

新材料研究小组

分析师: 李琳琳

执业证书编号: S0730511010010

联系人: 牟国洪 021-50588666-8039

新能源与节能环保助飞高性能钕铁硼龙头

——正海磁材(300224)新股分析报告

研究报告-新股分析报告

合理价值区间: 26.40-30.80 元

发布日期: 2011 年 05 月 27 日

发行数据

发行价(元)	21.09
发行数量(万股)	4000
发行方式	网下配售 网上资金申购
发行日期	2011 年 05 月 23 日
上市日期	-

基础数据

每股净资产(元)	2.35
每股经营现金流(元)	1.44
毛利率(%)	27.82
净资产收益率-摊薄(%)	37.29
资产负债率	69.19
发行后总股本(万股)	16000
B 股/H 股(万股)	—

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

正海磁材(300224)在创业板发行上市。募集资金主要投向2000吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产、高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造和研发中心建设与新技术开发三个项目,项目投资总额44576万元。公司在风力发电和节能电梯细分领域具有行业领先地位。

投资要点:

- 公司是国内领先的高性能钕铁硼永磁材料专家。公司专业从事高性能钕铁硼永磁材料的研发、制造与销售,产品广泛用于风力发电、节能电梯、节能环保空调、EPS等新能源和节能环保领域。
- 高性能钕铁硼永磁材料下游覆盖行业广。高性能钕铁硼永磁材料下游需求包括VCM等传统领域及新能源与节能环保领域,其中风力风电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车以及EPS等新型市场均为国家产业政策重点支持和发展方向,属于高增长中的朝阳产业,未来发展空间巨大。
- 公司竞争优势:公司产品定位中高端、技术领先且产品种类齐全;在新能源和节能环保领域具有先发优势,在风力发电细分领域位居行业龙头。
- 募集项目分析:公司本次公开发行股票4000万股,募集资金用于2000吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产、高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造以及研发中心建设与新技术开发共三个项目,项目投资总额44576万元,项目完成将进一步拓展公司的市场领域和提升公司综合竞争力。
- 盈利预测与公司估值:预测公司2011、2012年每股收益分别为0.88元和1.18元,建议给予公司2011年30-35倍的市盈率,对应合理价值区间为26.40-30.80元。
- 风险提示:公司主要风险包括稀土价格波动风险、主营业务及重大客户集中风险。

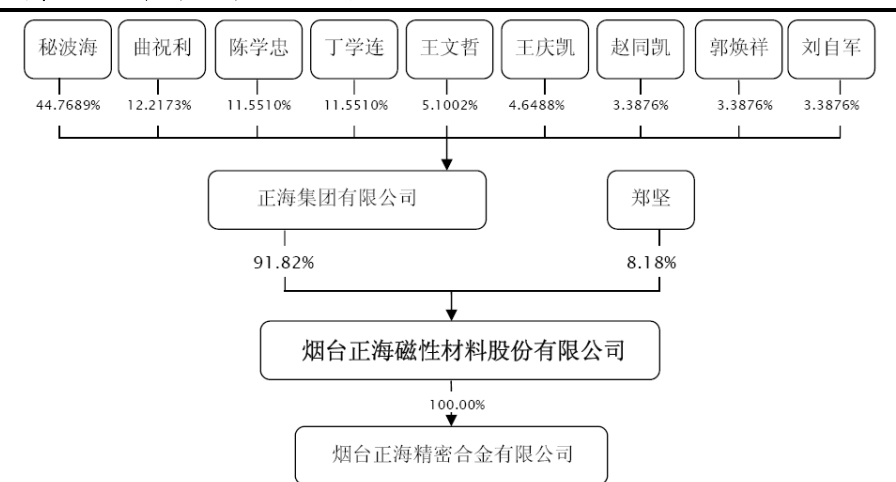
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.96	671.08	975.41	1314.47	1663.33
增长比率(%)	80.72	71.65	45.35	34.76	26.54
净利润(百万元)	63.64	105.35	140.58	188.46	247.10
增长比率(%)	305.87	65.54	33.44	34.06	31.12
每股收益(元)	0.40	0.66	0.88	1.18	1.54

1. 高性能钕铁硼专业制造商

公司前身烟台正海磁性材料有限公司成立于2000年4月，2009年9月变更为股份公司，注册资本为12000万元。公司是专业生产高性能钕铁硼永磁材料及磁铁组件的高新技术企业，具备较强的研发能力，凭借具有自主知识产权的正海无氧工艺技术(ZHOFP)，能批量生产世界顶级的53N、50M、48M、48H、44SH、40UH、38EH、33AH等30多个牌号的烧结钕铁硼磁体，目前年产规模为3300吨。高性能钕铁硼永磁材料广泛用于风力发电、节能电梯、节能环保空调、EPS等新能源和节能环保领域，公司产品在风力发电和节能电梯细分领域具有行业地位。2010年，公司实现营业收入6.71亿元，同比增长71.65%；实现净利润1.05亿元，同比增长65.54%。

上市前，秘波海持有正海集团44.7689%的股权，而正海集团持有烟台正海磁性材料股份有限公司91.82%的股权，秘波海为公司实际控制人。本次发行前公司总股本为12000万股，本次发行人民币普通股4000万股，发行后总股本为16000万股，占发行后股本总额的25.0%。

图表1：上市前公司股权结构



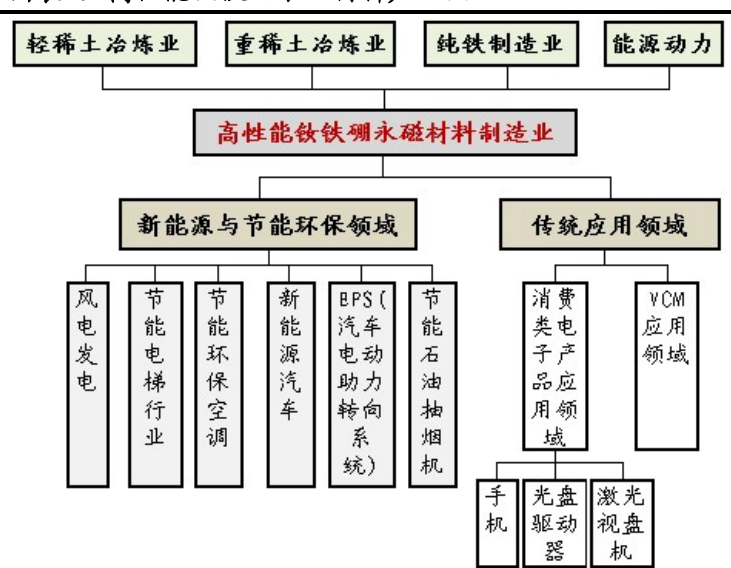
资料来源：公司招股说明书，中原证券

2. 高性能钕铁硼永磁材料行业分析

2.1 行业简介

从高性能钕铁硼永磁材料产业看：包括上游的轻/重稀土冶炼、纯铁制造及能源动力，以及中游的高性能钕铁硼永磁材料制造和下游应用。在下游行业中，高端应用领域如风力发电、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均为朝阳产业，属于国家产业政策重点扶持对象。其中新能源和节能环保领域的典型应用为稀土永磁电机，传统领域包括VCM和消费类电子产品。

图表2：高性能钕铁硼永磁材料产业链



资料来源：中原证券

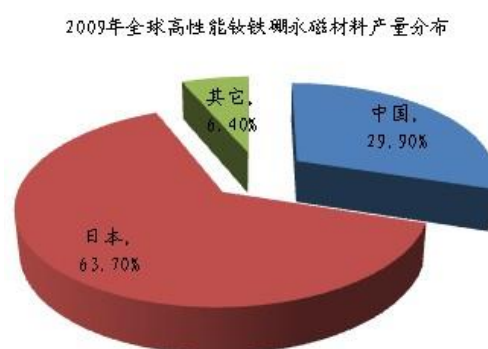
2010年，全球高性能钕铁硼永磁材料产量约为25600吨，同比增长19.52%。由于高性能钕铁硼永磁材料制备的主要原料为稀土，而我国拥有全球最大的稀土储量和产量。

图表3：全球高性能钕铁硼永磁材料产量变化趋势及同步增速



资料来源：公司招股说明书，中原证券

图表4：2009年全球钕铁硼产量分布

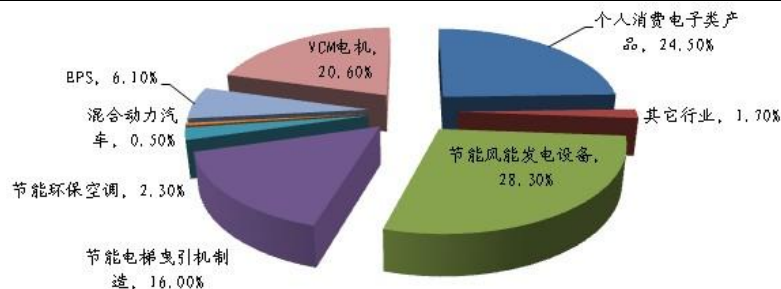


资料来源：公司招股说明书，中原证券

受原料和成本因素影响，世界高性能钕铁硼永磁材料产量目前主要集中在中国和日本。2009年，中国高性能钕铁硼永磁材料产量全球占比29.90%，预计至2013年将逐步成为世界最大的高性能钕铁硼永磁材料生产国。

2009年，我国高性能钕铁硼永磁材料主要应用领域为节能风能发电设备、个人消费电子类和节能电梯。随着国家对新能源及节能减排工作的重视，预计未来我国风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车以及EPS等将高速发展，导致对高性能钕铁硼永磁材料需求的快速增长；而VCM和消费类电子产品总体保持稳定缓慢的增长态势。

图表5: 2009年国内高性能钕铁硼永磁材料应用领域分布图示



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2.2 受益风力发电行业的高增长

风力发电是国内高性能钕铁硼永磁材料的最重要市场之一。据统计: 中国风能总储量达32.26亿千瓦, 位居全球第一, 可开发和利用风能储量近10亿千瓦。受国家《可再生能源发展“十一五”规划》、《国家发展改革委关于风电建设管理有关要求的通知》等系列政策影响, 2009年, 全国新增风电装机容量1359万千瓦, 累计装机容量达2580万千瓦。

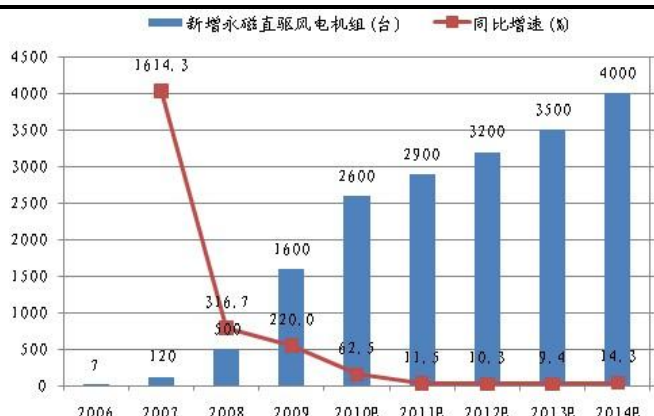
图表6: 我国累计风电装机总量及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

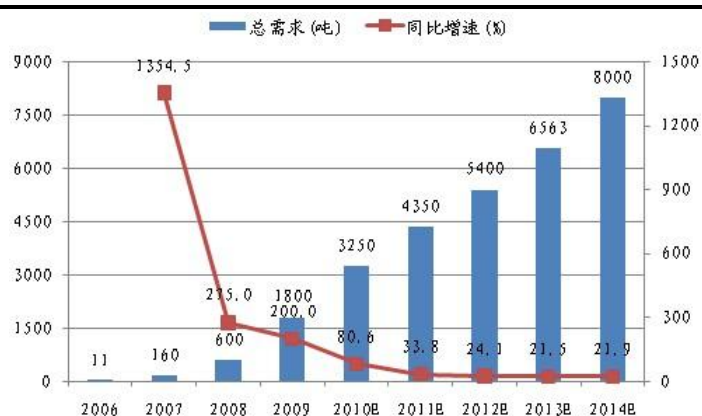
目前国内风力发电机包括永磁直驱风机和双馈风机两种。永磁直驱风机在可靠性、效率以及维持成本方面更具优越性, 近几年发展迅速并逐步侵蚀双馈风机的市场份额。同时, 由于我国低风速的三类风能资源占比50%左右, 而加强低风速风电开发已被纳入“十二五”风电发展规划, 从政策层次提高其在风力发电中的比重, 具体规划目标有望达到2000万千瓦, 未来发展前景十分广阔。与此对应的高性能钕铁硼永磁材料需求将大幅增长, 2009年, 国内该领域钕铁硼需求总量为1800吨, 同比增长200%, 预计2008-2014年的复合增长率达53.99%。

图表7: 国内永磁直驱风机产量及同比增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表8: 风电行业对高性能钕铁硼永磁材料总需求



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2.3 节能电梯行业

电梯是高层建筑最大耗能设备之一, 中国平均每部电梯耗电量为40KWh, 约占整个建筑能耗的5%。受《节能中长期专项规划》、《特种设备安全监察条例(2009修订)》等政策鼓励, 上海、广州等地纷纷制定措施推动电梯节能化改造。其中, 使用永磁同步曳引机是电梯行业的发展方向。

节能电梯行业未来市场主要来源于新增和更换两类, 预计2008~2014年之间对节能电梯的复合增长率为27.27%。根据每台节能电梯所需6Kg高性能钕铁硼永磁材料, 2011年所需高性能钕铁硼永磁材料为1646吨。

图表9: 国内节能电梯需求统计及增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表10: 节能电梯行业高性能钕铁硼需求统计及增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

2.4 节能环保空调

变频空调以节能高效和环保特性迅速成为世界空调行业的主流, 2008年国内变频空调销量仅为209万台, 国内占比约7%, 预计2014年将占空调总消费量的50%。对于变频空调用磁性材料, 钕铁硼永磁材料将逐步取代铁氧体材料, 预计在变频空调中的使用占比

将从2009年的30%逐步提升至2014年的80%。根据每台变频空调约需要0.25kg钕铁硼永磁材料，对应钕铁硼需求量将从2009年的367吨增加到2014年的4660吨。

图表11: 国内变频空调需求统计及预测



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表12: 变频空调高性能钕铁硼需求统计及预测



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

同时, 随着《节能与新能源汽车产业规划(2010-2020年)》即将正式出台并实施, 我国新能源汽车产量将大幅增长, 预计2014年对高性能钕铁硼永磁材料需求量为7500吨; EPS(汽车电动助力转向系统)以及节能石油抽油机等在我国应用的逐步推开, 也将加大高性能钕铁硼永磁材料的需求。

图表13: 国内新能源与节能环保领域对高性能钕铁硼材料需求统计



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

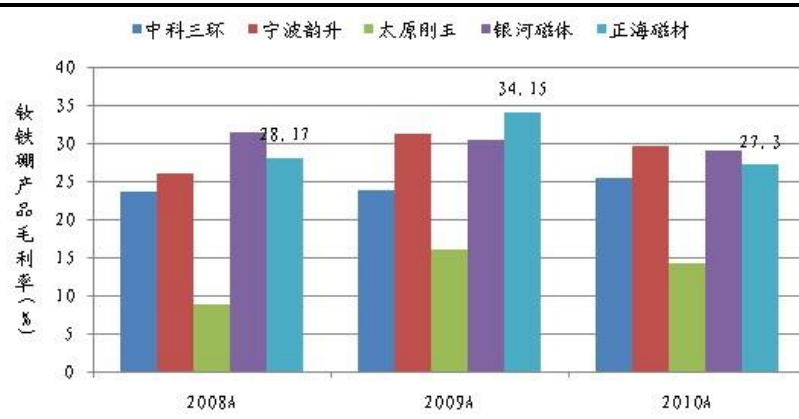
总之, 高性能钕铁硼永磁材料下游需求行业如风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车以及EPS等领域均为国家产业政策重点支持和发展方向, 属于朝阳产业, 未来发展空间巨大, 预计2014年对高性能钕铁硼永磁材料的总需求量为26831吨, 2008-2014年之间的复合增长率为57.83%。

3. 公司经营分析

3.1 产品定位中高端且具有完整产品系列

公司主营产品为高性能钕铁硼永磁材料，目前主要用于风力发电、节能电梯、节能环保空调中，并将逐步推广至新能源汽车、EPS等领域。公司产品定位于新能源和节能环保市场，产品附加值高。对比同类公司钕铁硼材料毛利率，公司毛利率处于较高水平。

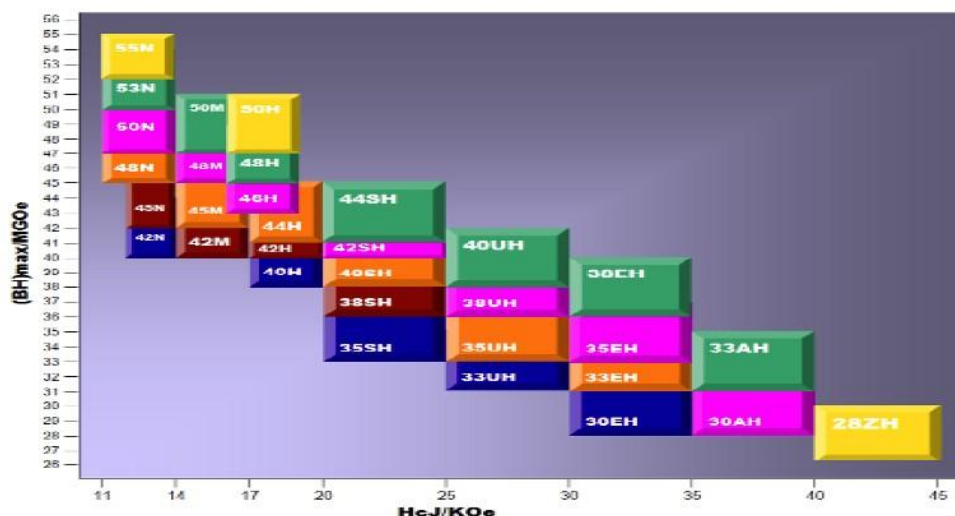
图表14：2008-2010年同比公司磁性材料毛利率对比



资料来源：Wind，中原证券

公司已具备较强的研发实力，现有高性能钕铁硼永磁材料包括从N至ZH共八大类三十多个牌号的系列产品，产品具有“6A”特性，其中：N55系列产品为国内磁能积最高的产品；42SH、38UH等系列产品具有较高磁能积和耐温性，特别适用于风力发电、节能电梯和节能空调等；ZH系列为公司独创，内禀矫顽力达40K0e，可满足超高温要求；2008年，公司成功开发了高性能辐射环，在EPS领域优势明显。

图表15：公司产品类别及主要性能

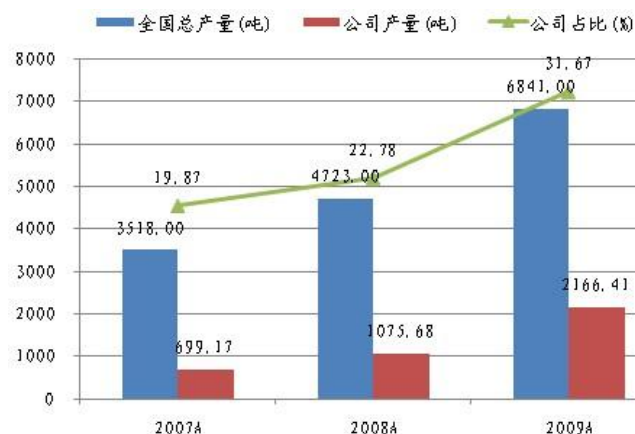


资料来源：公司招股说明书，中原证券

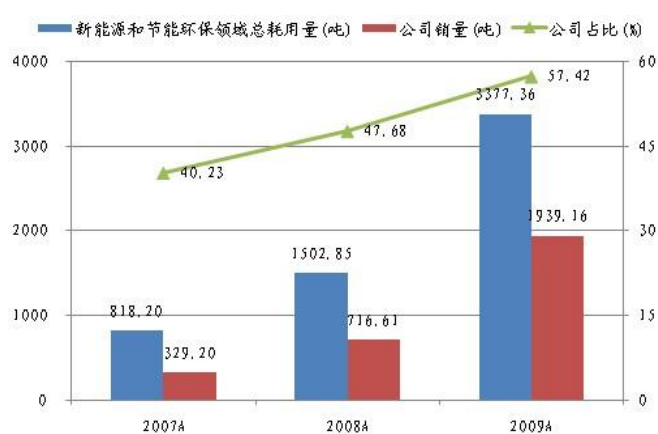
3.2 行业地位优势显著，细分领域位居龙头

近年随着新能源和节能环保应用领域需求的增长，公司在高性能钕铁硼永磁材料行业的市场份额快速上升。2009年，全国高性能钕铁硼总产量为6841吨，公司产量达2166.41吨，占比31.67%。具体至新能源和节能环保细分领域，2009年全国该领域对高性能钕铁硼永磁材料总耗用量为3377.36吨，而公司销量1939.16吨，占比57.42%。

图表16：国内高性能钕铁硼材料总产量及公司占比



图表17：新能源和节能环保领域总耗用量及公司占比

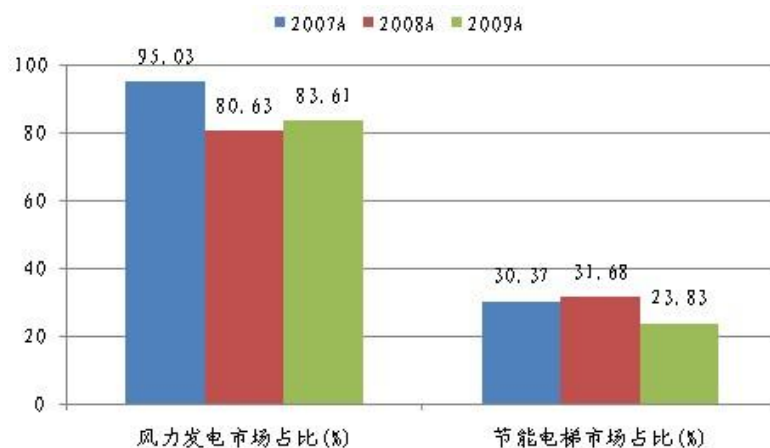


资料来源：公司招股说明书，中原证券

资料来源：公司招股说明书，中原证券

公司在风力发电领域占据绝对主导地位，2009年市场占有率达83.61%，其主要原因是公司自国内永磁直驱风机发展初期即和金风科技进行联合研发，伴随金风科技而成长，已成为其最大供应商，同时成为国内风力发电永磁第二-湘电股份的最主要供应商。在节能电梯领域，公司已成为国内三大电梯商之一三菱电梯的最大供应商，2009年节能电梯领域市场占比23.83%，占比同比下降是由于公司产能不足，产品优先满足风力发电市场。

图表18：公司在风力发电和节能电梯细分领域市场占有率



资料来源：公司招股说明书，中原证券

3.3 公司经营分析

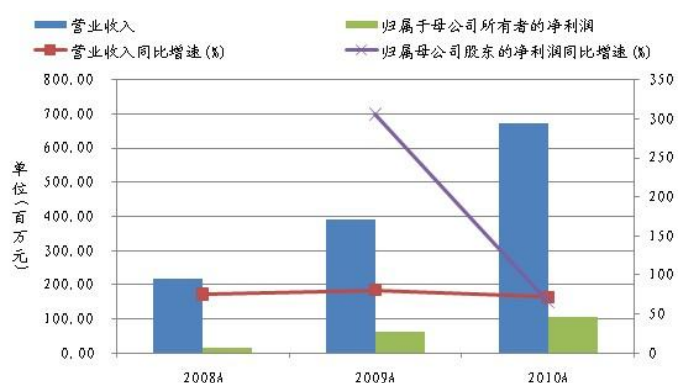
公司2009年和2010年营业收入同比增长分别为80.72%和71.65%，净利润同比增长分别为305.87%和65.54%。公司营收高速增长的主要原因是产能扩产、产品竞争优势突出以及新能源与节能环保领域下游需求旺盛所致。公司近三年期间费用率逐步下降表明公司精细化管理水平提升，其增长速度低于同期营业收入增速所致。

图表 19：公司近三年盈利、经营情况及同类公司对比

	2008 年	2009 年	2010 年	中科三环(2010 年)
营业收入(百万元)	216.34	390.96	671.08	2365.78
净利润(百万元)	15.68	63.64	105.35	206.78
净资产收益率-摊薄(%)	13.79	35.92	37.29	14.44
资产负债率(%)	66.82	65.75	69.19	38.31
综合毛利率(%)	28.60	34.39	27.82	25.19
销售净利率(%)	7.52	16.28	15.70	10.21
期间费用率(%)	20.02	11.95	9.58	12.97
存货周转率(次)	3.64	4.92	3.75	3.33
应收账款周转率(次)	8.28	11.53	10.77	4.58

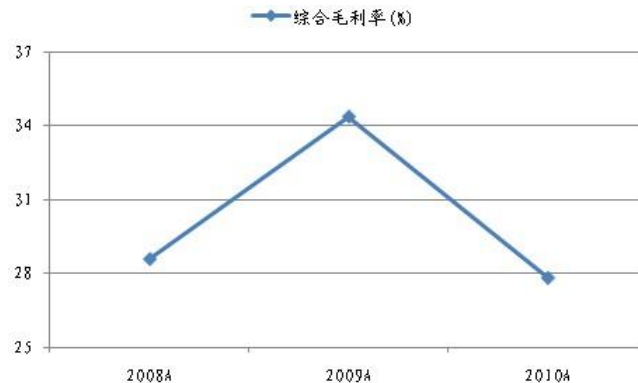
资料来源：Wind，中原证券

图表20：2008-2010年公司营业收入、利润及同比增速



资料来源：Wind，中原证券

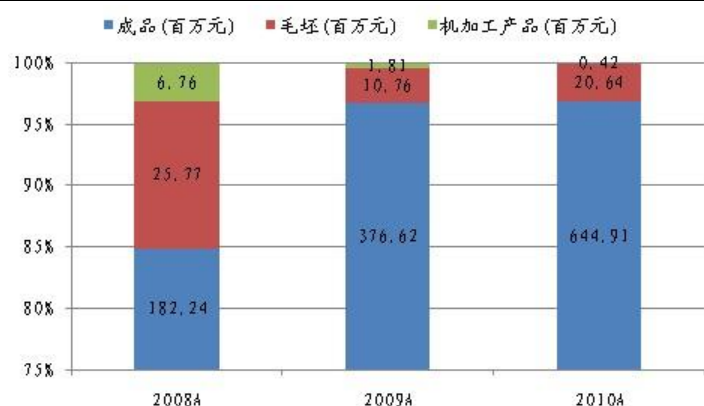
图表21：2008-2010年公司综合毛利率



资料来源：Wind，中原证券

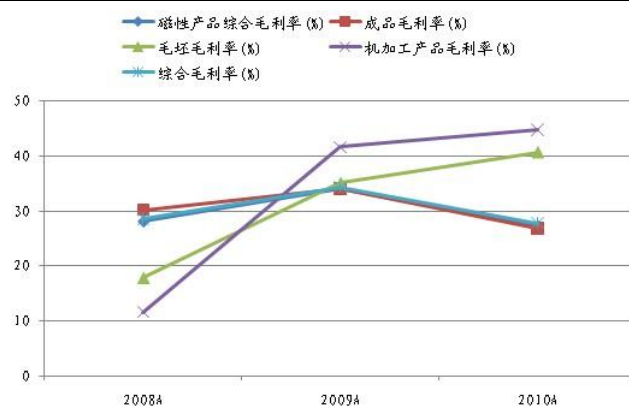
公司主营业务非常突出，报告期内高性能钕铁硼磁性产品营收占比均大于99%。磁性产品可分为成品、毛坯和机加工产品，其中2010年成品营收占比96.10%。从毛利率看，成品毛利率逐年下降，毛坯和机加工产品毛利率逐步上升。由于公司磁性产品比重高，故公司磁性产品综合毛利率与公司毛利率基本一致，且呈下降趋势。

图表22: 2008-2010年公司不同产品收入构成



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

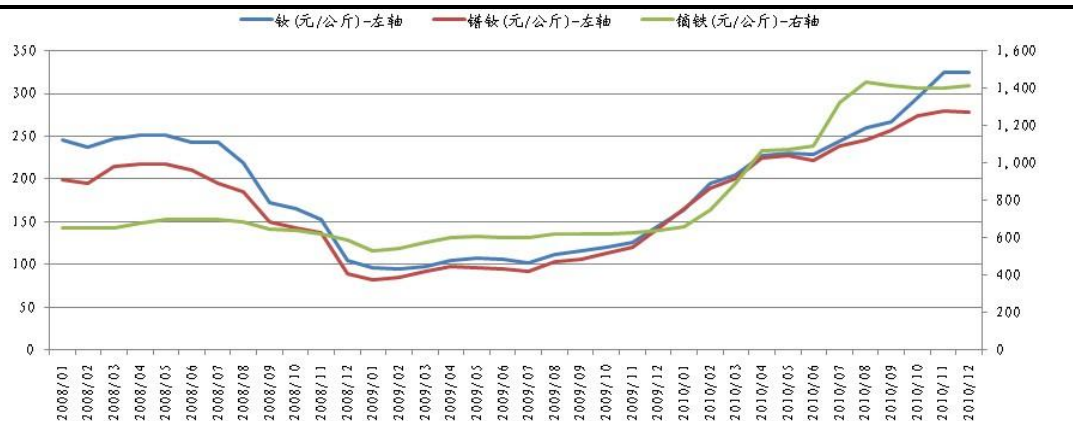
图表23: 2008-2010年不同产品毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

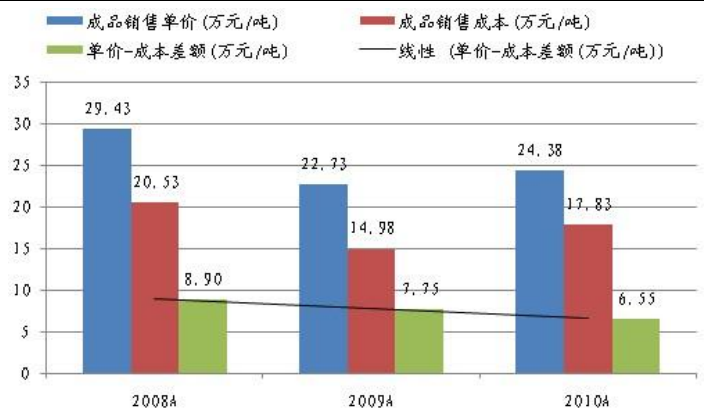
产品毛利率变化可从产品销售单价、单位成本及其差额得以解释。成品近三年销售单价-成本差额是逐步减小的; 而毛坯和机加工产品对应的差额是增长的。各产品销售价格走势均为先降后升, 主要受上游稀土原材料价格影响, 变化与稀土价格走势基本一致。

图表24: 近三年稀土价格变化曲线



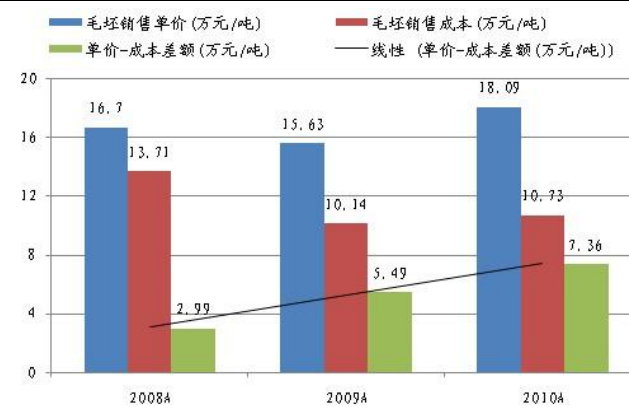
资料来源: Wind, 中原证券

图表25: 2008-2010年成品销售单价、成本及其差额



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

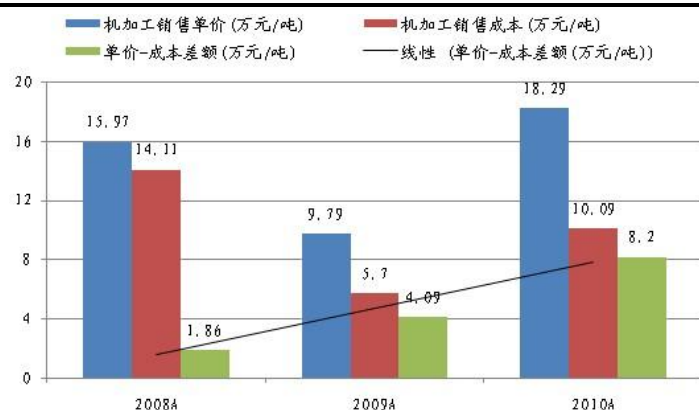
图表26: 2008-2010年毛坯销售单价、成本及其差额



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

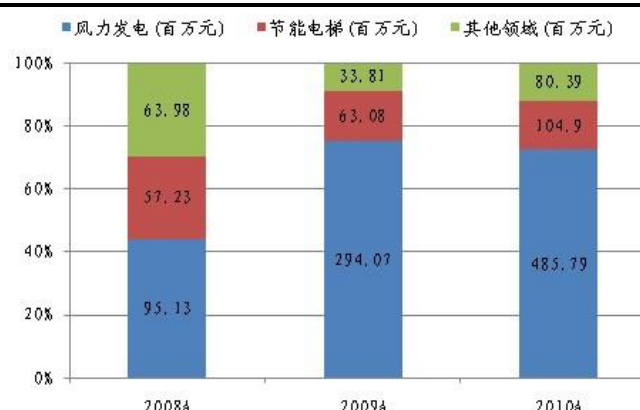
从应用领域看,报告期内公司对风力发电应用领域的营业收入快速提升,占比由2008年的43.98%增至2010年的73.29%,其主要原因是公司产品具有较强竞争优势,并受益于风力发电行业的高增长;而在节能电梯领域营收占比从2008年的26.45%下降至2010年的15.63%,主要原因是公司产品优先满足风力发电市场。

图表27: 2008-2010年机加工销售单价、销售成本及其差额



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表28: 2008-2010年公司不同领域收入构成



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

3.4 国外市场有望迎来高速发展期

1983年第三代永磁材料-钕铁硼研制成功, 随即日本住友和麦格昆磁在全球大部分地区申请了钕铁硼永磁材料的基本成分专利, 影响了全球钕铁硼的行业格局。国际市场中, 国内除了几家购买国际专利许可的厂家外, 其它高性能钕铁硼永磁材料生产企业尚未大规模进入。

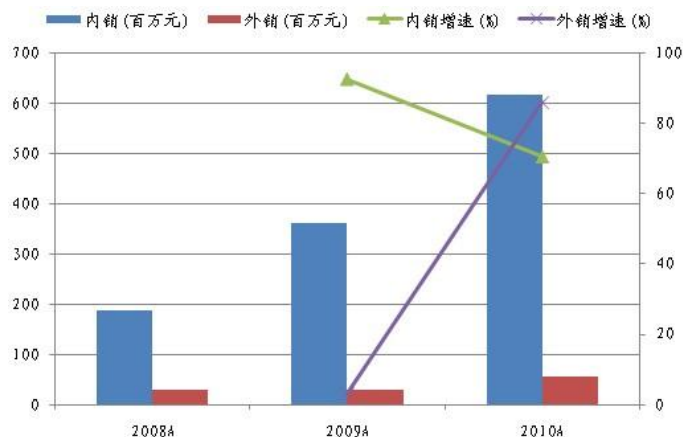
图表29: 钕铁硼基本成分专利及到期时间

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

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

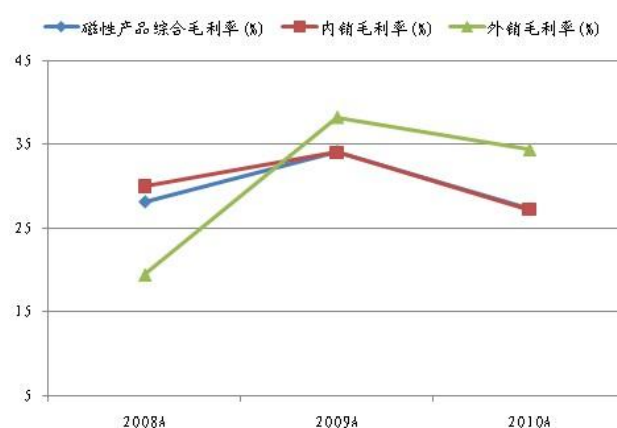
同样受钕铁硼国际基本成分专利和产能限制, 公司产品目前主要集中在国内市场, 2010年外销占比8.22%。由于公司产品种类齐全且定位于中高端, 随着公司产能的进一步扩大以及国际成分专利将于2014年在全球范围内到期, 国外市场有望迎来发展高速期。

图表30: 2008-2010年公司不同地区营收及增速



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表31: 2008-2010年公司不同地区毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

4. 募集资金项目分析

公司募集资金投向2000吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产、高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造、研发中心建设与新技术开发共三个项目。项目投资总额分别为22287万元、12803万元和9485.93万元。其中, 前两个项目将直接创造利润。

近三年来, 公司产能年均增长率达65.83%, 但相对于新能源与节能环保市场的强劲需求仍显不足。通过新增2000吨/年高性能钕铁硼永磁材料毛坯, 将有效缓解产能不足, 从而进一步提高公司产品市场占有率; 同时新增产能中的75%定位于节能环保空调、新能源汽车和EPS领域, 将有效降低行业及客户集中度过高的风险, 增强公司抵御单一市场风险的能力。而高性能钕铁硼永磁材料后加工改造项目的实施, 将有助解决公司现有设备无法满足新能源汽车、EPS市场对机加工精细化和表面处理的要求, 拓展公司产品的应用领域和提升产品附加值。

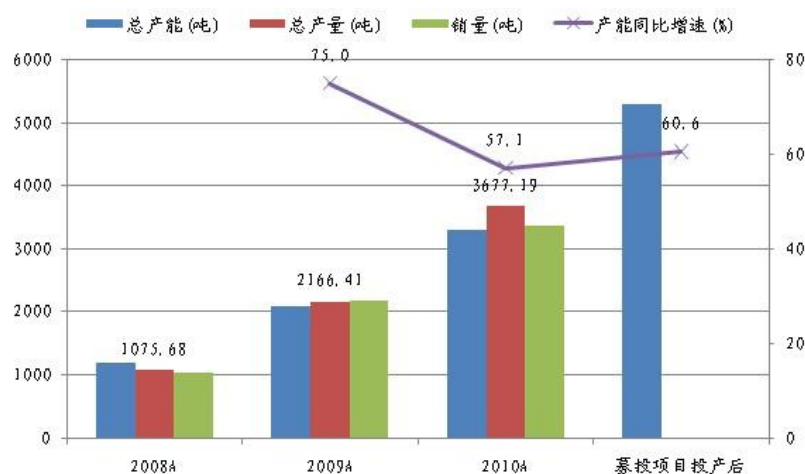
图表 32: 募集资金运用计划

单位: 万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金使用计划		
			第一年	第二年	第三年
1	2000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产项目	22287.00	4829.00	12199.00	5259.00
2	高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项目	12803.00	3718.00	7665.00	1420.00
3	研发中心建设与新技术开发项目	9485.93	7850.93	1635.00	-
	合 计	44575.93	16397.93	21499.07	6679.00

资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

图表33: 公司高性能钕铁硼永磁材料产能、产量及销量



资料来源: 公司招股说明书, 中原证券

5. 盈利预测

按发行后总股本16000万股计算, 预计公司2011年每股收益0.88元, 2012年每股收益1.18元。根据可比公司和近期中小板上市企业平均估值水平以及公司在行业中的地位, 给予公司2011年30-35倍PE, 合理股价区间为26.40-30.80元。

图表 34: 可比公司估值

公 司	代 码	股价(元) (05/23)	EPS (元)			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
中科三环	000970.SZ	21.80	0.41	0.49	0.62	53.17	44.49	35.00
宁波韵升	600366.SH	19.51	0.51	0.71	0.97	37.91	27.55	20.18
银河磁铁	300127.SZ	18.32	0.41	0.51	0.71	44.68	36.18	25.69
行业均值						45.26	36.08	26.96
正海磁材	300224.SZ	21.09	0.66	0.88	1.18	31.95	23.97	17.87

注: 正海磁材股价是公司发行价

资料来源: Wind, 中原证券

图表 35: 公司盈利预测

单位(百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	216.34	390.96	671.08	975.41	1314.47	1663.33
减: 营业成本	154.48	256.49	484.37	711.76	962.85	1212.07
营业税金及附加	0.04	0.49	1.84	2.67	3.60	4.56
销售费用	4.77	5.92	8.89	12.92	17.41	22.03
管理费用	30.27	33.76	46.84	69.45	91.75	113.44
财务费用	8.26	7.04	8.57	17.17	21.95	25.95
资产减值损失	2.63	0.17	0.41	0.60	0.80	1.02
加: 投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

四、营业利润	15.89	87.09	120.17	160.85	216.10	284.26
加：营业外收入	0.06	1.81	2.41	2.50	2.50	2.50
减：营业外支出	0.06	15.31	0.14	0.30	0.30	0.30
五、利润总额	15.89	73.59	122.45	163.05	218.30	286.46
减：所得税	-0.39	9.96	17.11	22.47	29.84	39.36
六、净利润	16.28	63.63	105.35	140.58	188.46	247.10
减：少数股东损益	0.60	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	15.68	63.64	105.35	140.58	188.46	247.10
基本每股收益(元)	0.10	0.40	0.66	0.88	1.18	1.54

注：基本每股收益按发行后的总股本计算

资料来源：中原证券

6. 风险提示

公司面临的主要风险是：(1) 稀土价格波动风险。稀土价格波动可能增加公司经营风险和导致毛利率下降。(2) 主营业务和重大客户集中风险。公司产品在风力发电领域占据主导地位，2010年营业收入占比达73.29%，其中金风科技营收占比为67.03%，如风力发电领域市场大幅下降或公司战略客户金风科技转向同行采购，将对公司经营业绩产生重大影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。