



东兴证券
DONGXING SECURITIES

磁材稳健，光伏爆发，锂电储备

——横店东磁（002056）调研报告

2010 年 10 月 25 日

推荐/维持

横店东磁

调研报告

报告摘要:

- 永磁铁氧体和软磁铁氧体是公司传统主营业务,其中永磁总产能约 7 万吨,为全球最大的供应商之一。微波炉磁瓦产能约占 20%,具有技术专利,在行业内居于垄断地位,市场占有率超过 95%。喇叭磁钢产品产能最大,但毛利率仅 23%左右,目前逐渐向电机磁瓦转移产能,预计未来该业务将可保持 15%~20%左右的增速。
- 公司软磁业务总体产能 2 万余吨,是国内最大的供应商,全球市场份额在 5%左右。功率锰锌铁氧体是公司当前和未来几年的主打产品,始终处于供不应求的状态,预计未来市场需求将有 20%以上的增速。
- 公司 2009 年进入光伏领域,目前已具有 100MW 单晶硅电池片产能,在建的 100MW 单晶硅电池片生产线预计年底之前可以达产, 200MW 多晶硅电池片和 50MW 组件生产线预计 2011 年底或 2012 年初即可达产。预计未来几年全球光伏市场将保持较快增长,公司快速扩张的产能会被爆发式的需求所消化
- 根据公司各业务产能规划以及我们对市场的预期,预计公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.89、1.39 和 2.00 元,对应的 P/E 分别为 42、28 和 19 倍。其中 2011 年,预计磁材业务 EPS 贡献为 0.84 元,给予 30 倍市盈率,对应 25.35 元;光伏电池业务 EPS 贡献为 0.55 元,给予 35 倍市盈率,得到 19.28 元,则合理价位在 44.63 元,距离目前 37.38 元的价位仍有约 20%的空间,维持其“推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入(百万元)	1,350.32	2,952.31	4,870.28	7,007.33
增长率(%)	-15.08%	118.64%	64.96%	43.88%
净利润(百万元)	162.34	364.63	575.79	825.69
增长率(%)	8.61%	124.61%	57.91%	43.40%
每股收益(元)	0.400	0.88	1.40	2.00
净资产收益率(%)	6.73%	13.30%	17.66%	20.63%
P/E	93.45	42.12	26.68	18.60
P/B	6.36	5.60	4.71	3.84
P/S	11.37	5.20	3.15	2.19

银国宏

策略分析师

010-66507301

执业证书编号: S1480207120048

王立(联系人)

新能源行业分析师

010-66507319

wangli@dxzq.net.cn

资产负债表数据

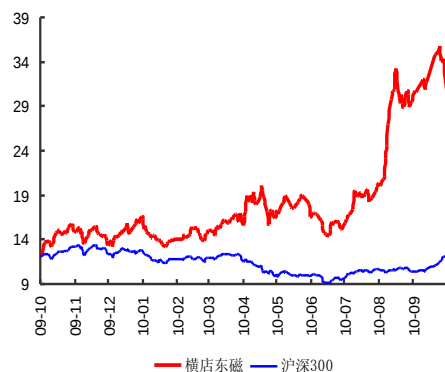
(2010.06.30)

总资产(百万元)	3006.45
股东权益(百万元)	2515.95
每股净资产(元)	6.11
市净率(X)	5.62
负债率(%)	16.32

交易数据

52 周股价区间(元)	12.15 - 35.72
总市值(万元)	1410619.70
流通市值(万元)	1410608.89
总股本/流通 A 股	410900000/410900000
流通 B 股/H 股	0/0
52 周日均换手率	2.7

52 周股价走势图



资料来源: wind

目 录

1. 传统业务稳健增长，新产品剑指高端	3
1.1 永磁铁氧体订单饱满，新产品开拓新市场	3
1.2 软磁业务毛利率较高，新增产能面向高端需求	4
1.3 原材料供应充足有保障	5
2. 光伏电池业务提升估值，锂电储备值得期待	5
2.1 光伏电池产能迅速扩充，显著贡献业绩	5
2.2 市场仍不明朗，磷酸铁锂巩固技术储备	6
3. 盈利预测	6

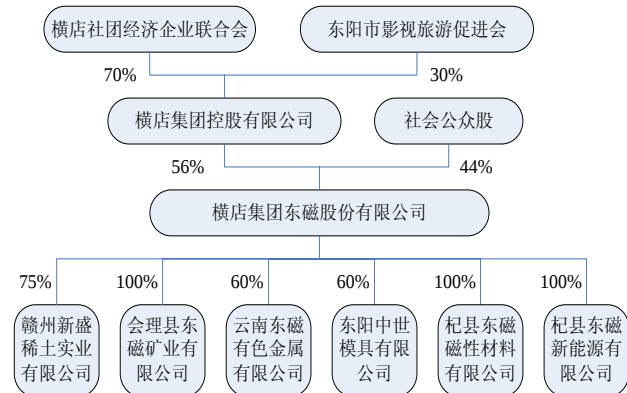
表格目录

表 1: 主营业务收入预测	6
表 2: 盈利预测与估值	7
表 3: 财务指标——杜邦分析	7
表 4: 财务指标——资产分析	7
表 5: 财务指标——运营资本比率	7
表 6: 财务指标——收益质量	8
表 7: 财务指标——现金流比率	8
表 8: 财务报表预测	8

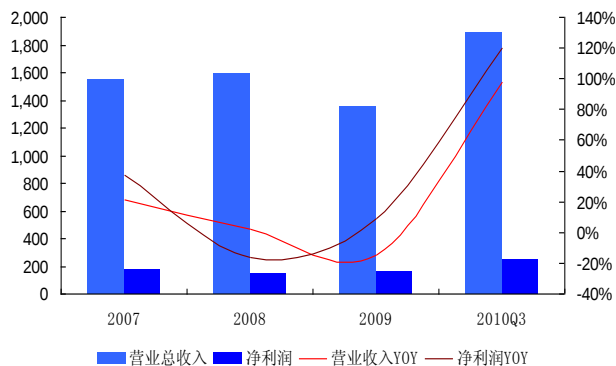
插图目录

图 1: 公司股权结构	3
图 2: 公司最近 3 年一期营业收入与净利润	3
图 3: 公司主要产品线	4
图 4: 音响和空调下游市场容量	4
图 5: 微波炉市场规模	4
图 6: 汽车保有量及其增速	4
图 7: 国家电网光伏发电总装机容量规划	6
图 8: 全球光伏发电市场容量预测	6

公司主要业务为永磁铁氧体和软磁铁氧体，收入贡献达到 80%以上。2009 年，在金融危机的大背景下，公司营业总收入比 2008 年下降了 15.08%，由于加强了成本控制，归属于上市公司股东的净利润反而同比上升了 8.61%。2010 年前三季度，国际经济环境好转，公司营业收入同比上升 97.71%，归属上市公司股东净利润同比上升 119.96%。

图 1：公司股权结构


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：公司最近 3 年一期营业收入与净利润


资料来源：公司公告、东兴证券整理

1. 传统业务稳健增长，新产品剑指高端

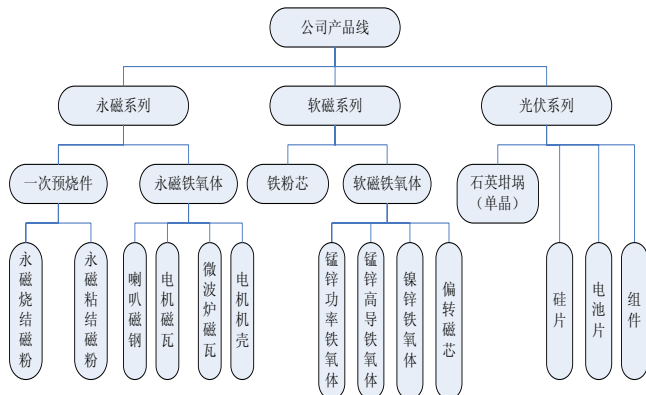
1.1 永磁铁氧体订单饱满，新产品开拓新市场

永磁铁氧体是公司传统两大主营业务之一，总产能约 7 万吨，是全球最大的供应商之一。其中喇叭磁钢产能约占 40%，微波炉磁瓦产能约占 20%，电机磁瓦产能约占 20%，其余 20% 产能包括电机机壳、粘结钕铁硼等各种产销量较小的产品。随着全球经济的复苏，公司订单饱满，上半年产销约 5 万吨，总体产能利用率较高。

公司的微波炉磁瓦具有技术专利，在行业内居于垄断地位，市场占有率超过 95%。公司喇叭磁钢产品虽然产能最大，但技术含量最低，毛利率基本稳定在 23% 左右，目前逐渐向新产品电机磁瓦转移产能。电机磁瓦主要用于音响、变频空调等高档家电产品以及汽车电机中，技术含量较高，单价达到喇叭磁钢的 4 倍，毛利率也远高于前者，是公司未来永磁事业部的主导产品。市场方面，随着我国城镇居民收入水平的整体提高，对各种家电产品的消费呈现快速上涨的趋势，家电下乡更是开拓了农村市场。同时，虽然变频空调补贴尚未实施，但出于节能减排的诉求，对定频空调补贴的降低以及对能效标准的提升，都将刺激对变频空调的需求。汽车市场方面，我国成为汽车产销量第一大国。由于消费观念的转变，汽车舒适化、高档化、电子化、节能化的时代已经来临，电机磁瓦广泛应用于中高档汽车的各种电机之中，尤其是高档汽车，仅一辆高档汽车就有 130 余处用到电机磁瓦，中档车平均也有 60 余处。预计未来汽车工业将保持 10% 左右的增长率，而电机磁瓦的需求增速将远高于汽车产量的增长速度，再加上国际上许多汽车电机生产厂商对磁铁的采购纷纷向中国转移，考虑到公司龙头企业的地位，预计未来该业务将可保持 15%~20% 左右的增速。

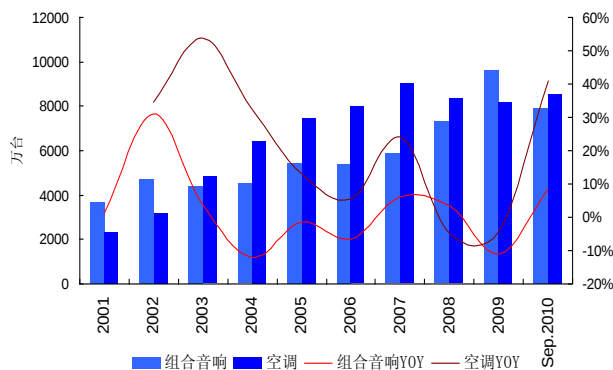
公司电机机壳、定子产品，以及粘结钕铁硼产品同样定位于高端汽车电机领域，目前正处于市场拓展期，毛利率水平和销售量均较低。随着市场开拓的进行，新产品将为公司未来发展提供有力支撑。

图 3：公司主要产品线



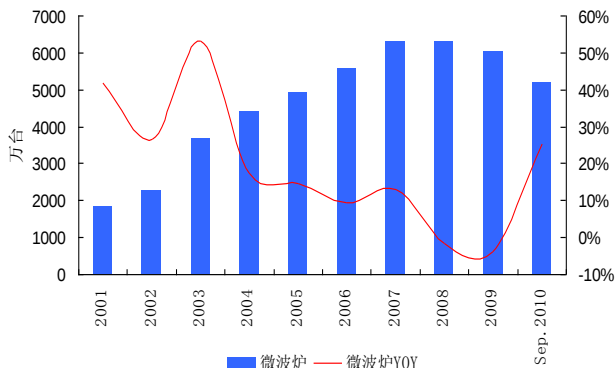
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：音响和空调下游市场容量



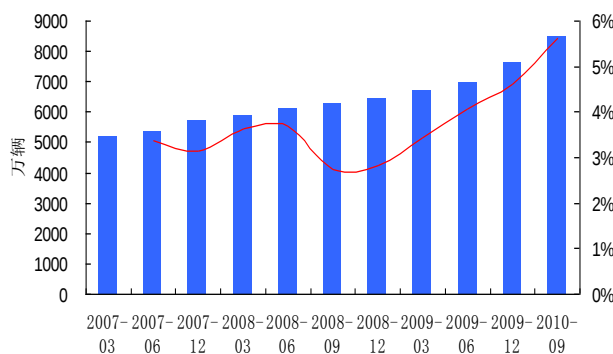
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5：微波炉市场规模



资料来源：Wind、东兴证券整理

图 6：汽车保有量及其增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 软磁业务毛利率较高，新增产能面向高端需求

软磁材料是磁性材料中应用最广泛的一种，软磁铁氧体同样是公司传统两大主营业务之一，总体产能 2 万余吨，是国内最大的供应商，全球市场份额在 10% 左右。产能主要集中在锰锌铁氧体，其中功率铁氧体月产能超过 1000 吨，高导铁氧体月产能 100 余吨，在建功率铁氧体年产能 6000 吨项目预计 2011 年底投产。其余部分产能分布在偏转磁芯和铁粉心等产品。其中偏转磁芯主要用于 CRT 电视机，由于 LCD 与 LED 对 CRT 的替代，需求量逐年萎缩，这部分产品毛利率水平仅有 18%~20%，也是公司铁氧体产品线中最低的。公司铁粉芯毛利率水平较高，在 35% 左右，被广泛地用于开关电源输出电感、在线噪声滤波器、PFC 电感、抗流圈、EM/RFI 等用途，下游行业包括通信、电子、仪器仪表、家电等领域，市场容量极大，而由于产品正处于客户开发时期，目前对公司利润贡献较小。

功率锰锌铁氧体是公司当前和未来几年的主打产品，尤其是 PC44 以上（PC47、PC95、PC50）的高档产品。随着电力电子技术的快速发展，电子设备多功能化和高密度化的需求也在增加，工作频率更高的 PC44 及 PC50 功率铁氧体材料和磁芯正式适应了磁性元件高性能化的发展趋势而快速发展起来。在国内现有原材料和设备条件下，大量生产产品性能在 PC40 左右，氮窑大批量生产合格的 PC44 材料还有困难。目前国内软磁铁氧体中低档产品占比在 60% 以上，高档产品逐渐开始形成竞争力，高性能 PC44 以上性能的功率软磁铁氧体在国内总产量中的占比从 2007 年的 10% 迅速增加到 2009 年的 25% 左右，而 PC44 以上（PC47、PC95、PC50）产品仍不足市场的 10%。公司产品自 2009 年 6 月份以来始终处于供不应求的状态，预计未来市场需求将有 20% 以上的增速。

1.3 原材料供应充足有保障

公司磁性材料产品生产所需主要原材料为三氧化二铁、四氧化三铁、碳酸锶、四氧化三锰、氧化锌等，约占产品成本的 55%。四氧化三铁是应用极广的磁性原材料，市场供给充分，四氧化三锰和氧化锌两种原材料市场供大于求，而我国已成为世界上工业碳酸锶最大的生产国，除三氧化二铁外，主要原材料在国内市场均有充足的供给。三氧化二铁即铁红，主要作为废物购入，但市场供应紧张，公司已与奥地利、中钢等几家供应商洽谈，原材料供给会有保证。然而由于全球资源产品通货膨胀预期高涨，而下游电子产品价格传导能力较差，预计原材料价格的上涨会对未来公司产品利润有所侵蚀，但考虑到公司在行业内的龙头地位，和较强的研发优势和议价能力，未来产品毛利率下降空间有限。

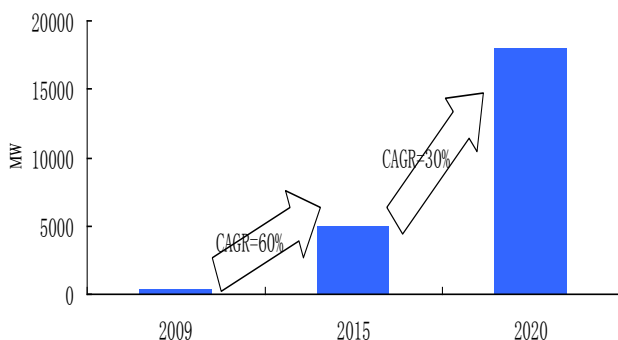
2. 光伏电池业务提升估值，锂电储备值得期待

2.1 光伏电池产能迅速扩充，显著贡献业绩

公司 2009 年进入光伏领域，目前已具有 100MW 单晶硅电池片产能，成品率稳定在 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。在建的 100MW 单晶硅电池片生产线预计年底之前可以达产，200MW 多晶硅电池片和 50MW 组件生产线预计 2011 年底或 2012 年初即可达产。目前已经投产的太阳能硅片尚未达到预计产能，月产能仅为 30 万片左右，因此目前公司的硅片主要是外购，由于硅片行业普遍毛利率在 10% 以上，因此硅片项目一旦完全达产，可有效降低公司光伏产品的成本，提升电池/组件的毛利率水平。

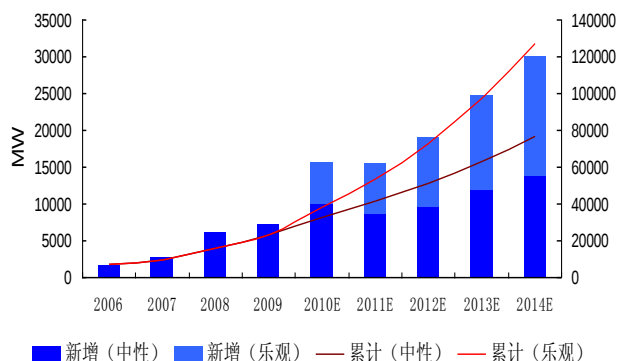
公司新近进入光伏领域，尚未取得 TÜV 等认证，因此产品以内销为主，得益于光伏市场的爆发式增长，目前公司订单饱满，4 条线基本为满负荷生产，每月贡献毛利 1000 余万。按照“十二五”规划草案、国家电网以及可再生能源等规划，到 2015 年，我国光伏发电装机容量将达到 5GW，2020 年将达到 20GW，2050 年将达到 600GW，而 2009 年全国光伏累计装机容量不过 305MW，市场容量巨大。而一旦公司顺利通过 TÜV 等国际认证，将面临更大的国际市场，按照目前的出货量，预计 2010 年全球市场装机需求至少在 12GW~15GW 之间，而 2011 年将达到 20GW 左右，未来几年也将保持较快增长。公司快速扩张的产能会被爆发式的需求所消化。

图 7：国家电网光伏发电总装机容量规划



资料来源：国家电网、东兴证券研究所

图 8：全球光伏发电市场容量预测



资料来源：EPIA、东兴证券研究所

2.2 市场仍不明朗，磷酸铁锂巩固技术储备

公司在动力电池领域与上海交大进行合作，进行了一定的技术储备，2009 年，完成“锂离子电池正极用磷酸铁锂材料”的省级新产品开发，“磷酸铁锂电池极片及其制备方法”已到美国和欧洲各申请专利一项。

按照《节能与新能源汽车产业发展规划（征求意见稿）》，到 2015 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车市场保有量达到 50 万辆以上，中/重度混合动力乘用车保有量达到 100 万辆；到 2020 年，新能源汽车实现产业化，纯电动汽车和插电式混合动力汽车市场保有量达到 500 万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的 50%以上。根据业内专家的计算，按照政府的计划推广量，预计到 2012 年新能源汽车所用的动力电池需求量将超过 70 亿 KWh，而 2009 年国内车用动力电池的生产企业总产量不过 2 亿 kWh，按照国家 863 动力电池测试中心的统计与测算，目前国内车辆用动力电池产能上限为 13 亿 kWh。可见，具有品质保障的动力电池产量与需求有相当大的缺口。虽然市场空间巨大，但国内企业界对技术路线的选择仍不明朗，主要集中在日韩的锰锂系和美国的铁锂系。基于慎重的原则，公司在动力电池领域积极进行技术储备，但不投入资金批量生产，待技术路线和市场选择的方向较为明确后，预计公司可迅速将技术储备转化为实际产能，为公司贡献业绩。

3. 盈利预测

根据公司各业务产能规划以及我们对市场的预期，预计公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.89、1.39 和 2.00 元，对应的 P/E 分别为 42、28 和 19 倍。其中 2011 年，预计磁材业务 EPS 贡献为 0.84 元，给予 30 倍市盈率，对应 25.35 元；光伏电池业务 EPS 贡献为 0.55 元，给予 35 倍市盈率，得到 19.28 元，则合理价位在 44.63 元，距离目前 37.38 元的价位仍有约 20%的空间，维持其“推荐”的投资评级。

表 1：主营业务收入预测

主营业务	2009A	2010E	2011E	2012E
永磁铁氧体预计产能（吨）	50000	70000	77000	85000

销售占比	80%	97%	95%	95%
永磁铁氧体平均售价（万元/吨）	1.43	1.64	1.72	1.81
永磁铁氧体业务销售收入（万元）	57121.46	111508.23	126136.50	146203.67
软磁铁氧体预计产能（吨）	20000	27000	30000	33000
销售占比	80%	97%	95%	95%
软磁铁氧体平均售价（万元/吨）	4.01	4.49	4.72	4.96
软磁铁氧体业务销售收入（万元）	64213.72	117723.01	134511.69	155361.00
太阳能电池预计产能（MW）	0	100	200	400
销售占比	N/A	60%	98%	90%
太阳能电池平均售价（万元/MW）	N/A	1100	1155	1108.8
太阳能电池业务销售收入（万元）	0	66000	226380	399168
主营业务销售收入合计：	121335.18	295231.24	487028.19	700732.67

表 2：盈利预测与估值

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	1,590.13	1,350.32	2,952.31	4,870.28	7,007.33
主营收入增长率	2.49%	-15.08%	118.64%	64.96%	43.88%
EBITDA（百万元）	252.40	263.58	560.90	854.98	1,163.62
EBITDA 增长率	-23.67%	4.43%	112.80%	52.43%	36.10%
净利润（百万元）	149.46	162.34	363.54	573.18	822.87
净利润增长率	-15.77%	8.61%	123.94%	57.67%	43.56%
ROE	6.58%	6.73%	13.26%	17.60%	20.59%

表 3：财务指标——杜邦分析

	Tax Burden（%）	Interest Burden（%）	EBIT Margin（%）	资产周转率	财务杠杆	ROE
2007/12/31	74.99	90.82	16.81	0.76	1.26	11.01%
2008/12/31	83.70	105.56	10.55	0.62	1.17	6.75%
2009/12/31	86.16	107.26	12.97	0.50	1.15	6.91%
2010/06/30	85.33	100.25	14.52	0.35	1.17	5.14%

表 4：财务指标——资产分析

单位：百万	2007/12/31	占比	2008/12/31	占比	2009/12/31	占比	2010/06/30	
流动资产	168.57	74.84%	198.08	77.60%	246.99	74.48%	1,907.19	63.44%
PP&E	53.82	23.89%	53.66	21.02%	61.87	18.66%	907.54	30.19%
无形资产	0.42	0.18%	0.32	0.13%	17.59	5.31%	186.30	6.20%
商誉	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他非流动资产	2.44	1.08%	3.19	1.25%	5.16	1.56%	5.43	0.18%
总资产	225.25		255.25		331.62		3,006.45	

表 5：财务指标——运营资本比率

Working Capital Ratios	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/06/30
Current ratio	5.58	5.93	5.16	4.09
Quick ratio	4.9681	5.0707	4.5303	3.48
Defensive interval ratio	104.24	91.83	117.93	611.90
Day's sales outstanding	73.0608	68.8481	81.7253	66.67
Day's inventory on hand	53.8995	67.4878	84.7019	60.76
Day's payables	37.88	17.08	25.61	101.35
Cash conversion cycle	89.08	119.26	140.82	26.08

表 6: 财务指标——收益质量

Earnings Quality	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/06/30
Balance sheet accruals	-806.04	31.93	95.49	1310.21
Cash flow accruals	50.77	40.87	-102.40	173.26
Net operating assets	125.49	157.42	252.91	1563.11
B/S accruals ratio	-152.51%	22.57%	46.54%	144.29%
C/F accruals ratio	9.61%	28.90%	-49.91%	19.08%

表 7: 财务指标——现金流比率

Cash Flow Ratios	2007/12/31	2008/12/31	2009/12/31	2010/06/30
OCF before interest and taxes	281.29	290.41	350.98	208.03
OCFBIT/operating income	15.39	7.14	7.56	1.40
OCFBIT/total debts	4.46	3.12	2.49	2.40

表 8: 财务报表预测

利润表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	1,350.32	2,952.31	118.64%	4,870.28	64.96%	7,007.33	43.88%
营业成本	972.95	2,110.90	116.96%	3,506.60	66.12%	5,045.28	43.88%
营业费用	67.37	147.62	119.12%	243.51	64.96%	350.37	43.88%
管理费用	116.08	259.80	123.82%	428.58	64.96%	616.64	43.88%
财务费用	(12.72)	(9.63)	N/A	(9.08)	N/A	(9.03)	N/A
投资收益	(1.32)	0.08	N/A	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	180.91	417.99	131.04%	663.52	58.74%	954.10	43.79%
利润总额	187.85	423.99	125.70%	669.52	57.91%	960.10	43.40%
所得税	26.00	59.36	128.32%	93.73	57.91%	134.41	43.40%
净利润	161.86	364.63	125.28%	575.79	57.91%	825.69	43.40%
归属母公司所有者的净利润	162.34	364.63	124.61%	575.79	57.91%	825.69	43.40%
NOPLAT	144.91	351.19	142.34%	562.82	60.26%	812.77	44.41%
资产负债表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	1,110.95	956.76	-13.88%	859.12	-10.21%	946.05	10.12%

交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收账款	344.11	323.54	-5.98%	667.16	106.21%	1,151.89	72.66%
预付款项	24.76	24.76	0.00%	24.76	0.00%	24.76	0.00%
存货	208.72	404.83	93.96%	672.50	66.12%	967.59	43.88%
流动资产合计	1,709.38	1,799.22	5.26%	2,397.22	33.24%	3,357.95	40.08%
非流动资产	1,063.89	1,310.85	23.21%	1,422.31	8.50%	1,415.77	-0.46%
资产总计	2,773.27	3,110.07	12.14%	3,819.53	22.81%	4,773.72	24.98%
短期借款	23.48	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付账款	188.52	231.33	22.71%	384.29	66.12%	552.91	43.88%
预收款项	12.61	12.61	0.00%	12.61	0.00%	12.61	0.00%
流动负债合计	331.25	323.86	-2.23%	495.94	53.13%	685.63	38.25%
非流动负债	23.77	39.79	67.39%	58.97	48.20%	80.34	36.24%
少数股东权益	4.68	4.68	0.00%	4.68	0.00%	4.68	0.00%
母公司股东权益	2,413.56	2,741.73	13.60%	3,259.94	18.90%	4,003.06	22.80%
经营运资本	1,378.13	1,475.36	7.06%	1,901.29	28.87%	2,672.31	40.55%
投入资本 IC	1,370.78	1,829.66	33.48%	2,445.50	33.66%	3,101.69	26.83%
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	161.86	364.63	125.28%	575.79	57.91%	825.69	43.40%
折旧摊销	95.39	152.54	59.92%	188.54	23.60%	206.54	9.55%
净营运资金增加	(47.94)	97.23	N/A	425.93	338.05%	771.03	81.02%
经营活动现金流	274.34	283.50	3.34%	239.60	-15.49%	347.02	44.83%
投资活动现金流	(131.81)	(403.22)	N/A	(307.92)	N/A	(207.92)	N/A
融资活动现金流	(99.11)	(34.47)	N/A	(29.32)	N/A	(52.17)	N/A
现金净增（减）	43.41	(154.19)	N/A	(97.64)	N/A	86.93	N/A

分析师简介

王立

南开大学电子信息科学学士，光学工程硕士，控制理论与控制工程博士，2009 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。