

2010 年 01 月 13 日

电子元器件行业

中科三环 (000970)

评级: 增持

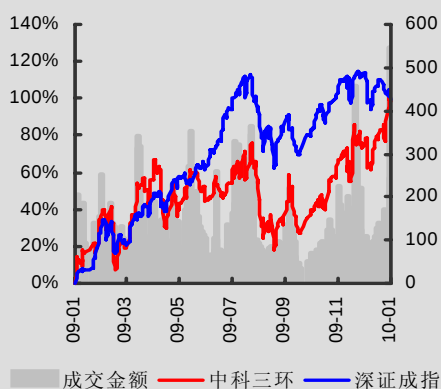
电子行业研究员

李志中

010-88086830-675

lizz@rxzq.com.cn

中科三环股价与深圳成指对比:



市场数据: 2010 年 01 月 13 日

中科三环: 10.06 元

总股本: 5.08 亿股

流通股: 2.90 亿股

业绩翻转趋势确立, 新市场应用亟待突破

- **国内稀土成品龙头企业。**公司是中国最大、全球第二大钕铁硼永磁材料制造商, 全球唯一能够用烧结和粘结两种工艺生产钕铁硼永磁材料的企业, 在国内钕铁硼稀土永磁材料的市场占有率高达5%, 在全球市场占有率高达15%以上。目前, 公司已经形成8000吨烧结钕铁硼和800吨粘结钕铁硼的产能, 主要分布在宁波3500吨、天津2500吨、北京1000吨、广东和山西各500吨。公司是全球VCM (Voice Coil Motor) 用钕铁硼第二大供应商, 产品定位于以电机和电子产品为主的高端应用, 占比约为60%, 是公司利润的主要来源, 主要客户有Philips、Siemens、西部数据、Sandisc等。另一块比较大是为国内风电设备企业供货, 主要客户为金风科技以及湘电股份, 约占15~20%的份额, 因为供应国内市场产品价格优势得不到有效发挥, 供给国内客户利润较低。
- **出口复苏推动公司业务回升。**国内11月份进出口总值同比开始增长, 12月份进口和出口同比双双出现强劲增长, 表明我国对外贸易在加速复苏。公司是全球第二大VCM供应商, 主要用于消费电子领域, 约占主营收入的60%。受益于全球电子产品需求回升, 四季度公司用于出口的高档钕铁硼产能利用率已接近满产, 以内销为主的低端产品产能利用率也在逐步提升。一季度对公司来说是传统淡季, 但今年一季度, 公司订单饱满, 超过08年一季度已没有悬念, 与09年同期相比更是高出许多, 但由于09年下滑严重, 公司业绩要恢复到07年的水平还存在一定困难。
- **公司毛利源于市场需求而非原料价格。**钕铁硼重要原材料金属钕价格从09年10月份的130000元/吨上涨到目前的180000元/吨, 金属钕价格的持续上涨对钕铁硼下游应用有一定的抑制副作用, 但处于行业中游的公司并不担心金属价格的波动。金属钕价格波动对公司毛利的影响并不大, 主要是整个行业价格体系相对透明, 公司对下游用户有较强的议价权, 可以根据原材料市场行情适时调整产品价格, 以保持毛利稳定。公司在09年金属钕价格低位运行时囤积了大量原材料存货, 使得公司目前能够很好的掌控生产成本和产品价格。根据经验判断, 金属钕价格在低位时候, 高档钕铁硼行业毛利率并不是最高, 而金属钕价格高位时毛利率也并不是很低, 整体来看毛利波动较小, 我们分析的结果判断金属钕价格在每吨20万元左右时, 产业链各个环节利润能被企业广泛接受, 整个行业良性互动, 这个观点也得到企业认同。
- **稀土政策或对公司产生利好。**最近, 《稀土工业产业发展政策 (征求意见稿)》规定要实行严格的进出口管理和收储。征求意见稿在出口方面的规定来看, 作为轻稀土类元素, 钕及其氧化物目前尚未被列为限制出口名单, 但从工信部的态度来看, 希望将每年的稀土出口配额总量控制在3.5万吨以内。配额减少使得国外稀土用户 (钕铁硼) 产量受限, 一

且下游新型应用，如新能源汽车市场快速增长时，国外钕铁硼供应商可能出现产能不足瓶颈，从而有助于公司在性价比占优的情况获得机会，打开相关市场。此外，政府将鼓励稀有金属的高附加值和制成品出口，公司的钕铁硼作为高附加值成品可以享受17%的出口退税待遇。

- **新能源汽车规模应用仍需耐心等待。**钕铁硼是新能源汽车电机的重要原材料之一，在新能源汽车中用量较大，据估算每一台HEV约需要两公斤钕铁硼。目前新能源汽车产业以日本最为成熟，2009年全球新能源汽车产量超过100万辆，对钕铁硼需求量超过2000吨。公司产品虽能满足HEV的需求，但受限于日系排他性规则，要成为日系汽车供应商短期内不太现实。中国虽然也在积极开展新能源汽车产业，但由于国内新能源汽车由于技术、价格以及相关配套不完善等方方面面的原因，市场还处于导入阶段。为实现节能减排，国家将新能源试点城市从09年的13个提高到10年的20个，并对私人购买者给予补贴，在一定程度上有利于新能源汽车市场的发展，但从中国的实际情况来看，新能源汽车在2010年难有突破。公司目前也正在积极与国内整车和电机部件供应商合作，以便谋求将来在新能源汽车中占到一席之地。
- **盈利预测与投资建议：**总体来看，公司2010年在新能源汽车市场中不会有突破性进展，风电设备方面的供应将基本与去年持平，整个业绩增长仍将依靠钕铁硼在原有应用市场的出口拉动。根据测算，我们预测公司10、11、12年归属母公司净利润分别为1.01、1.35、1.54亿元，对应的EPS分别为0.20、0.27、0.30元，对应PE为51、38、34倍，单从估值角度看股价偏高，但公司业绩在出口恢复带动增长的同时，未来新型风电设备和新能源汽车预期强烈，我们给予“增持”评级。

附表：中科三环盈利预测表

单位：万元	2008 年报	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业总收入	207,943.0	160,532.0	192,317.4	216,164.7	241,672.1
营业总成本	192,789.3	148,749.0	178,220.5	198,568.9	220,815.8
营业成本	159,492.7	120,720.1	145,968.9	162,772.0	181,254.1
营业税金及附加	346.3	289.0	365.4	389.1	459.2
销售费用	9,659.1	8,636.6	9,769.7	11,197.3	12,035.3
管理费用	14,726.4	14,126.8	15,000.8	17,725.5	19,333.8
财务费用	6,898.9	4,334.4	5,769.5	5,404.1	6,283.5
资产减值损失	1,666.0	642.1	1,346.2	1,080.8	1,450.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-251.5	-1,123.7	250.0	216.2	314.2
营业利润	14,902.3	10,659.3	14,346.9	17,812.0	21,170.5
加：营业外收入	1,875.0	1,926.4	2,307.8	2,594.0	2,900.1
减：营业外支出	378.8	256.9	307.7	345.9	386.7
利润总额	16,398.5	12,328.9	16,347.0	20,060.1	23,683.9
减：所得税	2,509.8	1,898.6	2,746.3	3,470.4	4,049.9
净利润	13,888.7	10,430.2	13,600.7	16,589.7	19,633.9
减：少数股东损益	4,103.6	1,074.3	1,400.9	1,708.7	2,022.3
归属于母公司所有者的净利润	9,785.1	9,355.9	12,199.8	14,881.0	17,611.6
每股收益：					
(一) 基本每股收益(元)	0.19	0.18	0.24	0.29	0.35
(二) 稀释每股收益(元)	0.19	0.18	0.24	0.29	0.35

资料来源：公司财报 日信证券研发部

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。

联系方式:

日信证券有限责任公司

地 址: 内蒙古呼和浩特市锡林南路 18 号 邮政编码: 010020

电 话: 0471-6292477 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司北京分公司

地 址: 北京市西城区闹市口 1 号长安兴融中心西楼 11 层 邮政编码: 100031

电 话: 010-88086830 电子邮件: rxzq@rxzq.com.cn

日信证券有限责任公司 (其他分支机构)

北京营业部

北京市西城区新街口北大街 3 号星街坊购物中心 6 层

营业部咨询电话: 010-82200210/82200220 传真: 010 - 82200213

呼和浩特营业部

内蒙古呼和浩特锡林南路 18 号

营业部咨询电话: 0471-6292456 传真: 0471 - 6292477

通辽营业部

内蒙古通辽市和平路中段 178 号

营业部咨询电话: 0475-8266873 传真: 0475 - 8266873

乌兰浩特兴安北大路营业部

内蒙古乌兰浩特市财政大楼

服务部咨询电话: 0482-8226224 传真: 0482 - 8234960