

金属新材料 II

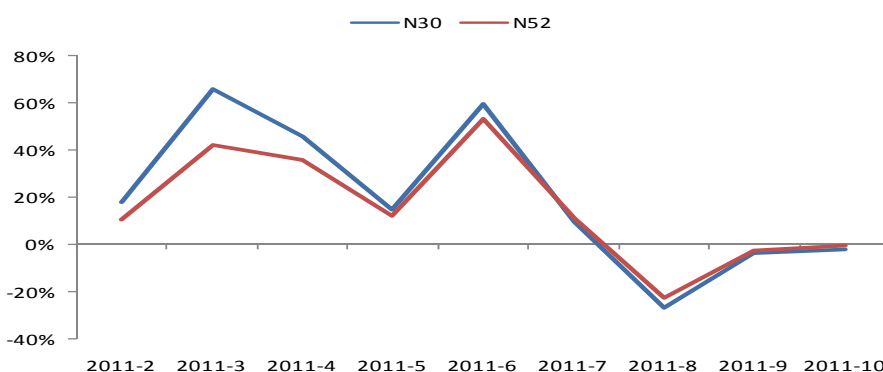
中科三环 (000970.SZ) /24.14 元 **价格推动业绩上行**

事 项

中科三环公布 3 季报。公司 2011 年前 3 个季度实现主营业务收入 38.9 亿元，同比增长 128.03%；归属于上市公司净利润 4.5 亿元，同比增长 224.27%；基本每股收益 0.88 元。

主要观点

- 1. 公司业绩受益于产品均价大幅提升。**根据亚洲金属网，2011 年第 3 季度牌号为 N30 与 N40 的烧结钕铁硼均价同比分别上涨 391%与 319%，前 3 个季度均价同比分别上涨 273%与 218%。而公司第 3 季度实现主营业务收入 21 亿元，同比增长 214%，对比数据，我们有理由相信产品价格上涨是公司业绩提升的主要原因。
- 2. 盈利能力有所上升。**公司前 3 个季度产品毛利率水平逐季上升，到第 3 季度达到 29%，我们认为有两方面原因。第一，公司产品结构有所变动，提升了盈利空间，从图表 1 可以看出，近期高端钕铁硼价格向上变动的幅度高于低端钕铁硼，向下变动的幅度低于低端钕铁硼；第二，由于稀土均价在前 3 个季度呈现逐季上升，而公司的库存水平通常在 3 个月，因此公司在第 3 季度享有了相对低价库存的优势。

图表 1 不同牌号烧结钕铁硼环比变动


数据来源：亚洲金属网 华创证券研究所

- 3. 4 季度需谨慎对待。**尽管公司可以在产品结构与库存管理上做出一些调整，但基于以下两个原因，我们对公司 4 季度业绩保持谨慎。第一，由于稀土均价在 3 季度属年中高点，且我们认为 4 季度稀土价格将呈现稳中有降的态势，假设公司需保持 3 个月的库存水平，那么公司在前期享有的低价库存优势将不复存在；第二，公司在实际定价时，不可能只考虑库存原材料的价格，还要受到当前市场价格的影响，由于公司产品通常是锁定原材料水平定价，在稀土价格稳中有降的前提下，我们认为公司产品价格在 4 季度也很难达到 3 季度的高点。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

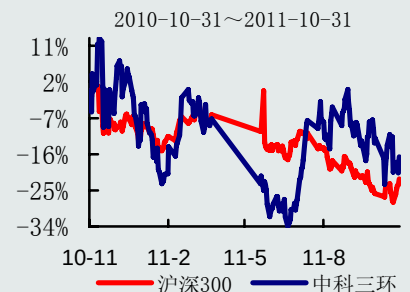
联系人：廖玉玲
Tel：0755-82027508
Email：liaoyuling@hczq.com

投资评级

投资评级：中性
评级变动：调低

公司基本数据

总股本(万股)	50760
流通 A 股/B 股(万股)	50760/0
资产负债率(%)	55.79
每股净资产(元)	3.63
市盈率(倍)	27.43
市净率(倍)	6.65
12 个月内最高/最低价	35.13/18.97

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《业绩大幅提升 估值趋于合理》
2011-08-18
- 《1 季度需求向好 但成本传导受限》
2011-04-27
- 《公司将受益于低碳节能经济的推进》
2010-12-10

4. 看好公司长期发展。若稀土价格继续大幅飙升，最终将压抑终端需求的增长。稀土价格出现回落，短期来看将使公司业绩受到一定影响，但长期来看，这将避免下游需求出现更大的损失，有利于整个产业链的健康与公司的长远发展。另一方面，由于稀土行业出现的变革，高端钕铁硼产能向中国转移的趋势不可逆转，公司作为钕铁硼龙头企业将受益于此。

5. 公司估值。上调公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别至 1.43、1.65、1.88 元，对应 PE 分别是 17、15、13X。考虑到公司产品价格在 4 季度将维持稳中有降的格局，4 季度业绩恐不及 3 季度，给予“中性”评级。

风险提示

1. 产品价格下跌的风险
2. 公司产品对应下游领域发展不及预期
3. 募投项目进展情况

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1788	3438	4255	5395
现金	341	438	866	1715
应收账款	570	1379	1564	1621
其它应收款	4	16	15	15
预付账款	102	194	224	247
存货	711	1337	1508	1698
其他	60	73	79	98
非流动资产	1006	916	823	733
长期投资	132	133	131	132
固定资产	726	646	566	485
无形资产	60	49	39	29
其他	89	88	87	87
资产总计	2795	4354	5078	6128
流动负债	1041	1736	1636	1745
短期借款	504	720	510	513
应付账款	404	800	918	1002
其他	133	216	207	229
非流动负债	30	25	30	28
长期借款	0	0	0	0
其他	30	25	30	28
负债合计	1071	1761	1666	1773
少数股东权益	292	471	636	829
股本	508	508	508	508
资本公积金	137	137	137	137
留存收益	787	1477	2131	2880
归属母公司股东权益	1432	2122	2776	3525
负债和股东权益	2795	4354	5078	6128

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6	-56	836	1039
净利润	242	905	1005	1150
折旧摊销	84	85	85	85
财务费用	44	28	20	-6
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-370	-1080	-276	-186
其它	9	6	2	-3
投资活动现金流	-92	1	8	6
资本支出	120	0	0	0
长期投资	-0	2	-2	1
其他	28	2	6	7
筹资活动现金流	-60	153	-416	-197
短期借款	3	216	-210	3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0
其他	-67	-63	-207	-200
现金净增加额	-151	98	428	849

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2366	5541	5972	6470
营业成本	1770	4139	4438	4784
营业税金及附加	3	9	10	10
营业费用	75	82	76	78
管理费用	188	198	207	218
财务费用	44	28	20	-6
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
营业利润	281	1086	1220	1387
营业外收入	15	19	19	18
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	292	1100	1234	1400
所得税	51	195	229	251
净利润	242	905	1005	1150
少数股东损益	35	179	165	194
归属母公司净利润	207	726	840	956
EBITDA	409	1199	1325	1466
EPS（元）	0.41	1.43	1.65	1.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	51.1%	134.2%	7.8%	8.4%
营业利润	204.7%	286.3%	12.4%	13.7%
归属母公司净利润	181.1%	250.9%	15.8%	13.8%
获利能力				
毛利率	25.2%	25.3%	25.7%	26.1%
净利率	8.7%	13.1%	14.1%	14.8%
ROE	14.4%	34.2%	30.3%	27.1%
ROIC	15.1%	33.2%	34.2%	37.2%
偿债能力				
资产负债率	38.3%	40.4%	32.8%	28.9%
净负债比率	47.03%	40.87%	30.62%	28.95%
流动比率	1.72	1.98	2.60	3.09
速动比率	1.04	1.21	1.68	2.12
营运能力				
总资产周转率	0.91	1.55	1.27	1.15
应收账款周转率	5	6	4	4
应付账款周转率	5.50	6.87	5.16	4.98
每股指标(元)				
每股收益	0.41	1.43	1.65	1.88
每股经营现金	0.01	-0.11	1.65	2.05
每股净资产	2.82	4.18	5.47	6.94
估值比率				
P/E	59.26	16.89	14.59	12.82
P/B	8.56	5.78	4.41	3.48
EV/EBITDA	31	10	9	9

有色金属组分析师介绍

廖玉玲：有色金属行业分析师，英国杜伦大学（Durham University）理学硕士（金融投资专业）。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558