

湘财证券研究所**有色钢铁研究小组**

叶 鑫

Tel: 021-68634518-8708

E-Mail: yx2893@xcsc.com

刘金铎

Tel: 021-68634518-8193

E-Mail: ljb2861@xcsc.com**事件:**

2010 年 7 月 27 日, 中科三环与五矿有色金属股份有限公司在北京签署了《战略合作框架协议》。

投资要点:**q 中科三环技术最强**

公司是我国规模最大, 技术实力最强的磁性材料企业。公司目前产能为 11200 吨, 09 年产量 7000 吨, 约占全球的 10%。中国科学院三环公司 (中科三环前身) 于 1993 年购买了日本住友公司和美国通用汽车公司的专利许可权, 成为国内第一家拥有钕铁硼产品销售专利许可权的磁体企业, 产品销售到欧、美、日等地区, 专利到 2014 年到期。

从钕铁硼磁性材料的需求看, 我国和全球都将保持较高的增速。主要的新增需求来自于风力发电、新能源汽车产业和空调节能电机。

风力发电: 我国 2009 年累计装机容量 2600 万千瓦, 预计 2020 年达到 1.5 亿千瓦, 按每台 1MW 级永磁风力发电机需用钕铁硼 1 吨计算, 约消耗钕铁硼磁体 15 万吨。

新能源汽车: 到 2012 年全国新能源汽车市场份额预计占到汽车市场的 10%, 每辆车需要高性能钕铁硼约 7 公斤, 消耗磁体约 1 万吨。

节能电机: 日本、欧美 98% 为变频空调, 但我国目前应用较少。由于空调市场巨大, 变频空调将为钕铁硼开拓一个新应用领域。

从原料供应看, 生产钕铁硼的主要原料是稀土金属中的镨钕、镱铁等。随着我国对稀土资源控制的加强以及企业资源整合的完成, 稀土金属资源供应将变得紧缺, 价格上涨。对于公司来说, 谋求稀土在合理价格水平下的稳定供应将越来越重要。

q 五矿有色资源最优

五矿有色是国内最大的中重稀土生产和经营企业, 已基本完成在中重稀土资源地赣州的产业布局, 在稀土生产和稀土贸易领域具有雄厚的资金实力和渠道优势。南方离子型中重稀土资源占比较少, 而其中的镨、钕都是钕铁硼材料不可或缺的原料, 能极大的改善产品性能。江西省中重型离子稀土远景储量 940 万吨, 保有储量 230 万吨, 分别占中国离子型稀土资源储量的 40% 和 35%, 储量居全国第一, 其中 90% 在赣州, 是我国中重稀土资源最丰富的地区。五矿有色联合江西赣县红金稀土有限公司、定南大华新材料有限公司组建五矿稀土股份有限公司, 其中五矿有色占股 40%, 为第一大股东。五矿有色还整合了赣州地区其它稀土分离冶炼企业, 目前控制了赣州地区 1/3 的冶炼分离企业, 在中重稀土资源方面有很强的话语权。

q “资源+技术”的强强联手, 彰显王者风范

双方主要在四个方面展开全面合作:

- 1、双方同意, 充分发挥各自优势, 在稀土永磁原材料采购、技术咨询、相关资产、股权等各个层面, 展开合作, 互惠互利。
- 2、双方承诺, 在最优惠市场价格条件下, 五矿有色优先向中科三环提供镨钕、镱铁等稀土金属, 并确保原料的稳定供应, 中科三环优先向五矿有色采购上述镨钕金属、镱铁等生产稀土磁性材料所必须的原料。
- 3、根据双方战略布局的需要, 双方同意适当时机在中重稀土资源地合资生产稀土磁性材料, 合作方式包括但不限于双方合资设立项目公司、合资投资新建稀土磁性材料生产线以及中科三环向五矿有色提供稀土磁性材料生产技术咨询等。
- 4、双方同意建立高层定期沟通机制, 不断地探讨在稀土产业方面合作的可能性。

双方的全面合作,公司凭借永磁材料方面雄厚的技术研发实力和坚实的产业基础,借助五矿有色在稀土资源和生产经营方面的优势,在稀土钕铁硼材料领域打造“资源+技术”的强强联合,构筑上下游产业链的合作共赢局面,必将在市场竞争中彰显王者风范。

我们暂时维持盈利预测不变,2010-2012年EPS分别为0.39元、0.46元、0.48元。强烈看好双方合作前景,给予买入评级。

表1 中科三环估值表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1413	953	1063	1276	营业收入	1566	2663	2971	3048
现金	505	505	617	854	营业成本	1200	2041	2273	2329
应收账款	463	0	0	0	营业税金及附加	3	5	5	6
其他应收款	5	0	0	0	营业费用	73	124	138	142
预付账款	56	0	0	0	管理费用	125	192	214	225
存货	351	448	446	423	财务费用	27	13	0	-3
其他流动资产	34	0	0	0	资产减值损失	38	14	17	17
非流动资产	1005	864	876	878	公允价值变动收				
长期投资	129	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	737	765	780	783	投资净收益	-8	0	0	0
无形资产	66	66	66	66	营业利润	92	275	322	333
其他非流动资					营业外收入	23	22	21	22
产	74	34	31	30	营业外支出	7	4	5	5
资产总计	2418	1817	1939	2155	利润总额	109	293	339	350
流动负债	872	95	0	0	所得税	22	59	63	65
短期借款	501	95	0	0	净利润	86	234	275	285
应付账款	239	0	0	0	少数股东损益	13	35	40	41
其他流动负债	133	0	0	0	归属母公司净利润	74	200	235	243
非流动负债	35	0	0	0	EBITDA	204	366	411	429
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.39	0.46	0.48
其他非流动负									
债	35	0	0	0					
负债合计	908	95	0	0	主要财务比率				
少数股东权益	266	301	341	383	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	508	508	508	508	成长能力				
资本公积	134	134	134	134	营业收入	-24.7%	70.0%	11.6%	2.6%
留存收益	603	780	957	1131	营业利润	-38.1%	198.6%	17.0%	3.3%
归属母公司股东权益	1244	1421	1598	1772	归属于母公司净利润	-24.8%	171.3%	17.9%	3.3%
负债和股东权益	2418	1817	1939	2155	获利能力				
					毛利率(%)	23.4%	23.4%	23.5%	23.6%
现金流量表					净利率(%)	4.7%	7.5%	7.9%	8.0%

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	5.9%	14.0%	14.7%	13.7%
经营活动现金流	222	380	367	404	ROIC(%)	6.8%	17.6%	19.8%	20.6%
净利润	86	234	275	285	偿债能力				
折旧摊销	84	78	88	99	资产负债率(%)	37.5%	5.2%	0.0%	0.0%
财务费用	27	13	0	-3	净负债比率(%)	55.17%	100.00%	0.00%	0.00%
投资损失	8	0	0	0	流动比率	1.62	10.05	#####	#####
营运资金变动	-7	140	2	23	速动比率	1.21	5.33	#####	#####
其他经营现金					营运能力				
流	22	-86	-0	0	总资产周转率	0.64	1.26	1.58	1.49
投资活动现金流	-60	64	-101	-101	应收账款周转率	3	11	-	-
资本支出	89	101	101	101	应付账款周转率	4.97	17.07	-	-
长期投资	19	-129	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.39	0.46	0.48
流	48	36	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.75	0.72	0.80
筹资活动现金流	-136	-443	-153	-66	每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.80	3.15	3.49
短期借款	-74	-406	-95	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	84.33	31.08	26.36	25.52
普通股增加	0	0	0	0	P/B	4.99	4.37	3.88	3.50
资本公积增加	1	0	0	0	EV/EBITDA	31	17	15	15
其他筹资现金									
流	-63	-37	-58	-66					
现金净增加额	23	0	112	237					

来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。