

中科三环（000970）：行业龙头，成本转嫁能力强
审慎推荐（维持）
有色金属行业/稀土永磁

当前股价：28.22 元

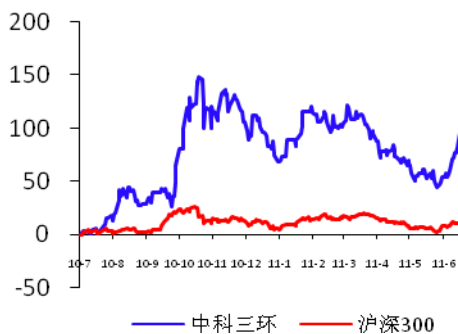
报告日期：2011 年 8 月 18 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2366	4178	6267	8774
(+/-)	51.05%	76.60%	50.00%	40.00%
营业利润	281	590	860	1174
(+/-)	204.67%	109.86%	45.82%	36.52%
归属于母公司的净利润	207	379	552	754
(+/-)	181.11%	83.08%	45.82%	36.52%
每股收益（元）	0.41	0.75	1.09	1.48
市盈率（倍）	69	38	26	19

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	5.08/5.08
流通市值（亿元）	143.24
每股净资产（元）	3.06
资产负债率（%）	51.99

股价表现（最近一年）


有色金属行业研究员：邱祖学

执业证书编号：S1050511070004

021-51793721

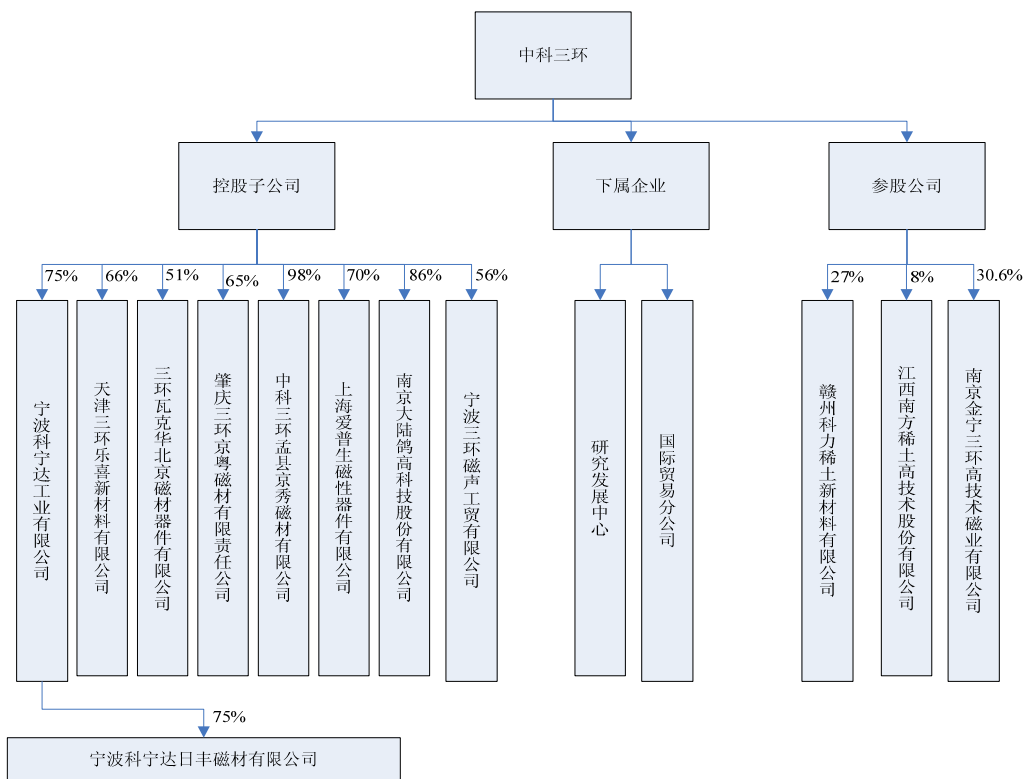
qiuzx@cfsc.com.cn

- 公司18日公布了2011年中报业绩，上半年实现销售收入17.81亿元，较上年同期增长了72.07%，实现营业利润2.33亿元，同比增长131.03%，归属于母公司股东的净利润1.55亿元，同比增长105.94%，基本每股收益0.31元。
- 二季度毛利率比一季度大幅提高，中报数据显示，公司二季度毛利率达到25.35%，比一季度毛利率高了近5个百分点。我们认为，公司在一季度和去年四季度稀土价格相对降低时，大幅度增加稀土原材料库存，使得公司二季度产品成本相对较低，而钕铁硼永磁材料二季度价格大幅度上涨，毛利率大幅度上升。
- 财务费用大幅增加。中报显示，公司财务费用3935万元，较同期上涨102%。我们认为，公司财务费用大幅度增长主要是稀土原材料价格上涨导致公司负债水平提高，财务费用支出增加。
- 公司存货水平大幅增加，未来风险增加。公司存货水平同比大幅度增加至11.9亿元，原材料占比达66.3%。我们认为，一方面公司增加库存是公司订单饱满，下游需求旺盛所致；另一方面也是稀土原材料价格大幅上升，导致公司存货水平增加。但近期氧化钕价格出现松动，8月初至今，价格下跌近14%，价格的下跌也使得公司存货价格风险上升。
- 节能新材，下游需求依然旺盛。在节能、环保及国家政策的鼓励下，新能源汽车、风电和节能家电行业迅猛发展，带动了钕铁硼电机的需求，使其替代铁氧体电机的步伐逐渐加快，虽然上游稀土价格出现大幅度上涨导致钕铁硼价格上升，但并未影响下游行业的需求。我们认为，随着新能源汽车等行业的发展，钕铁硼的需求仍将大幅度上升，公司目前的订单饱满。
- 行业龙头，具有很强的成本转嫁能力。公司是国内最大，全球第二大的钕铁硼永磁材料生产企业，目前拥有烧结钕铁硼产能约1万吨/年，粘结钕铁硼1500吨/年，公司上半年

拟非公开发行募集资金新建烧结钕铁硼产能6000吨/年,进一步巩固其龙头地位。作为钕铁硼行业的龙头,公司具有较强的成本转嫁能力,下游行业对钕铁硼的需求旺盛,特别是下游新能源汽车、风电等行业的发展,使得钕铁硼行业的景气度持续攀升。公司产品定位于高端钕铁硼,公司产品的90%是高端钕铁硼,由于上游稀土资源的整合导致公司成本的上升,但高端钕铁硼的需求具有一定的刚性,使得公司具有较强的议价能力。钕铁硼成本占最终产品总成本比例较小,下游对钕铁硼价格上涨的承受能力较高,因此公司的成本转嫁能力较强,上游稀土价格上涨对盈利能力的影 响可以通过成本转嫁抵消。公司二季度起大幅度上调了钕铁硼产品销售价格,有效地转嫁了原材料成本上涨的压力。

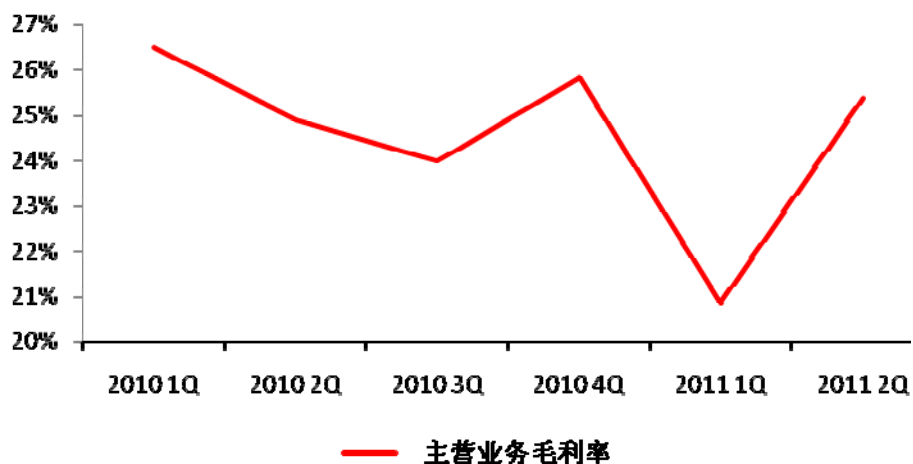
- **长期受益于稀土整合。**在国家持续控制稀土供应量的情况下,下游的需求企业将被迫加大对中国钕铁硼的采购,由于钕铁硼的不可替代性,使得国内钕铁硼生产企业具有较强的成本转嫁能力,因此,从长期来看,国内稀土资源的整合有利于钕铁硼行业的发展,公司作为行业龙头其市场份额将扩大。随着未来外国稀土永磁材料专利技术的到期,公司的欧洲、美国和日本的市场需求将大幅提升,公司未来成长可期。
- **盈利预测。**虽然近期稀土价格出现高位回落调整,但预计稀土价格仍将保持高位,不考虑非公开发行对股本的影响,公司2011-2013年EPS分别为0.75、1.09、1.48元,对应最新股价的PE分别为38、26、19倍,考虑到公司的龙头地位及较强的成本转嫁能力,我们给予公司“审慎推荐”的评级。
- **风险提示:** 稀土价格大幅度波动风险。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2 公司二季度产品综合毛利率大幅上升



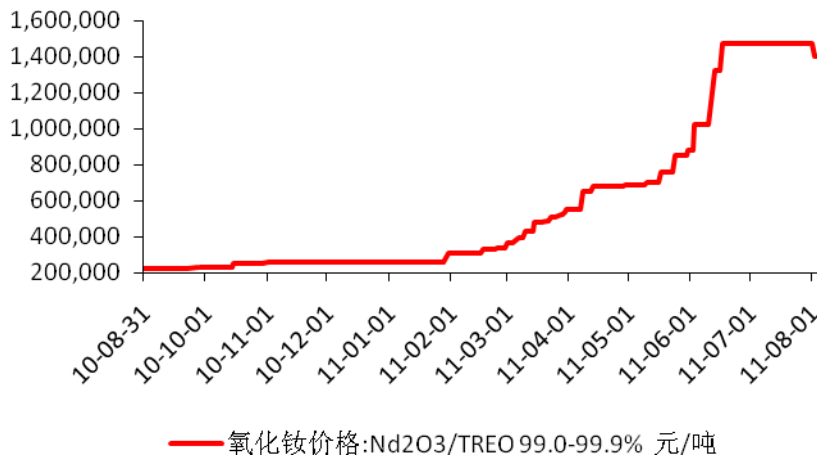
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 3 公司是国内最大的钕铁硼生产企业

	现有产能	在建产能
中科三环	11500	6000
宁波韵升	5000	1000
太原刚玉	3000	1440
安泰科技	1000	1000
厦门钨业		3000
银河磁体	790	760

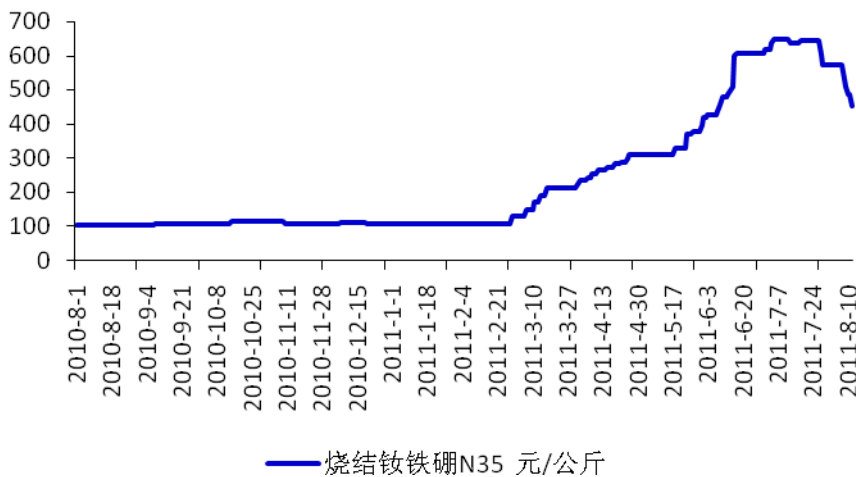
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 4 氧化钕价格走势



资料来源：WIND，华鑫证券研发部

图表 5 公司产品烧结钕铁硼近期价格走势



资料来源：百川资讯，华鑫证券研发部

图表 6 公司盈利预测表

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	236,578	417,803	626,705	877,387
增长率 (%)	51.05%	76.60%	50.00%	40.00%
减：营业成本	176,991	313,353	476,296	675,588
毛利率 (%)	25.19%	25.00%	24.00%	23.00%
营业税金及附加	340	400	450	550
销售费用	11,030	19,480	29,220	40,907
管理费用	18,812	20,000	30,000	38,000
财务费用	4,386	6,000	5,200	5,500
费用合计	34,228	45,480	64,420	84,407
期间费用率 (%)	14.47%	10.89%	10.28%	9.62%
资产减值损失	761	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	301	0	0	0
营业利润	28,100	58,971	85,990	117,392
增长率 (%)	204.67%	109.86%	45.82%	36.52%
营业利润率 (%)	11.88%	14.11%	13.72%	13.38%
加：营业外收入	1,547	0	0	0
减：营业外支出	398	0	0	0
利润总额	29,248	58,971	85,990	117,392
增长率 (%)	168.60%	101.62%	45.82%	36.52%
利润率 (%)	12.36%	14.11%	13.72%	13.38%
减：所得税费用	5,090	14,743	21,497	29,348
所得税率 (%)	17.40%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	24,159	44,228	64,492	88,044
增长率 (%)	179.36%	83.08%	45.82%	36.52%
净利润率 (%)	10.21%	10.59%	10.29%	10.03%
归属于母公司所有者的净利润	20,678	37,856	55,201	75,359
增长率 (%)	181.11%	83.08%	45.82%	36.52%
少数股东损益	3,481	6,372	9,292	12,685
总股本	50,760	50,760	50,760	50,760
摊薄每股收益(元)	0.41	0.75	1.09	1.48

资料来源：华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：华鑫证券有色金属行业研究员。经济学士、经济学硕士；
主要研究和跟踪领域：有色金属行业研究。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>