 全球高性能钕铁硼产量分布



数据来源: 中电元协磁材分会 中邮证券研发部

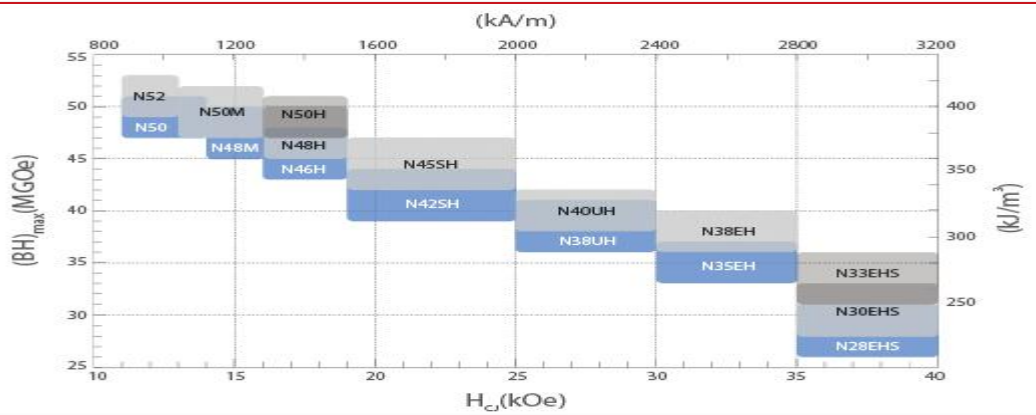
而公司作为中国磁性材料龙头企业，近些年通过引进专利，寻求合作和加大研发投入等方式已经成功进入钕铁硼高端领域，目前公司已能够生产牌号为 N52 的高端钕铁硼，并能批量生产 VCM、节能电机等所用的高性能钕铁硼。此外，公司 5 家生产烧结钕铁硼的企业中除了中科三环孟县竞秀磁材有限公司和肇庆三环京粤磁材有限公司是生产中低断钕铁硼之外，其他三家全部为高端钕铁硼生产企业。我们认为目前公司已经形成了以高端品为主，以中低端品为辅的产业布局，这就意味着与其他公司相比，公司具备更强的议价能力和成本转嫁能力。

图表 7：公司烧结磁体生产流程



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

图表 8：公司烧结磁体磁性能分布图



数据来源：公司公告 中邮证券研发部

### 1.4 布局高端化 谋求新篇章

为了能够布局新兴领域，抢占高端市场，公司本次非公开发行所募集的资金全部用于公司的主营业务稀土永磁材料的生产扩建和技术改造工程，应用方向主要为节能家电、新能源汽车、风力发电、信息产业等领域。其中，北京中关村昌平园主要建设节能家电项目（毛坯 1000 吨，成品 800 吨）和新能源汽车项目（毛坯 550 吨，成品 480

吨), 天津三环乐喜主要建设节能家电项目(毛坯 600 吨, 成品 300 吨)和风力发电项目(毛坯 1600 吨, 成品 1152 吨), 宁波科宁达主要建设信息产业项目(毛坯 2000 吨, 成品 1200 吨)。非公开募投项目建成投产后, 将使公司的烧结钕铁硼磁体毛坯产能由 12,000 吨/年增加到 18,000 吨/年, 产能提高 50%, 这不仅能有效缓解目前公司产品供不应求的局面, 还能进一步提高产品质量, 保持公司在稀土永磁材料领域的领先地位。

由于钕铁硼磁体逐步替代其他磁性材料而成为主流磁性材料并且其应用领域也不断扩展, 目前钕铁硼磁体除了广泛应用于电子信息、汽车工业、医疗设备、能源交通等众多传统高技术领域外, 在风力发电、电动汽车、节能家电、工业电机等很多新兴节能、低碳经济领域, 钕铁硼永磁材料已经显示出极强的发展前景和巨大的市场潜力。在“节能、环保”的大背景及国家政策的鼓励下, 风力发电、新能源汽车及节能家电等行业未来将迅猛发展, 这也将直接拉动钕铁硼永磁行业的需求。而公司作为中国最大、全球第二大钕铁硼永磁材料生产企业, 必将直接受益于钕铁硼永磁行业的增长。我们认为, 公司提前布局, 抢占行业制高点具备很强的战略意义, 而新建项目的投产也将打开公司业绩长期成长空间。

图表 9: 公司新建项目产能分布

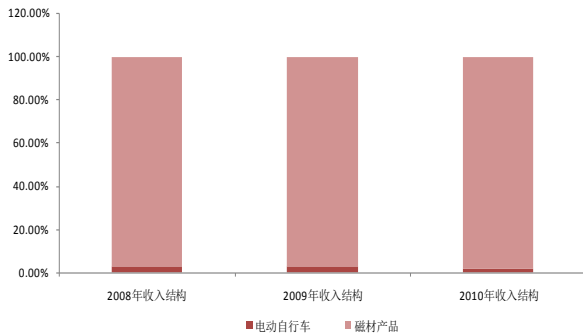
	北京中关村昌平园		天津三环乐喜		宁波科宁达
	节能家电	新能源汽车	节能家电	风力发电	信息产业
毛坯(吨)	1000	550	600	1600	2000
成品(吨)	800	480	300	1152	1200

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

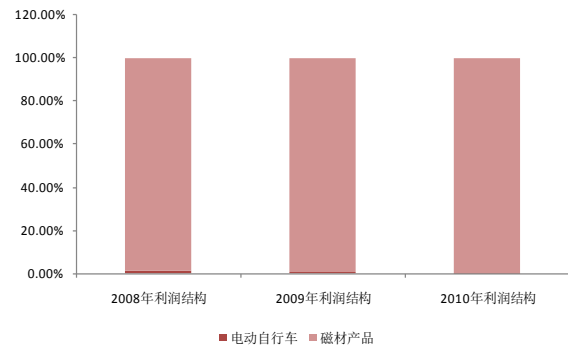
### 1.5 盈利水平稳定 成本转嫁能力强

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。从公司的业务构成来看, 近三年磁性材料创造收入分别占 97.24%, 97.46%, 98.57%, 磁性材料创造利润分别占 98.78%, 99.16%, 99.78%, 磁性材料在公司的业务构成中呈现出明显的上升趋势。而且由于公司主要生产高端磁性材料, 且具备很强的议价能力和成本转嫁能力, 所以公司产品毛利率一直相对稳定且处于行业较高水平。尽管由于成本传导具有时滞性, 一季度公司产品价格上涨幅度小于稀土价格的上涨, 从而使得公司产品毛利率从去年的 25.19% 下滑至今年一季度的 20.84%。但一季度以后, 为了应付稀土价格的暴涨, 钕铁硼价格也由之前的季度定价调整为根据市场定价, 钕铁硼价格也跟随稀土出现了大幅上涨, 涨幅甚至超出同期稀土涨幅。考虑到下游需求旺盛, 公司订单饱满, 而公司产品有具备高附加值和很强的议价能力, 预计从二季度开始, 公司的盈利能力会快速恢复。

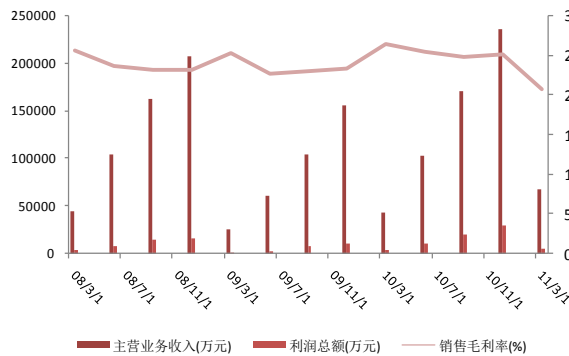


**图表 10: 公司收入结构变化情况**


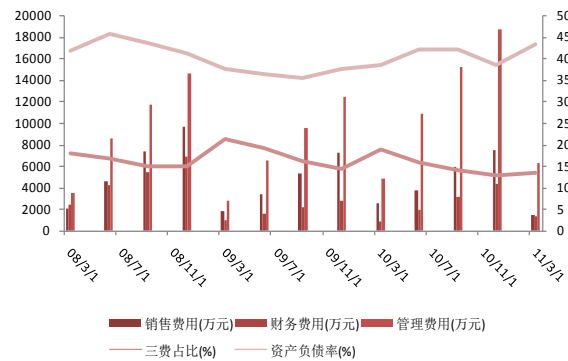
数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

**图表 11: 公司利润结构变化情况**


数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

**图表 12: 公司收入、利润和毛利变化情况**


数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

**图表 13: 公司三费和负债变化情况**


数据来源: WIND 资讯 中邮证券研发部

**图表 14: 磁性材料类公司毛利率比较**

	2008 年毛利率	2009 年毛利率	2010 年毛利率	2011 年一季度毛利率
宁波韵升	16.93%	29.08%	27.24%	24.09%
横店东磁	25.87%	27.95%	24.50%	20.08%
安泰科技	15.41%	13.82%	16.53%	17.02%
天通股份	8.61%	1.58%	25.48%	21.98%
太原刚玉	6.39%	15.48%	15.03%	20.95%
银河磁体	31.53%	30.46%	29.06%	25.37%
平均值	17.46%	19.73%	22.97%	21.58%
中科三环	23.30%	23.38%	25.19%	20.84%

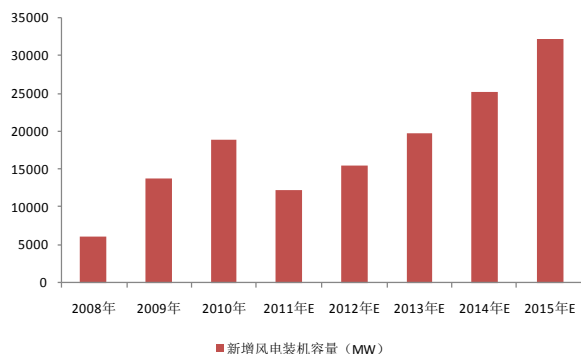
数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

## 2. 受益低碳环保 高端钕铁硼行业成长可期

### 2.1 直驱式风电继续为钕铁硼市场提供坚强支撑

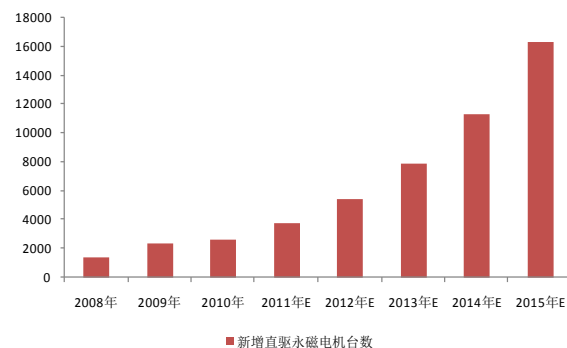
公司公告中提到，目前风电机组主要有双馈式和直驱永磁式两种。其中，双馈式机型技术成熟，是目前风电技术的主流机型。直驱永磁式风电机组是近几年刚刚发展起来的技术，由于具有效率高、寿命长、稳定性高、结构简单等一系列优点，已经成为今后风电技术的发展方向。而政府为了改善能源结构、对风电也给予了有力支持。根据全球风能理事会的统计，全球的风力发电产业正在高速增长，过去 10 年平均年增长率达 28%，从 2005 年开始，中国的风电总装机连续 5 年实现翻番。2010 年，全国风电新增装机容量 1,600 万千瓦，总累计装机容量达到 4,182.7 万千瓦，比上年增长约 62%，首次超过美国，跃居世界第一。按照我们的统计，2010 年我国直驱永磁电机的装机容量为 3735MW，装机台数为 2648 台，约占新增装机容量的 19.73%，全年需求钕铁硼为 3178 吨。随着节能环保的持续推进，我国风电装机容量将继续维持高速增长。按照我们的预测，截至 2015 年我国风电装机总容量为 1.5 亿千瓦，而随着直驱永磁电机的推广，至 2015 年我国直驱永磁电机占比将达到 31% 左右。直驱永磁式风电装机容量的继续稳定增长，将对稀土永磁行业起到巨大支撑作用，并极大拓展公司风力发电用钕铁硼的应用空间。

图表 15: 中国新增风电装机容量预测



数据来源: 中邮证券研发部

图表 16: 中国新增直驱永磁电机台数预测



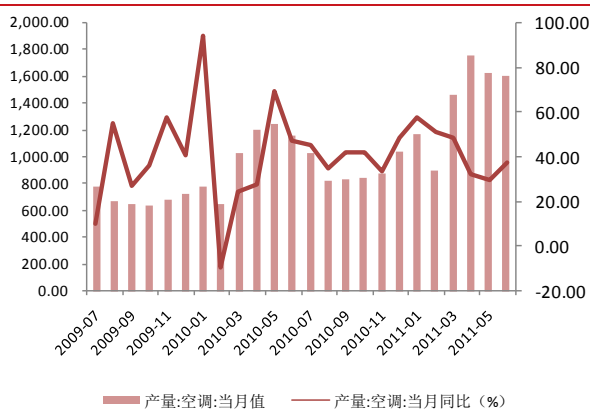
数据来源: 中邮证券研发部

### 2.2 受益节能变频潮流 钕铁硼市场成长可期

随着政策的鼓励，空调市场的消费升级，节能降耗的持续推进和环保意识的增强，变频空调呈现出快速增长势头，其在空调中的占比也逐步提高。以空调为例，传统的“定频空调器”压缩机依靠其不断地“开、停”来调整室内温度，其一开一停之间容易造成室温忽冷忽热，并消耗较多电能。而运用了变频控制技术的变频空调，可根据环境

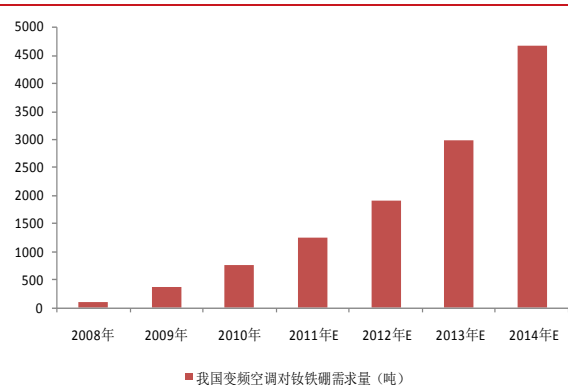
温度自动选择制热、制冷和除湿运转方式，使居室在短时间内迅速达到所需要的温度，并在低转速、低能耗状态下以较小的温差波动，实现了快速、节能和舒适控温效果。变频空调在发达国家普及程度非常高。公司公告中提到，日本变频空调占其空调总量的比率已高达 97%，法国变频空调普及率也高达 90%左右，西班牙为 45%、意大利为 40%。2010 年，我国空调产量突破 1 亿台。其中，变频空调机产量约 2,400 万台，变频空调中稀土永磁变频电机占 50%左右（其余为铁氧体永磁电机）。继变频空调推出后，市场上也陆续出现了变频洗衣机、变频冰箱、变频微波炉等新型节能家电产品。随着节能环保的推进和市场的消费升级，稀土永磁变频家电数量将大幅度提高。而节能家电产业未来的持续发展，也必将带动钕铁硼市场的高速增长。

图表 17: 中国空调单月产量和当月同比增速



数据来源: 中邮证券研发部

图表 18: 变频空调对钕铁硼需求量预测



数据来源: 江海磁材公告 中邮证券研发部

### 2.3 新能源汽车将成钕铁硼市场的主要增长点

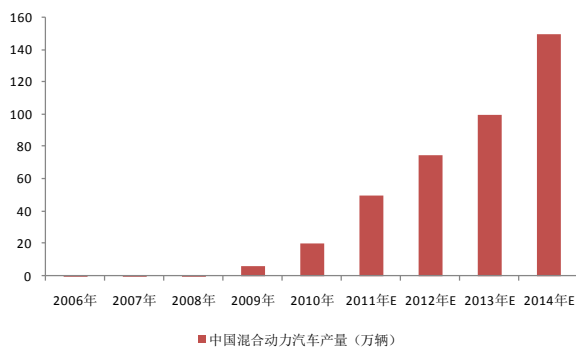
新能源汽车包括：混合动力汽车（HEV）、纯电动汽车（BEV）、燃料电池汽车（FCEV）、氢发动机汽车以及燃气汽车、醇醚汽车等等。迄今为止，已由美国、中国、德国、日本、韩国、法国、英国等多个国家提出了自己的新能源汽车发展目标，其中中国更是显得雄心勃勃。根据中国新能源汽车的相关规划，2015 年我国新能源汽车保有量要达到 150 万辆，其中插电式混合动力和全电动要达到 50 万辆，中重混合动力要达到 100 万辆，而到 2020 年产销总量更是要达到 500 万辆。而根据我们的判断：随着交通运输占原油消费消费比重的提升以及环保和大气污染问题的日益突出，世界现有原油储量难以满足传统动力汽车继续维持高增长势头，现阶段传统动力汽车正站在交叉路口面临方向性选择，大力发展新能源汽车是历史发展的必然趋势。

图表 19: 全球主要国家新能源汽车产销目标

国家	规划时限	新能源车产销目标	新能源车范畴	最新销量数据
美国	2015 年	100 万辆 (保有量)	插电式混合动力, 增程型电动车,	2011 年第一季度美国市场共售出了 7.85 万辆混合动力和电动车
中国	2015 年 2020 年	150 万辆 (保有量) 500 万辆 (产销总量)	插电式混合动力+纯电动 (50 万), 中、重混 (100 万) 插电式混合动力汽车、纯电动车、氢燃料电池汽车等	2010 年 1-11 月我国新能源汽车销量约为 1.3 万辆
日本	2020 年 2030 年	200 万辆 (年销量) 年销量 70%	电动车 (80 万), 混合动力 (120 万) 不详	2009 财年混合动力与电动车共约 22 万辆
德国	2020 年 2030 年	100 万辆 (保有量) 500 万辆 (保有量)	电动车	暂无
英国	2015 年	24 万辆 (保有量)	电动车	2009 年 2 万辆电动车
法国	2020 年前	200 万辆 (累计产量) 120 万辆 (产量, 10%世界电动车市场)	清洁能源汽车	2010 年电动车保有量几千辆
韩国	2015 年 2020 年	小型电动车普及率 10%	电动车 电动车	暂无

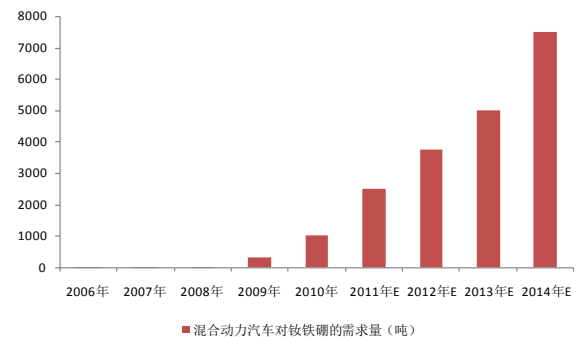
数据来源: 盖世汽车网 公开资料 中邮证券研发部

图表 20: 中国混合动力汽车产量



数据来源: 江海磁材公告 中邮证券研发部

图表 21: 混合动力汽车对钕铁硼的需求量预测



数据来源: 江海磁材公告 中邮证券研发部

目前,在所有新能源汽车中,混合动力车型是新能源汽车的主流,得到了越来越多消费者的认可。经过多年研发,我国已基本掌握了混合动力汽车关键零部件和动力系统平台技术,实现了小批量的整车生产能力。在国家相关扶持政策的积极推动下,我国混合动力汽车业将进一步突破产业化瓶颈、降低制造成本、加速产业链的培育和延伸。尽管我国新能源汽车尚处于市场推广阶段,但随着一系列有关新能源汽车产业政策的颁布和实施,混合动力汽车将迎来快速增长。而稀土永磁同步电机无疑是混合动力车最核心的部件,如果按照每台混合动力汽车需用5KG的高性能钕铁硼来计算,则至2014年仅新能源汽车一项对钕铁硼的需求拉动就将达到7500吨。新能源汽车行业的迅速崛起将成为高性能钕铁硼市场的主要增长点,而公司作为磁性材料龙头,也必将充分受益于新能源汽车行业的巨大发展。

### 3. 盈利预测与估值

#### 3.1 产品价格、销量和毛利率假设

图表 22: 主要产品价格、销量和毛利率假设

	2011 年均价 (含税)	2012 年均价 (含税)	2013 年均价 (含税)
产品售价 (万元)	50	53	56
	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
产品销量 (吨)	11000	12000	13500
	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
综合毛利率假设	22.99%	24.03%	24.35%

数据来源: 中邮证券研发部

关于价格假设，由于公司生产的磁性材料涉及烧结钕铁硼、粘结钕铁硼和铁氧磁体，甚至烧结钕铁硼本身也分为不同的牌号，所以确切的统计钕铁硼的销售均价的难度较大，所以我们在做价格假设时更多的是参考牌号为 N35 的烧结钕铁硼价格。

关于销量假设，我们认为近期并不存在下游市场大幅萎缩的可能性，而公司产能利用率也一直很高，尽管公司为了适应未来的需求扩张，提前布局高端市场，但是公司新建的 6000 吨产能要到 2014 年才能投产，届时随着公司新建项目的投产，公司业绩会出现大幅提升。但是就近三年而言，我们认为公司的产能会维持稳定，业绩的上涨将主要依靠价格的提高而不是产销量的扩大。

关于毛利率的假设，上半年稀土价格出现大幅上涨，但由于成本传导刚性，一季度钕铁硼价格却相对稳定，从而导致公司毛利率出现明显下滑。但二季度以后，随着定价机制的改变，钕铁硼价格也跟随稀土出现大幅上涨，所以我们认为，公司的毛利率会随着产品价格的上调而快速恢复至正常水平。根据我们所做的敏感性测试的结果，在成本和价格的共同影响下，公司 2011 年的毛利会较 2010 年下降 1.5%，结合公司一季度的毛利率表现，我们得出公司 2011 年毛利率为 22.99% 的结论。

### 3.2 公司估值分析

图表 23：可比上市公司估值水平比较

	股价	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2010PE	2011PE	2012PE	2013PE
宁波韵升	16.52	0.51	0.54	0.78	1.08	32	30	21	15
安泰科技	20.50	0.26	0.39	0.57	0.73	80	52	36	28
江粉磁材	23.35	0.34	0.33	0.43	0.54	68	72	54	43
银河磁体	21.49	0.33	0.51	0.71	1.02	65	42	30	21
平均值	20.47	0.36	0.44	0.62	0.84	57	46	33	24
中科三环	25.40	0.41	0.71	0.83	0.97	62	36	31	26

数据来源：中邮证券研发部

我们预计中科三环 2011—2013 年的 EPS 分别为 0.71 元，0.83 元，0.97 元，对应的 PE 分别为：36X，31X，26X。而截止 2011 年 8 月 3 日，根据 WIND 的一致统计，可比上市公司 2011—2013 年的 EPS 均值分别为：0.44 元，0.62 元，0.84 元，对应的 PE 均值分别为：46X，33X，24X。从估值上看，2011 年中科三环 36 倍的动态市盈率低于行业平均 46 倍的市盈率，目前公司的估值处于中等偏低水平。更重要的是，近几年公司毛利率一直维持 20% 以上，盈利能力相当稳定。考虑到高端钕铁硼行业未来巨大的成长空间，公司拥有相对完整的产业链，日益高端化的产品结构，较强的成本转嫁能力以及在磁性材料领域的龙头地位，我们给予公司“谨慎推荐”评级。

### 3.3 公司财务报表预测

图表 24: 公司财务报表预测

资产负债表					现金流量表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	341	677	783	930	经营活动现金流	6	12	14	17
应收票据	41	82	95	113	投资活动现金流	-92	-183	-211	-251
应收账款	570	1133	1310	1557	筹资活动现金流	-60	-119	-138	-164
预付账款	102	203	234	279	现金净增加额	-151	-299	-346	-411
其他应收款	4	8	9	11					
存货	711	1413	1634	1942					
其他流动资产	19	37	43	51					
<b>流动资产</b>	<b>1788</b>	<b>3553</b>	<b>4109</b>	<b>4884</b>					
长期投资	132	262	303	360					
固定资产	726	1442	1668	1983					
无形资产	60	119	137	163					
递延所得税	8	15	17	21					
<b>非流动资产</b>	<b>1006</b>	<b>2000</b>	<b>2312</b>	<b>2749</b>					
<b>资产总计</b>	<b>2795</b>	<b>5553</b>	<b>6421</b>	<b>7633</b>					
短期借款	504	1001	1157	1375					
应付票据	46	91	105	125					
应付账款	404	803	928	1103					
预收款项	16	31	36	43					
应交税费	-35	-70	-81	-97					
其他流动负债	0	0	0	0					
<b>流动负债</b>	<b>1041</b>	<b>2068</b>	<b>2391</b>	<b>2842</b>					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
预计负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	30	60	69	82					
<b>非流动负债</b>	<b>30</b>	<b>60</b>	<b>69</b>	<b>82</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1071</b>	<b>2127</b>	<b>2460</b>	<b>2924</b>					
少数股东权益	292	581	671	798					
归母公司权益	1432	2845	3290	3910					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1724</b>	<b>3425</b>	<b>3961</b>	<b>4708</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2795</b>	<b>5553</b>	<b>6421</b>	<b>7633</b>					

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2366	4701	5436	6462
营业成本	1770	3517	4067	4834
营业税金及附加	3	7	8	9
销售费用	75	149	172	205
管理费用	188	390	473	588
财务费用	44	94	108	127
营业利润	281	558	646	767
利润总额	292	510	596	695
所得税	51	89	104	121
净利润	242	421	493	574
归属母公司净利润	207	361	422	491
EPS	0.41	0.71	0.83	0.97

主要财务指标				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (%)	51%	99%	16%	19%
营业成本 (%)	47%	99%	16%	19%
毛利率 (%)	25.19%	22.99%	24.03%	24.35%
三项费率 (%)	12.97%	13.48%	13.85%	14.23%
净利润 (%)	179%	74%	17%	16%
ROE (%)	14%	13%	13%	13%
P/S	5.45	2.74	2.37	2.00
P/B	9.0	4.5	3.9	3.3
P/E	62	36	31	26

数据来源: 中邮证券研发部

## 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具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引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。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。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。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---



## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 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券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、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。