

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120019

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

中国整合稀土的第二波受益者

事件描述

中科三环发布 2011 半年度业绩预告,同比增长 75-125%, 每股收益 0.26-0.33 元, 第一单季为 0.06 元, 第二单季为 0.20 元~0.27 元

事件评论

- **2011 年上半年归属母公司净利润 1.32-1.70 亿元, 同比增长 75-125%, 每股收益 0.26-0.33 元**

2011 上半年, 公司实现归属母公司净利润 1.32-1.70 亿元, 同比增长 75-125%, 每股收益 0.26-0.33 元。以上业绩符合我们的预期。

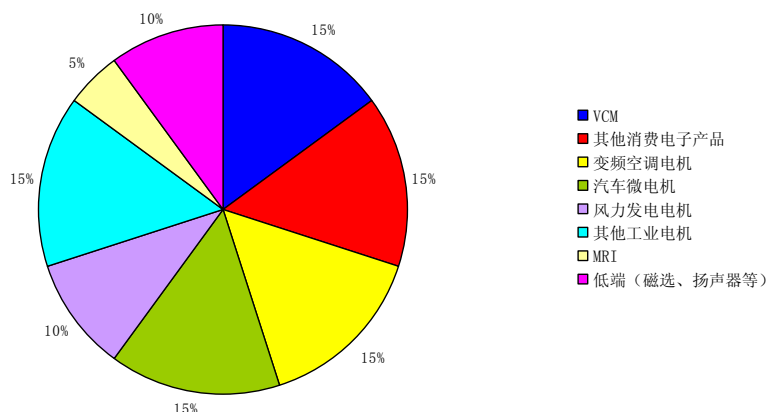
- **“钕铁硼价格大幅上调”及“订单结构优化”是公司业绩实现高增长主要原因**

我们认为, 公司二季度大幅上调钕铁硼价格以及订单结构优化是公司上半年(特别是二季度)业绩较好的主要原因。由于国家对稀土行业的持续控制, 稀土价格屡创新高, 我们预计, 公司自二季度起大幅上调了钕铁硼产品销售价格(公司一季度毛利率下滑明显, 我们推断调价是自二季度开始的), 有效的转嫁了原材料成本的大幅上涨。

此外公司订单结构进一步优化, 高附加值产品占比增大也是业绩较好的重要原因。由于钕铁硼需求十分旺盛, 公司上半年订单十分饱满, 产品供不应求, 因此在原材料价格上涨导致低端产品利润空间缩小的情况下, 公司积极调整订单结构, 产能完全以中高端产品为主, 我们预计 2011 年公司中高端产品产量占比已达 90%以上。高端钕铁硼产品占比的增大, 使得公司产品销售均价得以大幅提升, 成本得以有效转移。

当然, 公司积极有效的库存管理也是公司业绩较好的原因之一。

图 1: 公司中高端产品占比已达 90%以上



资料来源：Bloomberg

● 钕铁硼龙头企业将成为中国整合稀土的第二波受益者

自 09 年起，受益于中国对稀土行业持续的控制以及下游需求的大幅增长，稀土价格一路上扬，随着政策的逐步贯彻以及中国行业整顿预期的持续，行业竞争环境将逐步改善，低价稀土时代已一去不返，我们预计未来价格将基本持平震荡。

我们认为中国整合稀土，钕铁硼龙头企业将成为其第二波受益者。

第一波，在国家持续控制稀土供应量、稀土价格出现修复性上涨的情况下，稀土矿业股将成为受益者。而第二波，由于国家的持续控制稀土原料，使得全球钕铁硼下游需求企业被迫的强制性的加大对中国的稀土深加工产品——钕铁硼的采购力度，这也正符合国家整合稀土行业的初衷——即摆脱向全球提供廉价稀土原料、加大稀土深加工产品——钕铁硼全球供应市场份额的提升。我们认为，在此情形下，中国的钕铁硼龙头企业将受益于钕铁硼的“需求转移”。此外，经过多年的技术积累，以中科三环为代表的国内龙头企业已经具备了抢占国外高端市场份额的实力，目前公司钕铁硼产品的最高牌号为 N54，与日本 Neomax 不相上下，而在后续加工和表面处理工艺方面的差距也在不断的缩小。一句话，中国整合稀土将较大幅度增加国内钕铁硼龙头企业的订单，后期全球市场份额有望持续扩大。

我们认为：高端钕铁硼生产企业具有较强成本转嫁能力，原因如下：

（1） 高端钕铁硼需求较为刚性，铁氧体只能替代部分低端的钕铁硼

由于钕铁硼产品性能优异（钕铁硼磁体的磁能积是铁氧体的 10 倍，矫顽力是铁氧体的 3 倍，钕铁硼电机效率比普通电机提高 8%~50%，电耗降低 10% 以上），因此总体上，钕铁硼需求在行业景气度持续攀升，下游应用领域不断扩大的情况下，需求将持续增加。近期由于高稀土价格传导至钕铁硼价格上涨使得部分低端钕铁硼应用领域重新使用铁氧体，但我们认为，铁氧体短期替代的主要是低端钕铁硼，而对中高端则无法替代，反倒行业的洗牌更有利于钕铁硼龙头企业市场份额的提升。

（2） 高端钕铁硼具有较高进入壁垒。（技术壁垒和客户壁垒）

钕铁硼行业具有较高的进入壁垒，主要体现在以下两方面：（1）技术壁垒较高，钕铁硼的质量优劣体现在产品的磁性能、一致性和防腐蚀性能上，而原材料配粉、后续加工工艺以及表面处理技术等都会对磁体的性能产生较大的影响；（2）客户壁垒较高，钕铁硼产品具有很强的非标准性，这一点决定了新产品的研发一般都是钕铁硼、电机以及终端产品生产企业三方共同合作进行，新产品通过长时间试用合格后才会进行批量订货，因此对于下游客户来说，除非新供应商的产品质量或是价格具有明显的优势，否则不会轻易更换供应商，整条产业链捆绑性很高（例如汽车电机领

域, 产品的认证时间最短为 2 年)。因此, 我们认为, 较高的行业进入壁垒将使得具有技术和客户资源优势的龙头企业最大程度的受益于中国钕铁硼向国外高端市场的渗透。

(3) 钕铁硼占下游产品成本较低。

钕铁硼占各领域终端产品成本比例较小, 下游对钕铁硼价格的上涨具有较好的承受能力。通过我们的测算, 假设金属钕价格再上涨 50%, 且钕铁硼原材料成本的上涨 100% 的向终端产品转嫁, 受影响最大的核磁共振仪的新增成本占产品单价的比例也仅为 9%。

表 1: 下游产品对钕铁硼价格的上涨具有较好的承受能力

产品	单耗	成本上涨	产品单价	占比
VCM	0.005 kg	1.88 元	150 元	1.3%
变频空调	0.25 kg	93.83 元	3000 元	3.1%
汽车	3 kg	0.11 万元	25 万元	0.5%
直驱永磁风力发电机	1.2 t	45.04 万元	700-800 万元	6.0%
核磁共振仪	0.5-3 t	75.06 万元	500-1000 万元	9.4%

资料来源: 长江证券研究部整理

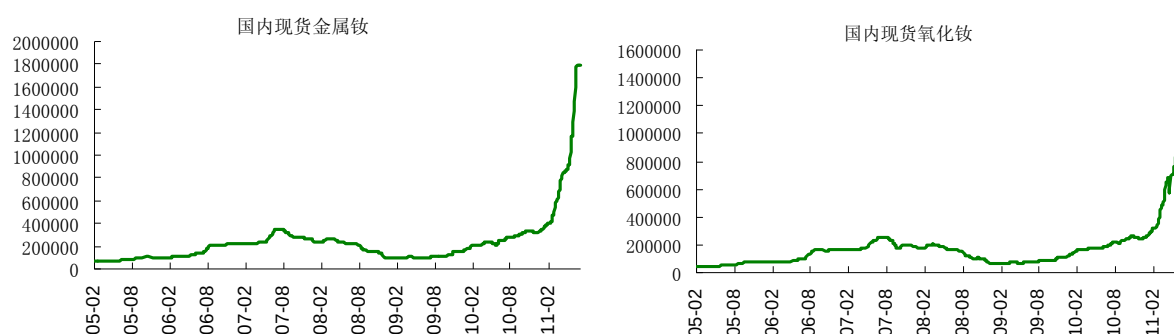
(4) 产品结构不断优化

公司积极对订单结构进一步优化, 高附加值产品占比持续增大。目前我们预计公司中高端产品产量占比将达 90% 以上。高附加值产品占比增大, 产品结构的持续优化有利于成本的转移。

(5) 国内企业“供应控制力”有所增强。

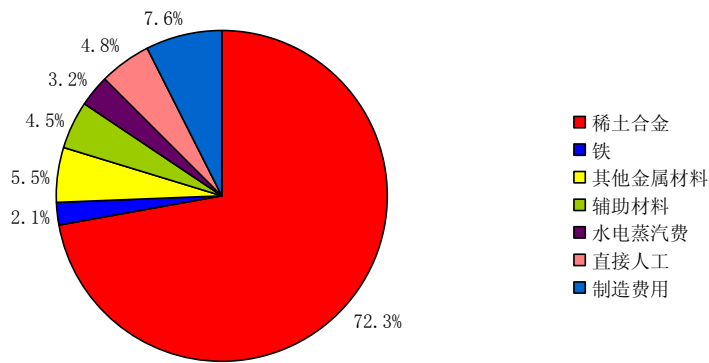
在国外需求持续增长且较为刚性的情况下, 目前国内钕铁硼生产企业有趋于合作的迹象, 这将使得国内钕铁硼生产企业对国外的订单的“供应控制力”有所提高。

图 2: 稀土钕价格大幅上涨



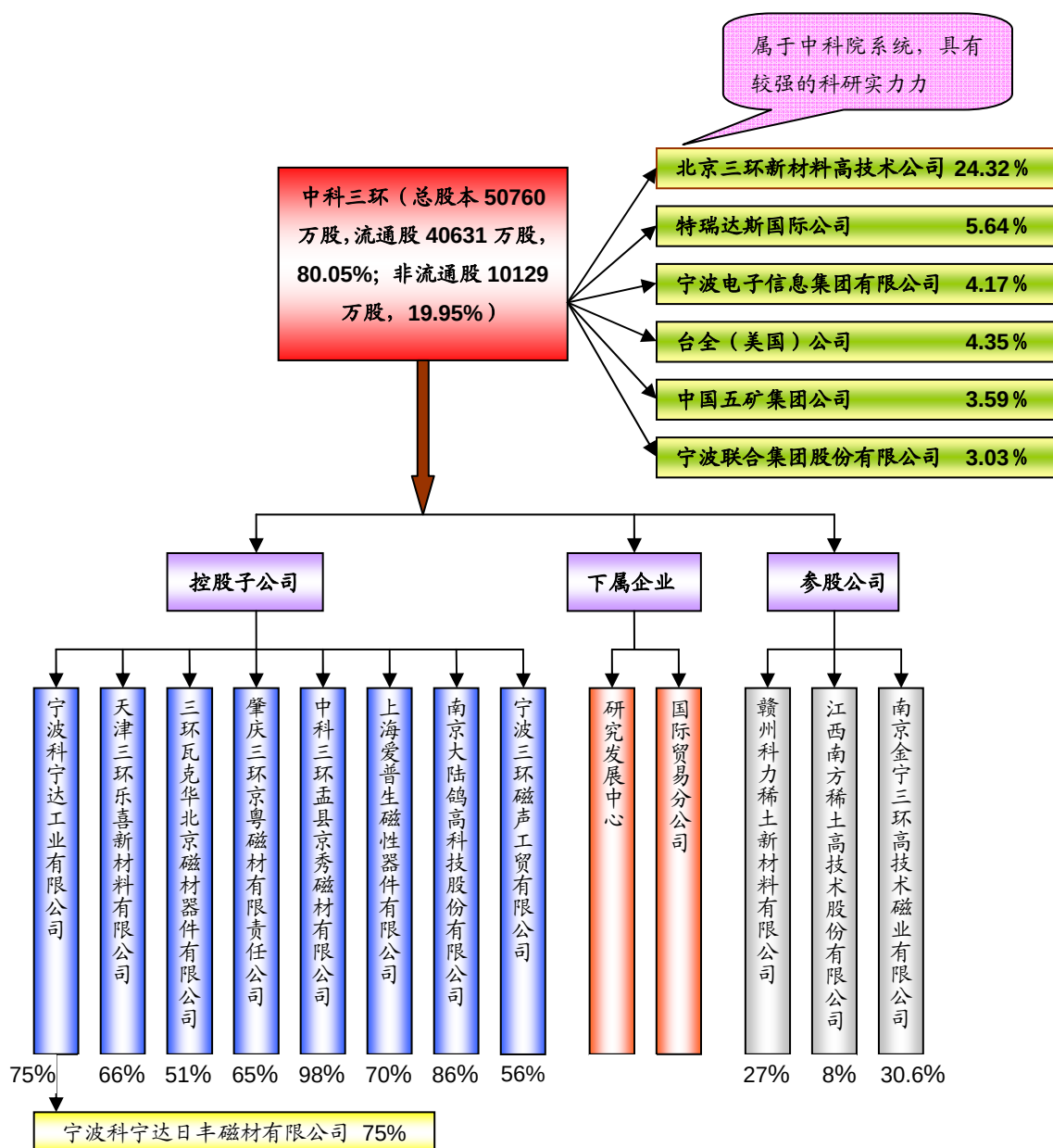
资料来源: Bloomberg

图 3: 稀土合金占钕铁硼成本已达 72.3%



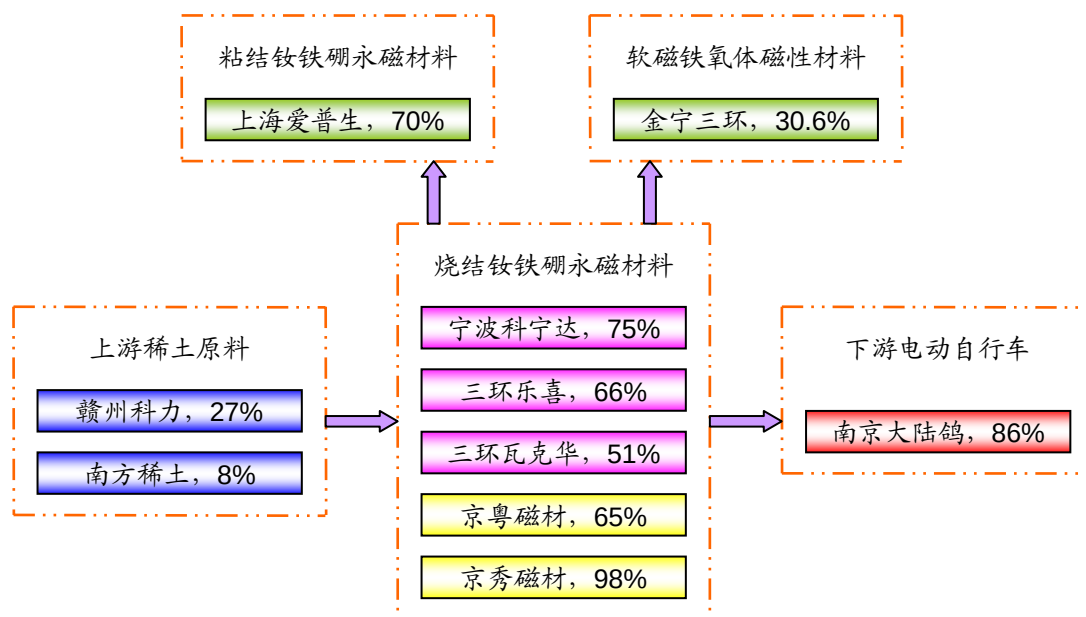
资料来源：正海磁材招股说明书

图 4：中科三环股权结构及子公司分布情况



资料来源：公司公告、长江证券研究所；注：此处公司股权结构尚未考虑此处非公开增发的影响

图 5：中科三环产业链结构



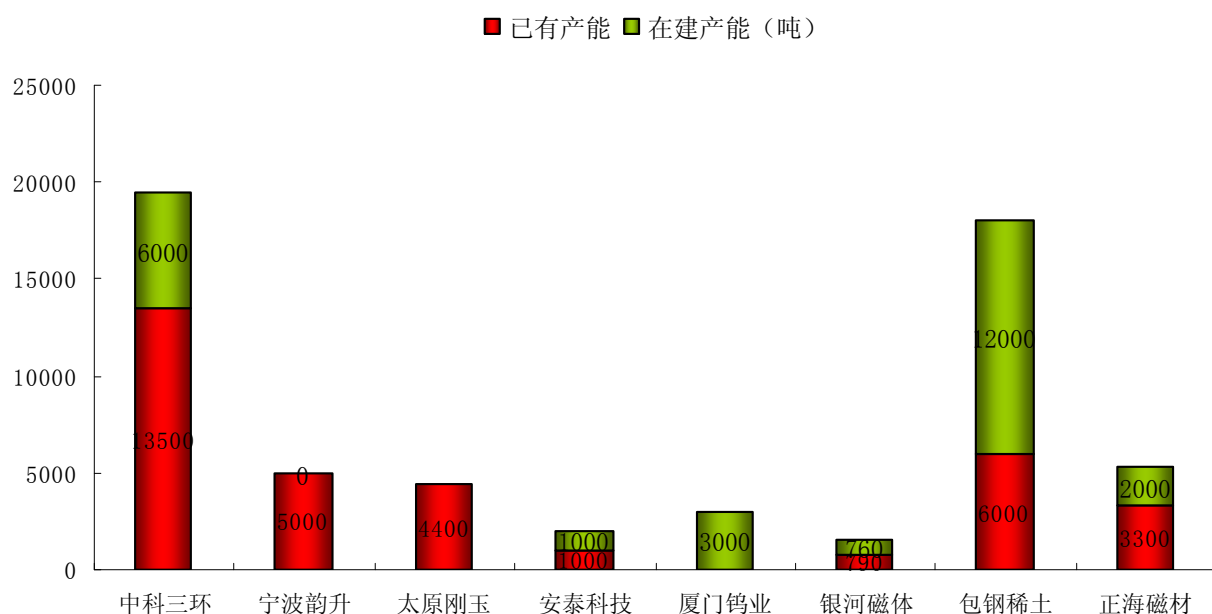
资料来源：公司公告、长江证券研究部

表 2：公司主要子公司生产情况

子公司	主要产品	产能（吨）	新增产能（吨）	历史沿革
宁波科宁达	VCM、HDD、主轴驱动	5500	2000（VCM）	99 年改制成立时全资子公司；04 年 VCM 生产线建成形成规模生产
科宁达日丰	VCM			01 年科宁达工业与香港中新贸易合资成立
天津乐喜	风电、空调、MRI、消费电子、汽车电机	4000	600（节能家电）+1600（风电）	99 年改制成立时子公司
北京瓦克华	风电、空调、消费电子、汽车电机	1500	1000（节能家电）+800（新能源汽车）	05 年，环磁科技、新环公司与德国 VAC 合资设立
广东肇庆京磁	低端钕铁硼	500-600		99 年改制成立时子公司
山西盂县京秀	低端钕铁硼	<500		02 年设立
上海爱普生	粘结, 消费电子 HDD	1500		02 年底参股设立，04 收购股份增至 70%

资料来源：公司公告、长江证券研究部

图 6：公司是国内产能第一的龙头企业



资料来源：长江证券研究所

● 维持“推荐”评级

考虑行业未来发展前景良好、公司产能产量扩张、产品结构优化，我们预计公司 11、12 eps 分别为 0.71 和 1.05 元，维持“推荐”评级。

● 投资风险和结论的局限性

我们盈利预测及结论都是建立在公司产品销量有所增长以及稀土价格未来大幅波动可能性较小的基础上的。未来稀土价格走势不符合我们判断，以及公司产品销量增长不及预期将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。

。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010	2011	2012	2013		2010	2011	2012	2013
营业收入	2366	4377	6084	8517	货币资金	341	728	1217	1278
营业成本	1770	3370	4624	6388	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	596	1007	1460	2129	应收账款	574	1062	1477	2068
% 营业收入	25.2%	23.0%	24.0%	25.0%	存货	711	1354	1858	2566
营业税金及附加	3	6	9	12	预付账款	102	194	266	368
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	19	35	48	68
销售费用	75	139	193	270	流动资产合计	1788	3450	4973	6497
% 营业收入	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	188	350	487	681	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	长期股权投资	132	132	132	132
财务费用	44	22	46	89	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0.5%	0.7%	1.0%	固定资产合计	1362	1528	1938	2304
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	60	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	30	30	30	30
投资收益	3	0	0	0	递延所得税资产	8	0	0	0
营业利润	281	489	727	1077	其他非流动资产	-585	-585	-585	-585
% 营业收入	11.9%	11.2%	11.9%	12.6%	资产总计	2795	4555	6486	8377
营业外收支	11	12	12	12	短期贷款	504	0	1003	1551
利润总额	292	501	739	1089	应付款项	450	856	1175	1623
% 营业收入	12.4%	11.5%	12.1%	12.8%	预收账款	16	29	40	57
所得税费用	51	90	133	196	应付职工薪酬	54	102	141	194
净利润	242	411	606	893	应交税费	-35	-63	-92	-136
归属于母公司所有者的净利润	206.8	361.0	531.7	784.2	其他流动负债	53	101	139	192
少数股东损益	35	50	74	109	流动负债合计	1041	1026	2405	3481
EPS (元/股)	0.407	0.711	1.048	1.545	长期借款	0	400	400	400
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010	2011	2012	2013	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	6	-323	-24	-42	其他非流动负债	30	30	30	30
取得投资收益					负债合计	1071	1456	2835	3911
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	1432	1757	2235	2941
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	60	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-96	-231	-483	-456	股东权益	292	342	416	525
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	1724	2099	2651	3466
投资活动现金流净额	-92	-172	-483	-456	基本指标	2795	3555	5486	7377
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.407	0.711	1.048	1.545
股权融资	0	1000	0	0	BVPS	2.82	3.46	4.40	5.79
银行贷款增加 (减少)	3	-104	1003	548	PE	68.49	39.23	26.63	18.06
筹资成本	62	-14	-8	10	PEG	1.22	0.70	0.48	0.32
其他	-125	0	0	0	PB	9.89	8.06	6.34	4.82
筹资活动现金流净额	-60	883	995	558	EV/EBITDA	35.03	23.95	16.98	11.82
现金净流量	-146	388	488	61	ROE	14.4%	20.6%	23.8%	26.7%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。