

2010年9月21日

中科三环

节能减排带来发展良机

A
未有评级

000970.SZ – 人民币 17.07

乐宇坤*

 (8621) 6860 4866 分机 8559
 yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300200010044

北京中科三环高技术股份有限公司（中科三环）是一家以钕铁硼等永磁材料产品研究、开发和生产为主的国内外龙头企业。公司技术、规模皆领先于国内其他竞争者，同时也位列全球第二大钕铁硼供应商。受益于国家节能减排政策拉动，2010年家电变频空调领域对公司节能电机的需求大规模井喷。此外大型直驱永磁风力发电机技术逐渐成为风力发电业主流技术，从而成为公司业绩支撑点。新能源汽车稀土永磁电动机将是公司未来发展亮点。

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	85	11	28	122
相对新华富时A50指数(%)	112	15	29	140

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	5.08
流通股(%)	57.46
流通股市值(人民币 百万)	49.83
3个月日均交易额(人民币 百万)	316
净负债比率(%)	51.2
主要股东(%)	
北京三环新材料高技术公司	24.32

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者
 中银国际证券有限责任公司

主要发现

- 节能环保变频空调销量逐步提升，未来将取代定频空调占据空调销售主导地位。
- 我国风电行业快速增长，风电装机容量逐年上升，同时直驱稀土永磁风力电机技术逐步成为主流技术。
- 新能源汽车如量产将带来汽车稀土永磁电机的需求井喷。
- 与五矿有色金属股份有限公司的战略合作将构建公司稳健的原材料供应体系。

风险

- 上游稀土原材料上涨给公司带来成本压力。
- 公司高附加值的高端产品发展战略将会面临日企的全面激烈竞争。

图表 1. 投资摘要（市场预测）

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,079.0	1,566.0	1,994.6	2,434.0	2,980.7
变动(%)	-	(24.68)	27.37	22.03	22.46
净利润(人民币 百万)	138.9	86.5	185.2	224.5	287.9
变动(%)	-	(37.72)	114.12	21.21	28.22
全面摊薄每股收益(人民币)	0.17	0.12	0.337	0.408	0.525
变动(%)	-	(29.41)	180.83	21.07	28.68
市盈率(倍)	99.3	140.7	50.1	41.4	32.2
市净率(倍)	7.15	6.89	5.49	4.88	4.25
净资产收益率(%)	8.16	5.91	11.7	12.8	14.3

资料来源：公司数据及万得咨询

公司背景

中科三环是我国稀土钕铁硼永磁材料行业龙头企业。公司在钕铁硼生产规模和技术研发领域均领先于国内行业竞争者，同时公司也位列全球第二大钕铁硼供应商。

公司钕铁硼永磁产品传统应用领域包括 VCM（音圈电机）、手机、音响等电子产品。新兴应用领域涵盖变频空调节能电机、大型直驱永磁风力发电机和新能源汽车动力系统。

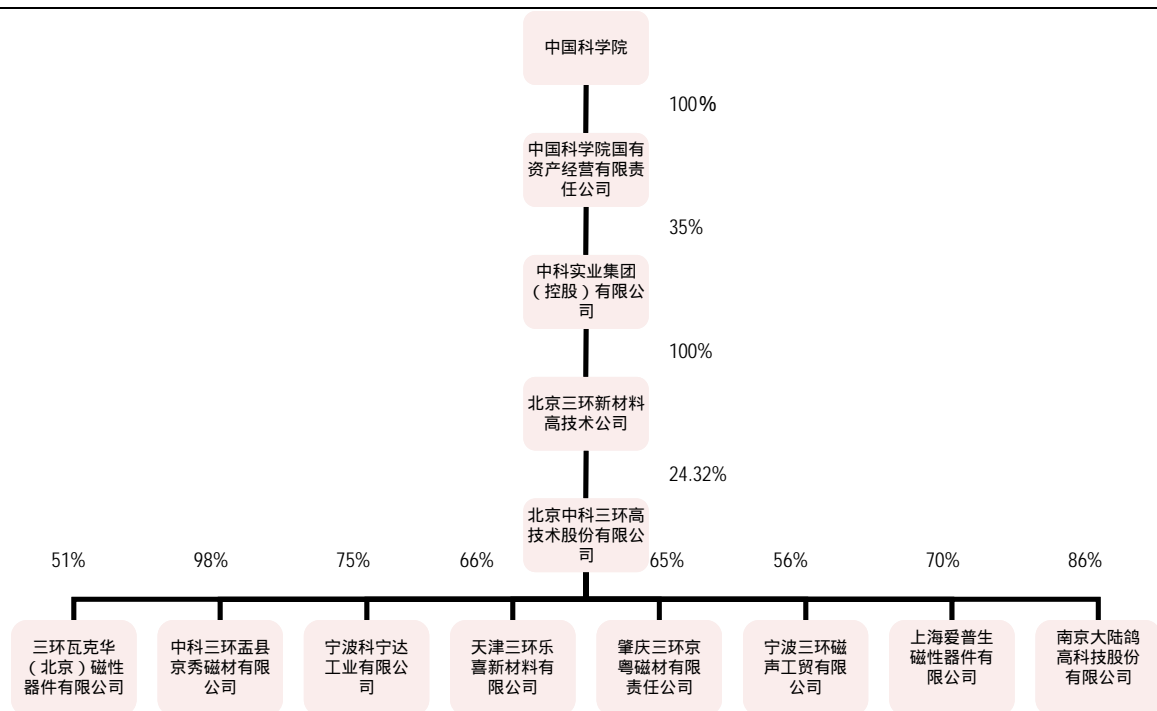
目前公司在变频空调节能电机和大型直驱永磁风力发电机已处于国内领先地位。此外公司也在密切关注新能源汽车的发展趋势，储备新能源汽车稀土永磁电机技术能力和客户资源，力争紧抓新能源汽车发展契机，大幅拓展公司业绩增长空间。

2010年上半年，公司稀土永磁材料收入同比大幅增长 71.25%，毛利也同比上升 2.69%。公司稀土永磁业务贡献了 97.66%的利润和 98.34%毛利。

公司产品以外销为主，2010年上半年公司主营业务外销比例高达 60.5%，内销约为 39.5%。

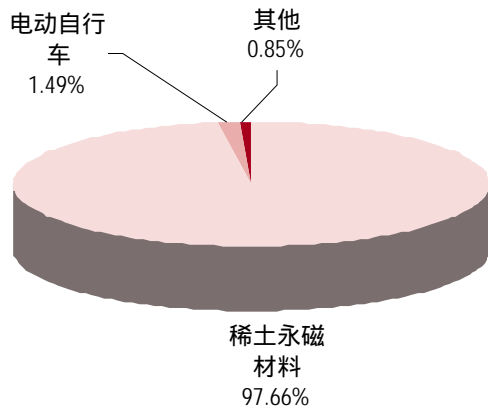
公司控股股东北京三环新材料高技术公司持有公司 24.32%的股权，公司实际控制人为中国科学院。

图表 2. 公司股权和主要控股公司结构图



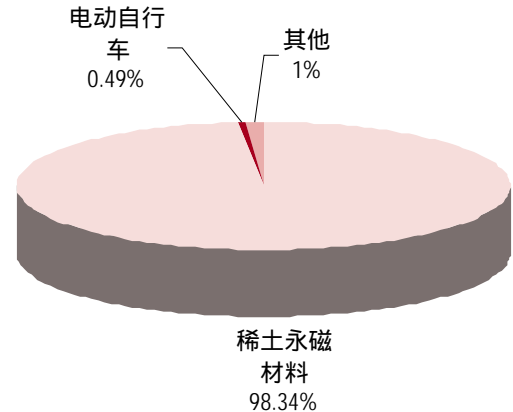
资料来源：公司数据

图表 3. 2010 年上半年销售收入构成



资料来源：公司数据

图表 4. 2010 年上半年毛利润构成



资料来源：公司数据

钕铁硼业务规模较大，涵盖中高档各类产品

中科三环是国内钕铁硼规模最大的企业，目前拥有钕铁硼年产能共 11,500 余吨，其中烧结钕铁硼年产能约 10,000 吨，粘结钕铁硼年产能约 1,500 吨，约占全国 20%-23%。近年公司产能利用率一直保持在 70%，近期没有扩产计划。

公司隶属于中国科学院，拥有强大的研发历史，历来重视对产品研发的投入。受益于此，公司 2009 年共申请专利 70 余项，其中发明专利近 50 项。

公司也是国内可生产 N52 最高牌号钕铁硼少数几家公司之一，且已经获得欧美相关认证。N52 牌号钕铁硼在新能源汽车电机领域拥有广阔的应用前景，借此公司将占领新能源汽车领域优势地位。

此外公司中高端钕铁硼产品在 VCM、核磁共振以及风力发电领域有着较为广阔的覆盖。

公司积极消化稀土价格上涨带来的成本压力

公司钕铁硼产品的主要原材料包括：稀土金属钕（约占 29%-32.5%）、金属元素铁（约占 63.95-68.65%）、以及非金属元素硼（约占 1.1-1.2%）。

今年以来受益于我国政府的稀土产业政策，稀土价格持续走高，对公司的成本产生一定的压力。

但公司产品价格具备一定的传导性。此外我们也注意到稀土价格虽然持续上升，但钽化物仍未触及 2007 年年中高点。同时公司在稀土元素价格波动的历史中也积累了应对成本上升的长期经验。所以我们可喜地看到公司毛利率 2010 年上半年同比小幅上升 2.69%。

与五矿战略合作构建稳健的供应体系和扩大生产成本优势

2010 年 7 月下旬，公司公告与五矿有色金属股份有限公司签署了《战略合作框架协议》。

根据协议，五矿有色将以最优惠的市场价格优先向公司提供镨钕、镝铁等必备的稀土原材料，并确保原料的供应稳定。而同时公司也将优先向五矿有色采购上述镨钕金属、镝铁等生产稀土永磁产品必需的原材料。

更为引人注目的是，双方同意适当时机在中重稀土资源地合资生产稀土磁性材料、合资投资新建稀土磁性材料生产线。

我们认为公司选择和五矿集团达成战略合作协议，除为了稳定的原材料供应外，更旨在稀土价格持续走高的预期下，最大程度降低价格波动给公司带来的负面影响，并获取价格较为低廉的原材料，以扩大公司的成本竞争优势。

盈利展望

我们认为公司在经历 2010 年上半年产销两旺的局面后，2010 年下半年公司盈利增速将有所放缓。

这主要源自出夏后变频空调市场夏季季节性需求告一段落。同时国家家电能耗补贴力度下降，因此占公司上半年营收 10%左右的变频空调业务暂时会有所下滑。

但电子产品通常在下半年尤其是第四季度迎来年度的销售旺季和结算期，受此影响公司将在钽铁硼产品传统应用领域获得较好的业绩。

我们认为公司 2010 年中报中预告 2010 年前三季度基本每股收益达 0.20 元是可以实现的。

主要风险

变频空调和电子产品的市场竞争日趋激烈，各公司对产品的成本控制力度也不断在不断加强。虽然公司具有一定的价格传导性和议价能力，但一旦稀土价格大幅上升，将削弱公司消化成本的能力，降低公司盈利水平。

同时一些日本企业仍然在高端钕铁硼的应用和研发领域占据世界领先地位，公司未来期望做大做强高端产品势必会与日企展开全方面的竞争，从而面临不小的市场竞争风险。

初步结论

钕铁硼属于第三代稀土永磁材料，具有体积小、重量轻和磁性强的特点，是迄今为止性能价格比最佳的磁体，在磁学届被誉为“磁王”。

在钕铁硼的新兴应用领域，随着我国乃至全球各国政府对节能减排理念的逐步贯彻实施，我们认为节能电机在空调、冰箱、洗衣机等家电领域的应用将被逐步挖掘。此外风力发电作为一种清洁能源将广受重视，而大型直驱永磁风力发电机作为风力发电机的行业发展趋势将带动钕铁硼的消费。最后我们认为新能源汽车发展将给钕铁硼企业带来历史性的契机，钕铁硼的需求将随未来新能源汽车的普及呈现出爆发式的增长。而在钕铁硼的传统应用领域，随着全球经济复苏VCM、手机和音响等电子产品消费也将呈现出喜人的发展势头。因此我们对钕铁硼的中长期需求持十分乐观的态度。

中科三环作为我国国内技术和规模龙头企业，享有较明显的竞争优势。我们相信随着钕铁硼行业的蓬勃发展，公司也将在未来几年处于高速发展期，因此公司可以获得较高的估值。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 9 月 17 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371