

2011 年 02 月 09 日

其他电子器件 II

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 33.84

目标价(元): 56.60

横店东磁(002056)

光伏渐成主业 业绩全面提升

投资评级: A--买入(持续)

装备制造: 陈亮

执业证书编号: S0890210060003

电话: 021-50122150

邮箱: chenliang@cnhbstock.com

联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	41090.00
流通 A 股/B 股(万股)	41089.69/0.00
资产负债率(%)	26.89
每股净资产(元)	6.69
市净率(倍)	5.06
净资产收益率(加权)	14.09
12 个月内最高/最低价	49.85/13.21

股价走势图



◎投资要点:

◆光伏行业未来将维持年均 40% 以上的复合增长率, 该增速至少维持至 2014 年。其中意大利、美国、中国皆有每年 100% 以上的快速增长, 而德国依然保持稳定增长。

◆预计 2011 年光伏业务销售收入大幅增长, 毛利率和净利率均有所提高。由于电池组件和硅片产能实现而导致的公司光伏产业链延伸和硅原料价格回落合理是盈利能力提升的主要原因。预计 2011 年光伏部门将实现销售收入 37.25 亿元, 贡献净利润 3.45 亿元。

◆铁氧体业务稳中有升, 电机磁瓦业务大幅突破。在电机磁瓦业务大幅增长的带动下, 2010 年公司永磁铁氧体业务取得了 64% 左右的同比增长, 软磁材料摆脱金融危机的影响, 取得了 19% 的同比增幅, 回到稳步增长的势头上来。预计 2011 年铁氧体磁材销售收入为 20.02 亿元, 贡献净利润 3.23 亿元。

◎不同之处:

◆从国土面积和经济实力两个方面来看, 真正主导光伏行业未来走向、决定行业发展的只能是中国与美国。但日本、德国、意大利各自凭借技术方面的先发优势、较为合理的补贴政策和优越的日照条件分别成为光伏行业早期、中期和目前乃至未来一段时间的行业发展主导者。

◆公司光伏产业链将继续完善。2012 年公司目前的光伏投资项目将全部达产。但根据公司产业链一体化的规划, 预计硅片和组件领域将会有匹配电池片产能的投资, 这意味着在硅片切割领域的大幅追加投资。另外, 通过与德国领先企业的合作, 我们预计公司将在光伏电站建设方面有不小的突破。

◎关键假设:

- ◆公司光伏业务 2011 年大幅放量。
- ◆全球光伏需求持续旺盛。

◎风险提示:

全球光伏市场增长低于预期。

相关研究报告

- 1《横店东磁 具备电池片制造企业成功潜质》, 2010.9
- 2《光伏大幅扩张 产能逼近前十》, 2010.11
- 3《光伏产能提升拉动盈利大增》, 2010.10

	2010A	2011E	2012E	2013E	2012E	2013E
主营收入(百万)	1350.32	3000.66	1111.56	6265.08	9467.80	12675.47
同比增速(%)	-15.08	122.22	27.59	108.79	51.12	33.88
净利润(百万)	162.34	362.60	115.55	573.39	990.56	1429.50
同比增速(%)	8.62	123.36	-4.49	58.13	72.75	44.31
毛利率(%)	27.95	24.50	20.49	23.47	23.01	23.05
每股盈利(元)	0.40	0.88	0.28	1.35	2.33	3.36
ROE(%)	6.69	13.19	4.20	17.39	23.52	25.93
PE(倍)	38.17	16.41		23.58	13.65	9.46

正文目录

1. 光伏行业景气度持续看好	3
1.1. 2011 年光伏行业预期乐观	3
1.1.1. 德国下调补贴复合预期 不设补贴总额上限	3
1.1.2. 意大利 上网电价下调 ROE 仍然欧洲领先	3
1.1.3. 美国 光伏现金补贴延长一年	4
1.2. 光伏行业未来预期	4
2. 国内光伏行业面临结构调整	5
2.1. 2010 年总量迅速扩张	5
2.2. 2011 产能进入调整期	5
3. 光伏产能实现和盈利分析	6
3.1. 光伏部门产能实现分析	6
3.2. 光伏部门盈利分析	6
4. 铁氧体磁材业务	7
4.1. 主导产品介绍	7
4.2. 永磁铁氧体业务	8
4.3. 软磁铁氧体业务	8
4.4. 铁氧体业务盈利预测	8
5. 其他业务	8
6. 公司盈利预测与估值	9
7. 同类公司估值水平	9
8. 公司投资评级	10

图表目录

图 1 未来全球光伏行业新增装机容量预测	4
表 1 德国光伏上网补贴电价变化（欧分/千瓦时）	3
表 2 意大利 2011 年光伏上网补贴电价变化	3
表 3 国内电池片厂商扩产计划（MW）	5
表 4 公司光伏部门产能扩张计划（MW）	6
表 5 横店东磁光伏部门内部产业链构成及盈利预测	6
表 6 公司铁氧体磁材料下游应用	7
表 7 公司收入成本预测	9
表 8 A 股同类上市公司估值对比	9

（本报告共有图 1 张，表 8 张）

1.光伏行业景气度持续看好

1.1.2011 年光伏行业预期乐观

1.1.1.德国下调补贴复合预期 不设补贴总额上限

1月中旬,德国光伏产业界与德国政府达成一致,确定了2011年中期光伏补贴电价加速下调的方案。根据方案,从2011年7月开始的光伏上网电价将参考今年3月至5月间光伏安装量(来预估全年安装量)。若安装量小于2.5GW,则FiT将上调2.5%;若安装量在2.5GW~3.5GW之间,FiT维持不变;若安装量在3.5GW~4.5GW、4.5GW~5.5GW、5.5GW~6.5GW、6.5GW以上时,FiT将分别下调3%、6%、9%、12%。

该方案公布的FiT下调幅度符合预期。最大下调幅度12%与此前业绩预计电池片价格2011年下降10%-15%较为一致。这意味着德国光伏安装者在2011年依然可以维持原有的ROE。我们预测德国2011年新增光伏装机容量将达到9GW以上,较之2010年依然有稳定增长。

表1 德国光伏上网补贴电价变化(欧分/千瓦时)

		2009	2010年7月前	2010年7月后	2010年10月后	2011年7月后
屋顶系统	<30kw	43.01	39.14	37.42	36.13	31.79
	30kw<x<100kw	40.91	37.23	35.59	34.36	30.24
	100kw<x<1MW	39.58	35.23	34.43	33.25	29.26
	x>1MW	33	29.37	28.71	27.72	24.39
空地		31.94	28.43	28.11	27.15	23.89

资料来源:华宝证券研究所

1月30日,德国环境部长再次重申不会设置太阳能光伏补贴上限。截止2010年,德国光伏装机总容量增至17GW,而激励补贴总额达到65亿欧元左右。但是,光伏行业为德国创造的13万个就业机会和光伏设备制造商&安装商的高额收益使得任何装机上限设置政策都面临巨大的阻力。

1.1.2.意大利 上网电价下调 ROE 仍然欧洲领先

2010年8月,意大利正式颁布新修订的第三版《能源鼓励基金》,该《基金》对2011年-2013年期间安装太阳能光伏发电系统发电和发展光电转换革新技术确定了最新的鼓励标准和扶持政策。意大利经济发展部当天也在该部网站全文刊登了第三版《能源鼓励基金》及其新修订的标准。

表2 意大利2011年光伏上网补贴电价变化

装机容量级别	1-4月份装机运行光伏系统		5-8月份装机运行光伏系统		9-12月份装机运行光伏系统	
	建筑集成设备	其它光伏设备	建筑集成设备	其它光伏设备	建筑集成设备	其它光伏设备
KW	EUR/KWH					
1~3KW	0.402	0.362	0.391	0.347	0.38	0.333
3~20KW	0.377	0.339	0.36	0.322	0.342	0.304
20~200KW	0.358	0.321	0.341	0.309	0.323	0.285
200~1000KW	0.355	0.314	0.335	0.303	0.314	0.266
1000~5000KW	0.351	0.313	0.327	0.289	0.302	0.264
5000KW以上	0.333	0.297	0.311	0.275	0.287	0.251

资料来源:意大利经济发展部 华宝证券研究所

敬请参阅报告结尾处免责声明

这个标准较之 2010 年大致下降了 15% 左右，下降幅度略高于德国，但亦在业界预测范围之内。三版《能源鼓励基金》中还规定 2012 年和 2013 年只按 2011 年 9-12 月份标准辅以年均 6% 递减，下降幅度缓慢。

凭借远远优于德国和欧洲大部分国家的日照条件（大部分地区全年 1500-2000 小时）和领先欧洲的零售电价（0.26 欧元/千瓦时），意大利光伏系统安装的 ROE 高达 18%-20%。我们认为意大利光伏市场正处于爆发的前期，2011 年新增光伏装机容量可达 4GW。

1.1.3. 美国 光伏现金补贴延长一年

2008 年通过的财政补助政策（TGP），是美国光伏行业 2009、2010 年快速增长的主要原因。TGP 计划使得商业光伏项目业务能够获得 30% 的现金财政补助，而非之前投资赋税优惠（ITC）所限定的税务抵扣。这样既增加了业主的安装积极性，又降低了谎报投资以寻求税务抵扣的诈骗风险。

现有法令生效期限至 2010 年 12 月 31 日为止。2010 年 12 月中旬，奥巴马签署法令，将该法案有效期延长一年，至 2011 年 12 月 31 日。这为美国光伏行业 2011 年的持续繁荣做出了坚实保障。

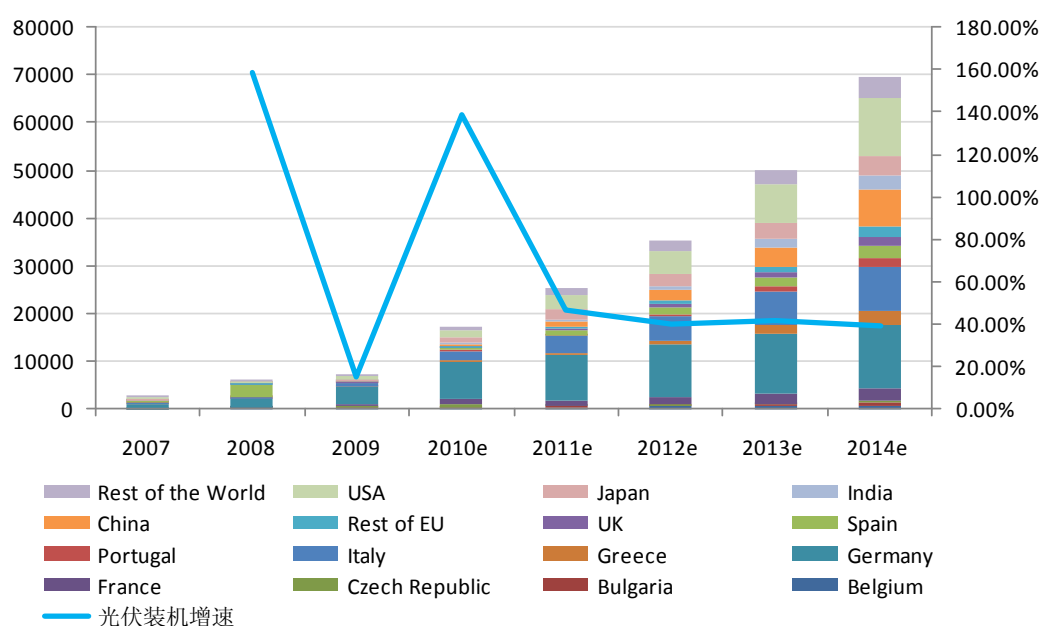
另一方面，类似于德国、意大利的上网补贴电价正被提交于美国政府讨论中。一旦 FIT 政策推出，势必对美国光伏行业形成进一步促进。

日本、中国、法国、英国、西班牙等国家的光伏装机都处于快速增长中。大国中唯捷克出现装机倒退。

1.2. 光伏行业未来预期

根据我们对德国、意大利、美国、日本等国和国内装机容量的预测，我们认为至少到 2014 年，光伏行业将维持 40% 以上的复合增长率。其中意大利、美国、中国皆有每年 100% 以上的快速增长，而德国依然保持稳定增长。

图 1 未来全球光伏行业新增装机容量预测



资料来源：华宝证券研究所

从国土面积决定的安装潜力和经济实力决定的安装实力两个方面来看，日本、德国、意大利（西班牙）虽然各自凭借技术方面的先发优势、较为合理的补贴政策 and 优越的日照

条件分别成为光伏行业早期、中期和目前乃至未来一段时间的行业发展主导者，但真正主导光伏行业未来走向、决定行业发展的只能是中国、美国这两个国土、日照、经济实力兼具的国家。

2.国内光伏行业面临结构调整

2.1.2010 年总量迅速扩张

受较高的投资回报率和较低的准入门槛鼓励，2010 年国内电池片产能提升迅速，尤其在二季度由于电池片产能紧张而导致价格逆势上涨时尤为明显。

表 3 国内电池片厂商扩产计划（MW）

	2006	2007	2008	2009	2010(e)	2011(e)
无锡尚德	270	540	1000	1100	1800	2600
天威英利	100	200	400	600	1000	1700
河北晶澳	50	225	400	800	1900	——
苏州阿特斯		100	270	420	800	1300
天合光能	50	150	250	600	950	1500
林洋新能源	80	180	300	360	500	1300
中电光伏	100	200	320	400	——	——
横店东磁	0	0	0	25	350	700
亿晶光电	0	20	100	200	500	1000
江西赛维						1000
浙江昱辉				135	375	600
晶科能源					600	900
东方日升	0	18	50	110	200	350
向日葵	0	25	58	133	200	300

资料来源：华宝证券研究所

至 2010 年末，国内电池片领先企业无锡尚德、天威英利、天合光能、苏州阿特斯等均有大幅产能扩张，尤以河北晶澳上升幅度极大，单一电池片产能和产量而论一跃已成为全球之首。

另外，2010 年中，电池片领域新入者大批涌现，且其中不乏实力强劲者。一方面，上游硅片龙头企业如浙江昱辉、晶科能源等大举进入电池片企业；另一方面，如南玻、横店东磁等其他领域的领先企业处于多元化考虑，纷纷借电池片制造介入光伏领域，以谋求企业的持续发展。

2.2.2011 产能进入调整期

2011 年，我们预计在产能继续扩张的同时，部分企业进入产业链结构的调整期。从国内传统领先厂商来看，之前就具备完整产业链的天威英利、天合光能、林洋新能源、亿晶光电等继续以产能扩张为目标，而无锡尚德等以电池片产能为主的企业开始注重产业链的纵向拓展，产能绝对量扩张的速度开始减缓。另一方面，由于电池片制造领域竞争加剧，价格下降，内部回报率收缩较快，因此新进者的脚步大幅减缓，但上游硅片制造企业，甚至于多晶硅企业往下游延伸的计划并未有所延缓，反而更加扩张，在其中最为令人瞩目的当属硅片切割领先企业江西赛维和多晶硅巨头保利协鑫进军电池片制造，其中江西赛维 2011 年预计产能可达 1GW，如果实现的话可直接进入电池片领域第一阵营。

3. 光伏产能实现和盈利分析

3.1. 光伏部门产能实现分析

至 2011 年 1 月，公司已实现电池片产能 375M（单晶 200M，多晶 175M）。2010 年全年实现电池片销售收入约 10 亿元，其中四季度超过 6 亿。

公司在光伏行业的规划，包括硅片、电池片、组件三个部分，计划以电池片领域为先导，带动全产业链建设。目前公司的产能实现尚集中于电池片领域，硅片和电池组件形成各为 50MW 左右的产能，尚处于试生产阶段。

预计至年底公司可实现前期硅片和电池组件的规划产能，即实现硅片切割产能 200M，组件 300M，而根据 2010 年公司的扩张进度，2011 年电池片产能可扩充至 700M 以上。公司的硅片切割产能建设在 2010 年下半年开始着手，预计 2011 年将进入复制阶段，进度将大大加速；另一方面，电池组件产能建设并无太大的技术门槛，但获得德国、西班牙等国的认证许可需要一定时间。我们预计至 2011 年上半年公司将完整产品认证过程。

表 4 公司光伏部门产能扩张计划（MW）

	2010	2011	2012
硅片（MW）	50	200	200+?
电池片（MW）	350	650	900
组件（MW）	50	300	300+?
光伏电站（MW）	0	?	?

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

至 2012 年，公司目前的光伏投资项目预计全部达产。但根据公司产业链一体化的规划，预计硅片和组件领域将会有匹配电池片产能的投资，这意味着在硅片切割领域的大幅追加投资。另外，通过与德国领先企业的合作，我们预计公司将在光伏电站建设方面有不小的突破。

3.2. 光伏部门盈利分析

2010 年公司电池片销售的平均价格约为 9.73 元。参照目前德国政府颁布的上网电价补贴下调方案，我们假定光伏系统产品（包括组件和电池片）价格按照每年 12% 的幅度降价，并计入一定的电池片产能置闲（2011 年 50M，2012 年 100M），以此作为基准对横店东磁光伏部门的盈利能力作为估测。

从产品线构成的产业链分析上看，公司光伏产品可以分为三类，第一类为纯电池片，第二类为电池片+组件，最终产品为电池片组件，第三类为硅片+电池片+组件，最终产品也为电池片组件。

表 5 横店东磁光伏部门内部产业链构成及盈利预测

内部产业链构成	2010	2011	2012
电池片			
产量（M）	100	250	500
销售收入（亿）	9.73	21.41	37.67
毛利率（%）	17.80%	19.00%	19.00%
净利率（%）	5.40%	7.10%	7.82%
电池片+组件			

产量（M）		50	100
销售收入（亿）		5.28	9.29
毛利率（%）		21.00%	22.00%
净利率（%）		8.80%	10.37%
硅片+电池片+组件			
产量（M）		100	200
销售收入（亿）		10.56	18.59
毛利率（%）		27.00%	27.00%
净利率（%）		13.90%	14.62%
合计			
销售收入（亿）	9.73	37.25	65.55
毛利率（%）	17.80%	21.55%	21.69%
净利率（%）	5.40%	9.27%	10.11%
净利润（亿）	0.53	3.45	6.63

资料来源：华宝证券研究所

根据我们的假设, 2011 年由于电池组件和硅片产能的实现, 公司光伏产业链有所延伸, 以及硅原料价格回复合理, 毛利率和净利率均有所提高; 2012 年公司目前规划的全部光伏计划都将实现, 规模效应将导致毛利率有一定提升, 净利率提升幅度则高于毛利率。

预计 2011、2012 年光伏部门将实现销售收入 37.25、65.55 亿元, 贡献净利润 3.45、6.63 亿元, 对应 eps 为 0.81、1.56 元。由于公司业绩扩展迅速, 虽然由于现金周转要求较高、财务费用上升导致净利润暂时受到影响, 但从中期来看上升势头明确。我们给予 2012 年 25 倍 PE 估值, 则光伏部门估值为 39.00 元。

4. 铁氧体磁材业务

4.1. 主导产品介绍

目前, 公司铁氧体磁性材料主要包括永磁铁氧体、软磁铁氧体、其他磁性材料 (永磁烧结料粉和永磁粘结料粉) 及电池等。

公司的产品种类较为丰富, 各类品种规格已超过 3000 种。公司磁体产品主要分永磁和软磁两大类。永磁系列产品又可细分为永磁高档电机磁瓦、喇叭磁钢、微波炉磁钢三部分, 主要应用于汽车市场和消费电子市场; 软磁系列产品由锰锌、镍锌、铁粉芯和镁锌偏转四大部分组成, 应用范围涉及电力电子、消费电子、家用电器等, 极为广泛。各类产品中, 永磁高档电机磁瓦和锰锌高导、镍锌铁氧体磁芯已达到国际先进水平, 其余产品也属于国内领先水平。目前电机磁瓦、高导铁氧体 (锰锌) 和镍锌是公司重点发展的产品方向, 下游市场主要针对汽车、家用电器 (平板电视和变频空调等) 以及移动通讯设备等。

表 6 公司铁氧体磁材料下游应用

公司产品	应用领域	应用产品
永磁系列	永磁高档电机磁瓦	汽车 ABS 电机, 汽车音响、汽车启动电机、变压器、扼流圈、油泵电机、雨刮器电机
	喇叭磁钢	汽车市场
	微波炉磁钢	消费电子市场
软磁系列	锰锌铁氧体磁芯	电视机色纯磁条、高档扬声器、游戏机、DVD、家用电器电机
	镍锌铁氧体磁芯	通讯、电力电子、家用电器等
	消费电子/仪器仪表	变压器用功率型电感器件、通讯设备、测控仪器、家用电器及新型节能灯具
		雷达、电视、自动控制设备、射频天线等

铁粉芯	电气回路	磁环
偏转磁芯	电力电子设备	线圈、变压器

资料来源：公司公告 华宝证券研究所

4.2. 永磁铁氧体业务

公司是全球最大的永磁体生产企业，2010 年产量约 10 万吨左右，是当之无愧的铁氧体永磁材料制造全球龙头。公司的永磁铁氧体产品包括喇叭磁、微波炉磁、电机磁瓦等。

喇叭磁 2008 年全球市占率为 75%，处于绝对领先，但技术含量较低，在公司的战略部署当中属于逐渐归于二线的产品系列；微波炉磁方面，公司计划继续巩固业已绝对领先的地位，至 2010 年全球市占率已经提升至 90% 左右。电机磁瓦是永磁铁氧体领域公司的主攻方向，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，我们预测 2010 年全球市占率已经从 2008 年的 10% 大幅增长至 2010 年的 20% 以上，市场的增长主要集中在电机磁瓦、电机机壳和定子。

在电机磁瓦业务大幅增长的带动下，2010 年公司永磁铁氧体业务取得了 64% 左右的同比增长。但由于产品结构调整，毛利率暂时有所下降，但预计在电机磁瓦继续放量后毛利率将有所回复。

4.3. 软磁铁氧体业务

公司软磁铁氧体的产量在 2.7 万吨以上，是国内最大的软磁体厂商，产品包括功率铁氧体（锰锌）、高导铁氧体（锰锌）、镍锌铁氧体、镁锌铁氧体、铁粉芯等，全球市占率分别为 30%、7%、5%、4%、3% 左右。

2010 年，软磁材料基本摆脱金融危机的影响，取得了 19% 的同比增幅，回到稳步增长的势头上。消费电子、液晶显示、3G、环保型产品等新兴领域将成为公司之后一段时间软磁磁材业务下游市场的重点，而高导锰锌铁氧体、镍锌铁氧体等是公司磁材产品的重点发展方向。

4.4. 铁氧体业务盈利预测

预计 2011、2012 年铁氧体部门将实现销售收入 20.02、23.58 亿元，贡献净利润 3.23、3.82 亿元，对应 eps 为 0.76、0.9 元。公司铁氧体业务在全球领域的领先优势明显，预计未来将持续稳步增长。我们给予 2011 年 20 倍 PE 估值，则光伏部门估值为 15.20 元。

5. 其他业务

公司于江西设立的赣州新盛稀土有限公司经营多年，终于在 2010 年获得了重大收获。稀土磁材获得了 1.26 亿元的销售收入，相较 2009 年的 1398 万上升了近 8 倍，并收获净利润 1675 万元，折合 eps 为 0.04 元。由于稀土材料业务进展迅速，我们预测 2011 年可贡献 eps 为 0.08 元，以 2011 年 30 倍计，该项业务保守估值为 2.40 元。

除永磁、软磁铁氧体之外，公司尚有磁粉等其他磁性材料产品，该部分业务 2010 年收入突破亿元达到 1.21 亿，同比增幅达到 73.53%，但盈利能力较低，股暂不给予估值，但看好其进一步规模化后获得可观盈利。

公司储备业务丰富，包括磷酸铁锂电池、LED 等等。未来发展空间巨大。由于目前尚未形成规模收入，故暂不给予估值，但强烈看好未来放量。

公司于 2011 年 1 月 28 日公布股权激励方案。该方案表明股权激励对 2011、2012、2013 年净利润的扣减分别为 8724、4237、1994 万元，折合 eps 为 0.2、0.1、0.05 元。股权激励虽然在短期内对公司盈利有一定负面影响，但对公司管理层有较大的促进作用，从长期看影响是十分积极的。

6. 公司盈利预测与估值

根据对公司各块业务的分析，我们预期公司 2011-2013 年营业收入分别为 62.65 亿元、94.68 亿元、126.75 亿元，净利润分别为 5.73 亿元、9.90 亿元、14.30 亿元，对应 eps 分别为 1.35 元、2.33 元、3.36 元。根据对公司各块业务的分项估值总和，我们认为公司的合理估值为 56.6 元。

表 7 公司收入成本预测

营业收入	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
电池片	972.70	3,822.71	6,536.84	9,151.58	11,897.05
软磁铁氧体	764.19	878.82	1,010.64	1,162.24	1,336.57
永磁铁氧体	935.78	1,122.94	1,347.52	1,617.03	1,940.43
其他磁性材料	121.32	181.98	236.58	307.55	399.82
稀土材料	126.27	189.41	246.23	320.10	416.13
电池产品	32.67	42.47	55.22	71.78	93.32
模具	9.56	12.43	16.15	21.00	27.30
部门内抵消	11.01	14.31	18.61	24.19	31.45
合计	2,973.51	6,265.08	9,467.80	12,675.47	16,142.07
营业成本	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
电池片	799.53	2,998.92	5,119.00	7,138.23	9,279.70
软磁铁氧体	524.61	606.39	707.45	813.57	935.60
永磁铁氧体	662.15	802.90	970.22	1,164.26	1,397.11
其他磁性材料	110.52	163.79	210.56	270.65	347.84
稀土材料	102.03	153.42	196.98	256.08	332.90
电池产品	35.69	45.87	55.22	71.78	93.32
模具	6.91	9.07	11.63	15.12	19.66
部门内抵消	11.59	14.31	18.61	24.19	31.45
合计	2,253.02	4,794.67	7,289.66	9,753.88	12,437.58

资料来源：华宝证券研究所

7. 同类公司估值水平

由于公司业务多样性，为了说明公司目前的估值水平，我们分别选取了 A 股市场上以光伏业务为主的上市公司东方日升和磁材厂商中科三环作为对比。

表 8 A 股同类上市公司估值对比

	公司名	股价	PE (11E)	PB	ROE	毛利率
002056	横店东磁	33.840	25.0667	5.0611	6.6000	26.8519
300118	东方日升	64.980	38.2170	4.7875	0.0000	22.1862
000970	中科三环	24.960	54.2514	9.3225	10.4500	24.9488

资料来源：华宝证券研究所

从盈利能力上看,横店东磁毛利率为 27%左右,相较东方日升与中科三环都明显高出。这表明虽然公司具有复合型业务,但与专业性公司相比较盈利能力更强,显示了公司良好的成本控制能力和规模优势。

从估值比较中可以看出,横店东磁 PE 估值水平大大低于东方日升和中科三环。考虑到横店东磁的铁氧体磁材业务在国内的领先地位,和光伏业务 2011 年快速成长的预期,以及丰富的储备业务,公司无论在行业地位和未来成长性方面均不逊于东方日升和中科三环,PE 估值至少应相当于上述两家相当。我们认为横店东磁已被低估。

8.公司投资评级

根据对公司成长潜力的评估,我们维持对公司的“买入”评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1813.74	7096.26	8470.25	10822.59
现金	627.36	3535.84	5037.42	5515.96
应收账款	512.66	1746.59	1603.71	2574.40
其它应收款	10.13	54.33	31.66	69.79
预付账款	222.59	407.59	473.87	684.98
存货	435.86	1295.67	1305.00	1915.21
其他	5.15	56.24	18.59	62.26
非流动资产	1950.88	3803.03	5530.97	6989.60
长期投资	0.00	-0.70	-1.51	-2.14
固定资产	1525.21	2956.63	4279.74	5410.82
无形资产	191.93	422.90	701.87	925.90
其他	233.75	424.19	550.86	655.02
资产总计	3764.62	10899.28	14001.22	17812.19
流动负债	990.74	7531.76	9705.19	12218.39
短期借款	384.59	6356.62	8042.03	10223.73
应付账款	452.88	961.11	1259.31	1607.74
其他	153.27	214.03	403.85	386.93
非流动负债	21.41	70.43	83.68	80.00
长期借款	0.00	46.17	60.53	57.06
其他	21.41	24.25	23.14	22.94
负债合计	1012.15	7602.19	9788.86	12298.39
少数股东权益	5.07	5.07	5.07	5.07
归属母公司股东权益	2747.40	3292.03	4207.29	5508.73
负债和股东权益	3764.62	10899.28	14001.22	17812.19

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	230.93	-805.91	2254.30	746.60
净利润	362.98	573.39	990.56	1429.50
折旧摊销	124.92	331.30	516.82	699.81
财务费用	-6.15	101.84	136.53	161.84
投资损失	0.40	0.70	0.81	0.64
营运资金变动	-250.78	-1814.82	608.35	-1546.00
其它	-0.44	1.67	1.24	0.82
投资活动现金流	-1011.87	-2186.61	-2246.28	-2159.99
资本支出	888.10	1851.10	1729.68	1459.23
长期投资	0.40	0.70	0.81	0.64
其他	-123.37	-334.81	-515.79	-700.12
筹资活动现金流	297.35	-296.54	-161.88	-234.59
短期借款	361.11	-225.51	29.97	55.19
长期借款	0.00	46.17	14.36	-3.47
其他	-63.76	-117.20	-206.21	-286.31
现金净增加额	-483.59	-3289.06	-153.85	-1647.98

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3000.66	6265.08	9467.80	12675.47
营业成本	2265.59	4794.67	7289.66	9753.88
营业税金及附加	10.78	32.68	48.50	58.87
营业费用	100.04	187.95	269.83	342.24
管理费用	192.80	344.58	473.39	608.42
财务费用	-6.15	101.84	136.53	161.84
资产减值损失	13.33	18.80	28.40	38.03
公允价值变动收益	-1.21	-0.44	-1.51	-1.05
投资净收益	-0.40	-0.70	-0.81	-0.64
营业利润	422.65	783.42	1219.16	1710.51
营业外收入	9.33	19.47	29.43	39.39
营业外支出	10.58	128.31	83.22	68.14
利润总额	421.40	674.58	1165.36	1681.76
所得税	58.41	101.19	174.80	252.26
净利润	362.98	573.39	990.56	1429.50
少数股东损益	0.38	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	362.60	573.39	990.56	1429.50
EBITDA	546.32	1120.88	1838.59	2570.03
EPS (元)	0.88	1.35	2.33	3.36

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	122.22%	108.79%	51.12%	33.88%
营业利润	133.62%	85.36%	55.62%	40.30%
归属母公司净利润	123.36%	58.13%	72.75%	44.31%
获利能力				
毛利率	24.50%	23.47%	23.01%	23.05%
净利率	12.10%	9.15%	10.46%	11.28%
ROE	13.19%	17.39%	23.52%	25.93%
ROIC	11.51%	6.90%	9.10%	10.04%
偿债能力				
资产负债率	26.89%	69.75%	69.91%	69.04%
净负债比率	38.00%	84.37%	82.96%	83.77%
流动比率	1.83	0.94	0.87	0.89
速动比率	1.39	0.77	0.74	0.73
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.85	0.76	0.80
应收账款周转率	7.00	5.55	5.65	6.07
应付账款周转率	7.06	6.78	6.57	6.80
每股指标(元)				
每股收益	0.88	1.35	2.33	3.36
每股经营现金	0.56	-1.89	5.29	1.75
每股净资产	6.69	7.73	9.88	12.93
估值比率				
P/E	16.41	23.58	13.65	9.46
P/B	2.17	4.11	3.21	2.45
EV/EBITDA	10.50	15.10	9.32	7.33

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海
陈康菲

021 -5012 2485
139 1717 5055

北京
程楠

010 -6708 5220
159 0139 1234

深圳
袁月

0755-3665 9385
158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。