

中科三环 (000970.SZ) 有色金属行业

评级: 增持 维持评级
业绩点评

市价 (人民币): 38.94 元

弱市中技术和规模捍卫磁王荣耀

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	507.60
总市值(百万元)	207.39
年内股价最高最低(元)	46.21/17.85
沪深 300 指数	2313.70
深证成指	8849.49



相关报告

1. 《景气依然高企》，2012.4.27
2. 《磁王之王》，2012.3.26

公司基本情况 (人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.388	1.441	1.732	2.000	2.476
每股净资产(元)	2.82	4.26	6.91	8.65	11.12
每股经营性现金流(元)	0.01	0.05	3.31	2.12	2.82
市盈率(倍)	100.30	27.03	22.48	19.47	15.73
行业优化市盈率(倍)	36.23	29.30	29.30	29.30	29.30
净利润增长率(%)	181.11%	271.08%	20.25%	15.44%	23.78%
净资产收益率(%)	14.44%	35.47%	24.98%	23.03%	22.18%
总股本(百万股)	532.60	532.60	532.60	532.60	532.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中科三环发布半年报, 上半年实现营业收入 28.45 亿元, 同比增加 59.78%, 归属上市公司股东净利润 4.61 亿元, 同比增加 196.48%, 对应 EPS 0.9 元, 符合我们预期。

经营分析

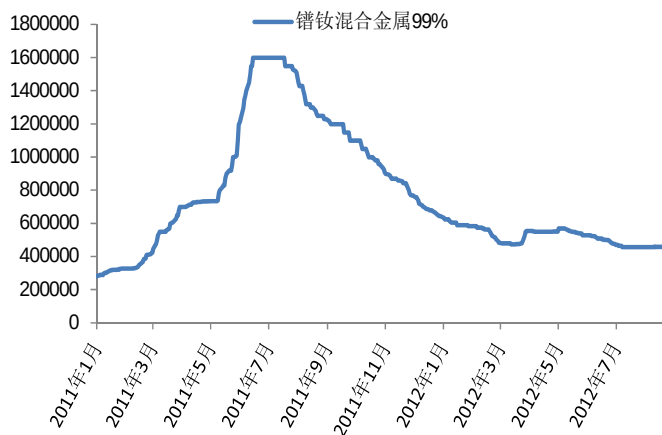
- **稀土价格下滑致 2 季度毛利率有所下滑:** 稀土价格在二季度大幅下跌。2 季度 75%氧化镨钕均价为 42.88 万元/吨, 上年同期为 67.67 万元/吨, 同比下滑了 36.63%。稀土价格的持续下跌直接导致公司产品价格的下调和销售的疲软, 二季度公司磁体毛利率由 1 季度的 36.33%下滑至 2 季度的 33.75%。但需要指出是, 尽管有所下滑但从公司历史上来看, 这一单季毛利率水平仍然很高, 2008-2010 年稀土价格没有上涨之前公司毛利率分别为 23.36%、23.40%和 25.21%, 这表明了公司在稀土价格持续下跌过程中仍然表现出了超强的议价能力。
- **3 季度仍有压力:** 从三季度稀土产品价格走势来看, 公司三季度经营仍将受到不良影响, 75%氧化镨钕价格进一步下滑至 35 万元/吨一线, 较二季度又下滑了 18.4%, 考虑到公司以高端产品为主, 产品售价预计下滑程度较轻, 但预计仍会受到压制。
- **规模、技术将继续捍卫磁王:** 我们预计在需求不景气而国外供给日益增长之时, 稀土产品价格难有起色。这将给钕铁硼行业及公司带来持续压力, 而公司在定增项目达产后毛坯产能将达到 1.8 万吨/年, 远超国内其他竞争对手, 且公司绝大部分产能为 VCM、EPS、风力发电、节能电梯等高端产能, 两者有效保证了公司较强的盈利能力。

盈利调整及投资建议

- 我们下调了 2012-2013 年烧结钕铁硼成品销售价格 4%, 6%, 维持其他假设不变, 引发公司净利润预测下调 4.6%、7%至 9.23 亿, 10.65 亿元, 对应 EPS 分别为 1.73 元, 2.00 元。目前股价对应摊薄后 2012-2013 年 22.56 倍、19.54 倍 PE, 考虑到稀土及稀土产品价格短期仍然难以有所起色, 仍然维持增持评级。

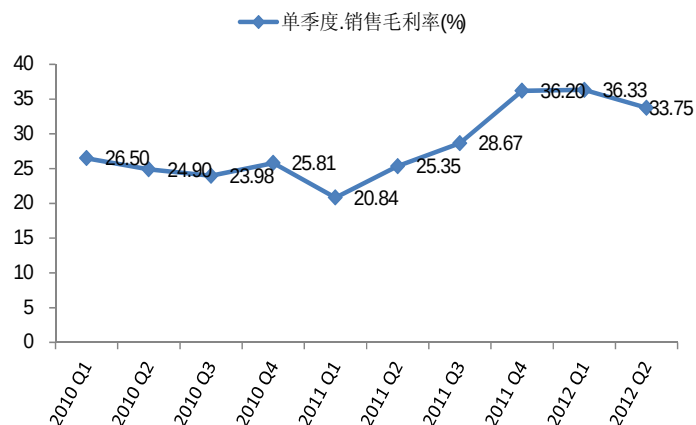
杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

图表 1: 稀土价格继续下跌 (元/吨)



来源: Bloomberg 公司公告 国金证券研究所

图表 2: 公司毛利率仍然维持较高水平 (%)



图表 3: 关键假设

	2011	2012E	2013E	2014E
成品销量 (吨)	6855	7857.24	8859.48	10195.8
销售价格 (万元/吨)	82.84	72.00	75.00	80.00
镨钕价格 (万元/吨)	78.72	42.74	65.81	72.39

数据来源: 亚洲金属网 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,566	2,366	5,696	5,657	6,645	8,157
增长率		51.1%	140.8%	-0.7%	17.5%	22.8%
主营业务成本	-1,200	-1,770	-4,017	-3,903	-4,651	-5,710
% 销售收入	76.6%	74.8%	70.5%	69.0%	70.0%	70.0%
毛利	366	596	1,679	1,754	1,993	2,447
% 销售收入	23.4%	25.2%	29.5%	31.0%	30.0%	30.0%
营业税金及附加	-3	-3	-19	-17	-20	-24
% 销售收入	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-73	-75	-87	-113	-133	-163
% 销售收入	4.7%	3.2%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-125	-188	-335	-328	-399	-489
% 销售收入	8.0%	8.0%	5.9%	5.8%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	165	329	1,238	1,296	1,442	1,770
% 销售收入	10.5%	13.9%	21.7%	22.9%	21.7%	21.7%
财务费用	-27	-44	-131	-17	43	63
% 销售收入	1.7%	1.9%	2.3%	0.3%	-0.6%	-0.8%
资产减值损失	-38	-8	-13	-9	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-8	3	10	14	15	20
% 税前利润	n.a	1.0%	0.9%	1.1%	1.0%	1.1%
营业利润	92	281	1,104	1,283	1,498	1,850
营业利润率	5.9%	11.9%	19.4%	22.7%	22.5%	22.7%
营业外收支	17	11	4	6	8	5
税前利润	109	292	1,108	1,289	1,506	1,855
利润率	7.0%	12.4%	19.5%	22.8%	22.7%	22.7%
所得税	-22	-51	-183	-206	-241	-297
所得税率	20.6%	17.4%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	86	242	925	1,083	1,265	1,558
少数股东损益	13	35	158	160	200	240
归属于母公司的净利润	74	207	767	923	1,065	1,318
净利率	4.7%	8.7%	13.5%	16.3%	16.0%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	86	242	925	1,083	1,265	1,558
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	122	92	97	102	112	143
非经营收益	33	29	111	46	-23	-25
营运资金变动	-19	-356	-1,106	541	-222	-171
经营活动现金净流	222	6	27	1,771	1,132	1,506
资本开支	-84	-96	-135	-277	-601	-5
投资	20	0	-40	-1	0	0
其他	4	4	7	14	15	20
投资活动现金净流	-60	-92	-168	-264	-586	15
股权募资	11	0	38	608	-135	0
债权募资	-74	3	1,100	-1,593	0	1
其他	-75	-68	-145	-51	0	0
筹资活动现金净流	-138	-65	993	-1,035	-135	1
现金净流量	23	-151	852	472	411	1,522

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	505	341	1,394	1,866	2,277	3,799
应收款项	469	616	1,164	934	1,097	1,347
存货	351	711	1,244	963	1,147	1,408
其他流动资产	88	121	116	80	95	116
流动资产	1,413	1,788	3,918	3,842	4,616	6,669
% 总资产	58.4%	64.0%	78.8%	75.8%	72.8%	80.7%
长期投资	129	132	145	146	145	145
固定资产	775	777	803	1,013	1,505	1,367
% 总资产	32.1%	27.8%	16.2%	20.0%	23.7%	16.5%
无形资产	96	90	86	64	72	80
非流动资产	1,005	1,006	1,051	1,226	1,725	1,594
% 总资产	41.6%	36.0%	21.2%	24.2%	27.2%	19.3%
资产总计	2,418	2,795	4,969	5,069	6,341	8,264
短期借款	501	504	1,552	0	0	0
应付款项	315	515	705	716	853	1,047
其他流动负债	56	22	31	21	27	196
流动负债	872	1,041	2,289	738	879	1,242
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	35	30	40	0	0	0
负债	908	1,071	2,329	738	879	1,243
普通股股东权益	1,244	1,432	2,163	3,695	4,625	5,943
少数股东权益	266	292	477	637	837	1,077
负债股东权益合计	2,418	2,795	4,969	5,069	6,341	8,264

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.138	0.388	1.441	1.732	2.000	2.476
每股净资产	2.451	2.821	4.262	6.911	8.651	11.118
每股经营现金净流	0.437	0.012	0.053	3.314	2.117	2.816
每股股利	0.091	0.055	0.045	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.91%	14.44%	35.47%	24.98%	23.03%	22.18%
总资产收益率	3.04%	7.40%	15.44%	18.20%	16.80%	15.96%
投入资本收益率	6.52%	12.22%	24.64%	25.12%	22.18%	21.18%
增长率						
主营业务收入增长率	-24.68%	51.05%	140.76%	-0.68%	17.45%	22.76%
EBIT增长率	-30.35%	99.43%	275.75%	4.65%	11.30%	22.76%
净利润增长率	-24.83%	181.11%	271.08%	20.25%	15.44%	23.78%
总资产增长率	-2.04%	15.57%	77.82%	2.01%	25.10%	30.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.9	79.7	55.2	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	117.8	109.5	88.8	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	73.4	66.3	37.5	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	171.7	112.0	45.1	46.0	44.2	43.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.28%	9.45%	6.01%	-43.08%	-41.69%	-54.09%
EBIT利息保障倍数	6.0	7.5	9.4	75.1	-33.6	-28.2
资产负债率	37.54%	38.31%	46.87%	14.55%	13.87%	15.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	10
增持	0	0	1	2	19
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.00	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-26	增持	26.90	33.00 ~ 33.00
2 2012-04-27	增持	29.51	33.00 ~ 33.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B