

证券研究报告

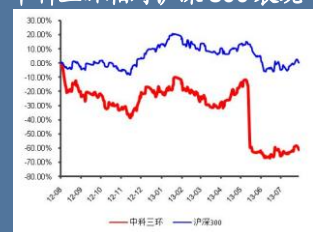
公司研究——中报点评

中科三环 (000970.sz)



上次评级: 增持, 2013 年 7 月 18 日

中科三环相对沪深 300 表现



资料来源: wind

公司主要数据 (2013-8-16)

收盘价 (元)	15.20
52 周内股价波动区间 (元)	12.06-39.88
最近一月涨跌幅 (%)	1.95
总股本 (亿股)	10.65
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	161.91

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编: 100031

范海波 CFA, 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 63081252

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003

联系电话: +86 10 63081085

邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理

联系电话: +86 10 63080936

邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理

联系电话: +86 10 63081273

邮箱: wangwei2@cindasc.com

相关研究

《钕铁硼永磁行业先锋》

2013 年 7 月 18 日

下游需求不足, 导致公司上半年业绩下滑

2013 年中报点评

2013 年 08 月 19 日

事件: 2013 年 8 月 17 日, 中科三环发布 2013 年上半年年报。公司 2013 年上半年完成营业收入 173,006.27 万元, 同比下滑 39.2%; 完成利润总额 26,408.67 万元, 同比下降 60.89%; 归属于母公司所有者权益的净利润为 18,011.95 万元, 同比下降 60.92%。公司上半年业绩低于我们此前预期。

点评:

◆ **下游订单数量下降, 导致营业收入锐减。** 2013 年公司受到国内、国际经济形势普遍低迷的影响, 钕铁硼产品下游市场的需求明显下滑。营业收入同比下降了 39.2%。从生产的角度来看, 第二季度公司订单情况属于“开始不错但后劲不足”。公司下属高端钕铁硼制造厂开工率相对较高, 而低端钕铁硼制造厂开工率疲弱, 甚至出现亏损。

◆ **原材料价格下降, 带动产品价格下滑。** 由于公司生产的钕铁硼磁材属于稀土原材料 (金属镨钕) 的下游产品, 因而产品价格受到稀土周期性价格波动的影响巨大。如图 1 所示, 第二季度内金属镨钕价格由 39.5 万元/吨, 下降至 35.5 万元/吨。这使得烧结钕铁硼价格每吨下降了 9500 元左右。产品价格的下降直接导致了公司毛利率的降低。

◆ **保持竞争力, 调降毛利率。** 由于中科三环一直以来采取毛利率定价机制, 其产品价格是通过设定毛利率敞口完成的, 在订单充足且原材料价格下降时期, 公司能够获得更大的利润空间。但是, 2013 年上半年的情况是原材料价格下降带动公司产品价格下降且下游订单萎缩。因而, 公司不得不下调毛利率敞口区间, 以更低的价格保持市场竞争力。

◆ **国内、国外市场需求整体下滑。** 公司生产的高端钕铁硼磁材产品 (新能源汽车用钕铁硼、汽车 EPS 以及 VCM 电机用钕铁硼) 90% 以上进行海外销售, 主要出口美国、欧洲、东南亚 (各占出口份额的 30%)。2013 年上半年由于全球经济普遍低迷, 国外下游行业工厂的开工率偏低, 使得公司出口销售额同比下降 42.46%。国内方面, 由于公司主要以销售毛利率较低的中、低端钕铁硼磁材为主 (风力发电机用钕铁硼以及消费类电子产品用钕铁硼), 加之国内下游制造业开工率偏低, 导致公司上半年国内销售收入同比下滑 38.78%。

◆ **高端、中端钕铁硼制造厂均出现亏损。** 从子公司 (分厂) 贡献净利润的角度来看, 公司旗下三家生产高端钕铁硼磁材的公司 (天津三环乐喜、宁波科宁达、北京三环瓦克华) 中出现一家亏损 (瓦克华) 亏损金额 615.3 万元。公司旗下中、低端钕铁硼产品生产企业中出现两家亏损 (肇庆三环京粤磁材、南京大陆鸽科技股份有限公司) 亏损额分别在 120.2 万元和 301.6 万元。

◆ **盈利预测与投资评级：**由于公司上半年订单数量大幅下降，二季度订单“后劲不足”。并且，受稀土原材料价格下降影响，二季度钕铁硼价格缩水。另外，公司在原材料价格不稳，且下游需求不足的情况下，被迫调低产品毛利率敞口，使得产品毛利率进一步下滑。综上所述，我们下调公司13-15年度摊薄EPS至0.53、0.70、0.82元（较2013年7月18日《钕铁硼永磁行业先锋》报告中预测分别下调0.12、0.11、0.19元）。

但是，考虑到公司是订单驱动型的“以销定产”模式，并且公司此前通过募集资金在北京、宁波、天津三地进行产能扩张建设，说明管理层看好未来下游市场需求。我们预计未来下游行业需求一旦好转，公司业绩将会出现明显提升。因此，继续维持“增持”评级。

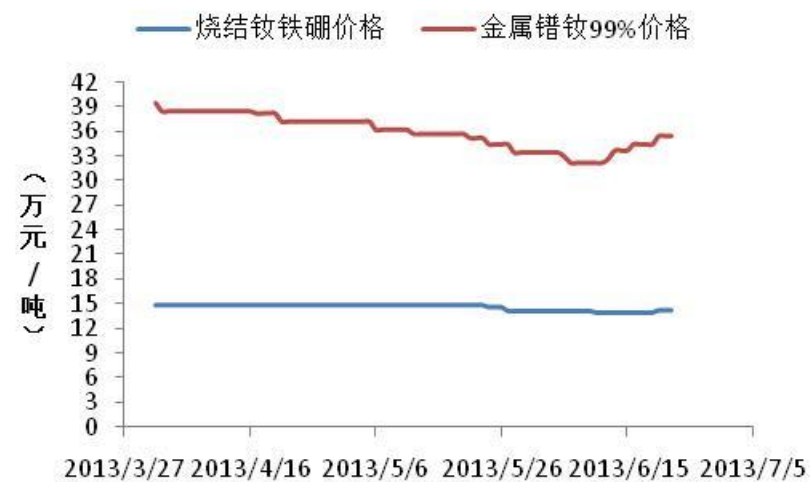
◆ **风险因素：**国内、国外钕铁硼材料下游行业开工率低迷；稀土原材料价格大幅波动；汇率出现大幅波动。

公司报告首页财务数据

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,695.84	4,933.85	4,313.09	5,327.09	6,393.09
同比(%)	140.76%	-13.38%	-12.58%	23.51%	20.01%
归属母公司净利润	767.31	648.42	568.74	741.40	872.27
同比(%)	271.08%	-15.49%	-12.29%	30.36%	17.65%
毛利率(%)	29.47%	33.07%	29.99%	30.84%	31.31%
ROE(%)	42.69%	23.79%	15.92%	17.54%	17.32%
每股收益(元)	0.72	0.61	0.53	0.70	0.82
P/E	21.10	24.97	28.47	21.84	18.56
P/B	3.74	2.46	4.20	3.52	2.96

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2013年8月16日收盘价

图 1:2013 年上半年 金属锆铈及烧结锆铁硼价格



资料来源：百川资讯，信达证券研发中心整理

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,917.99	4,027.20	4,661.37	5,639.57	6,716.77
现金	1,393.62	2,317.46	2,952.01	3,540.44	4,309.42
应收账款	7.54	25.18	24.09	21.33	31.32
其它应收款	1,151.54	845.54	795.77	990.93	1,154.79
预付账款	76.18	11.32	36.10	42.18	39.28
存货	1,244.40	785.47	811.18	1,002.47	1,139.74
其他	44.70	42.22	42.22	42.22	42.22
非流动资产	1,051.14	1,152.65	1,214.41	1,223.65	1,305.75
长期投资	145.47	139.48	139.48	139.48	139.48
固定资产	703.09	767.63	728.80	804.98	805.17
无形资产	56.25	73.15	76.10	81.04	88.66
其他	146.34	172.40	270.03	198.14	272.44
资产总计	4,969.13	5,179.85	5,875.78	6,863.22	8,022.52
流动负债	2,288.59	1,075.28	1,076.35	1,157.99	1,251.59
短期借款	1,552.40	286.74	286.74	286.74	286.74
应付账款	421.13	337.22	348.09	395.73	475.47
其他	315.06	451.33	441.52	475.52	489.38
非流动负债	40.29	248.52	248.52	248.52	248.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	40.29	248.52	248.52	248.52	248.52
负债合计	2,328.89	1,323.79	1,324.86	1,406.50	1,500.10
少数股东权益	476.78	567.44	693.56	857.96	1,051.39
归属母公司股东权益	2,163.46	3,288.62	3,857.36	4,598.76	5,471.03
负债和股东权益	4969.13	5179.85	5875.78	6863.22	8022.52

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,695.84	4,933.85	4,313.09	5,327.09	6,393.09
同比	140.76%	-13.38%	-12.58%	23.51%	20.01%
归属母公司净利润	767.31	648.42	568.74	741.40	872.27
同比	271.08%	-15.49%	-12.29%	30.36%	17.65%
毛利率	29.47%	33.07%	29.99%	30.84%	31.31%
ROE	42.69%	23.79%	15.92%	17.54%	17.32%
每股收益(元)	1.51	1.25	0.71	0.70	0.82
P/E	21.10	24.97	28.47	21.84	18.56
P/B	3.74	2.46	4.20	3.52	2.96
EV/EBITDA	7.03	7.54	17.27	13.53	11.59

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,695.84	4,933.85	4,313.09	5,327.09	6,393.09
营业成本	4,017.05	3,302.26	3,019.65	3,684.31	4,391.60
营业税金及附加	18.73	35.02	30.61	37.81	45.38
营业费用	87.36	109.00	99.32	107.35	139.10
管理费用	334.77	467.84	335.15	410.72	531.96
财务费用	131.12	55.29	-16.29	-23.05	-29.30
资产减值损失	13.16	35.14	18.17	26.10	35.47
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.37	-4.09	2.52	2.65	2.81
营业利润	1,104.04	925.21	829.00	1,086.50	1,281.69
营业外收入	13.76	43.76	24.33	24.33	24.33
营业外支出	9.39	1.89	5.09	5.09	5.09
利润总额	1,108.41	967.08	848.24	1,105.75	1,300.93
所得税	183.47	174.87	153.38	199.94	235.24
净利润	924.94	792.21	694.86	905.80	1,065.69
少数股东损益	157.63	143.79	126.12	164.41	193.43
归属母公司净利润	767.31	648.42	568.74	741.40	872.27
EBITDA	1,318.86	1,111.41	953.91	1,217.86	1,421.32
EPS (摊薄)	0.72	0.61	0.53	0.70	0.82

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	27.09	1,856.09	798.41	704.67	964.49
净利润	924.94	792.21	694.86	905.80	1,065.69
折旧摊销	84.32	90.28	97.38	103.82	112.10
财务费用	126.12	54.04	8.29	8.29	8.29
投资损失	-10.37	4.09	-2.52	-2.65	-2.81
营运资金变动	-905.15	678.13	-16.72	-334.22	-250.09
其它	-192.77	237.32	17.13	23.63	31.31
投资活动现金流	-167.80	-116.05	-155.58	-107.95	-187.22
资本支出	-135.18	-153.41	-158.11	-110.59	-190.04
长期投资	2.93	161.89	2.52	2.65	2.81
其他	-35.55	-124.54	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,004.28	-596.14	-8.29	-8.29	-8.29
短期借款	37.69	583.26	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,099.53	-1,265.67	0.00	0.00	0.00
其他	130.81	212.60	8.29	8.29	8.29
现金净增加额	851.84	1137.21	634.54	588.44	768.98

有色金属与钢铁小组简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，2 年证券从业经验。

丁士涛 中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验。2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属和钢铁行业研究。

王伟 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，现从事有色金属行业研究助理工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； 增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	看好 ：行业指数超越基准； 中性 ：行业指数与基准基本持平； 看淡 ：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。