

金属新材料 II

2010 年 1 月 25 日

中科三环(000970)

当前股价: 9.53

目标价: 11.6

节能环保推动需求增长

投资要点:

- 公司是国内规模最大、技术实力最强的钕铁硼生产企业,总产能约 9000 吨,全球市场占有率超过 10%。公司产品主要应用于风电、硬盘、汽车、手机等消费电子产品、工业电机等领域。公司产品以中高端为主,60%-70%出口,09 年受金融危机影响订单下滑,目前随着需求的恢复,订单已经出现全面回升。
- 钕铁硼是目前性能最优异的永磁材料,用钕铁硼制造的电机效率高、电耗降低、重量轻,未来在汽车、压缩机、风力发电机等领域的应用将会显著增长。
- 08 年全球风电装机总量 1.2 亿千瓦,预计 2020 年装机总量达到 12 亿千瓦,如果其中 20%使用直驱永磁电机,每年钕铁硼需求 18000 吨,大大超过 08 年 4000 吨的水平。
- 09 年我国空调、冰箱、洗衣机的总产量预计达到 2 亿台。如果未来 3 年其中 30%直流变频技术,每年需要钕铁硼 1.1 万吨。随着政府对高效家电实施补贴,钕铁硼在该市场的应用已经开始启动。
- 2009 年全球汽车销量为 6200 万辆,到 2014 年将达到 8000 万辆,如果新能源汽车比例达到 15%,对钕铁硼的年需求将达 1.8 万吨,到 2020 年钕铁硼用量可达 4.5 万吨。
- 公司是国内行业龙头,受益钕铁硼需求增长的能力更强,预测 2009-2011 年 EPS 为 0.18、0.29 和 0.36 元。我们给予公司“推荐”的投资评级,目标价 11.6 元,对应 2010 年 40 倍、2011 年 32 倍 PE。

研究员: 孙华

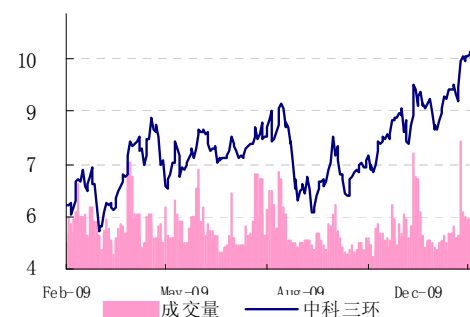
电 话: 025-83290890

E-mail: sunhua2316@sina.com

地 址: 南京市,中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	50760.00
流通A股(万)	29030.40
52周内股价区间(元)	5.21-10.55
总市值(亿)	48.37
总资产(亿)	24.68
每股净资产(元)	2.36

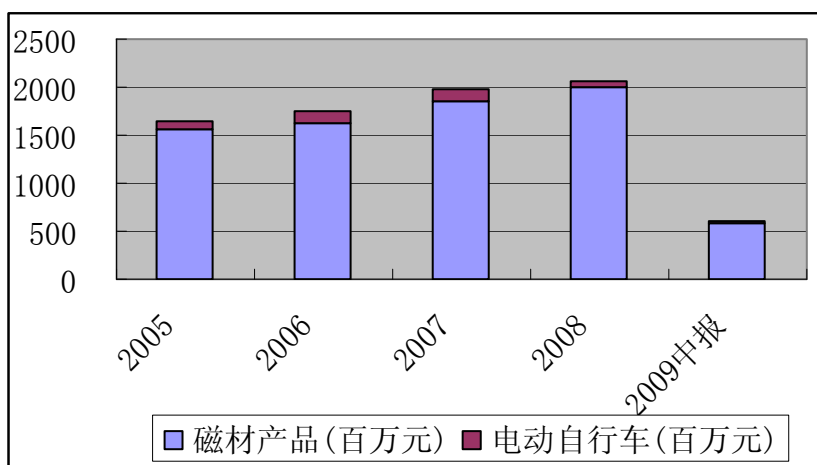
主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	20.79	15.29	19.97	23.75
+/-%	0.25	-26	31	19
净利润(亿)	0.98	93	147	180
+/-%	-40.34	-5	58	23
EPS(元)	0.19	0.18	0.29	0.36
P/E	49.44	51.97	32.91	26.81

国内实力最强的钕铁硼供应商

公司是国内规模最大、技术实力最强的钕铁硼生产企业，同时也是全球第二大钕铁硼供应商。旗下拥有北京瓦克华、天津乐喜、宁波科宁达、肇庆三环、山西三环等 5 家烧结钕铁硼生产子公司和 1 家粘接钕铁硼生产子公司——上海爱普生。其中烧结钕铁硼产能约 8000 吨，粘接钕铁硼产能 1200 吨，总产能超过 9000 吨。据统计 2008 年全球钕铁硼产量 69000 吨，我国钕铁硼产量已达 52400 吨，占全球总产量的 76%，产值 22.37 亿美元，占全球总产值的 58%。以此计算公司全球市场占有率超过 10%。

图 1 公司主要产品收入构成及变化



资料来源：Wind 资讯

公司收入中尚有约 3% 为电动自行车，来自于持股 86% 南京大陆鸽高科技股份公司。磁材产品中尚有少部分属于软磁铁氧体产品收入，该部分收入来自于参股 30.6% 的南京金宁三环富士电气有限公司。金宁三环 09 年中期收入 1.25 亿元，亏损 2375 万，亏损原因是其主要客户订单下滑，公司正在通过调整产品结构、寻找新客户的方式减亏，估计 2010 年随着行业的复苏，金宁三环有望减亏。

电子行业复苏推动公司订单回升

公司产品主要应用于风电、汽车、硬盘、手机等消费电子产品、工业电机等领域，占比分别是 10%、10%、20%、15%、10%。公司产品以中高端为主，其中电子类产品运用比例超过 60%，产品出口比例 60%-70%，09 年受金融危机影响订单下滑，目前随着需求的恢复，订单已经出现全面回升。

2010 年电子产品需求有望全面回升，去年表现不佳的手机、PC 等销量有望全面恢复增长。公司的产品在这两类产品的运用包括手机震动马达、微扬声器、硬盘音圈电机（VCM）、光驱电机等。上述产品订单的恢复将保障公司 2010 年业绩回升。

表 1：全球 ITC 市场 2010 年增长的预测（单位：亿美元）

	2007	2008	2009(E)	2010(F)	2010YoY(%)
半導體	2556	2486	2072	2280	10.0%
手機	1702	1848	1820	1931	6.1%
NB	1034.3	1173.8	1140	1276.5	12.0%
LCD TV	680	803	800	843	5.4%
大尺寸面板	701	716.2	643.8	764.0	18.7%
太陽能	283.01	366.1	386.26	454.32	17.6%
DSC	241.2	245.6	212.6	214.1	0.7%
中小尺寸面板	220.1	242.3	250.1	271.3	8.5%
LED	66.13	68.11	70.15	79.97	14.0%
WLAN晶片	20.1	22.1	19.2	21.9	14.1%
總計	7503.8	7971.2	7414.11	8136.09	9.7%

资料来源：台湾拓璞产业研究所

节能减排促进钕铁硼进入家电领域

钕铁硼是目前发现商品化性能最高的磁铁，拥有极高的磁性能，其最大磁能积(BH_{max})，超过铁氧体(Ferrite)10 倍以上，被称为磁王。其本身的机械加工性能亦相当之好。工作温度最高可达 200 摄氏度。用钕铁硼制造的电机效率比普通电机高 8%~50%、电耗降低 10% 以上、重量减少 50%以上。

◆ “节能产品惠民工程” 促进节能产品加快应用

在目前节能减排的大背景下，国家对家电产品节能要求越来越高，并且国家已经通过政府补贴的方式来促进节能产品的使用。

09 年 5 月国家发展改革委、财政部正式启动“节能产品惠民工程”，通过财政补贴方式推广高效节能产品。目前我国空调、冰箱、电机等主要用能产品能效水平总体较低，节能潜力大。例如，空调用电量占我国总用电量的 20%左右，占大中型城市夏季用电高峰负荷的 40%左右，但达到能效标准二级以上的高效节能空调国内市场销售份额不足 5%；电机及其拖动系统用电量约占全国总用电量的 60%，高效节能电机国内市场销售份额不足 2%。

“节能产品惠民工程” 的实施有望加快产品更新换代，推动节能技术进步，将高效节能产品国内市场销售份额提高到 30%左右。根据节能空调补贴政策细则，国家对能效等级 2 级的空调给予 300 至 650 元/台(套)补贴，对能效等级 1 级的空调给予 500 至 850 元/台(套)补贴。惠民工程的推广在 09 年取得了很好的效果，今后对能效等级 1 级或 2 级以上的冰箱、平板电视、洗衣机等十大类高效节能产品进行推广应用。

◆ 永磁直流同步电机节能效果显著

以空调为例，目前节能的主要途径有采用变频技术和高效能电机技术。变频空调是通过变频技术使主要能耗部件压缩机根据负荷大小改变工作频率，以避免不必要的能耗，其对应的产品是交流变频空调。而压缩机的主要部件是电机，如果电机本身节能效果不佳，

也会最终影响到压缩机的节能。交流变频空调其压缩机仍然采用了传统的三项交流异步电机，虽然实现了变频，但电机本身的效率并没有改善。

而直流变频采用的是永磁直流同步电机。永磁直流同步电机机构简单、体积小、重量轻、损耗小、效率高；和普通直流电机相比，它没有换向器和电刷；和异步电机相比，它由于不需要无功励磁电流，因而效率高，功率因数高，力矩惯量大，定子电流和定子电阻损耗小，而且转子参数可测、控制性能好，但成本一般高于异步电机；和普通同步电机相比，由于采用永磁体，它省去了励磁装置，简化了结构，提高了效率。一般直流变频比交流变频节电 15%-30%。因此，如果说变频是空调等家用电器的发展方向，那采用永磁直流同步电机的直流变频则是变频技术的发展方向。而且永磁同步电机可以通过采用矢量控制系统实现高精密、高动态性能、大范围的调速和定位控制，其用途更为广泛。

◆ 钕铁硼是永磁直流同步电机的关键材料，节能家电将大幅提高钕铁硼需求

永磁直流同步电机中永磁部分即为钕铁硼，国家加大对节能电器的补贴必然增加对永磁直流电机进而钕铁硼的需求，因此，钕铁硼在家电方面的需求将会明显增长。

根据国家统计局的统计 2009 年 1-11 月份我国房间空气调节器累计完成产量 7632.95 万台、家用电冰箱累计完成产量 5528.2 万台、家用冷柜累计完成产量 1134.23 万台、家用洗衣机累计完成产量 4348.15 万台、微波炉累计完成产量 5352.3 万台。估计全年房间空调、家用电冰箱、电冰柜、洗衣机、微波炉的产量将分别达到 8000、6000、1300、4700、5800 万台。如果未来 3 年中 30% 的空调、冰箱、冰柜和洗衣机采用永磁直流同步电机（暂未考虑微波炉），平均每台使用钕铁硼 0.5 公斤计算，每年需要钕铁硼 1.1 万吨。而目前全球钕铁硼的产量约 8 万吨。因此，如果家电用电机产品开始换代，对钕铁硼的需求会带来明显的推动作用。

从我们对公司的调研了解到的情况看，目前空调用的钕铁硼磁体的订单已经出现了明显的增长，说明家电用钕铁硼市场已经启动。

风力发电机用磁体增长潜力巨大

◆ 风电装机容量将呈现快速增长

2008 年全球范围内新增风电装机容量 2705 万千瓦，全球风电装机容量达到 1.20 亿千瓦，较 2007 年增长 28.8%。风能已经成为全球能源市场重要成员，2008 年全球风力发电机组市场规模达到 475 亿美元。美国是 2008 年新增装机容量最多的国家，全年共新增风电装机容量 838 万千瓦，同比增长近 50%，其累计装机容量达到 2517 万千瓦，超越德国的 2390 万千瓦，成为全球风电装机容量最多的国家。美国 2008 年新增电力装机中风电贡献了 42% 的规模，美国政府的目标是在三年内实现可再生能源装机容量再翻一番的目标。据全球风能理事会（GWEC）预测，未来 5 年全球风电新增、累计装机量的增长预计将分别为 20.62%、12.45%，到 2020 年，全球风电累计装机量预计为 12 亿千瓦。届时可占全球电力总装机容量的 10%—12%，全球未来 10 年平均每年将有 5 万台 1.5MW 以上风电机组的市场需求，风电的前景十分广阔。

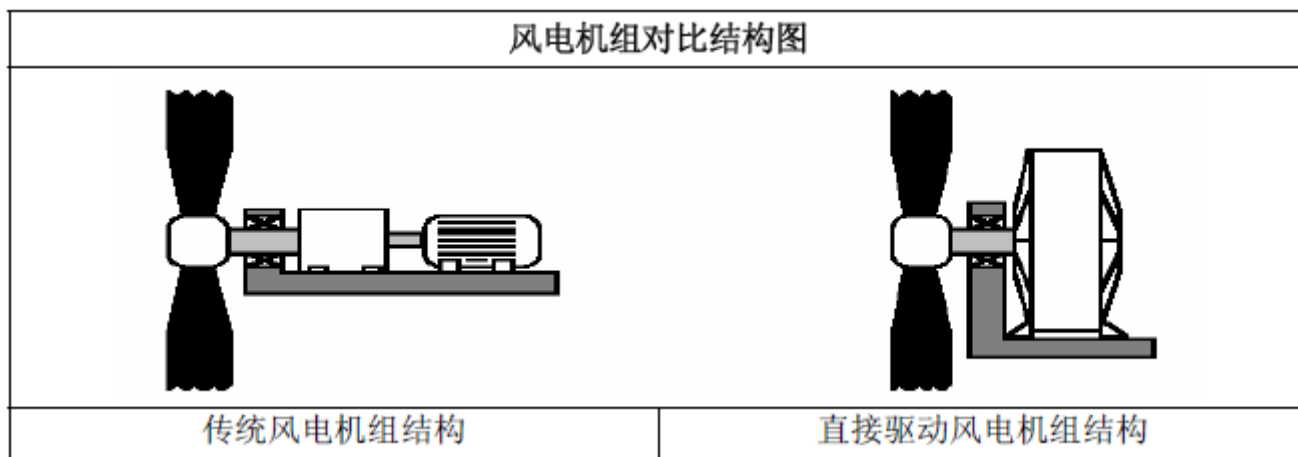
我国风力发电的可供开发资源约 10 万亿千瓦，近年来风电行业得到迅速发展，已经成为世界上风电装备发展最快的国家。2008 年我国的累计风电装机容量为 890 万千瓦，当年新增装机容量 300 万千瓦。虽然增长快，但到 2009 年全国风电装机总量也仅 1600 万千瓦，在全国 8 亿多千瓦总装机量中只占总发电量的 0.4% 左右。2009 年国家发改委提出，将按照建成智能电网、融入大电网、建设大基地的目标，力争用十多年的时间，在甘肃、内蒙古、河北、江苏等地形成几个千万千瓦级的风电基地，实现 2020 年供电装机规模 1.5 亿千瓦，与 2007 年 9 月发布的《可再生能源中长期发展规划》提出的到 2020 年全国风电总装机容量达到 3000 万千瓦目标比，成数倍增长。

◆ 风电机组技术的发展推动钕铁硼大量进入风力发电机

风力发电机目前主要运用两种不同技术，一类是双馈式异步发电机组，一类是直驱永磁同步发电机组。双馈式风力发电机组需要通过多级齿轮增速箱驱动双馈异步发电机组，是目前大部分企业所采用的风电技术，技术成熟，属风电行业主流的先进技术。双馈式风力发电机组采用了多级齿轮箱驱动有刷双馈式异步发电机。它的发电机的转速高、转矩小、重量轻、体积小、变流器容量小，但齿轮箱的运行维护成本高且存在机械运行损耗。目前主要采用这类技术的公司有通用电气、歌美飒、维斯塔斯、苏司兰、华锐、东汽、上海电气、北重、沈阳华创等。该类产品的市场份额约 80%。

直驱永磁式风力发电机组，由叶轮直接驱动多极同步发电机组，传动链中省掉了齿轮箱，然后通过变流器全变流上网。直驱永磁同步发电机组有以下优点：1. 大型风电机组中，齿轮箱是出现故障频率较高的部件，如果采用无齿轮箱结构则避免了这些故障的出现，因而大大提高了风电机组的可靠性和利用率。2. 齿轮箱需要大量齿轮油进行维护，而且容易出现漏油情况，无齿轮箱结构可降低维护成本，减少环境污染。3. 无齿轮箱机构可降低风电机组载荷，提高机组寿命。4. 直接驱动机组采用变速恒频技术，发电质量高，可进行无功补偿。5. 无齿轮组发电机机械损失低，传动效率高，发电效率高。6. 相对于电励磁的同步发电机，永磁同步发电机具有效率高、结构简单、没有励磁损失、维护量低。但缺点是体积大，价格高。直驱永磁式风力发电机组是近几年发展起来的先进技术，技术也已成熟，是风电技术的发展方向之一。目前采用该技术的有像德国 Vensys、金风科技、湘电风能、上海万德、广西银河、常州新誉等公司就是采用的这种技术。目前该产品的市场份额大约 15%，未来随着该类产品的进一步推广，市场占有率有望大大提高。

图 2 双馈式异步发电机组和直驱永磁同步发电机组简单结构示意图



资料来源：金风科技招股书

风电方面 08 年全球新增装机 2705 万千瓦，按其中 15%使用直驱永磁电机计算，对钕铁硼的需求是约 4000 吨。08 年全球风电装机总量 1.2 亿千瓦，全球风能理事会预测到 2020 年装机总量达到 12 亿千瓦，如果其中 20%使用直驱永磁电机，对应每年钕铁硼需求达 18000 吨。

目前公司在风电磁体方面的出货占收入的大约 10%，由于国内钕铁硼厂商在国内低价过度竞争，导致国内风电磁体利润率较低。因此，公司以出口为主，09 年由于国际市场订单有所下滑，公司拓展了在国内的风电市场。我们认为国内一些企业长期低价竞争、低利润率甚至亏损强订单的情况不会长期维持。因为，企业存在的目的是为了盈利，初期为了争夺市场可能会采取一些低价策略，但是一旦在市场位置稳定后，一定会考虑盈利的问题。因此，未来我们预期国内风电磁体的利润率会回升。

新能源汽车——钕铁硼的又一新兴市场

◆ 新能源汽车发达国家现行一步

目前的新能源汽车主要分混合动力、纯电动、燃料电池三类。其中混合动力汽车(HEV)技术已基本成熟，代表车型如丰田普锐斯；纯电动汽车(EV)优点突出，3 至 5 年后有望实现产业化；燃料电池汽车(FCV)目前尚处于起步阶段。新能源汽车已经从 10 年前的概念车，走进了发达国家的市场。在日本丰田汽车的混合动力汽车普锐斯 09 年推出了二代，09 年在日本本土的销量已经达到 20.9 万部，并登上日本汽车年度销量排行榜冠军。不但普锐斯，另一款本田的混合动力汽车 Insight 也以 9.33 万辆排名第五，新能源汽车已经占到了日本汽车市场的 10%。

2009 年 4 月日本政府实施节能环保车型补贴政策是普锐斯热销的主要原因。以普锐斯为例，普锐斯在日本市场的售价为 205 万日元(约合 21975 美元)。根据日本政府补贴政策，消费者在购买普锐斯混合动力车时，可以得到 39.45 万日元(约合 4229 美元)的补贴。价格补贴约为售价的 19.2%，这大大刺激了普锐斯的销售，普锐斯从 2009 年 6 月开始连续蝉联销量冠军。普锐斯在日本市场的巨大成功，反映了消费者越来越接受绿色汽车，节能、低耗的新能源汽车已经日渐被消费者认可，并逐渐走入万户千家。

美国总统奥巴马 09 年初明确表示，到 2015 年美国要有 100 万辆充电式混合动力车上

路。为鼓励消费，购买充电式混合动力车可以享受最高 7500 美元的税收抵扣。同时政府还投入 4 亿美元支持充电站等基础设施建设。奥巴马还表示，美国能源部将设立 20 亿美元的政府资助项目，用以扶持新一代电动车所需的电池组及其部件的研发。福特汽车公司的汽车 Fusion 系列以 18.07 万部排名美国 09 年销量榜第九位，其中的混合动力款的销售也表现良好。

表 2 美国新能源汽车节能性比较

厂商	在售新能源车型	节能性：行驶能力（英里/加仑）					
		新能源车型		对应普通车型		每加仑多跑里程	
		城市	高速	城市	高速	城市	高速
GM	Chevrolet Malibu Hybrid	26	34	22	30	4	4
	Saturn VUE Hybrid	25	32	19	26	6	6
	Saturn AURA Hybrid	26	34	22	33	4	1
	Chevrolet Tahoe Hybrid	20	20	14	19	6	1
	Cadillac Escalade Hybrid	20	21	12	19	8	2
	GMC Yukon Hybrid	21	22	14	20	7	2
	Chevrolet Silverado Hybrid	20	20	15	20	5	0
	GMC Siarra Hybrid	21	22	14	19	7	3
Ford	Escape 2WD Hybrid	34	31	22	28	12	3
TOYOTA	Camry Hybrid	33	34	21	31	12	3
	Prius Hybrid	48	45	N/A	N/A		

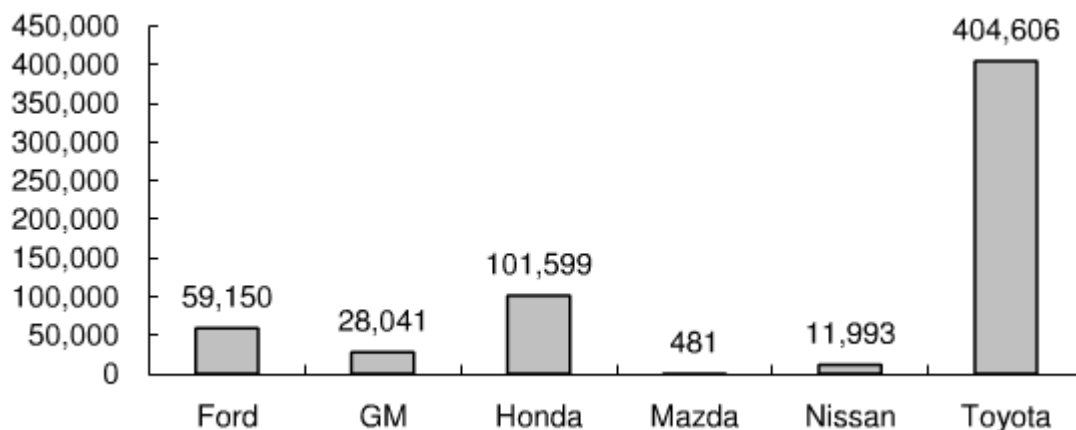
资料来源：莫尼塔新能源行业周报

表 3 美国新能源汽车车型价格和补贴金额比较

厂商	在售新能源车型	厂商推荐零售价格,美元		新能源车与普通车价格差额(美元)	补贴金额(美元)
		新能源汽车	对应普通汽车		
GM	Chevrolet Malibu Hybrid	26,225	22,275	3,950	1,300
	Saturn VUE Hybrid	28,855	23,975	4,880	1,550
	Saturn AURA Hybrid	26,910	23,325	3,585	1,300
	Chevrolet Tahoe Hybrid	51,405	37,915	13,490	2,200
	Cadillac Escalade Hybrid	73,475	62,545	10,930	N/A
	GMC Yukon Hybrid	51,870	38,655	13,215	2,200
	Chevrolet Silverado Hybrid	35,000	20,350	14,650	650
	GMC Siarra Hybrid	39,365	20,350	19,015	650
Ford	Escape 2WD Hybrid	29,645	20,435	9,210	3,000
TOYOTA	Camry Hybrid	26,150	19,145	7,005	2,600
	Prius Hybrid*	22,000	N/A	N/A	3,150

资料来源：莫尼塔新能源行业周报

图 3 截止 2008 年 9 月美国新能源汽车销量（辆）



资料来源：莫尼塔新能源行业周报

欧盟轮值主席国西班牙首相萨帕特罗 1 月 20 日说,作为未来经济发展战略的一个组成部分,欧盟将出台计划大力推动电动汽车的研发和使用。欧洲汽车厂商雷诺推出的三款零排放电动汽车样车(Fluence Z.E.、Kangoo Express Z.E.和Kangoobebop Z.E.),计划将于 2011 年上半年量产上市。

◆ 国内新能源汽车补贴政策月内将出台

2010 年 1 月 9 日,工信部副部长苗圩在“第十一届北京大学光华新年论坛”中国汽车业发展展望分论坛上表示,国家对新能源汽车除了对公共交通给予补贴之外,对私人购买新能源汽车也将进行补贴,1 月份补贴标准有望公布。目前我国新能源汽车的补贴政策,主要集中在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域,个人购车尚无法享受国家补贴。

国内比亚迪已经研发出了混合动力汽车和电动汽车,但是总销量不到百台,一是售价较高,二是充电不方便。因此,新能源汽车迫切需要政府提供购车补贴以及相关基础设施的跟进。

国内电动车充电站的建设已经起步。2009 年 12 月底,由南方电网投资建设的国内最大电动汽车充电站在深圳启用。首批投入使用了两座电动汽车充电站和 134 个充电桩。此外,位于福田交通综合枢纽换乘中心南出入口的电动汽车充电站也在规划当中。另一电网巨头国家电网公司在 2010 年 1 月 14 日召开的新年工作会议上也提出年内在全国 27 个城市开建电动车充电站的战略规划。

行业标准方面近日中国汽车技术研究中心标准化研究所透露纯电动汽车国家标准正在制订,节前相关标准将出台,这将为我国电动汽车的标准化生产和充电建立良好的基础。

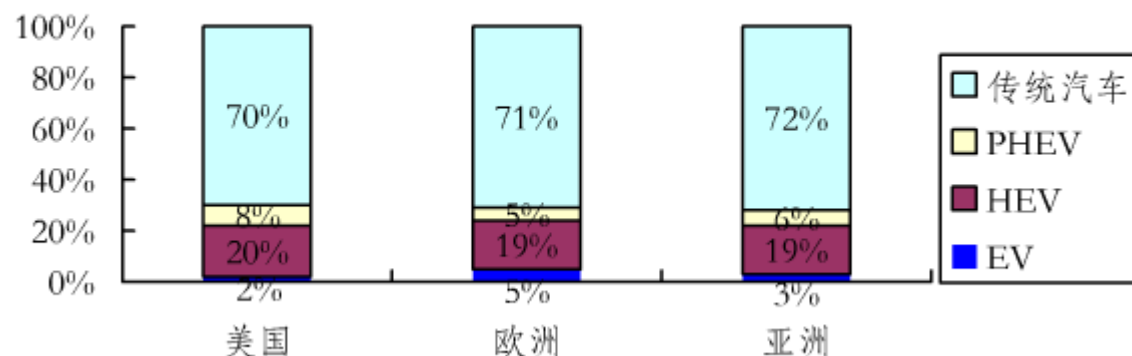
◆ 每百万辆新能源汽车对钕铁硼的需求将达到 1500 吨

由于新能源汽车必须使用电动马达,因此,新能源发动机已经成为对钕铁硼最新的需求领域。目前电动车马达最成熟的技术是稀土永磁马达,丰田普锐斯即使用该类马达。

每台马达对钕铁硼的需求是 1-2 公斤（平均按 1.5 公斤计算），如果新能源汽车达到 100 万辆，则对应高端钕铁硼 1500 吨。根据波士顿咨询公司发布的 2009 年全球汽车销量为 6200 万辆，到 2014 年将达到 7800-8700 万辆。如果届时新能源汽车的比例是 15%，则对应钕铁硼的年需求是 1.76 万-1.96 万吨。我们估计到 2020 年全球汽车销量将突破 1 亿辆。如果按 Ener1 的预测，到 2020 年新能源比例占到 30%，则将有超过 3000 万辆新能源汽车，对应每年的钕铁硼用量为 4.5 万吨。

由于汽车电动马达用钕铁硼标号为 N50 和 N52 系列产品，属于钕铁硼中的高端产品，产品价格大大高过普通标号产品，对于收入和利润的提高作用明显高于普通产品。

图 4 2020 年新能源汽车比例



资料来源：Ener1

公司在新能源汽车用磁体方面已有了产品，只要拿到订单即可生产。从目前看来，公司在新能源汽车方面要想进入销量最大的日系丰田和本田尚比较困难，但是通过和比亚迪合作为其提供磁体是非常现实的。比亚迪已经推出了混合动力车 F3DM、F6DM 及纯电动汽车 e6，未来很可能成为国内新能源汽车最大的赢家。以 F6DM 为例，其销售价约为 15 万 RMB，如果可以获得 20% 的补贴即 30000 元，其售价将具有相当的竞争力。

公司将在行业整合和订单转移中获益

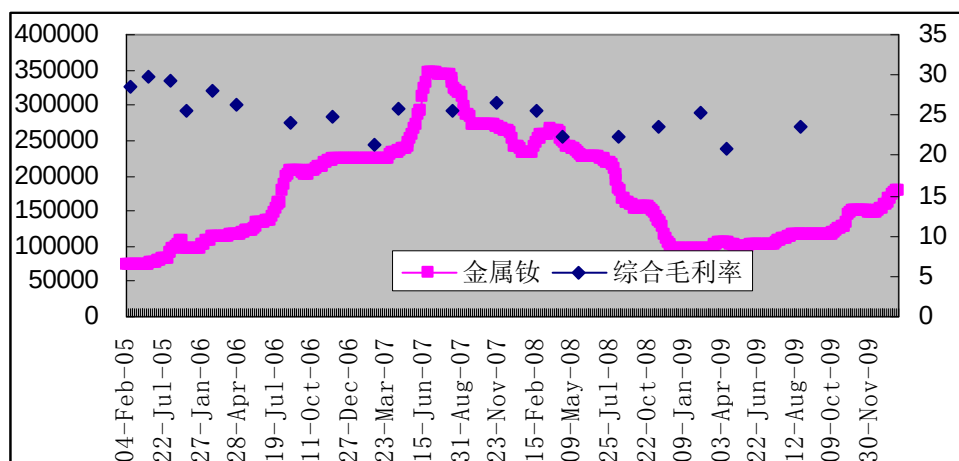
我们认为国家加大对稀土产品的出口限制将使国外竞争者竞争力下降。由于中国制造对国外钕铁硼厂商的冲击，目前国外主要的钕铁硼厂商只剩下日本住友、美国 GE 和德国瓦克，瓦克也迫于成本压力同中科三环成立了合资公司。近年来国家一直希望通过对稀土资源的限制开采来达到保护稀土这一重要战略资源的目的，但是由于国内的一些体制上的原因，一直没能从源头上堵住稀土矿产的超量开采。这种过度开采对于稀土的使用者而言实际是降低了原材料的采购成本，也造成了国外钕铁硼厂商可以低价获得原材料。国家进而通过提高出口关税的方式来抑制国内稀土资源的过度流失，对国内钕铁硼厂商而言一方面国内的钕价格由于供应充裕不会过渡上涨，二是国外竞争对手的成本提高。因此，对于国内可以生产的产品，国内供应商的价格优势明显，订单会不断向中国转移。国内除了中科三环以外宁波韵升、京磁、银纳金科和安泰科技等 4 家企业购买了钕铁硼的专利使用权，可以出口国外，因此，是公司外销的主要竞争对手。中科三环在公司作为国内最大，技术

力量最强的钕铁硼供应商将首先获得这些转移的订单。

盈利预测和估值

公司主要原材料为稀土金属镨钕合金（主要成分为钕）、少量铽、钇以及铁，其中镨钕占总成本的比例在 40%左右，对公司盈利有一定影响。但是从近 5 年来金属钕价格走势和公司综合毛利率的对比看来，钕的价格虽然大起大落的，但公司的毛利率基本保持在 20%-30%之间波动。我们从公司了解到，由于公司认为钕价格在 20 万元附近是比较正常的价格，因此公司在 09 年上半年持有了较大量原材料库存，对未来降低成本价格上涨有了相当的保障。因此，总的看来我们认为公司的综合毛利率是公司技术水平和市场供求状况的反映。未来需求看好的情况下，公司作为国内技术最先进的钕铁硼供应商，其毛利率将会保持稳定。

图 5 金属钕价格走势和公司综合毛利率对比



资料来源：华泰证券研究所

我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.18、0.29 和 0.36 元，公司 2010 年的利润大幅增长主要来自于传统产品的订单回升和空调等家电产品对钕铁硼新的需求。未来几年家电类订单和风电用磁体的订单会有明显的增长，国内风电磁体的利润率会逐步上升。2011 年后汽车用磁体的销售将会明显上升。

以 1 月 22 日收盘价 9.53 元计算，公司目前动态市盈率分别为 52 倍、33 倍和 27 倍市盈率。上市公司中从事钕铁硼业务的公司有宁波韵升、安泰科技、太原刚玉，不论从钕铁硼销售规模、钕铁硼收入比重以及技术实力，中科三环都处于领先地位。此外从事铁氧体业务的有横店东磁和天通股份。太原刚玉和天通股份由于业绩不佳，故市盈率缺乏参考意义，选择其他三家作为比较基准，目前 2010 年和 2011 年平均动态市盈率分别为 33.2 倍和 25.6 倍。中科三环的行业地位以及未来受益钕铁硼行业需求增长的能力更强，应当获得更高的市盈率，我们给予公司“推荐”的投资评级，目标价 11.6 元，对应 2010 年 40 倍动态市盈率，2011 年 32 倍动态市盈率。

表 4 A 股相关公司市盈率对比

证券代码	证券简称	2009E	2010E	2011 年
002056.SZ	横店东磁	38.3	29.4	24.5
000969.SZ	安泰科技	62.0	31.3	22.9
600366.SH	宁波韵升	26.9	38.8	29.4
	平均值	42.4	33.2	25.6

资料来源: Wind 资讯

注: 09 年宁波韵升动态市盈率较低是由于公司出售持有宁波银行股权投资收益超过 2 亿元。

附表 1 利润表预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
营业收入	2079	1529	1997	2375	
营业成本	1595	1177	1526	1812	
营业税金及附加	3	3	3	4	
营业费用	97	76	99	116	
管理费用	147	131	152	171	
财务费用	69	7	6	6	
资产减值损失	17	-3	2	2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-3	-14	-4	-7	
营业利润	149	123	205	258	
营业外收入	19	18	20	19	
营业外支出	4	4	3	4	
利润总额	164	137	221	273	
所得税	25	23	38	45	
净利润	139	113	183	227	
少数股东损益	41	20	36	47	
归属母公司净利润	98	93	147	180	
EBITDA	300	201	291	351	
EPS (元)	0.19	0.18	0.29	0.36	

资料来源: 华泰证券研究所

附表 2 资产负债表预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
流动资产	1461	1459	1682	1936	
现金	469	619	620	715	
应收账款	437	380	490	557	
其它应收款	8	6	8	9	
预付账款	58	54	59	73	
存货	423	374	472	539	
其他	65	26	33	42	
非流动资产	1008	1029	1041	1021	
长期投资	139	146	142	142	
固定资产	672	710	733	725	
无形资产	70	82	92	94	
其他	127	91	74	60	
资产总计	2468	2488	2723	2958	

流动负债	1008	945	1022	1071
短期借款	575	553	563	563
应付账款	244	211	261	304
其他	190	181	199	204
非流动负债	9	6	8	7
长期借款	0	0	0	0
其他	9	6	8	7
负债合计	1017	951	1030	1079
少数股东权益	253	273	309	356
股本	508	508	508	508
资本公积	133	133	133	133
留存收益	557	622	743	882
归属母公司股东权益	1198	1264	1384	1523
负债和股东权益	2468	2488	2723	2958

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。