

优秀基因再次注入光伏业务 给予“买入”评级

事件：公司公布 2010 年报

收入和利润均大幅增长。公司公布 2010 年报，收入为 30 亿，同比大幅增长 122.22%，净利润 3.63 亿，同比大幅增长 123.36%。每股收益 0.88 元，相比去年只有 0.4 元大幅增长，但低于公司在三季度的盈利预期，主要是由于 12 月太阳能电池片价格下降较快和订单有所减缓所致。

光伏业务大幅放量。公司在光伏方面的业务切入速度迅速，投产项目放量，实现收入 9.7 亿，毛利率达到 17.8%。由于公司在 2010 年下半年集中投产，四季度拥有产能 275MW，目前估计拥有产能 300-400MW。由于光伏业务集中在三季度开始放量，按照第四季度 275M 满产，以电池片每瓦 9 元计算，我们预计第四季度收入约为 6 亿多，占全年光伏大部分收入。公司硅片产能为 50MW，而组件还在申请认证的过程中。目前公司电池片主要以浙江地区的中小组件厂商为客户，未来随着组件认证的申请完成，有望进一步开拓海外客户。同时公司也将加大开拓上游原材料长单的合作方。

产业链一体化方向，规模进入国内第二梯队。根据公司几大扩产项目，最终将达到电池片、硅片、组件分别 900mw、200mw、300mw 的产能，实现产业链一体化路线。我们认为横店高效的执行效率和优秀的管理能力，必将使公司在光伏领域再铸辉煌。明年光伏收入将超过磁体收入，成为公司最大业务。我们预计 2011 年末产能达到电池片 600M，硅片 150M，组件 200MW。公司产能不是问题，具体销售收入关键在于 2011 年光伏整体市场的供需情况。由于四季度末电池片价格下降较多，以及冬季欧洲淡季的影响，公司光伏收入有所下降，相信未来一段时间将有所恢复。我们对 2011 年整体光伏市场保持乐观。明年公司的产能就将进入国内光伏第二梯队。

规模优势，费用率降低。公司 2010 年的销售费用占比只有 3.33%，管理费用 6.43%；而 2009 年分别为 4.99% 和 8.6%。整体三项费用 9.55%，大幅低于 2009 年和 2008 年的 12.64% 和 13.44%。由于光伏行业大幅放量占三分之一收入，规模优势明显，随着公司光伏行业继续放量，费用率还将降低。公司在磁材行业就以工艺精湛和费用控制著名，未来这些优势将复制到光伏行业。

横店东磁
002056

维持

超配

分析师：袁 璋

投资咨询执业证书编号：

S0630210040002

联系信息：

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

日期

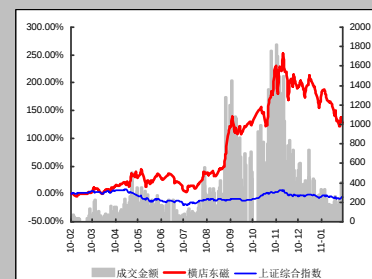
分析：2010 年 01 月 27 日

价格

当前市价：31.78 元

半年目标：58.5 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.88	1.27	2.34	3.43
PE	35.1	24.4	13.2	9.0
PB	4.6	3.9	3.1	2.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

优秀基因再次注入光伏业务。公司的特点是低调务实，在管理层的带领下在行业内踏踏实实，深受同行好评。在磁体领域做到同行第一的水平，成为国内最大的永磁软磁龙头，且在金融危机时还能保持毛利率稳定，可见工艺管理和大规模生产成本控制能力优秀。我们相信这家公司的优秀基因将再次注入光伏行业，光伏和磁材行业虽不同，但竞争和发展形势却相似，都是市场化大规模制造业务。从去年的情况看，光伏业务进展速度也大大超过预期，体现了公司快速执行的管理能力。我们认为管理才是一家公司最有竞争力的体现，相信公司必将在光伏行业闯出一片天空。

磁体业务复苏。公司的永磁和软磁业务分别为 9.36 亿和 7.64 亿，分别同比增长 63.82% 和 19.01%。其中永磁业务复苏较强。永磁和软磁的毛利率分别为 29.24% 和 31.35%，基本于前 2 年持平。其中软磁趋向小型化、薄平化、超大型化方向，客户方面贯彻“抓大拓新”，拓展如汽车电子、太阳能逆变领域、UPS 市场、LED 等市场。永磁方面低端喇叭磁钢市场份额减少，微波炉磁钢的市占率在 90% 以上，增长集中在电机磁瓦、电机机壳和定子，今年完成客户开发 20 家，新客户集中在机壳、高性能磁瓦等新领域。

股权激励。公司股权激励确定 1 月 27 日为授予日。激励价格为 8.92 元/股，激励数量为 1500 万股。对 2011 年-2013 年的 EPS 影响分别为 0.2 元，0.1 元和 0.05 元。每股收益影响按照定向增发后的 4.295 亿股股本计算。长期来看股权激励有利于公司的发展，而对 EPS 的影响属于短期影响，不影响公司的长期价值。

盈利预测与估值。我们预测公司的 2011 年-2013 年的 EPS 分别为 1.27 元、2.34 元、3.43 元，基于对公司执行能力的长期看好和对光伏行业的长期看好，给予 2012 年 25 倍的 PE，目标价格为 58.5 元，买入评级。

风险因素。光伏市场大幅低于预期。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,350	3,001	6,451	8,902	11,903
增长率	-15.1%	122.2%	115.0%	38.0%	33.7%
营业利润(百万元)	181	423	732	1,209	1,751
增长率	4.7%	133.6%	73.3%	65.1%	44.8%
净利润(百万元)	162	363	545	1,005	1,473
增长率	8.6%	123.4%	50.3%	84.3%	46.6%
每股净资产(元)	5.87	6.69	7.51	9.60	12.64
每股收益(元)	0.40	0.88	1.27	2.34	3.43
市盈率(P/E)	78.4	35.1	24.4	13.2	9.0
市净率(P/B)	5.3	4.6	3.9	3.1	2.3
ROE(%)	6.7	13.2	16.2	23.3	26.0
EV/EBITDA	21.8	29.9	17.6	11.7	8.9
息率(%)	0.4%	0.2%	0.5%	0.8%	1.3%

表 1. 公司在太阳能方面的投资项目情况

项目时间	投资方向	达产产量	投资金额	满产后收入预测	满产后利润总额预测	达产时间
2009 年 10 月	单晶硅电池片	100MW	2.6 亿	10 亿	9468 万	2010 年
2010 年 3 月	单晶硅片	100MW	3.1 亿	5.4 亿	8982 万	2011 年
2010 年 7 月	多晶硅电池片、 单晶硅电池片、 组件	200MW 多晶硅 电池片、100MW 单晶硅电池 片、50MW 组件	8.7 亿	31 亿	3 亿	2011 年
2010 年 11 月	多晶硅电池片、 单晶硅电池片、 、电池组件	电池片 500MW、、电池 组件 250MW	10.97 亿	66.25 亿	5.84 亿	2012 年
2010 年 11 月	多晶硅片	多晶硅片 100MW、坩埚	3.54 亿	11.05 亿	1.51 亿	2012 年

以上项目最终达到：电池片、硅片、组件各 900mw、200mw、300mw 的规模

表 2. 公司各项业务假设

收入	2009	2010	2011	2012	2013
磁性材料	1350	2028	2450	2900	3400
增速		50.2%	20.8%	18.4%	17.2%
光伏		972	4000	6000	8500
增速			311.5%	50.0%	41.7%
总额	1350	3000	6450	8900	11900
增速		122.2%	115.0%	38.0%	33.7%
毛利率	磁性材料	27.7%	26.0%	26.0%	26.0%
	光伏	17.8%	18.5%	19.0%	19.0%
	综合	24.5%	21.3%	21.3%	21.0%

作者简介

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。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897