

传统业务恢复增长，新业务有望带来新增长点

——中科三环（000970）调研简报

近日，我们赴中科三环调研，与公司证券事务代表就公司生产经营相关问题做了交流，以下是我们结合调研信息的综合研判。

投资要点：

一、主营业务

中科三环是钕铁硼永磁材料的专业制造商，国内最大，全球第二，目前钕铁硼产能为12000吨/年。在全球的市场份额约10%，次于日本的Neomax。在国内的市场份额也约为10%，产能上排名第二的为宁波韵升，其产能为5000吨。磁材产品收入营业收入占主营业务收入比例从2008年开始达到96%以上，而毛利占比则达到98%以上。宁波韵升钕铁硼永磁材料收入占比约为70%左右。

二、技术领先

做为高新科技公司，技术上的优势是生存之本，按磁性能指标来看，生产N48可以反应企业的基本实力。公司的大股东北京三环新材料高技术公司是隶属于中科院的高新技术企业，在中科院的支撑下研发新型永磁材料已经20几年，公司产业化的最高牌号为N52，是业内的佼佼者，竞争优势明显。

三、公司经营简析

（一）传统业务回暖。今年1季度公司的产能利用率恢复至历史同期较好的水平，部分子公司满产。公司实现营业收入4.41亿，同比增长71.9%，实现净利润2513万元，同比增长320%，毛利率同比增长了1.12个百分点，与07年以来最大值基本持平，公司的盈利能力在恢复，业绩在回升。

（二）新业务在悄然走进，而远景需求更加值得期待。所谓新业务就是受益于结构调整及低碳经济时代的到来而引发的中高端钕铁硼新的需求增量。具体表现在三个方面，风机、节能家电、新能源汽车引发的新增需求。节能家电将成为今年公司新的增长点之一，使公司增收2亿元，实现由零的突破。海上风电的兴起尤其是新能源汽车引发的对高端钕铁硼的新增需求，使远景需求更加值得期待。

五、盈利预测、估值和评级

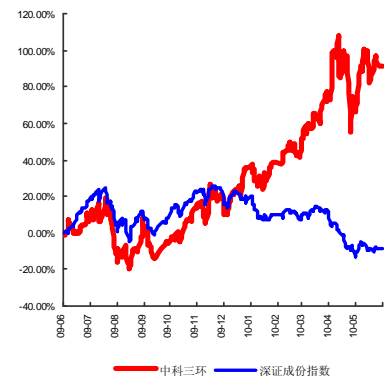
经测算，公司2010年与2011年的EPS分别为0.31元、0.37元，取6月18日收盘价12.99元，公司2010年与2011年的动态PE分别为41.9倍、35.1倍。参考公司历史PE并考虑其经营情况当享有较高的估值水平，我们给予公司45倍的PE，目标价为14元。首次评级，给予公司“增持”的投资评级，需要提醒投资者的是由于公司具有能源新材料概念，有时有被市场炒作的嫌疑，股价或会大幅波动，注意风险，逢低介入。

六、投资风险

欧洲经济放缓影响需求；政策对新能源支撑不持续；新能源引发的需求增速低于预期；人民币升值；世界经济放缓影响整体需求。

首次评级：增持

52周股价表现：



资料来源：wind 资讯

研究员：赵彦辉

电话：0411-39673302

网址：www.daton.com.cn

邮箱：zhaoyanhui@daton.com.cn

总股本：5.08 亿股

流通股本：4.06 亿股

近 12 个月最高价：5.94 元

近 12 个月最低价：15.41 元

近 1 个月内涨幅：14.95%

近 6 个月内涨幅：59.54%

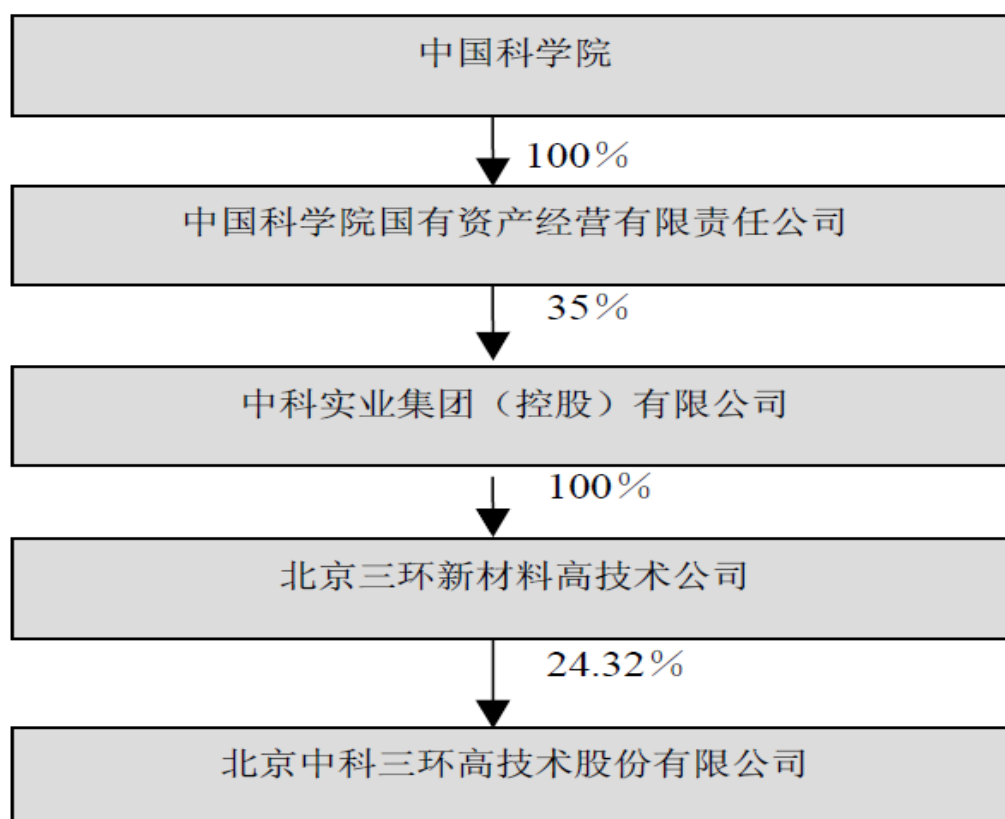
一、股本结构和主营业务

（一）股本结构

北京中科三环高技术股份有限公司（简称中科三环）大股东为北京三环高技术有限公司，持股比例为24.32%。公司创立于1999年7月23日，2000年3月31日和4月1日通过深圳证券交易所分别采用上网定价和向二级市场投资者配售的发行方式发行人民币普通股3,500万股，并于2000年4月20日在深圳证券交易所上市交易。截止到目前，公司总股本为5.08亿股，流通股4.06亿股。

限售股解禁情况：限售股占比19.95%，2011年3月17日，北京三环新材料高技术公司持有的72,666,636股解禁。另外还境外法人持股28,621,226股，今年3月17日当解禁，但其并不愿解禁，但因解禁期已到，视其意愿可随时解禁。

图1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司年报 大通证券研发中心

（二）主营业务构成

中科三环是钕铁硼永磁材料的专业制造商，国内最大，全球第二，目前钕铁硼产能为12000吨/年。在全球的市场份额约10%，次于日本的Neomax。在国内的市场份额也约为10%，产能上排名第二的为宁波韵升，其产能为5000吨。中国与世界的产能分别为60000吨、80000吨左右。

同业相比较，公司的主营业务突出，专注于永磁材料的制造。在公司主营业务中，磁材产品收入营业收入占主营业务收入比例从2008年开始达到96%以上，而毛利占比则达到98%以上。宁波韵升钕铁硼永磁材料收入占比约为70%左右。

表 1：磁材产品收入占主营业务收入比

	磁材产品收入占比	其他产品收入占比
07 年	89.69%	10.31%
08 年	96.31%	3.69%
09 年	96.65%	3.35%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

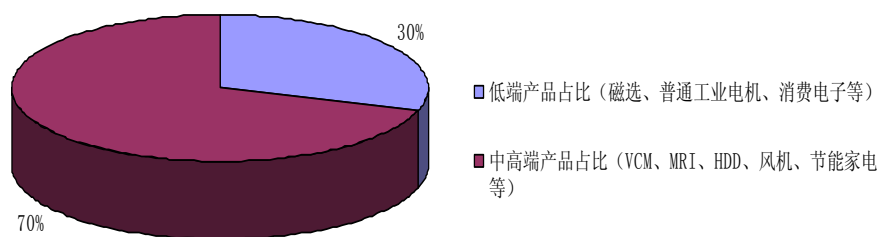
表 2：磁材产品毛利占主营业务毛利比

	磁材产品毛利占比	其他产品毛利占比
07 年	94.09%	5.91%
08 年	98.09%	1.91%
09 年	98.44%	1.56%

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

在产品结构上，中高端钕铁硼产品主要利润来源，也是公司发展战略的重心。低端钕铁硼产品产量占比约为20-30%，主要运用于磁选、普通工业电机、消费电子等，高端钕铁硼产品产量占比约为70-80%，主要运用于VCM（音圈电机）、MRI（核磁共振）、HDD（硬盘驱动器）、风机、节能家电等。目前，VCM（音圈马达）、风机、节能家电相对而言收入占比较高，分别可达到15-20%、10%、5-10%。

图2：公司产品结构



资料来源：公司调研 大通证券研发中心

子公司生产烧结钕铁硼的有五家，以产能排序为：宁波科宁达、天津三环乐喜、北京三环瓦克华、肇庆三环和山西三环，前三家主要以生产中高端产品为主，其中宁波科宁达的产能为5000吨以上，后两家主要生产低端产品，09年产量为1000吨左右。生产粘结钕铁硼的有一家：上海爱普生，产能达到1500吨，09年产量为800吨左右。通过各子公司在利润上的贡献也能明显的看出高端钕铁硼产品是公司的营利核心。

表3：近三年公司旗下各子公司营利情况（单位：万元）

子公司	宁波科宁达	天津三环乐喜	北京三环瓦克华	肇庆三环	山西三环	上海爱普生
持股比例	75%	66%	51%	65%	98%	70%
07 收入	60,691.20	41,448.68	16,705.18	10,497.56	2,287.39	25,331.99
08 年收入	55,018.13	45,206.02	20,630.96	9,766.72	2,098.76	28,569.97
09 年收入	37,649.57	35,656.98	14,837.14	5,673.18	1,588.54	26,243.74
07 年净利润	7,571.94	2,188.76	700.66	177.12	-15.45	1,764.74
08 年净利润	4,878.04	2,379.91	999.14	-26.73	-17.5	1,092.06
09 年净利润	3,640.51	905.47	745.85	-459.55	-32.51	520.45

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

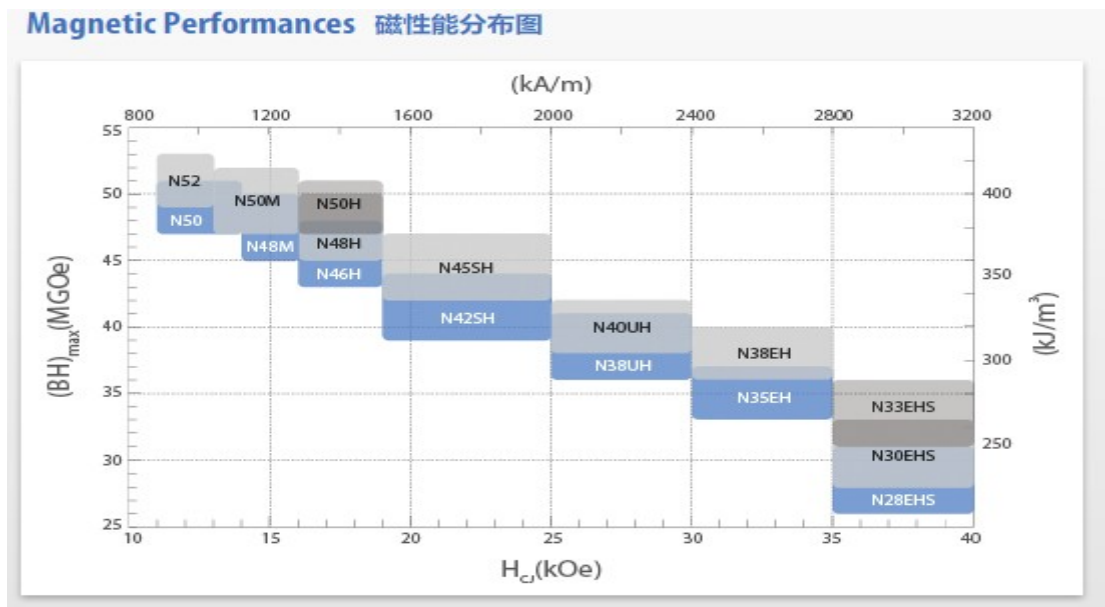
二、技术领先

世界永磁材料的发展史为：40 年代末出现AlNiCo 永磁，50 年代出现铁氧体永磁，60 年代了第一代稀土永磁SmCo5被成功研制出，70 年代第二代稀土永磁SmCo17出现，1983 年研制成功最新一代“永磁王”—NdFeB，其最大磁能积

(Bh_{max})、矫顽力 (bH_c) 等指标优异，具有体积小、重量轻和高效节能等优势。现代材料科学还未能发现替代者。

做为高新科技公司，技术上的优势是生存之本，按磁性能指标来看，生产N48可以反应企业的基本实力。公司的大股东北京三环新材料高技术公司是隶属于中科院的高新技术企业，在中科院的支撑下研发新型永磁材料，到现在已经20几年了，公司产业化的最高牌号为N52, 是业内的佼佼者，竞争优势明显。

图3: NdFeB磁性能分布



资料来源：公司网站 大通证券研发中心

09年，公司共申请专利70 余项，其中发明专利近50 项。2009 年专利授权总量为30 多项，同比2008 年增长翻倍。专利内容涉及成份配方优化、生产工艺改善、设备改型、装置完善、表面处理方法改进等高端钕铁硼永磁材料生产过程中的各个环节，对公司高档钕铁硼产品质量的改善和领先优势的保持起到了巨大的推动作用。

三、公司经营简析

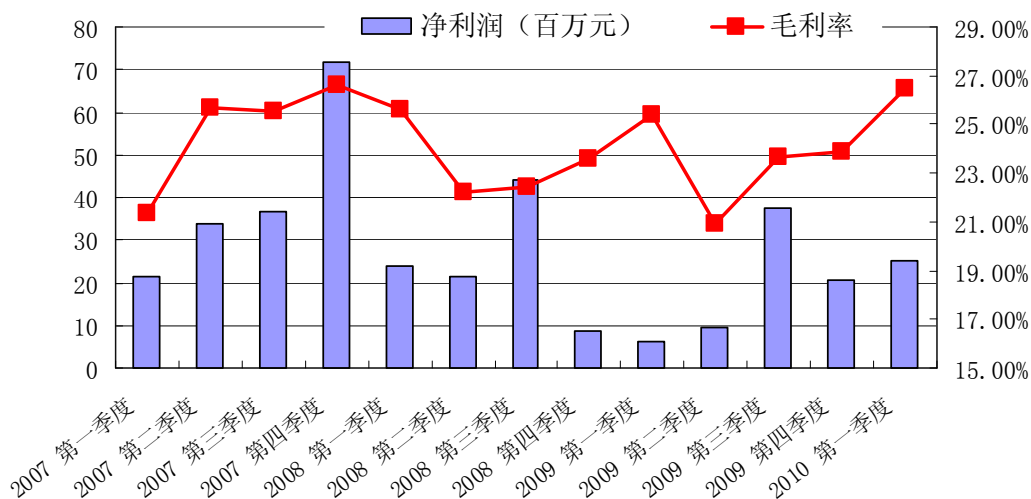
(一) 传统业务回暖

由于中高端钕铁硼的主要市场集中在发达国家，公司是比较典型的外向型企

业，产品主要面向欧美和日本等发达国家市场，出口比例在60%以上，希捷、西部数据和日立均是公司客户，占公司下游需求的20%左右。

危机期间，中国经济一枝独秀，而国外经济受伤较重，使公司业绩下滑，而随着经济复苏，公司国外需求处在恢复当中，在危机期暂不生产的客户在危机之后恢复生产，依然与公司“再续前缘”，公司的国外市场比较稳定。今年1季度公司的产能利用率恢复至历史同期较好的水平，部分子公司满产。公司实现营业收入4.41亿，同比增长71.9%，实现净利润2513万元，同比增长320%，毛利率同比增长了1.12个百分点，与07年以来最大值基本持平，公司的盈利能力在恢复，业绩在回升。

图4：07年以来公司各季度净利润、毛利率



资料来源：公司数据 大通证券研发中心

（二）新业务在悄然走进，而远景需求更加值得期待

相对于公司的传统业务是公司在新的业务领域拓展。所谓新业务就是受益于结构调整及低碳经济时代的到来而使钕铁硼永磁材料行业景气度上升而引发的中高端钕铁硼需求新的增量。具体表现在三个方面，风机引发新增需求、节能家电引发新增需求、新能源汽车引发的新增需求。从行业进入的技术壁垒而引发的难易程度来看，由易至难依次是风机、节能家电、新能源汽车，而竞争的激烈程度与之反向，放眼未来，公司的技术优势会给公司带来较为丰厚的回报。

1、风电电机

根据中国风能协会的数据，2009年中国（不含台湾省）新增风电装机10129台，容量13803.2MW，年同比增长124%；累计风电装机21581台，容量25805.3MW，年同比增长114%。做为国家支持项目，我们看到发展速度较快。

图5：2000年以来中国风电装机容量

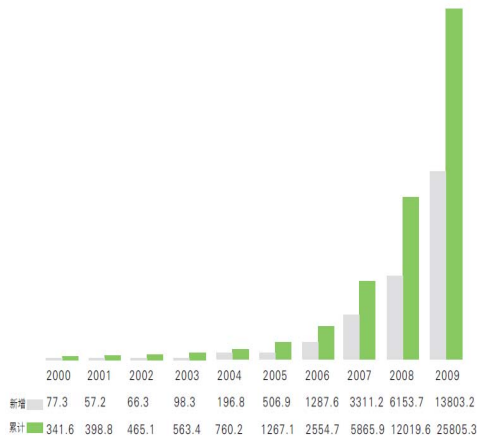


表4：2009风电机组制造商新增装机情况

装机规模 (MW)	企业名称	新增装机 (MW)
>1000	华锐	3495
	金风	2722
	东汽	2035.5
200-1000	联合动力	768
	明阳	748.5
	Vestas	608.75
	湘电风能	454
	GE	322.5
	Suzlon	293
	Gamesa	276.25
	上海电气	274.25
	运达	260.75
	REpower	198
100-200	华创	163.5
	北重	138
	远景	136.5
	南车时代	127.05
	华仪	119.46
	Nordex	111
	其它	551.2
总计	13803.2	

资料来源：CWEA 大通证券研发中心

现在，陆上风电建设已经接近饱和，而海上风电建设正在兴起。2010上海国际海上风电及风电产业链大会暨展览会6月7日在上海开幕时，国家能源局新能源和再生能源司司长王骏在致辞时说，我国政府承诺到2020年，非化石能源占一次能源的比重将增至15%。为实现这一目标，我国决定加快发展海上风电产业。今年2月底上海东海大桥34台3兆瓦海上风电机组整体成功安装。作为欧洲以外首个海上风电并网项目和中国第一个国家海上风电示范项目，其3兆瓦机组由华锐风电科技股份有限公司研发生产，拥有完全自主知识产权。东海大桥项目的成功，拉开了我国大规模海上风电项目建设的序幕。专家预计2015年中国海上风电装机容量将达到5000MW，2020年达到30000MW，2009年中国新增海上风电装机仅63 MW，累计形成894 MW。按1MW永磁风力发电机需用钕铁硼1吨左右来计算，至2015年，新增风机容量对钕铁硼未来需求4000吨以上。公司在风机领域与金风科技、湘电股份等风电龙头的主要电机磁材供应商之一。这里我们并没有考虑国际需求，如为了实现到2020年可再生能源提供总需求20%的目标，欧盟提出了到2020年海上风电总装机容量40000 MW的目标。为此，海上风电装机容量必须以年均28%的速度增长，

从2008年的366兆瓦增加到2020年的6900兆瓦。欧盟风能协会认为，这是个巨大的挑战，不过是可以实现的。风电电机引发的需求增量可以期待。

2、节能家电

节能家电主要是节能电机的应用，目前主要是变频空调，进一步发展还有冰箱以及洗衣机等。变频空调磁材的生产由子公司北京瓦克华来生产，该子公司的设计产能为1000吨，如果订单较为充分，厂房可以扩建，设备可以新增。也就是说，实际产能可以扩大。该业务是公司今年收入的增长点，预计可以增收2个亿左右，约占今年收入的10%，实现了该领域内零的突破。

我们比较看好变频空调业未来需求，尤其是国内市场。与定频空调相比，变频空调的可以节能20%左右，最高可达30%，且制冷快噪音低、控温精确。目前，在国内的市场的市场占有率才10%，而国际上已经达到了70%甚至90%。国内，政策的支持力度较大，财政部、国家发改委联合印发的《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知》，按要求现行2级能效空调成为新标准中的3级能效空调将失去节能补贴资格，并将补贴政策延长至2011年6月。这样，国内市场中变频空调的渗透率将得到逐步提高。

我国去年变频约有750万内销，业内预计，至2014年可生产2300万台变频空调，按每台变频空调用磁材0.2公斤左右计算，可产生4500吨左右的新增需求。

3、新能源汽车

虽然新能源汽车上公司还没有接到定单，但是公司比较看好新能源汽车这个市场，公司的研发实力较强，在这一市场上的技术进入壁垒又最强，相信只要新能源汽车进入量产后，公司会马上跟进。新能源汽车的发展前景比较明确，而且国内、外的各种补贴等优惠政策也比较明朗，这又是公司的优势所在。我们看好公司远期新能源汽车引发的需求。按汽车工业协会的预测，2014年，混合动力车的产量可达150万辆，按每辆车需求6公斤左右，可产生9000吨左右的新增需求。

四、产能不能完全释放是双刃剑

公司现有产能12000吨左右，而产量是8000吨左右，产能闲置4000吨左右，因此而产生的折旧对公司利润影响较大。问题的另一面是下游市场需求逐渐增加

时，公司并不存在产能瓶颈，短期内不会影响下游定单。对于新能源领域引发的需求我们也不认为会爆发式的增长，但行业渐入高景气度。因此，我们对操闲置产能持偏乐观的态度。

五、盈利预测、估值和评级

预测基本假设：下游需求逐渐恢复；毛利恢复至正常水平。经测算，公司2010年与2011年的EPS分别为0.31元、0.37元，对应6月18日收盘价12.99元，公司2010年与2011年的动态PE分别为41.9倍、35.1倍。参考公司历史PE其经营情况当享有较高的估值水平，我们给予公司45倍的PE，目标价为14元。首次评级，给予公司“增持”的投资评级，需要提醒投资者的是由于公司具有能源新材料概念，有时有被市场炒作的嫌疑，股价或会大幅波动，注意风险，逢低介入。

表 5：中科三环盈利预测（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	2079.43	1566.18	1915.44	2227.65
营业总成本	1927.89	1465.97	1697.21	1967.18
营业成本	1594.93	1200.05	1411.68	1635.10
营业税金及附加	3.46	3.00	3.67	4.27
销售费用	96.59	73.02	89.14	103.67
管理费用	147.26	124.91	144.21	167.71
财务费用	68.99	27.39	48.52	56.43
营业利润	149.02	92.23	218.22	260.48
营业外收入	18.75	23.22	24.02	24.78
营业外支出	3.79	6.56	8.23	9.04
利润总额	163.98	108.89	234.01	276.22
所得税	25.10	22.42	46.80	55.24
净利润	138.89	86.48	187.21	220.97
少数股东损益	41.04	12.92	27.97	33.01
归属于母公司所有者的净利润	97.85	73.56	159.24	187.96

资料来源：大通证券研发中心

六、投资风险

欧洲经济放缓影响需求；政策对新能源支撑不持续；新能源引发的需求增速低于预期；人民币升值；世界经济放缓影响整体需求。

— 正文完毕 —

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我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。在任何情况下, 本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 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、刊登或复制品, 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。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司