

受益于产品售价上涨

——中期业绩预增 45% - 65% 点评

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

30.00 元

期限:

6 个月 上次预测:

现价(2011 年 07 月 11 日): 26.64 元

报告日期:

2011-07-12

报告关键点:

- 公司预告中期业绩同比增长 45%-65%，折合每股收益 0.49 元—0.56 元。
- 公司主营高端钕铁硼磁材，市场需求旺盛，成本转嫁能力强。
- 上调盈利预测，给予“增持—A”评级，目标价 30 元。

报告摘要:

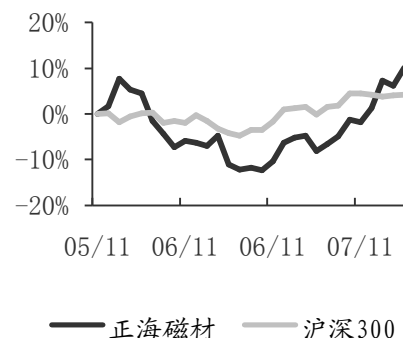
- 公司预告中期业绩同比增长 45%-65%，归属于母公司的净利润为 7885.7 万元—8973.4 万元，折合每股收益为 0.49 元—0.56 元。公司中期盈利增幅超出我们此前预期 15% 以上。公司中期业绩较大幅度增长的主要原因是主导产品高端钕铁硼价格出现较大幅度上涨，公司营业收入大幅增长，毛利润相应提高。
- 今年以来，作为钕铁硼主要原材料的稀土金属钕价格出现大幅上涨，涨幅达到 400% 以上，其它的添加元素金属镨、钕也都大幅上涨，而钕铁硼价格一度滞涨，经营面临巨大的成本压力。这是因为在以往稀土价格短期不出现剧烈波动的情况下，钕铁硼行业普遍的定价模式是每季度根据原材料波动与下游用户商议调价。目前，由于稀土价格涨幅巨大，钕铁硼行业难以承受成本压力，遂改变定价模式，根据稀土价格变化及时调价，钕铁硼价格也跟随稀土大幅上涨。
- 更为关键的是定价模式的改变印证了我们此前对于稀土下游行业尤其是钕铁硼行业可以转嫁成本压力的判断。稀土“用量少但必不可少”的特点，决定了其在下游终端产品中的成本占比较小（根据我们的测算，普遍在 10% 以下），但稀土元素光电磁方面的优异性能决定了其难以被有效替代，需求前景广阔。
- 而公司的产品主要是高性能钕铁硼磁材，市场前景广阔。高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源及节能环保领域，包括：风力发电、节能电梯、节能空调、新能源汽车等。公司是国内最大的风电用钕铁硼永磁材料供应商，是金风科技的最大供应商，占其采购量的 90% 左右。2009 年，公司在风力发电行业的市场份额达到 83.61%，占据绝对主导地位。在高端电梯领域，三菱电梯份额最大，目前公司是三菱电梯的最大供应商。2009 年，公司在节能电梯行业的市场份额为 23.83%。
- 公司目前订单充足，募投项目将产能增长 60%，未来 2-3 年公司保持较快增长，鉴于公司产品可以转嫁稀土价格上涨的成本压力，我们适当调高公司 2011-2013 年盈利预测，EPS 分别为 0.99 元、1.27 元、1.71 元，比上期分别上调了 0.18 元、0.18 元和 0.23 元。给予公司“增持—A”的投资评级，目标价 30 元。
- 风险提示：（1）市场竞争加剧，原材料成本上升，毛利率下降；（2）公司对风力发电和电梯行业客户依赖程度较高，风电需求低于预期。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	391.0	671.1	1,166.7	1,560.7	2,196.1
Growth(%)	80.7%	71.7%	73.9%	33.8%	40.7%
净利润	63.6	105.3	158.4	203.9	273.7
Growth(%)	306.0%	65.5%	50.4%	28.7%	34.2%
毛利率(%)	34.4%	27.8%	25.4%	24.5%	23.4%
净利润率(%)	16.3%	15.7%	13.6%	13.1%	12.5%
每股收益(元)	0.40	0.66	0.99	1.27	1.71
每股净资产(元)	1.11	1.77	2.99	3.76	4.78
市盈率	67.0	40.5	26.9	20.9	15.6
市净率	24.1	15.1	8.9	7.1	5.6
净资产收益率(%)	35.9%	37.3%	33.1%	33.9%	35.8%
ROIC(%)	33.2%	62.8%	83.1%	35.4%	37.0%
EV/EBITDA	28.2	20.7	20.2	15.7	11.3
股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.4%	1.9%

总市值(百万元)	4,262.40
流通市值(百万元)	852.48
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	32.00
12 个月最低/最高	20.50/26.99 元
十大流通股股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.61	16.74	(7.48)
绝对收益	18.72	10.13	10.13

衡昆

010-66581658
执业证书编号

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

报告联系人

叶鑫

021-68765363

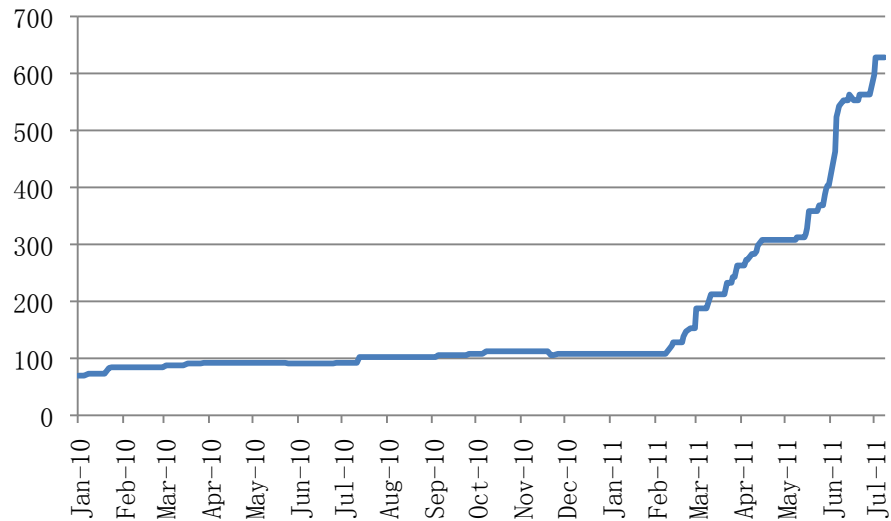
yexin@essence.com.cn

前期研究成果

正海磁材：稀土磁材技术领先者

2011-05-18

图 1 钕铁硼价格大幅上涨（元/公斤）



公司主导产品钕铁硼价格大幅上涨

数据来源：亚洲金属网，安信证券研究中心

表 1: 钕铁硼下游产品成本转嫁能力测试

	产品	单价（元/台）	单位使用量（kg）	钕铁硼价格	钕铁硼上涨 100 元/公斤		
					成本占比	成本增加	占比
稀土终端产品成本影响	硬盘	180	0.005	600	1.67%	0.5	0.28%
	变频空调	3500	0.25	600	4.29%	25	0.71%
	汽车	200000	3	600	0.90%	300	0.15%
	2MW 直驱永磁	7500000	1200	600	9.60%	120000	1.60%
	风力发电机						

数据来源：亚洲金属网，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

2011-7-11

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	391.0	671.1	1,166.7	1,560.7	2,196.1	成长性					
减: 营业成本	256.5	484.4	870.1	1,179.1	1,682.2	营业收入增长率	80.7%	71.7%	73.9%	33.8%	40.7%
营业税费	0.5	1.8	3.2	4.2	5.9	营业利润增长率	448.0%	38.0%	54.0%	28.5%	34.2%
销售费用	5.9	8.9	16.5	22.0	31.0	净利润增长率	306.0%	65.5%	50.4%	28.7%	34.2%
管理费用	33.8	46.8	87.5	112.4	158.1	EBITDA 增长率	167.2%	32.3%	44.0%	29.9%	29.2%
财务费用	7.0	8.6	3.8	4.7	-1.2	EBIT 增长率	289.7%	36.8%	46.7%	28.4%	31.2%
资产减值损失	0.2	0.4	0.6	0.5	0.8	NOPLAT 增长率	187.9%	61.2%	41.9%	28.6%	31.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-14.6%	7.1%	201.9%	25.5%	-16.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	53.5%	59.5%	69.4%	25.6%	27.3%
营业利润	87.1	120.2	185.1	237.9	319.3	利润率					
加: 营业外净收支	-13.5	2.3	1.3	2.0	2.7	毛利率	34.4%	27.8%	25.4%	24.5%	23.4%
利润总额	73.6	122.5	186.4	239.9	322.0	营业利润率	22.3%	17.9%	15.9%	15.2%	14.5%
减: 所得税	10.0	17.1	28.0	36.0	48.3	净利润率	16.3%	15.7%	13.6%	13.1%	12.5%
净利润	63.6	105.3	158.4	203.9	273.7	EBITDA/营业收入	29.0%	22.4%	18.5%	18.0%	16.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	24.1%	19.2%	16.2%	15.5%	14.5%
货币资金	135.6	168.0	94.0	124.9	334.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	209	125	115	138	122
应收账款	41.9	83.1	142.7	190.9	268.6	流动营业资本周转天数	-41	-37	-20	-26	-44
应收票据	33.6	173.3	287.7	384.8	541.5	流动资产周转天数	175	247	238	243	251
预付账款	8.5	18.0	18.8	20.0	21.7	应收账款周转天数	32	34	35	39	38
存货	61.8	196.7	357.6	484.6	691.3	存货周转天数	48	69	86	97	96
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	398	385	378	422	406
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	181	101	121	153	111
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	35.9%	37.3%	33.1%	33.9%	35.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.3%	11.5%	10.3%	9.6%	9.7%
固定资产	219.4	247.6	500.9	698.8	794.2	ROIC	33.2%	62.8%	83.1%	35.4%	37.0%
在建工程	5.8	0.9	98.9	188.3	153.1	费用率					
无形资产	10.6	29.3	27.4	25.7	24.1	销售费用率	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	0.1	0.1	5.4	5.4	5.4	管理费用率	8.6%	7.0%	7.5%	7.2%	7.2%
资产总额	517.2	916.9	1,533.4	2,123.4	2,834.2	财务费用率	1.8%	1.3%	0.3%	0.3%	-0.1%
短期债务	80.0	50.0	79.3	136.2	10.0	三费/营业收入	11.9%	9.6%	9.2%	8.9%	8.6%
应付账款	40.9	106.4	193.1	261.7	373.3	偿债能力					
应付票据	117.7	317.2	476.8	646.1	921.8	资产负债率	65.7%	69.2%	68.8%	71.7%	73.0%
其他流动负债	41.4	130.7	282.7	485.6	771.1	负债权益比	191.9%	224.6%	220.4%	253.4%	270.5%
长期借款	60.0	30.0	30.0	-	-	流动比率	1.00	1.06	0.88	0.79	0.90
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.78	0.73	0.53	0.47	0.56
负债总额	340.0	634.4	1,054.9	1,522.6	2,069.2	利息保障倍数	13.37	15.02	49.48	52.01	-266.50
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	120.0	120.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	-	-	0.30	0.38	0.51
留存收益	57.2	162.5	318.5	440.8	605.1	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	177.2	282.5	478.5	600.8	765.1	股息收益率	0.0%	0.0%	1.1%	1.4%	1.9%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	63.6	105.3	158.4	203.9	273.7	EPS(元)	0.40	0.66	0.99	1.27	1.71
加: 折旧和摊销	20.4	22.9	27.2	38.2	44.6	BVPS(元)	1.11	1.77	2.99	3.76	4.78
资产减值准备	0.2	0.4	0.6	0.5	0.8	PE(X)	67.0	40.5	26.9	20.9	15.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	24.1	15.1	8.9	7.1	5.6
财务费用	7.7	7.8	9.2	3.8	4.7	P/FCF	37.1	131.6	-20.8	52.7	15.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	10.9	6.4	3.7	2.7	1.9
少数股东损益	-0.0	-	-	-	-	EV/EBITDA	28.2	20.7	20.2	15.7	11.3
营运资金的变动	64.0	35.2	61.6	166.8	229.2	CAGR(%)	47.4%	37.5%		-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	170.1	173.2	251.6	414.0	547.1	PEG	1.4	1.1		-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-28.2	-69.8	-381.6	-323.9	-103.2	ROIC/WACC	3.4	6.4	8.4	3.6	3.8
融资活动产生现金流量	-29.0	-69.7	78.9	-38.9	-207.1	REP	5.2	2.5	0.9	1.7	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034