

有色行业

中科三环 (000970)

评级: 增持

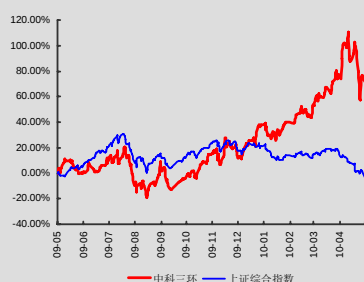
研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

中科三环与上证指数走势对比:



参考报告:

《稀土: 引领全球新材料发展之路》2010.3.11

国内最大的钕铁硼磁材生产商, 受益于行业快速发展

投资要点

- **新能源和节能环保领域需求将成为钕铁硼磁材需求的最大动力。**钕铁硼磁体作为第三代稀土永磁材料, 三大磁性指标出色, 且有成本优势, 因此被认为是最具潜力的磁材。未来几年, 我国新能源和节能环保领域的需求作为主要动力, 将使得钕铁硼永磁材料消费量保持 25% 以上的增速, 考虑到我国稀土资源的分布及人力成本因素, 预计到 2013 年, 中国将超越日本成为世界上最大的高性能钕铁硼永磁材料生产国。
- **中科三环为国内规模最大、技术最先进的钕铁硼生产企业。**公司现有钕铁硼产能 11500 吨, 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。
- **积极拓展高性能磁材领域业务。**近年来, 公司除了继续加大传统领域的应用外, 还在积极推进新能源和节能环保产品领域的应用, 目前公司已是金风科技、湘电股份等风电龙头厂商逐的主要电机磁材供应商之一。尽管公司目前仍为有新能源汽车订单, 但公司长期与汽车厂商合作开发, 预计新能源汽车补贴政策将成为催化剂, 促使公司拿到该领域的订单。
- **投资建议:** 预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.32 元, 0.39 元和 0.45 元, 考虑到公司的市场地位、研发优势及产能扩张的弹性大, 我们给予“增持”评级。
- **风险提示:** 欧元区债务危机扩大影响公司出口订单大幅下滑, 导致业绩低于预期; 人民币大幅升值。

主要财务指标

(百万元, 元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1566	1881	2253	2693
增长率	-24.68%	20.10%	19.80%	19.50%
综合毛利率	23.38%	26.90%	27.20%	27.50%
净利润	86	195	239	274
增长率	-37.74%	124.93%	22.73%	14.72%
每股收益	0.14	0.32	0.40	0.45
市盈率	92.47	41.63	33.92	29.57

1、永磁市场的现状及未来发展

1.1 钕铁硼是第三代稀土永磁材料

- 目前磁材主要分为永磁体和软磁体两大类，永磁体是硬磁体，不易失磁，也不易被磁化，而软磁体极性是随所加磁场极性而变的。永磁体按材料来分，可分为稀土永磁体和永磁铁氧体两个大类。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，近几年它增长最快，被认为是最具潜力的磁材。永磁铁氧体与钕铁硼相比，磁性能上有先天的劣势，因此，永磁铁氧体还曾被认为将被钕铁硼取代，尤其是对于高档铁氧体磁材。

图 磁体分类图

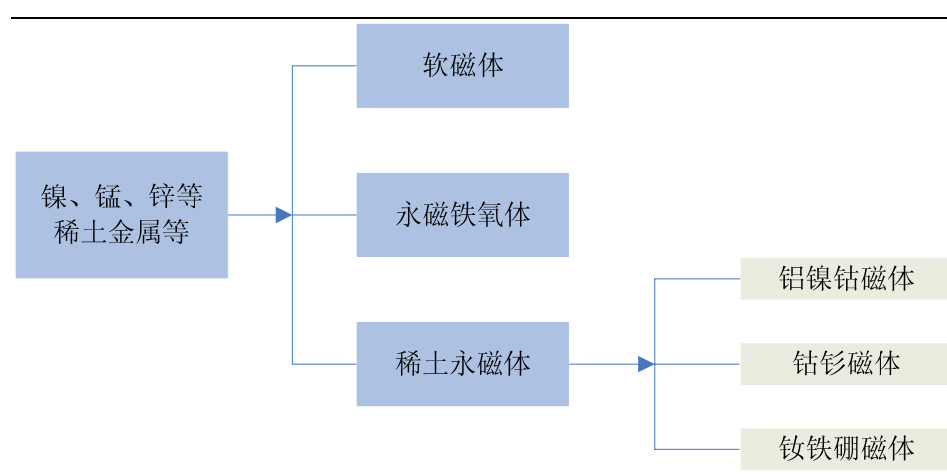


图 我国及全球软磁体产量及增速

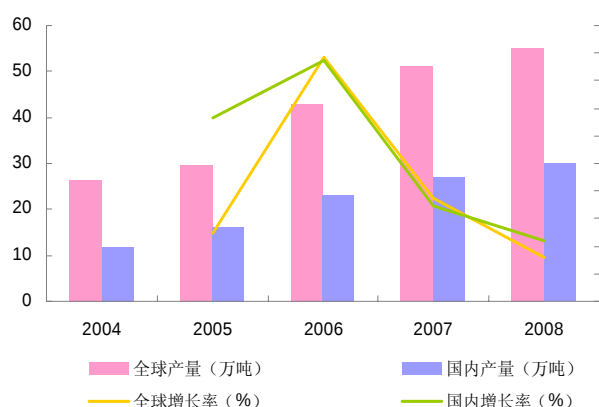
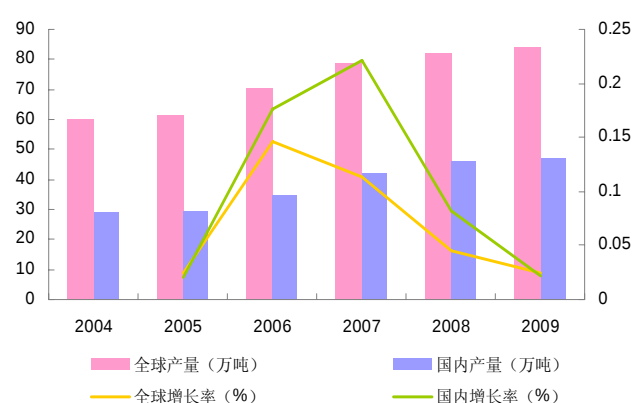


图 我国及全球永磁铁氧体产量及增速



- 目前我国稀土永磁体仍以较低端的烧结钕铁硼永磁体为主，所占比例一直维持在 90%以上，而粘结钕铁硼虽然总产量不断上升，但是所占比例不仅未提高，反而有所降低。参考日本钕铁硼产业的发展，我们认为，随着市场需求的转变、企业生产技术的提高，以及稀土产业的不断升级，我国钕铁硼产品将向 VCM、精密电机等高端方向发展，高性能钕铁硼面临较大的发展机遇。

图 我国钕铁硼磁性材料的用途

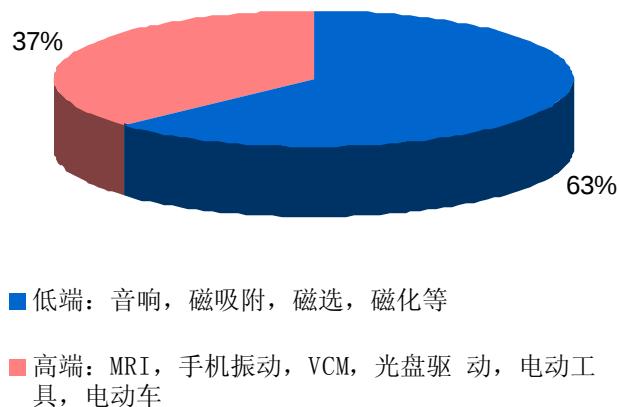


图 2004 年至今我国钕铁硼磁体产量逐步攀升

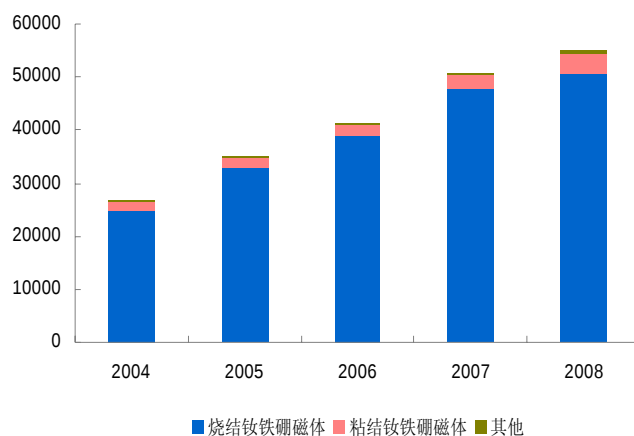


图 2008 年我国高性能钕铁硼应用领域分布

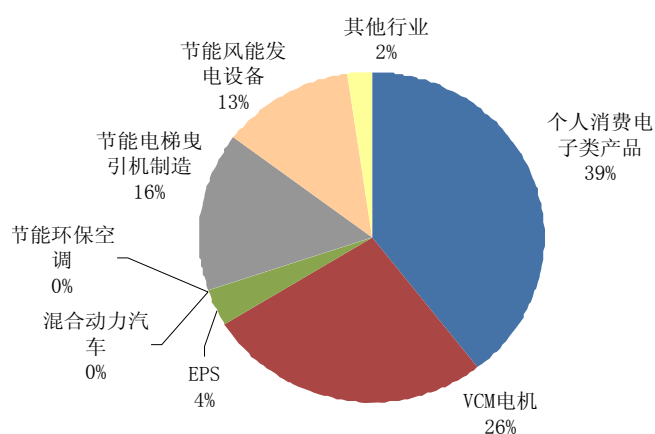
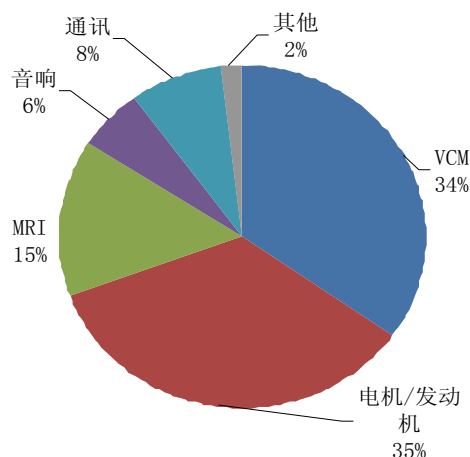


图 日本高性能钕铁硼应用领域分布



1.2 稀土永磁体未来市场分析

- 钕铁硼永磁材料的主要原材料为稀土，稀土分为轻稀土和重稀土，两种稀土原料占产品生产成本的比重均在 27%左右。稀土在钕铁硼永磁材料的生产过程中损耗率较高，根据产品精细化程度不同，由 10%至 80%不等。由此可见，稀土原料成本及其损耗率对产品生产成本影响重大。我国是世界上稀土储量和产量最大的国家，欧洲和美国储量较小，受稀土资源的影响，目前，美国已无高性能钕铁硼永磁材料生产基地，而欧洲仅在德国和芬兰共有不到 2,000 吨的产能，亚洲已成为高性能钕铁硼永磁材料的生产中心，2008 年 90%以上的钕铁硼永磁材料的供应来源于亚洲。

图 稀土永磁体成本构成

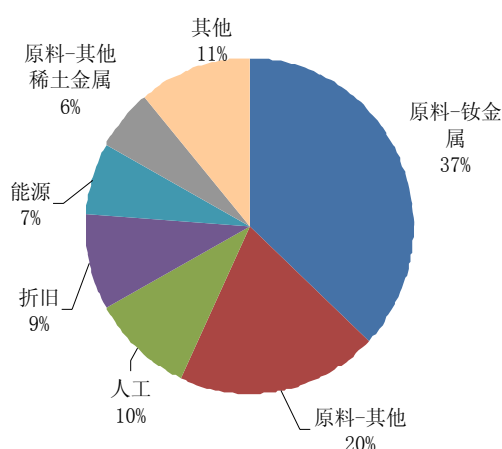
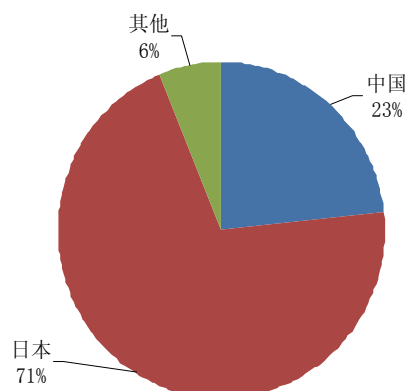


图 90%以上的钕铁硼永磁材料源于亚洲



- 考虑稀土资源的分布及人力成本因素，在未来几年内，中国高性能钕铁硼永磁材料的产量将保持高速增长的态势，日本产量将保持稳步低速增长态势。随着中国高性能钕铁硼永磁材料产量的快速增长，预计到 2013 年，中国将成为世界上最大的高性能钕铁硼永磁材料生产国。在中国高性能钕铁硼永磁材料产品快速增长的带动下，全世界高性能钕铁硼永磁材料的产量将继续呈现快速的增长趋势。

1.3 未来几年稀土永磁将出现高速增长的领域

- 我们认为，稀土永磁的传统应用领域，如 VCM、音响等消费类电子产品市场多已逐渐成熟或呈现萎缩，未来这些领域的需求将保持稳定缓慢的增长，而我国的风力发电、节能电梯、混合动力汽车、EPS、节能环保空调和节能石油抽油机市场，在产业政策的扶持下，将进入快速发展通道。

应用领域	核心部件	最佳材料	作用
新能源汽车	永磁同步电机	钕铁硼	具有异步电机的体型，同步激磁电机的性能，更达到节能降耗的作用
	HEV 动力系统	采用高性能宽温低损耗功率软磁铁氧体材料制成，如 TDKPC95 或 FDK 6H60 等材料。	用软磁铁氧体，实现复杂的动力转换和传输功能，确保在恶劣的环境下长期可靠运行，并保持高的效率
	汽车电子和 DC-DC 变换器	类似 TDK PC95 的高性能的宽温低损耗铁氧体磁心	电能转换用 DC-DC 变换器，这是未来看好的一个高端市场。
	发电机	稀土永磁发电机	不管是机械能转换成电能，还是电能转换成机械能，均离不开电磁场，而磁性材料是最好最节能的恒磁场。
节能	电动机		
	变压器	非晶带材	具有更低的损耗率，在用于新型配电变压器时，可以起到很好的降低电耗的作用
	抗电磁干扰	磁性非线性电感	减少电子镇流的开关功率管和整流管快速变化的高压切换电流和脉冲短路电流会引起噪声干扰。

新能源 直驱永磁风电机组 稀土永磁

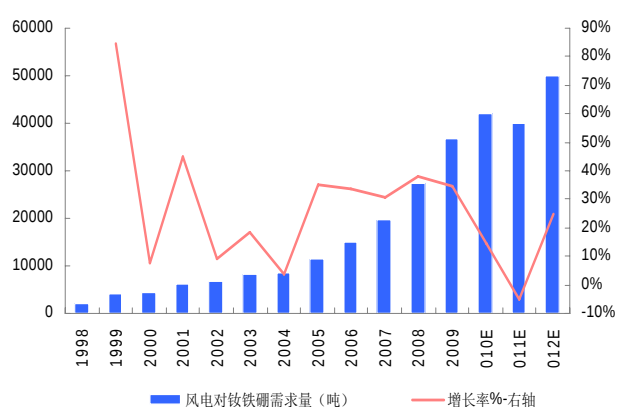
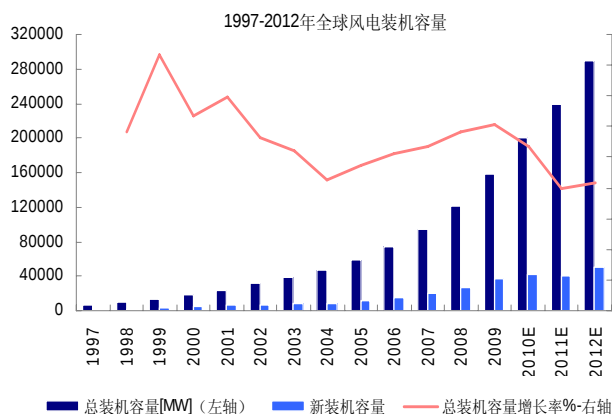
不仅具有结构简单、运行可靠、体积小、质量轻、损耗小、效率高、电机形状和尺寸可以灵活多样等显著特点，而且在额定的低转速下输出功率较大，效率较高。

1.3.1 风电

- 因风能永不枯竭、无污染的特点，且可再生能源发电技术，成为最具开发前景的新能源，且因风机成本呈现逐年下降的趋势，越来越多的国家大力发展风电行业。根据世界风能协会的报告，2020 年全球风电装机容量预计将增至 450 亿千瓦。随着风能应用的加强，特别是随着单机容量的增大，传统的产品包括笼型异步发电机和双馈异步发电机，由于存在齿轮箱，双馈异步发电机还存在碳刷和滑环，使得系统成本高、可靠性差、维护量大，且噪声污染严重，而直驱永磁风力发电机具备运行可靠、体积小、质量轻、损耗小、效率高、电机形状和尺寸灵活等优点，因此成为研究开发的热点之一。目前 1 兆瓦的机组使用钕铁硼大致在 1 吨左右，得益于全球风电装机容量的快速增长，预计未来几年风机用钕铁硼量将维持高速增长。

图 全球风电装机容量预测

图 风电对钕铁硼需求量



1.3.2 变频空调

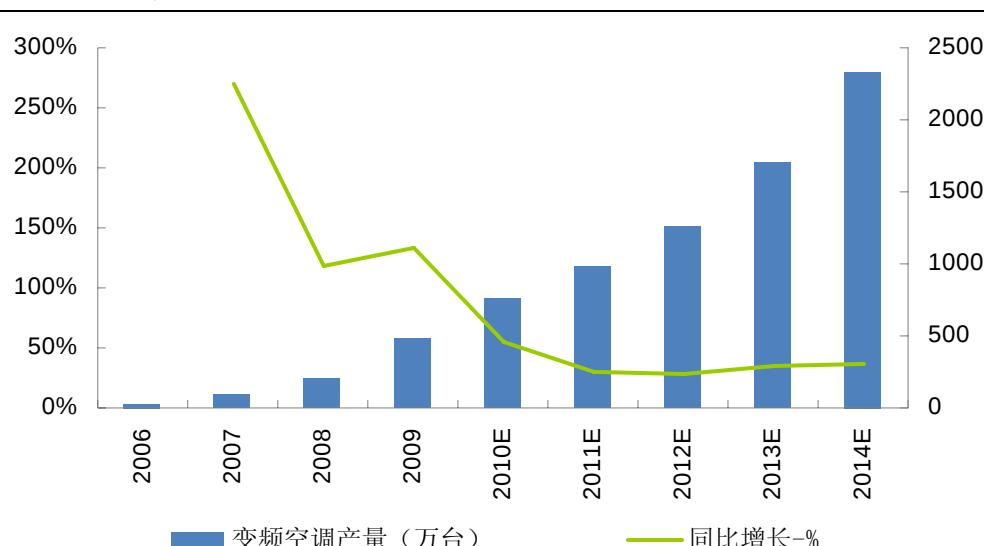
- 我国空调主要分为定频空调和变频空调两种，与定频空调相比，变频空调其以节能高效且环保的特性迅速发展成为世界空调行业的主流。变频空调即为目前空调行业的节能环保空调，其以节能高效且环保的特性迅速发展成为世界空调行业的主流。日本于 1983 年首先在世界上推出第一台变频空调，至 2007 年变频空调已占日本市场的 99% 以上，而在欧美等发达国家的普及率也在 70% 以上，节能空调对高性能钕铁硼永磁材料的防腐蚀性能要求极高，如全球领先的空调生产企业——日本大金要求对高性能钕铁硼永磁材料采用国际领先的真空镀铝技术。
- 当前，我国空调市场上 90% 的空调均属于 2 级以下的定频空调。与国内空调销量低速增长相比，我国变频空调销售量将保持高速增长的态势，2008 年我国变频空调销量为仅 209 万台，占国内空调销售量 7% 左右。2010 年 5 月，财政部发布了《关于调整高效节能空调推广财政补贴政策的通知》，通知中规定，从今年 6 月 1 日起，定速空调将实施新的能效标准，新标准最大的变化就是现行的 2 级能效空调将成为新标准中的 3 级能效产品，这也就意味着，按照《通知》精神，现行 2 级能效空调将失去节能补贴资格，而通知中还首次推广变频空调，我们预计，到 2014 年，我国变频空调销量将占总消费量的 50% 左右。
- 目前变频空调的压缩机所使用的磁体分为铁氧体永磁材料和高性能钕铁硼永磁材料两种。高

性能钕铁硼永磁材料由于其磁性能优势突出，节能环保效果更优，在未来几年里，使用高性能钕铁硼永磁材料生产的变频空调的比例将快速上升，2008-2014 年将分别达到 20%、30%、40%、50%、60%、70%、80%。考虑到平均每台变频空调需使用 0.25Kg 的高性能钕铁硼永磁材料，变频空调的发展对本行业意义深远。

表 两种空调的对分分析情况

特性	变频空调器与定频空调器相比
控温性	相比定频空调 $\pm 2^{\circ}\text{C}$ 左右的控温范围，变频空调在刚开机时以高频运转，几分钟内达到设定温度之后转为低频工作，温度控制精确，控温范围 $\pm 0.5^{\circ}\text{C}$ 。
制冷制热速度	由于开机后变频空调以高频进行运转，因此可在短时间内达到设定温度，一般仅为定频空调的一半时间。
耗电	变频空调无需频繁的开关机，且大部分时间是在低频段运转，与定频空调相比，变频空调可达到节能 30% 以上的效果。
噪音	整机噪声比相同功率的定频空调低 2-3 dB 左右。
运行稳定寿命	定频空调频繁的启停会对压缩机造成很大损害，定频空调压缩机寿命为 8-12 年；而变频空调通常工作于低频段，压缩机和空调系统运行稳定，其寿命一般能达到 12-15 年。
低电压启动及低温启动	变频空调启动时电压较小，可在低电压和低温度条件下启动。由于实现了压缩机的无级变速，它也可以适应更大面积的制冷制热需求。
启动电流	定速空调开机时启动电流很大，会对电网造成冲击，也会对家里其他电器造成冲击；而变频空调可选择在 10Hz 低频及与之相应的低电压条件下启动，启动电流很低，避免了对供电电网的冲击及对其他家用电器正常工作的影响。

图 变频空调产量及增速预测

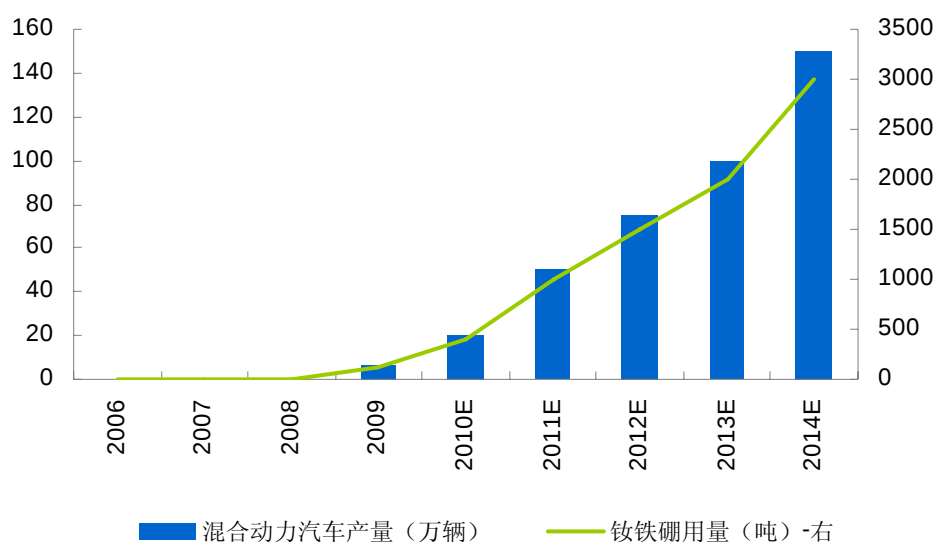


1.3.3 新能源汽车

- 2009 年以来中国与美国相互呼应推出支持新能源汽车的鼓励措施，根据市场资料，全球 2009 年推出的 150 余款汽车中，新能源汽车即占了 18 款 (占比达 12%)，数量居历年之最。依据

新能源汽车发展趋势，电动马达将逐渐由辅助动力逐渐提升为主要动力来源，因此电动马达功率也将越来越大，大功率、小型轻量化、高效率、模块简单化都是未来电动马达主要发展重点，目前包括稀土永磁马达(IPM 马达)以及盘型马达都是被重视的技术路线，由于稀土永磁马达具备轻量、高效率等特性，目前在混合动力车发展居于领先的日系车厂包括丰田、三菱等都采用展稀土永磁马达，我们认为高档稀土永磁需求将持续增加。

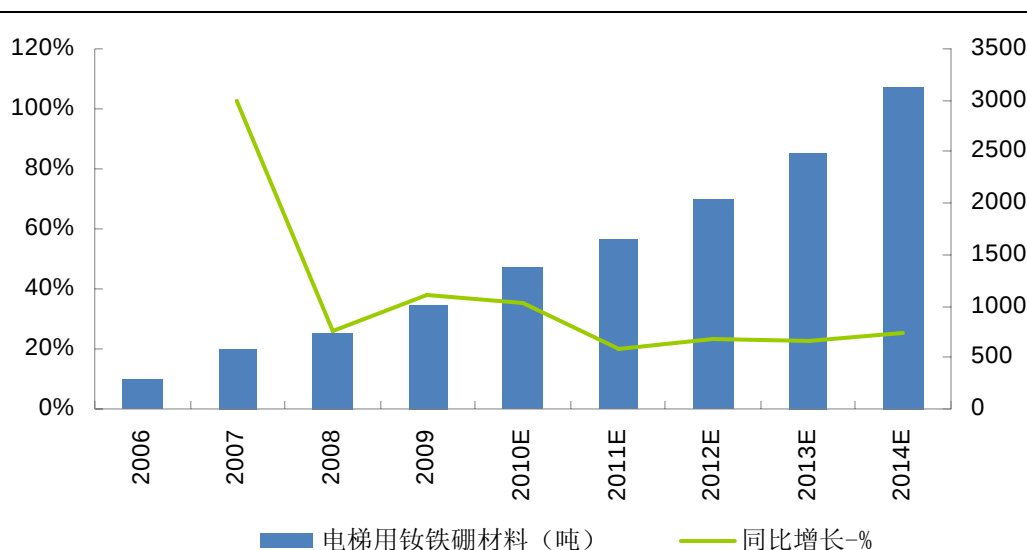
- 稀土永磁材料在一台混合动力电车的辅助电机及发动机上的用量约 2-3 千克，是牵动稀土永磁材料在汽车产业中增长的主要动力之一。以丰田普锐斯为例，主电动马达即使用了超过 2 公斤的稀土永磁体，而一辆电动汽车使用多达 16 公斤钕铁硼（包括驱动电机、自动控制装置和各种微型电机用永磁体，其中一台驱动电机需使用 1.2 公斤钕铁硼）。根据汽车工业协会的预测，2014 年我国的混合动力汽车将达 150 万辆。此外，日本、欧美汽车厂商也在加大新能源汽车的生产，综合考虑新能源客车、卡车等，预计将产生 4 万吨以上的稀土永磁需求。



1.3.4 节能电梯

- 据中国电梯协会的资料显示，我国目前已成为世界上最大的电梯生产国和出口国，电梯市场保有量已达 60 多万台。而目前全国正在使用的 60 多万部电梯中，节能电梯仅占 1.92%。未来 10 年我国新装电梯如果全部采用能源再生电梯，除节电外，还将减少二氧化碳排放约 5100 万吨、二氧化硫排放约 13.2 万吨、尘埃排放 5,940 吨，节省 950 亿升水，减少 0.7 吨铅堆积。

图 节能电梯用钕铁硼材料量

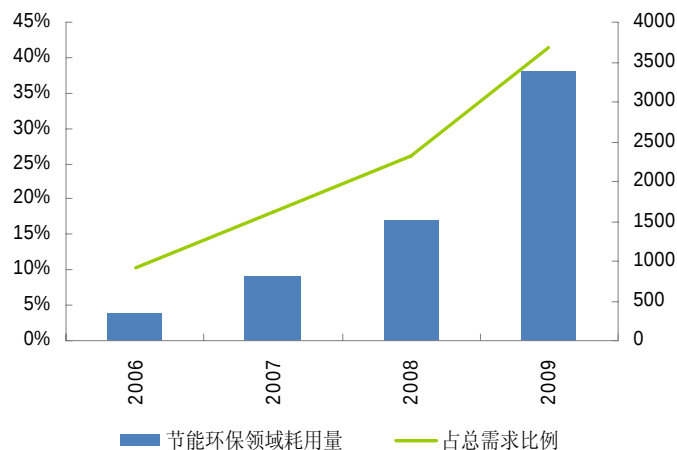
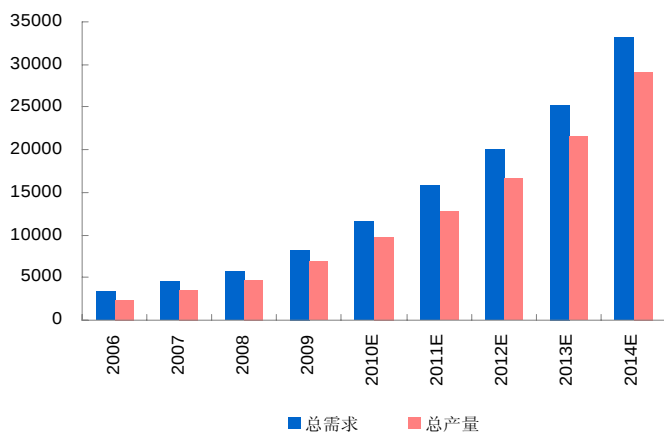


1.3.5 我国钕铁硼在一段时期内可能会出现供不应求

- 我国由于高性能钕铁硼永磁材料行业起步较晚，加上该行业技术门槛高，投资大、回收期长，日本企业在市场中拥有强势地位等原因，导致国内高性能钕铁硼永磁材料生产企业的扩产速度一直跟不上市场需求的增长，导致供需不平衡，供应缺口主要通过进口来填补。

图 我国对稀土永磁材料的供需情况 (吨)

图 新能源和节能环保领域耗用量及占总需求比例 (吨)



1.4 我国钕铁硼行业状况

- 中国生产钕铁硼永磁的企业有超过 110 家，但普遍规模不大，VCM、MRI 和汽车等高端应用要求钕铁硼生产厂商的产品质量稳定，通过安全一系列安全、质量体系认证，而且产量大，能够稳定供货。国内的钕铁硼行业两极分化，中科三环、宁波韵升等十多家企业生产高端产品，产能超过 1000 吨，总产能约占国内总产能二分之一；还有几百家小型企业生产低端产品，产品附加值低。
- 钕铁硼的专利持有人为日立金属和加拿大的 Neo Technology，国内企业向美、欧、日等国出口钕铁硼需申请专利使用权。目前国内仅有中科三环、宁波韵升、京磁、银纳金科和安泰科技共五家企业购买了专利使用权，因此它们在国际市场与高端市场有一定竞争力。不过，这

两公司的基本成分专利大部分已过期，到 2014 年将全部到期，专利到期后，我国钕铁硼永磁材料生产企业将参与到国际市场的竞争，尤其是高性能钕铁硼永磁材料生产企业，将凭借稀土资源优势 and 低成本等优势，在国际市场竞争中占据一定的优势。

- 中国稀土永磁最大的竞争对手是日本，它同样也是我们不少企业技术的来源方。日本的磁体制造技术和磁体性能领先于我国，他们的生产商均能大批量生产 50 兆高奥的磁体，而我国仅有少数厂家能生产，且综合性能和产品一致性较日本差，所以售价较日本也大打折扣。在 2006 年日本虽然产量仅占世界的 20%，但产值占到了世界的 37.2%，也显示其整个产品档次更高。近两年，我们开始大量承接日本在 VCM 的钕铁硼磁体制造，今后和他们拉近差距的地方就将是混合动力车和风电等领域的应用。

表 国际磁体生产企业情况

企业	行业地位	主要产品	应用市场
TDK	磁性材料品种最全，在铁氧体软磁、铁氧体永磁生产上长期稳居世界第一位，稀土永磁生产在日本排第三位，是举世公认的磁性材料王国	铁氧体软磁、铁氧体永磁、稀土永磁	汽车电子产品、白色家电、FA 等设备的马达
SEIKO EPSON (精工爱普生)	世界第二大生产粘结钕铁硼磁体的企业；亚洲最大的粘结钕铁硼生产企业之一；占日本总产量 40% 左右	粘结钕铁硼磁体	电动自行车、汽车电机、计算机硬盘、电子玩具、电动工具等产品以及音响设备、通讯产品、消费电子、医疗设备、家电产品、磁选设备
Hitachi Metals (日立金属)	全球最大的钕铁硼生产企业	钕铁硼	微特电机、电动汽车、空调、冰箱、电梯、FA 设备
信越化学	全球最大矽晶圆制造商，第三大硅产品生产商	钕铁硼	混合动力车所配备的马达、空调压缩机的马达和硬盘采用的主轴马达
EPCOS	国际软磁铁氧体企业巨头(从西门子原来的磁性材料部门独立而来)	软磁铁氧体	开关电源、显示器回扫变压器、宽带变压器、脉冲变压器、抗电磁波干扰器件

表 国内主要磁体生产企业情况

企业	产能情况	行业地位	主要产品	应用市场
横店东磁	永磁产能为 7.5 万吨，软磁产能为 2.6 万吨	全球最大的永磁铁氧体生产企业；我国最大的软磁铁氧体生产企业之一	永磁铁氧体、软磁铁氧体	电子信息业及汽车工业，喇叭磁、微波炉磁和电机磁瓦
北矿磁材			高性能永磁材料为主，永磁元器件为辅	自动控制、计算机及其外围设备和微特电机
中科三环	钕铁硼产能 11500 吨	中国最大、全球第二大的钕铁硼永磁体制造商	烧结钕铁硼磁体、粘结钕铁硼磁体	除继续加大计算机 VCM 和 HDD、汽车电机、核磁共振领域的应用外，公司战略规划着重向风力发电、节能环保产品、工业节能电机等领域用钕铁硼永磁产品的开发上倾斜
宁波韵升	08 年钕铁硼产能 4000 吨左右，未来产能扩充后有望达到 5000 吨	我国重要的钕铁硼生产和销售基地之一	钕铁硼	向新能源、新动力汽车和智能机器人及关键零部件领域切入

安泰科技	年生产 500 吨烧结磁体； 年生产 100 吨粘结用磁体	国内最早开发精密合金材料和稀土永磁合金的单位之一	烧结稀土永磁材料及其制品、粘结稀土永磁材料及其制品、精密合金材料与器件	电力、电子、石油、机械、汽车、冶金、医疗、仪器仪表等工业，以及航天、航空、舰船、兵器等国防工业中
------	-------------------------------	--------------------------	-------------------------------------	--

表 钕铁硼主要专利情况

主要成分专利	专利到期时间		
	日本	美国	欧洲
RE-Fe-B 基本成分 (NEOMAX)	2003	2003 (注一)	2003
RE-Fe, Co-B 成分 (NEOMAX)	2008	2003 (注一)	2007
Nd, Dy-Fe, Co-B 成分 (NEOMAX)	2003	2010	2003
RE-Fe-B 化合物 (NEOMAX)	2003	2014 (注二)	-
RE-Fe, Co-B 化合物 (NEOMAX)	2003	2014 (注二)	-
RE-Fe-B 基本成分 (麦格昆磁)	2003	2006	2004
含有 Co (麦格昆磁)	2004	2012	-

注一：Nd-Fe (Co)-B 各向异性磁性材料的专利

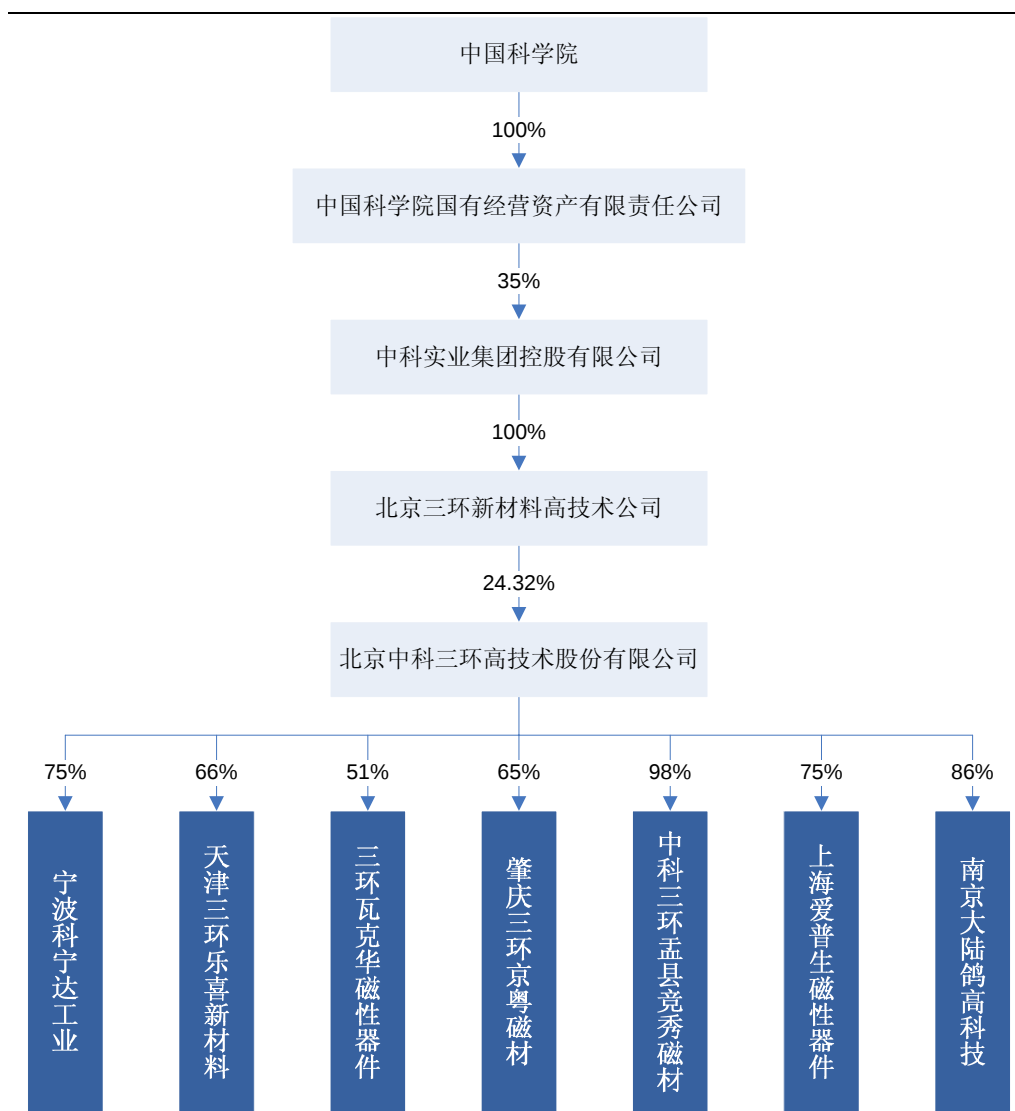
注二：美国专利第 5 645 651 号含有正方晶结构的化合物专利，至 2014 年 7 月 8 日有效。本专利不仅适用于含有 Co 的化合物，也适用于不含有 Co 的化合物以及含有 Dy 等添加元素的化合物。

2、中科三环：中国最大的钕铁硼永磁材料生产商

2.1 公司是国内规模最大、技术实力最强的钕铁硼生产企业

- 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，公司目前共有钕铁硼产能 11500 吨，其中烧结钕铁硼产能约 10000 吨，粘结钕铁硼产能约 1500 吨，2009 年公司钕铁硼产量 8000 吨左右，预计 2009 年国内市场占有率 12-15%，高性能钕铁硼产品占有率 35-40%。
- 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上海爱普生粘结钕铁硼生产子公司。其中宁波科宁达是全国最大的钕铁硼生产企业，产能 5000 吨以上，主要从事 VCM 材料生产，全球市场占有率 20% 以上；上海爱普生从事粘结钕铁硼生产，2009 年经过扩产后，产能达到 1500 吨，2009 年产量 800 吨左右，爱普生的生产规模在全球及国内都位居前列，市场份额优势明显，具有较强的竞争力。
- 公司目前已经建立了较为完善的销售网络，在国内已形成了以北京和宁波为中心的销售基地，在国外与很多专业销售代理商等进行了深度合作，从而保证了公司产品在全球市场的占有率。

图 公司股权结构图



2.2 加大高端市场的开发

- 近年来，公司除了继续加大硬盘驱动器（HDD）、汽车电机、核磁共振等领域的应用外，公司还将积极推进钕铁硼磁体在风力电机和节能环保产品领域的应用，目前已有良好开端。随着国家对节能环保产品的扶持力度的加大，风电设备和节能环保产品领域将是公司潜在的巨大市场。
- 公司从 2004 年启动研发工作，2007 年下半年开始出口风电电机磁材。国内市场方面，近两年与金风科技、湘电股份等风电龙头厂商逐渐形成合作关系，成为其主要的电机磁材供应商之一。
- 公司多年前就与下游电机、新能源汽车厂商开始合作开发，并向海外相关的合作企业提供了产品样品，但受制于新能源汽车产业的推进进程速度，至今未有订单。国务院 5 月 5 日在一份有关节能减排的文件中明确提出“全面推广节能汽车，继续做好新能源汽车示范推广，5 月底前有关部门要出台具体的实施细则”，使得新能源汽车私人购买补贴等鼓励政策即将落到实处。我们认为，新能源汽车的补贴政策将有加速推动行业的发展及市场需求，据我们调

研了解，我们认为，凭借研发优势和多年的客户资源积累，公司有望成为第一批受益的设备材料提供商。

图 2006-2009 年公司业务收入构成

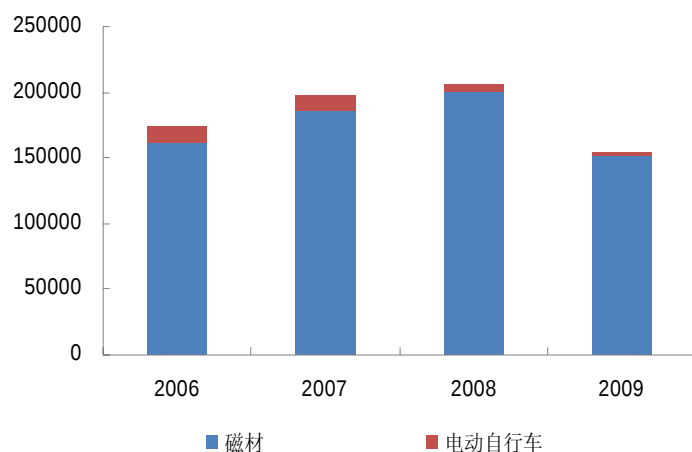


图 公司钕铁硼产品应用构成

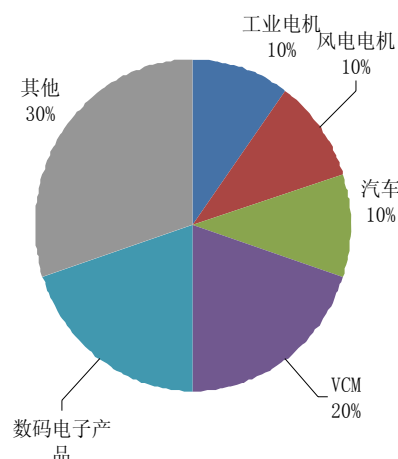


表 业务扩展对比

上游拓展		下游拓展	其他
中科三环	参股赣州的稀土生产企业	与金风科技、湘电股份形成合作关系；探寻与汽车厂商之间的合作关系	
宁波韵升		与上海安乃达、北京中科易能共同发起成立“上海电驱动有限公司”，向包括奇瑞在内的多个新能源汽车厂商供应电驱动电机；合资的爱尔韵升为美国爱尔小风电公司进行OEM	
横店东磁	与上海交通大学合作开发磷酸铁锂正极材料；会理铜矿；江西赣州新盛稀土实业公司和云南东磁有色从事稀土分离		变更募集资金投向，进军单晶硅太阳能电池

2.3 公司业务分析

- 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 2009 年末期收入 2.46 亿元，亏损 4651 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。
- 公司历年出口业务收入占比达 50-70%，受金融危机影响，2008 年海外需求严重萎缩，公司收入和利润大幅下降，2009 年下半年海外订单明显恢复，公司 3 季度开始开工率逐步回升，目前公司基本是满负荷产。近期，欧元区债务问题有扩大趋势，尽管公司目前出口订单未受任何影响，但仍需关注后期订单情况，尤其是欧洲方面的订单。
- 据我们调研了解，今年上半年公司生产正常，尤其是一季度生产恢复到历史最好时期，预计今年全年产量 7500 吨左右。此外，我们还关注到，公司业绩呈现季节性差异，一般情况下，一季度的业绩会相对偏低，而中期订单会相对较多，下半年单季度业绩会高于上半年。
- 和其他可比上市公司的磁材业务毛利率相比较，公司毛利率不算最高，不过一直比较稳定，

即便是在 2008 年磁材业务毛利率也回落，而这四年间钕铁硼原料金属钕波动较大。这主要是因为公司通过库存控制使成本的波动不致过于剧烈，此外，公司高端产品供应商数量有限，公司能够与客户议价。从一季报来看，单季度毛利率有上升趋势，我们甚至认为，汇率波动、客户需求增减对毛利率的影响大于原材料价格波动的影响。

图 公司营业收入及增长情况

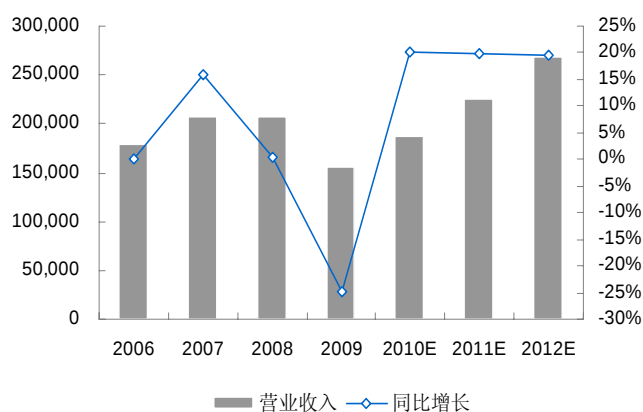


图 公司三费率变动

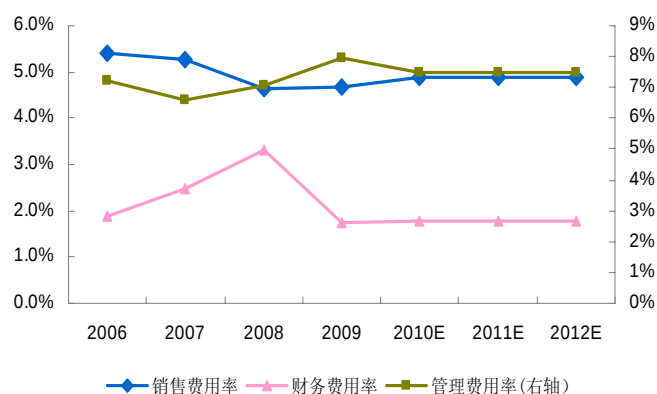


图 单季度销售毛利率和净利率变动

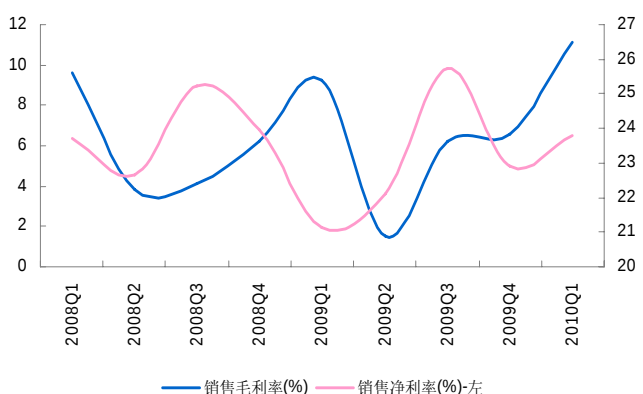


图 单季度每股收益变动

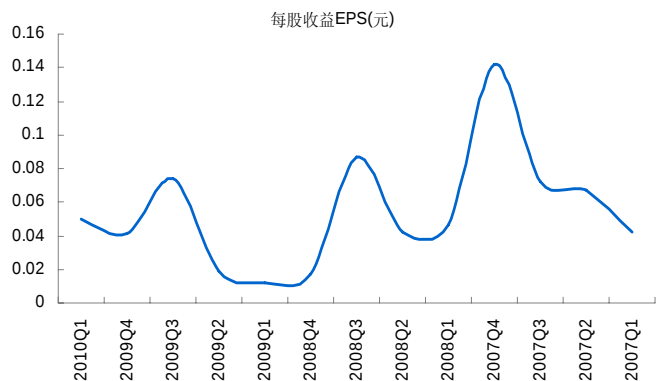


图 公司内销外销业务占比情况

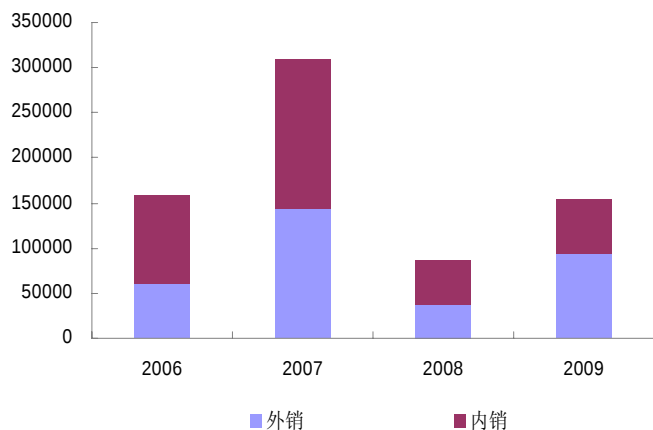


图 金属钕价格走势

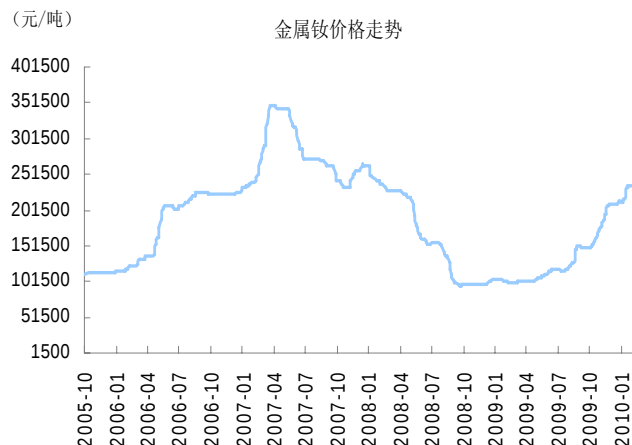


图 可比公司磁材业务收入增速

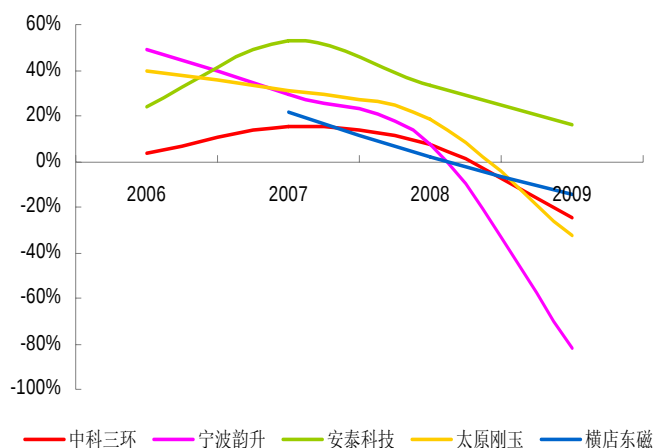
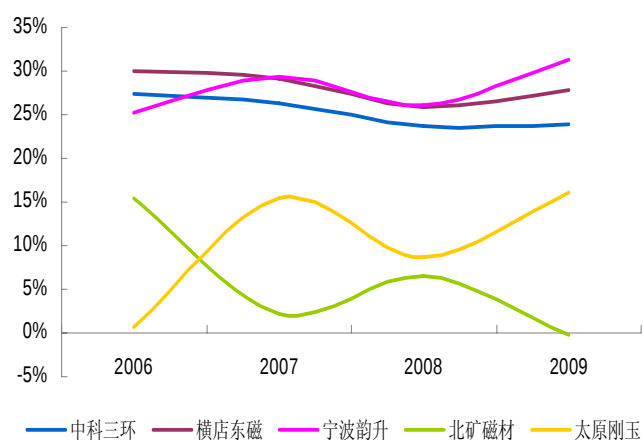


图 可比公司的磁材业务毛利率比较



2.4 盈利预测与投资建议

- 预计公司未来两年收入增速有望增加，其中风电电机和混合动力汽车电机是主要的推动力；
- 税率优惠：公司及部分子公司获得高新技术企业认定，享受三年内优惠所得税率为 15%；
- 预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.32 元、0.39 元和 0.45 元，当前股价对应市盈率分别为 41 倍、33 倍和 29 倍，考虑到公司的市场地位、研发优势及产能扩张的弹性大，我们给予“增持”评级。

公司简称	代码	EPS		PE	
		2010E	2011E	2010E	2011E
中科三环	000970	0.32	0.40	41.63	33.92
宁波韵升	600366	0.40	0.58	37.40	25.74
安泰科技	000969	0.65	0.95	30.17	20.64
太原刚玉	000795	0.05	0.06	141.80	118.17
横店东磁	002056	0.54	0.64	31.91	26.87

资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	505	517	528	506	EPS	0.14	0.32	0.40	0.45
存货	351	382	395	413	营业收入	1566	1881	2253	2693
应收账款	463	439	441	469	营业成本	1200	1375	1640	1952
其他流动资产	94	95	100	98	营业税金及附加	3	3	4	5
流动资产	1413	1433	1464	1486	销售费用	73	92	110	131
固定资产	737	731	725	734	销售费用率	4.66%	4.88%	4.88%	4.88%
长期股权投资	129	129	132	132	管理费用	125	141	169	202
无形资产	66	68	69	65	管理费用率	7.98%	7.50%	7.50%	7.50%
其他长期资产	74	76	67	78	财务费用	27	33	40	48
非流动资产	1005	1004	993	1009	财务费用率	1.75%	1.78%	1.78%	1.78%
资产总计	2418	2437	2457	2495	资产减值损失	38	10	10	10
短期借款	501	531	523	567	公允价值变动	0	0	0	0
应付账款	239	220	238	0	投资净收益	-8	1	1	1
其他流动负债	133	179	248	456	营业利润	92	227	281	346
流动负债	872	930	1009	1023	加: 营业外收入	23	22	25	25
长期负债	0	0	0	0	减: 营业外支出	7	5	6	6
其他长期负债	35	35	35	35	利润总额	109	244	301	365
非流动性负债	35	35	35	35	所得税	22	49	62	91
负债合计	908	965	1044	1058	所得税率	20.58%	20.23%	20.56%	25.00%
股本	508	508	508	508	净利润	86	195	239	274
资本公积	134	134	134	134	少数股东损益	13	31	38	44
股东权益合计	1244	1201	1141	1154	归属母公司净利润	74	163	201	230
少数股东权益	266	271	272	283					
负债股东权益合计	2418	2437	2457	2495					
现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	86	195	239	274	增长率(%)				
折旧和摊销	25	28	32	34	营业收入	-24.68	20.10	19.80	19.50
营运资本变动	88	(38)	(48)	8	营业利润	-38.11	-246.05	23.83	23.00
其他	22	(61)	(4)	9	净利润	-37.74	124.93	22.73	14.72
经营现金流	222	124	219	325	利润率(%)				
资本支出	89	93	121	101	毛利率	23.38	26.90	27.20	27.50
其他	23	26	27	6	EBIT Margin	8.57	14.74	15.12	15.34
投资现金流	(60)	(63)	(89)	(89)	EBITDA Margin	13.95	16.23	16.54	16.60
负债变化	(109)	57	79	14	净利率	5.52	10.34	10.59	10.17
股息支出	73	92	102	98	回报率(%)				
其他融资现金流	46	(135)	(153)	(148)	净资产收益率	5.73	13.21	16.90	19.06
融资现金流	(136)	(170)	(176)	(232)	总资产收益率	3.58	7.98	9.72	10.98
现金及现金等价物净增加额	25	(109)	(46)	4	其他(%)				
					资产负债率	37.54	39.60	42.49	42.40
					股息率	1.21	1.53	1.70	1.63

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。