

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

联系人：牟国洪 021-50588666-8039

业绩大幅增长 新兴市场助推龙头长远发展

——中科三环（000970）年报分析报告

证券研究报告-年报分析

买入(调升)

发布日期：2012 年 04 月 27 日

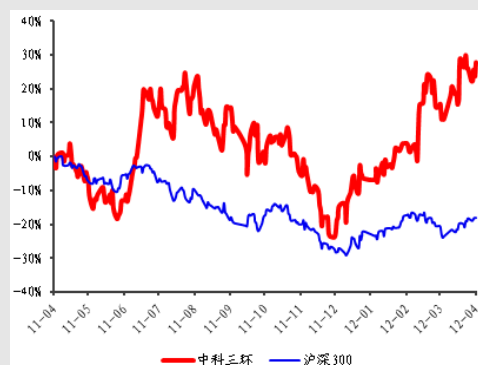
市场数据 (2012-04-26)

收盘价 (元)	28.94
一年内最高 最低 (元)	30.70/16.98
上证指数	2631.49
市净率 (倍)	6.79
流通市值 (亿元)	146.90

基础数据 (2012-03-31)

每股净资产 (元)	4.75
每股经营现金流 (元)	1.20
毛利率 (%)	36.33
净资产收益率-摊薄 (%)	10.19
资产负债率 (%)	40.06
总股本/流通股 (万股)	50760/50760
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

11 年公司实现营收 56.96 亿元，同比增长 140.76%；实现营业利润 11.04 亿元，同比增长 292.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.67 亿元，同比增长 271.08%，基本每股收益 1.51 元。12 年一季度营收 13.53 亿元，同比增长 96.97%；净利润 2.46 亿元，同比增长 720.82%，基本每股收益 0.48 元。

投资要点：

- **产品提价助推公司营收高增长。**公司营收增长源自磁材产品。11 年磁材产品营收 56.65 亿元，同比增长 144.07%，主要原因是受环保政策等多因素影响，稀土价格上涨导致公司上游原材料价格上涨，公司产品价格提升。
- **盈利能力稳步提升，12 年有望维稳。**稀土永磁材料行业具备较强的成本转嫁能力，产品提价与注重研发投入致公司盈利能力大幅提升；同时公司产品结构逐步优化，且显著的行业地位使盈利能力有望维稳。
- **关注非公开发行项目进展与稀土价格走势。**公司拟非公开发行 2700 万股，预计募集资金净额 5.84 亿元，用于新增年产 6000 吨烧结钕铁硼材料，新增产能下游定位于新能源汽车等新兴领域。随着系列稀土政策的实施以及新材料十二五规划政策的出台，上游稀土原材料价格有望稳中略有提升，且稀土永磁材料迎来历史发展良机。
- **盈利预测与投资建议：**预测公司 2012 年和 2013 年每股收益分别为 2.02 元和 2.37 元，按 4 月 26 日元 28.94 收盘价计算，对应动态市盈率分别为 14.33 倍和 12.20 倍。目前估值相对行业较低，考虑公司行业地位及磁性材料迎来的发展良机，调升至“买入”投资评级。
- **风险提示：**上游稀土价格大幅波动；汇率波动；项目进展低于预期；经济下滑超预期。

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (亿元)	23.66	56.96	61.60	72.04	82.54
增长比率 (%)	51.05	140.76	8.14	16.95	14.58
净利润 (亿元)	2.07	7.67	10.25	12.04	13.67
增长比率 (%)	181.11	271.08	33.57	17.48	13.53
每股收益 (元)	0.41	1.51	2.02	2.37	2.69
市盈率 (倍)	70.59	19.17	14.33	12.20	10.75

目 录

1. 公司营收增长主要源自产品提价	3
1.1 磁材产品价格提升致营收大幅增长	3
1.2 优质客户与新兴业务致海外稳步增长	4
2. 行业特性与产品结构优化致盈利能力显著提升	5
3. 营收高增长致期间费用率大幅回落	6
4. 营运能力稳中逐步提升	6
5. 2012 关注稀土价格走势与项目进展	7
5.1 新增产能助推公司长远发展	7
5.2 稀土价格趋稳	7
6. 盈利预测与投资建议	8
7. 风险提示	9
行业投资评级	11
公司投资评级	11
重要声明	11
免责条款	11
转载条款	11

图表目录

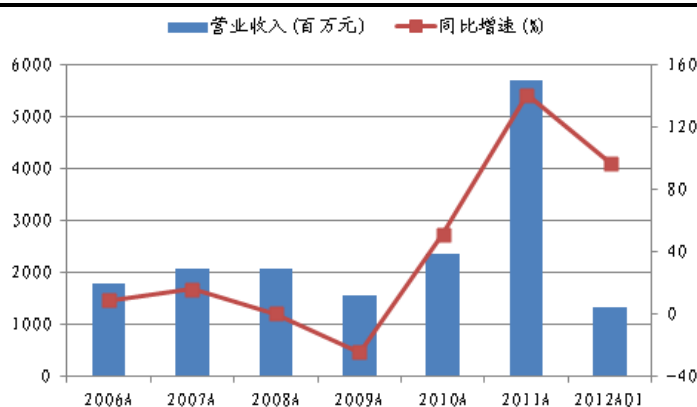
图表 1: 2006-12 年公司营收及增速	3
图表 2: 2007-11 年公司主营业务营收组成	3
图表 3: 2009-12 年公司单季度营收及增速	3
图表 4: 2011-2012 钕铁硼 N35 价格曲线	3
图表 5: 2006-11 年公司海外营收、增速及占比	4
图表 6: 2008-12 年公司与 Bakker Magnetics 合同情况	4
图表 7: 2006-12 年公司销售毛利率与净利率	5
图表 8: 2009-12 年公司单季度销售毛利率与净利率	5
图表 9: 2007-11 年公司不同产品毛利率比对	5
图表 10: 2007-11 年国内钕铁硼材料毛利率比对	5
图表 11: 2007-12 年公司期间费用率	6
图表 12: 2009-12 年公司单季度期间费用率	6
图表 13: 2006-11 年公司营运能力	7
图表 14: 2011-2012 年主要稀土价格走势	8
图表 15: 可比公司估值	8
图表 16: 公司盈利预测	10

1. 公司营收增长主要源自产品提价

1.1 磁材产品价格提升致营收大幅增长

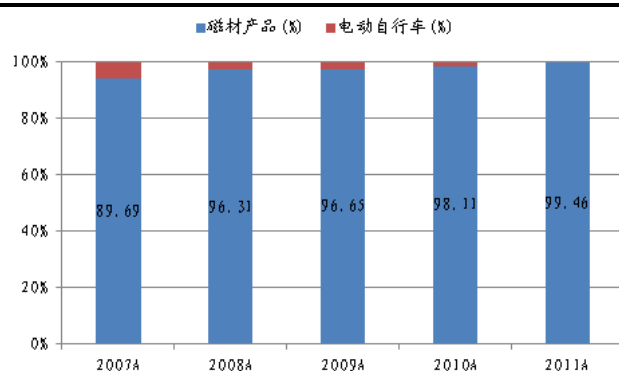
2011年,公司实现营业收入56.96亿元,同比大幅增长140.76%; 12年一季度营收13.53亿元,同比增长96.97%,主要原因是主营业务磁性材料实现营收56.65亿元,同比大幅增长144.07%。公司主营业务营收组成显示:钕铁硼磁材产品营收占比持续提升,11年营收占比为99.46%。

图表 1: 2006-12 年公司营收及增速



资料来源: Wind, 中原证券

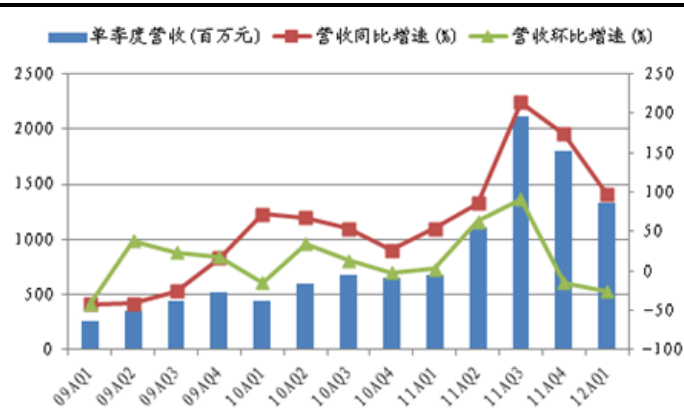
图表 2: 2007-11 年公司主营业务营收组成



资料来源: 百川资讯, 中原证券

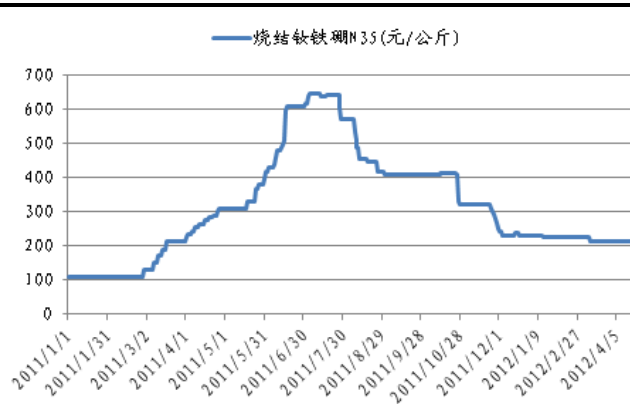
公司季度营收显示: 受下游产品季节因素影响, 一季度一般是一年的低点, 二、三季度逐步好转; 11年公司第三季度营收21.14亿元, 同比增长241.07%, 营收与增幅均创近年新高; 11年四季度与12年一季度营收环比增速呈现回落态势, 但同比仍大幅增长。

图表 3: 2009-12 年公司单季度营收及增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 4: 2011-2012 钕铁硼 N35 价格曲线



资料来源: 百川资讯, 中原证券

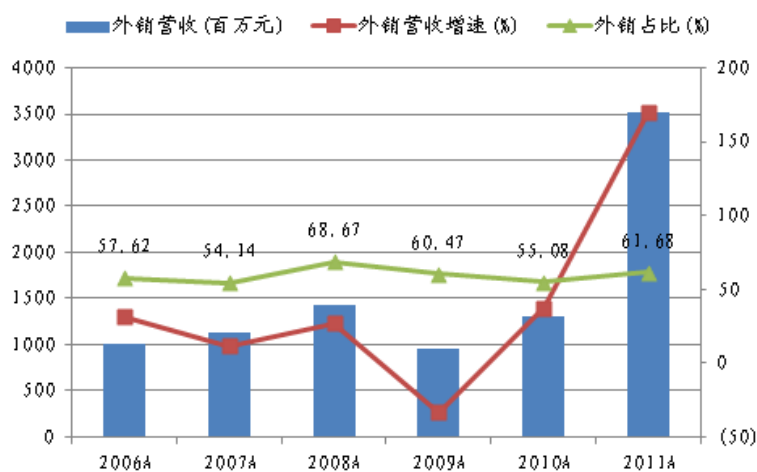
2011-12年, 公司季度营收增长主要原因是磁材产品价格提升所致, 且营收增长幅度

及变化趋势与产品价格高度相关。而公司磁材产品提价的主要原因是2011年上半年，受国家系列环保政策等多因素影响，公司上游稀土原材料价格出现大幅上涨，且稀土钕铁硼磁性材料行业具备较强的成本转嫁能力，从而带动公司产品价格上涨；至2011年下半年，受供需等因素影响致上游稀土价格回落，公司产品价格随之回调。以烧结钕铁硼N35为例，11年全年平均价格为335元/公斤，7月份为647.5元/公斤；目前价格稳定在210元/公斤，较11年初的110元/公斤的增幅为100%。

1.2 优质客户与新兴业务致海外稳步增长

11年公司外销35.13亿元，外销增速169.68%，在公司总营收中的占比由10年的55.08%提升至61.68%。

图表 5：2006-11 年公司海外营收、增速及占比



资料来源：Wind，中原证券

2012年4月10日，公司公告与荷兰的Bakker Magnetics 签署钕铁硼销售合同，合同总金额4013.7万美元(折合25353万元)，合同分两批执行：第一批发货日期为2012年4月9日；最后一批为12年10月29日。Bakker Magnetic在磁材领域有超过40年的经验，拥有强大的全球销售网络。

图表 6：2008-12 年公司与 Bakker Magnetics 合同情况

年度	合同销售额(万元)	占公司营业收入的比例
2008	7052	3.34%
2009	4164	2.66%
2010	8620	3.64%
2012E	25353	

资料来源：公司公告，中原证券

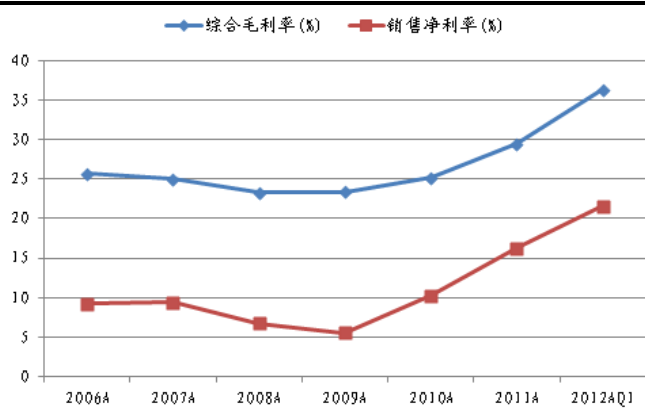
虽然公司与Bakker Magnetics发生的销售金额以及在公司总营收中占比不大，但与其长期合作彰显公司在磁性材料领域的行业地位，利于进一步提升公司品牌以及拓展海外

市场。目前公司已开发利用N38EH以上系列钕铁硼材料，该产品主要用于新能源汽车驱动电机中，并在欧美汽车企业广泛使用，未来将受益于新能源汽车市场的逐步兴起。

2. 行业特性与产品结构优化致盈利能力显著提升

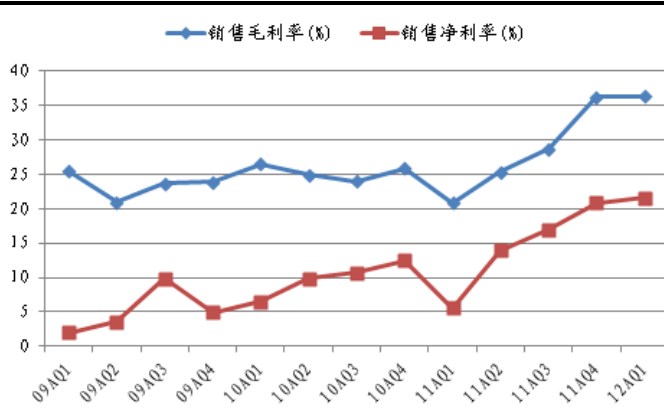
2011年，公司销售毛利率为29.48%，较10年的25.19%提升4.29个百分点。公司单季度毛利率显示：11年第2季度开始，公司毛利率环比显著提升，11年四季度为36.20%；12年1季度为36.33%，环比基本持平。

图表 7：2006-12 年公司销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

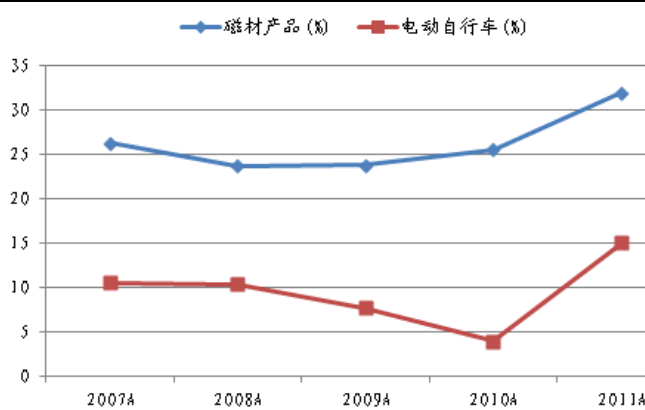
图表 8：2009-12 年公司单季度销售毛利率与净利率



资料来源：Wind，中原证券

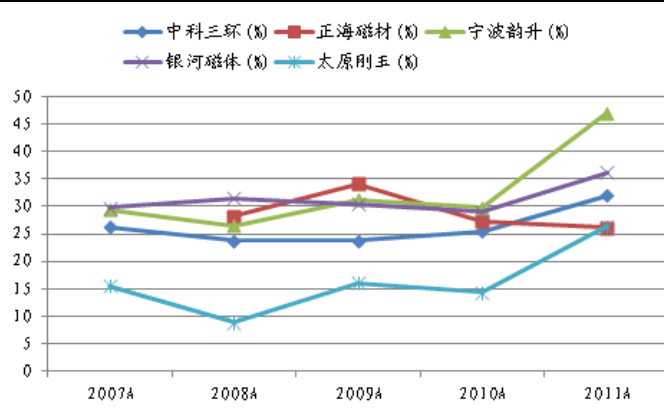
公司毛利提升主要原因是公司磁材产品毛利率由10年的25.52%大幅提升至11年的31.97%，而磁材产品毛利率提升原因一方面是钕铁硼磁性材料行业具备强的成本转嫁能力，且公司钕铁硼材料规模位居全球第二、国内第一，具备较强的议价能力；其次是公司注重技术创新，主导产品具有较强的国际竞争力，产品结构不断优化，目前公司产品已逐步用于新能源汽车领域。11年公司专利申请50多件，授权专利30多件，显示强大的技术研发实力。

图表 9：2007-11 年公司不同产品毛利率比对



资料来源：Wind，中原证券

图表 10：2007-11 年国内钕铁硼材料毛利率比对



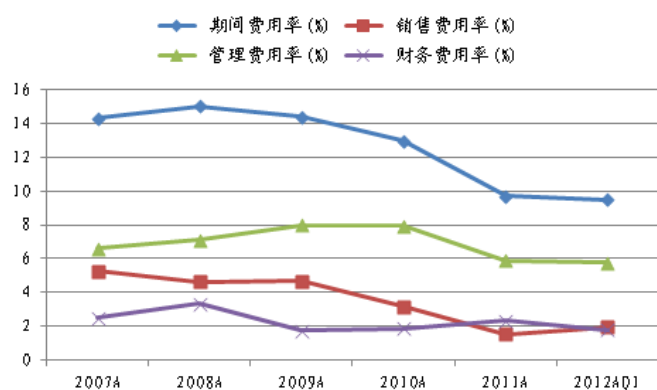
资料来源：Wind，公司公告，中原证券

与国内钕铁硼材料公司相比，公司毛利率位于中高水平。结合钕铁硼磁材行业特性以及公司的行业地位与技术创新能力，预计12年公司盈利能力有望基本持平。

3. 营收高增长致期间费用率大幅回落

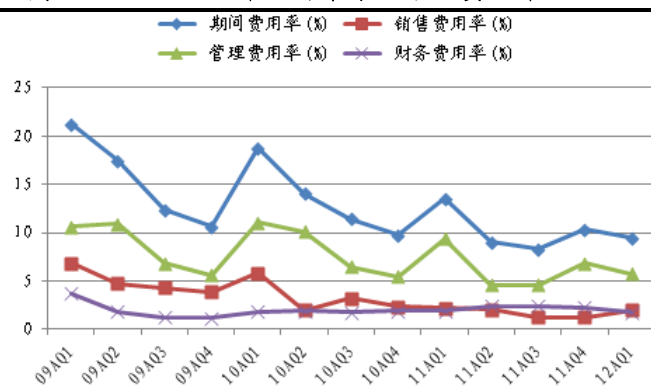
2008-11年，公司期间费用率持续降低。11年公司期间费用率为9.71%，较10年的12.97%大幅回落3.26个百分点，主要原因是公司销售费用与管理费用增幅远小于公司营收增速水平。11年公司财务费用支出1.31亿元，同比大幅增长198.96%，对应财务费用率由10年的1.85%提升至11年的2.30%，其中利息支出8665万元，同比大幅增长179.53%；汇兑损失5393万元，同比增长159.89%。12年一季度，公司期间费用率9.49%，较11年一季度的13.50%回落4.01个百分点，原因是营收大幅增长。

图表 11：2007-12 年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

图表 12：2009-12 年公司单季度期间费用率

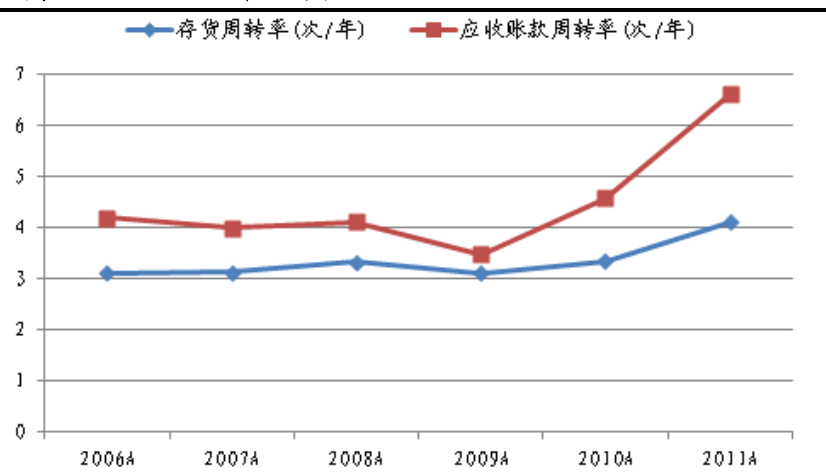


资料来源：Wind，公司公告，中原证券

4. 营运能力稳中逐步提升

公司营运能力稳中逐步提升。11年公司存货周转率与应收账款周转率分别为4.11次/年和6.62次/年，较10年提升0.78和2.04次/年。11年公司应收账款1.15亿元，同比增长101.95%；存货1.24亿元，同比增长74.99%。相比上游稀土价格涨幅水平，公司应收账款与存货均位于合理水平，显示公司稳健的营运能力，特别是面临上游稀土价格大幅起伏，严格执行库存管理。

图表 13: 2006-11 年公司营运能力



资料来源: Wind, 中原证券

5. 2012 关注稀土价格走势与项目进展

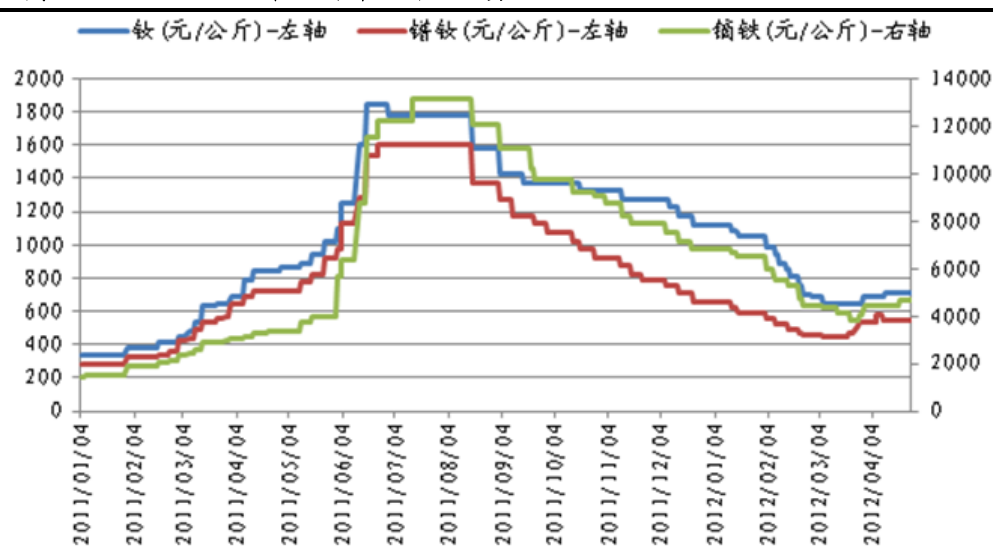
5.1 新增产能助推公司长远发展

12年1月, 公司公布非公开发行股票的修正预案, 拟计划发行2700万股, 发行底价为22.48元/股, 预计募集资金净额5.48亿元。此次非公开发行全部用于主营业务稀土钕铁硼永磁材料的生产扩建和技术改造, 预计新增6000吨烧结钕铁硼产能, 下游市场定位于新能源汽车、风力发电和信息产业等新兴领域。

5.2 稀土价格趋稳

2011年5月10日, 国务院《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》中提出“大力发展稀土新材料及应用产业, 进一步巩固和发挥稀土战略性基础产业的重要作用, 确保稀土行业持续健康发展”。上游稀土自2011年8月出现回落以来, 包钢稀土等宣布实行稀土收储政策; 工信部等四部委对重点稀土省/市开展稀土专项整治情况联合检查, 首批仅15家符合环保要求, 对未入榜名单不予审批新建项目或上市环保审查; 稀土行业协会于12年4月8日正式挂牌, 且隶属于工信部; 稀土专用发票制定已完成, 有望2012年年中推出。随着系列政策的实施, 稀土价格呈现止跌回稳迹象, 其中钕、镨铁价格近日连续小幅回升, 镨钕价格止跌后短期处于震荡中。总之, 稀土价格反转趋势尚需进一步确认, 12年后期总体有望止跌回稳且略有提升。

图表 14: 2011-2012 年主要稀土价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

2012年2月, 工新部正式发布了《新材料产业“十二五”发展规划》, 规划中明确将稀土功能材料列为发展重点, 提出“以提高稀土新材料性能、扩大高端领域应用、增加产品附加值为重点, 充分发挥我国稀土资源优势, 壮大稀土新材料产业规模”, 并强调大力发展超高性能稀土永磁材料, 稀土永磁材料迎来历史发展良机。

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设: 1) 稀土价格保持稳定; 2) 全球经济不出现大幅波动; 4) 公司项目进展按期进行。

图表 15: 可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价(元, 4/26)	EPS (元)			PE (倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000970	中科三环	28.94	1.51	2.02	2.37	19.17	14.33	12.20
600366	宁波韵升	19.28	1.29	1.26	1.45	15.00	15.29	13.28
300224	正海磁材	29.80	1.47	1.49	1.76	20.27	20.04	16.97
300127	银河磁体	21.79	0.89	0.96	1.18	24.48	22.64	18.52
行业均值						19.73	18.08	15.24
000970	中科三环	28.94	1.51	2.02	2.37	19.17	14.33	12.20

资料来源: Wind, 中原证券

预测公司2012年与2013年的每股收益分别为2.02元与2.37元, 按4月26日28.94元收盘价计算, 对应的PE分别为14.33倍和12.20。目前估值相对行业较低, 考虑公司行业地位及磁性材料盈利发展良机, 调升至“买入”投资评级。

7. 风险提示

公司面临的主要风险是：1) 稀土价格大幅波动；2) 公司出口占比在60%左右，汇率大幅波动将使公司面临汇兑损失风险；3) 全球经济下滑超预期；4) 项目进展低于预期。

图表 16: 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
(百万)					(百万)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	3918.0	3822.9	5470.7	7321.5	营业收入	5695.8	6159.6	7203.7	8254.2
现金	1393.6	998.9	2179.6	3548.2	营业成本	4017.1	4146.8	4893.6	5624.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	18.7	18.5	21.6	24.8
应收票据	7.5	61.6	43.2	41.3	销售费用	87.4	94.2	110.2	123.8
应收款项	1156.5	1176.2	1375.5	1576.1	管理费用	334.8	360.3	421.4	478.7
存货	1244.4	1451.4	1712.8	1968.5	财务费用	131.1	39.4	-7.9	-14.3
其他	115.9	134.8	159.6	187.3	资产减值损失	13.2	61.9	72.4	83.0
非流动资产	1051.1	965.2	888.8	811.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	145.5	130.0	130.0	130.0	投资收益	10.4	10.0	10.0	10.0
固定资产	703.1	691.5	649.9	583.4	营业利润	1104.0	1448.4	1702.4	1943.8
无形资产	56.2	53.4	50.8	48.2	营业外收入	13.8	15.0	15.0	15.0
其他	146.3	90.3	58.1	49.9	营业外支出	9.4	10.0	10.0	10.0
资产总计	4969.1	4788.0	6359.5	8133.1	利润总额	1108.4	1453.4	1707.4	1948.8
流动负债	2288.6	894.6	1041.2	1197.2	所得税	183.5	240.5	282.6	331.3
短期借款	1552.4	0.0	0.0	0.0	净利润	924.9	1212.9	1424.8	1617.5
应付帐款	421.1	622.0	734.0	843.7	少数股东权益	157.6	188.0	220.8	250.7
预收帐款	48.3	52.9	63.3	73.8	归属母公司净利润	767.3	1024.9	1204.0	1366.8
其他	266.8	219.6	243.8	279.7	EPS (元)	1.51	2.02	2.37	2.69
长期负债	40.3	40.4	40.4	40.4	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	40.3	40.4	40.4	40.4	每股指标				
负债合计	2328.9	934.9	1081.6	1237.6	每股收益	1.51	2.02	2.37	2.69
股本	507.6	507.6	507.6	507.6	每股经营现金	1.70	-0.77	2.33	2.70
资本公积金	137.3	137.3	137.3	137.3	每股净资产	4.26	6.28	8.65	11.35
未分配利润	1383.9	2306.3	3389.9	4620.0	增长率				
少数股东权益	476.8	664.8	885.6	1136.3	营业收入增长率	140.8%	8.1%	17.0%	14.6%
母公司所有者权益	2163.5	3188.3	4392.3	5759.1	营业利润增长率	292.9%	31.2%	17.5%	14.2%
负债及权益合计	4969.1	4788.0	6359.5	8133.1	净利润增长率	271.1%	33.6%	17.5%	13.5%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	29.5%	32.7%	32.1%	31.9%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	13.5%	16.6%	16.7%	16.6%
经营活动现金流	27.1	1176.2	1162.7	1344.3	ROE	35.5%	32.1%	27.4%	23.7%
净利润	924.9	1212.9	1424.8	1617.5	ROIC	25.5%	37.2%	38.5%	39.9%
资产减值准备	13.2	61.9	72.4	83.0	偿债能力				
折旧摊销	84.3	74.5	76.4	77.2	资产负债率	48.6%	14.7%	13.3%	17.9%
财务费用	131.1	39.4	-7.9	-14.3	流动比率	1.71	4.27	5.25	6.12
投资收益	10.4	10.0	10.0	10.0	速动比率	1.17	2.65	3.61	4.47
营运资金变动	0.0	-202.5	-393.0	-409.1	营运能力				
投资活动现金流	-167.8	25.5	10.0	10.0	资产周转率	1.47	1.26	1.29	1.14
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	存货周转率	4.10	3.08	3.09	3.06
其他投资	-167.8	25.5	10.0	10.0	应收帐款周转率	6.62	5.31	5.67	5.62
筹资活动现金流	1004.3	-1591.8	7.9	14.3	估值比率				
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	19.17	14.33	12.20	10.75
其他	1004.3	-1591.8	7.9	14.3	PB	6.79	4.61	3.34	2.55
现金净增加额	863.6	-390.1	1180.7	1368.6					

资料来源: 公司公告, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。