

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490208040137

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

中国粘结钕铁硼磁体生产的领先企业

事件描述

银河磁体拟发行 4100 万股，发行价为 18 元，发行后总股本 1.62 亿股。

事件评论

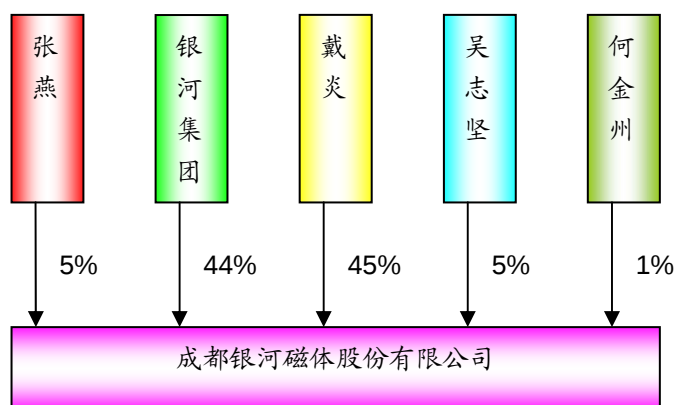
- 成都银河磁体股份有限公司是国内领先的粘结钕铁硼磁体生产企业，产品主要包括光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器主轴电机磁体、汽车微电机磁体、步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体零部件；公司目前拥有粘结钕铁硼磁体产能合计 790 吨，其中光盘驱动器主轴电机磁体 450 吨，硬盘驱动器主轴电机磁体 185 吨，汽车微电机磁体 45 吨，其他磁体 110 吨。09 年公司总产量 856.74 吨，国内市场占有率 19%，全球市场占有率 13%。
- 粘接钕铁硼磁性能相对较低，但其具有极高的尺寸精度和磁性均匀性，可以制成机械加工难以实现的复杂形状，并易于同其它零部件一体化成型，且具有大批量生产、一致性好、充磁方式多样、涡流损耗低和耐腐蚀性强等优点，因此虽然粘接钕铁硼磁性能相对烧结钕铁硼稍弱，但由于其独特的优越性，因此广泛应用于要求磁体形状复杂的精密器械中。随着信息技术和消费电子行业的快速发展、汽车轻量化趋势，预计未来粘接钕铁硼需求空间广阔。
- 品牌、客户及成本优势为公司核心竞争力。经过多年积累形成的过硬的公司产品质量，使其成为全球著名电机生产企业的供货商。公司已经成功融入全球粘接钕铁硼磁体的全球供应链中。由于严格的供应商资质认定，其他竞争对手进入壁垒较高。公司设备全部由国产相近设备改造而来，自主研发的设备为公司带来成本优势。
- 但公司也面临一些压力：（1）受专利影响，公司的原料供给及价格短期仍然无法摆脱 MQ 的控制。由于 MQ 在 2012~2014 年专利才到期，且存在延期的可能，因此公司原料采购未来几年仍将受限于 MQ 的垄断，且由于上游磁粉价格的居高不下，且在上游稀土价格未来仍有上涨预期的情况下，上游 MQ 磁粉价格仍将维持高位，并有继续上涨的可能，因此在未来几年公司产品利润率不可能出现较大幅度提升。（2）公司产品 90%以上用于出口，如果未来人民币升值压力较大或者外贸环境恶化，有可能给公司业绩带来负面压力。
- 公司此次募投项目将分别新增高精度、高洁净度硬盘用粘结钕铁硼磁体产能 600 吨和高性能汽车用粘结钕铁硼磁体产能 200 吨，待项目完全达产后，两种产品产能将分别增长至 750 吨和 240 吨，届时公司磁体总产能将增长至 1550 吨。
- 综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目建设情况，我们预计公司 2010 年和 2011 年 eps 分别为 0.37 元和 0.47 元，按照 11 年给予 35 倍 pe 计算，公司合理价格应该在 16.5 元左右。公司发行价为 18 元。
- **投资风险和结论的局限性。**我们盈利预测及结论都是建立在下游行业需求稳步增长以及公司产能产量有所增长的基础上的。未来行业景气度以及公司发展情况不及预期及人民币升值等因素将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。

一、公司概况

成都银河磁体股份有限公司是国内领先的粘结钕铁硼磁体生产企业，产品主要包括光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器主轴电机磁体、汽车微电机磁体、步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体零部件；公司目前拥有粘结钕铁硼磁体产能合计 790 吨，其中光盘驱动器主轴电机磁体 450 吨，硬盘驱动器主轴电机磁体 185 吨，汽车微电机磁体 45 吨，其他磁体 110 吨。09 年公司总产量 856.74 吨，全国市场占有率 19%，全球市场占有率 13%。

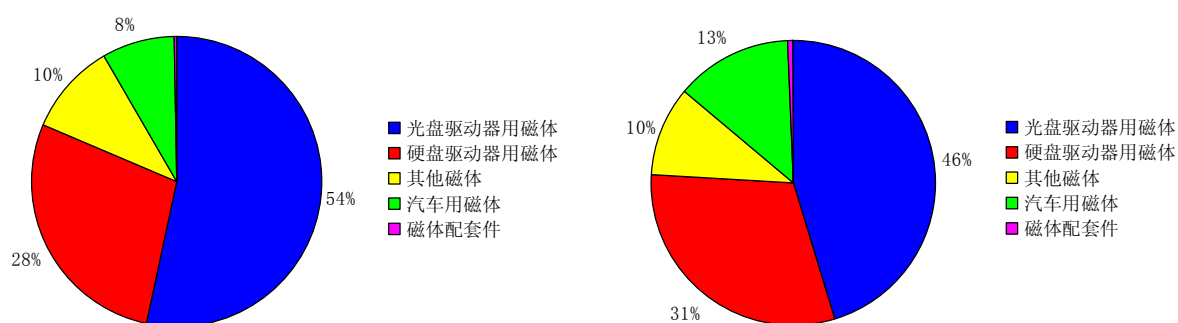
公司已经形成了稳定、优质的客户群，产品平均 90% 以上出口。公司客户主要为 NIDEC（日本电产）、SONY（索尼）、JVC、LG、PANASONIC（松下）、SAMSUNG（三星）、MOATECH CO., LTD（韩国东马公司）等世界著名公司。公司无控股股东和实际控制人，第一大股东戴炎持股比例 45%，银河集团和张燕合计持股 49%（银河集团实际控制人唐步云与张燕为夫妻关系）。

图 1：公司股权结构



资料来源：招股说明书

图 2：公司收入及利润结构情况（10年中期）



资料来源：招股说明书

表 1：公司产能及产销量情况

			产能	产量	产能利用率	销量	产销率
光盘驱动器用磁体	2010 年 1-6 月	重量 (公斤)	225000	315382.97	140%	309322.65	98%

		件数（万支）	13500	20228.41	150%	19839.71	98%
	2009 年	重量（公斤）	450000	495633.08	110%	475848.19	96%
		件数（万支）	27000	31882.41	118%	30609.72	96%
	2008 年	重量（公斤）	420000	318794.17	76%	314264.94	99%
		件数（万支）	25000	25592.99	102%	25229.38	99%
	2007 年	重量（公斤）	420000	410498.83	98%	412259.80	100%
		件数（万支）	25000	28400.36	114%	28522.28	100%
硬盘驱动器用磁体	2010 年 1-6 月	重量（公斤）	92500	133432.52	144%	130868.51	98%
		件数（万支）	4625	6848.14	148%	6716.55	98%
	2009 年	重量（公斤）	170000	218641.24	129%	209913.43	96%
		件数（万支）	8500	11175.45	131%	10729.34	96%
	2008 年	重量（公斤）	150000	150123.69	100%	147990.82	99%
		件数（万支）	6000	6823.55	114%	6726.61	99%
	2007 年	重量（公斤）	100000	121543.53	122%	122064.93	100%
		件数（万支）	4000	5455.76	136%	5479.18	100%
汽车用磁体	2010 年 1-6 月	重量（公斤）	22500	31512.34	140%	30906.80	98%
		件数（万支）	340	321.99	95%	315.80	98%
	2009 年	重量（公斤）	40000	36711.98	92%	35246.49	96%
		件数（万支）	600	520.44	87%	499.66	96%
	2008 年	重量（公斤）	40000	42291.02	106%	41690.17	99%
		件数（万支）	600	560.13	93%	552.17	99%
	2007 年	重量（公斤）	40000	28735.09	72%	28858.37	100%
		件数（万支）	600	411.65	69%	413.42	100%
其他磁体	2010 年 1-6 月	重量（公斤）	55000	112159.75	204%	110004.51	98%
		件数（万支）	1180	3334.01	283%	3269.93	98%
	2009 年	重量（公斤）	110000	105754.31	96%	101532.76	96%
		件数（万支）	2360	3471.73	147%	3333.14	96%
	2008 年	重量（公斤）	140000	150565.71	108%	148426.57	99%
		件数（万支）	3000	4225.16	141%	4165.13	99%
	2007 年	重量（公斤）	140000	117022.32	84%	117524.32	100%

		件数（万支）	3000	3505.13	117%	3520.17	100%
--	--	--------	------	---------	------	---------	------

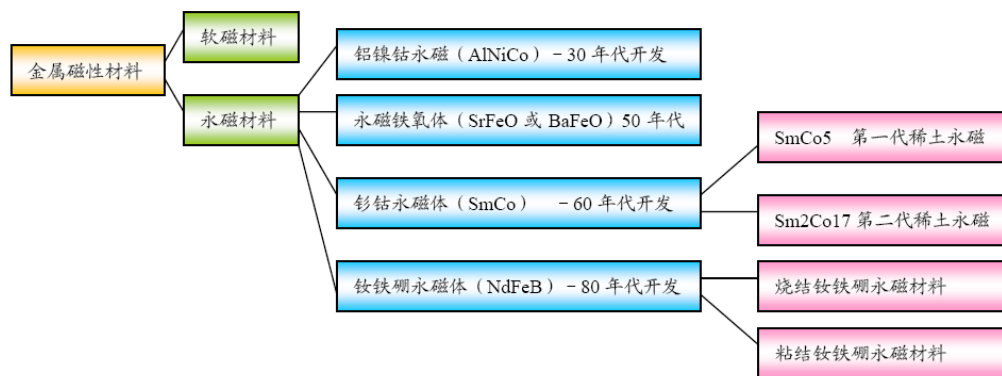
资料来源：招股说明书

二、行业背景分析

● 粘结钕铁硼磁材性能优越，下游应用集中于信息技术、消费类电子及交通等领域

金属磁性材料可分为永磁材料和软磁材料两种，通常将内禀矫顽力（使已被磁化后的铁磁体的磁感应强度降为零所必须施加的磁场强度）大于 0.8kA/m 的材料称为永磁材料，将内禀矫顽力小于 0.8kA/m 的材料成为软磁材料。永磁材料可分为铝镍钴永磁（AlNiCo）、永磁铁氧体、钐钴永磁体（SmCo）和钕铁硼永磁体（NdFeB）。其中钐钴永磁体和钕铁硼属于稀土永磁体范围，钐钴磁体中 SmCo5 为第一代稀土永磁体，Sm2Co17 为第二代稀土永磁体，钕铁硼为第三代稀土永磁体。

图 3：钕铁硼是第三代稀土永磁材料



资料来源：招股说明书

钕铁硼稀土永磁材料是第三代稀土永磁材料，是目前世界上发现的磁性材料中磁性最强的一种，其磁性能比广泛应用的软磁铁氧体大十倍，比第一代、第二代稀土永磁体（钐钴永磁）高将近一倍；另外钕铁硼永磁材料由于用“铁”代替昂贵的“钴”来制造稀土永磁体，因此具有很高的性价比，是制造高效能、体积小、重量轻的磁性功能器件的理想材料。虽然目前实验室已经研制出稀土铁氮（Re-Fe-N 系）和稀土铁碳磁性材料，但由于科技水平的限制，未来十年内很难能在生产线上大批量的生产，因此钕铁硼稀土永磁材料未来十年内被替代的可能性不大。

钕铁硼永磁材料按照生产工艺划分，可分为“烧结钕铁硼永磁材料”和“粘结钕铁硼永磁材料”。公司产品主要为粘结钕铁硼磁材。烧结钕铁硼是把钕、纯铁和硼铁组成的合金，通过粉末冶金的方法烧结成型，经充磁之后的磁性材料，在磁能积、剩磁、矫顽力等方面具有较好的表现，烧结钕铁硼是当今世界上磁性最强的永磁材料，不过其缺点是只能制造形状相对简单的磁体。而粘结钕铁硼磁体正好弥补了烧结钕铁硼的缺点，粘接钕铁硼主要是将磁粉与橡胶或者树脂等混和，再经注射成型或者挤压成型后制成的磁性材料，粘接钕铁硼磁性能相对较低，但其具有极高的尺寸精度和磁性均匀性，可以制成机械加工难以实现的复杂形状，并易于同其它零部件一体化成型，且具有大批量生产、一致性好、充磁方式多样、涡流损耗低和耐腐蚀性强等优点，因此虽然粘接钕铁硼磁性能相对烧结钕铁硼稍弱，但由于其独特的优越性，因此广泛应用于要求磁体形状复杂的精密器械中。

粘结钕铁硼磁材极高的尺寸精度和极好的磁性均匀性、一致性，加之易加工成复杂形状的优点使得其广泛的应用于信息技术、消费类电子、通信、家用电器、交通等领域；公司主要产品包括：光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器用磁体、汽车微电机磁体、步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体零部件。

表 2: 粘结钕铁硼磁体类型及下游应用领域

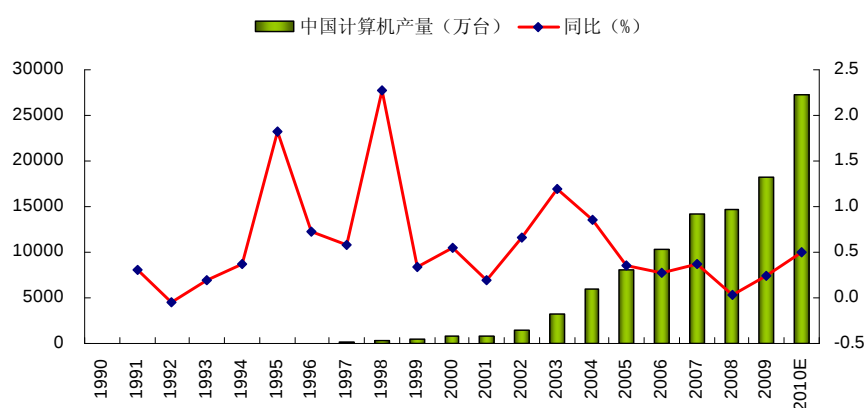
产品类型		应用领域
光盘驱动器用磁体		车载电脑、网络、便携式等各式 DVD 机、DVD 刻录机、VCD 机
硬盘驱动器用磁体		笔记本电脑、台式电脑、游戏机、数字机顶盒、数字硬盘和 DVD 一体机、数码摄像机、便携式媒体播放器、数字硬盘录像机、服务器、导航仪器
汽车用磁体		电动座椅按摩器、电动车窗、汽车排气管、电动玻璃升降器、电动刮水器、电动后视镜、车灯换向感应器、汽车 GPS 系统、汽车仪表盘、汽车座椅升降器
其他磁体	信息设备和数码产品	复印件、打印机、传真机、扫描仪、手机、数码照相机
	家用电器	微波炉、榨汁机、豆浆机、空调、冰箱、风扇
	医疗保健设备	呼吸机、按摩器
	中小型无刷直流电机和控制电机	手动发电机、电动玩具汽车

资料来源：招股说明书

● 信息技术和消费电子行业的快速发展及汽车轻型化趋势将为粘结钕铁硼磁体需求增长提供有力支撑

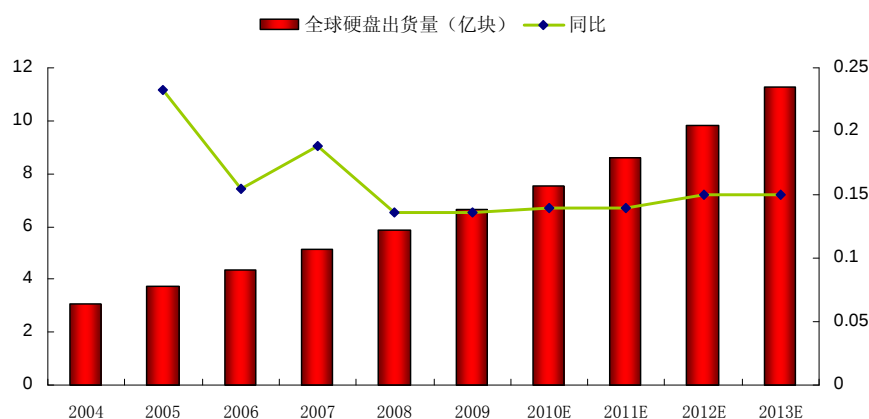
目前，全球经济已进入信息化时代，随着磁存储技术和硬盘驱动技术的日臻完善和发展，以及计算机产业和消费类电子产品的有效需求不断提高，全球各类硬盘出货量将持续增加。根据公司招股说明书测算，至 2013 年，全球各类硬盘总出货量将达到 11.22 亿块，年复合增长率 14.5%；按每个硬盘耗用 2.4g 粘结钕铁硼磁体估算，届时高精度、高洁净度粘结钕铁硼磁体需求量将增至 2700 吨，产值约为 10.3 亿元。

图 4: 中国计算机产量将保持高增长



资料来源：招股说明书

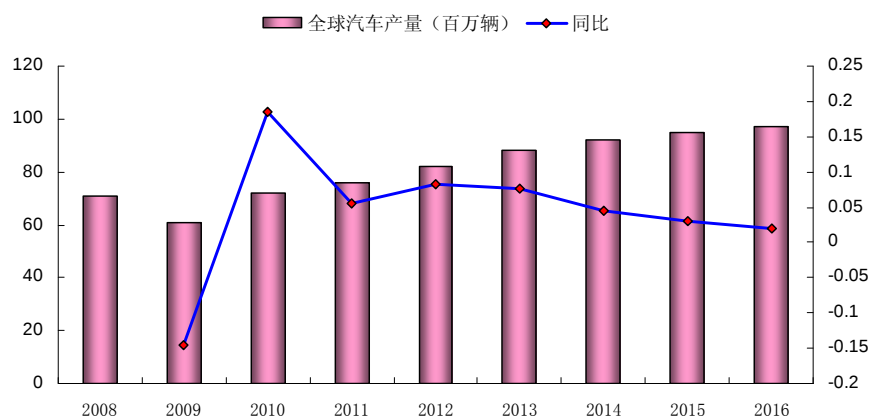
图 5: 2013 年全球各类硬盘总出货量将达 11.22 亿块



资料来源：招股说明书

汽车工业是钕铁硼磁体应用较多的领域之一，目前粘结钕铁硼磁体主要应用于中高档汽车的微特电机中（每辆中档、豪华轿车约使用 50-80 个微特电机），随着汽车向小型化、轻型化发展，未来汽车电机中粘结钕铁硼磁体的使用占比将逐年增长。根据公司测算，2008 年全球汽车粘结钕铁硼磁体耗用量约为 200 吨，保守预计，到 2013 年仅 10% 的中高档汽车微电机采用粘结钕铁硼磁体，以 2008 年汽车产量 7090 万辆、中高档轿车产量占比 40%、每个微电机耗用粘结钕铁硼磁体 7g 来计算，届时市场有效需求至少将增长至 1200 吨的水平；而根据 CSM 预测，乐观估计未来三年全球汽车产量增长率分别为 6%、8%和 8%，则至 2013 年，全球汽车产量将到达 8838 万辆，对应的粘结钕铁硼磁体需求也将增至 1500 吨。

图 6：汽车产量未来料将增长



资料来源：CSM

● MQ 磁粉专利逐步到期或将助粘结钕铁硼磁体需求快速释放

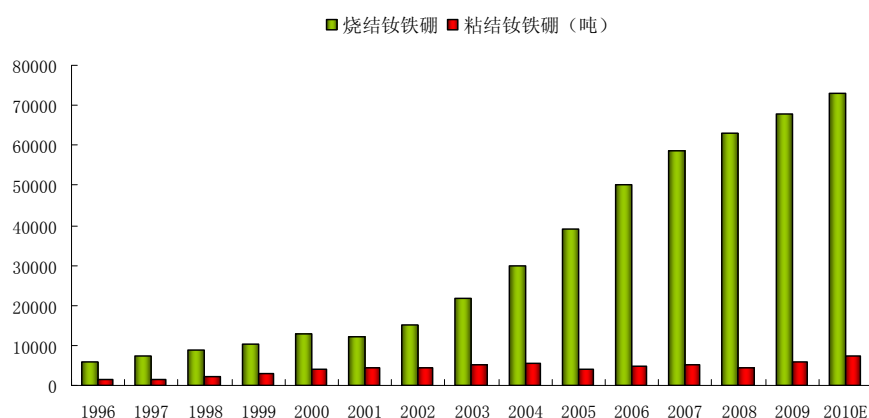
虽然下游需求增长迅速，但相比于烧结钕铁硼磁材的迅猛发展（十年来产量增长近 6 倍），粘结钕铁硼磁材的增长速度要缓慢的多（十年来产量增长仅 1 倍）；得益于拥有 MQ 磁粉专利，美国麦格昆磁公司多年来垄断全球磁粉供应（市场份额达 80%），我们认为粘结钕铁硼磁体上游原材料价格居高不下是阻碍磁体需求释放的主要原因；而日本住友所拥有的烧结钕铁硼磁体原材料磁粉专利已与 2003 年到期失效，且自 1990 年起，住友便开始在全球范围内将其专利进行有控制的转让，我们相信这是近几年来烧结钕铁硼磁体发展速度远大于粘结钕铁硼磁体的主要原因之一。

生产粘结钕铁硼磁体的原材料主要是以快淬工艺制备的钕铁硼永磁微晶粉末（简称 MQ 磁粉），MQ 磁粉专利为美国麦格昆磁公司独家拥有，专利覆盖范围主要为日本、美国和欧洲地区，凡是在专利覆盖地区销售的粘结钕铁硼磁体都必须使用 MQ 磁粉为原材料。得益于独家拥有的专利权，麦格昆磁公司多年来垄断全球磁粉供应，磁粉长期保持高垄断价位，根据公司资料，08 年 MQ 磁粉价格为 42 美元/Kg，较 02 年上涨了 31%。

按照市场规律和规模效应，随着用量的逐年增大，消费电子产品及元部件价格应逐渐下滑，中国粘结钕铁硼磁体价格自 02 年的 67 美元/Kg 降至 08 年的 62 美元/Kg，而不降反升的磁粉原材料价格不仅侵蚀了下游磁体生产商的利润（磁粉占磁体价格之比已升至 67.7%），也限制了磁体价格下滑的空间，制约了粘结钕铁硼磁体需求的释放。

MQ 磁粉专利主要分为成分专利和工艺专利及辅助专利，根据 MQI 公司网站资料，基本专利从 2009-2014 年逐步到期，含钴成分 MQ 磁粉专利将于 2012 年 5 月到期，最重要的具有四方晶体结构的专利也将于 2014 年 7 月到期。我们预计未来专利权的到期将有助于粘结钕铁硼磁体规模的扩大，但未来几年，全球粘接钕铁硼的产量增长将仍然受限于 MQ 公司的供应限制及高价格。

图 7：全球粘结钕铁硼产量增长较为缓慢



资料来源：功能材料网

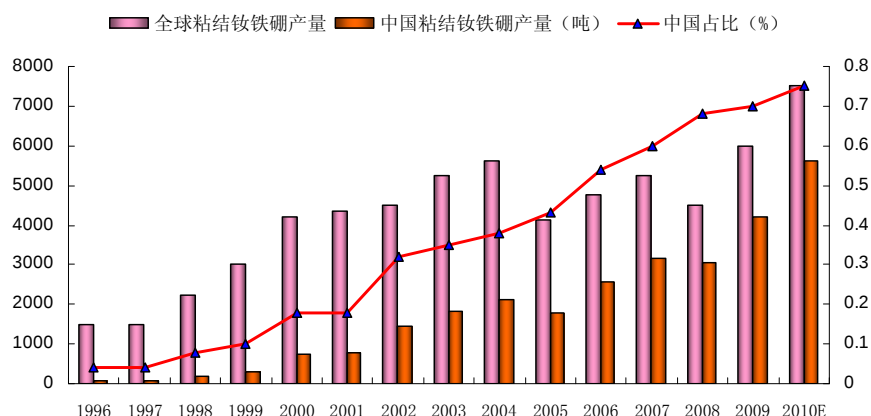
表 3：MQ 磁粉价格占磁体价格之比逐步增长

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
磁体价格 (美元/Kg)	67	64	61.5	59	57	61	62
MQ 磁粉价格 (美元/Kg)	32	31	31	32	35	42	42
MQ 磁粉价格/磁体价格	47.8%	48.4%	50.4%	54.2%	61.4%	68.9%	67.7%

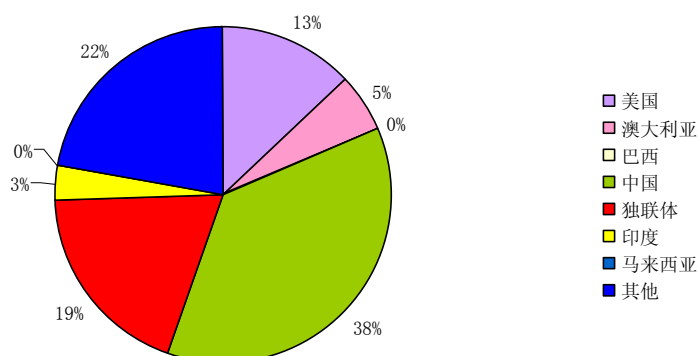
资料来源：招股说明书

● 公司料将受益于全球稀土永磁产业布局的调整

● 中国粘结钕铁硼生产起步较晚，但国内企业多年来一直致力于自主研发和自主创新，目前国内自主品牌的粘结钕铁硼磁体产品性能已达到国际同行业先进水平。进入 21 世纪后，随着全球信息产业的快速发展，粘结钕铁硼磁体用途普及、用量大增，市场对其价格降低的要求日益强烈，公司产品拥有一定的价格优势，市场份额逐步增长；同时由于我国广阔的市场使得钕铁硼磁体下游企业纷纷在中国设厂，加之丰富的稀土资源、较低的人工成本等钕铁硼磁体制造优势，近年来，全球稀土永磁产业布局实现了大规模调整。09 年中国粘结钕铁硼产量全球占比近 70%，已成为全球第一大生产基地。公司料将受益于全球稀土永磁产业布局的调整。

图 8：09 年中国粘结钕铁硼产量全球占比近 70%


资料来源：功能材料网

图 9：稀土资源世界分布，中国占比 38%


资料来源：美国地质勘测局

表 4：全球稀土永磁产业布局向中国调整

国家	公司	产业布局调整情况
美国	麦格昆磁 (MagneQuench)	01 年关闭了在 Anderson 的工厂，将粘结钕铁硼用的磁粉生产全部移到中国天津
		04 年夏天关闭了其烧结钕铁硼工厂 Magnequench UG，与中科三环合作
	摩根 (Morgan)	关闭了其烧结钕铁硼永磁工厂 Crucible，产能移至上海。
日本	爱普生 (Epson)	2000 年将粘结钕铁硼工厂

		全部移来中国上海（与中科三环合资，三环占 70%）。
荷兰	飞利浦（Philips）	其烧结钕铁硼工厂已关闭
德国	瓦克华 （Vacuumschmelze）	与中科三环在北京昌平合资成立三环瓦克华。（其中瓦克华磁性材料产品欧洲市场占有率为 70%）

资料来源：长江证券研究所

表 5：永磁材料下游领域各国际生产商在中国的产能布局

产业	公司	中国生产基地
硬盘制造	Seagate	无锡
	Maxtor（已被 Seagate 收购）	苏州
	HITACHI	深圳
核磁共振仪	GE	无锡
汽车	GM	上海
	VW	上海,长春
	HONDA	广州
	TOYOTA	天津, 广州
	BMW	沈阳
	FORD	重庆

资料来源：长江证券研究所

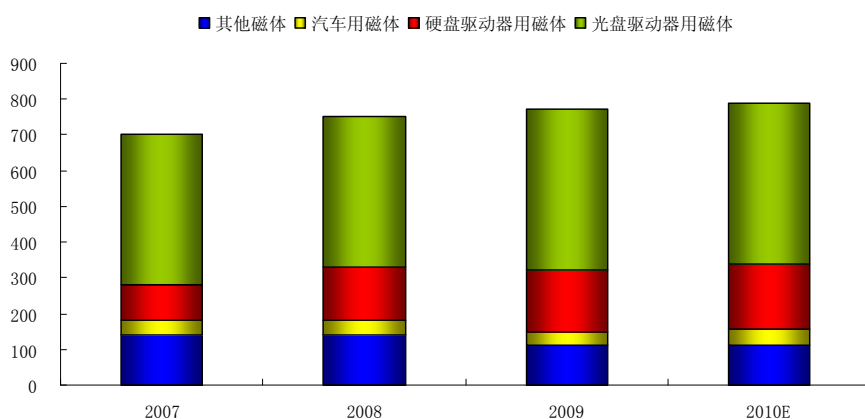
三、公司深度分析

● 公司粘结钕铁硼磁体产能合计 790 吨

公司是国内领先的粘结钕铁硼磁体生产企业，主要产品涉及三大领域：光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器主轴电机磁体和汽车微电机磁体。公司目前拥有粘结钕铁硼磁体产能合计 790 吨，其中光盘驱动器主轴电机磁体 450 吨，硬盘驱动器主轴电机磁体 185 吨，汽车微电机磁体 45 吨，其他磁体 110 吨。

近年来，由于产品下游需求旺盛，公司订单饱满，产能利用率一直保持较高水平；10 年上半年，主要三大系列产品产能利用率已接近 150%，其他钕铁硼磁体（步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体）产能利用率高达 200% 以上（具体见表 1）。09 年，电子行业景气度回升，下游需求快速增长，考虑到主要三大系列产品产能瓶颈问题日益明显，公司分别新增光盘和硬盘用钕铁硼磁体产能 30 吨和 20 吨，10 年又分别新增硬盘和汽车用钕铁硼磁体 15 吨和 5 吨。

图 10：公司主要产品产能情况



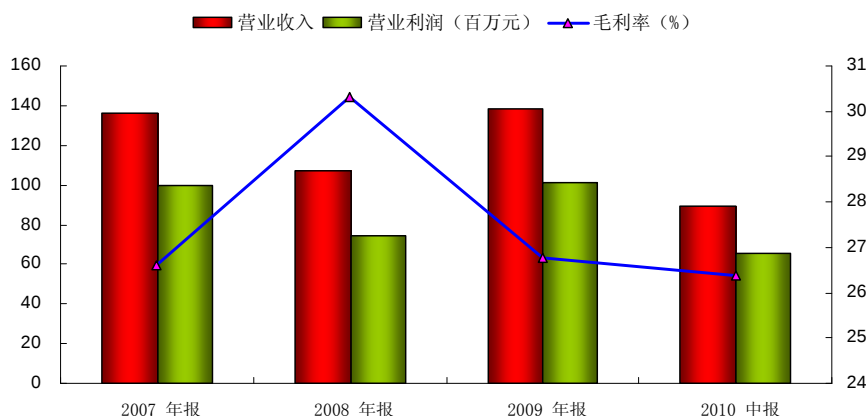
资料来源：招股说明书

● 公司目前竞争力主要集中于光盘驱动用磁材领域

公司目前是全球最大的光盘用粘结钕铁硼磁体生产企业，产能 450 吨，09 年产量 496 吨；在公司三大磁材产品中，光盘驱动器用粘结钕铁硼磁材占比最大，为公司最核心的产品，10 年上半年收入和利润占比分别为 54% 和 46%。目前产品竞争对手主要包括：乔智电子股份有限公司、浙江英洛华磁业有限公司和宁波韵升高科磁业有限公司。受金融危机影响，08 年公司光盘驱动磁材利润下滑 25%，09 年市场反弹，产品订单增加，公司产能不足的矛盾日益显现，公司通过改造设备、重组优化生产线的方式减少了其他磁体的产能，在原有 420 吨的基础上新增了 30 吨光盘驱动器用磁体的产能；我们预计未来公司光盘用磁体产品产量仍将有所增长，且未来几年仍将为公司营业收入的主要来源。

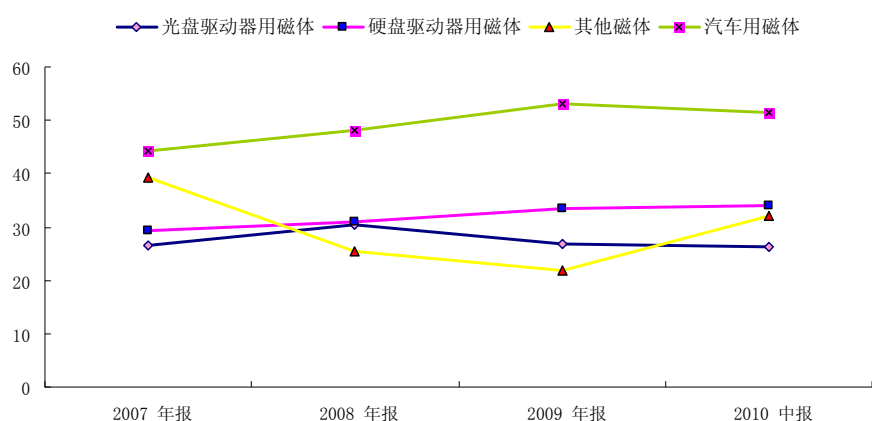
但作为公司主要利润来源的光盘驱动器用磁材在盈利能力方面却不及硬盘驱动器和汽车用磁材产品，也正因此，公司一直致力于产品结构的调整，此次募投项目将大幅提升硬盘及汽车用磁材的产能，待项目建成投产后，公司产品结构将得到显著优化，整体盈利能力也将受益提高。

图 11：公司光盘驱动用磁材收入及利润情况



资料来源：招股说明书

图 12：公司主要产品毛利率比较



资料来源：招股说明书

● 产品结构逐步优化，硬盘及汽车用钕铁硼磁体或成公司未来业绩增长主要看点

硬盘驱动器用粘结钕铁硼磁体是公司第二大产品，10 年上半年收入和利润占比分别为 28% 和 31%，目前产能为 185 吨；此领域的主要竞争对手是中科三环控股的上海爱普生磁性器件有限公司和日本大同电子公司。

上海爱普生原为日本爱普生公司控股、现为北京中科三环高技术股份有限公司控股 70% 的中日合资企业。爱普生是国内生产硬盘用粘结钕铁硼磁体的龙头企业，公司技术来自于日本爱普生公司，且进入此领域较早，优势明显，公司目前产能约为 1500 吨。日本大同电子公司为日本东京证券交易所上市的日本大同特殊钢公司的全资子公司，成立于 1990 年 1 月 26 日，经营范围为生产销售稀土粘结磁体及相关应用产品，是目前全球第一的硬盘用粘结钕铁硼磁体生产商。上海爱普生和日本大同电子公司控制了全球 90% 的粘接钕铁硼的市场份额。

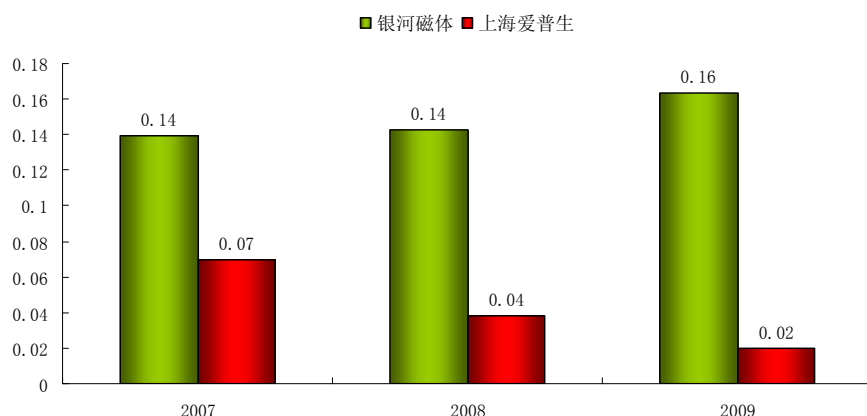
与后两者相比，公司作为后进者在产品技术和生产规模方面仍存在差距（大同电子和上海爱普生占硬盘驱动用磁材市场份额合计近 90%），但公司通过长期的技术积累和自主创新，成功研发具有自主知识产权的硬盘驱动器用磁体，复合涂层的硬盘驱动器主轴电机部件及其复合涂覆方法已获国家专利认证，公司的硬盘驱动器用磁体产品质量稳定可靠，性能指标达到甚至优于国际主要品牌产品水平且性价比较高，目前产品已通过多家主流客户（日本电产、JVC 等）的认证并批量供货。在公司现有产品中，硬盘驱动器用磁体的销量占比逐步扩大，现已超过 20%。此次募投项目将新增硬盘用磁体产能 600 吨，项目建成后公司在此领域的竞争力将有望得到大幅提升。

与上海爱普生引进国外知识产权和品牌不同的是，公司致力于自主研发，目前已经拥有相关技术专利，且公司设备全为国产，与爱普生进口设备相比具有一定成本优势，我们推测正是因为正一点，公司成本控制能力较好，产品的净利率明显高于上海爱普生。

表 6：公司与同业公司产品比较

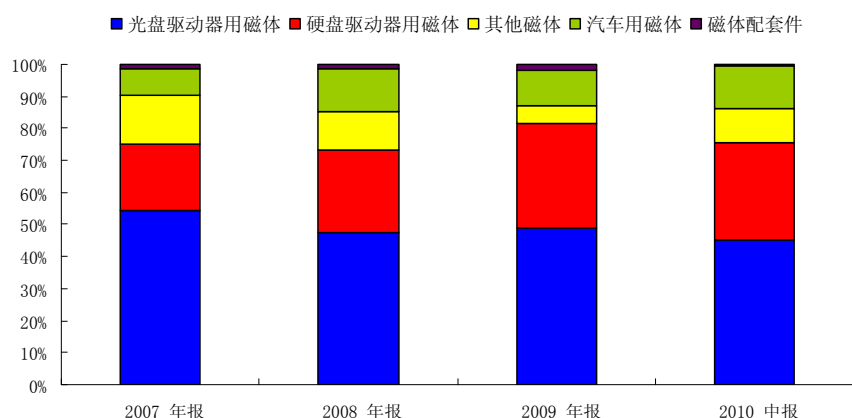
比较项目	银河磁体	日本大同电子	上海爱普生
最大磁能积 (BH) max (MGOe)	2 月 13 日	4 月 11 日	4 月 11 日
自动化程度	中	高	中
成本	低	高	中
知识产权和品牌	自主知识产权和国内品牌	自主知识产权和国外品牌	引进知识产权和国外品牌

资料来源：招股说明书

图 13: 公司与上海爱普生净利率比较


资料来源：招股说明书、中科三环公告

高性能汽车用粘结钕铁硼磁体为高端粘结钕铁硼磁体应用的另一领域。汽车用粘结钕铁硼磁体为新兴市场，目前全球能够生产汽车用粘结钕铁硼磁体的厂家数量较少。现在各厂商主要与汽车厂商合作，不断的开拓及发展汽车用磁体的市场空间，市场竞争较小。公司目前汽车用粘结钕铁硼磁体产能为 45 吨，募投项目建成后，产能将增至 240 吨。

图 14: 光盘用钕铁硼磁体产品贡献利润占比正逐步减小


资料来源：招股说明书

● 品牌、客户及成本优势为公司核心竞争力

(1) 多年的技术积累使得产品质量过硬带来了公司品牌及客户优势

经过多年的努力，公司“银河磁体”品牌已具有较高的知名度，产品质量过硬，90%以上用于出口。公司客户主要为 NIDEC（日本电产）、SONY（索尼）、JVC、LG、PANASONIC（松下）、SAMSUNG（三星）、MOATECH CO., LTD（韩国东马公司）等世界著名电机生产商；公司已通过以上知名客户严格的供应商资质认定，并与其建立了长期合作伙伴关系。粘结钕铁硼磁体质量的稳定对客户终端产品功能的正常发挥至关重要，要成为以上知名客户的供应商，磁体生产企业必须通过客户极其严格的资质认定（公司取得日本电产和 JVC 的资质认证分别耗费了 4 年和 6 年的时间），而一旦取得了资质认证将为公司产品供应及与客户合作的稳定性提供有力保障。

(2) 自主研发的国产设备带来成本优势

相比于上海爱普生和日本大同，公司还拥有一定的成本优势，我们认为公司成本优势主要得益于其自主研发的全产设备。公司设备全部是由国产相近设备改造而来，目前已实现半自动化生产，我们认为公司自主研发的设备优势主要体现在以下三点：第一，也是最重要的一点，公司能够根据实际生产需要进行灵活组合，实现多品种多规格多牌号产品同时生产（符合粘结钕铁硼磁体生产的非标要求），且生产能力能实现弹性控制，具有国际较先进水平；第二，公司实现生产设备全部国产化，取代进口设备，使公司拥有了一定的成本优势；第三，近年来，公司将生产设备进行改造升级，生产效率大大提高（产品涂层效率提高 1 倍，充磁效率提高 30%，装配效率提高 50%），进一步降低了产品成本。

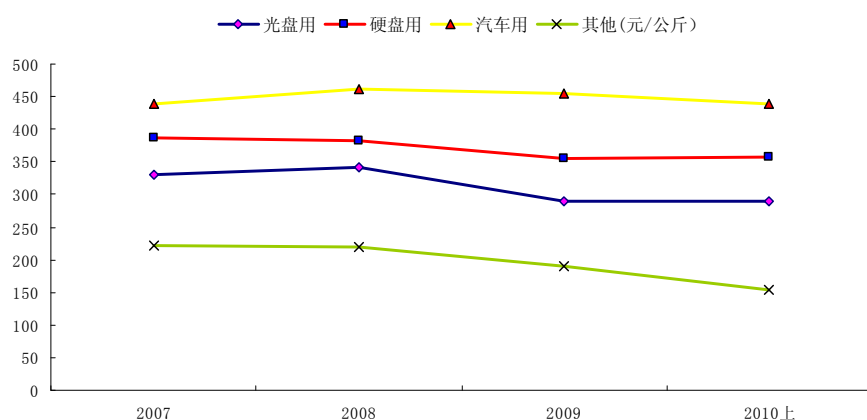
08 年以来，受到下游需求的快速增长及中国对上游稀土精矿开采和出口的严格控制，金属钕价格显著上扬（国内现货金属钕价格较年初上涨 60.4%，较 08 年 12 月的价格谷底上涨了 195%），加之麦格昆磁公司对磁粉专利的垄断，原材料磁粉价格居高不下，而公司三大主要产品价格却逐年降低（光盘用、硬盘用和汽车用磁体销售价格较 08 年分别下降了 15%、6% 和 5%），利润空间不断压缩；但值得注意的是，在原材料价格居高不下和产品价格不断下滑的不利环境下，公司近年来毛利率却基本维持稳定，我们推测这主要是得益于其良好的成本控制能力。

图 15：金属钕价格显著上扬



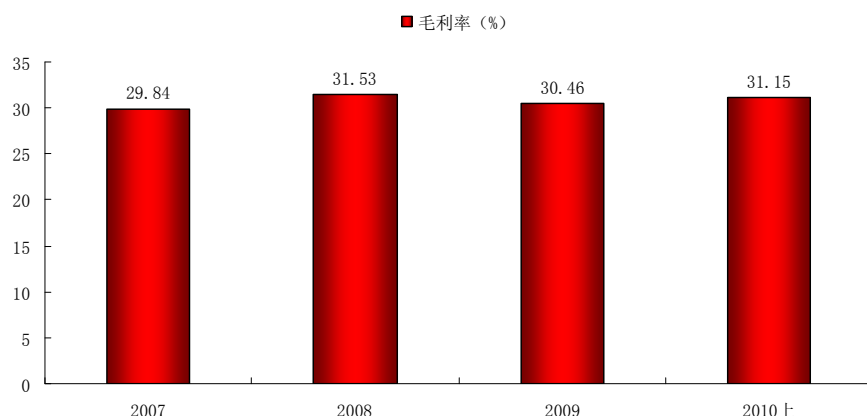
资料来源：Bloomberg

图 16：公司产品价格逐年降低



资料来源：招股说明书

图 17：公司毛利率基本维持稳定



资料来源：招股说明书

● 短期内 MQ 磁粉价格仍将维持高位，公司未来业绩增长主要靠产量增加，利润率大幅提升可能性不大

原材料为公司生产成本中比例最大的一块，占比高达 80%。公司磁体产品的主要原材料为快淬钕铁硼微晶磁粉。目前公司原材料采购分为两部分，一部分销往专利地区产品的快淬钕铁硼微晶磁粉全部由美国麦格昆磁公司提供，因公司产品主要用于出口，MQ 磁粉的采购金额占比一直维持在 85%左右的水平；另一部分销往非专利地区产品的快淬钕铁硼微晶磁粉向国内厂商采购，前几名的国内采购商为四川省夹江县圆通稀土永磁厂、成都新日升涂料配送有限公司、四川省隆昌承华化工有限公司和成都华亨实业有限公司。

受制于 MQ 磁粉的专利权垄断，公司 85%的原材料磁粉均向麦格昆磁公司采购，考虑到 MQ 磁粉专利权要到 2014 年才到期，且存在专利权延期的风险，加之中国稀土开采和出口的严格控制将导致金属钕价格继续上扬，我们认为，短期内 MQ 磁粉价格仍将维持高位，在成本出现上升的情况下，公司利润率大幅提升可能性不大。

而消费电子及汽车制造等粘结钕铁硼磁体下游需求行业正稳步复苏，公司目前订单饱满，产能利用率大，加之募投项目建成后可大大提高公司产品产能，因此，我们预计未来公司业绩增长主要依赖于产量的增长。

表 7：原材料占公司成本比重高达 80%（万元）

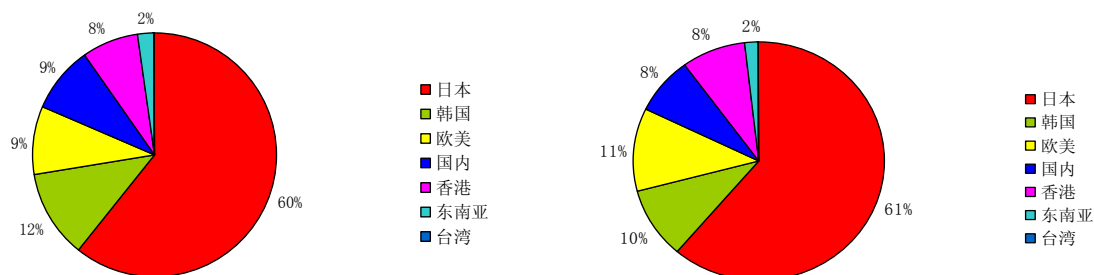
	2007		2008		2009		2010 中期	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
MQ 磁粉	12041.49	80.0%	11608.15	78.9%	14289.86	79.9%	9215.19	78.1%
电力	394.75	2.6%	342.31	2.3%	393.82	2.2%	287.24	2.4%
天然气	22.94	0.2%	25.51	0.2%	26.69	0.1%	13.32	0.1%
自来水	18.91	0.1%	11.01	0.1%	17.09	0.1%	16.29	0.1%

资料来源：招股说明书

● 公司产品 90%以上用于出口，人民币升值将对公司业绩产生较大影响

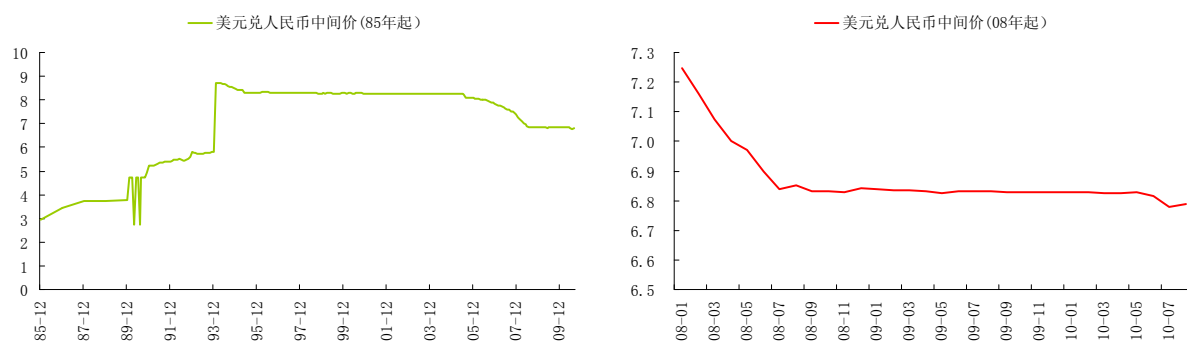
自 05 年起，人民币便进入缓慢的升值通道，截止报告期，人民币对美元汇率较 08 年初已下降 6%，较 05 年已大幅下降 18%，且近期人民币升值压力仍有增无减；作为出口导向型企业，公司产品 90%以上用于出口，未来人民币升值将对公司业绩带来较大的负面压力。

图 18: 公司收入（左）、利润（右）地区分布（10 年中期）



资料来源: Bloomberg

图 18: 人民币对美元汇率历史走势



资料来源: Bloomberg

四、募投项目分析

公司拟向社会公众公开发行人民币普通股 4100 万股，占发行后总股本的 25.38%，发行价 18 元，实际募集资金扣除发行费用后的净额约为 6.97 亿元，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的运营资金。公司募投项目及资金使用情况见表。

表 8: 募投项目及资金使用情况（万元）

项目名称	投资总额	其中		资金使用计划		建设周期	达产率		
		建设投资	铺底流动资金	第一年	第二年		第一年	第二年	第三年
高精度、高洁净度硬盘用粘结钕铁硼磁体扩建项目	13870	12887	983	12887	983	12 个月	60%	80%	100%
高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目	4790	4481	309	4481	309	12 个月	60%	80%	100%
其他与主营业务相关的营运资金	51031								

合计	69691	17368	1292						
----	-------	-------	------	--	--	--	--	--	--

资料来源：招股说明书

2009 年以来，随着市场需求的大幅增长，公司以硬盘驱动器用磁体为代表的高端磁体产品产能瓶颈日益突出，产能利用率接近 150%，为解决产能瓶颈问题，满足下游客户需求，公司此次募投项目将分别新增高精度、高洁净度硬盘用粘结钕铁硼磁体产能 600 吨和高性能汽车用粘结钕铁硼磁体产能 200 吨（前期已用自有资金先行投入，产能分别增加 35 吨和 5 吨），待项目完全达产后，两种产品产能将分别增长至 750 吨和 240 吨。届时公司磁体总产能将增长至 1550 吨，但此次公司新增产能较大，未来能否完全转化为产量仍有赖下游需求消化及其订单的增长，考虑到公司已融入到全球粘接钕铁硼磁体的产品链中，市场需求空间问题应该问题不大。

表 9：募投项目新增产能情况

	募投项目前产能（2008 年）	新增产能	募投项目后产能
高精度、高洁净度硬盘用粘结钕铁硼磁体	150	600	750
高性能汽车用粘结钕铁硼磁体	40	200	240

资料来源：招股说明书

五、盈利预测与风险提示

综合考虑公司未来的发展趋势及募投项目建设情况，我们预计公司 2010 年和 2011 年 eps 分别为 0.37 元和 0.47 元，按照 11 年给予 35 倍 pe 计算，公司合理价格应该在 16.5 元左右。公司发行价为 18 元。

● 投资风险和结论的局限性

我们盈利预测及结论都是建立在下游行业需求稳步增长以及公司产能产量有所增长的基础上的。未来行业景气度以及公司发展情况不及预期及人民币升值等因素将造成报告中业绩预期及投资结论的偏差。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	217	249	331	404	485
营业成本	148	173	229	277	320
毛利	68	76	103	127	165
% 营业收入	31.5%	30.5%	31.0%	31.5%	34.0%
营业税金及附加	1	1	2	2	3
% 营业收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	6	7	9	11	13
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	18	17	22	26	32
% 营业收入	8.1%	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
财务费用	7	3	2	1	0
% 营业收入	3.4%	1.0%	0.6%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	37	47	70	88	116
% 营业收入	17.0%	18.7%	21.0%	21.9%	23.9%
营业外收支	0	1	1	1	1
利润总额	36	47	71	89	117
% 营业收入	16.8%	19.1%	21.3%	22.1%	24.1%
所得税费用	6	7	10	13	17
净利润	31	41	60	76	100
归属于母公司所有者的净利润	30.9	40.6	60.4	76.4	100.1
少数股东损益	0	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.19	0.25	0.37	0.47	0.62

现金流量表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流净	36	53	49	80	111
取得投资收益收回	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	0
固定资产投资	-4	-5	-510	-212	-115
其他	8	3	0	0	0
投资活动现金流净	4	-2	-510	-212	-115
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	738	0	0
银行贷款增加 (减)	21	-25	-51	20	40
筹资成本	53	33	-5	-8	-8
其他	-106	-66	0	0	0
筹资活动现金流净	-32	-58	682	12	32
现金净流量	8	-7	221	-120	28

资产负债表 (百万元)

	2008	2009	2010	2011	2012
货币资金	48	40	261	142	170
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	48	81	108	131	158
存货	28	29	39	47	54
预付账款	2	1	7	8	9
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	128	154	417	331	395
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产合计	0	139	636	827	910
无形资产	17	17	16	16	15
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	0	1	0	0	0
其他非流动资产	147	0	0	0	0
资产总计	293	310	1069	1174	1321
短期贷款	76	51	0	20	61
应付款项	5	35	46	55	64
预收账款	0	0	1	1	1
应付职工薪酬	1	1	1	1	1
应交税费	8	12	17	22	28
其他流动负债	5	4	5	6	7
流动负债合计	94	102	70	106	162
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7	7
负债合计	102	109	76	112	169
归属于母公司所有者权益	191	201	993	1062	1152
者权益					
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	191	201	993	1062	1152
负债及股东权益	293	310	1069	1174	1321

基本指标

	2008	2009	2010	2011	2012
EPS	0.191	0.251	0.374	0.473	0.620
BVPS	1.58	1.67	8.24	8.81	9.56
PE	94.24	71.59	48.13	38.05	29.05
PEG	2.69	2.04	1.37	1.08	0.83
PB	11.36	10.80	2.19	2.04	1.88
EV/EBITDA	52.76	48.56	31.75	25.46	18.73
ROE	16.2%	20.2%	6.1%	7.2%	8.7%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。