



研究员：赵彦辉 电话：39673302 执业证书编号：S0170210030002 2011年2月24日星期四

(市场有风险·投资须谨慎)

扩大生产规模改善产品结构，钕铁硼龙头更进一步

---中科三环点评

事件：

2月17日，中科三环因非公开发行停牌，2月23日晚，公司发布公告，今起复牌。

公司公告：本次非公开发行股票募集资金总额不超过 60,000 万元，扣除发行费用后募集资金净额不超过 58,400 万元。本次募集资金全部用于公司主营业务稀土永磁材料技术改造项目。具体为：

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	利用募集资金量
1	北京新能源汽车、节能家电用高性能稀土永磁材料技改扩产项目	25,079	23,400
2	天津风力发电、节能家电用高性能稀土永磁材料技术改造项目	22,749	15,000
3	宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目	20,013	20,000
合计		67,841	58,400

点评：

一、募集资金项目达产后，公司产能大幅增加，产品结构得到较大幅度改善，可以量好，质也好。

表 1：项目达产后新增产能（单位：吨/年）

新增新能源汽车用 烧结钕铁硼		节能家电用 烧结钕铁硼		风力发电用 烧结钕铁硼		新增信息产业用 烧结钕铁硼	
毛坯产量	成品产量	毛坯产量	成品产量	毛坯产量	成品产量	毛坯产量	成品产量

800	480	1000+600	550+330	1,600	1152	2,000	1,200
-----	-----	----------	---------	-------	------	-------	-------

注：成品产量为毛坯产量折合 节能家电用钕铁硼为北京与天津项目产量之和

资料来源：公司公告，大通证券研发中心

1、量好

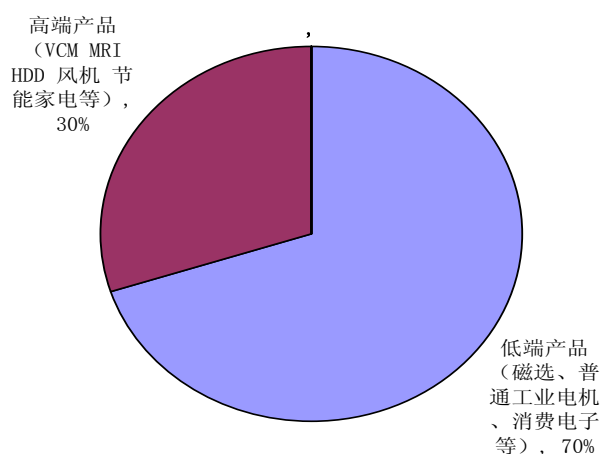
本次募投项目建成投产后，公司的稀土永磁材料毛坯产能由 12,000 吨左右增加到 18,000 吨左右，生产规模大幅扩大 50%。

2、质也好

此次募集资金全部为高端钕铁硼，这使得公司的产品结构得到大幅改善。这一点我们更应该注意，

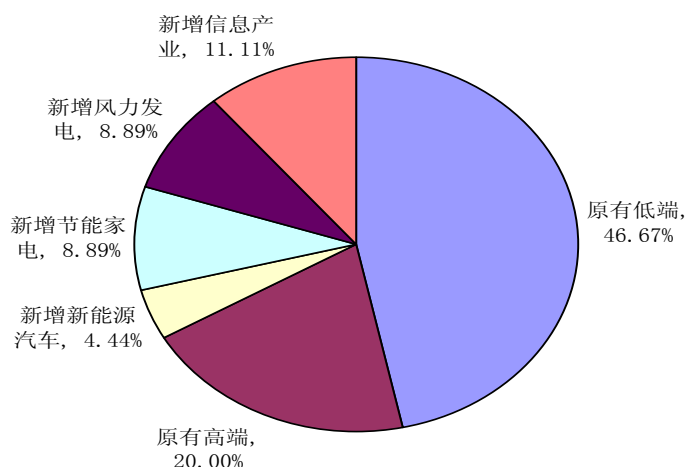
原来在中科三环的产品中，低端产品占比达 70%。本次新增产能 6000 吨，占公司产品结构的 33.3%，再考虑公司原有高端产品，公司的高端产品占比达到了 50%。如我们原来报告中所讲，中科三环的技术优势在业内得天独厚，持“技术”以等市场的到来，本次的募集资金项目，让我们感觉到公司已经看准了低碳经济带来的巨大市场并果断的行动了。

图 1：现在中科三环产品结构



资料来源：公司调研 大通证券研发中心

图 2：项目达产后中科三产品结构



资料来源：公司公告，大通证券研发中心

从新增项目的结构来看，新增信息产业用烧结钕铁硼占比仍然最高，新增风力发电用烧结钕铁硼与新增节能家电用烧结钕铁硼随其后，新增新能源汽车用烧结钕铁硼占比最小。由此，我们可以判断公司的策略是巩固原有高端产品，占领风电与节能家电市场，向新能源汽车市场逐步渗透。我们认为公司的这一做法是务实的，因为风电与节能家电方面的新增订单较增速较快，是市场招唤的结果。

上述两点，在行业内产能不再扩张的前提下，这不仅在规模上使公司的龙头地位牢牢巩固，在产品结构上优势也得以确立。

二、项目达产后，公司盈利大幅增长

表 2：项目达产后，公司新增收入新增净利润（单位：万元/年）

北京项目		天津项目		宁波项目		合计	
新增收入	新增净利润	新增收入	新增净利润	新增收入	新增净利润	新增收入	新增净利润
39,316	5,339	40,820	4,510	38,974	4,338	119, 110	14, 187

资料来源：公司公告，大通证券研发中心

公司的产品结构得以大幅改善后，企业整体的盈利能力得到提高，增强了企业的核心竞争力。在低端产品市场中，由于技术壁垒较低，竞争较为激烈，低端市场的盈利能力较低。我们在以往的报告中也一再提起，在钕铁硼业的新兴市场中受益的高端钕铁硼

生产商。如上所述，中科三环的此举无疑使其在业内的优势地位进一步确立。

根据公司对未来收益的预测，新增净利润是今年净利润的近一倍，与公司产能增加的 50%相比，公司的盈利能力大幅增加。考虑公司原有业务的稳健成长，相信公司的发展会不断的带给我们惊喜。

表 3：公司对 2010 年的业绩预告（单位：万元）

业绩预告情况	同向大幅上升							
	年初至下一报告期期末			上年同期	增减变动（%）			
累计净利润的预计数（万元）	16,918.16	--	20,596.02	7,355.72	增长	130.00%	--	180.00%
基本每股收益（元/股）	0.33	--	0.41	0.14	增长	130.00%	--	180.00%
业绩预告的说明	由于公司产品订单饱满，处于满负荷生产状态，因此业绩较去年有较大的增长。							

资料来源：公司公告，大通证券研发中心

与前三年各子公司盈利相比，宁波科宁达是公司以信息产业为主的高端产品生产为主的子公司，此次项目达产，公司这一优势进一步突出，而天津与北京项目的业绩占比明显增大。节能家电、风机、新能源汽车新的业务品种业绩占比则明显大幅提高。较好的体现了我们前期报告所讲的传统业务平稳增长，而新业务带来新增长点新惊喜。

表4：近三年公司旗下各子公司营利情况（单位：万元）

子公司	宁波科宁达	天津三环乐喜	北京三环瓦克华	肇庆三环	山西三环	上海爱普生
持股比例	75%	66%	51%	65%	98%	70%
07 收入	60,691.20	41,448.68	16,705.18	10,497.56	2,287.39	25,331.99
08 年收入	55,018.13	45,206.02	20,630.96	9,766.72	2,098.76	28,569.97
09 年收入	37,649.57	35,656.98	14,837.14	5,673.18	1,588.54	26,243.74
07 年净利润	7,571.94	2,188.76	700.66	177.12	-15.45	1,764.74
08 年净利润	4,878.04	2,379.91	999.14	-26.73	-17.5	1,092.06
09 年净利润	3,640.51	905.47	745.85	-459.55	-32.51	520.45

资料来源：公司数据 大通证券研发中心

三、政策支撑与广阔的市场造就了钕铁硼行业的高景气度

1、稀土业政策支撑层层推进

表 5：近年来稀土业相关政策

日期	政府采取的政策及措施
2005 年 5 月	出口退税政策取消
2005 年 5 月	将稀土原矿产品列入加工贸易禁止类商品目录
2005 年 6 月	内蒙古数家稀土分离厂商被迫停产
2006 年 4 月	中国政府宣布停止发给新的稀土开采执照
2006 年 4 月	中国国土资源部宣布 2006 年稀土开采配额为 86620 吨（REO），较前一年降低了 10%
2006 年 11 月	中国财政部宣布开征稀土产品出口关税 10%
2006 年 11 月	41 种稀土金属、合金、氧化物和盐类商品被列入贸易禁止类商品目录
2006 年 12 月	商务部宣布合格稀土产品出口商，家数自 47 家减为 39 家
2007 年 1 月	稀土矿和冶炼产品生产由指导性改为指令性计划，各省被限定开采量
2007 年 1 月	四川省政府宣布暂停稀土开采
2007 年 4 月	政府宣布 2007 年稀土开采配额 87000 吨（REO），与 06 年基本持平
2007 年 6 月	稀土精矿出口关税自 10% 提高为 15%，稀土金属出口关税则为 10%
2008 年 3 月	对南方稀土矿开采进行严厉整顿，取缔多家非正规稀土矿开采权
2008 年 8 月	2008 年整体稀土出口配额比 07 年下降 21%
2008 年 11 月	对钇、铈、镨、铽等元素出口关税上调到 25%，其他产品均上调至 15%
2008 年 12 月	2008 年 12 月此前不征税的金属镨铁和钕铁硼追加 20% 出口关税
2008 年 12 月	商务部发布的《2009 年稀土出口企业名单》，入册企业仅 20 家，比 2008 年又减少 3 家
2009 年 1 月	2009 年 1 月 2009 年第一批一般贸易出口配额同比下降 33%
2009 年 4 月	暂停受理稀土勘探许可证、采矿许可证申请
2009 年 4 月	2009 年 4 月 2009 年稀土开采限额在 2008 年基础上下降 6%
2009 年 9 月	2009 年一般贸易稀土出口总配额同比下降 3%
2009 年 9 月	2009 年 9 月 2009 年外资企业稀土出口配额同比减少 21%
2010 年 3 月	下达 2010 年稀土矿开采总量控制指标
2010 年 3 月	下达 2010 年第一批贸易稀土出口配额总量
2010 年 5 月	公开征集稀土行业准入条件意见
2010 年 8 月	国土资源部签署《南方五省(区)15 市稀土开发监管区域联合行动方案》
2010 年 9 月	国务院正式发布《关于促进企业兼并重组的意见》，稀土被点名纳入重点行业兼并重组的名单
2010 年 10 月	国土资源部公告省级稀土等矿产资源开发整合重点挂牌督办矿区名单
2010 年 12 月	提高个别稀土产品出口关税
2010 年 12 月	下达 2011 年第一批贸易稀土出口配额总量，同比大幅下降 35.2%
2011 年 1 月	国土资源部公告设立首批稀土矿产国家规划矿区
2011 年 1 月	稀土工业污染物排放标准
2011 年 2 月	国务院常务会议，研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施。
下一步	稀土产业发展专项规划等政策将进一步出台。行业继续享受政策支持带来的高景气度

资料来源：大通证券研发中心整理

业内最新政策是 2 月 16 日出台的关于研究部署促进稀土行业持续健康发展的政策措施。会议要求，力争用 5 年左右时间，形成稀土行业持续健康发展格局。这是国家层

面首次对稀土行业发展设定具体时限，稀土行业中长期发展方向定调，稀土行业持续健康发展格局值得期待，稀土行业大发展趋势良好，行业景气度较高。

国务院常务会议指出，必须加快转变稀土行业发展方式，提升开采、冶炼和应用的技术水平，坚持保护和节约资源，坚持控制总量和优化存量，坚持统筹国内国际两个市场、两种资源，积极开展国际合作。力争用 5 年左右时间，形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局。

针对这一目标，会议具体规划了四个发展要点，是稀土业国四条，这与房地业的调控形成明显对照，即我们原来讲的政策有保有压得以完美体现，四条内容如下：

一要建立健全行业监管体系，加强和改善行业管理。对稀土资源实施更为严格的保护性开采政策和生态环境保护标准。合理确定年度稀土开采总量和出口配额。抓紧完善有关法律法规。二要依法开展稀土专项整治，坚决打击非法开采和超控制指标开采、违法生产和超计划生产、破坏生态和污染环境等各类违法违规行为。三要加快行业整合，调整优化产业结构。深入推进稀土资源开发整合，加快行业兼并重组，提高产业集中度。四要加快稀土关键应用技术研发和产业化。

2、稀土业稀土永磁受益行业健康持续发展最大。

（1）行业准入与环境准入对资源性企业带来了投入成本增加的问题

目前我国的稀土行业普遍存在环保不达标的问题，16 日国务院常务会议研究部署的促进稀土行业持续健康发展的 4 项政策措施，对稀土资源保护性开采和生态环境保护标准更为严格，短期内，稀土资源性企业在产销成本上环保投入成本将增加。另外，在环保力度增大的条件下，现有企业的再融资也将受到影响。

（2）国外正在力图减少对中国稀土资源的依赖

一方面，稀土进口大国寻找新的供应商。2010 年中国控制稀土出口后，稀土进口大国日本就开始寻找新的稀土供应商。2010 年 10 月，印度总理辛格曾与日本首相菅直人进行会晤，双方表示将加强在稀土探索领域的合作。六周之后，日本丰田汽车公司旗下的丰田通商贸易公司宣布计划在印度开设稀土处理厂，以此“保证除中国之外的稀土供应”。2 月 16 日，印度商务和工业部长阿南德·夏尔马表示的他正在和日本官员就稀土合作事宜进行商讨。这对日本对中国稀土资源的依赖将降低。另一方面，轻稀土资源

中国并不占优势，随着稀土价格的上涨，国外稀土资源的开发是对稀土价格上涨的最大压力，但在短期内不可实现。

（3）控制资源的终极目的是应用

限制资源还是目前政策措施的重点，但其终极目的在于推进国内稀土深加工的发展。未来 5 年内仅科技部可能向稀土应用领域直接划拨总额共计 3.5 亿元的扶持资金，可以看出对应用技术领域的支撑将逐步推进，可以讲，在稀土行业内部政策也是有保有压，深加工最终受益。目前，稀土功能性材料中唯有稀土永磁可能达到产业化生产，且国内技术水平不让国际受益最大。

展望未来，稀土业四条还要进一步细化，相关政策出台可以期待，行业继续享受政策支持带来的高景气度

3、钕铁硼产品市场广阔

稀土永磁下游新增需求主要在三个方面，风电、节能家电、新能源汽车。

（1）风电领域

现在，陆上风电建设已经接近饱和，而海上风电建设正在兴起。专家预计 2015 年中国海上风电装机容量将达到 5000MW, 2020 年达到 30000MW, 2009 年中国新增海上风电装机仅 63 MW, 累计形成 894 MW。按 1MW 永磁风力发电机需用钕铁硼 1 吨左右来计算，至 2015 年，新增风机容量对钕铁硼未来需求 4000 吨以上。

（2）节能家电

节能家电主要是节能电机的应用，目前主要是变频空调，进一步发展还有冰箱以及洗衣机等。业内预计，至 2014 年可生产 2300 万台变频空调，按每台变频空调用磁材 0.2 公斤左右计算，可产生 4500 吨左右的新增需求。

（3）新能源汽车

新能源汽车引发的需求做为行业最大的新增需求对行业景气度影响较大。9 月 6 日，由工信部牵头制定的《汽车与新能源汽车产业发展规划》已经制定完成，正在各相关部委征求意见，将上报国务院批准。这部规划将成为中国新能源汽车产业发展的指导性政策。《规划》将包括节能与新能源汽车发展形势分析、目标、任务、保障措施等几方面，

涉及节能与新能源汽车关键技术的研发、推广、基础设施建设、标准制定、税收政策支持、关键零部件发展、准入管理等内容。

第一、新能源汽车的发展方向

我国将以纯电动汽车作为我国汽车工业转型的主要战略取向，持续跟踪研究燃料电池汽车技术，以试点示范为突破口，推进纯电动汽车、插电式混合动力汽车产业化。

第二、2011-2020 年我国新能源汽车产业的发展目标

希望最终实现新能源汽车保有量达到 500 万辆，2015 年，普通混合动力汽车实现大规模产业化。中/重度混合动力乘用车保有量达到 100 万辆以上。纯电动汽车和插电式混合动力汽车初步实现产业化。市场保有量超过 50 万辆。2020 年，混合动力汽车实现大规模普及，中/重度混合动力乘用车年产量达到 300 万辆以上。纯电动汽车和插电式混合动力汽车实现产业化，市场保有量达到 500 万辆。

第三、中央财政千亿元分批投入新能源车

《规划》显示中央财政将在未来 10 年中，投入巨资支持节能与新能源汽车核心技术的研发和推广，资金数额达到上千亿元。

2011-2020 年，中央财政安排 500 亿元作为节能与新能源汽车产业发展专项资金，重点支持节能与新能源汽车关键技术研发和产业化。建立国家新能源汽车产业技术创新联盟，建立联合开发机制。

2011-2015 年，中央财政共安排 300 亿专项资金，支持新能源汽车示范推广；中央财政共安排 200 亿专项资金，支持以混合动力汽车为重点的节能汽车推广。

2011-2015 年，中央财政共安排 50 亿专项资金支持试点城市的基础设施建设。试点城市也加大对基础设施建设财政补助力度或贷款贴息，并且应在电价、土地等方面出台支持政策，充分调动电网企业、石化企业等社会各界进行基础设施建设的积极性。

设立节能与新能源汽车零部件固定资金投资专项资金，2010-2015 年中央财政共安排 100 亿元，对节能与新能源汽车零部件进行分类指导和支持，引导社会资金投向节能与新能源汽车零部件生产领域，培育一批骨干配套企业。

第四、税收等政策支持新能源汽车发展

《规划》显示政府还将给予节能与新能源汽车更加优惠的税收政策。2015 年前，新注册纯电动汽车和充电式混合动力汽车免征车船税，普通混合动力汽车减半征收车船税。另外，节能与新能源汽车及其关键零部件研发和生产将被列入《国家重点支持的高新技术领域》，享受国家有关高新技术企业所得税税收优惠政策。

从《汽车与新能源汽车产业发展规划》可以看出，这一中国新能源汽车产业发展的指导性政策全面、系统、具体，新能源汽车行业产业化的雏形已经可见，而其做为钕铁硼磁性材料的新增需求最大的下游行业，我们也看到了钕铁硼磁性材料业的巨大的前景。每辆车可需求钕铁硼磁性材料 6 公斤左右，新能源汽车市场将成为钕铁硼稀土材料下游最大的新增需求。

以上只是预测了国内对中高端钕铁硼磁性材料的需求，而且是不全面的预测，实际需求当大于此数据。我国现在钕铁硼磁性材料共有 6 万吨左右，按上述估算，新增需求占现有全部产量的三分之一左右。钕铁硼行业享受高景气度，业内具技术优势企业必然受益。

四、投资评级：

我们坚持认为钕铁硼业将是金属新材料板块中景气度最高的子行业，中科三环抓住市场机会扩大产能改善产品结构，深度受益于行业的高景气度，我们维持中科三环的“增持”的投资评级，短期内公司受益不大，我们维持公司原来盈利预测不变。预计公司 2010 年、2011 年的 EPS 为 0.34 元、0.45 元，对应 PE 为 83.7、63.3。

五、投资风险：

募投项目达产的超预期；人民币升值；新能源汽车量产的不确定性

—正文完毕—

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为：

公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司