

中科三环 (000970)

公司研究/调研简报

谨慎推荐 下调评级

合理估值: 31.96—34.31 元

短期需求延续高增速，远景还看新能源汽车

—中科三环 (000970) 调研简报

民生精品---调研简报/有色金属行业

2010 年 12 月 20 日

一、事件概述

日前，我们对中科三环公司进行了调研，向公司董秘及相关人员了解了公司目前的经营状况、未来发展战略。通过沟通，我们认为公司目前产能扩张弹性强、下游需求旺盛，钕铁硼生产加工龙头地位依旧，预计短期内需求将延续高增长，明后两年主要关注新能源汽车政策推进的进程。

二、分析与判断

➤ 公司今年满负荷生产，为历史最好水平

目前公司磁性材料产品生产稳定，订单饱满，主要由于海外需求恢复较快，电子产品，如手机、音响、计算机设备等今年恢复，此外国内风电订单增长较快，节能电机产品首次推向市场，总生产订单饱满。虽然原材料稀土价格今年上涨幅度较大，但需求的增长幅度远高于价格的上涨幅度。

➤ 公司产能优势及磁粉专利保护预期延续确保公司龙头地位不动摇

公司目前产能利用饱满，烧结钕铁硼产能已从 2008 年的 8000 吨扩大至目前的 1 万吨，粘结钕铁硼产能约 1500 吨，总产能 11500 吨，位居行业第一。公司部分工厂前期投入已经完成，未来产能扩张的弹性较大。此外，2014 年 MQ 磁粉专利到期后预计仍会延续，对于出口占比较大的公司影响仍将继续。鉴于公司产能以及 MQ 磁粉专利保护的持续，我们认为公司在磁性材料中的龙头地位不动摇。

➤ 预计明年一季度会延续目前良好发展态势

今年以来下游节能电机、风电电机发展迅速。国家大力建设风能发电给公司风电电机产品带来巨大市场需求，因此尽管该产品毛利率相对较低，但给公司贡献较多营业收入，预计一季度订单保持稳定。而节能空调在我国的普及率约 10%，日本的普及率高达 90%，预计 2~3 年我国普及率预期将达到 30%，市场提升空间大。空调市场的快速增长将为节能电机带来 20% 以上的增长。

➤ 新能源汽车产品增长需看政策进程

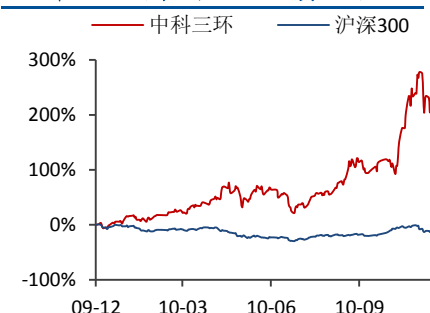
在新能源汽车领域，钕铁硼主要应用于永磁电机及其他电机相关部件，平均一辆车约使用 1~2Kg 的钕铁硼材料，如果新能源汽车在国内实现量产，公司会出现业绩大幅度增长。公司与下游电机、新能源汽车厂商多年前就已经开始合作开发，并向海外相关的合作企业提供了产品样品，但受制于新能源汽车产业的推进进程速度，至今还未有订单，期待政策推动进程加快。

民生证券研究所

分析师: 黄玉
 执业证书编号: S01002081120226
 电话: (8610)8512 7646
 Email: huangyu@mszq.com

联系人: 滕越
 电话: 电话: (8610)8512 7645
 Email: tengyue@mszq.com
 地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-12-17)

收盘价 (元)	29.98
近 12 个月最高/最低	7.88/35.13
总股本 (百万股)	507.60
流通股本 (百万股)	406.31
流通股比例%	80.05%
总市值 (亿元)	152.18
流通市值 (亿元)	152.18

相关研究

1. 《能源新材料将成为公司亮点》
2010.04.10
2. 《中科三环深度报告: 政策引航, 新材料前途无量》2010.07.27

三、盈利预测与投资建议

由于公司磁性材料的行业龙头地位，下游需求随海外经济复苏出现超预期增长，节能和风电电机在 2010 年保持较快增长，体现在今年业绩中，上调 2010 年预计每股收益至 0.40 元，预计 2011、2012 年每股收益分别为 0.47、0.57 元。

按照 2011 年 68~73 倍市盈率计算，公司合理估值为 31.96~34.31 元。磁性材料明年仍将延续相对高成长，但在新能源汽车方向的发展仍存在一定不确定性，目前股价已反应今年业绩增长，接近合理估值区间，下调评级至“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

1) 海外市场需求萎缩影响；2) 人民币升值影响；3) 国内新能源汽车产业化进程低于预期等。

表 1: 盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,566	2,419	2,850	3,410
增长率（%）	-24.68%	54.45%	17.82%	19.65%
归属母公司股东净利润（百万元）	74	201	238	290
增长率（%）	-24.82%	173.59%	18.28%	21.73%
每股收益（元）	0.14	0.40	0.47	0.57
毛利率（%）	23.4%	24.8%	25.4%	26.1%
净资产收益率 ROE（%）	5.8%	14.3%	14.7%	15.4%
每股净资产（元）	2.98	3.44	3.98	4.64
PE	215.36	76.04	64.29	52.82
PB	/	7.15	6.17	5.29
EV/EBITDA	/	46.40	39.05	31.78

资料来源：民生证券研究所

表 2: 相对估值

公司名称	股价 12-17	EPS					PE			PB	
		2009	2010E	2011E	2012E	TTM	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
宁波韵升	27.88	1.64	0.55	0.73	1.04	88.23	51.16	38.32	26.75	3.73	4.64
安泰科技	25.01	0.39	0.31	0.47	0.67	167.79	80.19	52.71	37.32	5.18	3.49
宏达股份	15.97	0.17	-0.28	0.30	0.70	53.14	-57.03	52.82	22.83	11.76	1.19
包钢稀土	71.08	0.07	0.98	1.41	1.74	46.00	72.25	50.42	40.82	13.05	3.44
平均		0.57	0.39	0.73	1.04	88.79	67.87	48.57	31.93	8.43	3.19
中科三环	29.98	0.14	0.35	0.45	0.56	146.96	86.80	66.39	53.20	3.76	2.93

资料来源：Wind 一致预期，民生证券研究所

*注：未考虑市盈率为负值的公司

图 1: 前三季度销售收入已超过 2009 年低点

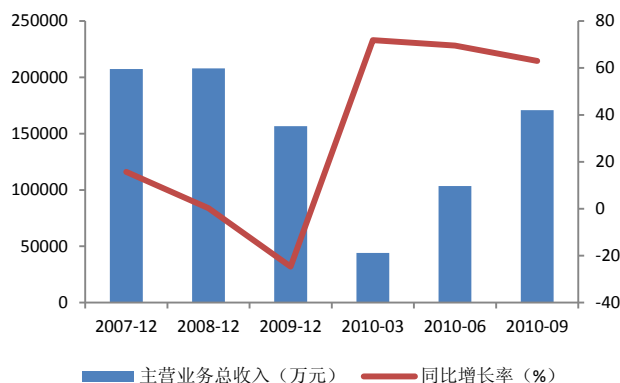
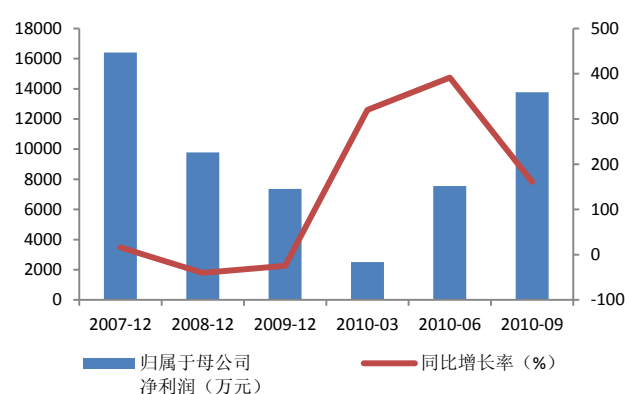


图 2: 前三季度净利润已超过去年、前年水平



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 3: 今年以来净利率提高明显

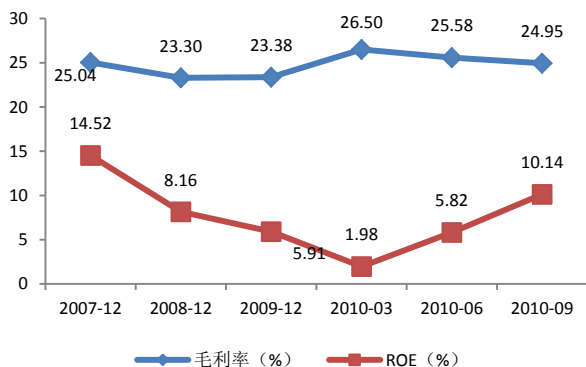
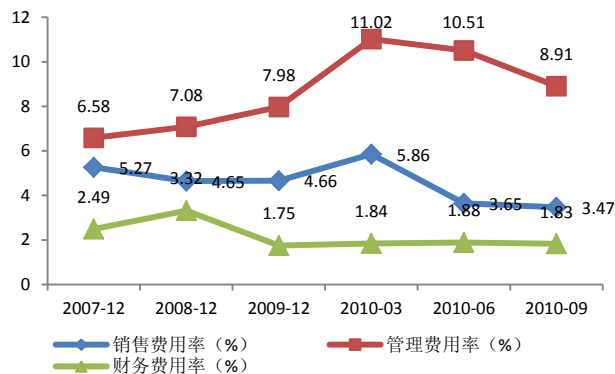


图 4: 三项费用率今年以来下降明显



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,566	2,419	2,850	3,410
减：营业成本	1,200	1,820	2,125	2,520
营业税金及附加	3	4	5	6
销售费用	73	85	108	136
管理费用	125	206	242	290
财务费用	27	39	53	68
资产减值损失	38	(2)	0	0
加：投资收益	(8)	4	4	4
二、营业利润	92	272	321	394
加：营业外收支净额	17	12	16	16
三、利润总额	109	284	337	410
减：所得税费用	22	51	61	74
四、净利润	86	233	276	336
归属于母公司的利润	74	201	238	290
五、基本每股收益 (元)	0.14	0.40	0.47	0.57

主要财务指标

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	46.40	39.05	31.78
成长能力:				
营业收入同比	-24.68%	54.45%	17.82%	19.65%
营业利润同比	-38.1%	194.9%	17.9%	22.8%
净利润同比	-37.73%	169.97%	18.28%	21.7%
营运能力:				
应收账款周转率	3.48	3.50	2.97	3.27
存货周转率	4.04	4.34	3.53	3.94
总资产周转率	0.64	0.81	0.77	0.85
盈利能力与收益质量:				
毛利率	23.4%	24.8%	25.4%	26.1%
净利率	4.7%	8.3%	8.4%	8.5%
总资产净利率 ROA	3.5%	7.9%	7.5%	8.4%
净资产收益率 ROE	5.8%	14.3%	14.7%	15.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.62	1.68	1.74	1.92
资产负债率	37.5%	45.4%	44.7%	42.6%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.14	0.40	0.47	0.57
每股经营现金流量	0.44	(0.52)	0.51	0.78
每股净资产	2.98	3.44	3.98	4.64

资产负债表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	505	774	912	1,091
应收票据	1	1	2	2
应收账款	463	919	998	1,091
预付账款	56	98	100	119
其他应收款	5	10	11	14
存货	351	764	850	882
其他流动资产	32	19	20	25
流动资产合计	1,413	2,585	2,893	3,225
长期股权投资	129	133	133	133
固定资产	737	652	665	657
在建工程	39	89	139	89
无形资产	66	59	52	46
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,005	933	990	925
资产总计	2,418	3,518	3,882	4,149
短期借款	501	892	962	882
应付票据	5	20	32	45
应付账款	239	455	489	554
预收账款	10	100	106	126
其他应付款	62	70	75	78
应交税费	(6)	(3)	(2)	(2)
其他流动负债	0	176	126	26
流动负债合计	872	1,710	1,788	1,709
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	35	64	74	84
非流动负债合计	35	64	74	84
负债合计	908	1,599	1,736	1,768
股本	508	508	508	508
资本公积	134	134	134	134
留存收益	603	804	1,042	1,332
少数股东权益	266	298	337	383
所有者权益合计	1,510	1,744	2,020	2,356
负债和股东权益合计	2,418	3,518	3,882	4,149

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	222	(262)	256	394
投资活动现金流量	(60)	(0)	(96)	24
筹资活动现金流量	(136)	532	(22)	(239)
现金及等价物净增加	23	269	138	179

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，具有证券投资咨询执业资格，08年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，能准确把握行业发展和热点。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。擅长公司财务分析及统计计算，主要负责有色金属行业及上市公司研究。

主要覆盖公司：主要覆盖公司：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、荣华实业、贵研铂业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。