

江粉磁材 (002600.SZ) 元件行业

新股研究

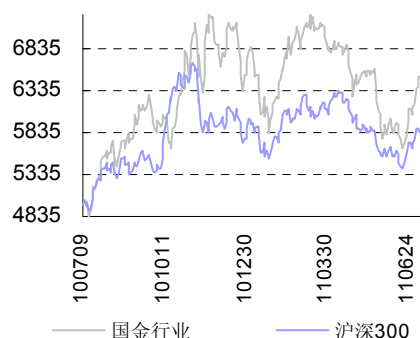
上市价: 8.00 元

国内最大电机用铁氧体磁性材料制造商

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

发行价(元)	8.00
发行 A 股数量(百万股)	79.50
总股本(百万股)	317.80
国金元件指数	6464.30
沪深 300 指数	3109.18
中小板指数	6792.27



公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.341	0.341	0.456	0.620
每股净资产(元)	2.29	2.63	4.19	4.48	4.97
每股经营性现金流(元)	0.34	0.44	0.44	0.49	0.63
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	44.68	60.49	53.47	53.47	53.47
净利润增长率(%)	-0.89%	57.38%	33.18%	33.72%	35.95%
净资产收益率(%)	11.83%	12.96%	8.14%	10.17%	12.47%
总股本(百万股)	190.30	190.30	238.30	317.80	317.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **铁氧体磁性材料应用广泛、需求稳定增长。**1、铁氧体磁性材料凭借稳定的性能, 广泛应用于高频弱电领域, 是直流电机、电感元件的重要部件; 2、高性能稀土永磁材料由于上游原材料管控影响, 产量受到抑制且成本升高, 而铁氧体凭借高性价比优势将获得更大发展空间; 3、随着国内下游应用产业如电子、汽车、玩具、电声器件等逐步发展为全球生产消费规模第一, 带动铁氧体产量和需求持续增长, 预计未来两年我国永磁铁氧体和软磁铁氧体行业市场需求年复合增长分别为 11.5%和 17.2%, 市场容量将达 107 亿和 138 亿。
- **政策导向和上下游配套便利驱动国内铁氧体产业发展:** 1、国家重视高性能磁性材料的发展, 尤其是在节能环保背景下, 国家加大下游直流电机对交流电机的产品替代, 从政策上打开了铁氧体材料发展之门; 2、国内拥有丰富的上游原材料资源和完善的下游产业配套资源, 将确保铁氧体材料产业的健康持续发展。
- **技术和规模优势确保公司稳步发展。**1、公司是国内规模第二的永磁铁氧体材料生产商和国内最大的电机用永磁铁氧体制造商, 永磁铁氧体和软磁铁氧体分别占公司收入比重的 57.24%和 37.88%; 2、公司技术国内领先, 产品性能可媲美日本 TDK 等一流厂商, 募投项目的实施将推动产品由中低端向中高端转移, 使公司产品结构得到优化; 3、公司重视国内外市场开拓, 拥有德昌电机、万宝至马达、光宝集团等知名高端客户, 并积极拓展日欧美等新客户, 为公司未来发展提供强有力的保证。

盈利预测和估值

- **公司净利润三年复合增长 34%, 12 年 EPS 为 0.456 元。**预计 2011-2013 年公司将实现净利润 108.31、144.84 和 196.91 百万元, 同比增长 33.18%、33.72%和 35.95%。按发行后的总股本计算, 对应的 EPS 分别为 0.341、0.456 和 0.620 元。
- **目标价 10.94 元, 12 年 24 倍 PE。**参考国内同类公司的估值水平, 给予 12 年 24 倍市盈率, 对应 10.94 元的目标价。

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建锋 联系人
(8621)61357589
shenj@gjzq.com.cn

内容目录

铁氧体磁性材料应用广泛、需求稳定增长	4
铁氧体磁性材料性能稳定、应用广泛，具有高性价比优势	4
国内承接产能转移，铁氧体磁性材料发展空间大	6
政策导向和上下游配套便利驱动国内铁氧体材料产业发展	8
发展高性能磁性材料符合国家节能减排需要	8
国内企业拥有上游资源和下游产业配套两大优势	9
技术和规模两大优势确保公司稳步发展	10
国内历史悠久、规模居前的铁氧体生产商	10
技术升级推动产品结构优化及毛利率提升	11
依托丰富客户资源，力争打造全球最大电机用永磁铁氧体制造商	13
盈利预测与估值	14
盈利预测假设	14
公司净利润三年复合增长 33.6%，12 年 EPS 为 1.251 元	15
估值	16
风险提示	16
汇率风险	16
原材料风险	16
行业波动风险	16
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：磁性材料分类情况	4
图表 2：永磁铁氧体材料的应用范围	5
图表 3：软磁铁氧体材料的应用范围	5
图表 4：铁氧体与钕铁硼永磁材料的性能比较	6
图表 5：近年来稀土金属材料价格大幅上涨	6
图表 6：07 年全球永磁铁氧体产量占比	7
图表 7：国内永磁铁氧体市场需求预测	8
图表 8：国内软磁铁氧体市场需求预测	8
图表 9：直流电机与交流电机性能比较	8
图表 10：促进铁氧体磁性材料发展的相关政策	9
图表 11：永磁铁氧体产业链	9
图表 12：软磁铁氧体产业链	9
图表 13：公司收入和利润情况	10
图表 14：公司产品结构	10

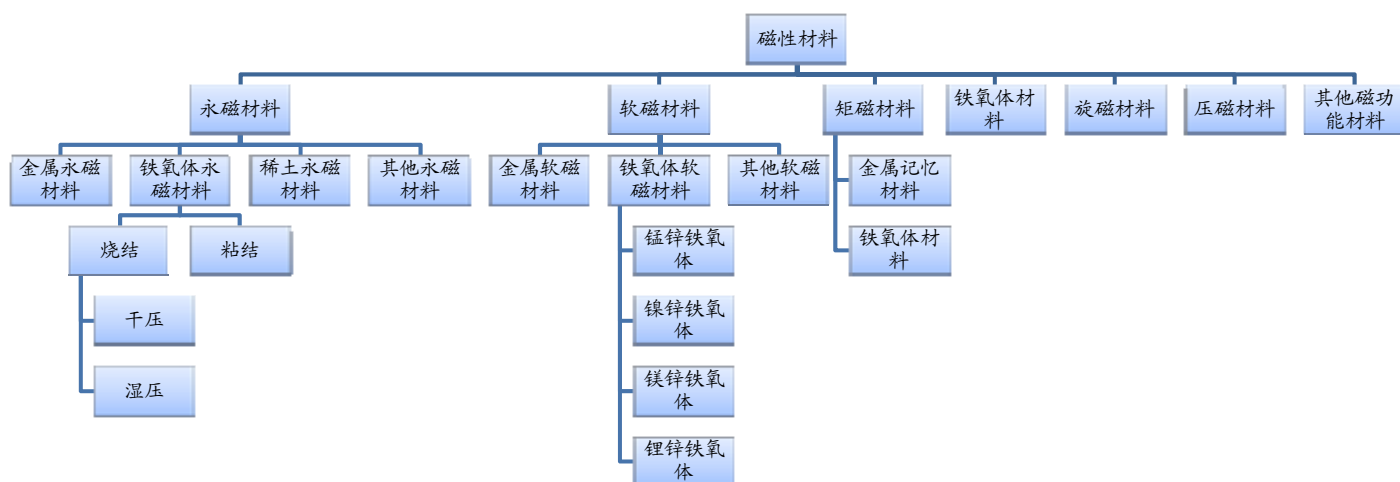
图表 15: 公司永磁铁氧体产品应用市场分布	11
图表 16: 公司软磁铁氧体产品应用市场分布	11
图表 17: 2009 年国内永磁铁氧体前五大企业产量	11
图表 18: 2009 年国内软磁铁氧体前五大企业产量	11
图表 19: 主要产品在性能技术指标方面与日本 TDK 公司同类产品比较	12
图表 20: 公司募投项目内容	12
图表 21: 2010 年公司产能利用情况	13
图表 22: 公司毛利率水平处于行业前列	13
图表 23: 公司产品内外销情况	14
图表 24: 公司主营产品收入和毛利率预测	15
图表 25: 国内同类公司的估值水平和盈利能力	16

铁氧体磁性材料应用广泛、需求稳定增长

铁氧体磁性材料性能稳定、应用广泛，具有高性价比优势

- 铁氧体磁性材料是一种具有铁磁性的金属氧化物材料，也是用量最大、用途最广的磁性材料之一，其主要包括永磁铁氧体材料和软磁铁氧体材料等。
 - 永磁铁氧体是以三氧化二铁为主要原料，通过陶瓷工艺方法制造而成的，具有强抗退磁能力和高的剩余磁感应强度的强磁性材料。其按生产工艺不同分为烧结永磁铁氧体和粘结永磁铁氧体，烧结永磁铁氧体又分为干压成型和湿压成型，粘结永磁铁氧体分为挤出成型、压延成型和注射成型。粘结永磁铁氧体具有柔软性、弹性及可扭曲性。
 - 软磁铁氧体是在较弱的磁场下，易磁化也易退磁的一种铁氧体材料，分为锰锌、镍锌、镁锌、锂锌铁氧体等不同类型，其中锰锌铁氧体和镍锌铁氧体应用较为广泛。锰锌铁氧体占整个软磁铁氧体市场份额70%以上，并依性能划分为用于能量转换的功率软磁铁氧体材料和用于电磁兼容、信号传输的高磁导率软磁铁氧体材料，分别占下游市场需求的80%和20%。

图表1：磁性材料分类情况

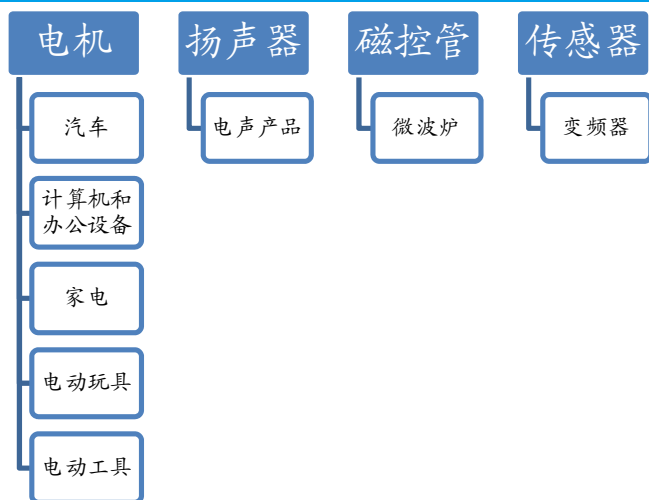


来源：国金证券研究所整理

- 铁氧体材料凭借较高的介电性能和磁导率，在高频弱电领域具有广泛的用途，是制作电机、电感元件等不可或缺的重要电子器件。
 - 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。
 - 目前烧结永磁铁氧体产品构成永磁铁氧体市场的80%以上，为市场主体。其在高技术领域应用占42%，如家电（微波炉、空调、小家电）、办公用品（复印机、传真机）、汽车、摩托车、高保真音响、仪表传感器件；在中低档产品领域的应用占58%，如扬声器、吸附磁体、玩具电机、磁选器件。
 - 软磁铁氧体是目前用途广、品种多、数量大、产值高的一种铁氧体材料，主要用作各种电感元件，如滤波器磁芯、变压器磁芯、无线电磁

芯，以及磁带录音和录像磁头等，也是磁记录元件的关键材料，应用领域包括计算机、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。

图表2：永磁铁氧体材料的应用范围



来源：国金证券研究所整理

图表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）

来源：国金证券研究所整理

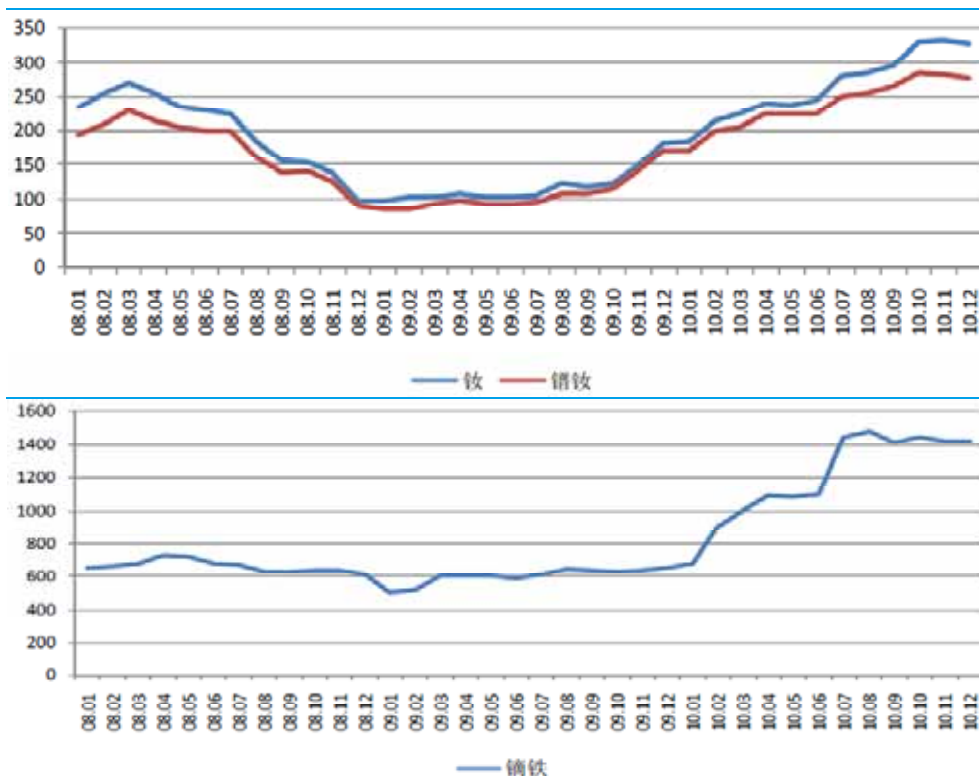
- 近年来，钕铁硼永磁材料由于其磁能积、剩磁和矫顽力等方面的优势而取得了较多的应用，但其价格过高、抗腐蚀性差、易生锈且高温易退磁，尤其是随着国内对稀土制造的控制力度加大，稀土价升量跌，使钕铁硼永磁材料应用主要局限于工作环境较好、用量少的微型电机领域，铁氧体材料则凭借高性价比依然占据着市场应用的主要份额。
 - 钕铁硼永磁材料原材料主要为稀土金属，稀土金属占其产品成本比例达 70%-80%。铁氧体永磁材料原材料主要为预烧料，其主要由铁红、铁鳞及其他辅料组成。由于原材料成本差异，钕铁硼永磁材料价格约为铁氧体永磁材料价格 20-30 倍。
 - 稀土作为重要的战略和优势资源，受到国家高度重视，随着一系列稀土资源开采及出口配额控制政策的出台，导致稀土开采量减少、稀土材料价格大幅提升，将加大钕铁硼磁性材料生产企业的原材料供给压力。

图表4：铁氧体与钕铁硼永磁材料的性能比较

编号	主要指标	铁氧体永磁	钕铁硼永磁
1	磁能积	一般	高
2	剩磁	一般	高
3	矫顽力	一般	高
4	耐热性	耐高温	高温易退磁
5	抗腐蚀性	抗腐蚀	容易被腐蚀
6	耐高温高湿性	耐高温高湿	高温高湿环境易生锈
7	耐酸碱性	耐酸碱	不耐酸碱
8	盐雾环境	无影响	盐雾环境腐蚀和生锈

来源：国金证券研究所整理

图表5：近年来稀土金属材料价格大幅上涨



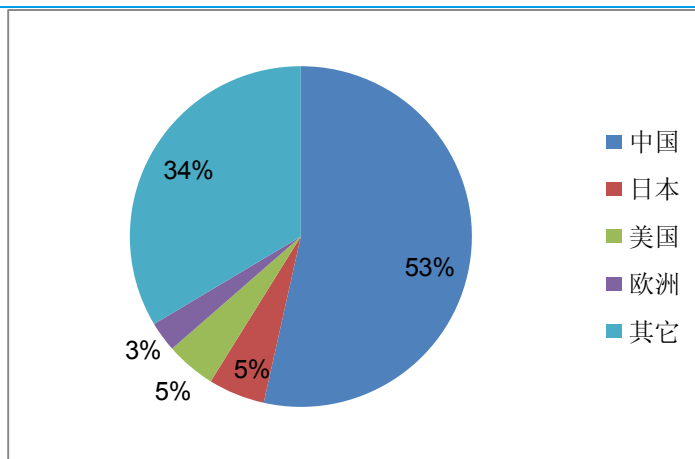
来源：国金证券研究所整理

国内承接产能转移，铁氧体磁性材料发展空间大

- 电子元器件的整体趋势是基础制造由发达国家向发展中国家转移，全球磁性材料行业也在经历产能转移的过程，发达国家部分企业已陆续关闭本土生产基地，而中国作为世界制造中心和消费大国，同时拥有劳动力成本优势，已经迅速成长为全球铁氧体磁性材料第一生产大国，并在高端产品替代领域依然具有较大增长空间。
- 中国永磁铁氧体行业以年均 10%-15% 的增长速度迅速发展，目前产量已居世界第一位。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% 以上，全球永磁铁氧体的生产重心已然转向中国。

- 中国也是全球软磁铁氧体生产量和市场增长最快的国家，年增长速度保持在 15%-22%，产量居全球第一位。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%。
- 但是，目前高档铁氧体磁性材料生产仍主要集中于日本等发达国家，国内则主要集中于中低档产品，如国内生产的软磁铁氧体产品中，中低档产品占比达 60%以上，因此国内依然存在高端产品进口替代的巨大空间。

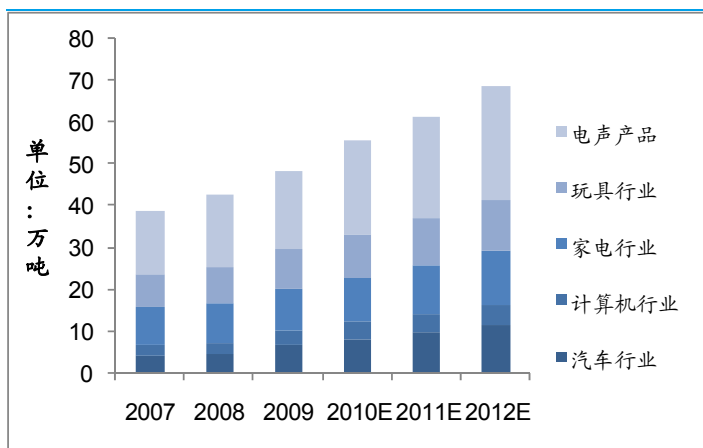
图表6: 07 年全球永磁铁氧体产量占比



来源：中国电子元件协会，国金证券研究所整理

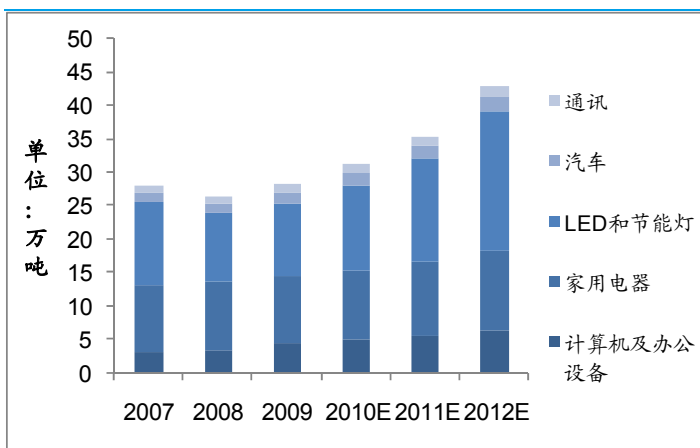
- 随着国内下游应用产业如电子、汽车、玩具、电声器件等逐步发展为全球生产消费规模第一，带动铁氧体产量和需求持续增长，预计未来两年我国永磁铁氧体和软磁铁氧体行业市场需求年复合增长分别为 11.5%和 17.2%，市场容量将达 107 亿和 138 亿。
- 在汽车产品生产中，如起动器电机、燃料泵电机、制动器系统用电机、风机电机、电动助力转向装置电机、混合动力系统转换电机、电动窗、雨刷、电动座椅、电动按摩椅等环节，都需要相应的永磁铁氧体材料进行配套；汽车电源变压器则对软磁铁氧体材料需求较大。2010 年我国汽车产销量分别为 1,826.47 万辆和 1,806.19 万辆，产销量居全球第一，预计未来两年对永磁和软磁铁氧体的需求将分别保持 17.5%和 11.2%的年复合增长。
- 我国是全球最大的电声器件生产国和出口国，以彩电配套扬声器和出口扬声器为主。据中国电声行业协会统计数据显示，2007 年我国电声器件产量达到 76 亿只，占全球总产量的 60%。按每台电声产品使用永磁铁氧体材料约为 0.02kg，2012 年我国对永磁铁氧体材料的需求将达 27.21 万吨，未来两年复合增长 10.7%。
- 在国内节能减排大环境下，LED 作为具有节能环保优势的新一代照明技术受到国家政策大力扶持，我国也正逐渐发展为 LED 生产大国。软磁铁氧体材料作为制造 LED 磁芯的重要部件，预计未来两年在 LED、节能灯领域的需求量年复合增长率为 26.6%，占软磁铁氧体市场总需求的比重接近 50%。

图表7：国内永磁铁氧体市场需求预测



来源：磁性材料与器件行业协会，国金证券研究所

图表8：国内软磁铁氧体市场需求预测



政策导向和上下游配套便利驱动国内铁氧体材料产业发展

发展高性能磁性材料符合国家节能减排需要

- 永磁铁氧体是直流电机、电子变压器产品的核心部件，一台直流电机一般需要两片至几十片永磁铁氧体。直流电机能耗可较同功率交流电机低30%-50%，因此成为目前大规模应用的交流电机最直接的替代品。
- 据统计，我国电机耗电约占工业用电总量的 60%~70%，其中交流电机占比达 90%。若以高效直流电机替代传统的交流电机，预计可普遍节电 50%以上。
- 目前三星、松下、大金、美的和九阳等众多家电生产商，开始生产、销售装配有直流电机的洗衣机、空调和其他小家电，随着节能家电的推广，将掀起直流替代交流电机的浪潮。

图表9：直流电机与交流电机性能比较

性能	直流电机	交流电机
功耗	低	高
响应速度	快	慢
速度调节	无级调速	三档调速
噪声	小	大
成本	高	低

来源：国金证券研究所整理

- 节能环保作为实现我国经济健康可持续发展的重要因素，受到国家政策的大力扶持，未来几年将是直流电机替代交流电机的黄金时期，并成为永磁铁氧体行业发展的重要驱动力。
- 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。在直流电机替代交流电机过程中，永磁铁氧体市场需求将迅猛增长。
- 在产业政策层面上，工信部已将磁性材料技术列为电子材料技术中的重点技术，并明确指出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，将极大促进国内铁氧体磁性材料产业发展和结构优化。

图表10：促进铁氧体磁性材料发展的相关政策

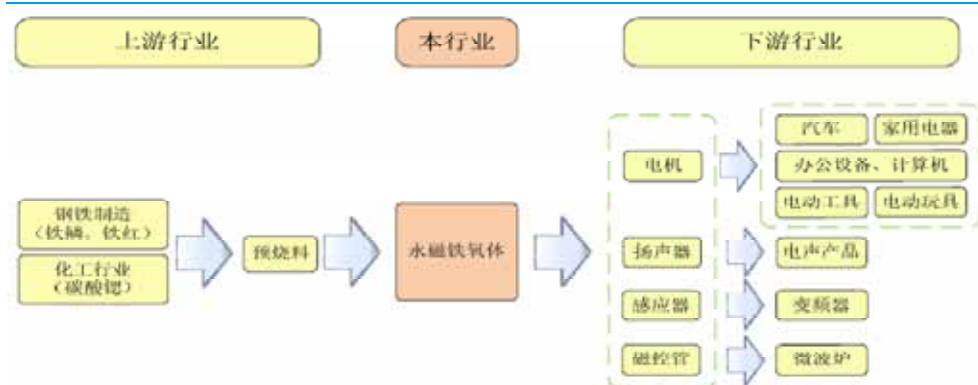
《电子基础材料和关键元器件“十一五”规划》	要求磁性材料行业要保持规模优势，加大研发力度，提高产品附加值，重点发展高性能永磁、软磁铁氧体材料等市场前景好的材料。
《信息产业科技发展“十一五”规划和2020年中长期规划纲要》	在未来5~15年15个领域发展的重点技术中，将磁性材料技术列为电子材料技术中的重点技术。
《产业结构调整指导目录（2005年本）》	“高性能磁性材料制造”列为鼓励类发展产业。
《中国家用电器工业“十二五”发展规划的建议》	要求空调压缩机的发展重点是涡旋压缩机、新工质压缩机、高效直流电机、直流变频压缩机及其控制技术的研发及应用；在空调用风扇电机中，推广优化设计的高效感应电机，提高直流无刷变频电机的应用比重。

来源：国金证券研究所整理

国内企业拥有上游资源和下游产业配套两大优势

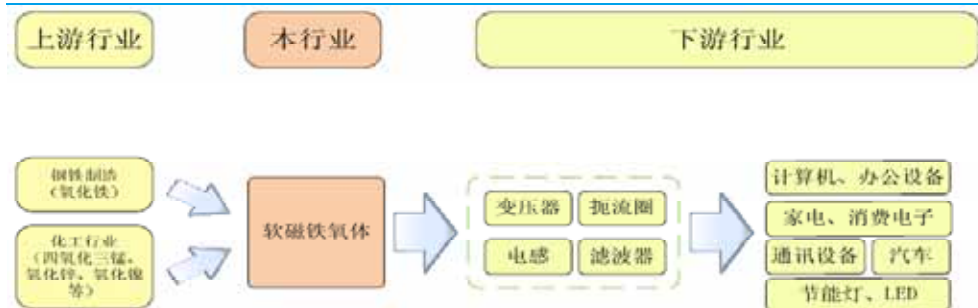
- 铁氧体磁性材料属电子元器件范畴，其上游产业主要是钢铁制造行业和化工行业，提供铁鳞、铁红、四氧化三锰、氧化锌和氧化镍等原材料，下游行业主要有汽车、计算机及办公设备、家电、电动工具、电动玩具、通讯设备、节能灯及LED等。

图表11：永磁铁氧体产业链



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表12：软磁铁氧体产业链



来源：公司招股书，国金证券研究所

- 中国作为全球最大的钢铁生产国和钢铁消费国，拥有丰富的原材料资源。铁鳞是热轧钢的副产品，主要成分为 Fe_2O_3 和 FeO ，随着我国钢铁行业

的高速发展，其供应量将不断扩大，货源充足；同时随着铁鳞深加工技术的不断提升，我国铁红产量也将保持逐步增加。

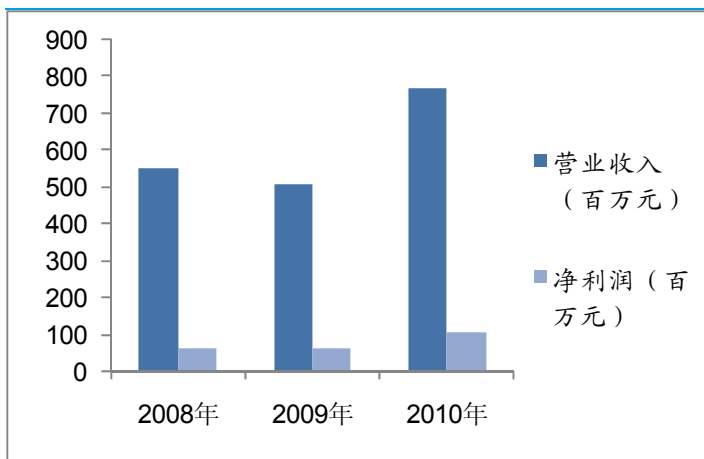
- 随着中国成为汽车和电子产品制造大国以及世界工业品制造中心，根据产地就近配套原则，越来越多的零部件配套企业在中国集中，因此我国磁性材料下游配套市场也迅速发展，除办公自动化、医用电子、通讯设备、家用电器、电动工具、风电电机等应用市场外，近几年又逐步形成了具有中国特色的产品市场，如电动车、包装磁扣、建筑磁件、石油钻采、照明电子等，更多新应用在不断开发中。

技术和规模两大优势确保公司稳步发展

国内历史悠久、规模居前的铁氧体生产商

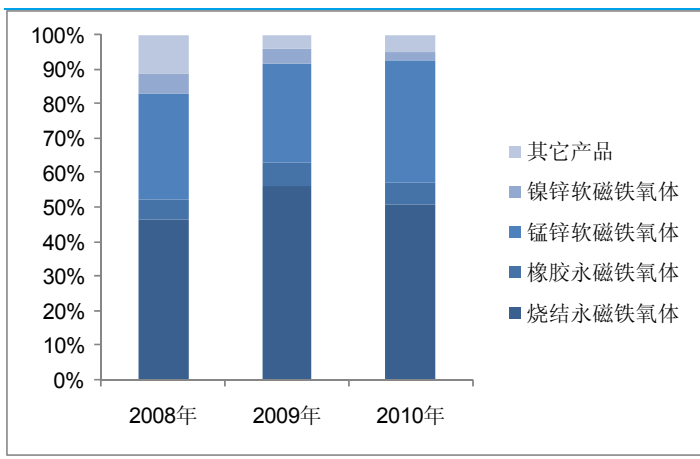
- 公司前身为成立于 1975 年的江门市粉末冶金厂，自成立至今，已在铁氧体材料生产、研发、制造和销售领域耕耘 30 多年。目前公司产品主要为永磁铁氧体元件和软磁铁氧体元件，分别占收入比重的 57.24% 和 37.88%，并广泛应用于汽车、计算机及办公设备、家用电器、电动工具、电动玩具、LED 等行业。
- 公司年产元器件超过 30 亿片，其中永磁铁氧体产品 90% 以上应用于电机。按工艺类型，公司永磁铁氧体产品包括湿压永磁铁氧体、干压永磁铁氧体、橡胶永磁铁氧体产品等。
- 软磁铁氧体业务，公司主要通过与他方股权合作的方式开展，目前公司控股子公司安磁电子主要从事锰锌软磁铁氧体产品业务，控股子公司江粉电子主要从事镍锌软磁铁氧体产品业务。
- 公司永磁铁氧体材料主要应用于电机领域，包括消费类电器电机、汽车电机和 IT 办公设备电机，分别占公司收入的 33.49%、9.17% 和 5.67%；软磁铁氧体材料则主要用于生产笔记本电脑、台式电脑、LED 和消费类电器的磁芯，收入占比分别为 18.39%、6.16%、3.9% 和 7.04%。

图表13：公司收入和利润情况

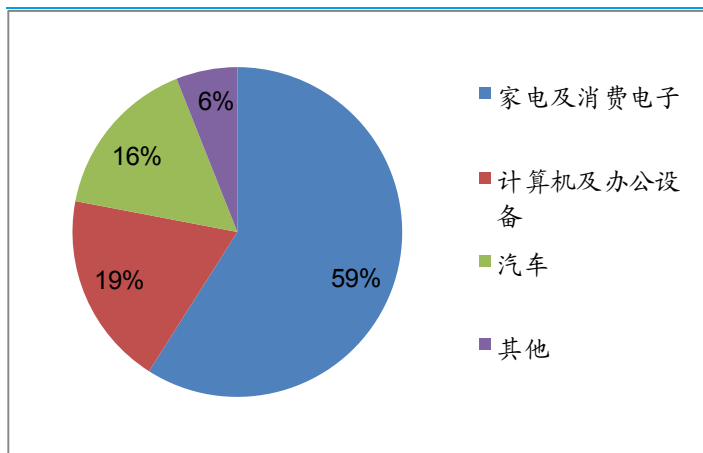


来源：公司招股书，国金证券研究所

图表14：公司产品结构

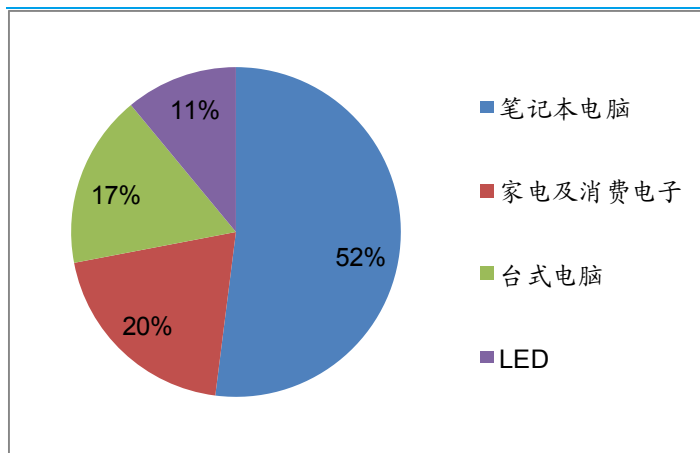


图表15：公司永磁铁氧体产品应用市场分布



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表16：公司软磁铁氧体产品应用市场分布



- 公司年产永磁铁氧体 3.18 万吨，仅次于横店东磁，为国内第二大永磁铁氧体生产商和国内最大的电机用永磁铁氧体制造商；同时在软磁铁氧体领域公司以 0.89 万吨的年产量进入国内规模前五的行列。
- 2009 年我国永磁铁氧体生产企业约 200 家，规模在 500 吨以上的企业约 150 多家，1,000 吨以上企业仅 100 家，10,000 吨以上企业则只有公司与横店东磁等几家企业。
- 2009 年我国软磁铁氧体生产的企业约 200 家，500 吨以上初具规模的企业约 150 家，1000 吨以上的企业约 60 家，仅横店东磁、天通股份等 4 家企业具有 10,000 吨以上产能，公司 2010 年软磁铁氧体产量达 8,856 吨，并将在 2011 年突破 10,000 吨。

图表17：2009 年国内永磁铁氧体前五大企业产量

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	2.3	2.1
横店集团东磁	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

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表18：2009 年国内软磁铁氧体前五大企业产量

公司名称	产量 (万吨)
横店集团东磁	2.7
天通控股	2.4
绵阳开元磁性材料	1.8
广东风华高科	1.3
广东江粉磁材	0.7

技术升级推动产品结构优化及毛利率提升

- 公司主要产品技术处于国内领先、国际先进水平，性能已达国际领先的日本 TDK 公司同类产品的技术水平，并在全球范围内与日本 TDK 公司、日立金属公司展开竞争。
- 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，打破了日本在原材料上的垄断；80 年代国内主流产品为低端喇叭磁，公司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，一举奠定了公司在国内电机用永磁铁氧体生产商中的领导地位。
- 目前公司已全面规模化生产的 JPM-6 系列永磁铁氧体，产品质量和性能与日本 TDK 公司 FB6 系列产品相当；已小批量供应的 JPM-7 系列永磁铁氧体，性能可媲美日本 TDK 公司高端产品 FB9 系列，为国内性能领先的产品，而价格较日本 TDK 公司低约 40%，具有较强的市

场竞争力；JPP-44(A) 系列软磁铁氧体，其性能指标与日本 TDK 公司 PC44 相当，具有较低的功率损耗和较高的饱和磁通密度。

图表19：主要产品在性能技术指标方面与日本 TDK 公司同类产品比较

产品	公司 牌号	公司标准				TDK 牌号	TDK标准			
		Br	Hcb	Hcj	(BH)max		Br	Hcb	Hcj	(BH)max
永磁		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
软磁		μi	Pcv	Pcv	μa		μi	Pcv	Pcv	μa
		25℃	100kHz,	100kHz,	100℃		25℃	100kHz,	100kHz,	100℃
			100mT,	200mT,				100mT,	200mT,	
			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
		μi	Pcv	Pcv	μa		μi	Pcv	Pcv	μa
		25℃	300kHz,	500kHz,	100℃		25℃	300kHz,	500kHz,	100℃
			50mT,	50mT,				50mT,	50mT,	
			100℃	100℃				100℃	100℃	
	JPP-5	1400±25%	≤ 60	≤ 80	> 2000	PC50	1400±25%	无	≤ 80	> 2000

来源：国金证券研究所整理

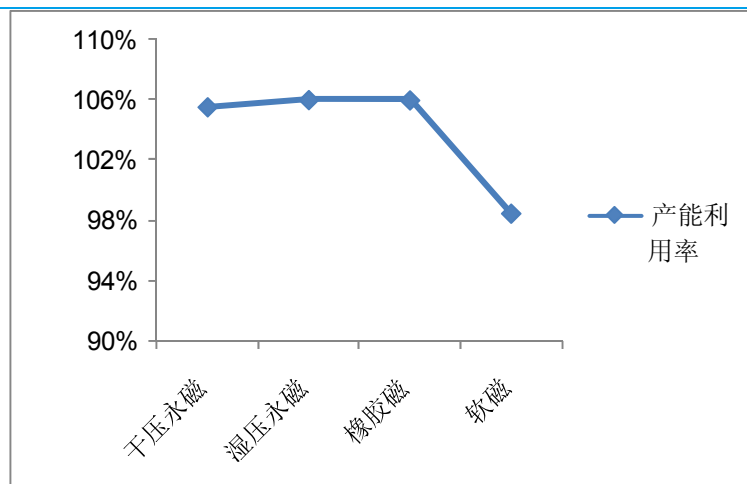
- 公司计划通过募投项目，大幅增加高性能永磁铁氧体材料产能，改变目前中低档产品占主导的情况，实现产品结构优化升级，并缓解当前产能紧张的状况。
 - 随着汽车、计算机及办公设备、家用电器、电动工具等市场的飞速发展，高性能永磁铁氧体市场呈现供不应求的局面。同时，高性能永磁铁氧体产品性能稳定、附加值高，同等重量下售价为中低端永磁铁氧体的 2-3 倍，利润空间丰厚。
 - 公司高性能烧结永磁铁氧体将主要应用于汽车电机、家电、计算机和电动工具等高端产品系列，高性能粘结永磁铁氧体则是微型直流电机的关键材料部件，将应用于计算机硬件上散热直流电机和汽车室内用送风电机等，均具有高收益和高成长性。
 - 募投项目达产后，公司高性能干压永磁、湿压永磁和粘结铁氧体新增产能占总产能比重将分别达 56%、26%和 43%，大大提升了公司高端产品比例，并满足市场的巨大需求。

图表20：公司募投项目内容

序号	项目名称	项目总投资	项目建设期	达产期
1	年产15000吨高性能电机用永磁铁氧体磁瓦技改项目	26,338.05	1年	3年
2	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	8,800.21	1年	3年
3	年产3000吨环保、高性能粘结永磁铁氧体技改项目	4,225.30	1年	3年
4	磁性材料技术研发中心技术改造项目	2,000.00	6个月	-
合计		41,363.56	-	

来源：公司招股书，国金证券研究所

图表21: 2010 年公司产能利用情况



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

- 随着高端产品的推出, 公司毛利率呈现上升趋势, 未来高性能产品比重的大幅提升将有助于公司保持较高的毛利率水平。
- 公司 08-10 年毛利率持续上升, 分别为 24.65%、26.21%和 26.46%, 处于行业内前列水平。公司通过加大研发力度和技术革新, 不断推出毛利率较高的新产品, 并扩大笔记本电脑、LED 等高端应用领域的产品销售。
- 此外, 公司 6,000 吨湿法预烧料生产线将于 2011 年 5 月完工, 是公司产业链延伸至上游, 可满足湿压永磁铁氧体 30%左右的原材料需求, 将降低原材料成本。

图表22: 公司毛利率水平处于行业前列

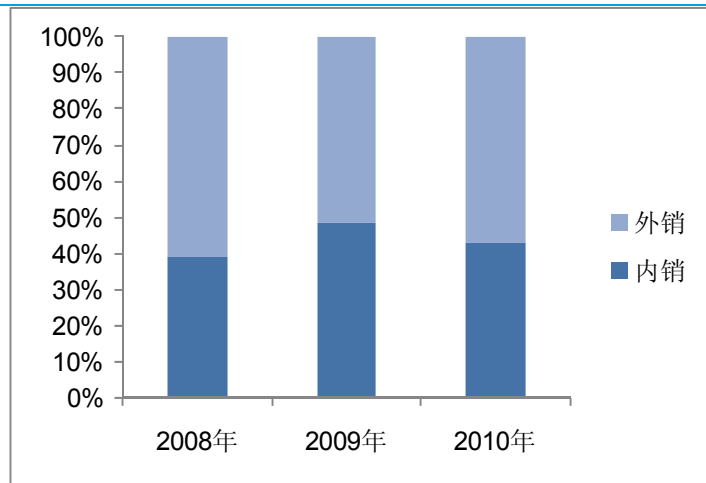
公司名称	业务	毛利率		
		2008年	2009年	2010年
江粉磁材	永磁铁氧体	27.81%	26.67%	25.28%
	软磁铁氧体	21.66%	25.03%	29.21%
横店东磁	永磁铁氧体	31.13%	30.78%	29.24%
	软磁铁氧体	26.80%	28.84%	31.35%
天通股份	软磁铁氧体	6.61%	-0.06%	27.86%
风华高科	软磁铁氧体	22.33%	21.76%	27.57%
中科三环	钕铁硼永磁	23.73%	23.81%	25.52%
宁波韵升	钕铁硼永磁	26.46%	31.24%	27.24%
太原刚玉	钕铁硼永磁	8.77%	15.99%	15.03%
正海磁材	钕铁硼永磁	28.17%	34.15%	27.82%

来源: 国金证券研究所整理

依托丰富客户资源, 力争打造全球最大电机用永磁铁氧体制造商

- 公司目标以磁性材料为基础, 以电子信息、汽车产业的快速发展为依托, 逐步把公司建设成行业领先、全球最大的电机用永磁铁氧体制造商和具备强大生产、研发能力的现代化高科技产业公司。
- 一方面, 公司在产品结构上逐步由中低档产品占主导地位转向中高档产品占主导的发展模式; 另一方面, 公司 08-09 年外销收入占比达 57.12%、51.44%和 60.82%, 出口地包括港台、日本、韩国、欧洲、美国等, 未来将保持国内、亚太、欧美三大市场并驾齐驱的均衡发展模式。

图表23：公司产品内外销情况



来源：公司招股书，国金证券研究所整理

- 铁氧体材料行业面向规模化大型工业制造商，对产品品质和稳定性较高，定制化程度高。公司作为国内较早专注于磁性材料生产经营的资深企业，与国际知名电机厂商合作时间比国内同行至少领先 10 年以上，拥有巨大的客户群和稳定的客户结构，为公司未来发展提供了强力的保证。
- 公司目前拥有 1,000 多家客户，其中前五大客户销售占比稳定在 20% 左右。凭借国内领先的磁材产品，公司在永磁铁氧体市场与德昌电机集团、日本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，已经成为光宝集团、台达电子等国际知名电子器件制造企业的长期供货商。
- 随着公司高性能永磁铁氧体产品的投产，公司将进一步加大对日本、欧美市场的开发，目前已经开始供货占据日本汽车电机零件市场 60% 以上份额的阿斯莫公司，同时与新客户如德国博泽集团、比亚迪等建立合作关系，并已进入小批量供货阶段。

盈利预测与估值

盈利预测假设

- 市场占有率方面：我们认为公司的规模优势将使其获得高于行业平均的增长，市场占有率将提升，预计公司未来三年收入复合增长达 30%。
- 产品价格方面：随着产品结构调整，中高端产品占比大幅提升，预计公司产品价格将保持一定上涨。
- 毛利率方面：1、依照之前变化趋势，预计原材料价格小幅波动、制造费用有所上升；2、产品结构优化调整使产品价格出现一定上涨；3、新增产能单位产出的折旧费用将增加。
- 费用率和所得税率方面：公司管理费用率将随规模优势显现而小幅下滑，销售费用率保持稳定，财务费用主要为募集资金的利息收入；企业所得税按高新技术企业所得税率 15% 征收。

图表24：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2010	2011E	2012E	2013E
烧结永磁铁氧体				
销售收入（百万元）	390.17	535.91	736.08	943.61
增长率（YOY）	37.35%	37.35%	37.35%	28.19%
毛利率	24.49%	24.05%	24.40%	24.75%
占总销售额比重	50.72%	54.17%	57.00%	55.68%
粘结永磁铁氧体				
销售收入（百万元）	46.06	56.55	69.42	89.70
增长率（YOY）	43.15%	22.77%	22.77%	29.21%
毛利率	31.91%	30.95%	30.37%	29.99%
占总销售额比重	5.99%	5.72%	5.38%	5.29%
锰锌软磁铁氧体				
销售收入（百万元）	270.52	345.17	440.42	614.15
增长率（YOY）	85.12%	27.59%	27.59%	39.45%
毛利率	29.84%	27.73%	26.78%	27.10%
占总销售额比重	35.17%	34.89%	34.11%	36.24%
镍锌软磁铁氧体				
销售收入（百万元）	18.14	16.16	14.39	14.00
增长率（YOY）	-10.95%	-10.95%	-10.95%	-2.69%
毛利率	19.78%	18.65%	18.12%	17.99%
占总销售额比重	2.36%	1.63%	1.11%	0.83%
其他产品				
销售收入（百万元）	37.20	28.55	24.22	26.38
增长率（YOY）	87.02%	-23.26%	-15.16%	8.93%
毛利率	19.29%	20.55%	21.36%	20.40%
占总销售额比重	4.84%	2.89%	1.88%	1.56%
其他业务				
销售收入（百万元）	7.15	7.05	6.77	6.99
增长率（YOY）	16.65%	-1.39%	-3.88%	3.18%
毛利率	25.27%	25.00%	24.50%	24.00%
占总销售额比重	0.93%	0.71%	0.52%	0.41%
销售总收入（百万元）	769.24	989.37	1291.29	1694.83
销售总成本（百万元）	565.68	736.63	963.24	1258.38
毛利（百万元）	203.56	252.74	328.05	436.44
平均毛利率	26.46%	25.55%	25.40%	25.75%

来源：国金证券研究所整理

公司净利润三年复合增长 33.6%，12 年 EPS 为 1.251 元

- 我们预计 2011-2013 年公司将分别实现营业收入 989.37、1291.29 和 1694.83 百万元，同比增长 28.60%、30.50%和 31.30%，综合毛利率分别为 25.5%、25.4%和 25.8%。
- 预计 2011-2013 年公司将实现净利润 108.31、144.84 和 196.91 百万元，同比增长 33.18%、33.72%和 35.95%。按发行后的总股本计算，对应的 EPS 分别为 0.341、0.456 和 0.620 元。

估值

- 目标价 10.94 元，12 年 24 倍 PE。参考国内同类公司的估值水平，给予 12 年 24 倍市盈率，对应 10.94 元的目标价。

图表25：国内同类公司的估值水平和盈利能力

证券代码	证券名称	收盘价 2011/7/8	EPS			PE			毛利率%	ROE	总股本 百万股
			2011	2012	2013	2011	2012	2013			
002056.SZ	横店东磁	27.6600	1.223	1.988	2.695	23	14	10	24.50	1.93	425.90
600330.SH	天通股份	13.1200	0.170	0.238	0.330	77	55	40	25.48	1.38	588.82
002057.SZ	中钢天源	20.1800	0.160	0.350	0.730	126	58	28	11.23	1.37	84.00
000636.SZ	风华高科	10.6900	0.294	0.407	0.475	36	26	22	24.42	1.04	670.97
000969.SZ	安泰科技	21.0000	0.415	0.544	0.702	51	39	30	16.53	1.42	858.89
000970.SZ	中科三环	23.9000	0.485	0.585	0.673	49	41	35	25.19	2.07	507.60
600366.SH	宁波韵升	16.9000	0.512	0.757	1.014	33	22	17	27.24	2.54	514.50
300224.SZ	正海磁材	25.6900	0.868	1.167	1.597	30	22	16	27.82	11.98	160.00
300127.SZ	银河磁体	18.5300	0.505	0.775	0.985	37	24	19	29.06	1.61	161.57
平均			0.515	0.757	1.022	51	33	24			
002600.SZ	江粉磁材		0.341	0.456	0.620				26.46		317.80

来源：iFinD，国金证券研究所整理

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，外销收入占主营业务收入的比例分别为 57.12%、51.44%和 60.82%。未来人民币短期大幅升值将会给公司的经营业绩带来一定的影响。

原材料风险

- 公司原材料采购成本占产品生产成本约为 40%，09 年下半年至 2010 年的大宗商品价格上涨，曾带动公司主要原材料预烧料、铁红、三氧化二锰价格、氧化锌有所上涨，未来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。

行业波动风险

- 磁性材料广泛应用于汽车、通讯、计算机及办公设备、家电、消费类电子等产品的制造，磁性材料行业的发展受国际、国内市场上述下游产业波动的影响较大。因此公司主要产品的生产和销售与上述下游产业的发展景气状况密切相关，公司主营业务存在一定的由下游产业波动引致的行业波动风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	552	509	769	989	1,291	1,695
增长率		-7.9%	51.2%	28.6%	30.5%	31.3%
主营业务成本	-416	-375	-566	-737	-963	-1,258
% 销售收入	75.3%	73.8%	73.5%	74.5%	74.6%	74.2%
毛利	136	133	204	253	328	436
% 销售收入	24.7%	26.2%	26.5%	25.5%	25.4%	25.8%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-5	-6	-8
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-18	-17	-35	-49	-67	-88
% 销售收入	3.2%	3.4%	4.5%	5.0%	5.2%	5.2%
管理费用	-39	-35	-45	-62	-84	-110
% 销售收入	7.0%	7.0%	5.9%	6.3%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	77	78	120	136	171	230
% 销售收入	14.0%	15.3%	15.6%	13.7%	13.2%	13.6%
财务费用	-11	-9	-12	3	10	12
% 销售收入	2.0%	1.8%	1.6%	-0.3%	-0.8%	-0.7%
资产减值损失	-8	-3	-5	-2	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	10	7	17	5	5	5
% 税前利润	14.4%	9.6%	13.7%	3.5%	2.7%	2.0%
营业利润	68	73	120	142	185	246
营业利润率	12.3%	14.4%	15.6%	14.3%	14.3%	14.5%
营业外收支	1	2	2	2	2	2
税前利润	69	75	122	144	187	248
利润率	12.5%	14.7%	15.9%	14.5%	14.5%	14.6%
所得税	-4	-10	-16	-22	-28	-37
所得税率	5.7%	13.1%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	65	65	106	122	159	211
少数股东损益	13	13	25	14	14	14
归属于母公司的净利润	52	52	81	108	145	197
净利率	9.4%	10.2%	10.6%	10.9%	11.2%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	65	65	106	122	159	211
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	26	23	28	39	56	72
非经营收益	-1	3	-7	-1	-5	-5
营运资金变动	-82	-26	-21	-19	-53	-77
经营活动现金净流	8	65	106	141	157	201
资本开支	-80	-55	-157	-310	-37	-8
投资	4	1	0	-1	0	0
其他	3	7	4	5	5	5
投资活动现金净流	-74	-48	-153	-306	-32	-3
股权募资	143	8	122	636	-10	0
债权募资	63	-23	-38	-65	0	1
其他	-16	-7	-25	-4	-43	-43
筹资活动现金净流	189	-22	59	566	-54	-42
现金净流量	124	-6	12	401	71	155

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	144	138	150	551	622	777
应收款项	147	145	202	226	295	387
存货	124	112	143	172	224	293
其他流动资产	57	19	27	39	50	65
流动资产	472	414	521	987	1,191	1,522
% 总资产	64.4%	53.9%	52.2%	56.8%	61.9%	69.3%
长期投资	58	61	79	80	79	79
固定资产	184	249	355	626	609	546
% 总资产	25.1%	32.5%	35.6%	36.0%	31.6%	24.8%
无形资产	15	41	40	43	45	47
非流动资产	261	354	477	750	734	673
% 总资产	35.6%	46.1%	47.8%	43.2%	38.1%	30.7%
资产总计	733	768	998	1,737	1,925	2,195
短期借款	146	103	65	0	0	0
应付款项	141	124	162	202	266	348
其他流动负债	13	19	35	83	100	118
流动负债	300	247	263	285	366	466
长期贷款	12	32	31	31	31	32
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	311	279	294	316	397	498
普通股股东权益	386	437	627	1,330	1,424	1,579
少数股东权益	36	53	77	91	105	119
负债股东权益合计	733	768	998	1,737	1,925	2,195

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.274	0.272	0.341	0.341	0.456	0.620
每股净资产	2.030	2.295	2.633	4.186	4.480	4.969
每股经营现金净流	0.044	0.340	0.444	0.444	0.493	0.632
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	13.50%	11.83%	12.96%	8.14%	10.17%	12.47%
总资产收益率	7.11%	6.73%	8.15%	6.23%	7.52%	8.97%
投入资本收益率	12.55%	10.80%	13.02%	7.96%	9.30%	11.29%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	-7.88%	51.20%	28.62%	30.52%	31.25%
EBIT增长率	N/A	0.64%	54.68%	13.29%	25.38%	34.70%
净利润增长率	N/A	-0.89%	57.38%	33.18%	33.72%	35.95%
总资产增长率	N/A	4.72%	29.92%	74.14%	10.82%	14.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.4	96.2	76.8	76.0	76.0	76.0
存货周转天数	54.5	114.9	82.3	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	35.3	75.6	52.6	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	115.8	127.8	134.3	119.9	163.2	117.3
偿债能力						
净负债/股东权益	3.22%	-0.64%	-7.56%	-36.57%	-38.64%	-43.88%
EBIT利息保障倍数	7.0	8.6	9.9	-45.8	-17.1	-18.7
资产负债率	42.46%	36.29%	29.45%	18.21%	20.62%	22.67%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;

目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;

询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;

持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;

卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室