

正海磁材(300224)

主攻风电能源与节能应用的稀土磁材龙头

建议询价区间

26.6-30.4元 RMB

预计上市定价

29.3-33.4元 RMB

主要数据

行业	稀土磁性材料制造业
公司网址	www.zhmag.com
大股东/持股	正海集团/68.9%
实际控制人/持股	秘波海/30.8%
总股本(百万股)	160.0
流通A股(百万股)	40.0
流通B/H股(百万股)	-
总市值(亿元)	-
流通A股市值(亿元)	-
每股净资产(元)	2.35
资产负债率(%)	69.2

相关研究报告

证券分析师

刘武 S1060209090181
0755-22627860
liuwu@pasc.com.cn

投资要点

■ 稀土磁材龙头，风电驱动业绩强劲增长

公司主要从事钕铁硼永磁材料生产加工业务，是国内永磁材料龙头企业之一，在国内高性能钕铁硼永磁材料市场占有率超过 30%，其中在新能源和节能环保领域市场份额超过 60%，特别是风电新能源领域市场占有率超过 80%。2008-2010 年，营业收入和净利润复合增长率分别高达 76%和 154%。

■ 新能源和节能持续给力，行业延续高增长可期

高性能钕铁硼永磁材料作为新型磁性材料，在风电、电机节能等领域获得广泛应用。我国稀土永磁材料产量全球第二，占全球总产量的 29.9%。据中国新能源和可再生能源协会统计预测，预计未来几年国内风电、节能领域仍将充当稀土永磁材料需求先锋，到 2014 年，国内高性能钕铁硼永磁材料市场需求量达到 2.68 万吨，2006-2014 年复合增长率 70%。

■ 正海磁材市场份额与盈利能力国内领先

作为国内领先的稀土永磁材料龙头之一，通过发展无氧工艺，公司产品不仅质量高，产品性能指标国内领先，在风电新能源方面市场份额超过 80%。

领先的市场优势和良好的客户资源，叠加良好的生产工艺和内部管理，公司毛利率等盈利指标领先同行。公司 2010 年毛利率为 27.82%，仅略低于以粘结方式为主的银河磁体(29.06%)；销售净利润率 15.7%，与银河磁体相当(16.19%)。预计公司 2011 年一季度毛利率将保持稳定，而中科三环和宁波韵升下滑较多，后者 2011 年一季度毛利率分别为 20.84%和 24.09%。

■ 预留 10%盈利空间，建议询价区间为 26.6-30.4 元

预计 2011-2013 年公司营业收入为 9.39、12.52 和 17.66 亿元，归属母公司股东净利润分别为 1.52、2.09 和 2.96 亿元，全面摊薄每股收益为 0.95、1.31 和 1.85 元。

根据行业估值水平和目前市场分析，考虑到在风电新能源、节能减排快速发展推动下，国内永磁材料市场需求快速增长，作为具较强竞争力企业，将充分受益行业发展。我们认为可给予公司 2011 年 28-32 倍的 PE 估值，对应合理股价为 26.6-30.4 元。对应 2010 年 PE 为 40-46 倍。

■ 投资风险：上下游企业产业延伸导致的竞争加剧和毛利率下降风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	390.96	671.08	938.65	1251.84	1766.23
YoY(%)	80.7	71.7	39.9	33.4	41.1
净利润(百万元)	63.64	105.35	151.57	209.39	295.69
YoY(%)	290.9	65.6	43.9	38.1	41.2
毛利率(%)	34.39	27.82	25.84	25.89	25.84
净利率(%)	16.28	15.70	16.15	16.73	16.74
ROE(%)	35.92	37.29	11.23	13.44	15.95
EPS(摊薄/元)	0.40	0.66	0.95	1.31	1.85
P/E(询价上限, 倍)	76.4	46.2	32.1	23.2	16.4
P/B(询价上限, 倍)	20.6	12.9	3.6	3.1	2.6

正文目录

正文目录	2
图表目录	3
一、估值分析：建议询价区间为 26.6-30.4 元.....	4
二、公司简介：主攻新能源与节能领域的稀土永磁龙头	6
2.1 稀土磁材龙头，风电驱动业绩强劲增长	6
2.2 风电新能源发展驱动业绩强劲增长	7
三、行业前景：新能源和节能持续给力，延续高增长可期	8
3.1 磁性材料应用广泛，高端产品受宠	8
3.2 资源禀赋，全球产能向中国转移	9
3.3 风电新能源与节能环保给力，国内市场需求持续高增长可期	10
3.4 海外市场，专利障碍即将到期	11
四、公司优势：市场份额与盈利能力领先	11
4.1 产品线丰富、在风电能源和节能电梯市场份额居前	11
4.2 客户优势叠加工艺管理能力，盈利水平领先	12
五、盈利预测：受益下游需求强劲增长	13
5.1 募投项目分析	13
5.2 盈利预测	13

图表目录

图表 1 可比公司盈利及市盈率估值比较（2011 年 5 月 17 日）	4
图表 2 电子新材料——磁性材料行业指数走势远远强于上证指数	4
图表 3 近期创业板上市发行价及对应静/动态市盈率估值走低	5
图表 4 拥有较完整的产品线，广泛应用新能源和节能等新兴产业领域	6
图表 5 稀土永磁材料主要应用领域和公司市场客户优势	6
图表 5 公司营业收入及净利润情况及增速	7
图表 6 正海磁材收入和净利润增速高于国内同行	7
图表 7 高性能钕铁硼永磁材料广泛用于新能源和节能环保领域	8
图表 8 高性能钕铁硼永磁材料成为国内外优势企业角力关键	8
图表 9 国内稀土资源储量丰富，高性能钕铁硼永磁材料发展空间大	9
图表 10 受需求增长强劲拉动，全球高性能钕铁硼永磁材料产量有望持续增长	9
图表 11 目前国内稀土永磁材料主要应用领域分布	10
图表 12 国内新能源和节能环保驱动稀土永磁材料需求持续高增长	10
图表 13 稀土永磁材料基本成分专利 2014 年到期	11
图表 14 公司拥有较完整产品线，可满足客户多元化需求	11
图表 15 公司在国内高性能永磁材料和新能源与节能细分市场中占有率均领先	12
图表 16 公司毛利率水平领先国内同行	12
图表 17 国内市场尚有很大进口替代空间	13
图表 18 募集资金项目明细表	13
图表 19 收入及成本预测	14

一、估值分析：建议询价区间为 26.6-30.4 元

公司主要从事钕铁硼永磁材料生产加工业务，是国内永磁材料龙头企业之一。产品广泛应用于风电、电机、消费电子等领域，在国内高性能钕铁硼永磁材料市场占有率超过30%，其中在新能源和节能环保领域市场份额超过60%，特别是风电新能源领域市场占有率超过80%。

目前A股市场中从事永磁材料业务的公司主要有中科三环、宁波韵升、银河磁体和从事铁氧体的北矿磁材等。以5月17日收盘价为基准，A股可比永磁材料企业（北矿磁材因业绩差扣除）2010年的静态PE估值平均为46倍，2011年和2012年平均动态PE估值为37倍和28倍，其中宁波韵升最低为28倍。另外，近两个月来创业板发行价对应的2010、2011年平均静态/动态市盈率分别为50和32倍。

图表1 可比公司盈利及市盈率估值比较（2011年5月17日）

单位：元/股、元、倍

简称	股价	每股收益				市盈率			
		2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
中科三环	22.09	0.41	0.49	0.62	0.66	53.9	45.1	35.5	33.4
银河磁体	18.71	0.41	0.51	0.71	1.02	45.6	37.0	26.2	18.4
宁波韵升	20.11	0.51	0.71	0.97	1.24	39.1	28.4	20.8	16.2
平均						46.2	36.8	27.5	22.7

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

根据我们的盈利模型预测，预计2011-2013年公司营业收入为9.39、12.52和17.66亿元，归属母公司股东净利润分别为1.52、2.09和2.96亿元，全面摊薄每股收益为0.95、1.31和1.85元。

在风电新能源、节能减排快速发展推动下，国内永磁材料市场需求快速增长，公司作为具备较强竞争力企业，将充分受益行业发展。此外，根据行业估值水平和目前市场分析，考虑到近期创业板发行估值呈下降态势，我们认为可给予公司2011年28-32倍估值，合理估值区间为26.6-30.4元，对应2010-2013年静/动态市盈率为40-46、28-32、20-23和14-16倍。

图表2 电子新材料——磁性材料行业指数走势远远强于上证指数



资料来源：wind资讯、平安证券研究所

图表3 近期创业板上市发行价及对应静/动态市盈率估值走低

单位：元/股、元、倍

名称	发行价格	上市板	每股收益			市盈率		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
金运激光	23.36	创业板	0.76	1.08	1.67	30.7	21.6	14.0
银禧科技	18	创业板	0.50	0.77	1.07	36.0	23.4	16.8
科大智能	32.4	创业板	0.82	1.23	1.64	39.5	26.2	19.8
安利股份	18	创业板	0.54	0.72	0.90	33.5	25.0	20.0
东方电热	25.88	创业板	0.68	0.93	1.24	37.9	27.7	20.8
鸿利光电	16	创业板	0.41	0.57	0.78	39.1	28.1	20.6
千山药机	29.3	创业板	0.68	1.05	1.55	43.4	28.0	18.9
日科化学	22	创业板	0.60	0.95	1.42	36.6	23.2	15.5
电科院	76	创业板	1.35	2.32	3.86	56.1	32.7	19.7
亿通科技	25.75	创业板	0.68	1.00	1.37	38.0	25.8	18.9
易华录	30.46	创业板	0.57	0.99	1.54	53.7	30.6	19.8
佳讯飞鸿	22	创业板	0.58	0.77	1.05	37.9	28.6	20.9
森远股份	22	创业板	0.51	0.84	1.17	43.2	26.3	18.9
天泽信息	34.28	创业板	0.60	0.88	1.25	57.1	38.8	27.5
恒顺电气	25	创业板	0.59	0.80	1.10	42.5	31.2	22.7
欣旺达	18.66	创业板	0.33	0.54	0.81	56.0	34.8	23.0
天喻信息	40	创业板	0.65	1.03	1.49	61.1	38.7	26.8
理邦仪器	38	创业板	0.66	1.01	1.44	57.6	37.7	26.5
聚龙股份	22.38	创业板	0.47	0.71	0.96	47.2	31.7	23.3
舒泰神	52.5	创业板	0.86	1.47	2.15	60.9	35.7	24.4
聚光科技	20	创业板	0.36	0.52	0.69	55.0	38.8	29.2
翰宇药业	30.19	创业板	0.53	0.82	1.19	57.1	36.9	25.4
高盟新材	21.88	创业板	0.37	0.67	1.04	59.4	32.8	21.1
海伦哲	21	创业板	0.49	0.68	0.98	42.6	31.0	21.4
纳川股份	31	创业板	0.62	1.00	1.67	50.4	30.9	18.6
铁汉生态	67.58	创业板	1.05	1.94	3.04	64.4	34.9	22.2
长海股份	18.58	创业板	0.41	0.66	1.01	45.0	28.2	18.3
长荣股份	40	创业板	0.80	1.40	1.87	49.9	28.5	21.4
佳士科技	26.5	创业板	0.44	0.79	1.13	59.9	33.7	23.4
福安药业	41.88	创业板	0.92	1.22	1.64	45.4	34.3	25.6
科斯伍德	22.82	创业板	0.48	0.70	1.06	47.6	32.5	21.6
维尔利	58.5	创业板	0.85	1.53	2.16	68.7	38.1	27.0
神农大丰	24	创业板	0.38	0.55	0.76	62.4	43.5	31.4
美亚柏科	40	创业板	0.77	1.15	1.65	52.1	34.7	24.2
潜能恒信	41.46	创业板	0.75	1.02	1.41	54.9	40.5	29.5
通裕重工	25	创业板	0.54	0.86	1.10	46.7	28.9	22.8
永清环保	40	创业板	0.63	1.22	1.95	64.0	32.7	20.5
大华农	22	创业板	0.52	0.66	0.82	42.5	33.4	26.7
东软载波	41.45	创业板	1.04	1.48	2.09	40.0	27.9	19.9
捷成股份	55	创业板	0.60	0.91	1.40	91.8	60.3	39.4
力源信息	20	创业板	0.44	0.68	1.01	45.1	29.2	19.8
华峰超纤	19.73	创业板	0.51	0.72	0.98	38.4	27.4	20.2
佐力药业	23.5	创业板	0.52	0.73	0.97	45.3	32.2	24.3
平均						49.7	32.3	22.6

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

二、公司简介：主攻新能源与节能领域的稀土永磁龙头

2.1 稀土磁材龙头，风电驱动业绩强劲增长

公司前身为2000年成立的烟台正海磁性材料有限公司，2009年整体变更设立为股份有限公司，考虑到发行4000万股后，总股本为1.6亿股。公司大股东为正海集团，持有公司发行后股本的68.87%，实际控制人为秘海波，间接持股比例30.8%，为公司董事长。

公司主要从事高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产、销售，产品广泛应用于风电、电梯、空调、新能源汽车、EPS 和节能石油抽油机等领域，属于国家重点鼓励发展的新材料和高新技术产品。

图表4 拥有较完整的产品线，广泛应用新能源和节能等新兴产业领域

系列	分类标准	主要应用领域
N	Hcj $\geq$ 11KOe	核磁共振、磁选机
M	Hcj $\geq$ 14KOe	高性能磁选机、消费类电子产品
H	Hcj $\geq$ 16KOe	电梯曳引机、直线电机、磁悬浮
SH	Hcj $\geq$ 20KOe	兆瓦级风力发电机、电梯曳引机、伺服电机、节能环保空调压缩机、EPS
UH	Hcj $\geq$ 25KOe	
EH	Hcj $\geq$ 30KOe	电动/混合动力汽车、节能石油抽油机等高温或低温系数场所，部分可以替代钕铁硼永磁体
AH	Hcj $\geq$ 35KOe	
ZH	Hcj $\geq$ 40KOe	

资料来源：公司资料、平安证券研究所

公司采用无氧工艺生产，凭借高品质产品和技术研发服务，在国内风电、节能空调等多领域获得高端客户认可，如，2009年被金风科技评为其三个优秀供应商之一。

图表5 稀土永磁材料主要应用领域和公司市场客户优势

主要应用领域	客户与市场竞争力
风力发电	永磁直驱风电企业主要为金风科技、湘电股份和东方电气。公司是金风科技永磁材料的最大供应商，是湘电股份永磁材料的主要供应商，是东方电气的主要供应商，目前已批量供货。
节能电梯	三菱、日立和奥的斯占主导，合计市场占有率约70%。三菱电梯作为高端电梯生产企业之一，对磁性材料要求高，公司是三菱电梯永磁材料的最大供应商。
节能环保空调	国内变频空调压缩机被日本企业所掌控，钕铁硼永磁材料由日本和国内有专利授权企业提供。目前国内变频空调市场逐渐进入爆发期，对国内钕铁硼永磁材料需求增加。公司已成为格力最大供应商，与美的、海立等建立合作关系。
新能源汽车	混合动力汽车市场集中在欧美及日本，随着钕铁硼基本成分专利2014年在全球范围内到期和国内技术进步，国内永磁材料企业将参与到全球市场竞争。
EPS	我国自主研发的EPS尚处于推广阶段，发达国家EPS在汽车中的应用普及。公司生产高性能辐射环性能优越，与国际企业相比具有明显的价格优势。
节能石油抽油机	我国节能石油抽油机处于试用阶段，公司从2008年开始与江汉机械进行紧密合作，已有小批量节能石油抽油机开始在大型油田试用。
其他市场	传统应用领域和海外市场，日德企业因拥有基本成分专利或专利使用权，占据着两大市场的主导地位。2014年成分专利到期后公司有望获得一定市场份额。

资料来源：公司资料、平安证券研究所

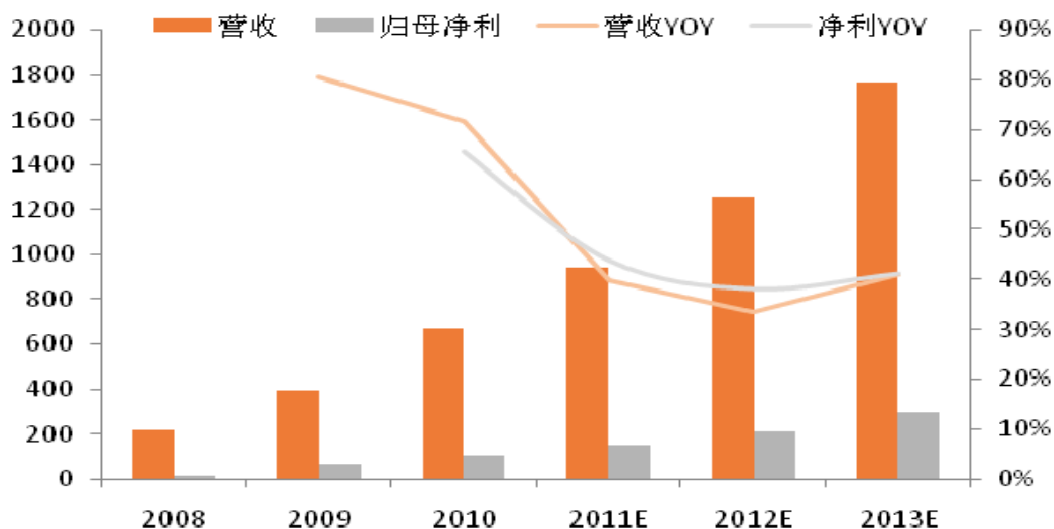
2.2 风电新能源发展驱动业绩强劲增长

受金风科技等国内风电设备企业快速发展拉动,2008-2010年,公司营业收入从2.16亿元增长至6.71亿元,复合增长率76%;归属母公司所有者净利润从0.16亿元提高至1.05亿元,复合增长率高达154%。

不过我们认为,由于公司之前主要客户为金风科技,在国内风电行业快速发展中,稀土永磁材料供不应求,公司享受一定的高毛利率溢利,如果未来市场竞争加剧并且下游客户受价格持续降价而寻求转移成本时,公司面临盈利能力下降挑战,期待公司通过客户多元化和市场控制能力提升化解。

图表5 公司营业收入及净利润情况及增速

单位:百万元、%

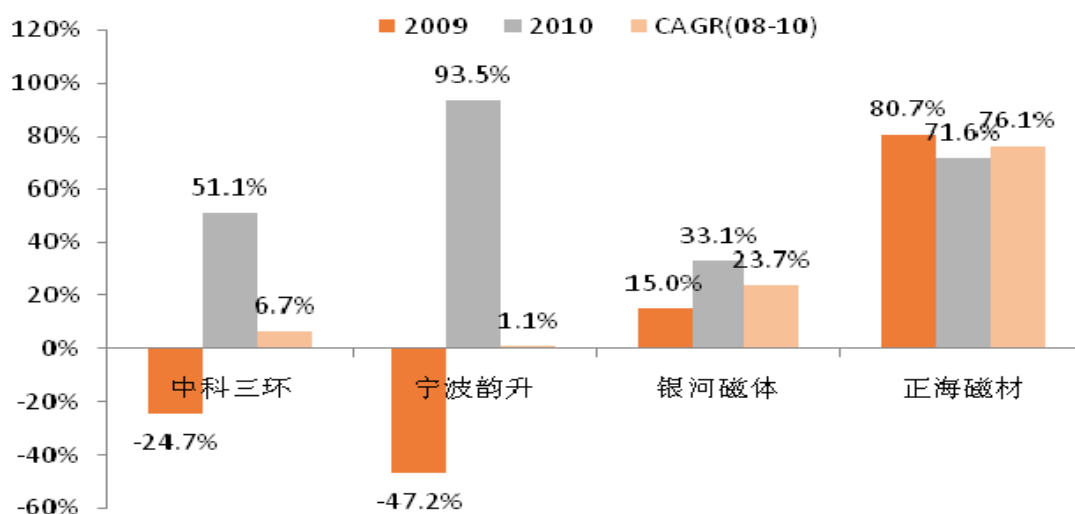


资料来源:公司资料、平安证券研究所

受益主要客户业务快速发展,如金风科技过去几年收入增速均在60%以上,公司收入和净利润复合增长率增速超越同行的中科三环、宁波韵升和银河磁体。

图表6 正海磁材收入和净利润增速高于国内同行

单位: %



资料来源:公司资料、平安证券研究所

三、行业前景：新能源和节能持续给力，延续高增长可期

3.1 磁性材料应用广泛，高端产品受宠

高性能钕铁硼永磁材料作为新型磁性材料，其第三代稀土永磁材料为Nd-Fe-B永磁体，最先由日本住友的佐川真人等用粉末冶金方法制备成功。由于稀土永磁材料的优良特性，在风电新能源、电机节能等领域获得广泛应用。

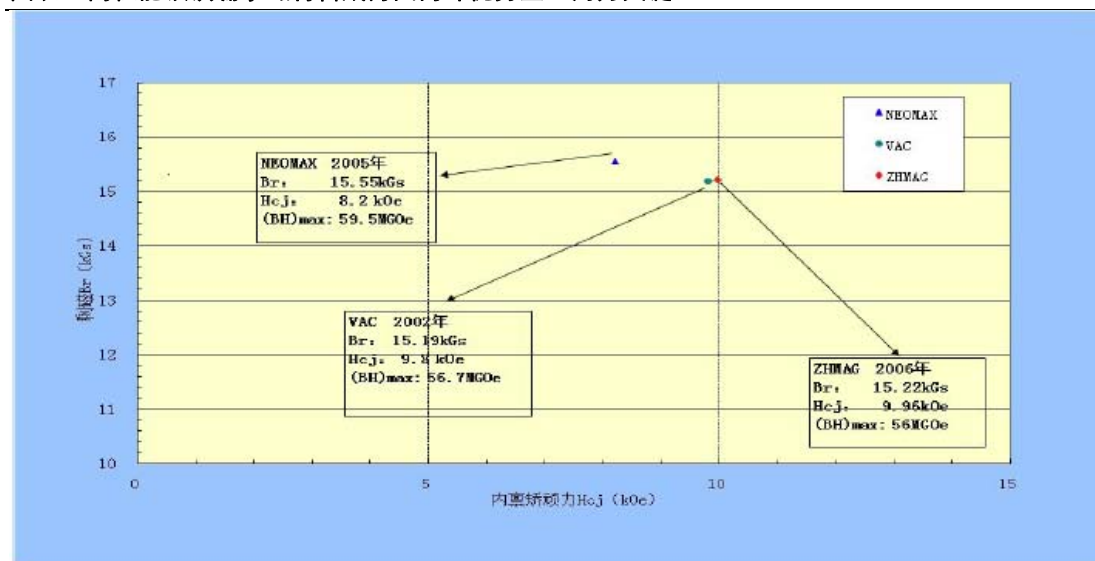
图表7 高性能钕铁硼永磁材料广泛用于新能源和节能环保领域



资料来源：公司资料、平安证券研究所

日立NEOMAX研制出磁能积为59.5MGOe的高性能钕铁硼永磁材料，是国际公开报道的磁能积水平最高的烧结钕铁硼永磁体。德国VAC通过工艺改进和对新金属采用，研制出磁能积为56.7MGOe的钕铁硼永磁材料。国内企业通过引进国外设备，创新生产工艺，产品性能也达到国际先进水平，正海磁材2006年研制出最大磁能积达56.0MGOe的超强永磁体，代表国内烧结钕铁硼永磁体最高技术。

图表8 高性能钕铁硼永磁材料成为国内外优势企业角力关键



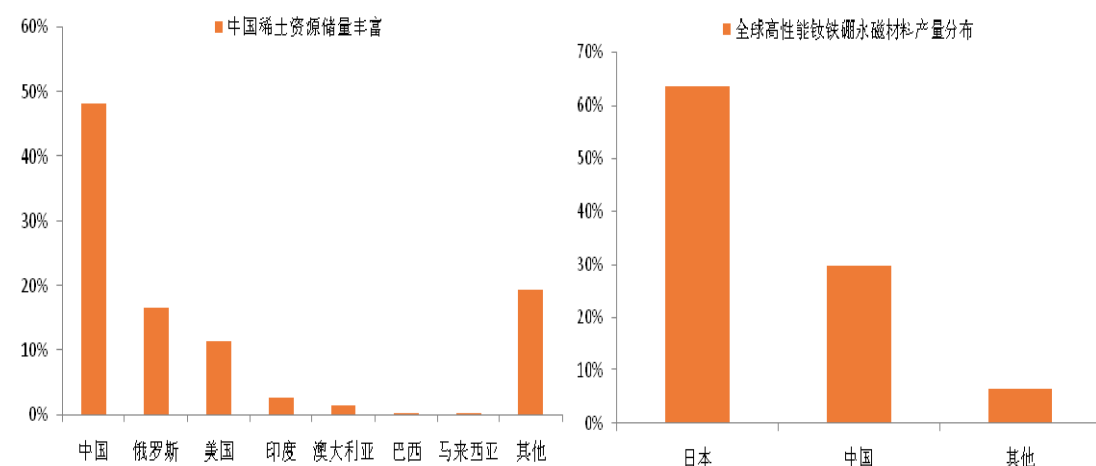
资料来源：公司资料、平安证券研究所

3.2 资源禀赋，全球产能向中国转移

稀土作为高性能钕铁硼永磁材料的核心原材料，使得我国虽然在专利技术方面受国外企业压制，但由于我国拥有全球最大的稀土储量和产量，随着传统强国产能的持续转移。目前，我国稀土永磁材料产量全球第二，据相关统计数据显示，2009年日本高性能钕铁硼永磁材料产量最大，占全球总产量的比重达63.7%，中国居第二，产量占全球总产量的29.9%。

图表9 国内稀土资源储量丰富，高性能钕铁硼永磁材料发展空间大

单位：%

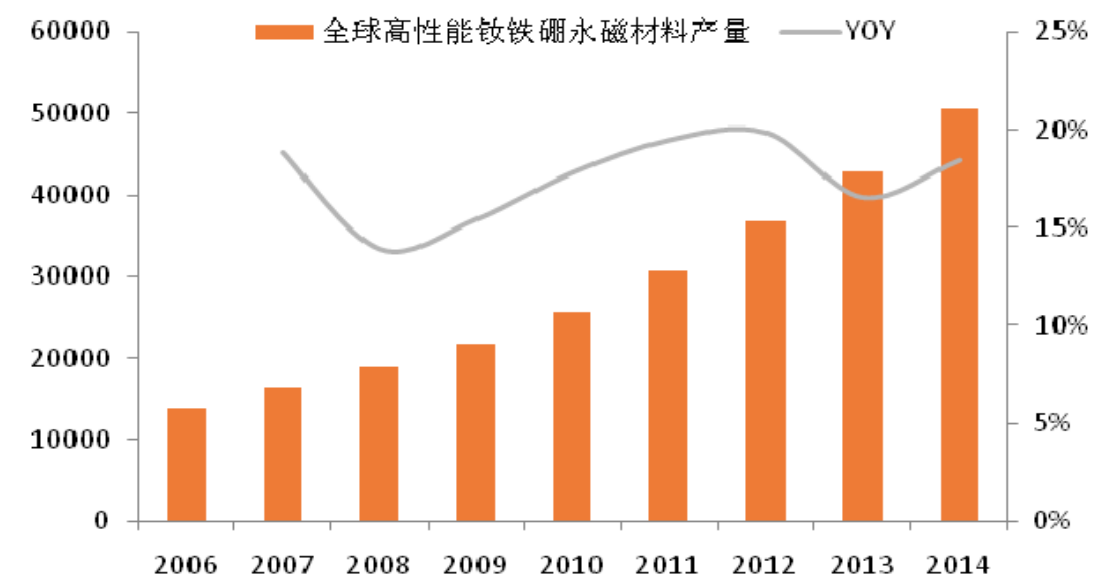


资料来源：公司资料、平安证券研究所

由于稀土资源禀赋和政策限制，预计未来国内生产稀土永磁材料的优势将更加显著。预计在国内企业技术崛起后，加之基本成分专利的全球到期，未来中国高性能钕铁硼永磁材料的产量将保持高速增长的态势。业内预计，到2013年中国将成为世界最大的高性能钕铁硼永磁材料生产国。

图表10 受需求增长强劲拉动，全球高性能钕铁硼永磁材料产量有望持续增长

单位：吨、%



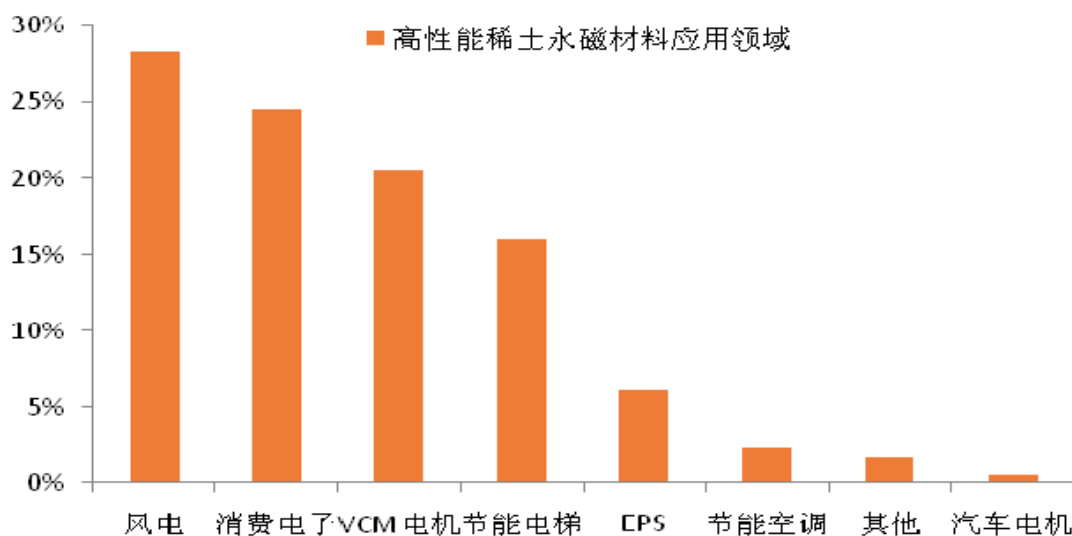
资料来源：公司资料、平安证券研究所

3.3 风电新能源与节能环保给力，国内市场需求持续高增长可期

目前，国内外高性能钕铁硼永磁材料主要应用于风电发电及节能领域，如节能电梯、节能空调、电力能源动力和EPS等。国内由于近几年风力发电快速发展，用于风电直驱发电的需求快速增长。

图表11 目前国内稀土永磁材料主要应用领域分布

单位：%

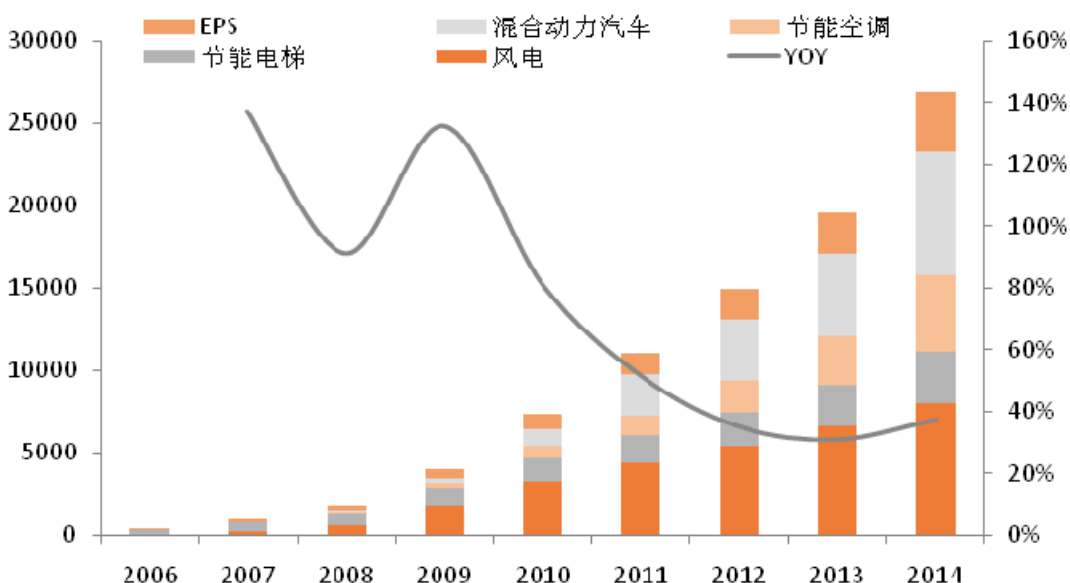


资料来源：公司资料、平安证券研究所

根据中国新能源和可再生能源协会统计预测，预计未来几年国内风电、节能领域仍将充当稀土永磁材料需求先锋，预计到2014年，国内高性能钕铁硼永磁材料市场需求量达到2.68万吨，2006-2014年复合增长率70%。

图表12 国内新能源和节能环保驱动稀土永磁材料需求持续高增长

单位：吨、%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

3.4 海外市场，专利障碍即将到期

目前，国内企业由于大部分未获得日立等基本成分专利拥有企业授权，其产品仅能够在国内市场销售。因此，虽然国内企业的产品性能达到较高水平，并且成本优势明显，但出口仍受限制。随着基本成分专利逐渐到期，预计2014年以后，国内在稀土资源储备充分，以及技术、成本优势下，国内优势企业将逐渐成为国际性高性能钕铁硼永磁材料提供商，把竞争舞台推向全球。

图表13 稀土永磁材料基本成分专利2014年到期

主要成分专利	专利到期时间		
	日本	美国	欧洲
RE-Fe-B 基本成分（日立 NEOMAX）	2003	2003	2003
RE-Fe,Co-B 成分（日立 NEOMAX）	2008	2003	2007
Nd,Dy-Fe,Co-B 成分（日立 NEOMAX）	2003	2010	2003
RE-Fe-B 化合物（日立 NEOMAX）	2003	2014	-
RE-Fe,Co-B 化合物（日立 NEOMAX）	2003	2014	-
RE-Fe-B 基本成分（麦格昆磁）	2003	2006	2004
含有 Co（麦格昆磁）	2004	2012	-

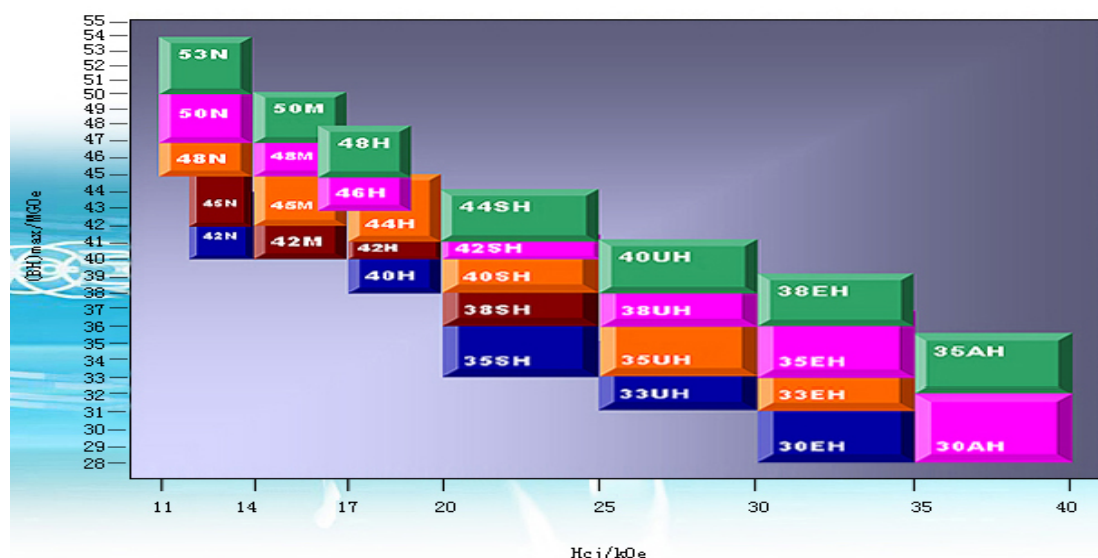
资料来源：公司资料、平安证券研究所

四、公司优势：市场份额与盈利能力领先

4.1 产品线丰富、在风电能源和节能电梯市场份额居前

作为国内领先的稀土永磁材料龙头企业之一，通过发展无氧工艺，公司产品不仅质量高，产品性能指标国内领先，并且公司产品线丰富，可满足客户多元化需求。

图表14 公司拥有较完整产品线，可满足客户多元化需求

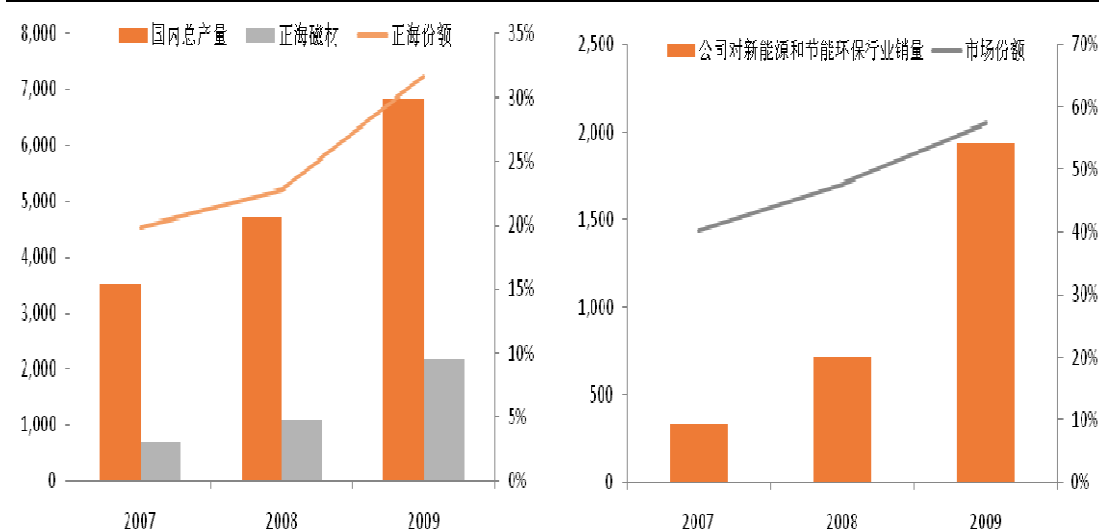


资料来源：公司资料、平安证券研究所

正海磁材是国内主要的高性能稀土磁材之一。2003年在国内率先量产高性能钕铁硼永磁材料后，受新能源和节能环保应用市场需求的快速增加，公司在高性能钕铁硼永磁材料行业的市场份额快速上升，目前公司在国内的市场占有率超过32%。

由于客户涵盖金风、湘电、东电等国内风电龙头，且是其主要供应商。因此，公司在风电领域的市场占有率更高，2009年超过80%，2009年在国内风电能源和节能电梯领域的市场份额高达57%。

图表15 公司在国内高性能永磁材料和新能源与节能细分市场中占有率均领先 单位：吨、%

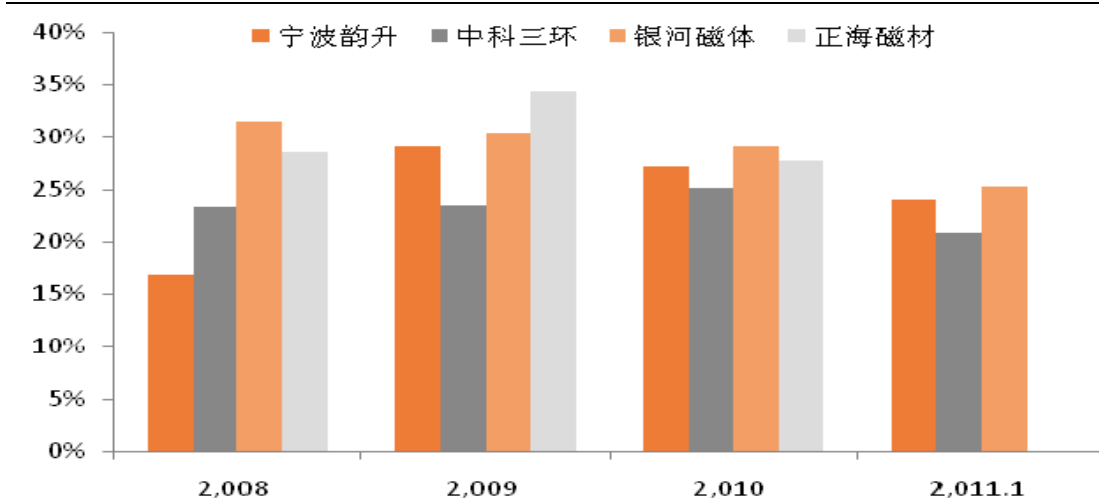


资料来源：公司资料、平安证券研究所

4.2 客户优势叠加工艺管理能力，盈利水平领先

领先的市场优势和良好的客户资源，叠加良好的产品生产工艺和内部管理，公司毛利率等盈利指标领先同行。国内从事稀土永磁材料生产销售的上市公司主要有中科三环、银河磁体和宁波韵升等，公司2010年毛利率为27.82%，略低于以粘结为主的银河磁体（29.06%）；销售净利润率15.7%，与银河磁体相当（16.19%）。预计公司2011年一季度毛利率有望保持稳定，而中科三环和宁波韵升下滑较为厉害，其2011年一季度毛利率分别为20.84%和24.09%。

图表16 公司毛利率水平领先国内同行 单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

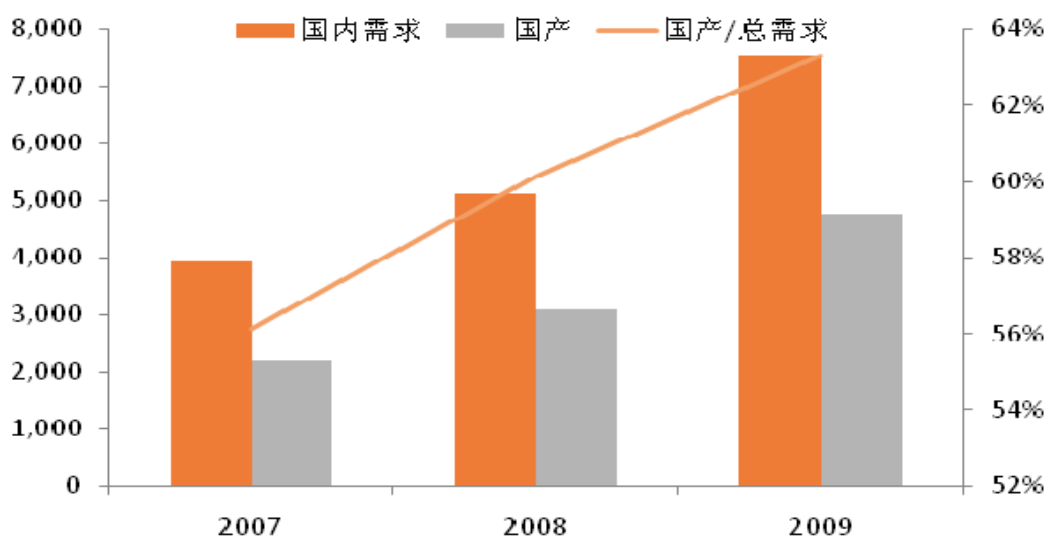
五、盈利预测：受益下游需求强劲增长

5.1 募投项目分析

公司募投资金主要用于2000吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产项目、高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项目和研发中心项目，项目完成后，公司高性能钕铁硼永磁材料产能将大幅扩展。由于国内目前进口量仍然较大，加上持续强劲发展的风电能源、节能环保，未来市场需求容量大。因此，我们认为，公司产能增加后，市场消化问题不大。

图表17 国内市场尚有很大进口替代空间

单位：吨、%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表18 募集资金项目明细表

单位：百万元

项目	投资额	预计竣工时间	年收入	年净利润
2000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产项目	222.87	2013 年	376.50	62.85
高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项目	128.03	2013 年	109.38	47.40
研发中心建设与新技术开发项目	94.86	2012 年		
其他与主营业务相关的营运资金				
合计	445.76		485.88	110.25

资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.2 盈利预测

我们认为，未来几年公司业绩持续增长的动力来源于产能的扩张以及价格提升预期，考虑到国内外风电、节能环保领域市场规模呈快速增长态势，作为国内稀土永磁材料龙头之一，充分分享行业发展是大概率事件。

由于行业竞争有加剧倾向，如果下游风电、电机和上游稀土等企业向永磁材料环节延伸，将使独立的永磁材料企业竞争优势受挤，并可能降低相关环节的议价能力，降低盈利能力。

关键假设：

- 1) 假设国内外宏观经济政策环境不发生巨大变化，特别是支持风电新能源、节能减排的政策持续发力，国内风电能源、节能电梯、节能空调等领域市场发展良好。
 - 2) 假设公司稀土永磁材料产能持续扩张，其中磁材成品产销量2011-2013年分别达到3200、3600和4800吨，毛坯销售量分别达到180、240和300吨。
 - 3) 假设在稀土成本推动下，公司通过有效的定价策略和成本转移，公司产品永磁材料成品价格2011-2013年呈上升态势，初步预测为28、33和35万元/吨。因此，公司毛利率水平不受稀土等原材料涨价侵蚀，毛利率保持在25-26%左右。
 - 4) 假设公司期间费用控制良好，随着收入规模的快速增长，管理费用和销售费用占收入的比保持在8%左右，并呈略微下降态势；公司适用所得税率继续为15%；此外，公司折旧政策为发生大变化。
- 这样，预计2011-2013年公司收入分别为9.39、12.52和17.66亿元，归属母公司所有者净利润分别为1.52、2.09和2.96亿元，未来三年预计收入和净利润复合增长率分别为38%和41%。

图表19 收入及成本预测

单位：百万元、%

营业收入	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
磁性产品	214.77	389.19	665.97	932.00	1243.20	1755.00
其中：成品	182.24	376.62	644.91	896.00	1188.00	1680.00
毛坯	25.77	10.76	20.64	36.00	55.20	75.00
机加工	6.76	1.81	0.42			
其他业务	1.57	1.77	5.11	6.65	8.64	11.23
营业收入合计	216.34	390.96	671.08	938.65	1251.84	1766.23
YOY		80.71%	71.65%	39.87%	33.37%	41.09%
营业成本						
磁性产品	154.26	256.27	484.14	695.40	926.88	1308.75
其中：成品	127.13	248.23	471.67	672.00	891.00	1260.00
毛坯	21.15	6.98	12.24	23.40	35.88	48.75
机加工	5.98	1.06	0.23			
其他业务	0.22	0.22	0.23	0.66	0.86	1.12
YOY	154.48	256.49	484.37	696.06	927.74	1309.87
		66.04%	88.84%	43.71%	33.28%	41.19%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

资产负债表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	281.41	638.99	1466.76	1716.32
现金	135.61	168.00	948.08	1023.51
应收账款	75.27	256.25	280.75	365.01
待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	8.49	17.96	23.53	32.16
存货	61.81	196.68	213.88	295.11
其它流动资产	0.20	0.22	0.11	0.52
非流动资产	235.77	277.87	498.25	746.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	219.38	247.57	348.89	643.77
无形资产	10.57	29.29	28.70	28.12
其它非流动资产	5.83	1.01	120.66	74.23
资产总计	517.18	916.86	1965.01	2462.43
流动负债	280.03	604.37	585.95	873.99
短期借款	80.00	50.00	20.88	27.83
应付账款	158.42	423.46	400.33	639.22
其它流动负债	41.61	130.91	164.74	206.94
非流动负债	60.00	30.00	30.00	30.00
长期借款	60.00	30.00	30.00	30.00
其它非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	340.03	634.37	615.95	903.99
少数股东 权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	120.00	120.00	160.00	160.00
资本公积	35.37	35.37	910.37	910.37
留存收益	21.78	127.13	278.69	488.08
归属母公司股东权益	177.15	282.50	1349.06	1558.45
负债和股东权益	517.18	916.86	1965.01	2462.44

现金流量表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	170.06	173.17	148.28	371.29
净利润	63.63	105.35	151.57	209.39
折旧摊销	20.45	22.89	29.62	52.14
财务费用	7.04	8.57	-9.59	-19.13
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	134.48	33.25	846.18	-38.48
其它经营现金流				
投资活动现金流	-28.21	-69.76	-250.59	-300.59
资本支出	26.32	69.77	250.00	300.00
长期投资				
其它投资现金流				
筹资活动现金流	-28.98	-69.74	874.59	-1.75
短期借款	80.00	50.00	20.88	27.83
长期借款	60.00	30.00	30.00	30.00
普通股增加	10.00	0.00	40.00	0.00
资本公积增加	35.06	0.00	875.00	0.00
其它筹资现金流	-214.04	-149.74	-91.29	-59.59
现金净增加额	112.87	33.67	772.29	68.95

利润表 单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	390.96	671.08	938.65	1251.84
营业成本	256.49	484.37	696.06	927.74
营业税金及附加	0.49	1.84	1.30	2.24
营业费用	5.92	8.89	12.20	16.27
管理费用	33.76	46.84	63.36	81.37
财务费用	7.04	8.57	-9.59	-19.13
资产减值损失	0.17	0.41	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	87.08	120.17	175.31	243.34
营业外收入	1.81	2.41	3.00	3.00
营业外支出	15.31	0.14	0.00	0.00
利润总额	73.59	122.45	178.31	246.34
所得税	9.96	17.11	26.75	36.95
净利润	63.63	105.35	151.57	209.39
少数股东损益	-0.01	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	63.64	105.35	151.57	209.39
EBITDA	113.45	150.08	195.34	276.34
EPS (元)	0.40	0.66	0.95	1.31

主要财务比率

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	80.7%	71.7%	39.9%	33.4%
营业利润	448.0%	38.0%	45.9%	38.8%
归属母公司股东权益	55.8%	65.5%	43.9%	38.1%
获利能力				
毛利率(%)	34.4%	27.8%	25.8%	25.9%
净利率(%)	16.3%	15.7%	16.1%	16.7%
ROE(%)	35.9%	37.3%	11.2%	13.4%
ROIC(%)	44.8%	56.9%	31.2%	32.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	65.7%	69.2%	31.3%	36.7%
净负债比率(%)	2.5%	-31.1%	-66.5%	-62.0%
流动比率	1.00	1.06	2.50	1.96
速动比率	0.78	0.73	2.14	1.63
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.94	0.65	0.57
应收账款周转率	7.49	4.05	3.50	3.88
应付账款周转率	2.64	1.66	1.69	1.78
每股指标(元)				
每股收益	0.40	0.66	0.95	1.31
每股经营现金流	1.42	1.44	0.93	2.32
每股净资产	1.48	2.35	8.43	9.74
估值比率(估值均值, 倍)				
P/E	76.4	46.2	32.1	23.2
P/B	20.6	12.9	3.6	3.1
EV/EBITDA	32.2	23.7	20.3	14.1

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其它专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257