

# 成本转嫁，业绩增长

# 增持维持

## 投资要点:

- 净利润同比增长 105.94%
- 原材料成本上涨导致综合毛利率下降了 2.1 个百分点
- 需求旺盛，产能提速

## 报告摘要:

- 净利润同比增长 105.94%**。公司上半年实现营业收入 17.81 亿元，同比增长 72.07%；利润总额 2.37 亿元，同比增长 122.07%；归属于母公司股东的净利润为 1.55 亿元，同比增长 105.94%，对应每股收益 0.31 元。
- 量价齐升提升公司业绩，成本上涨拉低综合毛利率**。由于全球经济形势回暖，公司出口业务不断增长，产品订单饱满，下属各生产企业均处于满负荷生产状态，销量和价格的增长，致使公司业绩增长明显。另一方面，由于稀土镨和钕的价格大幅上涨，虽然公司具有较强的成本转嫁能力，但对于长期大客户而言，会分担部分成本上涨压力，进而拉低了公司综合毛利率 2.1 个百分点，达到 23.40%。
- 需求旺盛，产能提速**。钕铁硼永磁体是当前节能环保的重要材料，主要应用于风电、变频空调和新能源汽车领域。目前我国钕铁硼年需求量约为 7 万吨，占全球需求量 70%，根据对下游领域的初步估算，我们预计未来 3-5 年，钕铁硼的增速有望每年保持 20% 以上。公司抓住时机，募投新的高端钕铁硼项目，分别应用在新能源汽车、节能家电、风力发电和信息产业，对应的新增产量分别为 800 吨、1600 吨、1600 吨和 2000 吨。项目建成后，公司的烧结钕铁硼磁体毛坯产能由现在的 12000 吨/年增加到 18000 吨/年，增长 50%。
- 预计公司 2011 年 EPS 0.66 元，维持“增持”评级**。由于稀土价格高位还将持续，我们上调公司 11-13 年 EPS 分别为 0.66 元、0.74 元和 0.89 元，对应动态 PE43 倍、38 倍和 32 倍，维持“增持”评级。

| 主要经营指标  | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入  | 1566.18 | 2365.78 | 3193.81 | 3992.26 | 4990.32 |
| 同比增长率   | -24.68% | 51.05%  | 35.00%  | 25.00%  | 25.00%  |
| 净利润     | 73.56   | 206.78  | 333.06  | 374.82  | 451.28  |
| 同比增长率   | -24.83% | 181.11% | 61.07%  | 12.54%  | 20.40%  |
| 每股收益(元) | 0.14    | 0.41    | 0.66    | 0.74    | 0.89    |

## 分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

## 市场表现



## 基本情况

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总股本: 亿    | 5.076        |
| 流通股本: 亿   | 4.06         |
| 第一大股东     | 北京三环新材料高技术公司 |
| 第一大股东持股比例 | 24.32%       |

数据来源: 宏源证券

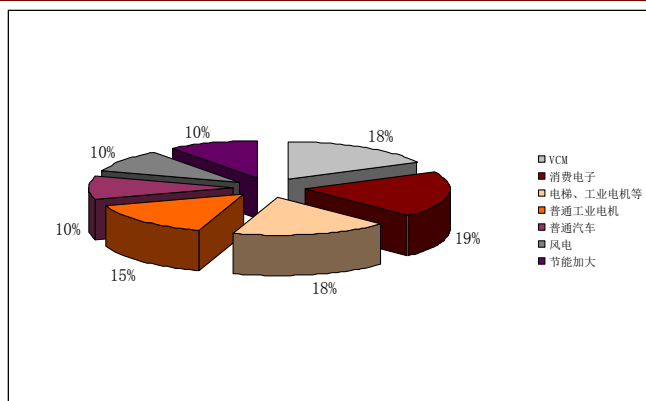
## 相关研究

需求旺盛，订单饱满——中科三环年报点评

提前布局、意在长远——中科三环点评报告

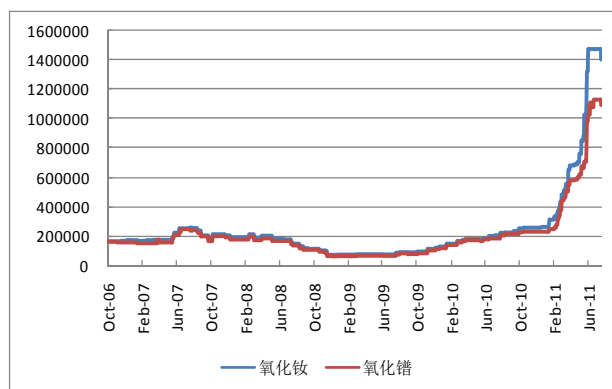
全面受益于低碳经济的新宠儿——中科三环调研简报

图 1: 产品结构



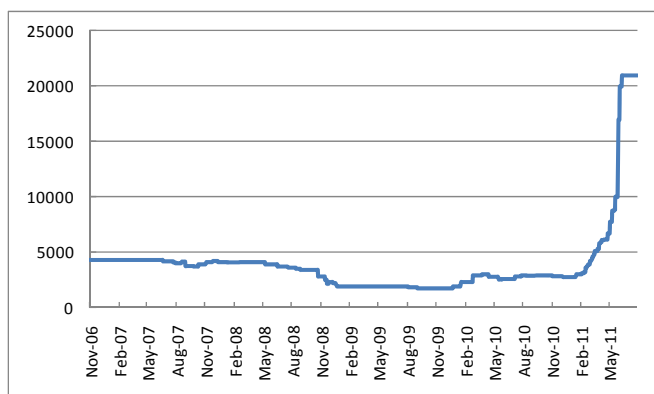
资料来源: 宏源证券

图 2: 氧化镨和氧化钕价格走势(单位: 元/吨)



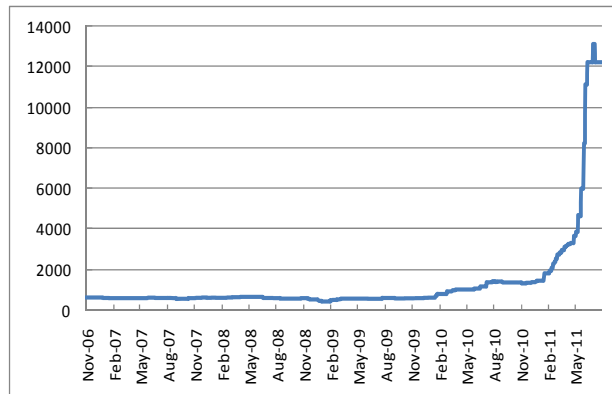
资料来源: Wind, 宏源证券

图 3 氧化铽价格走势(单位: 元/千克)



资料来源: Wind, 宏源证券

图 4: 氧化镝价格走势 (单位: 元/千克)



资料来源: Wind, 宏源证券

**附表：盈利预测**

| 单位:百万元            | 2010A       | 2011E       | 2012E       | 2013E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入              | 2365.78     | 3193.81     | 3992.26     | 4990.32     |
| 增长率(%)            | 51.05%      | 35.00%      | 25.00%      | 25.00%      |
| 归属母公司股东净利润        | 206.78      | 333.06      | 374.82      | 451.28      |
| 增长率(%)            | 181.11%     | 61.07%      | 12.54%      | 20.40%      |
| <b>每股收益 (EPS)</b> | <b>0.41</b> | <b>0.66</b> | <b>0.74</b> | <b>0.89</b> |
| 每股经营现金流           | 0.05        | 0.34        | 0.59        | 0.37        |
| 销售毛利率             | 25.19%      | 28.00%      | 26.50%      | 26.00%      |
| 销售净利率             | 10.21%      | 12.27%      | 11.05%      | 10.64%      |
| 净资产收益率 (ROE)      | 14.44%      | 20.41%      | 20.19%      | 21.21%      |
| 投入资本回报率 (ROIC)    | 14.13%      | 17.86%      | 17.00%      | 18.45%      |
| 市盈率 (P/E)         | 68          | 42          | 38          | 31          |
| 市净率 (P/B)         | 10          | 9           | 8           | 7           |

| 利润表               | 2010A         | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入              | 2365.78       | 3193.81       | 3992.26       | 4990.32       |
| 减：营业成本            | 1769.91       | 2299.54       | 2934.31       | 3692.84       |
| 营业税金及附加           | 3.40          | 4.79          | 5.99          | 7.49          |
| 营业费用              | 74.90         | 111.78        | 139.73        | 174.66        |
| 管理费用              | 188.12        | 255.50        | 319.38        | 399.23        |
| 财务费用              | 43.86         | 53.49         | 62.22         | 73.68         |
| 资产减值损失            | 7.61          | 15.97         | 19.96         | 24.95         |
| 加：投资收益            | 3.01          | 4.15          | 5.19          | 6.49          |
| 公允价值变动损益          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 其他经营损益            | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>营业利润</b>       | <b>281.00</b> | <b>456.88</b> | <b>515.86</b> | <b>623.96</b> |
| 加：其他非经营损益         | 11.48         | 14.37         | 14.37         | 14.37         |
| 利润总额              | 292.48        | 471.25        | 530.22        | 638.33        |
| 减：所得税             | 50.90         | 79.41         | 89.26         | 107.41        |
| <b>净利润</b>        | <b>241.59</b> | <b>391.84</b> | <b>440.97</b> | <b>530.92</b> |
| 减：少数股东损益          | 34.81         | 58.78         | 66.15         | 79.64         |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>206.78</b> | <b>333.06</b> | <b>374.82</b> | <b>451.28</b> |

资料来源：宏源证券研究所

| 资产负债表            | 2010A          | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金             | 326.07         | 479.07         | 598.84         | 748.55         |
| 应收和预付款项          | 717.66         | 1087.94        | 1174.06        | 1655.53        |
| 存货               | 711.11         | 703.88         | 1101.71        | 1170.63        |
| 其他流动资产           | 18.77          | 18.77          | 18.77          | 18.77          |
| 长期股权投资           | 131.85         | 136.00         | 141.19         | 147.68         |
| 投资性房地产           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产和在建工程        | 777.06         | 700.01         | 613.17         | 520.17         |
| 无形资产和开发支出        | 89.93          | 86.75          | 83.58          | 80.41          |
| 其他非流动资产          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>资产总计</b>      | <b>2772.45</b> | <b>3212.43</b> | <b>3731.32</b> | <b>4341.74</b> |
| 短期借款             | 503.53         | 649.50         | 647.18         | 819.43         |
| 应付和预收款项          | 515.03         | 550.43         | 780.60         | 868.35         |
| 长期借款             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他负债             | 30.04          | 30.04          | 30.04          | 30.04          |
| <b>负债合计</b>      | <b>1048.60</b> | <b>1229.96</b> | <b>1457.82</b> | <b>1717.82</b> |
| 股本               | 507.60         | 507.60         | 507.60         | 507.60         |
| 资本公积             | 137.25         | 137.25         | 137.25         | 137.25         |
| 留存收益             | 786.83         | 986.67         | 1211.57        | 1482.34        |
| 归属母公司股东权益        | 1431.69        | 1631.53        | 1856.42        | 2127.19        |
| 少数股东权益           | 292.16         | 350.94         | 417.08         | 496.72         |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1723.85</b> | <b>1982.47</b> | <b>2273.51</b> | <b>2623.91</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>2772.45</b> | <b>3212.43</b> | <b>3731.32</b> | <b>4341.74</b> |

| 现金流量表    | 2010A   | 2011E  | 2012E   | 2013E  |
|----------|---------|--------|---------|--------|
| 经营性现金净流量 | 23.03   | 171.65 | 299.79  | 187.23 |
| 投资性现金净流量 | -91.96  | -9.83  | -5.48   | -5.48  |
| 筹资性现金净流量 | -60.12  | -8.81  | -174.55 | -32.04 |
| 现金流量净额   | -133.83 | 153.00 | 119.77  | 149.71 |

### 分析师简介:

**闵丹:** 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

**刘喆:** 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券。

**主要研究覆盖公司:** 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

### 机构销售团队

| 重点机构                                              | 华北区域                                               | 华东区域                                               | 华南区域                                                |
|---------------------------------------------------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| <b>曾利洁</b><br>010-88085790<br>zenglijie@hysec.com | <b>郭振举</b><br>010-88085798<br>guozhenju@hysec.com  | <b>张珺</b><br>010-88085978<br>zhangjun3@hysec.com   | <b>崔秀红</b><br>010-88085788<br>cuixiuhong@hysec.com  |
| <b>贾浩森</b><br>010-88085279<br>jiahaozen@hysec.com | <b>牟晓凤</b><br>010-88085111<br>muxiaofeng@hysec.com | <b>王俊伟</b><br>021-51782236<br>wangjunwei@hysec.com | <b>雷增明</b><br>010-88085989<br>leizengming@hysec.com |
|                                                   | <b>孙利群</b><br>010-88085756<br>sunliqun@hysec.com   | <b>赵佳</b><br>010-88085291<br>zhaojia@hysec.com     | <b>罗云</b><br>010-88085760<br>luoyun@hysec.com       |

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别     | 评级 | 定义                            |
|--------|----|-------------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上     |
|        | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上      |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上      |
|        | 中性 | 未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5% |
|        | 减持 | 未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上      |

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。