

信息技术 - 元器件

环比利润大幅下降缘于产品价格持续下滑

— 中科三环 (000970) 三季度报点评

2012 年 10 月 26 日

评级: 中性 (下调)

| 市场数据 | 2012 年 10 月 26 日 |
|--------------|----------------------------|
| 当前价格 (元) | 26.97 |
| 52 周价格区间 (元) | 16.70-32.80 |
| 总市值 (百万) | 11248.42 |
| 流通市值 (百万) | 11248.42 |
| 总股本 (百万股) | 507.60 |
| 流通股 (百万股) | 507.60 |
| 日均成交额 (百万) | 519.06 |
| 近一月换手 (%) | 47.15% |
| Beta (2 年) | 1.5 |
| 第一大股东 | 北京三环新材料高技术公司 |
| 公司网址 | http://www.san-huan.com.cn |

| 财务数据 | FYE |
|---------|--------|
| 毛利率 | 25.19% |
| 净利率 | 8.74% |
| 净资产收益率 | 14.44% |
| 总资产收益率 | 7.40% |
| 资产负债率 | 38.31% |
| 现金分红收益率 | 0.00% |
| 市盈率 | 54.05 |
| 市净率 | 7.86 |

一年期行情走势比较



| 表现 | 1m | 3m | 12m |
|--------|---------|---------|---------|
| 中科三环 | -934.80 | -837.96 | 1075.73 |
| 沪深 300 | -7.24% | -18.03% | -18.54% |

相关报告

201110 《中科三环深度报告》

周宠

执业证书号 S1030511010002

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

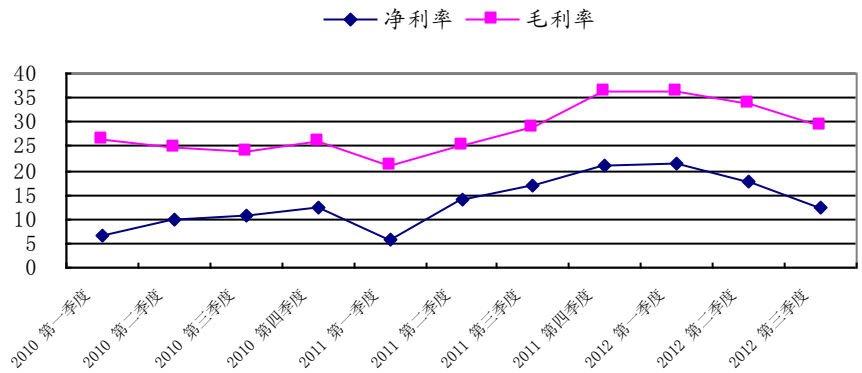
本人, 周宠, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

| 预测指标 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 5696 | 4900 | 4590 | 4250 |
| 净利润 (百万元) | 767 | 602 | 499 | 402 |
| 每股收益 (元) | 1.51 | 1.18 | 0.98 | 0.79 |
| 净利润增长率% | 271.1% | -21.6% | -17.1% | -19.5% |
| 市盈率 | 18 | 23 | 28 | 34 |

资料来源: 世纪证券研究所

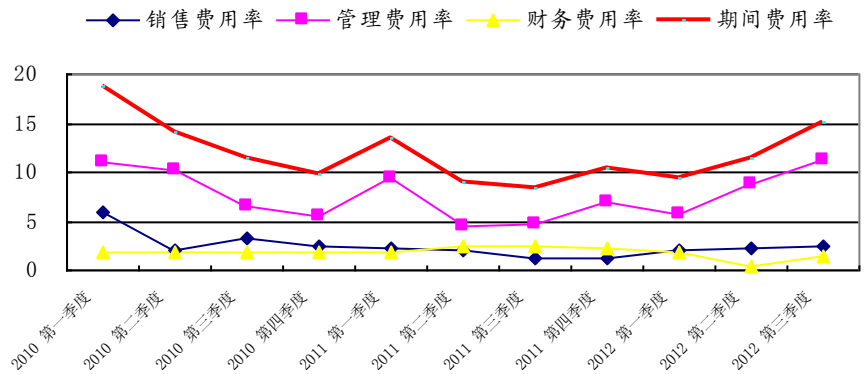
- 第三季度利润环比下滑, 主要原因是稀土及钕铁硼价格持续下滑。** 公司 2012 年 1-9 月份共实现营业收入 39.45 亿元, 同比增长 1%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.68 亿元, 同比增长 27%; 1-9 月份实现基本每股收益 1.08 元。其中, 第三季度实现营业收入 11 亿元, 环比下降 27%; 实现净利润 1.1 亿元, 环比下降 50%, 基本每股收益 0.20 元。环比数据下降明显的主要原因在于产品价格持续走低, 据百川资讯数据, 今年以来稀土及钕铁硼价格持续下滑, 3 季度国内金属钕均价环比 2 季度下跌 18% 至 60 万元/吨, 钕铁硼 N35 均价环比 2 季度下跌 16% 至 17 万元/吨。
- 稀土永磁市场的复苏仍需等待。** 目前全球经济低位徘徊, 消费类电子产品需求下滑明显, 短期内产品订单难有明显改善, 而汽车类电机需求, 特别是 EPS 产品, 未来放量或对钕铁硼需求有较大拉动作用, 但短期来看新能源汽车对行业需求还难有实质贡献。
- 未来两年业绩走低的趋势明显。** 我们认为, 2011 年已成为公司的业绩高点。作为加工环节的企业, 没有控制上游稀土资源, 将无法持续分享稀土价格上涨的好处, 从公司 2010 年以前的数据中我们估算其产品钕铁硼的吨净利空间约在 2 万元以内。然而从 2010 年底稀土开始涨价开始, 公司 2011 年的数据, 我们估算公司的吨净利达到了 6-9 万元/吨, 我们估计这么高的盈利空间或有低价稀土库存的影响, 不可持续。中科三环作为永磁材料的加工企业, 将会回到正常的盈利空间。未来随着募股项目的投产, 钕铁硼的产量虽然会不断的提升, 但是基于回归正常盈利的预测, 我们认为未来两年公司的业绩将面临着较大的下滑风险。
- 盈利预测与估值。** 稀土价格不断下滑, 较去年同期已下滑超过 30%, 在此基础上, 我们下调 12-14 年的 EPS 为 1.18 元、0.98 元和 0.79 元, 对应 PE 为 16、19 和 23 倍, 考虑到可能的业绩下滑, 下调评级到“中性”评级。
- 投资风险。** 稀土价格大幅下滑、海外市场经济下滑、需求不振。

Figure 1 毛利率、净利率下行



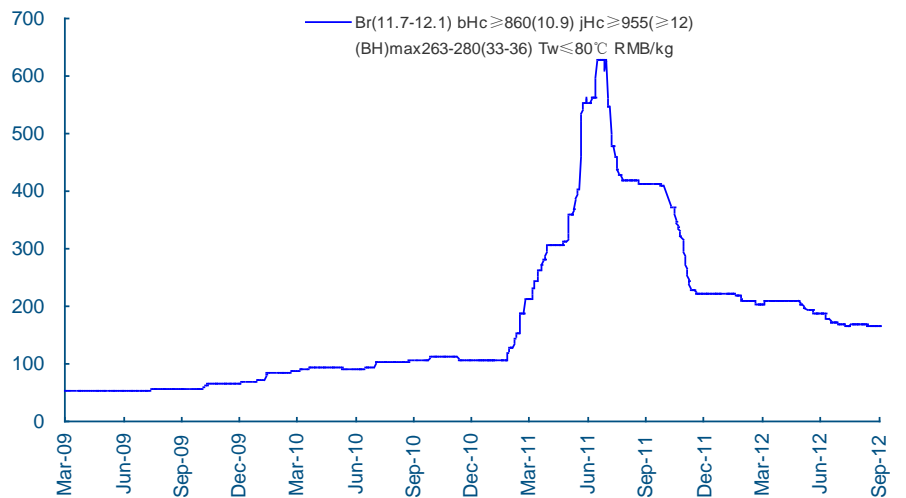
资料来源: WIND、世纪证券

Figure 2 期间费用率上升明显



资料来源: WIND、世纪证券

Figure 3 产品价格走势



资料来源: WIND、世纪证券

未来产能增加项目。

Figure 4 未来产能的增加情况

| 子公司 | 控股比例 (%) | 主要产品 | 现有产能 (吨) | 在建产能 (吨) |
|---------|----------|-----------------|----------|-----------------------------|
| 宁波科宁达 | 75 | VCM | 5500 | 2000 (VCM) |
| 天津三环乐喜 | 66 | 风电、空调、MRI、汽车电机 | 4000 | 600(节能家电) +1600 (风电) |
| 北京三环瓦克华 | 51 | 风电、空调、消费电子、汽车电机 | 1500 | 1000 (节能家电) +800 (新能源汽车) |

资源来源: WIND、世纪证券

Figure 5 盈利预测 (单位: 百万元)

| | 2011 年 报 | 2012E | 2013E | 2014E |
|--------------------|-------------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 5696 | 4900 | 4590 | 4250 |
| 营业成本 | 4017 | 3728 | 3552 | 3349 |
| 营业税金及附加(百万元) | 19 | 11 | 8 | 6 |
| 销售费用 | 87 | 80 | 80 | 80 |
| 管理费用(百万元) | 335 | 200 | 212 | 224 |
| 财务费用 | 131 | 48 | 50 | 39 |
| 营业利润 | 1104 | 833 | 689 | 553 |
| 加: 营业外收入 | 14 | 10 | 10 | 10 |
| 利润总额 | 1108 | 843 | 699 | 563 |
| 减: 所得税(百万元) | 183 | 135 | 112 | 90 |
| 净利润 | 925 | 708 | 587 | 473 |
| 减: 少数股东损益(百万元) | 158 | 106 | 88 | 71 |
| 归属于母公司所有者的净利润(百万元) | 767 | 602 | 499 | 402 |
| 每股收益: | 1.51 | 1.18 | 0.98 | 0.79 |

资源来源: WIND、世纪证券

风险因素分析

海外市场需求不振、人民币升值、新能源汽车业产业化进程低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.