

联系人： 彭琦 (8621) 68751090 pengqi@cjsc.com.cn

分析师： 陈志坚 (8621) 68751090 chenzj@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120018

江粉磁材新股估价报告

事件描述

江粉磁材股份有限公司将于近日在深圳证券交易所首次公开上市，基本情况如下：

- 江粉磁材拟采用网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式公开发行人不超过 7,950 万股（A 股），占发行后总股本（31,780 万股）的 25.02%。
- 我们预测 2011 年到 2013 年 EPS 分别为 0.31 元，0.39 元，0.48 元，以公司 2011 年 25~30 倍市盈率计算，对应估值区间为 7.75 元~9.3 元，建议询价区间为 7.36 元~8.83 元。考虑近期创业板/中小板市场申购状况，最终报价可能有 5-8% 左右的上下浮动区间，估计报价上限可达到 9.5 元左右。

事件评论

公司概况

股权结构

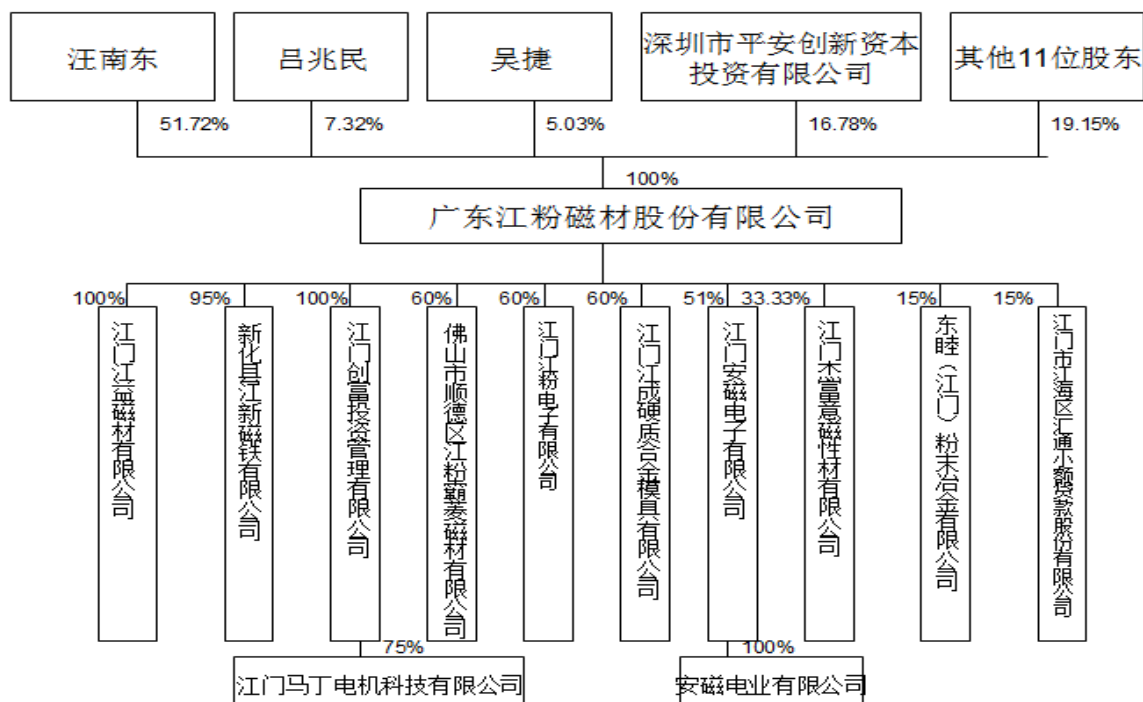
广东江粉磁材股份有限公司前身为成立于 1975 年的江门市粉末冶金厂。1994 年，改制为江门市粉末冶金厂有限公司。2008 年 8 月 26 日，江门市粉末冶金厂有限公司召开股东会通过决议整体变更为广东江粉磁材股份有限公司。

公司控股股东及实际控制人为汪南东先生，截至招股意向书签署之日，汪南东持有公司 12,325.86 万股股份，占本次发行前公司总股本的 51.72%，占本次发行后公司总股本的 38.78%。

公司拥有 3 家全资子公司、4 家控股子公司、3 家参股子公司。3 家全资子公司分别为江门江益磁材有限公司、新化县江新磁铁有限公司、江门创富投资管理有限公司。4 家控股子公司分别为佛山市顺德区江粉霸菱磁材有限公司（控股 60%）、江门江粉电子有限公司（控股 60%）、江门江成硬质合金模具有限公司（控股 60%）、江门安磁电子有限公司（控股 51%）。3 家参股子公司分别为江门杰富意磁性材料有限公司（参股 33.33%）、东睦（江门）粉末冶金有限公司（参股 15%）、江门市江海区汇通小额贷款股份有限公司（参股 15%）。

江门江益磁材成立于 2006 年 1 月 4 日，注册资本为 1000 万元，经营范围为生产销售磁性材料及其器件、粉末冶金零件、机械设备（特种设备除外）、微型电机及其驱动系统、电机产品、五金制品、电子产品；提供技术咨询服务。新化县江新磁铁成立于 2000 年 6 月 12 日，注册资本为 100 万元，经营范围为制造加工销售铁氧体磁性材料及元器件。江门创富投资成立于 2008 年 12 月 10 日，注册资本为 500 万元，经营范围为实业投资，投资管理，财务顾问，企业管理策划，商务咨询，会展会务服务（国家禁止和限制及法律行政法规规定需前置审批的项目除外）。

图 1: 公司发行前股权结构



资料来源：招股意向书、长江证券研究部

表 1: 公司发行前后股权结构变化（单位：万股）

股东类别	发行前		发行后		限售期
	股份数量	占比	股份数量	占比	
一、有限售条件的流通股					
汪南东	12,325.86	51.72%	12,325.86	38.78%	36 个月
深圳市平安创新资本投资有限公司	4,000.00	16.78%	4,000.00	12.59%	注
吴捷	1,745.68	7.32%	1,745.68	5.49%	36 个月
吕兆民	1,197.80	5.03%	1,197.80	3.77%	36 个月
江门龙信投资管理有限公司	1,152.24	4.84%	1,152.24	3.63%	36 个月
深圳市和泰成长创业投资有限责任公司	800	3.36%	800	2.52%	36 个月
伍杏媛	676.62	2.84%	676.62	2.13%	36 个月
叶健华	315.3	1.32%	315.3	0.99%	36 个月
莫如敬	237.5	1.00%	237.5	0.75%	36 个月
钟彩嫻	144.8	0.61%	144.8	0.46%	36 个月
黄耀祥	132.7	0.56%	132.7	0.42%	36 个月
黄秀芬	71.5	0.30%	71.5	0.22%	36 个月
陈宇华	730	3.06%	730	2.30%	12 个月
高雯	200	0.84%	200	0.63%	12 个月
范耀纪	100	0.42%	100	0.30%	12 个月
二、本次次发行流通股			7,950.00	25.02%	
合计	23,830.00	100.00%	31,780.00	100.00%	

注：自完成增资入股公司的工商变更登记之日（2010 年 5 月 20 日）起 36 个月内，不转让或者委托他人管理其持有的公司股份，也不由公司回购该部分股份

资料来源：招股意向书、长江证券研究部

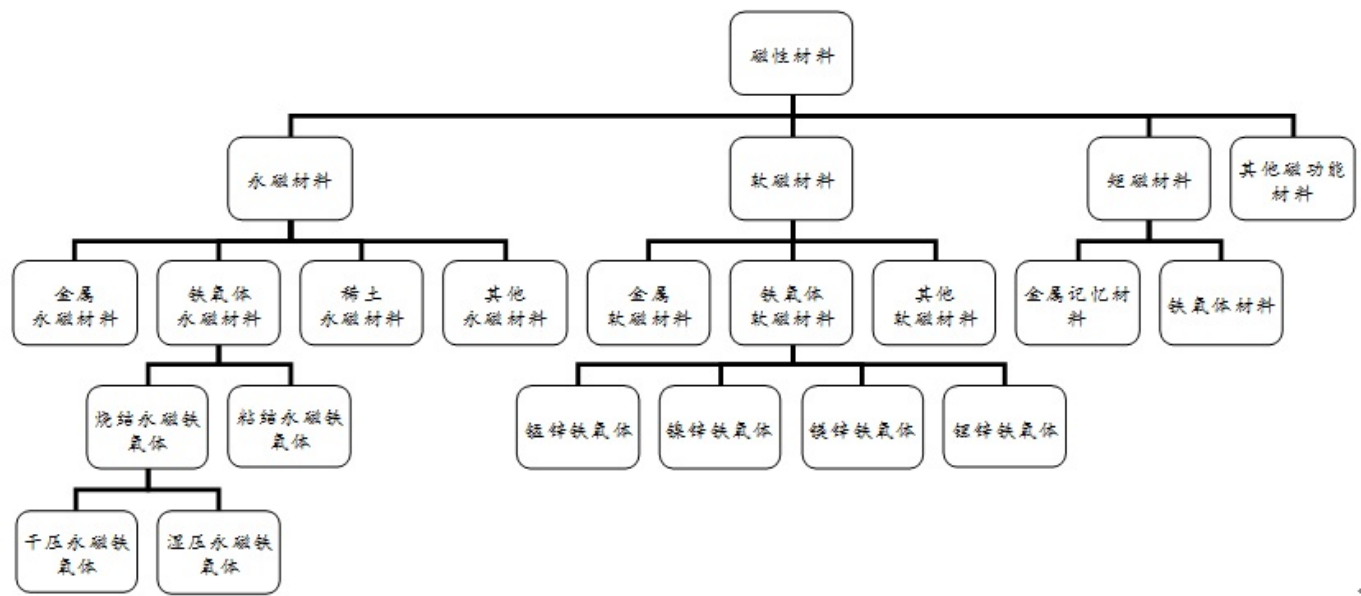
主营业务

公司自设立以来一直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，主营业务和主要产品没有发生重大变化。公司永磁铁氧体元件产品为下游电机的核心部件，广泛应用于汽车、计算机及办公设备、家用电器、电动工具、电动玩具等行业，公司为国内最大的电机用永磁铁氧体生产商，年产元器件超过 30 亿片。公司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。

行业分析

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,广泛应用于计算机、电子器件、通讯、汽车和航空航天等工业领域，也广泛用于家用电器、儿童玩具等日常生活用品中，是重要的一类功能材料。其具体分类如下：

图2：磁性材料分类



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

磁性材料需求长期呈现持续增长趋势

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，处于主导地位。永磁铁氧体主要应用于电机、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。

随着节能环保的大力推进，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%，其为目前大规模应用的交流电机最直接的替代产品。在直流电机替代交流电机过程中，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，永磁铁氧体市场需求将迅猛增长。

表 2：永磁铁氧体材料的应用范围

下游产品	应用范围
电机	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）

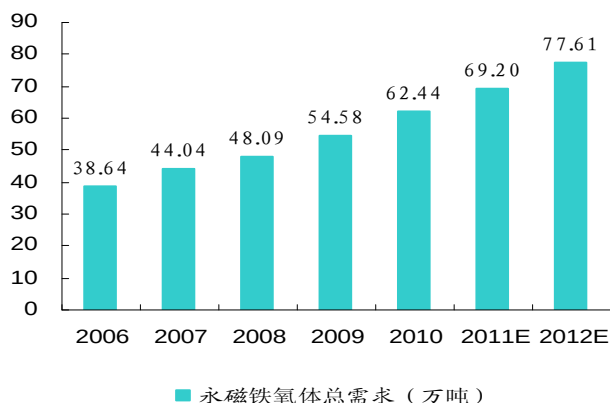
	家电（驱动电机、风扇电机、压缩机电机等）
	电动玩具（动力电机）
	电动工具（驱动电机）
扬声器	电声产品（音响喇叭、手机听筒等）
磁控管	微波炉
传感器	变频器

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

目前世界永磁铁氧体的生产重心已转向中国，根据信息产业部数据显示，2005 年我国永磁铁氧体产量为35万吨，占全球产量50%左右。随着我国经济的持续稳定、快速发展，在消费升级等因素推动下，永磁铁氧体产量及需求将持续增长，预计2012 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 亿元人民币。

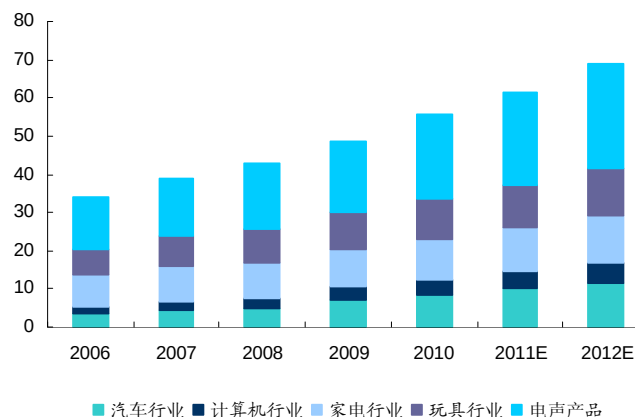
我国汽车市场、计算机及办公设备行业、家电行业、电动玩具行业和电声行业的迅猛发展，是永磁铁氧体材料行业的稳定需求来源。

图 3：永磁铁氧体材料市场总需求（万吨）



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

图 4：各行业发展对永磁铁氧体需求（万吨）



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

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。从应用范围来看，锰锌铁氧体和镍锌铁氧体的应用最为广泛，其市场份额占软磁铁氧体市场80%以上，其中锰锌铁氧体又占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%。

表 3：软磁铁氧体材料的应用范围

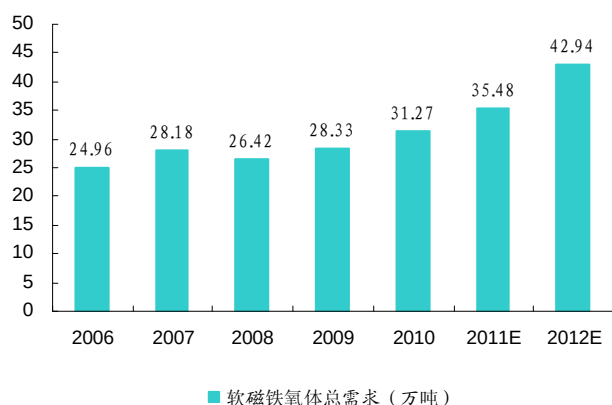
下游产品	应用功能	应用零部件	应用范围
开关电源及各功能模块的电感性原件	功率转换和传输	电子变压器功率扼流圈功率电感	计算机和办公设备（电脑、显示器、打印机、投影仪等） 家电和消费电子（平板电视、平板电脑、数字化视频音频设备、数码相机等） 绿色照明（LED、电子镇流器荧光灯、中频无极灯） 新能源领域（风能、太阳能发电系统） 汽车（电子系统 EMC 装置、控制系统、HID 安定器、EV 充电装置、HEV 动力系统等） 通讯领域（程控交换机、手机、可视电话等）
	信号转换和传输	滤波器共模扼流圈电流互感器宽带变压器	通讯领域（程控交换机、手机、可视电话等） 家电和消费电子（平板电视、平板电脑、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

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

目前世界软磁铁氧体生产重心已转向中国,根据信息产业部数据显示,2005 年我国软磁铁氧体产量22 万吨,占全球产量的56%。随着下游产业的快速发展,我国软磁铁氧体市场需求将持续增长,预计2012年我国软磁铁氧体行业市场需求量为42.94 万吨,市场容量为138 亿元人民币。

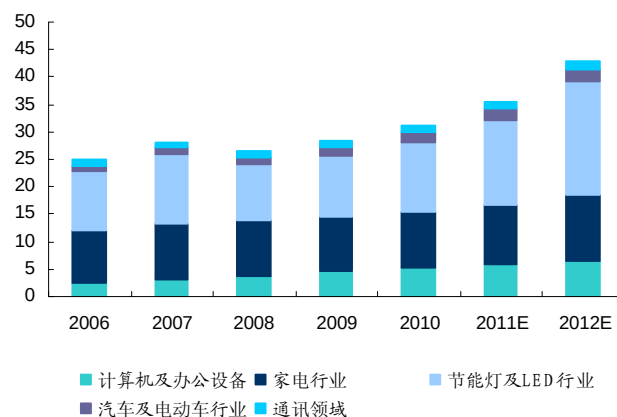
随着计算机、家用电器、节能灯及LED、网络通讯、汽车及电动车等支柱产业及新兴产业在我国的迅猛发展,对软磁铁氧体材料的需求将呈现长期增长的趋势。

图 5: 软磁铁氧体材料市场总需求 (万吨)



资料来源: 公司招股说明、长江证券研究部

图 6: 各行业发展对软磁铁氧体需求 (万吨)



资料来源: 公司招股说明、长江证券研究部

政策面对磁性材料行业持续利好

磁性材料是工业与信息化发展的基础性材料,是当前应该重点发展的行业,其发展一直受到国家产业政策的大力支持。在国家改革和发展委员会发布的《产业结构调整指导目录(2005 年本)》中,将“高性能磁性材料制造”列为鼓励类发展产业。在国家工业和信息化部颁布的《信息产业科技发展“十一五”规划和 2020 年中长期规划纲要》中,将磁性材料技术列为电子材料技术中的重点技术。在国家工业和信息化部颁布的《电子基础材料和关键元器件“十一五”规划》中指出:“磁性材料行业要保持规模优势,加大研发力度,提高产品附加值,重点发展高性能永磁、软磁铁氧体材料等市场前景好的材料。”

行业进入壁垒高

磁性材料作为电子元器件中一种重要的功能材料,主要服务于规模化工业部件制造商。为了保证产品的品质和性能稳定,下游客户对磁性材料的一致性及性能稳定性有很高的要求,客户不会轻易更换供应商,即使要更换磁性材料元件,也需要较长时间的调试与磨合。知名客户对新供应商的资格审核和试样测试十分严格,通过各种信赖性试验认可,一般要经过2-3年时间,才能实现批量供货。因此对拟进入者来说,在市场准入方面存在较高的进入壁垒。尤其是服务于知名电机制造商和电子器件制造商的磁性材料元器件供应商,客户对其产品一致性、稳定性及供应规模有更高的要求。

磁性材料行业为技术密集型行业,下游客户由于设计电机和电子设备时对尺寸大小和性能有不同的考虑,所需的磁性材料的形状、尺寸和性能也有不同的要求,需要供应商能够按照设计要求生产出满足自身需要的产品。对拟进入企业来说,技术壁垒很高,需要长时间生产过程的经验积累,很难在短期内形成强有力的技术支持。

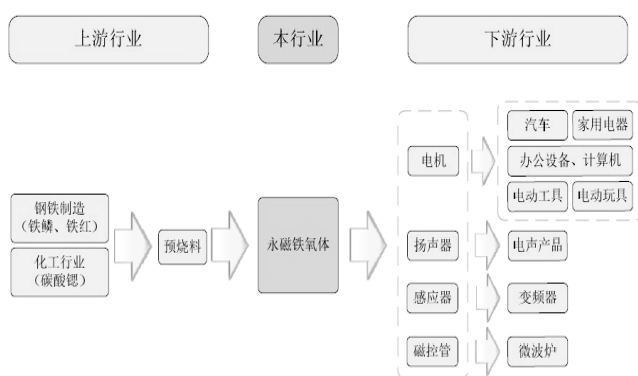
我国磁性材料应用市场扩大,已形成配套产业链,下游产业发展强力拉动高性能磁性材料的需求

我国磁性材料配套市场迅速发展,除办公自动化、医用电子、通讯设备、家用电器、电动工具、风电电机等应用市场外,近几年又逐步形成了具有中国特色的产品市场,如电动车、包装磁扣、建筑磁件、石油钻采、照明电子等,越来越多的新应用在不断开发中。中汽协数据显示,2010 年我国汽车产销量分别为1,826.47 万辆和1,806.19 万辆,同比

分别增长32.44%和32.37%，稳居世界第一。随着中国成为汽车和电子产品制造大国、世界工业品制造中心，根据产地就近配套原则，会有越来越多的零部件配套企业在中国出现和集中。因此，从中、长期来看，磁性材料作为汽车、计算机及办公自动化、家电和消费类电子等产品的基础零配件，其需求也将随之增长。

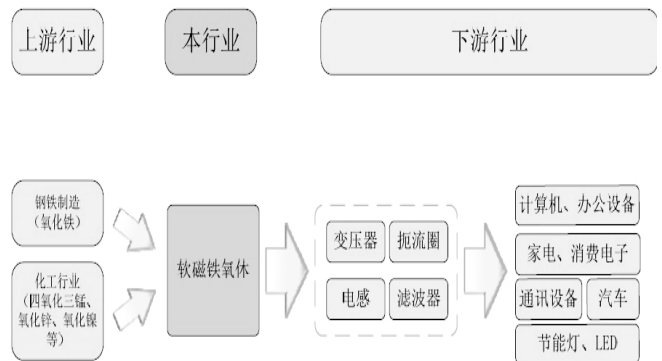
近年来，随着电子、通讯、计算机、汽车等下游行业的发展，软磁铁氧体行业取得了稳步的发展。通讯领域——4C（计算机\通信\消费电子\内容服务）融合和3G 方向的发展将进一步推动市场对高频率、小型化、高性能、低损耗和抗电磁干扰的磁性材料需求。计算机领域——上网本电脑要求磁性元件进一步向高频化、片式化、低损耗和抗电磁干扰方向发展，推动计算机用软磁铁氧体的市场发展。此外，汽车电子、消费类电子、环保能源领域发展将进一步推动市场对高性能软磁铁氧体的需求。

图 7：永磁铁氧体材料产业链概况



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

图 8：软磁铁氧体材料产业链概况



资料来源：公司招股说明、长江证券研究部

原材料来源丰富

永磁铁氧体的主要原材料由钢铁生产过程中产生的铁红、铁鳞、碳酸锶及其它辅料组成，软磁铁氧体的主要原材料主要由铁红、四氧化三锰、氧化锌等组成。

中国是全球最大的钢铁生产国和钢铁消费国，而钢铁也是我国的支柱性产业之一。2008 年粗钢产量超过5 亿吨。2001~2008 年期间，钢产量年均增长率达到20%，占全球钢产量的比重从17.8%提高到38.2%。2009 年中国粗钢产量达到了5.678 亿吨，同比增长了13.5%。铁鳞是热轧钢的副产品，其主要成分为 Fe_2O_3 和 FeO ，而且价格便宜，货源充足，因此，未来几年随着我国钢铁行业的高速发展，铁鳞的供应量将不断扩大，同时随着铁鳞深加工技术的不断提升，我国铁红产量将保持逐步增加，为磁性材料行业提供了丰富的原材料。

日本和欧美是主要出口市场，贸易竞争度不高

磁性材料的国际市场中，日本和欧美市场对永磁铁氧体和软磁铁氧体的需求较大，是目前国内技术领先企业产品的主要出口市场。

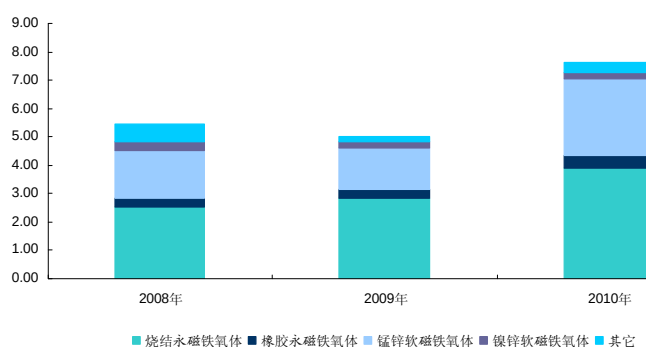
日本进口磁性材料主要按照 WTO 相关政策规定执行。在市场细分环节，日本铁氧体磁性材料技术在很大程度上是领先于中国，其产品主要集中于高性能产品系列，目前中国企业在高性能产品领域还不能对其构成竞争上的威胁，我国与日本在磁性材料进出口方面发生贸易摩擦可能性不高。

当前欧盟和美国对进口磁性材料现执行的关税均不超过 5%，由于欧洲和美国的磁性材料生产企业多将产品生产加工转移到海外，对磁性材料的需求主要依赖进口，因此我国与美国和欧盟因在磁性材料进出口方面发生贸易摩擦可能性不高。

公司分析

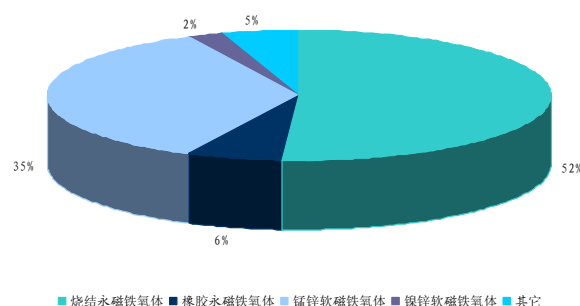
2008年-2010年度,公司实现营业收入分别为55228.12万元、50877.02万元和76924.50万元,2009年和2010年营业收入分别较上年增长了-7.88%和51.20%。2009年公司营业收入与2008年相比略有减少,其主要原因为公司2008年处置部分子公司导致其他产品及其它业务收入减少所致;2010年公司营业收入与2009年相比,增长的原因为一方面是由于下游汽车、计算机及办公设备、家用电器等市场需求快速上升拉动下,公司永磁、软磁铁氧体磁性材料产品销量大幅增长所致,另一方面公司根据市场需求改善产品销售结构,导致软磁铁氧体产品单价上升所致。

图 9: 2008-2010 公司主营收入快速增长(单位:亿元)



资料来源: 公司招股说明、长江证券研究部

图 10: 2010 年公司各产品收入占比(%)



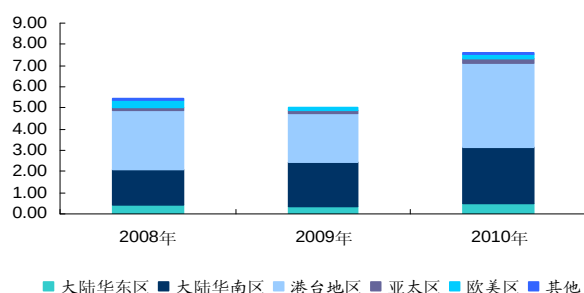
资料来源: 公司招股说明、长江证券研究部

公司营业收入主要来自烧结永磁铁氧体,2008年、2009年和2010年来自烧结永磁铁氧体的营业收入分别为25,437.92万元、28,406.65万元和39,017.03万元,占主营业务收入的比例分别为46.73%、56.51%和51.20%。除烧结永磁铁氧体保持良好发展态势,近年来公司锰锌软磁铁氧体增长迅猛,正形成新的收入增长点。锰锌软磁铁氧体销售收入快速增长,2010年实现销售收入27,052.12万元,占主营业务收入的比例为35.50%,较2009年营业收入增速达到了85.12%。

公司的销售主要以华南区和港台地区为主,2008年、2009年和2010年两区销售收入合计为45,229.76万元、43,896.72万元和66,330.97万元,占主营业务收入的比重分别为83.08%、87.33%和87.03%。总体来看,各区销售收入占总销售收入比重较为稳定。

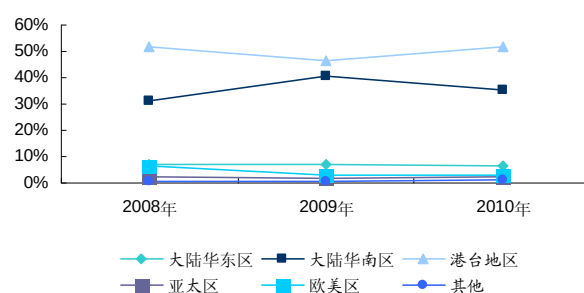
2009年国内销售收入所占比重较高,主要是由于2009年我国政府为了有效应对国际金融危机的冲击,保持经济平稳较快发展,实施“四万亿投资计划”,加上财政补贴家电下乡政策的顺利实施以及《汽车产业调整和振兴规划》等政策的出台,有效地缓解了金融危机对我国经济的影响,刺激了国内的消费需求,国内经济比全球经济率先复苏所致。

图 11: 2008-2010 公司营业收入按地区分布(单位:亿元)



资料来源: 公司招股说明、长江证券研究部

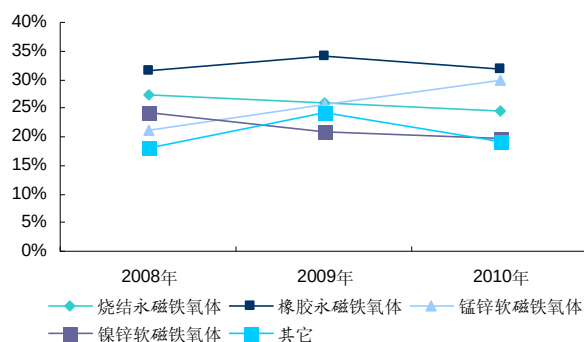
图 12: 2008-2010 公司营业收入按地区分布占比变化(%)



资料来源: 公司招股说明、长江证券研究部

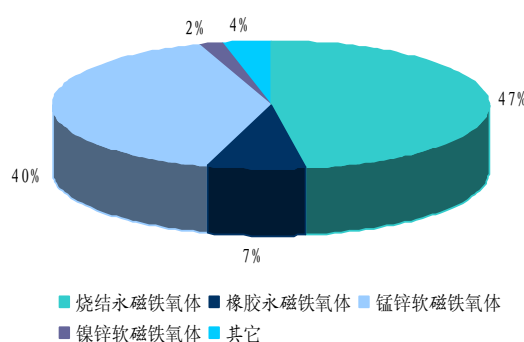
2008 2010 年,公司营业毛利分别为 13,615.05 万元、13,332.80 万元和 20,356.38 万元,综合毛利率分别为 24.65%、26.21%和 26.46%,综合毛利率呈现持续增长的趋势,公司盈利能力不断增强。公司综合毛利率的不断走强主要原因是毛利贡献率为 40%的锰锌软磁铁氧体的毛利率不断攀升,由 2008 的 21.14%增长到 2010 年的 29.84%,年均增长 4.35%。

图 13: 2008-2010 年公司销售的各产品毛利率



资料来源: wind、长江证券研究部

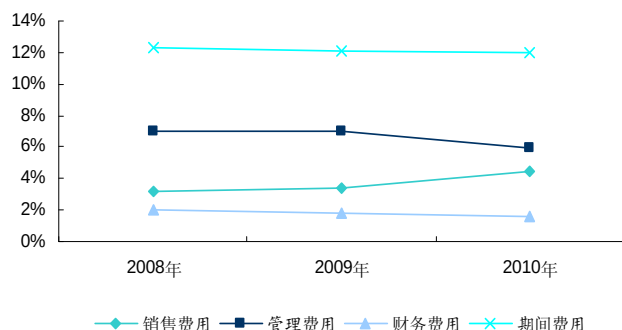
图 14: 2010 年各产品毛利贡献率



资料来源: wind、长江证券研究部

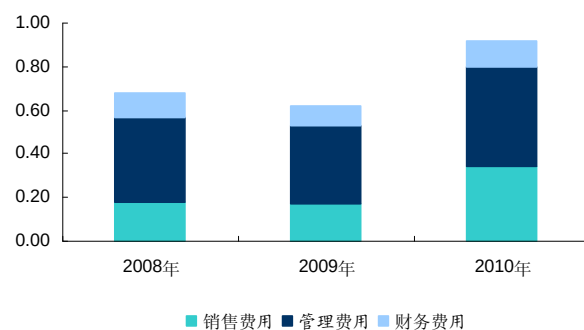
由于公司销售规模扩大,报告期内公司期间费用有所增加,从 2008 年 6,772.83 万元增加到 2010 年 9,202.15 万元,但其期间费用率从 2008 年的 12.26%下降到 2010 年的 11.96%,效益有所提高。

图 15: 2008-2010 年公司各费用率变化情况



资料来源: wind、长江证券研究部

图 16: 2008-2010 年公司各费用（亿元）



资料来源: wind、长江证券研究部

2008 年与 2009 年销售费用率分别为 3.23%和 3.38%,基本保持一致;2010 年销售费用率由 2009 年的 3.38%上升至 4.49%,增加 1.11%,其主要原因是一方面是由于公司加大市场开拓力度导致市场开拓费用增加 750.83 万元;另一方面随着销售收入大幅增长,工资及福利费相应增加 463.03 万元。

2008 年与 2009 年管理费用率分别为 7.03%和 6.96%,基本保持一致;2010 年随着销售规模扩大,管理费用与 2009 年相比略有增加,但管理费用率下降至 5.89%,其一方面表明规模效应初见成效,另一方面表明公司具有较强费用管理机制。

2008 年、2009 年以及 2010 年,公司财务费用分别为 1,109.12 万元、900.81 万元和 1,218.37 万元。2008 年财务费用高于 2009 年,其主要是由于公司产品出口受人民币升值影响,汇兑损失增加导致财务费用上升。2008 年公司实现出口销售收入 33,111.60 万元,由于受人民币升值的影响,2008 年汇兑损益-246.58 万元。2010 年财务费用 1,218.37 万元,财务费用金额较高的主要原因是公司为了引入新股东平安投资,支付上海麒麟上善资产管理有限公司 300 万元财务顾问费所致。2008 年至 2010 年,公司财务费用率呈持续下降的态势,主要是由于公司偿还了部分银行

借款所致，银行借款由 2008 年末 1.57 亿元下降至 2010 年末的 0.96 亿元。

公司的竞争优势

永磁体产能名列国内第二，领跑国内电机用永磁铁氧体生产商

公司的产品以铁氧体磁性材料产品为主，目前公司为国内最大的电机用永磁铁氧体元件生产企业。2009 年我国永磁铁氧体生产企业约 200 家，初具规模（500 吨）以上企业约 150 多家，1,000 吨以上企业超过 100 家，10,000 吨以上企业仅江粉磁材、横店东磁等几家企业。

表 4：2009 年国内永磁铁氧体前五大企业的产量情况

公司名称	永磁铁氧体产量（万吨）	电机用永磁铁氧体产量（万吨）
广东江粉磁材股份有限公司	2.3	2.1
横店集团东磁股份有限公司	6.6	1.2
安徽龙磁科技有限责任公司	1.5	1.2
湖南航天磁电有限责任公司	1.2	1
宜宾金川电子有限责任公司	0.6	0.5

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

2009 年我国软磁铁氧体生产的企业约 200 家，初具规模（500 吨）以上企业约 150 家，1000 吨以上的企业约 60 家，仅横店东磁、天通股份等几家企业具有 10,000 吨以上产能，公司 2010 年软磁铁氧体产量为 8,856 吨，2011 年产能将突破 10,000 吨。

表 5：2009 年国内软磁铁氧体前五大企业的产量情况

公司名称	永磁铁氧体产量（万吨）
横店集团东磁股份有限公司	2.7
天通控股股份有限公司	2.4
绵阳开元磁性材料有限公司	1.8
广东风华高新科技股份有限公司	1.3
广东江粉磁材股份有限公司	0.7

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

承自主研发创新、打破国外垄断

公司作为一家专注于磁性材料生产经营 30 多年的老牌企业、国家高新技术企业，非常注重技术创新和新产品开发。80 年代国内磁性材料企业都采用从日本进口的原材料进行生产，为了打破日本在原材料上的垄断，公司在 1985 年通过对原料配方的改进，成为国内最早采用国产原材料生产干压异方性永磁铁氧体的企业。80 年代国内大部分企业生产的是喇叭磁，公司则通过研发和技术创新，直接从事难度更大、技术要求更高、附加值也更高的电机用永磁铁氧体的生产。目前公司主要产品的技术性能已经达到日本 TDK 公司等国际领先企业同类产品技术水平。此外，公司与多所高校签署合作协议，进行高性能磁性材料的研发。

客户群结构稳定、质量优秀

公司目前拥有 1000 多家客户，客户结构稳定，最近三年前五大客户销售占比稳定在 20% 左右。目前公司已与众多国际跨国电机公司和专业厂商，如德昌电机集团（世界最大电机制造商之一）、日本万宝至马达株式会社（世界最大电机制造商之一）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，并成为光宝集团、台达电子等国际知名电子器件制造企业的长期供应商。稳定的和优质的客户群为公司未来发展提供了强有力的保证。

募资投向分析

本次拟公开发行人民币普通股 7,950 万股，占发行后总股本的比例 25.02%，全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的营运资金。募集资金投资项目完成并全部达产后，新增高性能电机用（湿压）永磁铁氧体制品年产能 15000 吨，高性能干压永磁铁氧体制品年产能 5000 吨，高性能环保橡胶永磁铁氧体年产能 3000 吨。

年产 15000 吨高性能电机用永磁铁氧体磁瓦技改项目：预计项目建设期为 1 年，预计投产后第 3 年达到设计生产规模。本项目总投资 26,338.05 万元，其中设备投资 13,965.00 万元，厂房建筑工程投资 4,800.00 万元，流动资金 7,573.05 万元。达产后年均新增产值 33,572.75 万元，年均利润 7,058.42 万元，财务内部收益率（税后）为 24.52%。

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：预计项目建设期为 1 年，预计投产后第 3 年达到设计生产规模。本项目总投资 8,800.21 万元人民币，其中设备投资 3,995.00 万元，建筑工程投资 2,288.00 万元，流动资金 2,517.21 万元。达产后年均新增产值 9,183.82 万元，年均利润 2,379.14 万元，财务内部收益率（税后）为 19.93%。

年产 3000 吨环保、高性能粘结永磁铁氧体技改项目：预计项目建设期为 1 年，预计投产后第 3 年达到设计生产规模。本项目总投资 4,225.30 万元，其中设备投资 2,040.00 万元，厂房建筑工程投资 960 万元，补充流动资金 1,225.30 万元。达产后年均新增产值 4,824.06 万元，年均利润 1,078.23 万元，财务内部收益率（税后）为 18.22%。

磁性材料技术研发中心技术改造项目：项目总投资为 2,000 万元，其中设备投资 1,228.00 万元，研发投资 772.00 万元。此项目的实施将实现行业关键技术突破，进一步夯实公司的研发实力，为公司的可持续发展提供有力保障，有利于公司长期目标的实现。

表 6：公司募投项目计划（单位：万元）

项目名称	募集资金投资总额	建设期	达产期	项目备案情况
年产 15000 吨高性能电机用永磁铁氧体磁瓦技改项目	26,338	1 年	3 年	已在广东省发改委备案（备案号：090700406129005）
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	8,800	1 年	3 年	已在广东省发改委备案（备案号：090700406129006）
年产 3000 吨环保、高性能粘结永磁铁氧体技改项目	4,225	1 年	3 年	已在广东省发改委备案（备案号：090700406129004）
磁性材料技术研发中心技术改造项目	2,000	6 个月	-	已在广东省经济和信息化委员会备案（备案号：09070340611002624）

资料来源：招股意向书，长江证券研究部

风险提示

汇率风险：公司外销收入主要以美元、港币进行结算。报告期内，公司外销收入占主营业务收入的比例分别为 57.12%、51.44% 和 60.82%。报告期内发行人除需部分外汇货款进口原材料外，对其余外汇货款基本进行即时结汇，公司报告期内收到的外汇货款为 5,707.26 万美元、3,975.66 万美元、4,653.29 万美元，其中 782.29 万美元、429.85 万美元、560.01 万美元用于进口原材料，由于外销应收账款存在 3 个月左右的账期，在该期间汇率波动将对发行人生产经营产生一定的影响。

原材料价格波动的风险：公司永磁铁氧体主要原材料为预烧料，其主要由铁红、铁鳞、碳酸锶及其他辅料组成，软磁铁氧体主要原材料为铁红、四氧化锰、氧化锌。2008 年受金融危机影响，公司主要原材料预烧料、铁红、四氧化三锰、氧化锌价格有所下降，2009 年下半年、2010 年随着经济的复苏，大宗商品价格上涨，主要原材料预烧料、铁红、四氧化三锰、氧化锌价格有所上涨。报告期内公司原材料采购成本占产品生产成本约为 40%，原材料的价格波动将会对公司的生产成本和毛利率产生一定的影响。

表 7: 财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	769	952	1134	1328	货币资金	150	846	871	932
营业成本	566	697	826	957	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	204	255	308	371	应收账款	193	238	281	329
% 营业收入	26.5%	26.8%	27.2%	28.0%	存货	143	176	209	242
营业税金及附加	4	5	5	6	预付账款	27	33	39	46
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	35	43	51	60	流动资产合计	521	1304	1412	1563
% 营业收入	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	45	56	67	78	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	长期股权投资	52	52	52	52
财务费用	12	1	-1	-2	投资性房地产	26	26	26	26
% 营业收入	1.6%	0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	355	470	558	636
资产减值损失	5	3	3	4	无形资产	40	36	32	29
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	120	147	183	225	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	15.6%	15.4%	16.2%	16.9%	资产总计	998	1890	2082	2308
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	65	0	0	0
利润总额	122	147	183	225	应付款项	134	165	195	226
% 营业收入	15.9%	15.4%	16.2%	16.9%	预收账款	7	9	10	12
所得税费用	16	19	24	30	应付职工薪酬	25	31	37	43
净利润	106	128	159	195	应交税费	3	4	4	5
归属于母公司所有者					其他流动负债	28	34	40	47
的净利润	81.3	98.2	122.5	150.2	流动负债合计	263	242	287	333
少数股东损益	25	29	37	45	长期借款	31	31	31	31
EPS（元/股）	0.26	0.31	0.39	0.47	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	106	122	161	199	负债合计	294	273	318	364
取得投资收益	4	0	0	0	归属于母公司	627	1511	1621	1756
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	77	106	143	188
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	704	1617	1764	1944
固定资产投资	-157	-144	-126	-124	负债及股东权益	998	1890	2082	2308
其他	5	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-153	-144	-126	-124		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.256	0.309	0.385	0.473
股权融资	122	795	0	0	BVPS	2.63	6.34	5.10	5.53
银行贷款增加（减少）	-38	-65	0	0	PE	39.08	32.35	25.95	21.16
筹资成本	19	-11	-11	-13	PEG	1.72	1.43	1.14	0.93
其他	-43	0	0	0	PB	3.80	1.58	1.96	1.81
筹资活动现金流净额	60	718	-11	-13	EV/EBITDA	20.14	13.00	10.47	8.37
现金净流量	13	696	24	61	ROE	13.0%	6.5%	7.6%	8.6%

分析师介绍

彭琦，同济大学经济管理硕士,从事电子元器件及半导体行业研究。

高小强，多年业内工作经验，从事电子元器件及半导体行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，从事通信行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。