



08 年行业需求遇冷，期待风电市场的突破

—— 中科三环 (000970) 2008 年报点评

分析师

何奇峰

☎ 010-88366060-8876

✉ heqf@cgws.com

要点:

- **净利润大幅下滑 40.4%。** 中科三环 2008 年营业收入 20.79 亿元，同比仅增长 0.25%；归属母公司股东净利润 9785 万元，同比下降 40.4%，每股收益 0.19 元，低于我们的预期。公司年度利润分配方案为每 10 股送现金 0.55 元(税前)。
- **四季度盈利大幅下降拖累全年业绩。** 受国际经济危机的影响，公司 2008 年 4 季度仅实现营业收入 4.45 亿元，同比下滑了 27.9%，环比 3 季度下滑近 25%，需求回落幅度超出我们的预期。由于费用支出的相对刚性，4 季度净利润仅 863 万元，同比下滑 88%。不过，上游原材料价格的回落使得公司毛利由 3 季度的 22.4%回升到 23.6%。
- **三项费用控制良好，经营性净现金流较上年明显改善。** 全年来看，公司三项费用控制良好，营业费用同比下降 11.56%，管理费用同比增长 7.84%。经营性净现金流入 4.13 亿元，同比增长 323.8%，这与公司加强应收账款催收和存货管理有关。另一方面，原材料价格回落使得经营性支出下降，提升了经营性现金净流入规模。
- **下游应用市场 09 年面临萎缩风险。** 当前欧美经济体失业率高企，经济仍未看到见底迹象，09 年全球 PC、消费电子、通讯产品和汽车电子等市场将面临下滑风险。上述产品是公司钕铁硼的主要应用领域，下游行业需求下滑将会对 09 年公司经营造成较大冲击。此外，公司钕铁硼产品出口比例较高，而 09 年出口市场也将面临较大挑战。总体而言，中科三环 2009 年将面临较大的销售放缓压力。
- **风电电机市场广阔，但短期对公司盈利贡献有限。** 2008 年下半年，公司陆续接收到海外客户的稀土直驱永磁电机磁瓦订单，同时公司也进入了部分国内风机厂商的认证程序，2009 年将会有来自国内客户的订单释放。由于市场保密的要求，我们还不了解中科三环目前的风电电机磁瓦订单的情况，预计 2009 年来自风电电机市场销售的收入不会超过公司总收入的 5%，对公司整体收入和盈利贡献仍有限。
- **一季度收入下滑明显，毛利将略有提升。** 09 年 1 月份延续了 08 年四季度以来的低迷状况，1 月份订单同比下滑 30%以上，一季报业绩下滑已成定局。近期金属镨钕价格由 2008 年年底的 7.5 万元/吨上涨到 3 月底的 9.9 万元/吨，整体来看一季度原材料采购价格仍可能较 08 年 4 季度略低，我们预计中科三环一季度毛利将提升到 24%左右。
- **下调评级至中性。** 我们调低公司 2009-2010 年 EPS 预测分别至 0.28、0.32 元，考虑到 09 年行业需求下滑风险，我们调低中科三环评级至中性。

投资评级：中性（下调）

市场数据

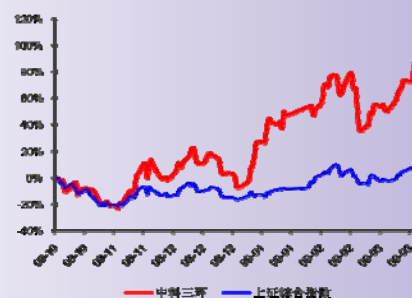
最新股价：7.76 元

总市值(百万元)	5.853
流通市值(百万元)	1.077
总股本(百万股)	507.60
流通股本(百万股)	290.30
12 个月最高/最低	11.93/3.02
十大流通股占总股本比	9.71%

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2,079	2,125	2,227
营业利润(百万元)	149	201	224
净利润(百万元)	98	144	160
EPS (元)	0.19	0.28	0.32
市盈率(倍)	40.25	27.40	24.61

公司股价表现图



相关报告

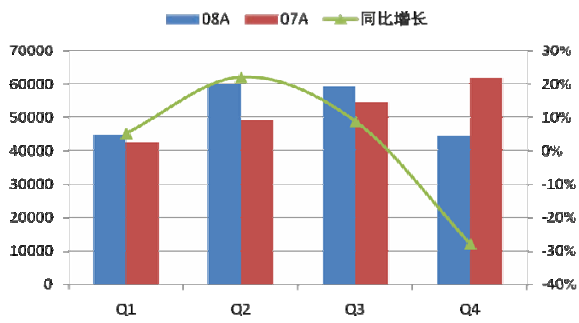
《期待下半年盈利回升》中科三环 2008 中报点评
2008. 8. 23

《原材料价格回落，业绩稳定性提升》 中科三环
跟踪调研报告 2008. 5. 23

独立声明

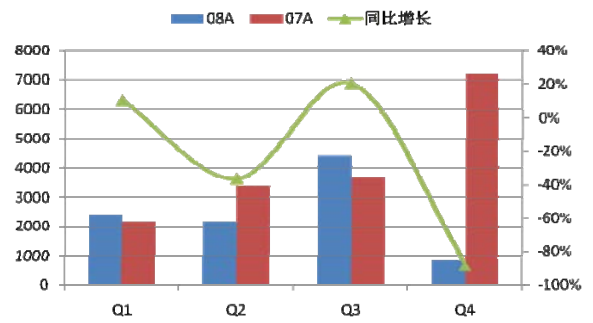
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图1 中科三环单季营业收入变化



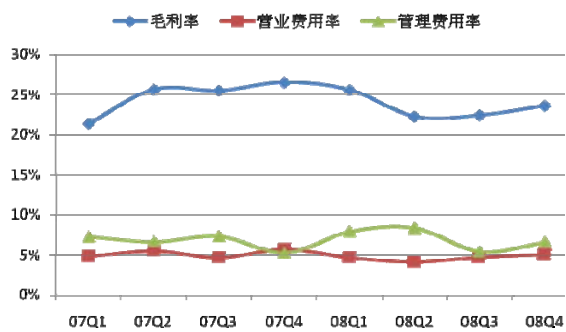
数据来源:Wind 资讯

图2 中科三环单季净利润变化



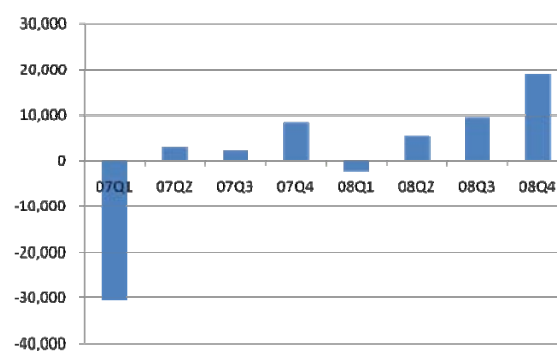
数据来源:Wind 资讯

图3 中科三环单季毛利率和费用率变化



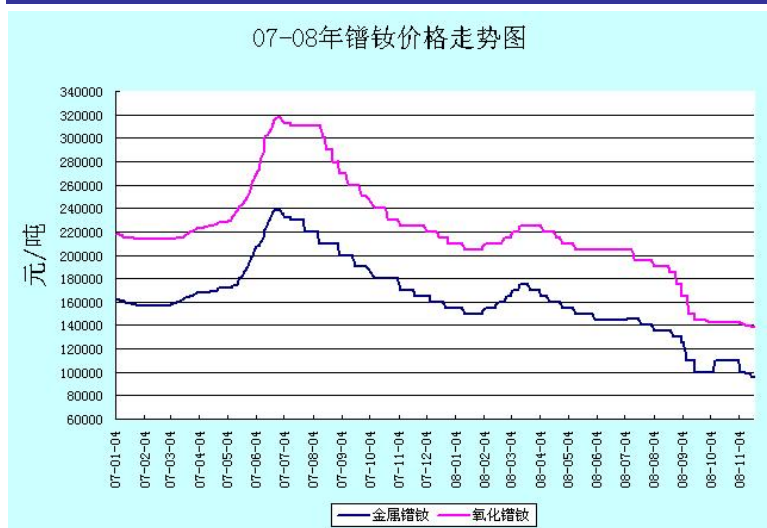
数据来源:Wind 资讯

图4 中科三环单季经营性净现金流变化



数据来源:Wind 资讯

图5 2007-2008 年金属镨钕价格走势



数据来源: 中华商务网

附：公司未来三年盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	207943	212502	222707	240524	成长性				
营业成本	159493	162046	169257	182798	营业收入增长	0.3%	2.0%	5.0%	8.0%
利息收入	0	400	528	579	营业成本增长	2.6%	1.6%	4.5%	8.0%
利息支出	0	2960	3049	3150	营业利润增长	-32.9%	35.1%	11.4%	10.8%
销售费用	9659	11029	11803	12748	利润总额增长	-32.5%	22.8%	11.4%	10.8%
管理费用	14726	15908	16258	17077	净利润增长	-40.3%	46.9%	11.4%	10.8%
投资净收益	-251	0	0	0	盈利能力				
营业利润	14902	20135	22422	24849	毛利率	23.3%	23.7%	24.0%	24.0%
营业外收支	1496	0	0	0	销售净利率	4.7%	6.8%	7.2%	7.4%
利润总额	16398	20135	22422	24849	ROE	6.7%	8.9%	8.8%	8.8%
所得税	2510	3020	3363	3727	ROIC	11.4%	11.1%	11.8%	11.9%
少数股东损益	4104	2739	3051	3381	营运效率				
净利润	9785	14376	16008	17741	销售费用/营业收入	4.6%	5.2%	5.3%	5.3%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	7.1%	7.5%	7.3%	7.1%
货币资金	46914	75748	86077	91527	投资收益/营业利润	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	43700	44541	51223	60131	所得税/利润总额	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	120	212	223	241	应收帐款周转率	4.71	4.44	4.00	3.85
存货	42347	45373	47392	54839	存货周转率	3.64	3.49	3.31	3.21
流动资产合计	146069	176274	194686	215609	流动资产周转率	1.29	1.15	1.09	1.05
固定资产	75848	81103	86272	92776	总资产周转率	0.81	0.76	0.73	0.72
资产总计	246843	267916	291022	317974	偿债能力				
短期借款	57455	58955	60955	62955	资产负债率	41.2%	39.4%	37.7%	36.3%
应付款项	27640	28358	29620	31990	流动比率	1.45	1.68	1.79	1.88
流动负债合计	100833	104790	108837	114668	速动比率	1.03	1.25	1.35	1.40
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	101713	105670	109717	115548	EPS	0.193	0.283	0.315	0.350
股本	50760	50760	50760	50760	每股净资产	2.86	3.20	3.57	3.99
留存收益	69084	83459	99468	117208	每股经营现金流	0.81	0.53	0.46	0.42
少数股东权益	25287	28026	31077	34458	每股经营现金/EPS	4.2	1.9	1.4	1.2
权益合计	145131	162246	181305	202426	估值	2008A	2009E	2010E	2011E
负债和股东权益总计	246843	267916	291022	317974	PE	40.3	27.4	24.6	22.2
现金流量表（万元）					PEG	1.84	2.47	2.27	-
经营活动现金流	41338	26937	23176	21267	PB	2.7	2.4	2.2	1.9
其中营运资本减少	10479	1086	-6037	-11641	EV/EBITDA	14.16	14.25	12.79	11.50
投资活动现金流	-13046	397	-14847	-17817	EV/SALES	2.17	2.14	2.05	1.90
其中资本支出	-14110	-13516	-14847	-17817	EV/IC	2.62	2.57	2.41	2.19
融资活动现金流	-11534	1500	2000	2000	ROIC/WACC	1.20	1.17	1.24	1.26
净现金总变化	16573	28834	10329	5451	REP	2.19	2.19	1.94	1.74

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

何奇峰：中国人民大学金融学硕士，电子/家电行业分析师，二年证券从业经验。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%； 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间； 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间； 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%。
		预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上； 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间； 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间； 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。