

江粉磁材 (002600)

国内最大的电机用永磁铁氧体生产商

 **魏兴耘**
 0755-23976213
 weixyl@gtjas.com
 编号 S0880511010010

本报告导读:

公司为国内最大的电机用永磁铁氧体生产商, 软磁铁氧体收入占比与毛利率逐步提升, 主要产品技术性能达国际领先企业水平, 拥有稳定优质客户、不断拓展客户资源。

投资要点:

- 公司专注于磁性材料的研发、生产和销售, 产品主要为永磁铁氧体元件和软磁铁氧体元件, 09 年电机用永磁铁氧体产量位居国内第 1。10 年营收为 7.69 亿元, 永磁铁氧体收入占比最高, 10 年占比为 56.71%。
- 公司软磁铁氧体收入占比逐步提升, 10 年占比为 37.53%, 同比增加 4.80pt; 产品结构逐步改善, 从毛利率较低的台式电脑磁芯, 向毛利率较高的 NB、LED 磁芯转变, 10 年毛利率同比提升 4.18pt 至 29.21%。
- 公司主要产品, 包括 JPM-6、JPM-7、JPM-8、JPP-44 (A) 等产品系列的技术性能已达到 TDK 等国际领先企业同类产品技术水平。
- 公司已拥有千余家客户, 前 5 大客户销售占比稳定在 20% 左右。与德昌电机、万宝至马达等知名电机厂商建立稳固的合作伙伴关系。软磁铁氧体业务成为光宝、台达电子等电子器件制造企业长期供货商。
- 市场开拓方面, 已为日本阿斯莫、德国博泽等电机厂商小批量供货, 为德国博世电机进行产品试样。软磁产品开始为三星、LG 等作配套。
- 世界铁氧体磁材的生产重心已转向中国, 预计 12 年国内永磁和软磁铁氧体需求量分别为 78、43 万吨, 09-12 年 CAGR 为 12.5%、14.9%。
- 本次共募投 4 个项目, 总投资约 4.14 亿元, 项目包括年产 15000 吨高性能电机用永磁铁氧体磁瓦技改、年产 5000 吨 JPM-2E 高性能干压异方性永磁铁氧体材料和制品开发、年产 3000 吨环保、高性能粘结永磁铁氧体技改以及磁性材料技术研发中心技术改造。募投项目将进一步提高公司市场占有率, 增强产品研发能力, 提升综合竞争力。
- 我们预期公司发行后 11-13 年销售收入分别为 9.79 亿、13.07 亿、17.06 亿; 归属于母公司所有者的净利润分别为 1.10 亿、1.53 亿、2.04 亿; 对应摊薄后 EPS 分别为 0.35 元、0.48 元、0.64 元。
- 目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 36 倍。我们建议的合理的询价区间为 6.58-7.89 元, 对应 2011 年的 PE 为 19.0-22.8 倍。上市目标价 7.27-8.72 元, 对应 2011 年 PE 为 21.0-25.2 倍。

建议询价区间

6.58-7.89

上市首日定价区间

7.27-8.72

2011.07.03

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	23,830
本次拟发行量 (万股)	6,360
发行日期	2011.07.05
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	国信证券
预计上市日期	2011.07

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.63
净资产收益率 (%)	13.0%
资产负债率 (%)	29.4%

主要股东和持股比例

汪南东	38.78%
深圳市平安创新资本投资有限 公司	12.59%
吴捷	5.49%
吕兆民	3.77%
江门龙信投资管理有限公司	3.63%
深圳市和泰成长创业投资有限 责任公司	2.52%
伍杏媛等 9 名自然人	8.20%
社会公众股	25.02%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	509	769	979	1,307	1,706
(+/-)%	-8%	51%	27%	33%	31%
经营利润 (EBIT)	78	120	156	215	288
(+/-)%	1%	55%	30%	38%	34%
净利润	52	81	110	153	204
(+/-)%	-1%	57%	35%	39%	33%
每股净收益 (元)	0.16	0.26	0.35	0.48	0.64
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 国内最大的电机用永磁铁氧体生产商

1.1. 永磁铁氧体为收入的主要来源

公司专注于磁性材料的研发、生产和销售，产品主要为永磁铁氧体元件和软磁铁氧体元件。永磁铁氧体元件为下游电机的核心部件，广泛应用于汽车、IT、办公设备、电动工具、家用电器中；软磁铁氧体元件产品为下游电子变压器的核心部件，广泛应用于计算机及办公设备、汽车、家用电器、节能灯、LED 等行业。

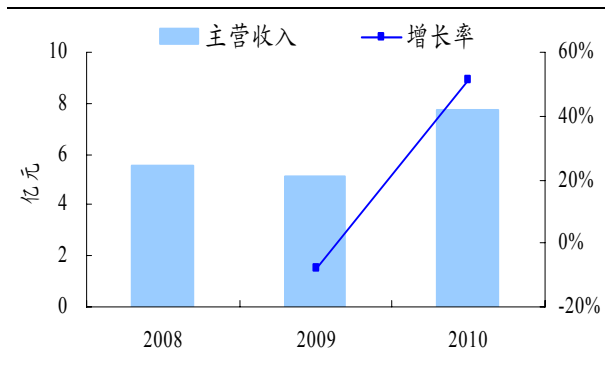
09 年公司的永磁铁氧体产量位居国内第 2，其中，电机用永磁铁氧体产量位居国内第 1。10 年公司营业收入为 7.69 亿元，同比增长 51.20%。

表 1：09 年国内永磁铁氧体前 5 大企业产量情况 单位：万吨

公司名称	永磁铁氧体产量	电机用永磁铁氧体产量
江粉磁材	2.3	2.1
横店东磁	6.6	1.2
安徽龙磁科技	1.5	1.2
湖南航天磁电	1.2	1
宜宾金川电子	0.6	0.5

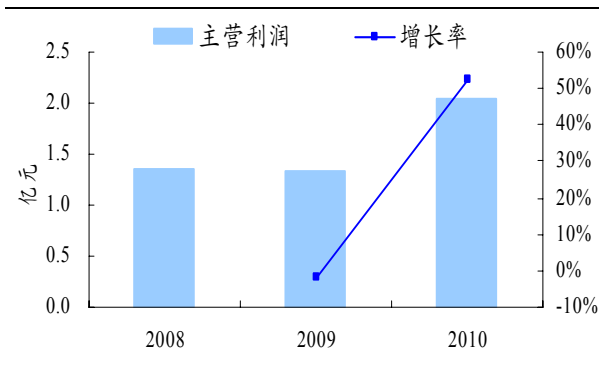
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图 2：08-10 年公司营业收入情况



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

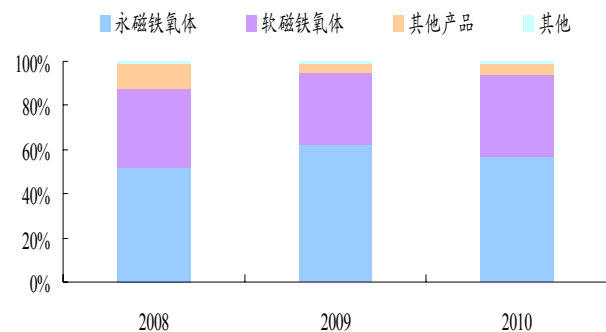
图 3：08-10 年公司营业利润情况



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

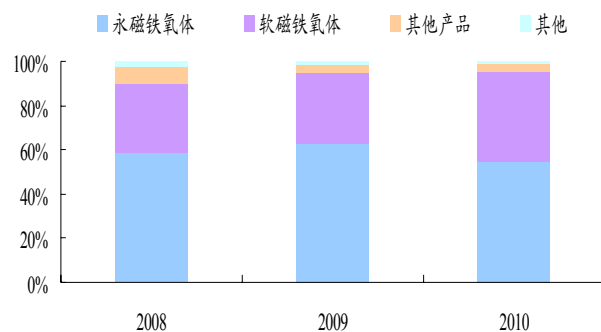
公司的主要收入来源是永磁铁氧体，10 年永磁铁氧体收入占比为 56.71%，同比下降 5.45 个百分点。公司利润也主要来自永磁铁氧体，10 年占利润的 54.16%。

图 3: 08-10 年公司主营收入按产品线构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

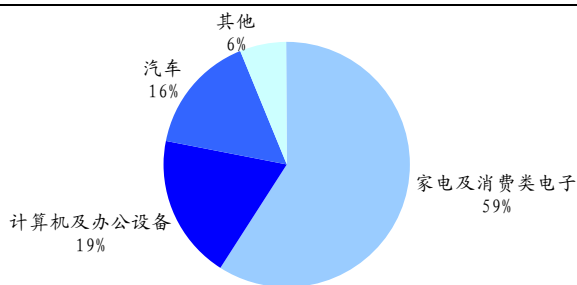
图 4: 08-10 年公司主营利润来源按产品线构成



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

公司永磁铁氧体产品 90%以上应用于电机，为国内最大的电机用永磁铁氧体制造商。产品主要应用于家电及消费类电子、计算机及办公设备、汽车领域，10 年占比分别为 59%、19%、16%。

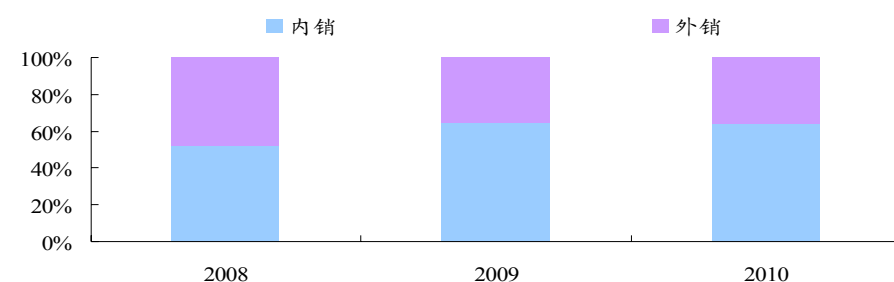
图 5: 10 年公司永磁铁氧体下游产品应用



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

公司永磁铁氧体以内销为主，10 年内销占比为 64%，基本与 09 年持平。而外销以港台地区为主，10 年港台地区占比公司销售总额的 29%。

图 6: 10 年公司永磁铁氧体内外销占比



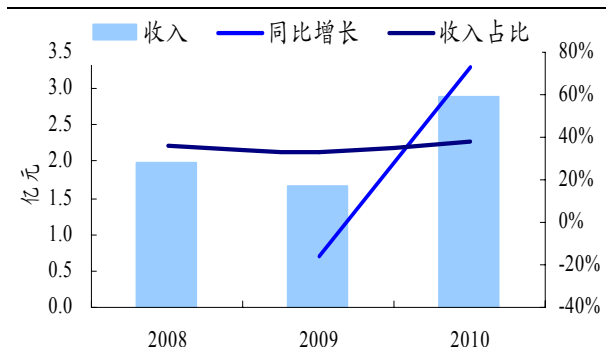
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

1.2. 软磁铁氧体业务较快发展

10 年公司软磁铁氧体收入 2.89 亿元，同比增长 73.36%；收入占比逐步提升，10 年为 37.53%，同比增长 4.80 个百分点。09 年公司的软磁铁氧体产量为 0.69 万吨，位居国内第 5；10 年公司产量达 0.89 万吨，同比增长 28%；11 年产能将达 1 万吨。

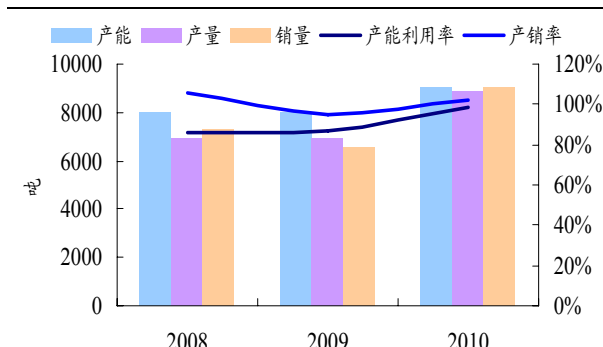
产能利用率逐年提高, 10 年达 98%, 同比增长 12 个百分点; 产销率维持高位, 10 年为 102%。

图 7: 软磁铁氧体收入占比提升



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 8: 软磁铁氧体产销情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

表 2: 09 年国内软磁铁氧体前 5 大企业产量情况

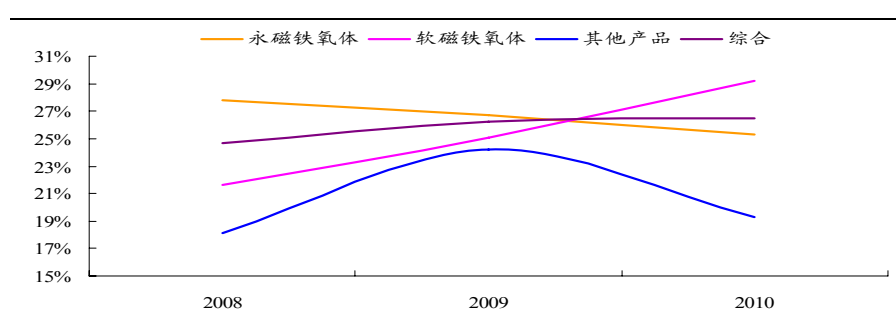
单位: 万吨

公司名称	软磁铁氧体产量
横店东磁	2.7
天通股份	2.4
绵阳开元	1.8
风华高科	1.3
江粉磁材	0.7

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

相对于永磁铁氧体产品毛利率逐年下降, 公司软磁铁氧体产品呈现快速上升态势, 10 年达 29.21%, 同比增长 4.18 个百分点, 高于永磁铁氧体 3.94 个百分点。在软磁铁氧体收入占比逐步提升的情况下, 公司综合毛利率维持稳定, 10 年为 26.46%, 同比增长 0.26 个百分点。

图 9: 公司软磁铁氧体毛利逐年提升



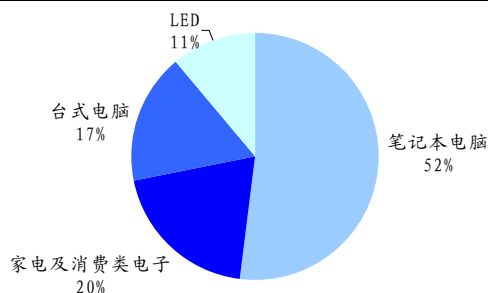
数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

公司软磁铁氧体产品主要为锰锌软磁产品, 10 年占比达 94%。主要应用于笔记本电脑、家电及消费类电子、台式电脑、LED 领域, 10 年占比分别为 52%、20%、17%、11%。

目前锰锌软磁业务由控股子公司 (持股 51%) 安磁电子运营。产品销售结构逐步改善, 从以毛利率较低的台式电脑磁芯, 向毛利率较高笔记本电脑、

LED 磁芯转变。

图 10: 10 年公司软磁铁氧体下游产品应用



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

1.3. 拥有技术优势 拓展优质客户

公司主要产品的技术性能已达到 TDK 等国际领先企业同类产品技术水平。目前公司的永磁铁氧体产品 JPM-6 系列 (对应 TDK FB6) 已全面规模化生产; JPM-7 (对应 TDK FB9) 已开始小批量生产, 价格比 TDK 约低 40%; JPM-8 (对应 TDK FB12) 已完成材料开发和工艺设计。公司软磁铁氧体产品 JPP-44 (A) (对应 TDK PC44), 已大批量在生产。

表 3: 公司主要产品技术性能与 TDK 公司同类产品对比

产品	公司牌号	公司标准				TDK 牌号	TDK 标准			
永磁	指标	Br	Hcb	Hcj	(BH)max	指标	Br	Hcb	Hcj	(BH)max
		mT	kA/m	kA/m	kJ/m ³		mT	kA/m	kA/m	kJ/m ³
	JPM-6B	410-430	291.1-314.9	306.1-329.9	31.8-35	FB6B	410-430	291-315	306-330	31.8-35
	JPM-7NH	430-450	316-340	340-366	35.4-38.6	FB9H	420-440	319-342	386-409	33.4-36.6
	JPM-2E	375-400	250-274	249.5-274.5	27-31	FB3N	380-410	223-247	223-255	26.3-31.1
	μ _i		Pcv	Pcv	μ _a	μ _i		Pcv	Pcv	μ _a
软磁	指标		100kHz,	100kHz,		指标		100kHz,	100kHz,	
		25℃	100mT,	200mT,	100℃		25℃	100mT,	200mT,	100℃
			100℃	100℃				100℃	100℃	
	JPP-44(A)	2400±25%	≤50	≤300*	> 3000	PC44	2400±25%	无	≤300*	> 3000
	JPP-95	3300±25%	≤50	≤300**	> 3000	PC95	3300±25%	无	≤290**	无
	μ _i		Pcv	Pcv	μ _a	μ _i		Pcv	Pcv	μ _a
	指标		300kHz,	500kHz,		指标		300kHz,	500kHz,	
		25℃	50mT,	50mT,	100℃		25℃	50mT,	50mT,	100℃
			100℃	100℃				100℃	100℃	
	JPP-5	1400±25%	≤60	≤80	> 2000	PC50	1400±25%	无	≤80	> 2000

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

由于性能优越、质量稳定, 公司目前已拥有 1000 多家客户, 前 5 大客户销售占比稳定在 20%左右, 客户结构稳定。公司已与德昌电机集团、万宝至马达株式会社等数十家国际知名电机生产企业建立了稳固的合作伙伴关系。在软磁铁氧体业务方面, 已成为光宝集团、台达电子等电子器件制造企业的长期供货商。

市场开拓方面，已为日本阿斯莫（日本汽车电机零件市场的 60%以上的份额的公司）、德国博泽公司（ABS 电机制造商，占全球汽车 ABS 市场的 40%以上份额）等国际知名的电机厂商小批量供货，为德国博世电机（全球最大汽车电机生产商）进行产品试样。软磁市场方面，公司已开始为三星、LG 等厂商作配套（主要为 LED 用磁芯）。

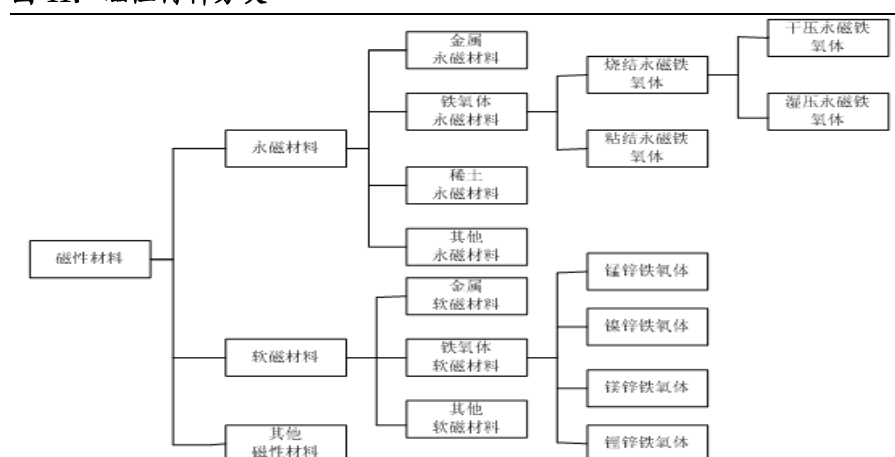
2. 铁氧体磁性材料市场稳步发展

2.1. 磁性材料概况

磁性材料主要是指由过渡元素铁、钴、镍及其合金等组成的能够直接或间接产生磁性的物质。广泛应用于家电、汽车、计算机、通讯、医疗、航天、军事等领域。

磁性材料主要包括永磁材料、软磁材料和其他几种磁性材料，永磁铁氧体按生产工艺不同可分为烧结永磁铁氧体和粘结永磁铁氧体两种。软磁铁氧体材料从组成上可分为锰锌、镍锌、镁锌、锂锌铁氧体等不同类型。

图 11：磁性材料分类

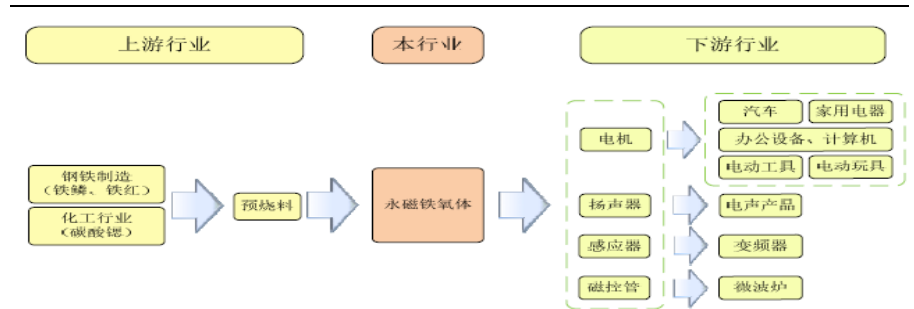


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

永磁铁氧体抗退磁性能优良，化学稳定性好，且不存在氧化问题，性价比高，为应用范围最广、需求量最大的永磁材料，其产量占永磁材料总产量 90%以上。主要应用于电机、扬声器、微波炉、传感器等零部件，其中电机用永磁铁氧体市场需求占比约为 60%左右。

钕铁硼永磁材料由于其自身稀土原材料材质的特性，具有较高的磁能积、剩磁和矫顽力，但价格高（约为铁氧体永磁材料价格 20-30 倍），耐热性、抗腐蚀性弱。主要应用于工作环境较好、用量少的微型电机领域，如硬盘驱动器、光盘驱动器、数码产品等微型电机。另外，国家稀土保护政策的陆续出台及稀土开采环境标准的提高，稀土价格大幅上涨，侵蚀了钕铁硼永磁材料的部分利润，影响其市场竞争力。

图 12：永磁铁氧体产业链

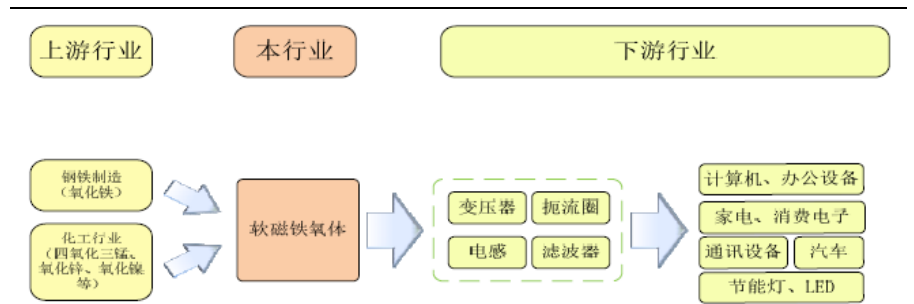


数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

软磁铁氧体材料指在较弱的磁场下，易磁化也易退磁的一种铁氧体材料。其中，锰锌铁氧体和镍锌铁氧体的应用最为广泛，其市场份额占整个软磁铁氧体市场 80%以上，而锰锌铁氧体占了整个软磁铁氧体市场份额 70%以上。

锰锌铁氧体从性能上可分为功率软磁铁氧体材料（用于能量转换）和高磁导率软磁铁氧体材料（电磁兼容、信号传输），下游市场对功率性材料需求占 80%，对高导材料需求占 20%。

图 13：软磁铁氧体产业链



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

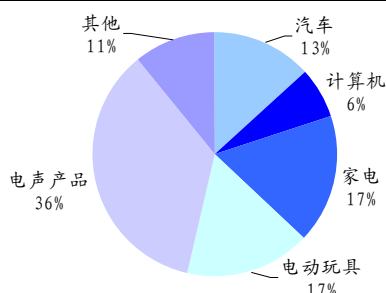
国际市场高性能铁氧体磁性材料的竞争主要来自日本、美国以及部分欧洲国家。国外厂商起步早，新产品研发能力较强、整体技术含量高，产品主要集中在高端产品。知名的铁氧体磁性材料企业有日本的 TDK、日立金属株式会社，欧洲的 PHILIPS、EPCOS，美国的 ARNOLD 等。

国内市场集中度低，前 5 大公司只占有 30%的市场份额。中低端产品竞争激烈，毛利率比较低。市场集中度不高，其中从事永磁铁氧体生产的约 200 家企业中，产能万吨以上的仅有东磁、江粉磁材、龙磁等几家；从事软磁铁氧体生产的大约 200 多家企业中，也仅有几家企业能达到上万吨的产能。

2.2. 永磁及软磁铁氧体稳步增长

10 年国内永磁铁氧体行业市场需求中，电声产品位居第 1，占比达 36%；家电、电动玩具、汽车、计算机分别占比 17%、17%、13%以及 6%。

图 14: 10 年国内永磁铁氧体市场需求份额



数据来源: 中国电子元件行业协会, 国泰君安证券研究

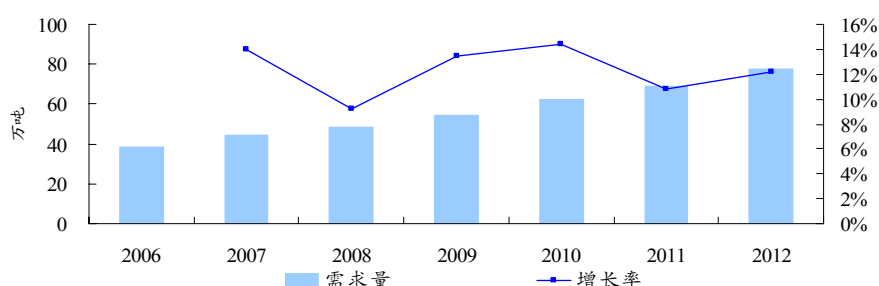
表 4: 永磁铁氧体材料的应用范围

下游产品	应用范围
汽车	汽车 (起动机电机、燃料泵电机、制动器系统用电机、风机电机、电动助力转向装置电机等)
计算机	计算机和办公设备 (磁盘驱动电机、光驱电机、打印机送纸电机、风扇电机等)
家电	家电 (驱动电机、风扇电机、压缩机电机等)
电动玩具	电动玩具 (动力电机)
电动机	电动工具 (驱动电机)
电声产品	电声产品 (音响喇叭、手机听筒等)
其他	微波炉
	变频器

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

目前世界永磁铁氧体的生产重心已转向中国, 05 年我国永磁铁氧体产量就已达全球产量 50% 左右。10 年国内永磁铁氧体需求量为 62.44 万吨, 同比增长 14.40%。预计 12 年我国永磁铁氧体行业市场需求量为 77.61 万吨, 市场容量为 107 亿元。

图 15: 国内永磁铁氧体需求量

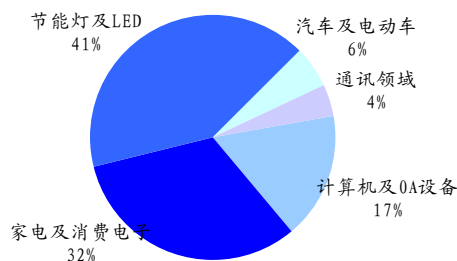


数据来源: 中国电子元件行业协会, 国泰君安证券研究

我国规定 2011 年 7 月 1 日以后能效等级为 3 或更低的电机将禁止销售。与同功率交流电机相比, 直流电机能耗约低 30%-50%, 为目前大规模应用的交流电机最直接的替代产品。交流电机几乎不需要永磁铁氧体, 而永磁铁氧体为直流电机中必不可少的关键元件, 一台直流电机至少需要 2 片永磁铁氧体, 多则可以达到几十片。随着节能环保的大力推进, 永磁铁氧体有望获得持续增长。

10 年国内软磁铁氧体行业市场需求中, 节能灯及 LED、家电及消费电子需求位居前 2 位, 分别占比达 41%、32%; 计算机及 OA 设备、汽车及电动车、通讯领域分别占比 17%、6%以及 4%。

图 16: 10 年国内软磁铁氧体市场需求份额



数据来源: 磁性材料与器件行业协会, 国泰君安证券研究

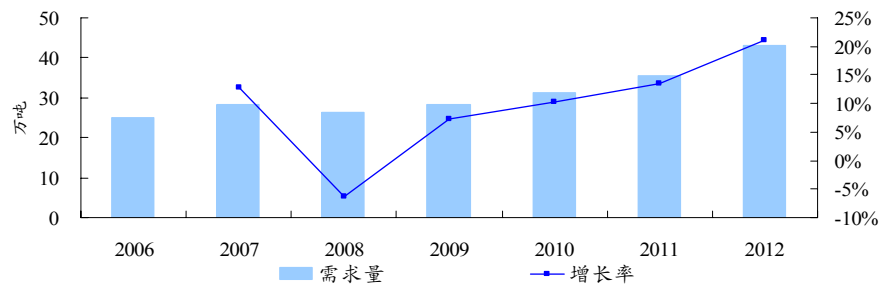
表 5: 软磁铁氧体材料的应用范围

下游产品	应用功能	应用零部件	应用范围
开关电源及各功能模块的电感性原件	功率转换和传输	电子变压器; 功率扼流圈; 功率电感	计算机和办公设备(电脑、显示器、打印机、投影仪等)
			家电和消费电子(平板电视、平板电脑、数字化视频音频设备、数码相机等)
			绿色照明(LED、电子镇流器荧光灯、中频无极灯)
			新能源领域(风能、太阳能发电系统)
	信号转换和传输	滤波器; 共模扼流圈; 电流互感器; 宽带变压器	汽车(电子系统 EMC 装置、控制系统、HID 安定器、EV 充电装置、HEV 动力系统等)
			通讯领域(程控交换机、手机、可视电话等)
			通讯领域(程控交换机、手机、可视电话等)
			家电和消费电子(平板电视、平板电脑、数字化视频音频设备、数码相机等)
			计算机和办公设备(电脑、显示器、打印机、投影仪等)

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

世界软磁铁氧体的生产重心已转向中国, 05 年我国软磁铁氧体产量已达全球产量 56%。10 年国内永磁铁氧体需求量为 31.27 万吨, 同比增长 10.38%。预计 12 年我国永磁铁氧体行业市场需求量为 42.94 万吨, 市场容量为 138 亿元。

图 17: 国内软磁铁氧体需求量



数据来源: 磁性材料与器件行业协会, 国泰君安证券研究

3. 募投项目将大幅扩张产能

公司本次共募投 4 个项目, 总投资约 4.14 亿元, 项目包括年产 15000 吨高性能电机用永磁铁氧体磁瓦技改、年产 5000 吨 JPM-2E 高性能干压异方性永磁铁氧体材料和制品开发、年产 3000 吨环保、高性能粘结永磁铁氧体技改以及磁性材料技术研发中心技术改造。

募投项目达产后, 将形成年产 23000 吨高性能永磁铁氧体元件的生产线 (含湿压永磁 15000 吨、干压永磁 5000 吨、粘结永磁 3000 吨)。募投项目将进一步提高公司产品市场占有率, 增强公司产品体系的研发能力, 提升综合竞争力。

表 6: 募投项目基本情况一览表

单位: 万元

项目名称	投资总额	建设期	募投项目达产情况		
			第 1 年	第 2 年	第 3 年
年产 15000 吨高性能电机用永磁铁氧体磁瓦技改项目	26338	1 年	9000 吨	12000 吨	15000 吨
年产 5000 吨 JPM-2E 高性能干压异方性永磁铁氧体材料和制品开发项目	8800	1 年	3000 吨	4000 吨	5000 吨
年产 3000 吨环保、高性能粘结永磁铁氧体技改项目	4225	1 年	1800 吨	2400 吨	3000 吨
磁性材料技术研发中心技术改造项目	2000	6 个月	运行期 30 个月		

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

4. 风险因素分析

4.1. 市场竞争加剧的风险

磁性材料生产属于开放性行业, 不受国家政策性保护, 面对磁性材料产业的迅速发展, 发达国家企业以先进的技术、设备进入和其他发展中国家企业凭借低成本的不间断蚕食, 国内市场必然会面临更加剧烈的市场竞争。

公司逐渐加大研发力度, 开拓中高性能产品, 降低价格竞争带来的不利影响。但是如果新品开发不顺利, 或者市场竞争过度激烈, 将可能导致

公司利润下滑，对公司整体竞争能力造成一定影响。

4.2. 汇率变动的风险

08-10 年，公司外销收入占营业收入的比例分别为 57.12%、51.44%、60.82%。公司外销营收账款存在 3 个月左右的账期，汇率波动将对公司生产经营产生一定的影响。

自去年 6 月汇改重启以来，人民币兑美元中间价持续上升，至 6 月 30 日累计升幅达 5.23%。如果人民币继续持续升值，将对公司经营构成不利影响。

4.3. 募投项目的市场风险

本次募投项目达产后，公司产能将大幅提升。将新增年产 23000 吨高性能永磁铁氧体元件的生产线（含湿压永磁 15000 吨、干压永磁 5000 吨、粘结永磁 3000 吨）。公司所在的磁性材料行业未来有望稳步增长，但市场及政策等均具有不确定因素，存在市场发生较大变化不能完成预期销售目标的风险。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 11-13 年销售收入分别为 9.79 亿、13.07 亿、17.06 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.10 亿、1.53 亿、2.04 亿；对应摊薄后 EPS 分别为 0.35 元、0.48 元、0.64 元。

表 7：江粉磁材主营收入预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入预测（百万元）						
永磁铁氧体	285	316	436	585	846	1170
烧结永磁铁氧体	254	284	390	525	762	1052
汽车电机用磁材	56	51	70	98	147	220
消费类电器电机用磁材	156	187	255	345	500	674
IT 和办公设备电机用磁材	26	28	43	56	79	106
其他磁材	16	18	22	26	37	52
橡胶永磁铁氧体	31	32	46	60	84	117
软磁铁氧体	199	167	289	338	395	457
锰锌软磁铁氧体	166	146	271	318	373	433
笔记本电脑用磁芯	65	69	140	168	202	242
台式电脑用磁芯	60	34	47	49	52	54
LED 用磁芯	-	2	30	42	54	65
消费类电器用磁芯	41	41	54	59	65	71
镍锌软磁铁氧体	33	20	18	20	22	24
其他产品	60	20	37	48	58	70
其他	8	6	7	8	9	10

合计	552	509	769	979	1307	1706
毛利率预测 (%)						
永磁铁氧体	28%	27%	25%	25%	25%	25%
烧结永磁铁氧体	27%	26%	24%	24%	24%	24%
汽车电机用磁材	32%	31%	31%	31%	31%	31%
消费类电器电机用磁材	25%	24%	22%	22%	22%	22%
IT 和办公设备电机用磁材	30%	30%	27%	26%	25%	25%
其他磁材	32%	27%	25%	24%	24%	24%
橡胶永磁铁氧体	32%	34%	32%	31%	31%	31%
软磁铁氧体	22%	25%	29%	31%	33%	34%
锰锌软磁铁氧体	21%	26%	30%	32%	34%	35%
笔记本电脑用磁芯	29%	29%	30%	31%	33%	34%
台式电脑用磁芯	11%	15%	16%	17%	17%	18%
LED 用磁芯	-	46%	52%	54%	55%	56%
消费类电器用磁芯	24%	27%	29%	31%	32%	33%
镍锌软磁铁氧体	24%	21%	20%	19%	18%	18%
其他产品	18%	24%	19%	19%	19%	19%
其他	36%	41%	25%	25%	25%	25%
合计	25%	26%	26%	27%	27%	27%

数据来源：国泰君安证券研究

表 8：江粉磁材盈利预测简表（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	552	509	769	979	1307	1706
营业收入	552	509	769	979	1307	1706
二、营业总成本	494	443	666	825	1090	1416
营业成本	416	375	566	718	956	1246
营业税金及附加	2	3	4	5	6	8
销售费用	18	17	35	43	56	72
管理费用	39	35	45	57	73	92
财务费用	11	9	12	2	-1	-2
资产减值损失	8	3	5	0	0	0
三、营业利润	68	73	120	166	231	306
加：营业外收支	1	2	2	4	6	10
四、利润总额	69	75	122	170	237	316
减：所得税	4	10	16	26	36	47
五、净利润	65	65	106	145	201	268
减：少数股东损益	13	13	25	35	48	64
归属于母公司所有者的净利润	52	52	81	110	153	204
股本	190	190	238	318	318	318
全面摊薄每股收益	0.16	0.16	0.26	0.35	0.48	0.64

数据来源：国泰君安证券研究

5.2. 估值定价

A 股同类上市公司有 7 家。目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 36 倍。我们建议的合理的询价区间为 6.58-7.89 元，对应 2011 年的 PE 为

19.0-22.8 倍。上市目标价 7.27-8.72 元，对应 2011 年 PE 为 21.0-25.2 倍。

表 9：国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010PE	2011PE	2012PE
002056.SZ	横店东磁	33	21	13
600330.SH	天通股份	97	65	49
300224.SZ	正海磁材		25	19
000970.SZ	中科三环	54	41	33
000636.SZ	风华高科	27	31	22
300127.SZ	银河磁体	48	36	25
600366.SH	宁波韵升	37	30	21
行业平均		49	36	26

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

作者简介:**魏兴耘:**

执业资格证书编号: S0880511010010

电话: 0755-23976213

邮箱: weixyl@gtjas.com

厦门大学经济学博士, 国泰君安证券电子元器件行业首席分析师、计算机行业首席分析师。2002-2010 年《新财富》电子行业最佳分析师、计算机行业最佳分析师。

熊俊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110120074

电话: 021-38674744

邮箱: xiongjun008732@gtjas.com

毕业于北京航空航天大学机械学院, 工学硕士; 2010 年 7 月进入国泰君安, 从事电子行业的研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		