

磁性材料霸主向新能源进军

横店东磁 (002056)
评级: 增持 (维持)
股价: 16.32 元
目标价位: 18.77 元
调研报告

2009 年 1 月 14 日

星期四

TMT 小组

袁 玲

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	18.77
升值潜力 (%)	15%
目标价确定日期:	2010-1-14

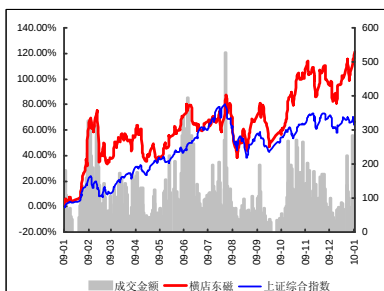
重要数据

总股本(亿股)	4.1
流通股本(亿股)	4.1
总市值(亿元)	67
流通市值(亿元)	67

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	14.0	16.6
3 个月	41.9	33.7
6 个月	32.0	29.8

个股相对上证综指走势图


投资要点

国内磁性材料龙头。横店东磁是国内最大的磁体生产企业,也是全球最大的磁体生产企业之一。公司永磁 2008 年产量约 7 万吨,全球第一;软磁体产量约 2.7 万吨,国内领先。目前公司永磁和软磁的收入各占一半左右,产品有 50%面向出口。

收入复苏明显。金融危机后,外需的减弱对公司的造成一定影响,最低点 09 年一季度的收入只有 2.3 亿,而三季度达到 3.96 亿,估计四季度与三季度持平。2009 年的 11 月为止,公司永磁和软磁产量分别下降 20%左右。随着全球经济的复苏和内需市场,还会进一步复苏。

产品结构调整。公司软磁方面受益于消费电子市场,要好于永磁的情况。镁锌偏转由于 CRT 市场收缩下降明显;而高导和镍锌是公司未来发展重点。永磁方面喇叭磁占比将下降,逐渐退出低端产品;而微波炉磁由于占据 80%左右的垄断地位,稳定发展;电机磁瓦是未来发展重点,现在只有 10%的全球市占率,未来提升空间巨大。

太阳能单晶电池片项目。公司的竞争优势:精细的生产管理和优秀的成本控制。公司地处东阳,发展磁性材料之时,一无技术优势、人才优势,二无地理优势,凭借踏实肯干的精神和精益求精的生产管理,做到磁性材料老大,电池片领域的竞争和模式与磁材类似,我们相信公司也可以复制优势。公司可研报告显示,假定单晶硅太阳能电池片售价为 10 元/w,则 2012 年满产可实现收入 10 亿元,净利润 9468 万,eps0.23 元。

盈利预测。我们预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.42 元和 0.52 元,基于公司良好的基本面和未来在新能源领域的发展前景,给予增持评级,目标价格 18.77 元。

1. 磁性材料概况

磁性材料的下游应用广泛，覆盖包括汽车、电力、电子、通讯等等。其中，软磁材料受益于电子消费产品增长，应用领域包括电机、喇叭、微波炉等。全球软磁的产量 2004 年为 26 万吨，2007 年为 50 万吨，年复合增长率 24.35%。中国是全球最大的软磁体生产国，2007 年占全球产量的 54%。

永磁材料主要应用于汽车、传统家电、音箱等场合，增长要低于软磁，全球年产量 2004 年为 60 万吨，2007 年为 78 万吨，年复合增长率为 9%。中国也是全球最大的永磁生产国，2007 年占全球产量中的 55%。

图 1. 2004-2007 年全球和我国软磁产量和增速

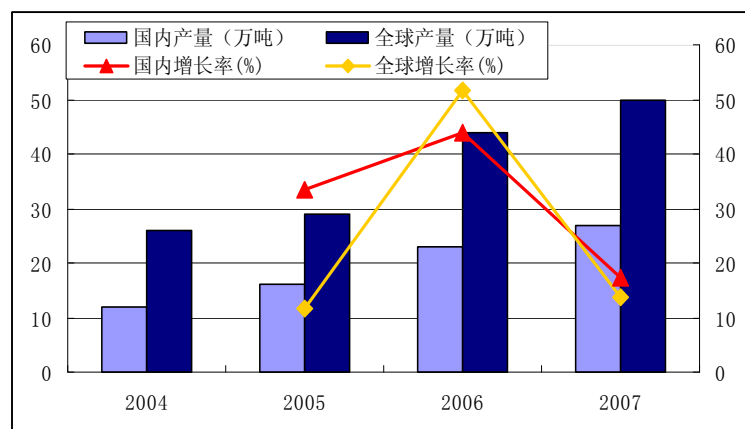
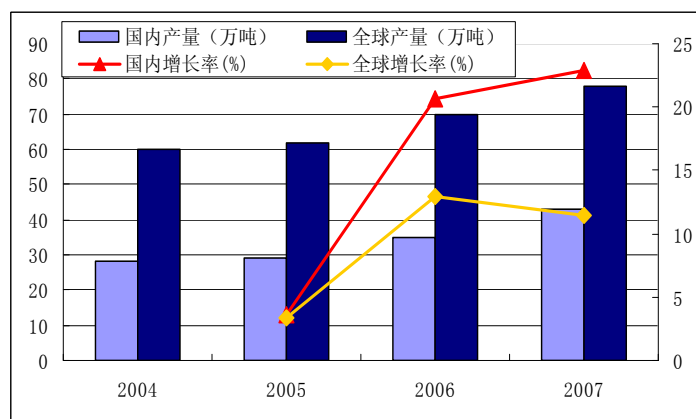


图 2. 2004-2007 年全球和我国永磁产量和增速



资料来源: 公司公告

欧美磁材不断向国内转移。目前，日本、美国在磁性材料上居于世界领先地位，知名企业如日本的 TDK、FDK，欧洲的 PHILIPS、VAC 等。不过发达国家的磁体生产成本过高，正逐渐向中国等转移。我国氧化材料、稀土等资源丰富、劳动力充足，成本优势明显。目前中国永磁软磁各占全球产量一半左右，未来在中高端领域也将不断受益于产业转移。

竞争激烈，但向优势企业集中。中国磁性材料行业竞争激烈，除了本土有好几百家生产企业，不少跨国也到国内投资建厂。随着行业发展，磁性材料的生产份额呈现出规模、地域集中的趋势，一些具有技术和管理等优势的大型企业日益壮大，如横店东磁等。地域上国内主要集中在浙江东阳地区的铁氧体永磁生产基地，其产量占全国 50% 以上；浙江宁波地区、京津地区 and 山西省为中心的钕铁硼三大基地，产量占全国 90% 以上。

2. 公司磁性材料情况

横店东磁是国内最大的磁体生产企业，也是全球最大的磁体生产企业之一。公司永磁 2008 年产量约 7 万吨，全球第一；软磁体产量约 2.7 万吨，国内领先，是当之无愧的磁体制造全球龙头。目前公司永磁和软磁的收入各占

一半左右，产品有 50% 面向出口，客户中不乏世界 500 强的高端客户。公司的收入从 2003 年的 6.7 亿增长到 2008 年的 15.9 亿，毛利率略降，不过基本维持在 25% 的水平。

收入复苏明显。金融危机后，外需的减弱对公司的造成一定影响，最低点为 2008 年四季度到 2009 年一季度，其中一季度的收入只有 2.3 亿，而三季度达到 3.96 亿，估计四季度与三季度持平。2009 年的 11 月为止，公司永磁和软磁产量分别下降 20% 左右。相信随着全球经济的复苏和中国的内需市场启动，公司的磁性材料还会进一步复苏。

图 3. 2003-2009 上半年公司收入和毛利率情况

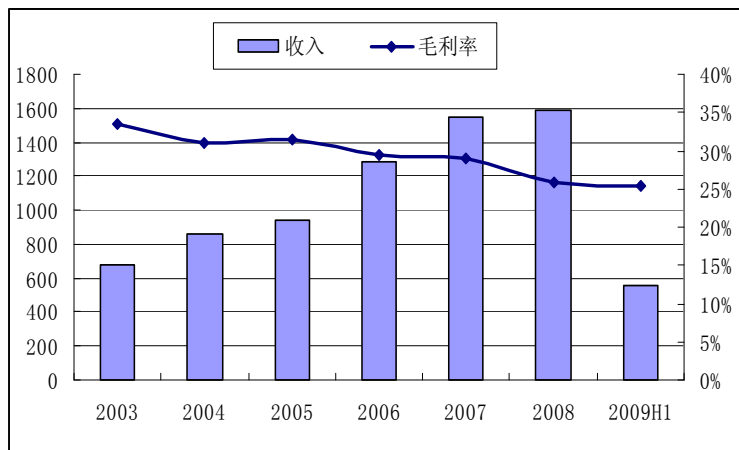
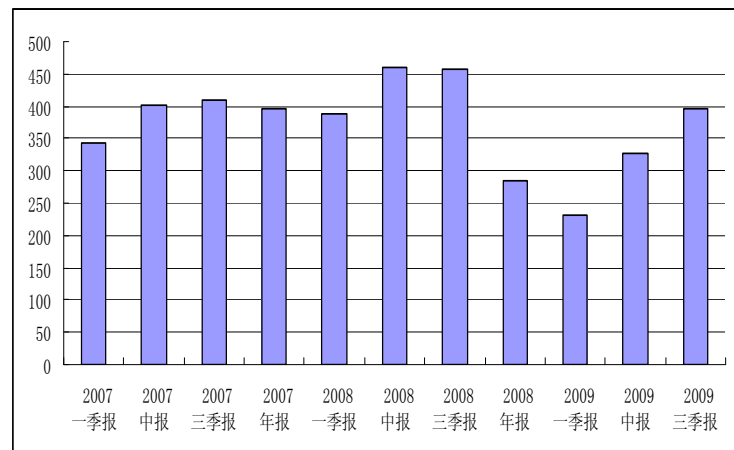


图 4. 2007 年-2009 年三季度公司季度收入情况



资料来源: 公司公告

2.1 软磁的情况

公司软磁受益于消费电子市场，要好于永磁的情况。软磁目前占全国产量的 9.95%，占全球的 5.3%。具体分类有：镁锌偏转（4%）、功率（30%）、高导（7%）、镍锌（5%）、铁粉锌（3%）。软磁的毛利率情况：偏转（18%左右）、功率（30%左右）、高导（30%多）、镍锌（26-27%），铁粉锌（30%多）。

镁锌偏转属于低端，未来逐渐退出。偏转的销量同比下滑较大。去年上半年销量为 3600 吨，去年全年销量为 6000 多吨。今年上半年销量不到 2000 吨，今年全年预计 4000 吨不到，目前为 3400 多吨。

锰锌发展情况良好。锰锌包括高导和功率两者，今年的销售较好，去年上半年 8000 多吨，今年上半年近 6000 吨，产品结构调整，锰锌销售单价和毛利率均有所上升。其中目前为止高导 2000 多吨，功率 12000 多吨。

镍锌发展情况良好。镍锌今年的销量与去年同期差不多。除了产品结构调整升级以外，公司同时进行了内部管理的再提升，成本得以下降。因此，

公司的盈利恢复快于收入。去年全年 800 多吨，今年预计有 1000 多吨。

高导和镍锌是未来发展重点。今年公司的软磁情况还不错，其中高导的量增加了 20%多，高导主要用于线圈、电磁炉、彩电、汽车数目等。锰锌、镍锌产品增长明显，目前镍锌产线已经全部投入，锰芯产线投入了 60%-70%。公司表示软磁方面，高导和镍锌是未来重点发展方向。

2.2 永磁的情况

公司的永磁主要分为：喇叭磁、微波炉磁和电机磁瓦。

喇叭磁占比将下降，逐渐退出低端产品。公司的喇叭磁占 15%左右，毛利率 25%左右。低端的喇叭磁领域，很多私人厂家价格战厉害，公司未来将逐渐这部分低端喇叭磁，而发展高端的喇叭磁。今年喇叭磁下滑明显，喇叭磁去年上半年销量 1.3 万吨，今年上半年只有 1 万吨。去年月产 4000-5000 吨，现在最多 3000 吨。到目前为止只有 30000 多吨，1-11 月同比下降 20%多，1-9 月喇叭磁接近 1.5 亿左右。

微波炉磁稳定发展。微波炉磁下滑较小达 10%左右。目前占比达 8%左右，毛利率为 37%。二季度微波炉恢复比较快，上半年不到 6000 吨，去年上半年有 6700 吨。1-9 月实现 7000-8000 万收入。公司微波炉磁属于技术垄断地位，技术含量较高，因此毛利率也较高。目前占有全球 70-80%市场份额，很多大厂都是公司的客户。不过由于市场份额已经很高，未来基本保持一个稳定发展的局面。

电机磁瓦是未来发展重点，占比逐渐增大。电机磁瓦占收入的 20%多，毛利率有 30%以上。1-9 月收入达 1.7 亿左右，在永磁中的比例逐年提升。去年全年的销量达到 10000 吨左右，今年的产量基本和去年持平。目前电机磁瓦主要面向是汽车领域。目前公司为很多国际大公司提供产品，如西门子、博世、法雷奥等。不过目前公司给这些大公司提供的产品仅为一些系列，占对方的收入尚小，随着双方合作的深入，未来的发展潜力巨大。公司的电机磁瓦项目设计 6-8 条生产线，目前已经上了 1 条产线，未来还将逐步上线。我们看好电机磁瓦的发展，目前公司的电机磁瓦才占全球的 10%，相比其他如微波炉磁 80%左右的市场份额，空间巨大。

主动调整产品结构。公司对于目前的产品结构主动调整。例如软磁中的低端产品偏转的价格下降较大，从原来的 1.4-1.5 万下降到 1.1 万左右，由于该产品主要用于 crt 上的，且门槛较低，公司主动调整战略，未来将逐渐降低该产品比例。而低端的喇叭磁也是公司未来逐渐退出的品种。同时，包括永磁中的电机磁瓦、软磁中的高导和镍锌，都是公司未来发展的重点。总之，公司的方向是降低低端的产品，加大发展高端产品比重。

2.3 稳定的下游客户

公司通过逐渐的产品结构调整，下游客户的层次不断提高，目前有很多是全球 500 强客户。这些主要客户初期进入时的认证过程负责，有的长达几年的认证周期，但是一旦进入其磁性材料供应商，就成为长期合作商，除非出现重大质量问题一般不会更换，例如有的客户长单有 5 年左右的。国际大客户有的采取全球采购模式，一旦进入其供应商，可享受其全球的金属工厂的订单。

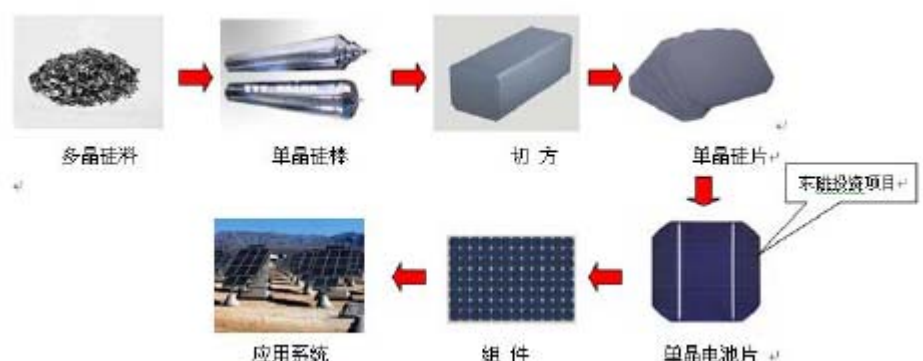
磁性材料作为电子元器件中一种重要的功能材料，其下游客户更换使用材料，需要一段时间的调试与磨合，所有客户一般不会轻易更换供货厂商。公司作为全球磁性材料龙头，加上日本等国外的中高端市场不断转向国内，其稳定的下游客户为其发展提供了坚实的基础。

3. 太阳能项目

公司在 09 年 10 月宣布更改原来募投 2.6 亿有关激光打印机项目，转而投入太阳能项目，开启了新能源领域的大门。如下图所示，公司的太阳能项目定位是在单晶电池片和组件的生产上，属于产业链的中下游。

单晶硅电池片目前利润率高于多晶硅电池片，主要是由于原料大多采用多晶硅废料而造成成本较低。单晶片光伏电池也是目前转换效率最高的晶体硅电池种类。电池片行业也是目前太阳能行业中利润率较高的一环，这主要是由于上游多晶硅的跌价厉害。不过电池片和组件的技术难度相对上游较低，也是进入门槛较低的一环。

图 5. 太阳能产业链



资料来源：公司公告

竞争优势在新能源领域的复制

横店东磁原来主营磁性材料行业，目前进入的新能源行业对于公司来说也是全新的领域。在项目投入之前，公司内部也进行反复研究和讨论，最后之所以选择电池片，主要原因有如下几点：**首先，新能源市场足够大。**特别是太阳能的发展前景广泛，整个市场未来增速高，虽然电池片这一环门槛相对低，未来可能竞争激烈，不过太阳能整个市场足够大，有实力的竞争者都可以来分一杯羹。

其次，公司的优势在于精细的生产管理和优秀的成本控制，在众多竞争者中树立自己的品牌。公司地处东阳，原来发展磁性材料之时，一无技术优势、人才优势，二无地理优势，凭借踏实肯干的精神和精益求精的生产管理，做到磁性材料老大，同样的磁材可以做到比人家毛利率高 10 个点。电池片领域的竞争和模式与磁材以前的情况也类似，我们相信公司也可以复制这方面的优势，在太阳能领域开辟一片天地。同时公司也可以利用江浙地区太阳能领域的良好的产业群优势。

公司太阳能项目建设期为二年，项目建成后第一年为投产年，生产量达到设计能力的 80%，第二年后进入达产期，年产量达到 100%的设计能力。以形成年产 100 MW 晶体硅太阳能电池片生产能力。公司可研报告显示，假定单晶硅太阳能电池片售价为 10 元/w，则公司 2012 年满产可实现销售额 10 亿元，实现利润 9467.9 万元，对应 eps 贡献为 0.23 元。目前公司已经聘请了一些富有经验的团队来进行该项目。预计上半年能完成厂房建设工作，计划的四条生产线将会先上一条，以后视市场和产品情况而定。

3. 估值与盈利预测

我们预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.42 元和 0.52 元，基于公司良好的基本面和未来在新能源领域的发展前景，给予增持评级，目标价格 18.77 元。

盈利预测及市场重要数据	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1,280	1,552	1,590	1,425	1,824
增长率	36.4%	21.2%	2.5%	-10.4%	27.9%
营业利润(百万元)	173	222	173	198	245
增长率	-	28.5%	-22.1%	14.6%	23.9%
净利润(百万元)	131	177	149	173	214
增长率	0.0%	35.5%	--	15.6%	24.1%
每股净资产(元)	6.14	10.33	5.53	5.91	6.38
每股收益(元)	0.73	0.86	0.36	0.42	0.52
市盈率(P/E)	22.4	18.9	44.9	38.8	31.3
市净率(P/B)	2.7	1.6	3.0	2.8	2.6
ROE(%)	11.9	8.4	6.6	7.1	8.2
EV/EBITDA	1.5	1.2	1.2	29.9	23.3

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122