

方正证券研究所

有色行业高级分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220511020003

TEL: 010-68584850

E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：明炉发

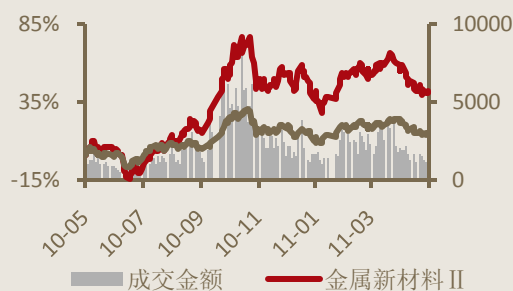
TEL: (010) 68584837

Email: minglufa@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
A股发行股数(万股)	4000
发行前总股本(万股)	12000
发行后总股本(万股)	16000
发行日期	2011-05-23
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	光大证券
预计上市日期	

金属新材料II行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

高性能永磁材料的引领者

正海磁材(300224)

公司新股申购报告
2011.05.20

金属新材料II行业

投资要点

※国内高性能钕铁硼永磁材料龙头

2010年公司高新能钕铁硼产能3300吨,销量3356吨,占据高性能钕铁硼永磁材料行业市场份额的30%左右,其中风电市场占有率90%,节能电梯市场占有率30%。

※风电新能源发展和节能电梯是公司业绩的根本保证

2008-2010年,公司对金风科技的销售收入占营业收入的比重分别为41.98%、71.47%和67.03%。公司一直是金风科技高性能钕铁硼永磁材料的最大供应商;也是湘电股份的主要供应商之一。据估计到2014年风电对高新能钕铁硼材料需求量将达到8000吨。据中国电梯协会估计,我国平均每部电梯每天耗电量约40kwh,约占整个建筑能耗的5%左右。未来节能电梯对高新能钕铁硼材料需求将提升公司业绩。

※节能空调和新能源汽车领域将是公司未来新的增长亮点

随着我国节能环保空调生产技术的不断成熟,变频空调市场逐渐进入爆发期。目前公司已成为格力电器的最大供应商,与美的电器、海立股份等亦建立了合作关系,预计2011年公司在该市场将会有较大的突破。据中国磁性材料与器件行业协会预测,未来几年,中国混合动力汽车产量将高速增长。据估算,到2014年我国混合动力汽车行业对高性能钕铁硼永磁材料的需求量将达到7500吨。

※募投项目将解决产能不足

目前公司生产设备已经满负荷运转,但仍只能优先满足长期合作的重要客户需求,严重限制了公司的发展速度。通过新增2,000吨/年高性能钕铁硼永磁材料将进一步提高公司产品市场占有率,巩固和提高公司的竞争优势。

※盈利预测与估值

随着募投项目的建设投产,届时公司的产品产能将大幅增加。我们预计公司2011-2013年摊薄后的EPS为0.80元、1.15元和1.60元。利用相对估值法,我们给予公司2011年PE 35-38倍,对应的价值区间为28.0~30.4元。

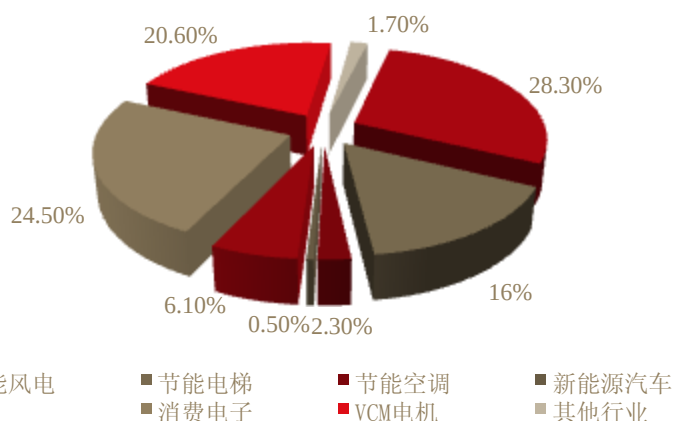
※风险提示

客户集中度过高的风险;稀土原材料价格剧烈波动的风险;募投项目进度不及预期的风险。

1 公司概况

公司自 2000 年成立以来一直专注于高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产、销售和服务。高性能钕铁硼永磁材料可广泛应用于节能和环保领域，属于国家重点鼓励发展的新材料和高新技术产品。其中包括风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车、EPS 和节能石油抽油机等。公司作为国内高性能钕铁硼永磁材料行业龙头企业之一，具有很强的竞争力。

图表 1 中国高性能钕铁硼永磁材料应用分布

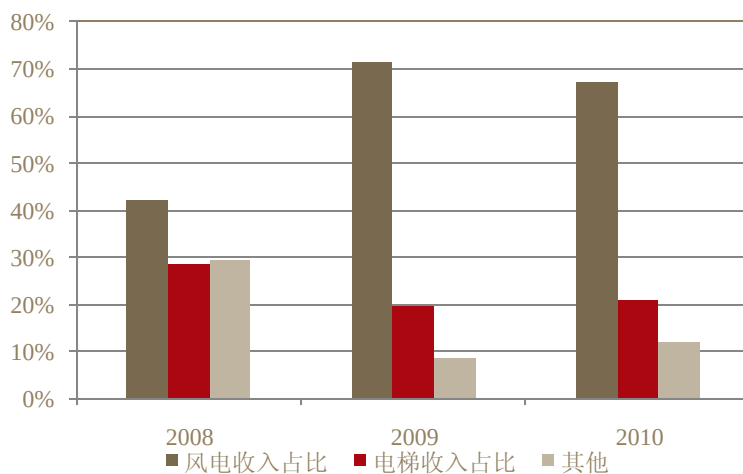


数据来源：公司公告 方正证券研究所

2010 年公司高新能钕铁硼产能 3300 吨，销量 3356 吨，占据高性能钕铁硼永磁材料行业市场份额的 30% 左右，其中风电市场占有率 90%，节能电梯市场占有率 30%。

2008-2010 年，公司对风力发电和节能电梯两大市场的销售收入占营业收入的比重分别为 70.42%、91.36% 和 88.02%。未来在其他高端应用市场尚未形成规模化需求之前，风力发电和节能电梯两大市场的发展仍是公司盈利支撑点。

图表 2 风力发电和节能电梯是公司营业收入的主体

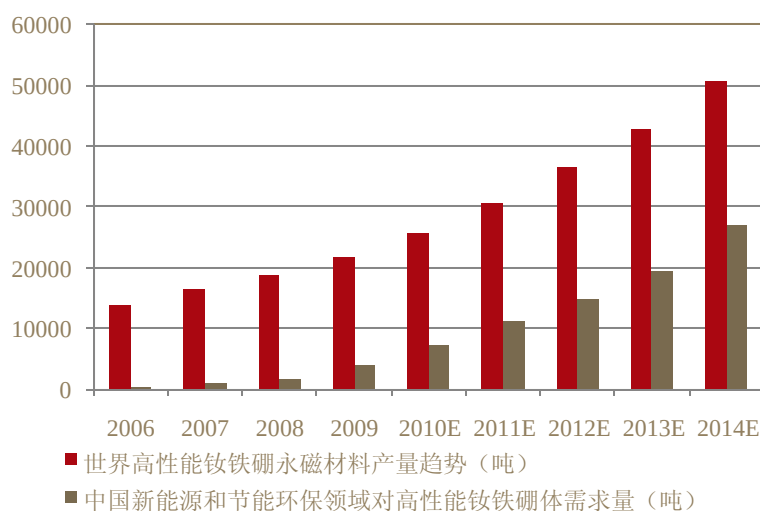


数据来源：公司公告 方正证券研究所

2 高性能钕铁硼体下游行业需求前景广阔

随着国家对新能源及节能减排力度的加大，预计未来几年，我国在风电、节能电梯、新能源汽车以及节能环保空调等行业快速发展。预计至 2014 年，我国新能源和节能环保领域对高性能钕铁硼体需求量将达到约 2.7 万吨，三年复合增长率为 34.4%。

图表 3 中国新能源和节能环保领域对高性能钕铁硼保持高速增长



数据来源：公司公告 方正证券研究所

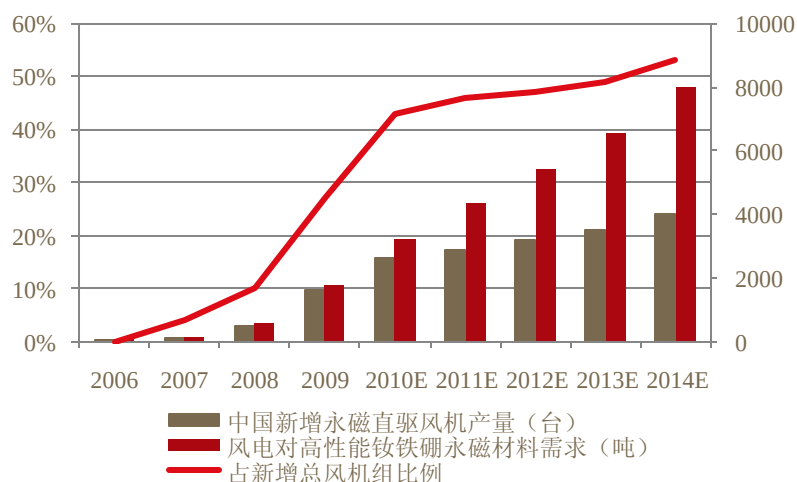
2.1 风电新能源发展是公司业绩的根本保证

风力发电机主要分为永磁直驱式和双馈式。目前，我国永磁直驱风力发电机生产企业主要为金风科技、湘电股份和东方电气。公司一直是金风科技高性能钕铁硼永磁材料的最大供应商；也是湘电股份的主要供应商之一；东方电气开发永磁直驱风机相对较晚，其杭州工厂于 2010 年投产，公司作为其主要供应商，目前已大批量供货。

2008-2010 年，公司对金风科技的销售收入占营业收入的比重分别为 41.98%、71.47%和 67.03%。随着其他下游市场如节能环保空调和新能源汽车等领域的快速发展，公司销售的客户集中度风险将逐步降低。

据中国磁性材料与器件行业协会估计，每台永磁直驱风机需要约 1.5 吨高性能钕铁硼永磁材料。这样的话，预计到 2014 年高性能钕铁硼永磁材料需求量将达到 8000 吨。

图表 4 新增永磁直驱风机驱动高性能钕铁硼永磁材料需求

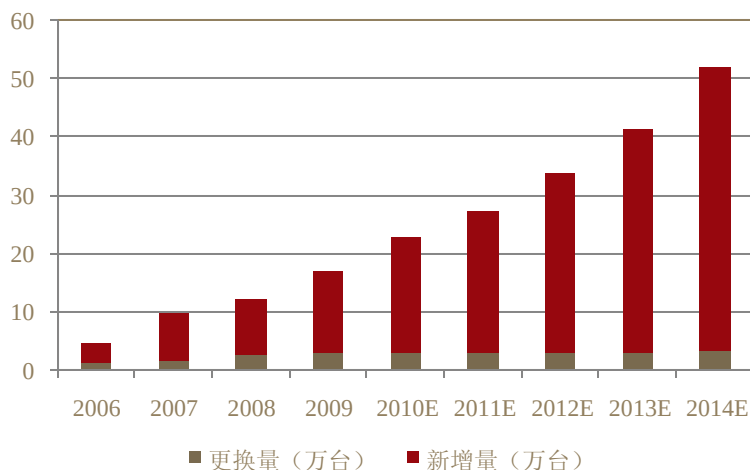


数据来源：公司公告 方正证券研究所

2.2 公司拥有节能电梯高端客户

我国电梯行业中，三大外资企业三菱电梯、日立电梯和奥的斯电梯占据主导地位，市场占有率约 70%；三菱电梯作为高端电梯生产企业之一，对磁性材料要求较高，目前公司是三菱电梯高性能钕铁硼永磁材料的最大供应商。

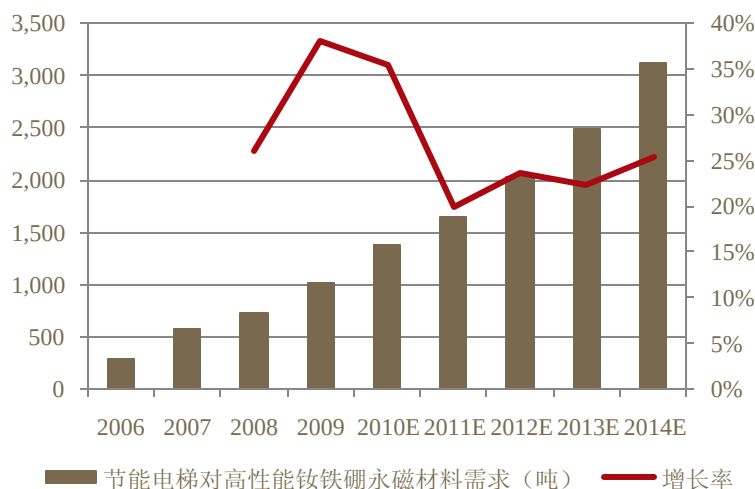
图表 5 新增及更换电梯对节能电梯需求量 (万台)



数据来源：公司公告 方正证券研究所

近年来，我国在用电梯量增长迅速，每年保持 13% 以上的增长速度。2008 年，我国电梯产量就达 24.50 万台，在用电梯数量为 115 万台，成为全球最大的电梯制造基地及电梯市场、全球第二大电梯保有量国家。据中国电梯协会估计，我国平均每部电梯每天耗电量约 40kwh，约占整个建筑能耗的 5% 左右。

图表 6 节能电梯对高性能钕铁硼永磁材料需求稳定增长

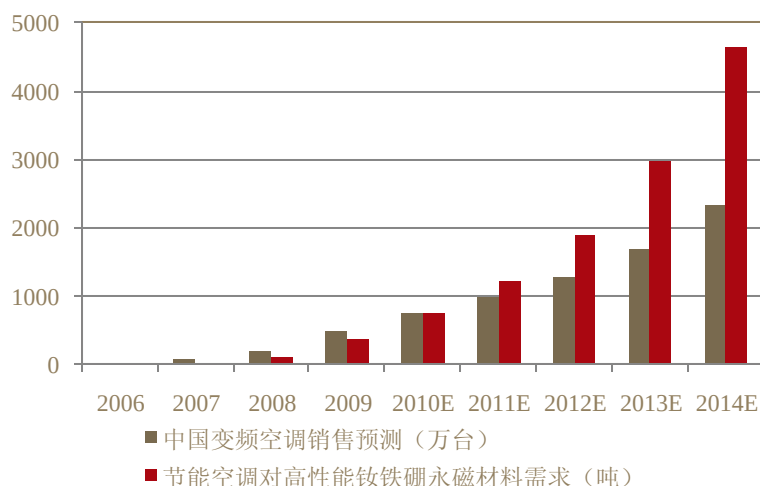


数据来源：公司公告 方正证券研究所

2.3 节能环保空调

我国节能环保空调起步较晚，所需的高性能钕铁硼永磁材料主要由日本和国内有专利授权的企业提供。随着我国节能环保空调生产技术的不断成熟，变频空调市场逐渐进入爆发期，预计在 2011 年将有迅猛发展，对国内高性能钕铁硼永磁材料需求将大幅增长。目前公司已成为格力电器的最大供应商，与美的电器、海立股份等亦建立了合作关系，预计 2011 年公司在该市场将会有较大的突破。

图表 7 节能电梯对高性能钕铁硼永磁材料大幅增加

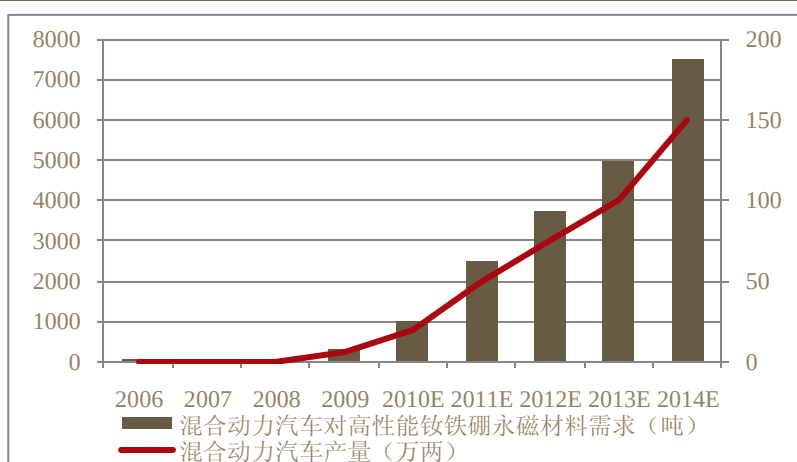


数据来源：公司公告 方正证券研究所

2.4 新能源汽车领域将是公司未来新的增长亮点

据中国磁性材料与器件行业协会预测，未来几年，中国混合动力汽车产量将高速增长。每台混合动力汽车电机约需使用 5kg 高性能钕铁硼永磁材料，按此估算，到 2014 年我国混合动力汽车行业对高性能钕铁硼永磁材料的需求量将达到 7500 吨。

图表 8 新能源汽车对高性能钕铁硼永磁材料需求有质的飞跃



数据来源：公司公告 方正证券研究所

注：混合动力汽车对高性能钕铁硼永磁材料需求量通过汽车产量计算所得

3 募投项目将解决产能不足

目前公司生产设备已经满负荷运转，但仍只能优先满足长期合作的重要客户需求，严重限制了公司的发展速度。为此拟利用公司作为国内高性能钕铁硼永磁材料行业领先企业的优势，通过新增 2,000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料毛坯，从而进一步提高公司产品的市场占有率，巩固和提高公司的竞争优势。

图表 9 2000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料分产品计划

分产品	风电	节能环保	新能源和 EPS
产能分配 (吨/年)	500	1000	500
建设周期 (年)	2	2	2

数据来源：公司公告 方正证券研究所

另外，高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项目以及研发中心建设和新技术开发项目也是此次募投项目。

4 盈利预测与估值

随着募投项目的建设投产，届时公司的产品产能将大幅增加。我们预计公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 为 0.80 元、1.15 元和 1.60 元。

图表 10 同类可比上市公司估值(截止 2011.05.20)

公司名称	代码	当前股价	EPS			PE		
			2011E	20112	2013E	2011E	20112	2013E
中科三环	00970	22.84	0.49	0.62	0.66	46.61	36.67	34.61
宁波韵升	600366	20.37	0.71	0.97	1.24	28.77	21.07	16.43
银河磁体	300127	19.05	0.51	0.71	1.02	37.63	26.72	18.68
平均						37.67	28.15	23.24

数据来源：Wind 方正证券研究所

利用相对估值法，通过比较同类上市公司的平均市盈率，我们给予公司 2011 年 PE 35-38 倍，对应的价值区间为 28.0~30.4 元。

5 风险提示

- 1) 客户集中度过高的风险；
- 2) 稀土原材料价格剧烈波动的风险；
- 3) 募投项目进度不及预期的风险。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	638.99	351.57	1219.27	964.28	经营活动现金流	165.88	37.21	441.64	131.02
现金	168.00	216.27	613.54	497.67	净利润	105.35	128.65	183.47	256.75
应收账款	82.96	60.63	152.08	152.35	折旧摊销	22.89	21.51	22.45	40.69
其它应收款	0.11	0.58	0.29	0.83	财务费用	8.57	10.23	12.50	18.00
预付账款	17.96	10.07	32.59	28.88	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	196.68	64.00	333.95	248.36	营运资金变动	29.13	-123.09	223.14	-184.40
其他	173.29	0.00	86.82	28.33	其它	-0.06	-0.09	0.08	-0.02
非流动资产	277.87	267.18	256.61	462.66	投资活动现金流	-64.92	-10.73	-11.96	-246.72
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	42.03	-10.78	-10.49	206.03
固定资产	247.57	229.34	211.07	398.34	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	29.29	36.91	44.84	61.52	其他	-22.89	-21.51	-22.45	-40.69
其他	1.01	0.93	0.70	2.81	筹资活动现金流	-68.57	21.80	-32.41	-0.18
资产总计	916.86	618.75	1475.88	1426.94	短期借款	-30.00	33.33	-12.22	-2.96
流动负债	604.37	184.91	866.26	545.14	长期借款	-30.00	-7.30	-7.69	15.43
短期借款	50.00	83.33	71.11	68.15	其他	-8.57	-4.23	-12.50	-12.64
应付账款	106.27	30.05	190.79	126.95	现金净增加额	32.38	48.28	397.27	-115.88
其他	448.09	71.52	604.36	345.75					
非流动负债	30.00	22.70	15.01	30.43	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	30.00	22.70	15.01	30.43	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	71.65%	38.58%	34.41%	44.00%
负债合计	634.37	207.60	881.26	575.57	营业利润	37.99%	23.05%	42.86%	40.17%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	65.54%	22.12%	42.62%	39.94%
归属母公司股东权益	282.50	411.14	594.62	851.36	获利能力				
负债和股东权益	916.86	618.75	1475.88	1426.94	毛利率	27.82%	25.50%	25.80%	26.00%
					净利率	15.70%	13.83%	14.68%	14.26%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	37.29%	31.29%	30.86%	30.16%
营业收入	671.08	930.00	1250.00	1800.00	ROIC	29.06%	24.59%	26.72%	26.71%
营业成本	484.37	692.85	927.50	1332.00	偿债能力				
营业税金及附加	1.84	1.86	1.88	2.70	资产负债率	69.19%	33.55%	59.71%	40.34%
营业费用	8.89	12.09	15.63	21.60	净负债比率	28.32%	27.25%	15.49%	12.91%
管理费用	46.84	60.45	75.00	90.00	流动比率	1.06	1.90	1.41	1.77
财务费用	8.57	10.23	12.50	18.00	速动比率	0.73	1.56	1.02	1.30
资产减值损失	0.41	4.65	6.25	18.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.94	1.21	1.19	1.24
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	10.77	12.95	11.75	11.83
营业利润	120.17	147.87	211.25	296.10	应付帐款周转率	6.59	10.16	8.40	8.38
营业外收入	2.41	1.43	1.88	1.91	每股指标(元)				
营业外支出	0.14	0.14	0.14	0.14	每股收益	0.88	0.80	1.15	1.60
利润总额	122.45	149.16	213.00	297.87	每股经营现金	1.38	0.31	3.68	1.09
所得税	17.11	20.51	29.52	41.12	每股净资产	2.35	2.57	3.72	5.32
净利润	105.35	128.65	183.47	256.75	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	105.35	128.65	183.47	256.75	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	145.34	170.67	235.44	338.56	EV/EBITDA	-0.61	-0.61	-2.21	-1.15
EPS (元)	0.88	0.80	1.15	1.60					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com