

正海磁材新股估值分析报告

（仅供参考）

上市时间	股票代码	股票名称	发行价格	发行后摊薄市盈率(倍)	发行后每股净资产(元)	每股收益(元)	净资产收益率(%)
2011/5/31	300224	正海磁材	21.09	32.45	6.68	0.64	37.29
发行数量(万股)	上市数量(万股)	发行后股本(万股)	中签率(%)	主承销商	所属行业	合理估值定位	
4000	3200	12000	2.242	光大证券	非金属矿物制品业	38.5-42.5 元	
公 司 投 资 要 点	一、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%。						
	二、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%。						
	三、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%。						
募 集 资 金 投 向	公司募集资金项目包括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以及研发中心建设和新技术开发项目。三个项目的投资额分别为22,287万元、12,803万元和9,485.93万元。						
	本次公司扩产的产能主要用于满足风力发电、节能环保空调、新能源汽车和EPS等市场的需求。根据初步计划，用于风力发电的产能扩张为500吨，用于节能环保空调市场的新增产能为1000吨，用于新能源汽车和EPS 行业的新增产能为500吨。						
	图表一：募投项目基本情况一览表						
	序号	项目名称	固定资产投资 或建设资金(万元)	流动资金（万元）	募集资金投资 总额（万元）	建设期（年）	
	1	2000吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产项目	17,028.00	5,259.00	22,287.00	2	

	<table><tr><td>2</td><td>高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项 目</td><td>11,383.00</td><td>1,420.00</td><td>12,803.00</td><td>2</td></tr><tr><td>3</td><td>研发中心建设 与新技术开发 项目</td><td>9,485.93</td><td></td><td>9,485.93</td><td>1</td></tr></table>	2	高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项 目	11,383.00	1,420.00	12,803.00	2	3	研发中心建设 与新技术开发 项目	9,485.93		9,485.93	1
2	高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项 目	11,383.00	1,420.00	12,803.00	2								
3	研发中心建设 与新技术开发 项目	9,485.93		9,485.93	1								
	资料来源：招股说明书												
	表二：募投项目新增产能情况一览表												
	<table><tr><td>产品</td><td>募投新增产能</td><td>2010 年产能</td><td>2010 年产量</td><td>产能增长</td></tr><tr><td>2000 吨/年高性能钕铁硼永磁材 料扩产项目</td><td>2000 吨</td><td>3300 吨</td><td>3677 吨</td><td>60.6%</td></tr></table>	产品	募投新增产能	2010 年产能	2010 年产量	产能增长	2000 吨/年高性能钕铁硼永磁材 料扩产项目	2000 吨	3300 吨	3677 吨	60.6%		
产品	募投新增产能	2010 年产能	2010 年产量	产能增长									
2000 吨/年高性能钕铁硼永磁材 料扩产项目	2000 吨	3300 吨	3677 吨	60.6%									
	资料来源：招股说明书												
估值分析	公司一贯坚持以销定产、按单生产的定制化生产管理模式，报告期内产品综合产销率达到了93.92%，此次募集资金较大幅度解决公司产能瓶颈以及提高公司产品附加值，公司产品的下游行业未来增长空间巨大，增长速度较快，加之国家对于稀土出口的限制，在未来很长时间内限制了国外竞争对手的产能和发展空间，随着2014国际上主要专利到期，公司国际市场打开后，增长空间将更为广阔，同时公司所处行业对于下游成本转嫁能力较强，可适当抵消主要原材料价格波动对业绩的影响，全面参考A股上市公司中科三环、宁波韵升的估值及市场表现，给予公司10年47.5-52.5倍PE，预计公司2011年业绩为0.81元，对应公司合理股价在38.5元-42.5元之间。												
风险提示	公司经营主要面临以下风险： （一）对相关行业依赖的风险。 在我国，高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源和节能环保等高端应用市场，如风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车、汽车电动助力转向系统（EPS）和节能石油抽油机等，其中风力发电市场处于高速发展阶段，节能电梯市场处于稳步增长阶段，其他市场处于起步阶段，因此，目前高性能钕铁硼永磁材料在国内主要应用于风力发电和节能电梯市场。 （二）客户集中度较高的风险。 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%，未来在其他风电客户及其他高端应用市场尚未形成规模化需求之前，金风科技的发展状况以及公司与其合作情况将对公司的销售增长及盈利能力产生较大的影响。 （三）原材料价格波动的风险。 本公司生产经营所需主要原材料为钕、镨钕和镝铁等稀土金属及稀土合金，占产品生产成本的比重较高。我国稀土在储量、产量和销量上均居世界第一，但受管理混乱、恶性竞争、深加工产品比例较小、应用市场集中于国外等不利因素影响，稀土价格波动剧烈，给钕铁硼永磁材料生产企业的经营造成较大的不利影响。按2010 年数据计算，若其他生产要素价格和本公司产品销售价格不变，钕、镨钕及镝铁等稀土原材料价格上升或下降10%，将使公司当期销售毛利减少或增加18.75%。												
综述	预计公司的合理估值在 38.5 元-42.5 元之间，建议新股上市首日以逢高退出为主。仅供参考！												

安信证券新股研究组

李耀东

2011-05-30