

中科三环（000970）：近看节能家电 远看新能源汽车

增持（上调）

电子元器件

2010年05月17日

天相元器件组 010-66045561 lisz@txsec.com

事件描述：

近日我们对公司进行了调研，与公司高管就行业发展、竞争格局以及公司当前经营状况、未来发展规划等方面进行了沟通和交流。

要点提示：

- 公司是国内钕铁硼行业的绝对龙头，目前部分子公司已经满产，2010年产量有望达到历史最高水平。
- 公司有能力把握市场先机，产品结构日益优化。VCM等中高端产品是公司业绩稳定增长的基石，短期内公司最大的利润增长点节能电机产品，长期看公司将最终受益于新能源汽车产业的发展。
- 钕铁硼是节能家电和新能源汽车用电机必不可少的组件，公司将实质性的受益于节能环保、新能源等领域的发展，我们上调公司的投资评级至“增持”。

1、国内钕铁硼行业的绝对龙头

公司是全球第二大钕铁硼制造商，在国内占据绝对龙头地位，目前烧结钕铁硼产能为10000吨/年，粘结钕铁硼产能为1500吨/年，在全球的市场份额约10%，仅次于日本的Neomax。子公司生产烧结钕铁硼的有五家，按照产能排序为：宁波科宁达、天津三环乐喜、北京三环瓦克华、肇庆三环和山西三环，前三家贡献了绝大多数的收入，生产粘结钕铁硼的有一家：上海爱普生。

公司产品的外销比例为60%，海外订单以欧美为主。公司客户有博世、摩托罗拉、西部数据、希捷、松下、索尼、诺基亚、三星、飞利浦、佳能、LG等。近期欧洲发生主权债务危机，公司的经营尚未受其影响。

公司部分产品线（如风电设备用钕铁硼）的战略重点是海外，原因是：一、国内下游厂商的回款周期较长，影响现金流，而国外企业回款相对较快；二、国外厂商由于受专利保护制约，一般只专注产业链中的某一个环节，而在国内，比如某些风电制造商倾向于向产业链上游扩充，自制钕铁硼，使得市场竞争更为激烈。

2、部分子公司已满产，扩产决策偏谨慎

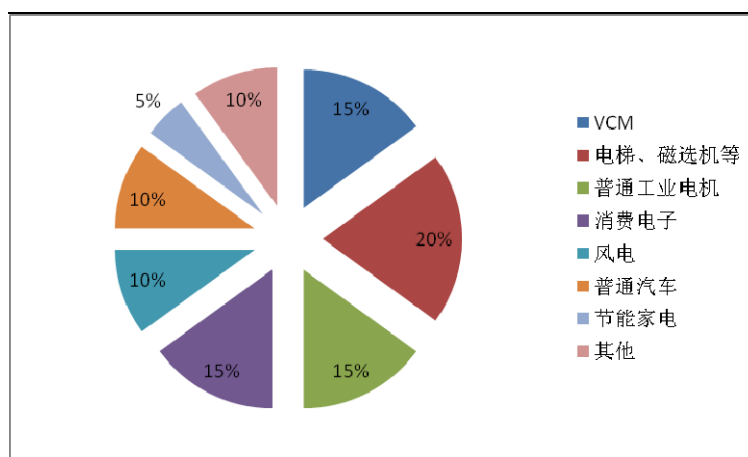
市场比较关心的一个问题就是公司是否会进行扩产。2010年以来下游需求进一步回暖，公司整体产能利用率继续提高，部分子公司已经满产，预计公司2010年的产量将攀升至2007年的历史最高水平，保守预计将有8000吨左右的产量，而这一产量与公司总产能尚有一定差距，因此即使不进行扩产，公司的产量也有30%的提升空间，目前尚不存在产能瓶颈的问题。公司在扩产决策上比较谨慎，以不影响订单为原则，主要是因为遭遇过金融危机的洗礼，2007年公司曾对某个子公司的产能进行大幅扩充，但之后

订单状况不佳。随着产品应用领域的扩大，不排除公司在未来进行扩产，由于子公司较多，因此不用额外投资新建厂房，新增设备即可进行扩产，我们判断扩产会有较高的经济效益。

3、不断推出高端产品，产品结构优化

公司的钕铁硼产品中，按对收入贡献的大小依次为：VCM（15%-20%），电梯、磁选机、电动工具等（20%）、普通工业电机（15-20%），照相机等消费电子（15%），风电（10%），普通汽车用电机（10%），节能电机（5-10%）。普通汽车用电机、普通工业电机、消费电子用钕铁硼属于传统产品，市场供应量较大，因此价格和毛利率处于中低水平，而风电设备、VCM和节能电机用钕铁硼是中高端产品，有能力生产的厂商有限，因此价格和毛利率较高，尤其是节能电机，目前国内只有中科三环等极少数厂商有制造能力，因此定价权在卖方。

图表 1：公司产品结构



资料来源：天相投顾整理

钕铁硼行业存在一定的进入门槛，在我国的三大生产基地中，长三角和京津地区生产高端产品居多，而山西几乎都是小厂，产品多用于玩具等低端产品。高端产品推出后，超额收益会随着其他厂商的不断进入而逐渐消失。近年来下游市场的趋势是消费升级以及节能环保产品的不断推出，行业龙头能够率先满足这些下游行业的需求，抢得市场先机，因此具有一定的定价权。目前，公司产品线中传统产品的市场增长空间不大，因此在未来遇到产能瓶颈时，其将成为减产的对象。未来风电电机和VCM的增长将较为平稳，是公司业绩稳定增长的基石，我们认为短期内公司最大的利润增长点在于近期发展最为迅猛的节能电机产品，长期看，公司将最终受益于新能源汽车产业的发展。

4、节能家电用钕铁硼是2010年的业绩增长点

公司产品中，2009年节能家电电机用钕铁硼增长最快，我们判断其将成为未来几年对收入增量贡献最大的业务，我们的判断依据是：

（1）变频空调将是空调产业的发展趋势。由于具有快速制冷、室温控制力精准、节能等优势，变频空调在空调中的渗透率将逐步提高。

（2）政策的支持将加速国内变频空调的普及。我们认为影响变频空调普及的主要原因是价格较高。近日财政部、国家发改委联合印发了《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知》，将该政策进行部分

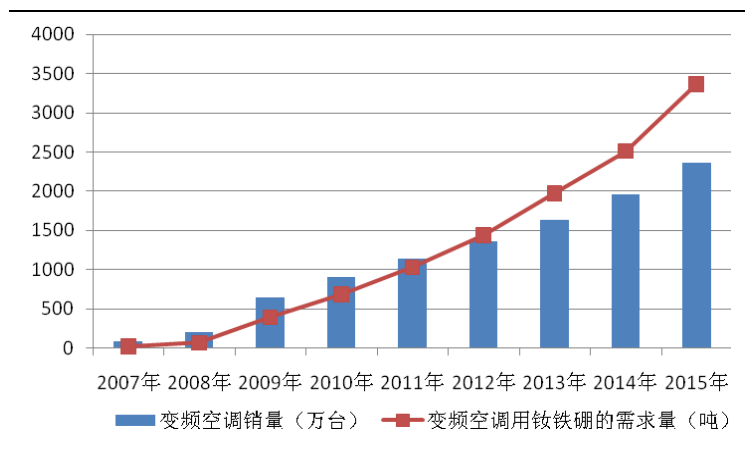
调整，并延长至2011年6月。

(3) 国内的市场空间更大。国外变频空调等节能空调的普及率在7成以上，而国内尚处于起步阶段，定频空调新能效标准在今年才正式出台。

(4) 节能电机市场空间广阔。除了空调外，节能电机在未来还会应用其它家电上，可以期待的是冰箱、洗衣机、平板电视、微波炉等都将纳入到政策的补贴范围，因此相关电机用钕铁硼市场空间广阔，将成为公司业绩的持续增长点。

2009年我国空调产量约6500万台，其中约2800万台出口，3700万台内销，据了解内销产品中变频空调占比在20%以上，而外销产品中比例则远大于国内。目前节能家电用钕铁硼每公斤价格在50-60美元，每台空调用量在100克-200克，假设公司的在国内空调厂商中的市场份额在20%，保守预计2010年-2012年节能空调用钕铁硼将分别增厚EPS0.03元、0.06元和0.1元。注意，这不包括节能冰箱、洗衣机等潜在市场。

图表 2：国内变频空调销量预测及钕铁硼需求

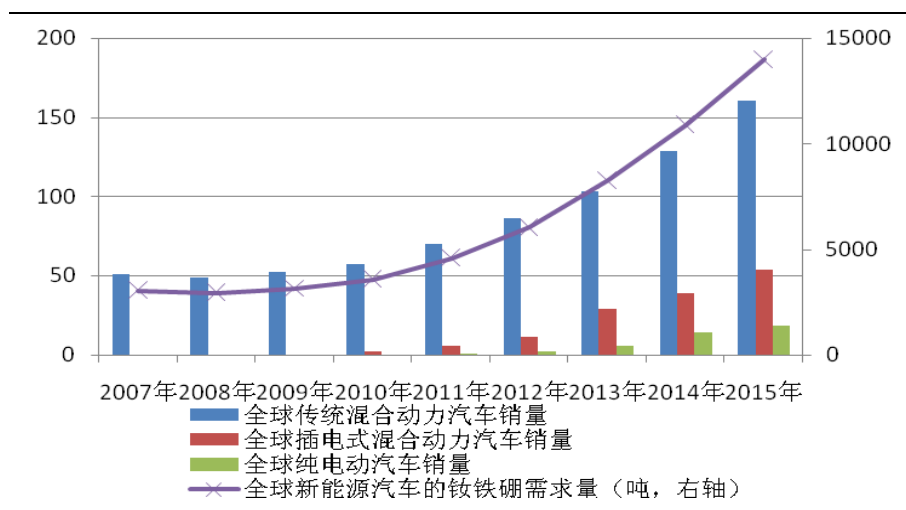


资料来源：天相投顾预测

5、公司长期将受益于新能源汽车产业的发展

新能源汽车的发展前景毋庸置疑，全球范围内除Neomax外，其他钕铁硼厂商均未量产。公司凭借较强的研发实力，已经与一些汽车厂商就新能源汽车用钕铁硼进行合作，一旦新能源汽车实现量产，公司接到订单的把握很大。公司目前在全球钕铁硼市场的份额为10%，可以预见的是由于新能源汽车用钕铁硼属于高端应用，公司未来在该领域的市场占有率将高于10%。由于新能源汽车产业的发展受油价和政策影响很大，我们对该业务部分做了较为保守的预测，假定2012年公司在该领域的全球市场份额为10%，每辆新能源汽车用6公斤的钕铁硼，结合天相汽车组对新能源汽车销量预测，2012年公司的新能源汽车钕铁硼出货量约600吨，新增约2亿元的收入，贡献每股收益约0.04元。

图表 3：全球新能源汽车销量预测及钕铁硼需求



资料来源：天相投顾预测

6、盈利预测与投资建议

预计公司2010-2012年，营业收入将分别达到20.5亿元、24.1亿元和30亿元，分别同比增长30%、17%和25%；预计公司2010-2012年每股收益分别为0.34元、0.41元和0.53元。公司当前股价对应的动态市盈率分别为37倍、31倍和24倍。鉴于公司的估值在电子元器件行业中处于相对合理的水平，且公司将实质性的受益于节能环保、新能源等领域的不断发展，我们上调公司的投资评级至“增持”。

7、风险提示：

(1) 海外业务风险：公司外销业务占比达到6成，海外经济波动可能对公司经营产生一定影响，例如2009年海外复苏滞后于国内，公司就未充分受益于国内市场的回暖。

(2) 政策风险：政策的支持力度对行业龙头的发展起到关键的作用，新能源、节能环保等政策对公司高端产品的影响很大。



图表 4：中科三环（000970）盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	207,943	156,618	204,800	240,530	300,271
增长率	0.3%	-24.7%	30.8%	17.4%	24.8%
减：营业成本	159,493	120,005	150,878	176,896	219,278
毛利率	23.3%	23.4%	26.3%	26.5%	27.0%
减：营业税金及附加	346	300	348	409	510
销售费用	9,659	7,302	9,830	11,545	14,413
管理费用	14,726	12,491	15,565	18,280	22,821
财务费用	6,899	2,739	3,891	4,570	5,705
期间费用率	15.0%	14.4%	14.3%	14.3%	14.3%
资产减值损失	1,666	3,761	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-251	-797	-300	0	0
营业利润	14,902	9,223	23,987	28,829	37,543
增长率	-32.9%	-38.1%	160.1%	20.2%	30.2%
加：营业外收入	1,875	2,322	2,048	2,405	3,003
减：营业外支出	379	656	410	481	601
利润总额	16,398	10,889	25,626	30,753	39,945
增长率	-32.5%	-33.6%	135.3%	20.0%	29.9%
减：所得税	2,510	2,242	5,125	6,151	7,989
实际税负比率	15.3%	20.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	13,889	8,648	20,501	24,603	31,956
归属于母公司所有者净利润	9,785	7,356	17,221	20,666	26,843
增长率	-40.3%	-24.8%	134.1%	20.0%	29.9%
净利润率	4.7%	4.7%	8.4%	8.6%	8.9%
少数股东损益	4,104	1,292	3,280	3,936	5,113
总股本（万股）	50,760	50,760	50,760	50,760	50,760
每股收益（元）	0.19	0.14	0.34	0.41	0.53

资料来源：天相投顾



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014