

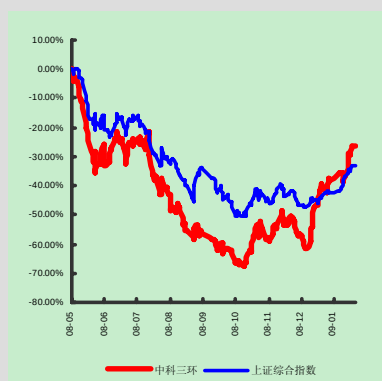
有色金属行业

中科三环 (000970)

评级 增持

有色金属行业研究员
任宪功
010-88086830-695
renxg@rxzq.com.cn

中科三环与上证指数走势对比图



钕铁硼是混合动力车电机最适合的磁性材料
公司在新能源领域前景广阔

投资要点

- 混合动力汽车的最主要关键部件是锂离子动力电池和永磁同步电机。由于钕铁硼相对于永磁铁氧体而言磁性强很多，使其成为应用于永磁同步电机最为适合的磁性材料；
- 公司目前是国内最大，世界第二大钕铁硼生产企业。随着混合动力车的快速发展，我们认为未来公司所产钕铁硼在这一领域的应用前景广阔；
- 风力发电机用磁体也是公司未来业绩重要的潜在增长点；
- 预计 2009 年公司业绩仍然受经济周期较大影响；我们估算公司 08、09 年 eps 分别约为 0.2303 元、0.2483 元，同比增长分别为-28.04%和 7.84%；
- 虽然预计公司 08、09 年业绩一般，并且公司估值较高，但是由于公司在混合动力机车和风力发电机用磁体方面具有很大的发展潜力，我们给予公司“增持”评级。

单位：百万元	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
营业收入	1,648	1,792	2,074	2,226	2,394
同比增长率	57.56%	8.73%	15.74%	7.30%	7.55%
净利润	156	141	164	117	126
同比增长率	36.07%	-9.43%	15.94%	-28.73%	7.84%
每股收益（元）	0.3080	0.2760	0.3200	0.2303	0.2483
同比增长率	36.07%	-10.39%	15.94%	-28.04%	7.84%
PE			22.03	30.61	28.39

1、国内外政策对混合动力汽车的发展予以大力推动

根据 Autodata 的资料显示, 2007 年美国混合动力电车的销量逾 30 万辆, 较 2006 年增长 30%。

2009 年 1 月奥巴马就任新一届美国总统, 新能源行业受人瞩目的程度达到了前所未有的境地。奥巴马提出的经济振兴方案中有关再生能源的扣抵税额可能由原先规划的 100 亿美元提高到约 200 亿美元以上。

随着奥巴马扶持新能源的政策逐渐亮相, 新能源汽车的发展也将获得新的动力。奥巴马新政中提出, 促使政府和私营行业大举投资于混合动力汽车、电动车等新能源技术, 以每辆 7000 美元的抵税额度鼓励消费者购买节能型汽车, 动用 40 亿美元联邦政府资金来支持汽车制造商, 力争到 2015 年实现美国的混合动力汽车销量达到 100 万辆。

我国也对混合动力车出台财政补贴政策, 大力支持混合动力汽车产业化发展。2008 年 1 月 24 日, 财政部、科技部发出了《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》, 决定在北京、上海、重庆、武汉、深圳等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广工作, 表示将以财政政策鼓励在公交、出租、公务和环卫等公共服务领域率先推出新能源汽车, 对推广与使用单位购买节能新能源汽车给予补助。2009 年 2 月 5 日, 财政部发文, 确认了中央财政对购置新能源汽车给予补贴的对象和标准, 其中够车补贴标准最高的为最大点功率比 50% 以上的燃料电池公交车, 每辆车可获得 60 万元的推广补助。

2、钕铁硼由于磁性强, 使其成为用于混合动力车最适合的磁性材料

混合动力汽车的最主要关键部件是锂离子动力电池和永磁同步电机, 钕铁硼是用于永磁同步电机最为适合的磁性材料。

永磁体按材料来分, 可分为稀土永磁体和永磁铁氧体两大类。其中, 稀土永磁体从磁体被开发出来的时间来看, 又分为铝镍钴磁体、钴钕磁体, 钕铁硼磁体三代。钕铁硼磁体作为第三代稀土永磁材料, 在剩磁、矫顽力、磁能积三大磁性指标上表现出色, 而且成本也比前两代稀土永磁材料低很多, 因此近几年发展最快, 被认为是最具潜力的磁材。

钕铁硼和永磁铁氧体相比, 虽然后者具有抗氧化腐蚀能力强、性价比高和原材料丰富等优点, 但是由于钕铁硼比永磁铁氧体的磁性强很多, 决定了混合动力车汽车只能使用钕铁硼。关于钕铁硼和永磁铁氧体磁性对比情况, 以电脑硬盘驱动器为例, 如果将目前普通电脑硬盘驱动器所用的钕铁硼磁体换成永磁铁氧体的话, 那么硬盘驱动器的体积将和一间屋子大小。而对于混合动力汽车而言, 只有使用钕铁硼作为磁体的永磁同步电机才能做到体积合理, 并且最大程度地节约能源。

3、公司在混合动力汽车用磁体领域的发展前景广阔

公司主营业务是稀土永磁和新型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售。公司目前是国内最大, 世界第二大钕铁硼生产企业。2007 年公司钕铁硼毛坯产量达到 8000 吨, 占国内总产量的 16%。公司所生产产品大部分为高端产品, 其中代表产品为硬盘驱动磁头音圈电机 VCM 是公司的主导产品。VCM 是用于电脑硬盘驱动器的钕铁硼永磁体, 目前公司是全球第二大 VCM 生产企业, 约占全球 25% 的市场份额, 收入约占公司总收入的 30% 左右。

根据电话调研得知, 公司在混合动力车用磁体的研究方面已经较为成熟, 但是目前暂时并没有多少业务。目前日本的混合动力车所用稀土永磁材料主要从全球第二大钕铁硼磁性材料制造商日本企业 NEOMAX 采购, 公司难以打入日本市场。公司未来面向的主要市场将是国内

和欧美国家。

由于预计未来几年混合动力车在国内外将会出现快速发展,并且公司所产的混合动力汽车用永磁材料的成本比日本企业NEOMAX的低很多,加之公司规模优势明显,我们认为公司未来在这一领域前景广阔。

4、风力发电机用磁体也是公司未来业绩重要的潜在增长点

(1) 风电行业快速发展:

加快开发利用风能已成为全球能源界的共识。近几年我国风电产业也以远超前规划的速度发展。中国是全球风力发电增长最快的市场之一。2008年,政府加大了对风电装机容量的规划。2007年9月中国政府发布的《可再生能源中长期发展规划》中提出的目标是,到2020年,全国风电总装机容量达到3000万千瓦,2008年12月将目标提高了4倍。中国初步设想在2020年前建成6个千万千瓦级别的大风电基地:包括甘肃1200万千瓦、新疆哈密2000万千瓦、内蒙西部2000万千瓦、内蒙东部3000万千瓦、河北1000万千瓦和江苏1000万千瓦。这些超大规模的风电基地大部分都在我国较为贫困的省份。

1台1.5兆瓦级风电机组需使用的永磁材料约为1吨。由此预计由风电应用带动的永磁材料需求量规模很大。

(2) 在风电领域,稀土永磁电机相对于线圈电机等而言,具有诸多优点

风电机组有不同的技术路径,其中只有直流永磁技术与永磁材料生产企业有关。永磁电机相对于线圈电机等而言,具有以下优点:

a、效率较高。在风电领域,钕铁硼主要用于制作风电电机,相较于线圈电机等,稀土永磁电机具有结构简单、运行可靠、体积小、质量轻、损耗小、效率高、电机的形状和尺寸可以灵活多样等显著优点,而且在额定的低转速下输出功率较大、效率较高,也就是说稀土永磁电机能够利用更低的风速和产生更少的能源耗费(线圈电机本身需要耗电)。此外,稀土永磁电机的应用对于我国具备更加重要的作用,我国低风速的三类风区占到全部风资源的50%左右,适合使用永磁电机风电机组。

b、满足风电装机容量大型化趋势的要求。风电机组更新速度加快和单机容量大型化是一种趋势。目前国际上商业化风电机组的主流机型是单机容量1.5兆瓦左右的机组,但也有2-3兆瓦的机组投入商业化运行。国内市场则正在发生主流机型由兆瓦级以下机组向兆瓦级机组的转换。预计2009年以后,2兆瓦以上机组有可能成为市场的主力机型。大容量机型对电机的要求更高,一般采用直驱永磁电机,而钕铁硼作为磁容最大的永磁材料无疑将是最合适的。

(3) 公司在风电领域的发展现状和前景

根据电话调研,公司在几年前就已经开展风电电机磁体的研究,目前具有生产稀土永磁电机磁体的能力,2009年也有少量订单。

由于之前国内中小厂家在报价方面采取压价策略,整个风电电机磁体领域竞争较为激烈,公司考虑到生产风电电机磁体毛利率很低这一因素,没有在这方面大规模发展。

虽然短期内公司在风电市场难以有大地发展,但是考虑到世界及我国风电发展的广阔前景,未来风电装机规模的快速增加,对稀土永磁风电电机的需求也将呈现快速发展的势头,公司作为国内最大、全球第二大钕铁硼磁性材料制造商,在风电领域的发展潜力值得关注。

5、盈利预测

(1) 近期业绩情况:

通过对公司电话调研得知,虽然公司原材料氧化钕的价格从 08 年上半年最高的每吨 30 多万元降至目前的每吨 8 万元左右,但是由于下游硬盘厂商受需求下降影响,盈利能力大幅下降,全球最大的硬盘生产商希捷最新的季度报告业绩环比下降 83%。硬盘企业的盈利压力开始向上游钕铁硼磁材企业传导,公司业绩受到影响。

预计 2009 年公司业绩仍然受经济周期较大影响。

(2) 盈利预测:

表1: 盈利预测表

单位: 百万元

	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
一、营业总收入	1,648.21	1,792.14	2,074.19	2,225.71	2,393.80
同比增长	57.56%	8.73%	15.74%	7.30%	7.55%
营业收入	1,648.21	1,792.14	2,074.19	2,225.71	2,393.80
二、营业总成本	1,438.14	1,592.42	1,858.01	2,049.88	2,194.16
营业成本	1,183.97	1,331.13	1,554.83	1,702.67	1,819.29
营业税金及附加	2.42	3.10	3.60	3.56	3.83
销售费用	89.25	97.07	109.22	100.16	107.72
管理费用	132.80	129.58	136.56	166.93	179.53
财务费用	29.69	33.52	51.68	77.90	83.78
资产减值损失	0	-1.98	2.13	-1.33	0.00
三、其他经营收益	0	0	0	0.00	0.00
投资净收益	-4.35	4.10	5.87	-0.44	0.00
四、营业利润	208.83	203.83	222.05	175.38	199.64
加: 营业外收入	1.07	0.99	22.60	13.28	0.00
减: 营业外支出	2.26	7.14	1.75	3.53	0.00
五、利润总额	207.67	197.68	242.90	185.13	199.64
减: 所得税	31.72	32.22	47.64	42.58	45.92
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0.00	0.00
六、净利润	175.95	165.46	195.26	142.55	153.72
减: 少数股东损益	19.75	23.99	31.25	25.66	27.67
归属于母公司所有者净利润	156.20	141.46	164.01	116.89	126.05
同比增长	36.07%	-9.43%	15.94%	-28.73%	7.84%
七、每股收益:					
(一) 基本每股收益(元)	0.3080	0.2760	0.3200	0.2303	0.2483
(二) 稀释每股收益(元)	0.3080	0.2760	0.3200	0.2303	0.2483
同比增长	36.07%	-10.39%	15.94%	-28.04%	7.84%

6、估值和投资建议:

金属材料行业09年动态市盈率在21.49倍左右,市净率(MRQ)在2.75倍左右。公司09年动态市盈率约为28.39倍,市净率(MRQ)在3.05倍,公司估值较高。

虽然预计公司 08、09 年业绩一般,并且公司估值较高,但是由于公司在混合动力机车和风力发电机用磁体方面具有很大的发展潜力,我们给予公司“增持”评级。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。