



电子元器件/信息技术

横店东磁 (002056)

新能源将带动公司业绩快速增长


魏兴耘
 0755-23976213
 weixy1@gtjas.com
 S0880200010167

本报告导读：

太阳能业务将扩张公司业务版图，提升可持续增长能力，带动公司进入快速增长新阶段

事件：

- 我们于6月17日发布报告，提示公司未来业绩释放的机会。7月26日于年内第一次上调业绩预期与目标价。8月25日再次上调业绩预期及目标价。8月30日召开公司中报电话沟通会，继续增持评级。
- 本次报告系统阐述了我们对于该公司的投资逻辑与看法，并进一步调高目标价。

评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格： 42.60

上次预测： 30.00

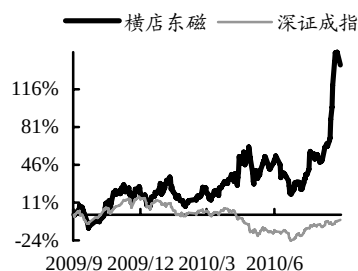
当前价格： 29.33

2010.09.27

交易数据

52周内股价区间（元）	10.79-33.88
总市值（百万元）	12,052
总股本/流通A股（百万股）	411/411
流通B股/H股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	14
日均成交值（百万元）	301

52周内股价走势图



相关报告

《横店东磁 2010 中报电话沟通会纪要》	2010.08.30
《新能源业务进展快速 再次调高预期》	2010.08.25
《大幅扩产太阳能 调高盈利预期》	2010.07.26
《实施股权激励 有助于公司业绩释放》	2010.06.17
《调整产品结构 发展低碳经济》	2010.03.09

1. 新能源：公司未来新增长点

1.1. 快速进入新能源领域 大幅扩张产业链版图

公司于09年10月底公告其涉足太阳能电池片计划。在此之前，公司对该项目已进行了为期2年的项目论证。基于金融危机阴影即将散去，太阳能产业作为可更新能源的长远发展前期，公司于09年末最终作出了进入太阳能领域的决定。

公司选择技术最为成熟的太阳能电池片作为产业起点，在一期 100MW 太阳能电池片投产同时，公告投资 100MW 太阳能单晶硅片，开始向上游延伸。7 月份，公司公告继续追加投资，投资建设 300MW 晶体硅太阳能电池片及 50MW 组件项目。至此，公司太阳能产业布局已涉及上游单晶硅片，中游单晶、多晶硅电池片及电池组件。

1.2. 新能源投资将成为公司发展加速器

依照公司的投资测算，相关太阳能投资涉及总额为 14.51 亿元，其中新增建设资产投资为 12 亿，另有超过 2 亿的铺底流动资金需求。依照项目可行性预计，在全部达产后，将新增销售收入 44.58 亿元，新增利润总额为 4.88 亿。如果以 09 年为基数，则意味着公司营收和税前利润将因此而增加 2 倍。

2. 一期太阳能投资时效彰显公司能力

2.1. 项目建设进度远超计划

根据公司原有的项目计划安排，一期 100MW 太阳能电池片的预计投产时间为 11 年 6 月。而实际第一条产线投产时间为 3 月，超出原有预期 5 个季度。公司同时实现了当月投资当月盈余的记录。至 09 年 6 月，公司相关业务实现营收 8800 万，税前利润超过 1200 万。到 8 月份，公司已完成全部 5 条产线的投资计划。

表 1: 公司一期太阳能投资计划进度与实际进度对比

项目计划进度										
实施内容	2009		2010				2011			
	11	12	3	6	9	12	3	6	9	12
土建、配套及设备安装										
投入生产										
项目实际进度										
土建及配套工程										
投入生产										

数据来源：国泰君安证券

2.2. 项目投资结果显示公司能力

在投资进度大幅提前的同时，公司本期投资还显示出如下特点。1) 单位产线固定设备投资额大幅降低。在原有投资额不变的情况下，公司对应产线数量由计划 4 条变更为 5 条，单位产线投资额由 5228 万元降为 4182 万元。同时意味着公司实际出货量的增加以及单位产品折旧的降低。2) 在最短时间内公司完成了各项技术指标的攻关，达到了行业平均水平。公司中报显示，其成品率目前稳定在 97% 以上，碎片率在 1.3% 以下，平均转换效率达到 17.4%，平均功率 2.68W。而最新的技术数据显示，公司产品最新碎片率 1.2%，平均转换效率为 17.6%，平均功率 2.71W；目前行业最新的平均碎片率为 0.8%，平均成品率为 97.5%，平均转换效率为 17.8%，平均功率为 2.74W。我们预期公司将在较短的时间内各项技术数据全面达到甚至超过行业平均水平。

3. 二期太阳能投资将推动公司相关业务进入规模生产阶段

3.1. 二期投资规模大幅提升

在一期投资快速量产的同时，公司迅速启动了后续扩张投资规划。包括 100MW 单晶硅片投资、300MW 晶体硅太阳能电池片和 50MW 组件投资。相关投资总规模为 8.73 亿，较之一期投资规模大幅增加。其中，300MW

电池片投资包括 200MW 多晶硅太阳能电池片和 100MW 单晶硅太阳能电池片。

公司后续投资的大幅跟进，显示公司已掌握工艺生产过程中的核心技术，同时意味着公司对订单情况的乐观估计。对于公司而言，目前面临的最大问题是产能处于持续的扩张中，不能满足客户对于订单的确定数量需求。

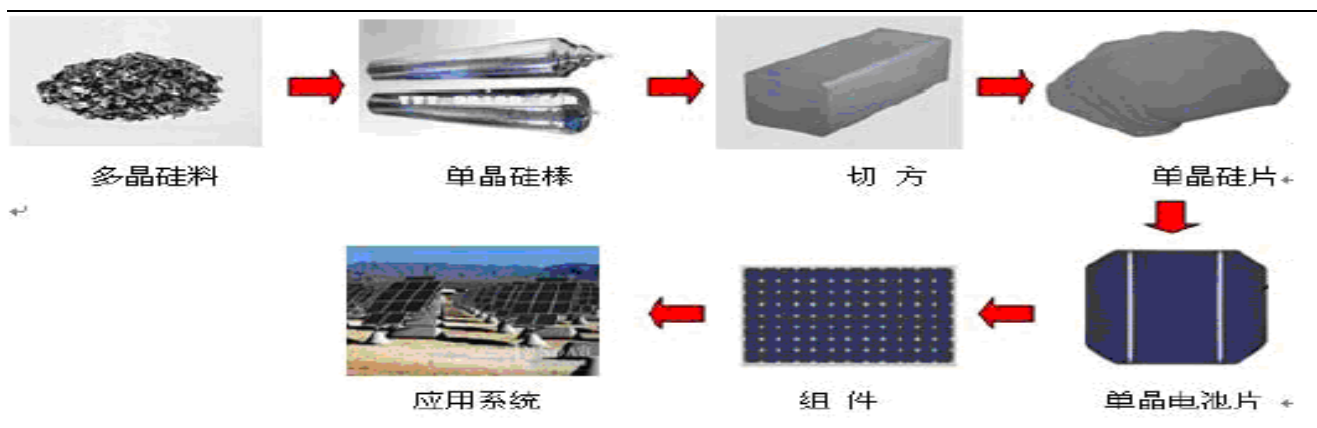
3.2. 二期投资有望提前竣工投产

二期投资的总体规模远大于一期投资，且涉及单、多晶硅两种材料体系的电池片，以及组件。公司预计项目建设周期为 10 个季度，投产竣工时间点为 12 年 4 月。而依照一期投资的经验，实际的投资竣工时间点有可能提前至 10 年末、11 年初。同时，100MW 单晶硅片项目目前也已完成基本建设，产能也将于 11 年释放。这将意味着 11 年太阳能产能将较 10 年大幅提升。

3.3. 二期投资已现产业链延伸迹象 未来有望继续

公司选择技术相对成熟、产品相对成熟的太阳能电池片作为产业切入点。在此基础上，同时向技术含量相对较高的上游单晶硅片及下游组件延伸。在二期投资完成之后，我们预计公司有可能将继续其产业链延伸进程，继续向上游和下游扩展。

图 1：光伏产业链构成



数据来源：国泰君安证券

4. 未来新能源之战略定位

4.1. 太阳能：终极清洁能源

4.1.1. 看好光伏产业长期发展方向

随着全球经济的快速发展，温室气体排放给全球气候带来的严重问题逐渐加大。同时，传统化石资源所具有的稀缺性、开采难度加大等特点使得其相关能源成本不断上升。在此背景下，开发利用可再生能源成为必然选择。大规模开发利用可再生能源已成为各国能源战略的重要组成部分。在可再生资源中，太阳能由于具有区域性差异小的特点，任何国家都能够平等地获取，因而未来具有广泛推广的可能性。

目前，太阳能电池技术大致包括晶体硅、薄膜电池、聚光太阳能电池等三类。其中晶体硅电池约占 80% 的市场份额，成为目前光伏电池市场的主流技术。与聚光电池相比，晶体硅电池具有材料广泛、冶炼技术成熟的特征，与薄膜电池比较，则具有转换效率为高的特征。随着转换效率的提升以及硅

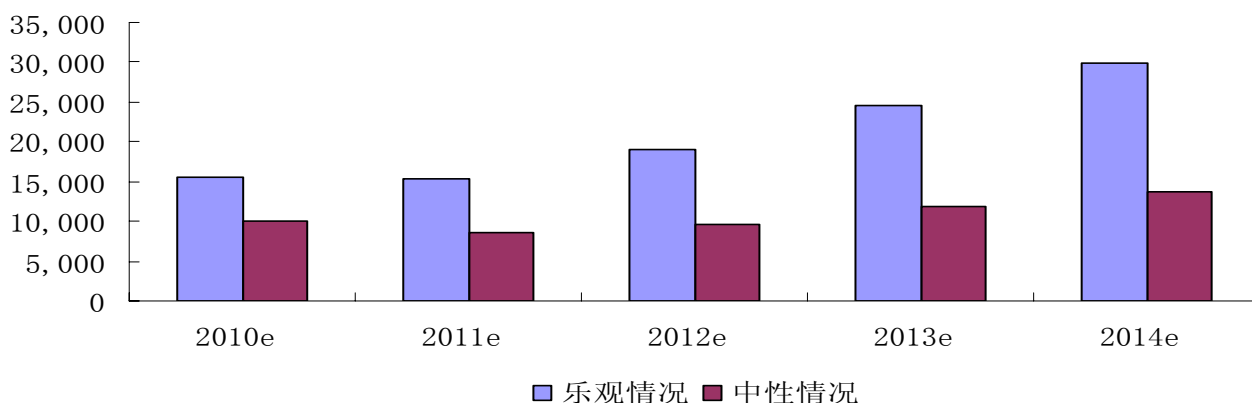
片厚度的大幅下降，其成本也在快速下降之中。我们不排除未来出现新的光伏技术的可能，但就现阶段而言，晶体硅的市场主流地位仍没有被取代的机会。

4.1.2. 光伏产业发展周期性不改产业长期成长方向

09 年，全球新增装机容量为 7.20GW。EPIA 预计，10 年全球新增装机容量为 10.08GW，同比增长 39.94%。从供给方面来看，09 年全球晶体硅电池产能为 18.725GW，10 年预计产能将激增至 23.975GW。自 10 年初以来，全球光伏产业呈现供不应求的状况，产品价格也出现一定幅度上升。依照 EPIA 的预计，乐观情形下，2011 年全球装机容量将保持稳定，12 年将达到 24% 的增长。在中性情形下，2011 年全球装机容量将出现 16% 的下降，但在 12 年也将重归增长，增幅预计超过 10%。

分地区来看，作为 10 年新增装机容量最核心的部分，德国市场因补贴水平下降，可能导致装机容量的萎缩。但德国政府同时将 11 年装机容量从 1.7GW 提高至 3.5GW。而作为全球能源消耗最大的国家，美国有可能在 11 年后取代德国成为最大的光伏市场。中国光伏市场仍处于发展初期，但仍呈现出快速发展的苗头。今年 6 月份国家发改委发布“光伏并网发电特许权项目招标”公告，13 个项目共计 280MW，为 09 年全国装机容量的 1 倍。未来快速增长将成为现实。

图 2：未来全球装机容量预测



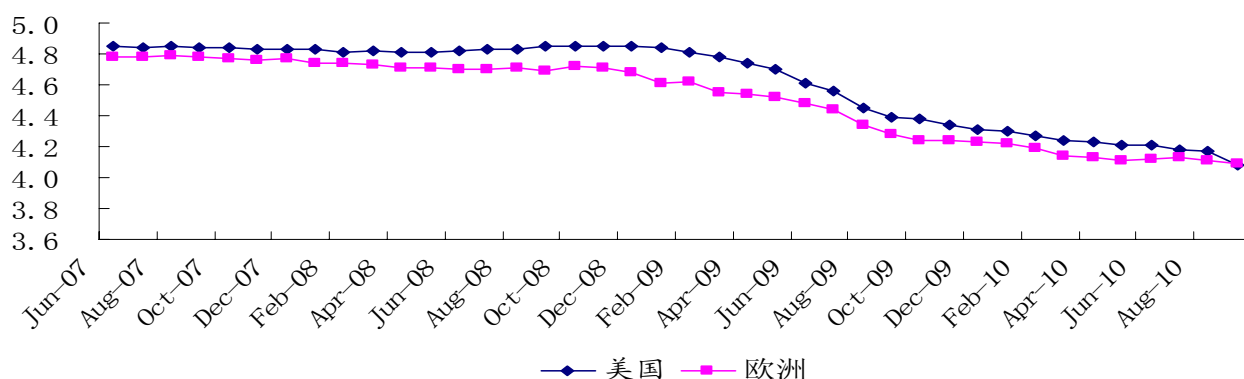
数据来源：EPIA 国泰君安证券

4.1.3. 如何看待太阳能产业的商业竞争力

到目前为止，光伏发电仍需政府的财政补贴，尚不具备自生能力。当产业自身不具备盈利能力时，政府补贴是为了保证产业正常的投资收益率。当成本下降时，政府减少补贴恰恰反映了产业内在成本与出货价格之间负差的收缩，进而反映出产业正在由政府补贴型产业向初具商业竞争力型产业转换的进程。随着技术成熟度的提升以及规模效应的显现，光伏发电成本将快速下降。

从各国平均电价水平来看，目前只有意大利等少数国家其民用电价水平与光伏发电价格齐平，多数国家仍需政府补贴。中国是民用电价水平最低的国家，但实际用电量无法得到保证。在强制减排要求下，企业被强制限电，其实际用电成本较名义成本大幅提高。从国内用电结构来看，过度依赖火电是其平均电价较低的重要原因，随着煤炭开采成本的上升，以及国家对于节能减排的要求提高，常规发电成本有不断抬高的趋势。乐观估计，在未来 5-10 年内，国内光伏发电成本将与常规发电成本接近。

图 3: 125 瓦及以上组件零售均价 单位: 美元/瓦



数据来源: Solarbuzz 国泰君安证券

4.2. 新能源将决定公司发展新阶段

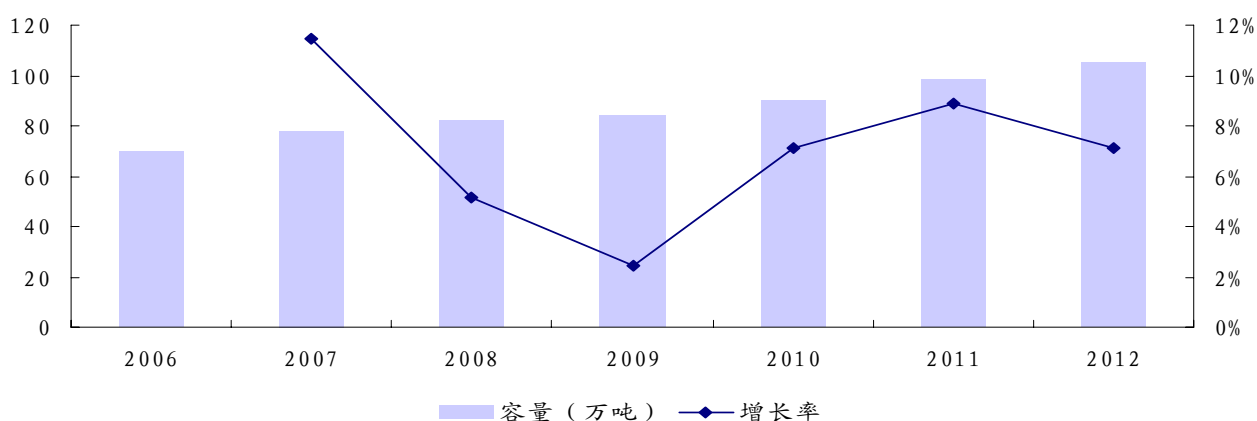
我们认为, 新能源将是公司未来较长一个时间段内着力发展的核心产业。公司希望借助于公司原有的管理优势、资金优势, 在光伏产业尚未成熟之前, 快速切入相关产业链, 占据光伏产业链一席之地。我们预计在 2011-2012 年, 光伏业务规模将接近甚至超过公司传统磁材料业务规模。

5. 磁材料: 仍有持续成长能力

5.1. 新型节能型产品为磁材料带来成长空间

公司传统磁材料业务包括永磁和软磁两大系列。永磁铁氧体由于原材料丰富、平均售价及单位磁能积的成本最低, 在汽车、消费电子、家电、计算机、通讯等产品中, 仍为其电机重要部件。

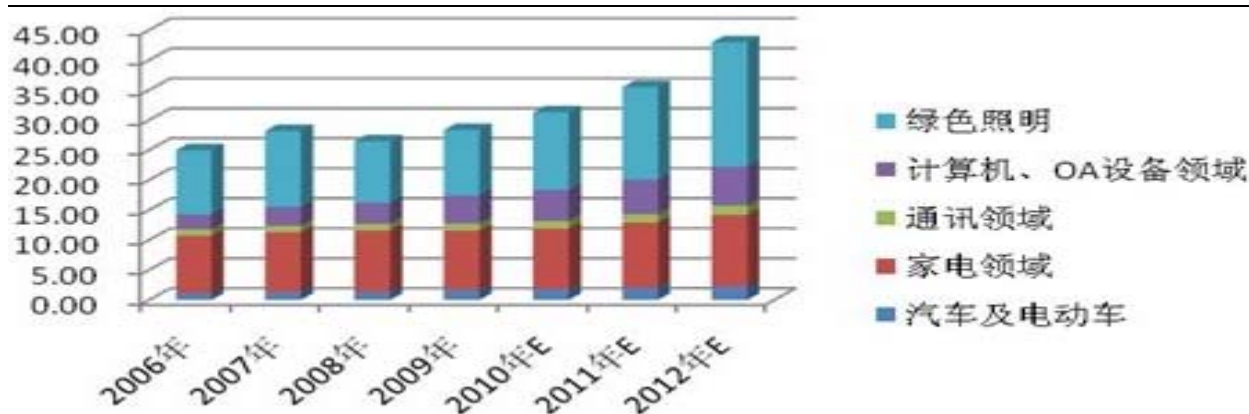
图 4: 全球永磁铁氧体市场容量 单位: 万吨



数据来源: 磁性元器件行业协会 国泰君安证券

软磁铁氧体广泛用于汽车电子、绿色照明、新能源、航天军工、网络通讯、家用电器等领域。随着电子设备向高效率、小型化、高可靠和高稳定性方向发展, 软磁材料向低损耗、高饱和磁通密度、高磁导率、更高和更宽的工作频率及更宽的工作温度范围、更高的阻抗以及更低的总谐波失真等方向发展。其新兴市场涉及 TV 背光源逆变器、汽车电子和节能电子、3G 移动通讯和模块式电源及表面贴装器件、绿色照明和节能设备的磁性功率器件等。

图 5: 中国软磁铁氧体需求结构

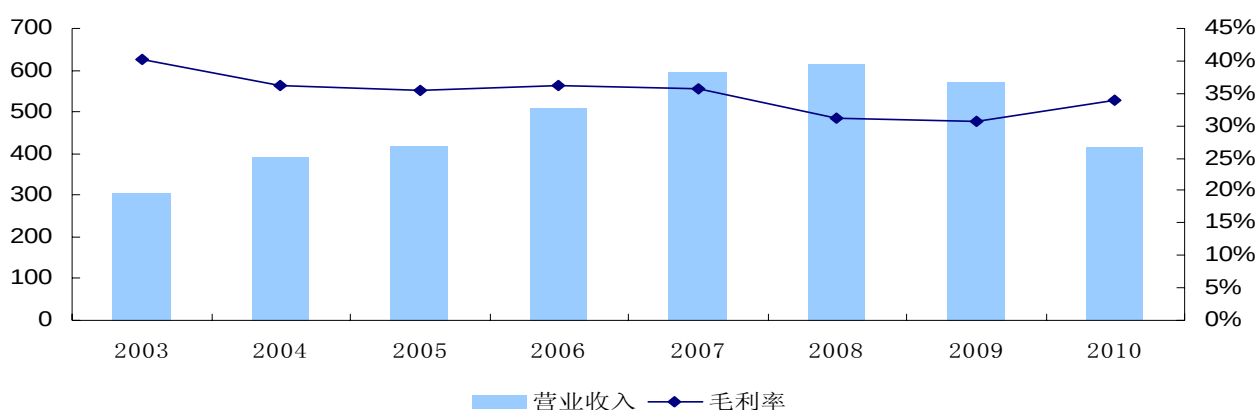


数据来源: 磁性元器件行业协会 国泰君安证券

5.2. 永磁: 向高端、节能环保型产品迈进

公司是全球最大的永磁铁氧体生产企业，从喇叭磁钢等低档产品向高性能电机用磁瓦的转变反映出公司对于节能减排、绿色环保产业战略方向的把握。用于空调、冰箱变频压缩机、吹风机等节能产品的高性能 9 系列磁瓦，已大量进入市场。仅节能领域产品用高性能磁瓦月产量就在 1000 万片以上，已基本垄断了这个领域产品市场。新开发的粘结磁钕铁硼磁体系列产品也已批量生产，多个规格产品已形成月产 50 万只以上的规模。10 年上半年，公司投资新建了 3 条高性能磁瓦生产线，1 条机壳生产线，公司将集中力量开拓高性能磁瓦、粘结磁、电机机壳和定子领域，预计年底时，将形成 7 条高性能磁瓦生产线的生产能力。

图 6: 公司永磁业务收入在 10 年呈快速增长之势



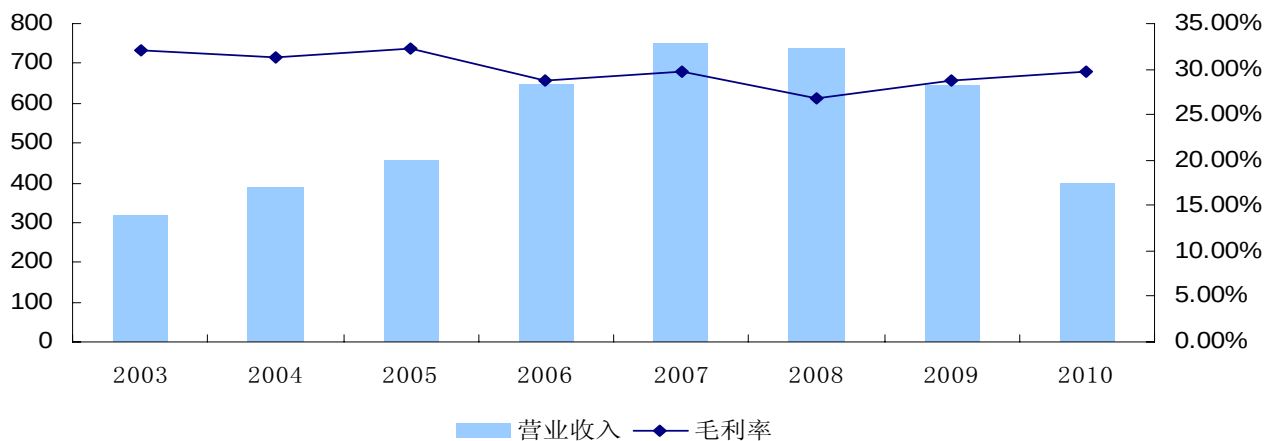
数据来源: WIND 资讯, 国泰君安证券

5.3. 软磁: 高端产品比例不断提升

公司目前软磁产品的全球占比维持在 10% 附近。包括 DMR95 等新材料、新领域市场份额在迅速上升，份额占比在 30% 以上。目前国际上现有的软磁铁氧体，东磁都具备实验室开发能力。东磁在 MnZn 功率铁氧体方面目前的主流产品为 DMR44、DMR47、DMR95 材料。其中 DMR44、DMR95 国内只有少数几家企业能够生产，DMR47 国内只有东磁能够生产。东磁在 MnZn 高磁导率铁氧体方面目前的主流产品为 R12k、R15k 材料。其中 R12k 国内只有少数几家企业能够稳定批量生产，R15k 材料是国内综合性能最好的高磁导率铁氧体材料。公司近期成功开发了一体式 YR50 材料，高温铁硅系统材料、低成本抗干扰 DM65 材料、完成一体式自动点焊机设备开发。

公司近期公告将投资 1.38 亿元，建设年产 6000 吨 MnZn 铁氧体和 8000 吨粉料项目。以满足 PC44C 以上性能高端功率软磁铁氧体市场需要。届时，公司高端产能将大幅增加，对应新能源领域、汽车领域、LED 节能照明领域应用也将大幅拓展。

图 7：公司软磁毛利率保持稳定



数据来源：WIND 资讯 国泰君安证券

6. 动力电池材料：有待产业链成熟

公司于 04 年始与上海交大合作，介入锂离子电池正极材料磷酸铁锂的研发。目前已拥有一条中试生产线，产能为 15 吨/年。已送样给国内外 20 多家厂商。公司将视产业链成熟情况，决定下一步产业化步伐。

7. 结论

7.1. 未来两年业绩高增长可能

在不考虑未来新的投资规划情况下，公司可能的产能变动情况是：1) 高端电机磁瓦将新增 40%，2) 高端 MnZn 产品将新增 48%，3) 太阳能电池片将由于上半年的不到 2 条生产线扩展到 15 条生产线。

就产品结构而言，公司磁性材料中，随着高端占比不断提升，其现有毛利率将得以维持。10 年上半年永磁产品毛利率较上年同期提升 5 个百分点，较 09 年末提升 3 个百分点，反映了订单景气变动及产品结构改善对公司的影响。我们预计公司永磁产品毛利率有能力维持在 30% 以上。软磁产品历史上最高的毛利率水平为 32%，06 年因大幅扩张市占率需要，毛利率降至接近 29%。在产能利用率饱满背景下，基于公司高端 MnZn 产品占比进一步提高的可能，公司软磁产品毛利率将维持 28-30% 之间，且不排除高于 30% 的可能性。

公司期间费用率总体呈下降趋势，10 年 2 季期间费用率为 12%。即使未来因通胀原因及人力成本上升，这一比率预计将在 14% 以内。

基于产能扩张、订单需求、产品结构改善及费用层面考虑，我们预计公司自 10 年始，将步入较快增长阶段。

7.2. 未来两年业绩具超预期机会

我们预计，公司业绩超越预期的因素包括，1) 太阳能产线提前竣工。在我们的盈利模型中，完全依照公司二期投资的预计进度做了相关收入的预算。依照公司可行的进度，在中性情景下，11 年平均可使用产线规模可能在 10 条以上。在乐观情况下，公司可能在 11 年初完成全部太阳能产线的投资计划。2) 我们对于太阳能业务毛利率的预计平均水平为 18%。事实上，到 10 年末，公司可能毛利率应在 20% 以上，即使考虑到产品降价情况，其 11 年平均毛利率也有可能在 18% 以上。3) 公司磁材料业务将在 10 年创历史新高，11 年仍有增长余地。

7.3. 盈利预测

我们预计公司 10-13 年营业收入分别为 27.07 亿元、39.19 亿元、52.73 亿元。净利润分别为 3.88 亿、5.85 亿、8.13 亿，对应 EPS 分别为 0.94 元、1.42 元、1.98 元。不排除未来继续上调的可能性。

7.4. 风险因素

公司面临的不确定性因素主要来源于行业层面。1) 全球经济复苏进程的复杂性及其对电子行业平均景气的影响。2) 在相关国家降低太阳能补贴背景下，短期需求可能出现的波动。

7.5. 投资建议

尽管我们在年内已两次上调公司股票目标价格，但基于公司未来可能的业绩增长弹性空间，我们仍给予增持的评级，并在本份报告中将公司目标价上调至 42.6 元，以对应 11 年行业平均估值水平。并不排除未来继续调高盈利预期的机会。

附：公司盈利预测简表

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,590.13	1,350.32	2,707.32	3,918.83	5,273.33
营业成本	1,178.82	972.95	1,958.35	2,878.84	3,915.83
税金及附加	8.74	8.86	17.76	25.70	34.59
营业费用	79.89	67.37	97.46	117.57	131.83
管理费用	143.12	116.08	194.93	235.13	263.67
营业利润	172.83	180.91	440.83	669.60	933.42
所得税	28.86	26.00	62.07	93.73	130.24
净利润	149.46	162.34	387.55	585.24	813.23

作者简介:**魏兴耘:**

厦门大学经济学博士，国泰君安证券研究所电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2009年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		