

横店东磁 (002056.SZ/002056 CH)

锂电池正极材料 2010 年发展将提速

Rmb12.78	增持 维持	动态更新
王志霖 886.2.2181.8730 stephen.wang@kgi.com.tw		魏宏达 (Coordinator) 86.21.6125.8673

■ 正极材料进度优于预期

■ 积极朝向环保能源产业转型，汽车将成重要载体

■ 公司将积极朝向环保能源产业转型

锂电池正极材料发展进度优于预期

磷酸铁锂正极材料中试情况好于预期，或可提前于 2010 年进入商业化量产阶段，公司似已克服正极材料粉体结构一致性问题，相关技术指标稳定性也获得改善，产品比能量指针均能稳定在 140mAh/g 上下，公司目前送样客户涵盖国内外 20 多家锂电池厂商。

公司正极材料采自行开发设计的固相烧结生产工艺技术，该工艺技术也已于中国地区申请专利中，磷酸铁锂正极材料属高技术密集型产业，资本投入不大，公司相关设备均使用国产设备，每千吨设备投资金额仅约 8,000-9,000 万元，由于公司暂缓激光打印机显影项目后，前期募投资金仍有 2.6 亿元可供使用，因此扩充产能所需资金也已不虞匮乏。由于客户群与资金均已具备，研究部对公司正极材料的发展深具信心。

积极朝向环保能源产业转型，汽车将成重要载体

环保节能领域已成为公司重要的发展方向，包括永磁(永磁铁氧体)与软磁业务都将积极切入变频节能电机与半导体照明等领域，新材料部份如磷酸铁锂正极材料、钕铁硼磁铁也均是新能源技术所需的关键材料，由于公司在汽车电机的影响力日益壮大，汽车市场将成为实现公

司转型节能环保领域最重要平台。

08 年公司电机磁瓦销量约 1 万吨，全球市占率已达 10%，目前电机磁瓦销售结构中，汽车电机占比达 70%，目前主要客户已涵盖博世、法雷奥、西门子等全球知名汽车电机大厂，未来供应比重将持续增加，基于公司在汽车电机上的影响力日渐扩大，将相当有助于公司新产品包括磷酸铁锂正极材料、钕铁硼磁铁的业务扩展。

图一：公司主营业务发展方向

产品	发展方向
永磁	1.开发节能变频电机市场 2.争取成为全球汽车电机主要磁钢零部件供货商 3.持续深化钕铁硼磁铁研发实力
软磁	1.扩大节能照明(LED/LCD)市场应用(稳压/滤波器件) 2.配套3G/WiFi/Wimax/物联网等通讯设备市场(通讯滤波器件)
正极材料	1.确保锂电池正极材料研发实力在中国地区的领先地位 2.结合永磁铁氧体/钕铁硼永磁/锂电正极材料,进一步扩大公司在全球汽车市场的影响力

资料来源：凯基证券集团整理

公司评价与投资建议

全球汽车市场回稳，公司在全球汽车市场地位日益提升，业绩可望持续复苏，预估 2010 年 EPS 可达 0.4 元，鉴于公司锂电正极材料可能在 2010 年有所突破，我们调高公司目标价至 14.6 元（2009 年 2.5 倍市净率），投资评级维持「增持」。

至12月31日	主营收入	主营业利润	营业利润	EBITDA	净利润	每股盈利
	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(元)
2008A	1,590	403	180	268	149	0.36
2009F	1,250	314	139	235	127	0.31
2010F	1,550	392	191	286	165	0.40
2011F	1,755	449	218	336	187	0.45
至12月31日	EV/Sales	EV/EBIT	EV/EBITDA	市盈率	EV/Inv. C	净资产回报率
	(X)	(X)	(X)	(X)	(X)	(%)
2008A	2.3	20.0	17.8	30.3	1.5	6.8
2009F	3.4	30.2	13.4	41.4	1.6	5.4
2010F	2.7	22.1	17.8	31.9	1.5	6.6
2011F	2.4	19.0	17.8	28.2	1.4	7.0
产业	电子					
52 周股价 (低/高):	5.3 - 13.8					
12个月目标价 (人民币元)	14.6					
市值 (十亿元/美金百万):	5/729					
上涨/下跌空间 (%)	14.2					
流通在外股数 (百万股):	411					
上涨空间排名 (percentile, %)	60					
不受大股东掌控股数 (百万股):	411					
股利收益率-12/09估 (%)	N.A.					
外持有股数 (百万股):	N.A.					
每股净值-12/09估(人民币元)	5.8					
3 个月平均日成交量 (百万股):	10					
价格每股净值比-12/09估 (x)	2.2					
2.1; 15.3; 47.5						
净负债比率-12/09估 (%)	现金					
-4.2; -14; 15.9						

图二：估值比较

领域	公司名称	代码	主营业务	新能源业务	收盘价 (09.09.21)	每股盈余 (元) 2009F 2010F	本益比 (倍) 2009F 2010F	09年市净 率(倍)	08年新能源业务获 利贡献度 (%)
锂电池	比亚迪	01211.HK	二次电池/汽车	锂电池/正极材料	67.5	0.91 1.21	74.6 56.0	8.4	35.0
	江苏国泰	002091.SZ	贸易	锂电池电解液	19.31	0.58 0.76	33.3 25.4	5.7	30.0
	中国宝安	000009.SZ	房地产	锂电池正极材料/负极材料	11.68	0.46 0.67	25.4 17.4	6.5	<25
	杉杉股份	600884.SS	纺织	锂电池以及相关材料	13.71	0.27 0.34	51.2 40.0	3.2	30.0
	中信国安	000839.SZ	房地产	锂电池正极材料/碳酸锂	17.01	0.37 0.43	46.2 39.2	5.0	4.6
	横店东磁	002056.SZ	电子元器件	锂电池正极材料/钕铁硼磁铁	13.21	0.31 0.40	42.6 33.0	2.3	-
节能电机	中科三环	000970.SZ	电子元器件	钕铁硼磁铁	7.69	0.23 0.33	33.4 23.3	2.9	100.0
	宁波韵升	600366.SS	电子元器件	钕铁硼磁铁	10.92	0.35 0.36	31.5 30.1	3.1	50-70
	安泰科技	000969.SZ	超硬材料与难熔材料	钕铁硼磁铁/非晶带材	25.21	0.39 0.87	64.6 29.0	5.3	<30
	大洋电机	002249.SZ	电机	新能源汽车电机马达	27.83	0.72 0.80	38.7 35.0	5.1	-

附注:宁波韵升 09 年利润主要来自股票处分利益

资料来源：Bloomberg; 凯基证券集团整理

资产负债表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
资产总额	2,521	2,633	2,727	2,953	3,171
流动资产	1,772	1,714	1,799	1,856	2,021
现金及短期投资	1,087	1,054	1,189	1,183	1,271
存货	193	249	230	255	290
应收帐款及票据	373	283	255	290	330
其它流动资产	119	127	125	128	130
非流动资产	749	919	928	1,098	1,150
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	717	885	731	896	943
什项资产	29	32	195	200	205
负债总额	398	361	329	390	422
流动负债	317	289	259	312	339
应付帐款及票据	187	160	130	165	180
短期借款	69	89	89	102	109
什项负债	62	39	40	45	50
长期负债	81	73	70	78	82
长期借款	60	40	40	46	49
其它负债及准备	21	33	30	32	33
股东权益总额	2,123	2,272	2,398	2,563	2,750
普通股股本	205	411	411	411	411
资本公积	1,486	1,280	1,280	1,280	1,280
保留盈余	431	581	708	872	1,059

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

主要财务比率

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
年成长率 (%)					
营业收入	24.2	2.5	(21.4)	24.0	13.2
营业利益	25.9	(26.5)	(22.7)	37.4	14.1
EBITDA	(10.6)	(18.5)	(12.3)	21.6	17.4
税后纯益	38.3	(16.7)	(15.2)	30.1	13.2
每股盈余	34.1	(24.7)	(15.2)	30.1	13.2

获利能力分析 (%)

营业毛利率	28.3	25.3	25.1	25.3	25.6
营业利益率	15.7	11.3	11.1	12.3	12.4
EBITDA 利益率	21.2	16.9	18.8	18.5	19.1
税后纯益率	11.6	9.3	10.1	10.6	10.6
平均资产报酬率	8.8	5.8	4.7	5.8	6.1
平均净值报酬率	11.1	6.8	5.4	6.6	7.0

稳定 \ 偿债能力分析

毛负债比率 (%)	6.1	5.7	5.4	5.8	5.8
净负债比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
利息保障倍数(X)	--	--	--	--	--
利息及短期债保障倍数 (X)	3.5	2.0	1.7	1.9	2.0
Cash Flow Int. Coverage (X)	--	--	--	--	--
Cash Flow/Int. & ST Debt (X)	0.9	2.4	2.7	2.3	2.3
流动比率 (X)	5.6	5.9	7.0	5.9	6.0
速动比率 (X)	5.0	5.1	6.1	5.1	5.1
净负债 (Rmb百万)	(567)	(942)	(993)	(1,048)	(1,074)

每股资料分析 (人民币元)

每股盈余	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5
每股现金盈余	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
每股净值	5.2	5.5	5.8	6.2	6.7
每股营收	3.8	3.9	3.0	3.8	4.3
EBITDA/shr	0.7	0.4	0.3	0.5	0.5
每股股利	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.	N.D.

资产运用状况

资产周转率 (X)	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6
应收帐款周转天数	87.8	65.0	74.5	68.3	68.6
存货周转天数	45.4	57.2	67.2	60.0	60.3
应付帐款周转天数	43.9	36.8	38.0	38.9	37.4
现金转换循环天数	89.2	85.4	103.7	89.5	91.5

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

损益表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
营业收入	1,552	1,590	1,250	1,550	1,755
营业成本	1,113	1,188	936	1,158	1,306
营业毛利	439	403	314	392	449
营业费用	194	223	175	202	232
营业利益	244	180	139	191	218
利息收入净额	(24)	9	21	14	10
利息收入	(24)	9	21	14	10
利息支出	0	0	0	0	0
投资收益净额	3	(0)	0	0	0
其它营业外收入净额	15	(11)	(11)	(11)	(8)
税前纯益	239	177	149	194	219
所得税费用	59	29	22	29	33
非常项目税前后利润	180	148	127	165	187
非常项目 (包括少数股东权益)	(0)	1	0	0	0
税后纯益	179	149	127	165	187
EBITDA	329	268	235	286	336
每股盈余(人民币元)	0.48	0.36	0.31	0.40	0.45

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

现金流量表

至12月31日 (百万元)	2007A	2008A	2009F	2010F	2011F
营运活动之现金流量	64	214	244	237	248
本期纯益	180	148	127	165	187
折旧及摊提	85	89	97	96	118
本期运用资金变动	(197)	(24)	20	(23)	(57)
其它营业资产及负债变动	(3)	0	0	0	0
投资活动之现金流量	(122)	(259)	(105)	(266)	(171)
资本支出净额	(102)	(256)	58	(260)	(165)
本期长期投资变动	7	0	0	0	0
其它资产变动	(28)	(3)	(163)	(6)	(6)
Free Cash Flow	(58)	(46)	138	(28)	77
融资活动之现金流量	834	12	(3)	22	11
现金增资	846	(1)	0	0	(0)
本期长期负债变动	(30)	0	(1)	20	10
其它长期负债变动	17	12	(3)	2	1
本期产生现金流量	776	(34)	135	(6)	89

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估

ROIC 报酬率 (Return on Invested Capital)

至12月31日	1 - 营业成本 / 营业收入	+	折旧及摊提 / 营业收入	+	销管费用 / 营业收入	=	营业利益率
2007A	66.2%		5.5%		12.5%		15.7%
2008A	69.1%		5.6%		14.0%		11.3%
2009F	67.2%		7.7%		14.0%		11.1%
2010F	68.5%		6.2%		13.0%		12.3%
2011F	67.7%		6.7%		13.2%		12.4%
至12月31日	1/ 营业运用资金 / 营业收入	+	净固定资产 / 营业收入	+	什项资产 / 营业收入	=	资本周转率
2007A	0.3		0.5		0.0		1.2
2008A	0.3		0.6		0.0		1.1
2009F	0.4		0.6		0.2		0.9
2010F	0.3		0.6		0.1		0.9
2011F	0.3		0.5		0.1		1.0
至12月31日	营业利益率	x	资本周转率	x	1 - 有效现金税率	=	税后 ROIC
2007A	15.7%		1.2		75.2%		14.6%
2008A	11.3%		1.1		83.7%		10.3%
2009F	11.1%		0.9		85.0%		8.3%
2010F	12.3%		0.9		85.0%		9.9%
2011F	12.4%		1.0		85.0%		10.5%

资料来源：公司资料及凯基证券集团预估