

分析师: 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn
联系人: 熊文静 (8627)65799505 xiongwj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120019

量增价涨助业绩增长超预期

事件描述

中科三环发布 2011 前三季度业绩预告修正公告,同比增长 210-260%,每股收益 0.84-0.98 元,第三单季 0.53-0.67 元,同比增长 342-458%,环比增长 112-168%。

事件评论

● 2011 年前三季度归属母公司净利润 4.27-4.96 亿元,同比增长 210-260%,每股收益 0.84-0.98 元

2011 上半年,公司实现归属母公司净利润 4.27-4.96 亿元,同比增长 210-260%,每股收益 0.84-0.98 元;其中第三单季 0.53-0.67 元,同比增长 342-458%,第二单季 0.31 元,环比增长 112-168%。以上业绩符合我们的预期。

● 产品订单增长和产品提价范围超预期是公司业绩增长超预期的主要原因

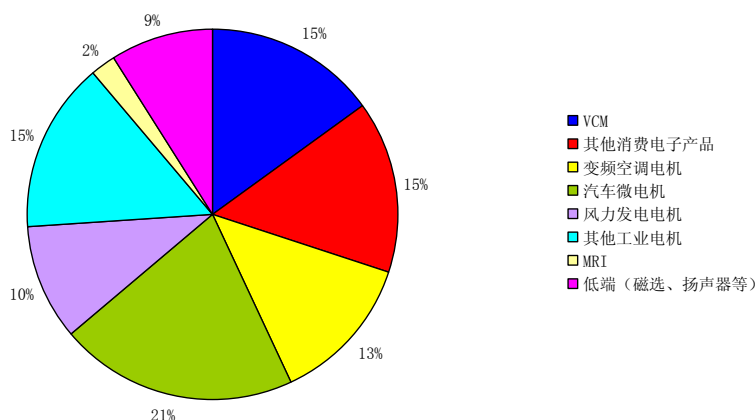
根据公司公告,前三季业绩增长超预期的主要原因在于“产品订单比预期有所增长,公司提价产品的范围好于预期”。根据销售收入增长幅度,我们可以大致推算公司第二单季产品均价仅环比上涨 60%左右(第二单季产量略有增长),我们推断公司为维护下游战略客户合作关系稳定,在二季度仅对小客户订单价格进行了上调,而在三季度稀土原材料价格并没有出现大幅度下跌的情况下,公司开始了对战略大客户的调价,使得公司产品均价得以继续上涨。而汽车电机、VCM 等领域对钕铁硼需求旺盛带来公司订单持续高增长。根据产品及原料价格变化及公司积极的库存管理措施,我们判断公司低价原料库存可能只用掉 1/3~1/2。

● 未来业绩增长主要来自产品价格的继续上涨和产品结构的进一步优化

(1)我们认为,公司钕铁硼产品价格未来仍有进一步上涨的空间。主要由于①相较于稀土价格近 5 倍的涨幅(较 11 年初),公司产品总体价格仅上涨了 60%,针对战略性大客户的产品价格尚未上调到位;②未来稀土价格预计稳中有升。目前全球稀土需求总量约为 15 万吨 REO,远高于中国 11 年稀土开采总量 9.38 万吨的水平(中国供给了全球 97%的产量),而前期中国稀土的超额滥采则填补了供需的缺口,我们认为,经过此轮中国对稀土行业的大力整顿,滥采现象已得到了一定程度的控制,随着未来中国稀土整合政策继续加码(如冶炼厂停产、稀土专用税票等),产量的进一步控制,加之考虑到受极严环保政策限制的海外稀土矿山成本大幅高于国内,我们预计稀土价格未来具有较强支撑。

(2)通过对公司订单结构的跟踪,我们认为公司盈利能力较强的汽车电机等产品占比正在逐步提高,目前已增大至 20%的水平,我们预计,随着下游节能环保领域需求的快速增长以及高价原材料对低端应用的冲击,公司订单结构仍将进一步优化,产品均价及毛利率也将有所提升。

图 1：公司订单结构继续优化



资料来源：公司资料、长江证券研究部

● 明年需求不必悲观

2011 年稀土价格的快速上涨对钕铁硼部分领域需求产生了一定压制。对此我们认为：明年需求不必悲观。未来高稀土价格和高钕铁硼价格已是大势所趋，无非今年稀土价格的短期快速上涨造成了整个产业链的下游企业短期难以接受和适应，但总体上，钕铁硼的优异性能及其在下游的低成本决定了其无法用铁氧体替代，尤其是在电机领域，需求量和应用范围不断扩大，这是未来钕铁硼需求的主要增长所在。而对于目前受影响可能较大的空调、风电及核磁共振仪几个领域，风电方面由于公司产品主要是供国外厂商，因此基本不受国内风电萎靡的影响。MRI 由于性价比降低而确有需求大幅下降趋势，但在 2011 年公司订单结构中，MRI 的产量占比已经从 10% 下降到 2% 以下，已经占比较小，因此后期对订单影响有限。空调方面，我们认为，目前用回铁氧体只是权宜之计，从长远来看，目前发达国家空调变频化率 90% 以上，而中国仅不到 20%，而变频空调由于其节能 20%~30%、噪音小、调温速度快 1~2 倍等优点，将成为未来的主流趋势，加之公司的部分空调压缩机用钕铁硼订单来自国外，因此空调部分对钕铁硼需求存在一定减少，但足以用汽车电机及工业电机订单增长弥补。总体上我们预计公司明年钕铁硼的需求略有增长，不比过于悲观。

● 维持“推荐”评级

综合考虑节能环保大环境下钕铁硼未来需求十分广阔、公司产能产量扩张、产品结构优化及产品均价的预期上调，我们预计公司 11、12 eps 分别为 1.50 和 1.81 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

[Table_Finance]									
利润表 (百万元)	2010	2011	2012	2013	资产负债表 (百万元)	2010	2011	2012	2013
营业收入	2366	5560	8061	11286	货币资金	341	1614	2063	1693
营业成本	1770	4058	6046	8464	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	596	1501	2015	2821	应收账款	574	1076	1560	2184
% 营业收入	25.2%	27.0%	25.0%	25.0%	存货	711	1631	2429	3401
营业税金及附加	3	8	12	16	预付账款	102	648	362	1352
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	19	14	45	63
销售费用	75	117	226	316	流动资产合计	1788	4982	6540	8805
% 营业收入	3.2%	2.1%	2.8%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	188	345	524	734	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.0%	6.2%	6.5%	6.5%	长期股权投资	132	136	136	136
财务费用	44	17	5	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	0.3%	0.1%	0.1%	固定资产合计	777	988	1465	1921
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	60	56	55	54
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	1015	1249	1749	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	11.9%	18.3%	15.5%	15.5%	资产总计	2795	6192	8226	10946
营业外收支	11	12	12	12	短期贷款	504	0	0	62
利润总额	292	1027	1261	1761	应付款项	450	1372	2044	2861
% 营业收入	12.4%	18.5%	15.6%	15.6%	预收账款	16	556	806	1129
所得税费用	51	175	227	317	应付职工薪酬	54	123	184	257
净利润	242	852	1034	1444	应交税费	-35	-15	-19	-27
归属于母公司所有者的净利润	206.8	759.8	920.6	1285.8	其他流动负债	53	226	339	475
少数股东损益	35	92	114	159	流动负债合计	1041	2262	3354	4758
EPS (元/股)	0.407	1.497	1.814	2.533	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	704	1079	228	其他非流动负债	30	30	30	30
取得投资收益					负债合计	1071	2692	3784	5188
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司	1432	2115	2944	4101
长期股权投资	0	-4	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	2	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-96	-267	-542	-539	股东权益	292	385	498	657
其他	4	0	0	0	负债及股东权益	1724	2500	3442	4758
投资活动现金流净额	-92	-269	-542	-539	基本指标	2795	5192	7226	9946
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.407	1.497	1.814	2.533
股权融资	0	1000	0	0	BVPS	2.82	4.17	5.80	8.08
银行贷款增加 (减少)	3	-104	0	62	PE	61.35	16.70	13.78	9.87
筹资成本	62	-59	-87	-122	PEG	0.73	0.20	0.16	0.12
其他	-125	0	0	0	PB	8.86	6.00	4.31	3.09
筹资活动现金流净额	-60	837	-87	-60	EV/EBITDA	31.42	10.53	8.35	6.23
现金净流量	-146	1273	450	-370	ROE	14.4%	35.9%	31.3%	31.4%

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。