

2011 年 5 月 13 日

中科三环

逐步缓解成本压力，稀土永磁潜力无穷

A

未有评级

000970.SZ - 人民币 22.88

乐宇坤*

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(18)	(19)	(9)	100
相对新华富时				
A50 指数 (%)	(19)	(12)	(10)	99

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	507.6
流通股(%)	57.46
流通股市值(人民币 百万)	6,673
3 个月日均交易额(人民币 百万)	386
主要股东(%)	
北京三环新材料高技术公司	24.32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

中科三环是我国稀土永磁钕铁硼龙头企业。在稀土价格一路上扬的背景下, 2011 年 1 季度公司毛利环比和同比都出现一定下降(但基本小于金属钕价格上涨带来的影响), 公司盈利面临较为严峻的挑战。公司认为在下游需求持续向好的趋势下, 稀土永磁产业拥有较好的议价和成本转嫁能力。我们预测在 2010 年 4 季度提价后, 公司或将于近期和主要客户开展新一轮价格商谈, 公司成本压力或可逐步缓解。此外公司此次非公开增发扩建新能源汽车、节能家电和风电等稀土永磁产能项目将有助于公司布局节能电机和新能源汽车等战略新兴产业, 对公司盈利长期利好。

主要发现

- 虽然稀土价格上涨给公司近期盈利带来一定压力, 但公司仍具有龙头企业出色的议价和成本转嫁能力。
- 非公开增发扩产项目有望奠定公司新能源汽车、节能家电和风电等稀土永磁领域龙头地位。
- 坚持与五矿有色金属股份有限公司的战略合作构建公司稳健的原材料供应体系。

风险

- 稀土价格持续上涨拖累公司盈利能力。
- 国外需求萎缩, 或汇率波动影响公司盈利。

图表 1. 投资摘要 (市场预测)

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	1566.2	2365.8	3057.8	3613.8	4326.5
变动(%)		51.1	29.3	18.2	19.7
净利润(人民币 百万)	73.56	206.78	248.72	316.15	335.82
变动(%)		181	20.28	27.11	6.2
全面摊薄每股收益(人民币)	0.145	0.407	0.49	0.62	0.66
变动(%)		180.7	20.4	26.5	6.45
市盈率(倍)	157.8	56.2	46.7	36.9	34.7
市净率(倍)	9.3	8.1	7.1	6.2	5.4
净资产收益率(%)	6.02	15.46	12.96	13.06	13.16

资料来源: 公司数据及万得咨询

稀土价格上涨拖累公司盈利

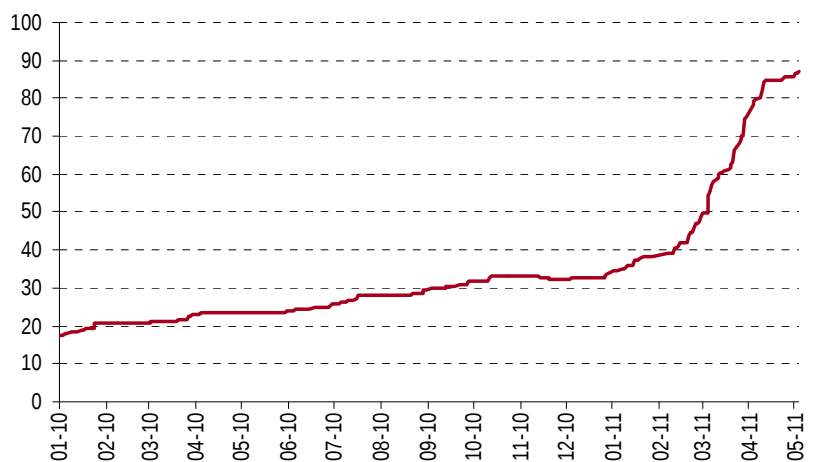
公司是我国钕铁硼稀土永磁龙头企业，现有钕铁硼毛坯年产能约 12,000 吨，其中烧结钕铁硼年产能约 10,500 吨，粘结钕铁硼年产能约 1,500 吨，约占全国总产量的 20%-23%。

钕铁硼主要原材料包括：稀土金属钕（用量约占 29%-32.5%）、金属元素铁（用量约占 63.95-68.65%）以及非金属元素硼（用量约占 1.1-1.2%）。

2010 年以来我国稀土价格在政策呵护和下游需求趋好的支撑下涨势凌厉。2011 年年初以来金属钕价格同比上涨近 130%，环比上扬 43%。如果我们以金属钕在钕铁硼中的用量占比上限 32.5% 来简单估算，则目前金属钕约占钕铁硼总成本的 60% 左右，金属钕价格的上涨实际同比和环比增加公司成本约为 78.0% 和 25.8%。

从公司毛利来看，金属钕价格的持续攀升确给公司盈利带来了一定的拖累。2011 年 1 季度公司毛利同比和环比分别下降了 5.67% 和 4.35%。

图表 2. 金属钕价格走势



资料来源：中华商务网，中银国际研究

图表 3. 钕铁硼均价和公司毛利情况

	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度
金属钕均价（万元/吨）	20.39	23.84	28.54	32.8	46.88
销售毛利率（%）	26.5	25.58	24.95	25.19	20.84

资料来源：公司数据

稀土永磁拥有较好的议价和成本转嫁能力

钕铁硼稀土永磁未来增长点更多在于节能家电以及新能源汽车等高附加值产品领域，而公司作为国内业内龙头企业，有相对较强的议价和成本转嫁能力。

2010 年 4 季度公司产品均价上涨了近 50%，大抵冲抵了部分成本上涨影响。2011 年 1 季度，从维系长期客户关系出发，公司并未连续提价，因而毛利情况有所下降。

我们预计公司将会和主要客户开展新一轮价格商谈。考虑到公司在业内的龙头地位，以及稀土永磁下游节能电机等较好的盈利空间，我们相信公司拥有较好的议价和成本转嫁能力。

非公开增发谋划新能源汽车和节能电机长远布局

2011 年 3 月公司公告将进行非公开增发 2,700 万股，以募集不超过 6 亿元资金投入以下 3 大项目：

图表 4.非公开增发项目

	总投资额	新增产能
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	节能家电用烧结钕铁硼毛坯产量 1,000 吨/年（成品产量 550 吨/年）；新能源汽车用烧结钕铁硼毛坯产量 800 吨/年（成品产量 480 吨/年）
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	节能家电用烧结钕铁硼毛坯产量 600 吨/年（成品产量 330 吨/年）；风力发电用烧结钕铁硼毛坯产量 1,600 吨/年（成品产量 1152 吨/年）
宁波信息产业用高性能稀土永磁材料技术改造项目	20,013	信息产业用烧结钕铁硼毛坯产量 2,000 吨/年（成品产量 1,200 吨/年）。

资料来源：公司数据

项目建成后公司钕铁硼泡毛胚整体产能也将大幅增加 50%至 18,000 吨，进一步巩固公司节能电机和新能源汽车钕铁硼领域行业龙头地位。

初步结论

我们认为一路疯涨的稀土价格已开始逐步侵蚀下游产业利润，公司盈利正面临严峻的挑战。

但就下游产业分析，当前变频空调的普及对节能电机的需求处于加速上升期，而未来新能源汽车的发展也或将给钕铁硼带来爆发式增长机会，因此我们对下游需求充满信心。此外节能电机和新能源汽车多属高附加值产品，且钕铁硼成本占比较为有限，因此下游产业有能力消化钕铁硼价格上涨带来的影响。

我们相信作为行业龙头企业，公司拥有较强的议价和成本转嫁能力，公司盈利或将逐步止跌回暖。

主要风险

稀土价格对公司成本至关重要，如稀土价格继续大幅攀升，则稀土永磁整个产业将面临较为严重的盈利危机。

公司产品外销比重较大，如国际市场需求萎缩，或汇率波动都将给公司盈利带来负面影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371