

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

行业龙头 稳步发展

——科恒股份（300340）分析报告

证券研究报告-分析报告

合理价值区间：43.75-55.26 元

发布日期：2012 年 07 月 23 日

发行数据

发行价(元)	48.00
发行数量(万股)	1250
发行方式	网下配售 网上资金中
发行日	2012 年 07 月 16 日
上市日期	-

基础数据 (2011-12-31)

每股净资产(元)	8.79
每股经营现金流(元)	0.16
毛利率(%)	27.16
净资产收益率-平均(%)	56.90
资产负债率(%)	30.49
发行后总股本(万股)	5000
B 股/H 股(万股)	0/0

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：

科恒股份(300340)在创业板发行上市。公司是我国稀土发光材料龙头企业，下游定位于节能灯与新兴领域。稀土发光材料市场需求稳步增长，面临稀土价格大幅波动，公司具备较强的议价能力。

投资要点：

- **公司是我国稀土发光材料龙头企业。**公司主营稀土发光材料，目前已成为我国产品系列和种类最全面的稀土发光企业，下游以节能灯与新兴领域为主；2008 年至今稳居稀土发光材料龙头，2011 年总产能 1500 吨。
- **稀土发光材料市场需求稳步增长。**稀土发光材料在稀土功能材料中产量占比小但均价最高。节能灯在光效和寿命等方面性能优越，目前正逐步替代传统白炽灯和卤粉荧光灯，预计 2010-13 年节能灯用稀土发光材料市场复合增长率 22.47%，13 年需求量 12000 吨，同时无极灯、LED 等新兴领域用稀土发光材料逐步拓展。
- **公司分析。**公司在稀土发光领域行业地位显著，自 2008 年以来稳居我国稀土发光材料市场第一，2010 年市场占比 14.96%，主持 7 项国家标准修订；面临上游稀土价格大幅波动，公司具备较强的议价能力，毛利率稳定在 20%左右；新兴领域有望成为公司未来增长亮点。
- **募集项目分析：**公司本次公开发行股票 1250 万股，募集资金投向研发中心扩建、年产 1200 吨稀土发光材料扩建和新型稀土发光材料产业化项目，项目总投资 1.74 亿元，新增产能 1600 吨，将解决产能不足瓶颈和提升公司综合竞争力。
- **盈利预测与公司估值：**预测公司 2012 年、2013 年全面摊薄后的每股收益分别为 2.30 元和 3.22 元。结合行业现状，建议给予公司 2012 年 19-24 倍的市盈率，对应合理价值区间为 43.75-55.26 元。
- **风险提示：**经济下滑超预期；项目进展低于预期；稀土价格大幅波动。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	362.04	1088.43	929.50	1215.90	1495.25
增长比率(%)	41.74	200.63	-14.60	30.81	22.97
净利润(百万元)	35.46	187.64	115.13	160.94	198.14
增长比率(%)	30.90	429.24	-38.65	39.79	23.12
每股收益(元)	0.71	3.75	2.30	3.22	3.96

目 录

1. 公司是我国稀土发光材料龙头企业	4
2. 稀土发光材料大国 市场需求稳步增长	4
2.1 稀土功能材料行业简介	4
2.2 我国稀土发光材料需求稳步增长	5
2.2.1 节能灯市场需求稳步推进	5
2.2.2 新兴领域稳步拓展	7
2.3 行业竞争格局	7
3. 公司是我国稀土发光材料行业龙头	8
3.1 稀土发光材料领先企业	8
3.2 技术水平国内领先	9
3.3 公司具备较强的议价能力	10
3.4 新兴领域有望成为未来增长亮点	12
3.5 公司下游照明产业集中度低	12
4. 公司经营分析	13
4.1 公司业绩概况	13
4.2 盈利能力基本持平	14
4.3 三费持续回落 预计 12 年仍有下滑空间	14
4.4 营运能力分析	15
5. 募投项目分析	15
6. 盈利预测与投资建议	16
7. 风险提示	16
行业投资评级	18
公司投资评级	18
重要声明	18
免责条款	18
转载条款	18

图表目录

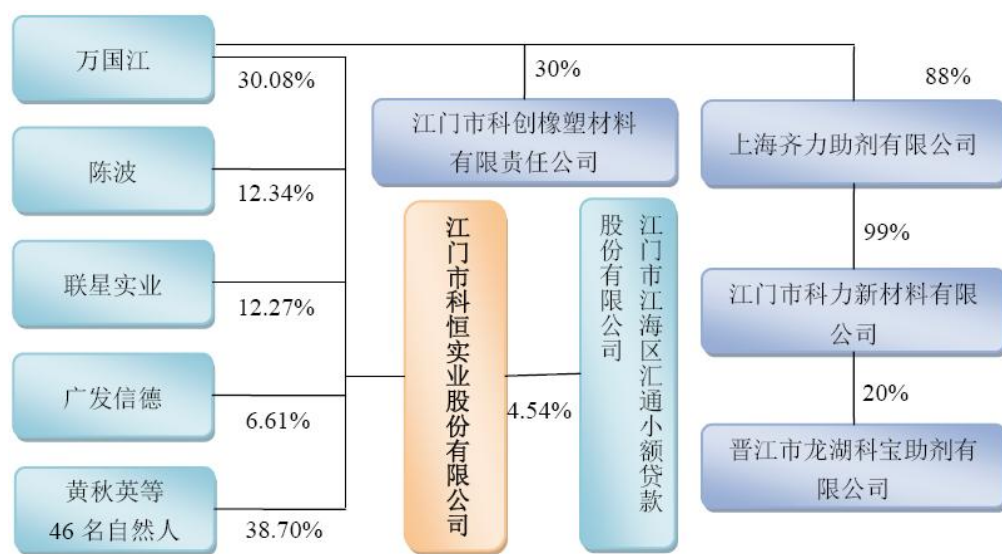
图表 1: 上市前公司股权结构	4
图表 2: 稀土功能材料产业链示意图	5
图表 3: 2010 年五种稀土功能材料产量及占比	5
图表 4: 2010 年五种稀土功能材料产值与均价比对	5
图表 5: 节能灯、白炽灯与卤粉荧光灯对比	6
图表 6: 2008-15 年节能灯用稀土发光材料市场需求	6
图表 7: 2008-15 年新兴领域用稀土发光材料市场需求	7
图表 8: 2010 年全球与我国稀土发光材料产量分布	7
图表 9: 2010 年全球与我国稀土发光材料产量分布	8
图表 10: 2010 年节能灯用稀土发光材料前五强市场占比	8
图表 11: 公司产品概况	9
图表 12: 2009-11 年公司发光材料产能/销量及增速	9
图表 13: 2008-10 年公司发光材料市场占有率	9
图表 14: 公司主要在研项目及进展	10
图表 15: 2008-11 年稀土功能材料中稀土成本占比 (%)	10
图表 16: 2009-11 年公司成本组成	10
图表 17: 2011-12 年稀土氧化镝/铽价格曲线	11
图表 18: 2011-12 年稀土氧化钇/铈价格曲线	11
图表 19: 2011-12 年部分稀土氧化物价格比对	11
图表 20: 2009-11 年公司产品销售均价	11
图表 21: 2009-11 年公司产品销售量	11
图表 22: 2009-11 年公司产品销售毛利率(按应用领域)	12
图表 23: 不同领域用稀土发光材料售价比对	12
图表 24: 2008-2011 年公司客户概况	13
图表 25: 2009-11 年公司在知名照明企业中销量占比	13
图表 26: 公司近年盈利与经营情况	13
图表 27: 2008-11 年公司营收、净利润及同比增速	14
图表 28: 2009-11 年公司主营业务营收组成	14
图表 29: 2008-11 年公司销售毛利率与净利率	14
图表 30: 稀土功能材料上市公司毛利率 (%) 比对	14
图表 31: 2008-2011 年公司期间费用率	15
图表 32: 2009-2011 年公司营运能力	15
图表 33: 募集资金运用计划	15
图表 34: 2009-2015 年公司产能及预测	16
图表 35: 可比公司估值	16
图表 36: 公司盈利预测	17

1. 公司是我国稀土发光材料龙头企业

公司前身江门市联星科恒助剂厂成立于1994年4月，2009年9月改制为江门市科恒实业有限责任公司，并于2007年11月整体变更为股份有限公司，上市前注册资本3750万元。公司主要从事高性能稀土发光材料的研发、生产与销售，下游以节能灯与新兴领域市场为主。目前公司已成为我国产品系列和种类最全面的稀土发光材料生产企业，2008年至今稳居节能照明用稀土发光材料龙头，2011年总产能为1500吨，实现销量1502吨。2011年，公司实现营业收入10.88亿元，较10年的3.62亿元大幅增长200.63%；实现净利润18764万元，较10年的3546万元增长429.24%，净利润中因稀土原材料价差存货利得约7200万元，扣除存货利得后的净利润增速为228%。

上市前，公司董事长万国江持有公司30.08%的股权，为公司实际控制人。本次发行前公司总股本3750万股，本次发行人民币普通股1250万股，发行后总股本为5000万股，占发行后股本总额的25.00%。

图表 1：上市前公司股权结构



资料来源：公司招股书，中原证券

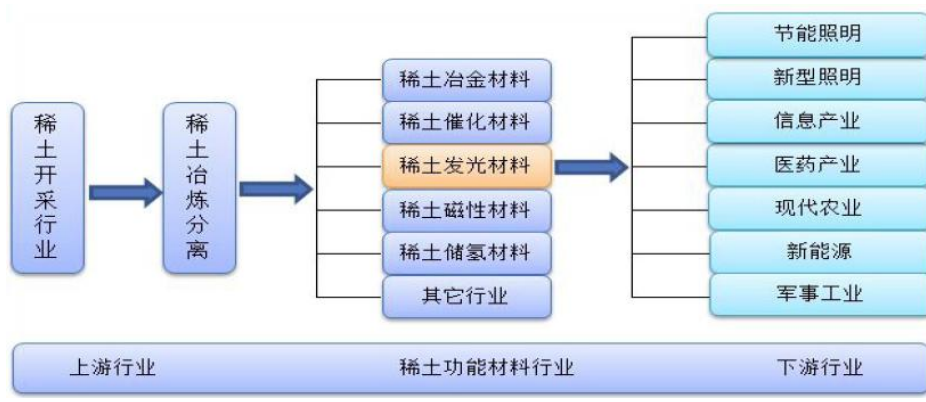
2. 稀土发光材料大国 市场需求稳步增长

2.1 稀土功能材料行业简介

稀土磁性/催化/发光材料等稀土功能材料作为全球低碳经济、高新技术、新能源、新材料、新能源汽车和军事工业的重要原材料，在我国《新材料十二五规划》中被重点提及，同时我国稀土储量全球占比36%，位居第一。稀土功能材料中的稀土发光材料诞生于20世纪70年代，由于具有吸收和发射能力强、转换效率高、发射光谱宽（可以发射紫外

到红外光)等优点,被广泛用于节能照明、信息产业、新能源等领域。

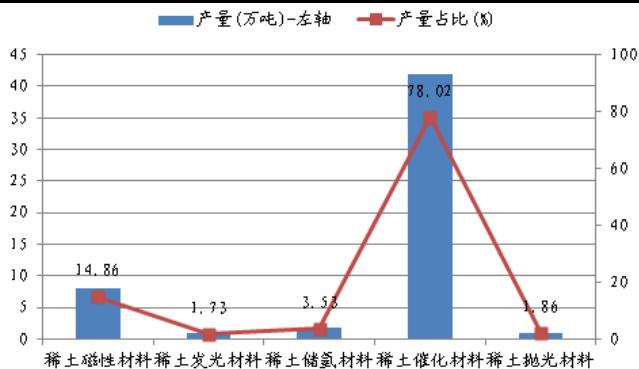
图表 2: 稀土功能材料产业链示意图



资料来源: 公司招股书, 中原证券

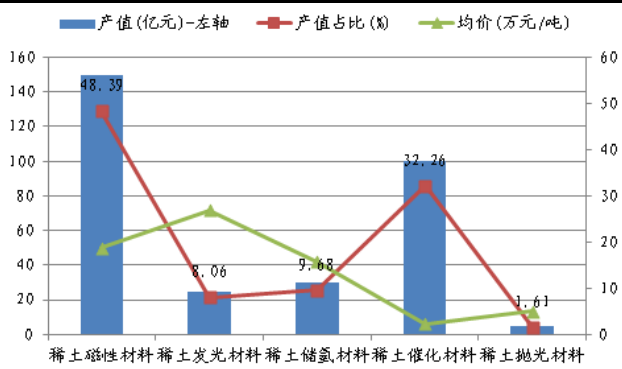
2010年, 稀土磁性/催化/发光等五种稀土功能材料合计产量53.83万吨, 其中稀土催化材料42万吨, 产量占比78.02%, 稀土发光材料0.93万吨, 产量占比近1.73%。对应合计总产值310亿元, 其中稀土催化材料产值100亿元, 占比32.26%, 而稀土发光材料产值25亿元, 占比8.06%。对比产品均价: 稀土发光材料以26.88万元/吨位居第一, 而稀土催化材料仅为2.38万元/吨。

图表 3: 2010 年五种稀土功能材料产量及占比



资料来源: 公司招股书, 中原证券

图表 4: 2010 年五种稀土功能材料产值与均价对比



资料来源: 公司招股书, 中原证券

2.2 我国稀土发光材料需求稳步增长

2.2.1 节能灯市场需求稳步推进

传统白炽灯属于热发光, 电光转换效率约6-10%。节能灯利用电极通电后产生的电子轰击等管内的汞, 汞原子吸收电子后产生紫外线, 紫外线再激发稀土发光材料发光, 其发光效率和使用寿命是白炽灯的10倍以上。与传统卤粉荧光灯相比, 应用稀土发光材料的节能灯节能提高30-50%、显色指数提高15-40%, 且寿命增加3倍以上。

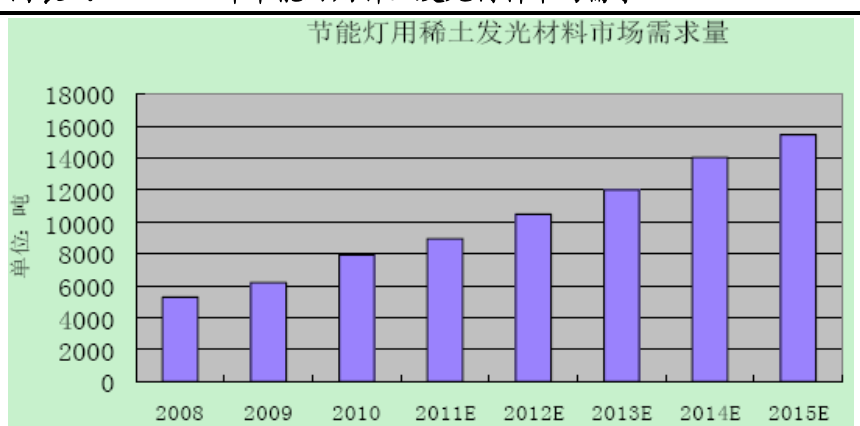
图表 5: 节能灯、白炽灯与卤粉荧光灯对比

类别	产品 图示	产品类别	发光 材料	发光原理	功率 (w)	产品性能特点		价格(元 /Klm)
						光效 (Lm/W)	平均寿 命(h)	
白炽灯		-	灯丝	电流通过灯丝时产生热量, 热辐射产生可见光	<500	6-12	<1000	5
卤粉荧光灯		T9-T12 直管型荧光灯; 部分 T8 直管型荧光灯和环形荧光灯	卤粉 荧光 粉	电子轰击汞原子所产生的紫外线激发荧光粉发光	<500	60-80	2000-3000	15
稀土荧光灯(节能灯)		紧凑型荧光灯、T4/T5 直管型荧光灯; 部分 T8 直管型荧光灯和环形荧光灯	稀土 发光 材料		<500	80-120	>10000	20

资料来源: 公司招股书, 中原证券

由于节能灯在光效、寿命等方面性能优越, 在全球气候变暖与能源紧缺背景下, 美国、加拿大、欧盟等全球发达国家或地区相继推出禁止使用白炽灯、推广节能灯的计划。同时卤粉的光效等性能指标相对较低, 卤粉荧光灯无法达到2级荧光灯能效标准和Eup指令, 而我国自2008年6月对自镇流荧光灯开始实施能效认证制度, 其中3级为能效限定值最低要求, 3级以下属淘汰产品禁止销售, 且欧盟于2009年9月执行Eup指令, 该指令提出更严格的能效要求。全球照明发展趋势显示卤粉荧光灯将逐步由节能灯等照明工具取代。

图表 6: 2008-15 年节能灯用稀土发光材料市场需求



资料来源: 公司招股书, 中原证券

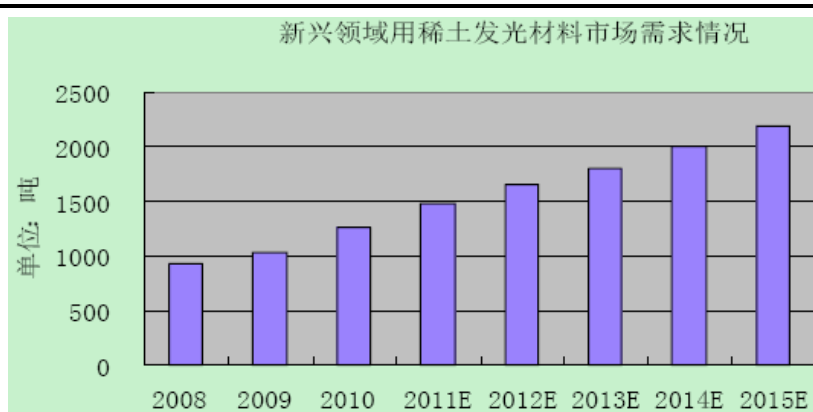
2010年, 我国节能灯用稀土发光材料需求量近8000吨。目前, 全球白炽灯、卤粉荧光灯和节能灯应用比例约4: 3: 1, 而我国为8: 9: 1。2011年11月, 中国正式发布淘汰白炽

灯路线图，于12年10月开始逐步淘汰白炽灯，未来替代空间巨大。预计2013年，节能灯用稀土发光材料需求量达12000吨，2010-13年间年均复合增长率22.47%。

2.2.2 新兴领域稳步拓展

无极灯、全光谱灯、白光LED等新型照明光源以及信息产业、医药产业、现代农业等新兴领域用稀土发光材料正蓬勃发展。如无极灯具有长寿命、高效节能和绿色环保等显著特点，寿命达6万小时，特别适用换灯困难及对安全要求高的重要场所，且我国无极灯研发能力全球领先。2010年我国无极灯产量超过380万只，全球占比90%，预计15年达1000万只。总之，新兴领域用稀土发光材料正稳步拓展中，预计2011年该领域市场总需求量约1500吨。

图表 7：2008-15 年新兴领域用稀土发光材料市场需求

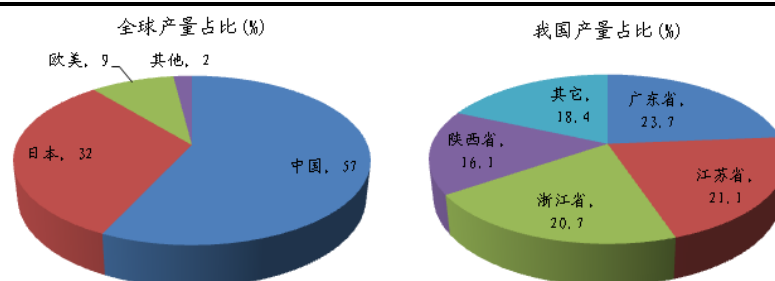


资料来源：公司招股书，中原证券

2.3 行业竞争格局

2010年，全球稀土发光材料产量约16320吨，而我国发光材料产量位居全球龙头，全球占比57%，其次日本占比32%。受下游应用领域产业分布影响，我国稀土发光材料企业主要集中于长三角和珠三角地区，其中广东、江苏、浙江、陕西四省合计占比81.60%。

图表 8：2010 年全球与我国稀土发光材料产量分布



资料来源：公司招股书，中原证券

从技术与规模看，日亚化学为全球领先的稀土发光材料供应商，占据平板显示与LED

领域主要市场份额。目前，国内稀土发光材料企业约40家，其中2010年年产量近500吨的企业仅5家，而年产量超过1000吨的仅有两家。

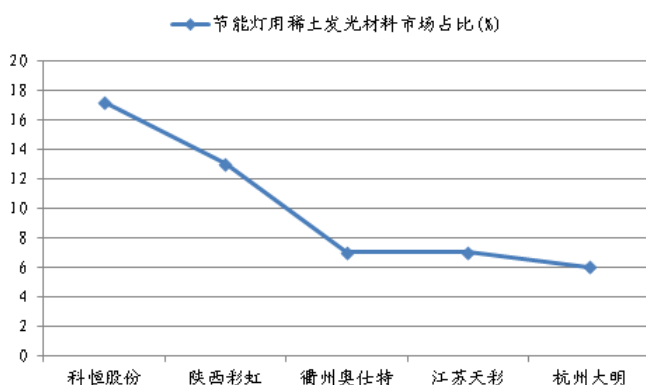
图表 9：2010 年全球与我国稀土发光材料产量分布

企业名称	简介
日亚化学工业株式会社 (Nichia)	全球领先的稀土发光材料制造商，注册资本467亿日元，成立于1956年12月，总部设在日本阿南市上中町。1980年开发出磷酸盐系稀土发光材料，应用于节能照明领域，目前占有了平板显示和LED用稀土发光材料的较大市场份额。2001年设立上海日亚电子化学有限公司，从事在华销售的业务。
陕西彩虹荧光材料有限公司	陕西彩虹荧光材料有限公司是香港上市公司彩虹集团电子股份有限公司子公司，注册资本9000万元，位于陕西咸阳，总占地面积25100平方米，建筑面积22324平方米，是我国较早从事彩电用稀土发光材料生产的企业，2010年稀土发光材料产量约1200多吨。
衢州奥仕特照明有限公司	地处衢州市经济开发区，产品通过欧盟环保认证 (RoHs 认证) 及美国埃维尔 ISO9001: 2008 质量管理体系认证。近年开始进行多元化经营，进入下游相关行业，如创办了江山世明水晶玻璃厂、江山吴灯照明电器有限公司、江山友和机械有限公司等。
江苏天彩科技材料有限公司	成立于2000 年9月，位于江苏省靖江市，现有员工100余名，公司占地面积15000平方米，厂房12000平方米。
杭州大明荧光材料有限公司	国家级高新技术企业，拥有省级稀土发光材料研发中心，已通过ISO9001: 2000版国际质量保证体系，通过ISO14000 国际环境管理体系认证，通过ISO18000健康安全认证。

资料来源：公司招股书，中原证券

节能灯用稀土发光材料细分市场领域，国内前五强市场占比约50%，产业集中度相对较低，其中科恒股份市场占比17.23%。

图表 10：2010 年节能灯用稀土发光材料前五强市场占比



资料来源：公司公告，中原证券

3. 公司是我国稀土发光材料行业龙头

3.1 稀土发光材料领先企业

公司主营稀土发光材料，目前已成为行业内产品系列最全面、产品种类最丰富的生

产企业，根据应用领域分为节能灯用与新兴领域用两大类。

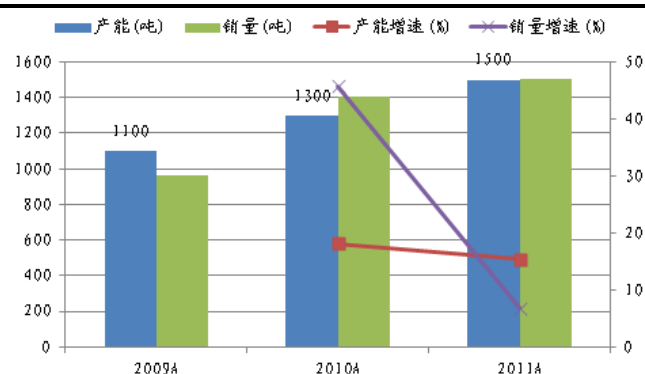
图表 11: 公司产品概况

分类	细分产品	产品特征	应用领域
节能灯用	紧凑型	管径细($\Phi 9/\Phi 7/\Phi 6$ 为主); 185nm、253.7nm 的紫外线辐射强, 离子轰击强; 管的长度短	广泛应用于家庭和装饰性照明场合, 是替代白炽灯的理想节能产品
	直管型	管径较粗($\Phi 16$ 为主), 185nm、253.7nm 的紫外线辐射较弱, 离子轰击较弱管上下端之间的长度较长(0.6m 和1.2m 为主)	广泛应用于办公等公共照明场所, 是替代卤粉荧光灯的理想节能产品
新兴领域用	无极灯	由电磁耦合激发原理, 工作温度高, 电子撞击辐射强, 对发光材料的热猝灭和稳定性能要求高	具有长寿命、高效节能和绿色环保的显著特点, 适用于换灯困难以及对安全要求较高的重要场所
	全光谱	要求灯照射下物体的颜色与标准参照光源下物体的颜色相符合程度接近, 显色指数要求高	广泛应用于防止眼睛疲劳的保健灯具生产和对色彩要求较高的调色、辨色领域
	其它	LED、平板显示器件、紫外光源、农用植物生长灯、驱蚊灯、诱蚊灯、医用保健灯等	-

资料来源: 公司招股书, 中原证券

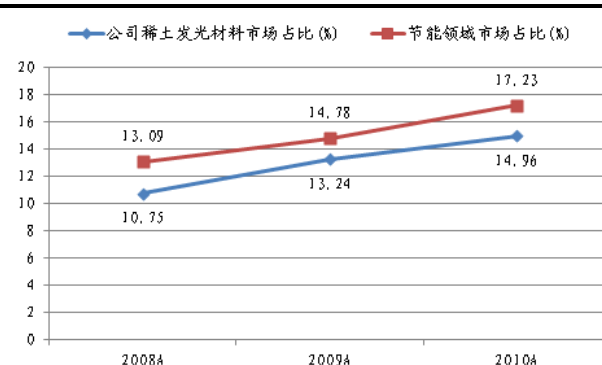
公司在稀土发光材料领域具备显著的行业地位。首先在标准制定方面, 公司主持修订了《灯用稀土三基色荧光粉及其试验方法》等全部7项国家标准, 参与《白光LED灯用稀土黄色荧光粉及其试验方法》等3项国家标准的制定; 其次规模优势显著。2010年, 公司发光材料合计销量1405吨, 国内市场占比14.96%, 自2008年以来稳居行业第一, 其中节能灯用市场占比17.23%。

图表 12: 2009-11 年公司发光材料产能/销量及增速



数据来源: 公司招股书, 中原证券

图表 13: 2008-10 年公司发光材料市场占有率



数据来源: 公司招股书, 中原证券

3.2 技术水平国内领先

公司注重研发投入与产品创新, 通过自主研发形成了“稀土发光材料独特配方”、“助熔添加助剂”、“粉体均匀、类球形制备技术”等五大核心技术, 其中节能灯用稀土发光材料关键技术指标达国际先进水平, 可替代进口产品。2009-11年, 公司研发支出在营收

中比重均大于3%，11年研发投入3516万元，占比3.23%。目前，公司已拥有专利20项，包括8项发明专利；主要在研项目26个，其中部分进入小批量销售或中试阶段，同时拟研发项目包括稀土储氢材料、汽车尾气净化稀土催化剂等。

图表 14：公司主要在研项目及进展

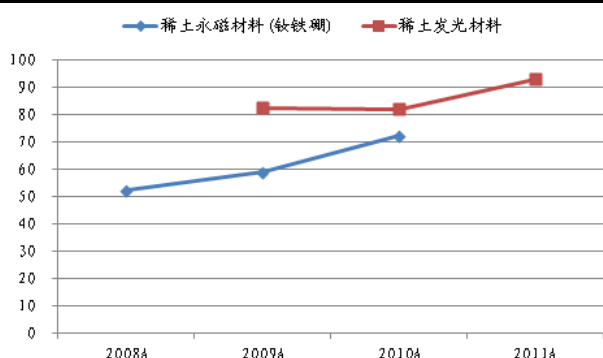
应用领域	产品/项目概述	研发阶段
节能灯用稀土发光材料性能优化	YOX 系/CAT 系/BAMM 系/LAP 系	批量销售
	SCA 系	中试
LED 用稀土发光材料研究	蓝光激发黄色稀土发光材料	批量销售
	蓝光激发橙红色稀土发光材料等	小试
FPD (LCD、PDP) 用稀土发光材料研究	CCFL 用 LAP/BAM 等	小批量销售
	PDP 用红色/绿色/蓝色稀土发光材料	小试与客户评价
新型照明光源用稀土发光材料研究	环保型/全光谱型等	小批量销售/小试
无汞光源用稀土发光材料研究	147nm、174nm 激发的红色/绿色/蓝色稀土发光材料	小试
废弃稀土发光材料回收再利用研究	不同环节回收再利用	小试
高涂覆稀土发光材料的研制及应用	用于节能照明领域	应用磨合

资料来源：公司招股书，中原证券

3.3 公司具备较强的议价能力

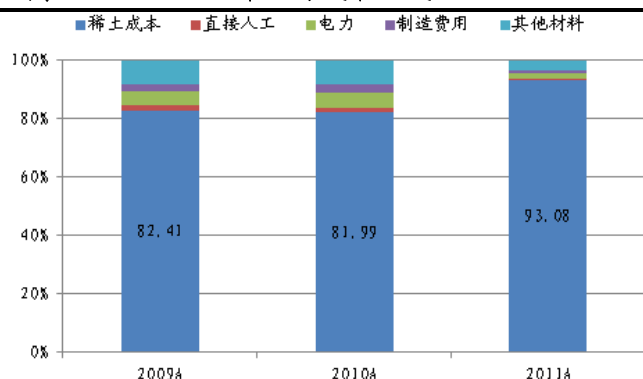
稀土功能材料中，上游稀土原材料成本占比均较高，如高性能钕铁硼永磁材料，2010年稀土合金成本占比为72.28%。2009-2011年，公司稀土成本占比均大于80%，2011年占比达93.08%。

图表 15：2008-11 年稀土功能材料中稀土成本占比 (%)



数据来源：正海磁材/公司招股书，中原证券

图表 16：2009-11 年公司成本组成

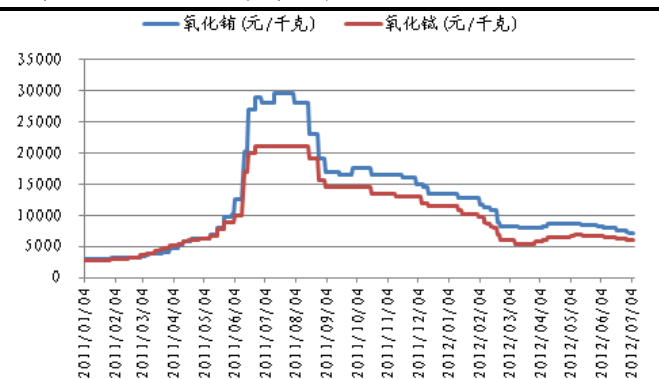


数据来源：公司招股书，中原证券

稀土发光材料中稀土成本占比高于稀土永磁功能材料，主要与产品成分相关。11年稀土发光材料中成本占比提升主要受国家系列稀土政策影响，上游稀土氧化物价格飙升，如氧化钇11-12年最低价为49元/千克，而最高价达490元/公斤，最大增幅910%，12年7月6日价格为147.50元/千克。11年下半年至12年稀土氧化物价格回落主要受供求关系等多因素影响，目前国家拟实行稀土战略收购，且行业整合正有序推进中，预计12年下半年稀

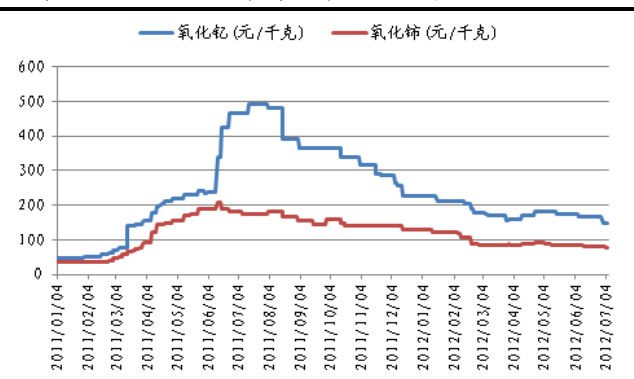
土氧化物价格有望逐步企稳。

图表 17: 2011-12 年稀土氧化铕/铽价格曲线



数据来源: Wind, 中原证券

图表 18: 2011-12 年稀土氧化钇/铈价格曲线



数据来源: Wind, 中原证券

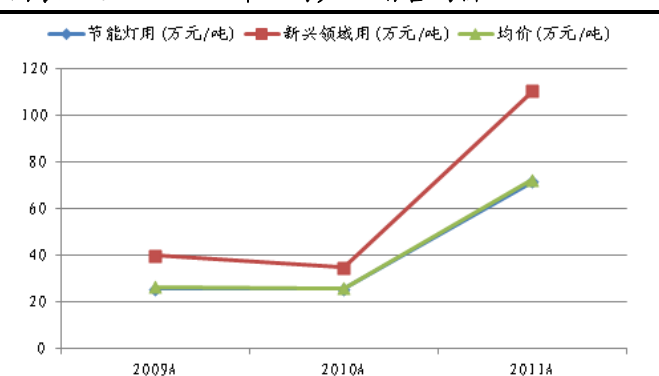
图表 19: 2011-12 年部分稀土氧化物价格对比

	最低价	最高价	最大增幅(%)	最新价(7.6)	相比最低价增幅(%)
氧化铕(元/千克)	3015	29500	878.44	7050	133.83
氧化铽(元/千克)	2750	21000	663.64	6050	120.00
氧化钇(元/千克)	49	490	910.31	147.50	204.12
氧化铈(元/千克)	34	208	510.29	77.5	127.94

资料来源: Wind, 中原证券

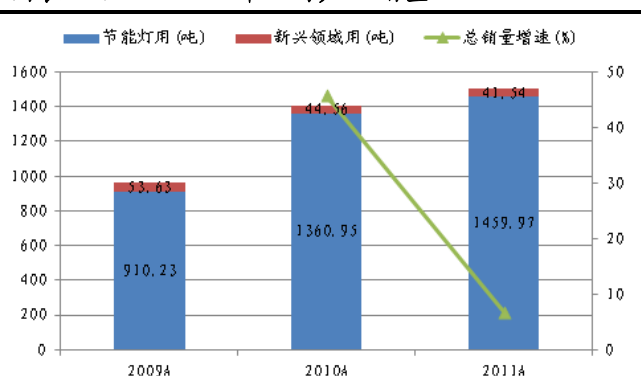
受稀土氧化物价格飙升影响, 公司11年销售均价72.49万元/吨, 而10年均价为25.76万元/吨, 同比增幅181.41%。稀土发光材料企业可通过产品提价将上游稀土氧化物成本涨价转移至下游, 总体具备较强的成本转嫁能力。同时, 公司产品性能和质量优异, 其价格比市场价格高出5-10%。

图表 20: 2009-11 年公司产品销售均价



数据来源: 公司招股书, 中原证券

图表 21: 2009-11 年公司产品销量



数据来源: 公司招股书, 中原证券

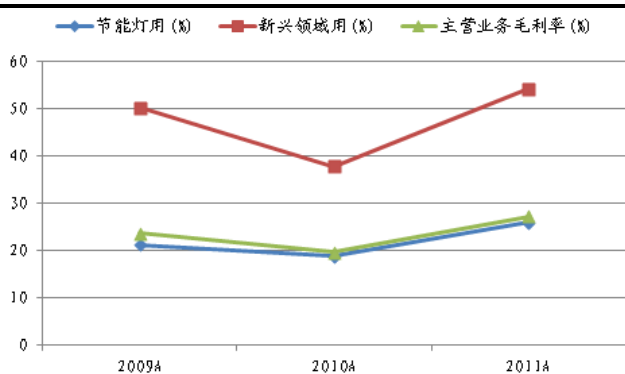
公司近年在新兴领域用产品销量逐年降低, 由2009年的53.63吨下滑至11年的41.54

吨；而11年节能灯用产品销量1460吨，较2009年的910吨增长60.40%。新兴领域销量下滑主要是公司产能有限，公司为保证在节能灯领域的优势，产能优先满足节能灯市场。

3.4 新兴领域有望成为未来增长亮点

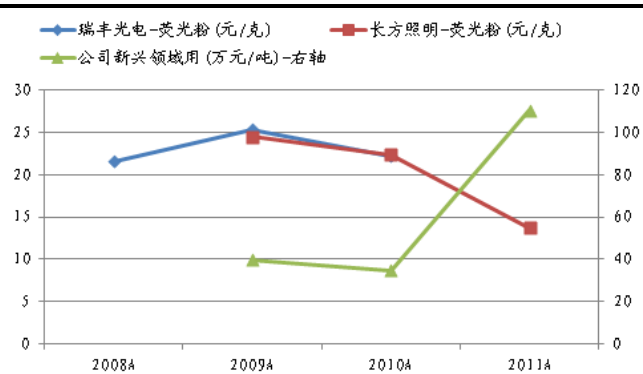
2009-2011年，公司主营业务毛利率基本稳定在20%左右。2010年公司主营业务毛利率19.63%，较2009年的23.67%下滑3.85个百分点，一方面是原料稀土价格提升，其次是公司基于扩大市场占有率考虑让利下游客户，产品提价有所滞后；11年公司主营业务毛利率27.16%，较10年大幅提升7.53个百分点，主要是公司因经营策略得当获取存货利得约7200万元，使得毛利率提升约7个百分点，扣除存货利得影响后毛利率约20%。公司产品价格定价方法为成本加成法，一般在生产成本基础上加上目标毛利率(20%)，故公司主营业务毛利率总体较为稳定。

图表 22: 2009-11 年公司产品毛利率(按应用领域)



数据来源：公司招股书，中原证券

图表 23: 不同领域用稀土发光材料售价比对



数据来源：瑞丰光电/长方照明/公司招股书，中原证券

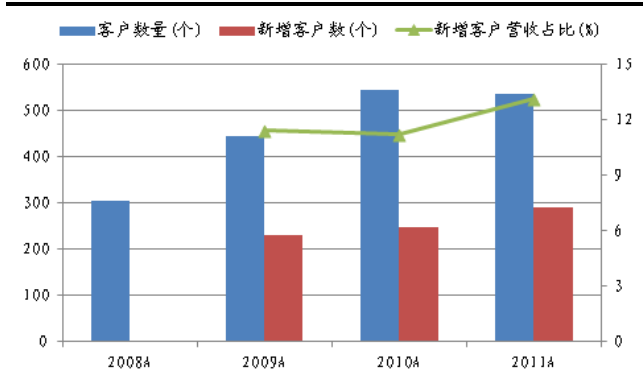
公司新兴领域用毛利率显著高于节能灯用，2011年二者毛利率差达28.26个百分点。原因是新兴领域用产品具有较高附加值。目前，公司新兴领域主要包括无极灯、LED、平板显示等领域。对比LED用荧光粉与公司新兴领域用价格：2010年LED用荧光粉价格约22元/克，显著高于公司新兴领域用；11年长方照明荧光粉价格下降是由于采用部分国产荧光粉所致。目前，公司白光LED和平板显示用稀土发光材料等已批量销售，且在LED领域申请了两项发明专利。随着上市后产能瓶颈的逐步解决，未来新兴领域有望成为公司新的利润增长点。

3.5 公司下游照明产业集中度低

公司下游主要为照明行业，其中仅国内照明企业达1万家，行业集中度低。受下游行业特点影响，公司下游客户增加快且发生替换，同时新增客户近年营收占比维持在11%左右。公司客户群体包括众多国际、国内知名照明制造商，如阳光照明、欧普照明、通用电气照明以及飞利浦照明等。2009-11年，公司在国内外知名照明企业中销量占比略有

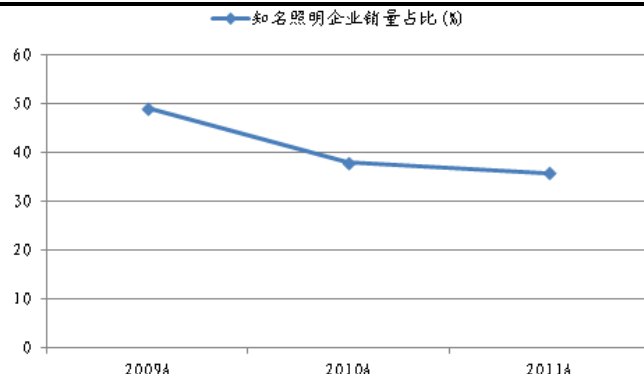
下降，原因是节能灯行业发展迅速致生产企业数量持续增长，2011年销量占比35.80%。

图表 24：2008-2011 年公司客户概况



资料来源：公司招股书，中原证券

图表 25：2009-11 年公司在知名照明企业中销量占比



资料来源：公司招股书，中原证券

4. 公司经营分析

4.1 公司业绩概况

2010年，公司营收和净利润增速分别为41.74%和35.47%，业绩增长主要是节能灯用产品销量增长所致；11年公司营业收入和净利润分别较10年增长200.63%和429.24%，营收增长一方面为节能灯用产品销量增长，其次是稀土涨价致公司产品均价大幅提升。公司11年净利润增幅显著高于营收水平，原因是公司11年存货利得约7200万元。

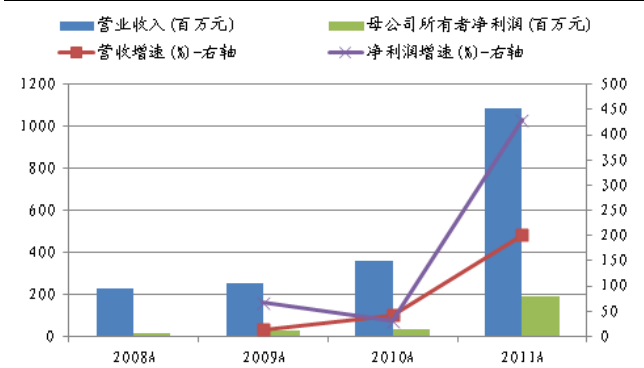
图表 26：公司近年盈利与经营情况

	2009A	2010A	2011A	正海磁材 (2011A)
营业收入 (百万元)	255.43	362.04	1088.43	1172.67
净利润 (百万元)	27.09	35.46	187.64	210.08
净资产收益率-摊薄 (%)	25.39	24.94	56.90	16.43
资产负债率 (%)	52.25	35.59	30.49	31.00
综合毛利率 (%)	23.67	19.63	27.16	27.45
销售净利率 (%)	10.60	9.79	17.24	17.91
期间费用率 (%)	9.70	8.63	6.03	7.26
存货周转率 (次)	5.67	6.39	9.06	3.40
应收账款周转率 (次)	3.1	3.66	6.58	13.92

资料来源：Wind，公司招股书，中原证券

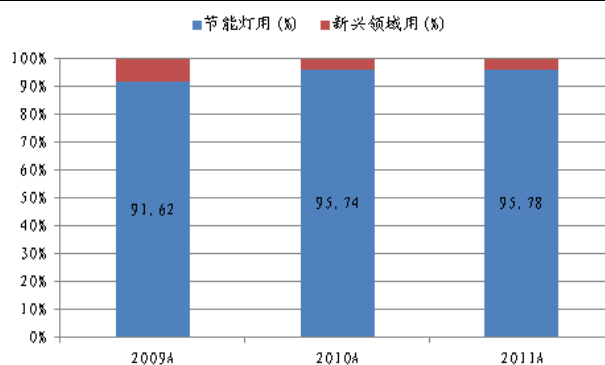
公司主营业务营收集集中，营收主要集中于节能灯用稀土发光材料，近三年占比均大于90%，11年占比95.78%。

图表 27: 2008-11 年公司营收、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图表 28: 2009-11 年公司主营业务营收组成

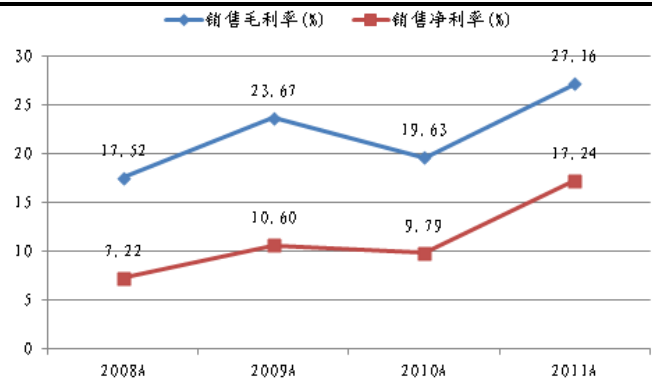


资料来源: 公司招股书, 中原证券

4.2 盈利能力基本持平

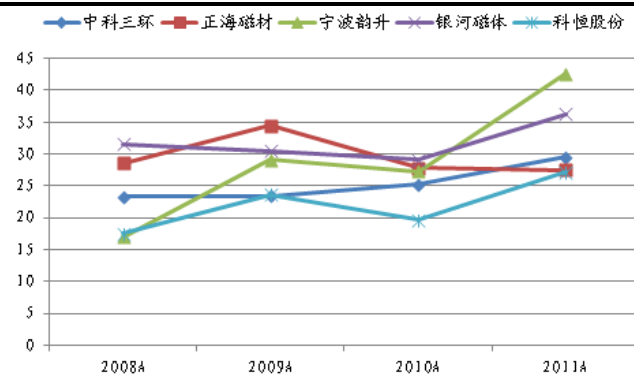
11年公司销售毛利率27.16%，较10年19.63%大幅提升7.53个百分点，原因是存货利得致毛利率提升约7个百分点，扣除影响后的毛利率约为20%。由于公司产品定价为成本加一定毛利率，公司12年毛利率有望维稳在20%左右。与稀土永磁功能材料上市公司相比，稀土发光材料毛利率略低。

图表 29: 2008-11 年公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

图表 30: 稀土功能材料上市公司毛利率 (%) 比对

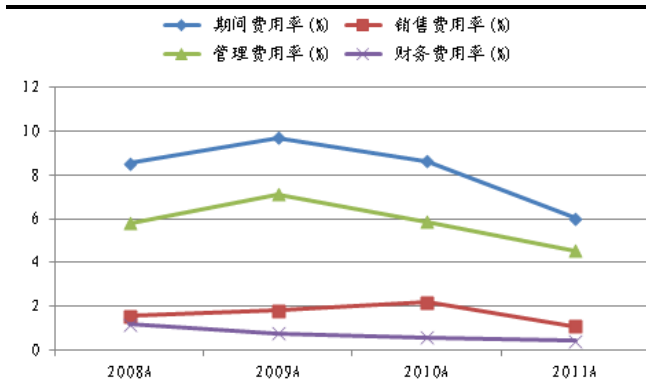


资料来源: Wind, 中原证券

4.3 三费持续回落 预计 12 年仍有下滑空间

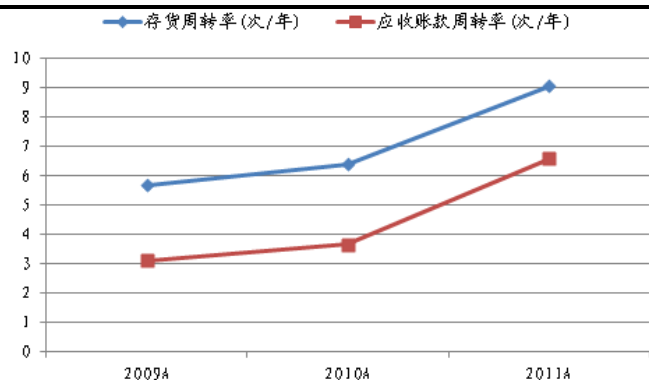
2009-11年，公司期间费用率逐步回落。11年公司三费支出6563万元，同比增长110.17%，对应期间费用率为6.03%，较10年的8.63%回落2.60个百分点。其中管理费用支出4940万元，较10年的2127万元大幅增长132.71%，主要是技术开发部费用支出3323万元，同比增长220.08%。随着上市募集资金到位，预计公司12年期间费用率略有回落。

图表 31: 2008-2011 年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

图表 32: 2009-2011 年公司营运能力



资料来源: 公司招股书, 中原证券

4.4 营运能力分析

2009-11年, 公司应收账款周转率与存货周转率均稳步提升, 其中应收账款周转率由2009年的3.10次/年提升至11年的6.58次/年, 11年大幅提升主要是公司加强了客户的回款力度。2011年, 公司存货1.27亿元, 同比增长166.19%, 相对于上游稀土价格涨幅, 存货位于合理范围内; 存货数量为174.48吨, 较10年的227.29吨下降23.23%。

5. 募投项目分析

公司此次募集资金投向研发中心扩建、年产1200吨稀土发光材料扩建和新型稀土发光材料产业化项目(符合一级能效、EUP指令等标准要求), 项目总投资17353万元, 建设期为1年, 扩产项目预计于2015年完全达产。

图表 33: 募集资金运用计划

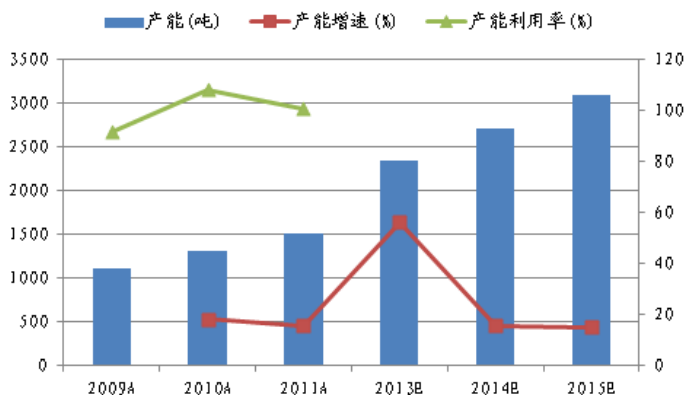
序号	项目名称	新增产能(吨)	建设期	投资总额(万元)	预计效益(万元)	
					营收	利润
1	研发中心扩建项目	-	1 年	3086	-	-
2	年产 1200 吨稀土发光材料扩建项目	节能领域用	1 年	8931	52628	6000
		新兴领域用				
3	新型稀土发光材料产业化项目--符合一级能效、EUP 指令等标准要求	400	1 年	5335.7	15373	2955
合 计:		1600		17352.7	68001	8955

资料来源: 公司招股书, 中原证券

研发中心项目将利于提升公司技术实力与核心竞争力, 同时通过技术革新与工艺改进以降低生产成本, 综合提升公司消化原材料价格波动的能力。扩产项目将解决公司产能不足的发展瓶颈, 进一步提升公司市场占有率和综合竞争力。其中新型稀土发光材料产业项目市场定位于符合一级能效及EUP指令等标准要求的高光效稀土, 预计2015年该细分市场的需求达1500-3000吨。目前仅少数企业能满足该领域需求, 而公司现无专用生产线,

项目完成后将利于提升产品的光效和性能。

图表 34：2009-2015 年公司产能及预测



注：假设 1 年建设期不释放产能，13-15 产能根据招股书达产比例换算
资料来源：公司招股书，中原证券

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测主要假设：1) 全球经济未出现大幅下滑；2) 公司募投项目进展符合预期，产能按计划逐步释放；3) 稀土价格不出现大幅波动。

按发行后总股本 5000 万股计算，预测公司 2012 年、2013 年全面摊薄后的每股收益分别为 2.30 元和 3.22 元。公司具备显著的行业地位，考虑行业现状及可比公司估值，建议给予公司 2012 年 19-24 倍的市盈率，对应合理价值区间为 43.75-55.26 元。

图表 35：可比公司估值

证券代码	公司简称	收盘价 (元, 7/20)	EPS (元)			PE (倍)		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000970	中科三环	43.15	1.51	1.83	2.26	28.58	23.57	19.10
600366	宁波韵升	22.27	1.29	1.36	1.57	17.32	16.42	14.17
300224	正海磁材	22.10	1.47	1.02	1.27	15.03	21.72	17.40
300127	银河磁体	28.58	0.89	0.96	1.26	32.11	29.91	22.64
行业均值						23.26	22.91	18.33
300340	科恒股份	48.00	3.75	2.30	3.22	12.79	20.85	14.91

资料来源：Wind，中原证券

7. 风险提示

公司面临的主要风险是：1) 经济下滑超预期；2) 项目进展低于预期；3) 稀土价格大幅波动。

图表 36: 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	410.0	1066.7	1261.3	1478.9	营业收入	1088.4	929.5	1215.9	1495.3
现金	34.4	746.5	837.1	950.3	营业成本	792.8	733.4	952.6	1171.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税费	5.3	3.6	4.4	5.4
应收票据	22.2	9.3	12.2	15.0	销售费用	11.8	10.7	13.4	16.1
应收款项	219.2	179.3	235.8	290.6	管理费用	49.4	41.8	54.1	65.8
存货	127.2	117.3	152.4	187.5	财务费用	4.4	-0.4	-4.0	-4.5
其他	7.0	14.3	23.8	35.5	资产减值损失	7.7	8.4	9.8	11.5
非流动资产	64.4	81.5	124.0	141.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	5.0	5.0	5.0	5.0	投资收益	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产	53.3	59.7	104.8	130.4	营业利润	217.5	132.4	185.9	229.4
无形资产	4.2	4.0	3.8	3.6	营业外收入	2.6	2.5	2.5	2.5
其他	1.9	12.8	10.4	2.3	营业外支出	0.1	0.2	0.2	0.2
资产总计	474.4	1148.2	1385.3	1620.2	利润总额	220.0	134.7	188.2	231.7
流动负债	143.0	96.2	123.3	150.3	所得税	32.4	19.5	27.3	33.6
短期借款	55.0	0.0	0.0	0.0	净利润	187.6	115.1	160.9	198.1
应付帐款	64.3	73.3	95.3	117.2	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
预收帐款	16.0	15.2	16.6	18.0	归属母公司净利润	187.6	115.1	160.9	198.1
其他	7.6	7.7	11.4	15.1	EPS (元)	3.75	2.30	3.22	3.96
长期负债	1.7	0.1	2.9	5.7	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0		2011A	2012E	2013E	2014E
其他	1.7	0.1	2.9	5.7	每股指标				
负债合计	144.6	96.3	126.3	156.0	每股收益	5.00	2.30	3.22	3.96
股本	37.5	50.0	50.0	50.0	每股经营现金	0.50	14.11	0.89	2.12
资本公积金	22.4	609.9	609.9	609.9	每股净资产	8.79	20.90	24.12	28.08
未分配利润	242.9	346.5	491.3	669.7	增长率				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	200.63%	-14.60%	30.81%	22.97%
母公司所有者权益	329.8	1044.9	1205.9	1404.0	营业利润增长率	458.85%	-39.14%	40.48%	23.40%
负债及权益合计	474.4	1141.2	1332.1	1560.0	净利润增长率	429.24%	-38.65%	39.79%	23.12%
现金流量表					获利能力				
(百万)					毛利率	27.16%	21.10%	21.65%	21.63%
	2011A	2012E	2013E	2014E	净利率	17.24%	12.39%	13.24%	13.25%
经营活动现金流	6.1	181.3	88.5	126.4	ROE	56.90%	11.02%	13.35%	14.11%
净利润	187.6	115.1	160.9	198.1	ROIC	49.83%	31.56%	35.41%	35.45%
资产减值准备	7.7	8.4	9.8	11.5	偿债能力				
折旧摊销	5.5	4.7	6.1	8.0	资产负债率	12.68%	7.23%	8.09%	11.08%
财务费用	4.4	-0.4	-4.0	-4.5	流动比率	2.87	11.09	10.23	9.84
投资收益	0.4	0.4	0.4	0.4	速动比率	1.98	9.87	8.99	8.59
营运资金变动	0.0	53.8	-84.0	-86.3	营运能力				
投资活动现金流	-13.1	-21.4	-48.0	-24.6	资产周转率	3.13	1.15	0.98	1.03
资本支出	0.0	-21.8	-48.4	-25.0	存货周转率	9.06	6.00	7.06	6.89
其他投资	-13.1	0.4	0.4	0.4	应收帐款周转率	6.96	4.71	5.92	5.74
筹资活动现金流	25.6	545.4	4.0	4.5	估值比率				
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	25.6	545.4	4.0	4.5	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	18.6	705.3	44.4	106.2					

资料来源: 公司报表、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。