

正海磁材 (300224.sz)

产品结构逐步优化, 钕铁硼价格趋稳确保市场份额

肖征 分析师

电话: 0755-82534784

eMail: xz7@gf.com.cn

执业编号: S0260511010008

积极调整产品结构, 降低单一市场依赖风险

正海磁材对风电设备的依赖度占总营业收入的 60%-70%, 而且过度依赖金风科技。公司目前正努力调整产品结构和客户结构, 降低对风电的依赖程度, 努力拓展新客户。未来稀土永磁产品在节能空调、节能电梯、EPS 及新能源汽车等领域的需求将持续增长。

原材料供给充足, 短期产能偏紧, 中期产能增长较快

目前公司主要从包钢稀土的子公司和分离厂购买原料, 未来重稀土的资源整合影响也较小, 整体来说公司在原料供应方面没有任何问题。市场需求较为旺盛, 短期产能会维持偏紧状况。预计短期行业年产能增速为 25-30%。

定价策略特性化, 锁定长期合同毛利率

公司根据不同的配方不同的客户制定特性化的价格策略, 不同步于市场的钕铁硼价格, 能够有效地锁定产品毛利率, 规避风险。

稀土价格维持稳定或降低有利于市场份额拓展

目前钕铁硼价格上涨过快导致下游越来越倾向于对于使用铁氧体取代钕铁硼, 不利于钕铁硼稳步的扩展市场份额。未来稀土价格预计能稳中有降, 有效缓解铁氧体取代风险, 有利于行业发展。

盈利预测与估值

预计公司 2011 年-2013 年 EPS 分别为 1.02、1.11、1.31 元, 考虑到市场对钕铁硼的采购逐步减少, 暂时给予公司“持有”评级。

风险提示

- 1、稀土价格大幅波动给公司盈利能力带来的风险。
- 2、钕铁硼价格持续高涨促使市场使用铁氧体取代钕铁硼的风险。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	390.96	671.08	1297.55	1488.17	1768.01
增长率(%)	80.71%	71.65%	93.35%	14.69%	18.80%
EBITDA(百万元)	114.75	152.04	159.83	178.19	206.77
净利润(百万元)	63.64	105.35	121.85	132.75	156.67
增长率(%)	305.95%	65.54%	15.67%	8.95%	18.02%
每股收益(元)	0.53	0.88	1.02	1.11	1.31
市盈率	0.00	0.00	32.15	29.51	25.01
市净率	0.00	0.00	9.69	7.29	5.65
EV/EBITDA	0.04	-0.58	21.57	18.43	14.78

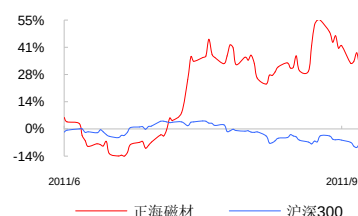
数据来源:烟台正海磁性材料股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	33.50 元
合理价值	无
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.03	44.71	
沪深 300	-1.68	-6.80	-5.99

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

160/40

主要股东:

正海集团有限公司

主要股东持股比例 68.87%

流通 A 股比例 25.00%

财务比率

ROE	37.29%
ROA	14.69%
资产负债率	69.19%

2010 年报数据

目录索引

一、主要业务和股权结构.....	3
二、市场需求情况分析.....	3
产品结构仍然需要调整	3
单一客户风险正在克服	4
风电行业进入平台期，未来增长速度放缓影响公司供货量	4
节能空调的需求量在增加，但是未来需要防范铁氧体取代的风险	4
节能电梯需求量稳定增长.....	5
EPS 和新能源汽车市场增长平稳.....	5
出口市场中期可以期待	5
三、市场供给情况分析.....	5
原材料供应充足，但目前产能依旧偏紧	5
行业产能增长 25%-30%.....	5
公司发展方向	6
供需分析.....	6
四、价格机制.....	6
价格形成机制	6
风电锁定长期合同，其他基本随行就市	6
金风科技合同即将到期，新签合同价格将提升	7
稀土价格的回调有利于保证钕铁硼稳定拓展市场	7
原材料存货保持低库存，有效避免资产减值的风险	7
五、盈利预测与估值.....	7
六、风险提示.....	7

图表索引

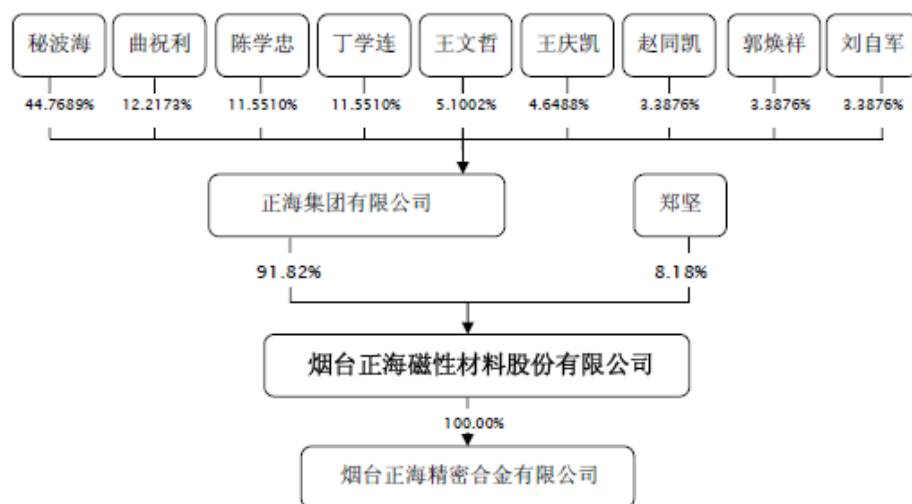
图1：正海磁材的股权结构.....	3
-------------------	---

一、主要业务和股权结构

烟台正海磁性材料股份有限公司成立于2000年4月6日，于2011年5月31日上市。该公司自成立以来一直专注于高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产、销售和服务。高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源和节能环保领域，主要目标市场包括风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车、EPS以及传统的VCM、手机和其他消费类电子产品等。

公司目前总股本1亿6千万股，实际控制人为秘波海。

图1：正海磁材的股权结构



数据来源：招股说明书

二、市场需求情况分析

产品结构仍然需要调整

在上市之前的08年-10年，正海磁材对风电设备和节能电梯两块市场依赖度分别是70.42%、91.36%和88.02%，其中风电设备又远远高于其他任何市场，达到60%-70%。过于单一的市场依赖，为公司的稳定增长能力带来了风险。风电行业十二五期间获得的国家支持肯定会减少，增速肯定会放缓，因此及时的调整产品结构是公司目前面临的重要课题。未来理想的产品结构是风电、节能电梯、节能空调、新能源汽车和EPS各占20%的比例。

目前公司的产品供应结构中，风电设备需求占到50%，节能电梯15-20%，节能空调15%，汽车（主要是EPS）5-10%，新能源汽车暂时还未放量，其他电机类10%。目前的结构已经有所改善，但是距离理想目标还有较大的差距，未来仍然需要继续调整。

单一客户风险正在克服

近几年来，金风科技一直是正海磁材的第一大客户。公司正在谋求改善这种情况，以降低营业风险。公司预计今年金风科技贡献的收入占比40%，恢复到08年的水平，相比09年和10年的71.47%和67.03%有较大幅度的降低。

风电行业进入平台期，未来增长速度放缓影响公司供货量

风电使用的电机，每1.5MW用1吨钕铁硼，近几年来一直以来是钕铁硼永磁材料最重要的应用领域。风电在十一五期间受益于国家政策的大力支持，维持了高速增长，也带动了钕铁硼的需求快速增长。风电中直驱风机性能较好，运行稳定性和后期维护成本相比于传统的双馈风机都有明显优势。目前直驱风机在风机市场中占比仅有30%，未来还有较大的增长空间。但是目前风电的跑马圈地基本告一段落，十二五期间预计政府支持力度会明显减弱，对于钕铁硼永磁材料的需求将放缓。从金风科技的11年的半年报来看，风电业务收入同比负增长，湘电也基本无增长，未来钕铁硼在风电市场需求增长遇到了一定的障碍。

随着目前钕铁硼价格过快增长，目前钕铁硼的价格占到直驱风机的10%，有部分风机企业开始从直驱风机转向双馈风机，从而对直驱风机抢占风机市场造成了不利影响，对于钕铁硼永磁材料而言是极为不利的。

正海磁材上半年钕铁硼收入约为2.3亿，虽然同比略有增加，但是出货量却减少了，收入的增长主要还是受益于钕铁硼价格的增长。

节能空调的需求量在增加，但是未来需要防范铁氧体取代的风险

公司对于变频空调的需求非常期待，也比较有自信，认为将是公司未来的增长核心。目前公司是格力钕铁硼永磁材料的最大供应商，格力也是正海磁材在变频空调领域的最大采购客户，约占公司今年收入占比的15%左右。

目前国家对普通空调的节能惠民补贴已经结束。但是由于变频空调节能环保的特性，国务院有文件明确提出将在合适的时机推出对变频式压缩机的补贴。政策支持将促进变频压缩机的放量。今年各个空调企业都在大打变频牌，变频机的出货量占比已经达到20%左右，市场上预计明年占比可能翻倍达到40%。

从成本角度讲，钕铁硼占空调的总成本的5%，虽然仍然处于一个较低的水平，但是随着钕铁硼价格的暴涨，目前市场上对于使用铁氧体取代钕铁硼有较高的诉求。目前格力已经研发出在高性能变频空调上使用铁氧体作为永磁材料的技术，该消息预计将在11年年报上作首次披露。虽然使用铁氧体仅能节省成本100元，对于变频空调2500元左右的价格影响不大，但是鉴于未来各大空调企业都会重点发展变频空调市场，成本优势对于抢占市场和维持竞争优势非常重要，格力对于铁氧体替代工艺非常重视，未来估计不会大规模提高钕铁硼采购量。

美的是另一个国内重要的变频空调压缩机的生产商，不过公司目前尚未进入美的的变频空调领域。由于美的的生产线较老，没有采用钕铁硼，随着目前钕铁硼价格高涨，美的可能会放缓钕铁硼压缩机生产线的建设。当然未来如果美的进入钕铁硼压缩机行业，正海磁材也有能力和较大的机会成为美的重要供货商。

节能电梯需求量稳定增长

节能电梯未来的市场需求量主要包括三个方面：一是新增需求量；二是旧电梯的更换量；三是节能改造量。目前在节能电梯市场，公司产品只供应上海三菱。由于每部电梯仅使用6kg的钕铁硼材料，占电梯成本较小，因而电梯企业对钕铁硼涨价不敏感。毛利率基本保持稳定，成本向下转移的能力比较强。目前节能电梯产业进入一个稳定增长期，每年的增长率维持在20%-25%的水平，公司对这一部分业务的拓展暂时没有特别明确的计划和投入，未来增长较为平稳。

EPS和新能源汽车市场增长平稳

新能源汽车使用的电机是未来钕铁硼的重要应用领域，但是目前锂电行业仍处于瓶颈期，所以新能源汽车市场尚未得到开拓，但是从长期来看，未来钕铁硼价格趋稳，锂电池汽车放量之后，这块市场非常可观。

EPS方面预计将稳步增长，不具备爆发力。

出口市场中期可以期待

随着国内对于稀土配额制度的逐步收紧，国际市场从中国获得稀土原料越来越困难。但是作为高新技术产品，钕铁硼的出口不仅不被限制，而且能够获得国家支持的。但是目前由于尚有两个关键性的专利处于专利保护期，阻碍了公司出口的业务。随着2014年专利的到期，凭借中国丰富的稀土资源，低价的人工成本，以及不逊于国外同类产品的高性能，公司能够迅速打开国际市场，带来新的利润增长点。

三、市场供给情况分析

原材料供应充足，但目前产能依旧偏紧

公司认为，目前钕铁硼原料价格高企一方面是国家控制稀土产能造成的，另一方面中间供货商大量囤积炒作也是一个非常重要的原因。目前公司主要从包钢稀土的子公司和分离厂购买原料，对于公司这种以生产产品为目的的原材料供应不成问题。因为重稀土使用量只占到产品的2%-5%，而且只有高端材料使用，所以未来重稀土的资源整合影响也较小。整体来说公司在原料供应方面没有任何问题。

但是由于市场需求较为旺盛，公司从09年到现在的产能利用率都非常饱和，而且目前的产能依旧偏紧，短时间来看市场对高性能的钕铁硼永磁材料的需求还会持续保持旺盛状态，产能会维持偏紧状况。

行业产能增长25%-30%

公司10年产能3300吨，今年将新增200吨的产能。三期项目新增800吨明年年中达产。IPO募投项目2000吨新增产能要到2014年才能达产，这主要是因为厂房等基础设施

的建设都要在新的厂址重新建设，所需要的时间较长。另外，利用超募资金建设的2000吨产能预计2015年达产，届时公司总产能将达到8300吨。

中科三环目前产能12000吨，定向增发项目达产后，产能将达到18000吨。宁波韵升目前尚无明确融资计划，每年自有资金建设产能，预计每年增长20%。银河磁材目前产能680吨，募投项目计划新增产能700吨。

公司发展方向

公司的战略规划是专注于主业。公司认为没有能力控制上游资源供给，因此不会向上整合；向下整合也不在公司考虑范围之内，毕竟隔行跨越有难度；横向扩张也不考虑，主要是由于兼并之后改造成本较大。尤其是公司专注于高性能产品的生产，兼并后需要改造生产线、设备到货周期长、安装调试、二次改造等，总的升级改造时间太长。

公司希望坚持高品质高性能产品路线。目前公司有一半的管理费用是用于新产品研发，所以未来保持高品质路线能够得到保证，从而确保自己的利润率高于同行。

供需分析

单纯从量的角度分析公司产品的供需情况，今年供应相对偏紧，明年上半年仍将供不应求的局面，而下半年将相对持平，供给略超需求。如果加入价格的因素，在钕铁硼价格出现较大幅度上涨，风机方面可能引发双馈风机对直驱风机的进一步替代，变频空调方面铁氧体取代也将进一步深化，将可能出现供给相对过剩的状态。

四、价格机制

价格形成机制

公司定价策略特性化，不同步于市场的钕铁硼价格，根据不同的配方不同的客户制定特性化的价格策略。定价原则总体上是成本加成，能够有效地锁定产品毛利率，规避风险。由于合同的签订时间一般为3-8个月，因此产品价格的调整往往存在时滞，变化没有稀土价格变化及时。目前价格仍然没有下调，新合同正处于谈判阶段，订单需求略有下跌。

风电锁定长期合同，其他基本随行就市

公司对客户签订合同分为随行就市型和预付款型。不同的形式对稀土价格存在不同的弹性。

(1) 随行就市型。成本加成，当原材料价格变化超过5%时，及时调整合同价格。

(2) 预付款型。同样是成本加成，但客户提前支付预付款30%，公司进行采购，按固定毛利率锁定3-8个月的原材料风险，但如果合同期限超过该覆盖范围，公司毛利率存在变化的可能。稀土价格大幅下降，公司毛利率将提升，反之毛利率会下降。

目前战略合作伙伴，如金风科技，都是签长单，周期在一年左右。目前公司原料的

预付款的大部分都是来自于金风科技。

金风科技合同即将到期，新签合同价格将提升

公司与金风科技当前执行的合同是在稀土最近一轮价格暴涨之前签订的，该合同即将到期，新合同将采用新价格，预计价格将显著高于现行合同价格，但是由于风电行业不景气，其毛利率会明显低于节能电梯和变频空调压缩机产品的毛利率。

稀土价格的回调有利于保证钕铁硼稳定拓展市场

目前稀土价格涨的过快，贸易商手中渠道库存占比较高。目前价格变动过大，所以，公司现在也倾向于签订预付款模式的，有利于锁定价格，周期一到两个月完成。未来稀土价格如果能够稳定，不再过快上涨，下游空调企业、动力汽车和风电设备中，钕铁硼被铁氧体取代的风险也较小，从长远而言，有利于产业的良性发展。目前预计稀土价格下半年会略微回调，长期来看随着国外对本国稀土资源的开发，稀土价格不存在继续暴涨的动力。

原材料存货保持低库存，有效避免资产减值的风险

原材料存货是决定企业价值和毛利率弹性的一个重要指标。在稀土不同的价格变化趋势下，钕铁硼板块标的选择的重要逻辑之一是看原材料存货水平。公司对于原材料存货的指导思想是满足公司正常经营，相较于其他企业，公司稀土存货较低。

五、盈利预测与估值

综合起来看，格力对钕铁硼的采购比例将逐步减少，在风电对应的钕铁硼采购也在下降的背景下，假设2012年公司风机对产品需求零增长、节能电梯增长20%、电动汽车与EPS设备增长15%、变频空调增长50%、其他电机类增长10%。那么预计12年的出货量增速将降为约13%，而稀土价格再次大幅提升的概率不大，假设稀土价格-10%-10%范围内波动，2012年收入增速范围为2%-25%。

给予“持有”评级。

六、风险提示

- 1、稀土价格大幅波动给公司盈利能力带来的风险。
- 2、钕铁硼价格持续高涨促使市场使用铁氧体取代钕铁硼的风险。

资产负债表

单位：百万元

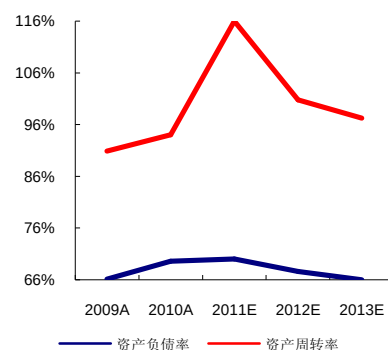
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	281	639	1,058	1,370	1,752
货币资金	136	168	500	664	892
应收及预付	84	274	348	440	533
存货	62	197	210	266	326
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	236	278	272	268	263
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	219	248	228	208	188
在建工程	6	1	11	21	31
无形资产	11	29	33	39	44
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	517	917	1,330	1,638	2,015
流动负债	280	604	896	1,071	1,291
短期借款	80	50	0	0	0
应付及预收	200	554	896	1,071	1,291
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	60	30	30	30	30
长期借款	60	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	340	634	926	1,101	1,321
股本	120	120	120	120	120
资本公积	35	35	35	35	35
留存收益	22	127	249	382	538
归属母公司股东权益	177	282	404	537	694
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	517	917	1,330	1,638	2,015

利润表

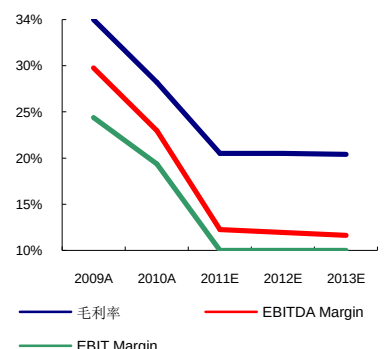
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	391	671	1298	1488	1768
营业成本	256	484	1034	1186	1410
营业税金及附加	0	2	5	5	6
销售费用	6	9	17	20	23
管理费用	34	47	110	126	150
财务费用	7	9	0	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	87	120	131	151	179
营业外收入	2	2	10	3	3
营业外支出	15	0	0	0	0
利润总额	74	122	141	154	182
所得税	10	17	19	21	25
净利润	64	105	122	133	157
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	105	122	133	157
EBITDA	115	152	160	178	207
EPS (元)	0.53	0.88	1.02	1.11	1.31

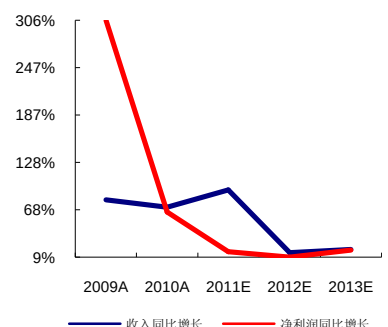
资产负债率趋势



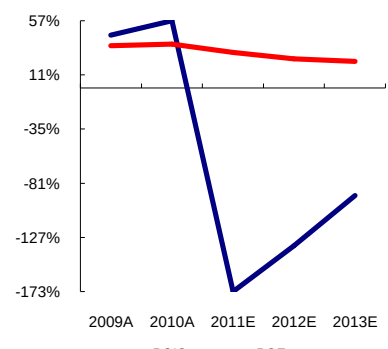
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

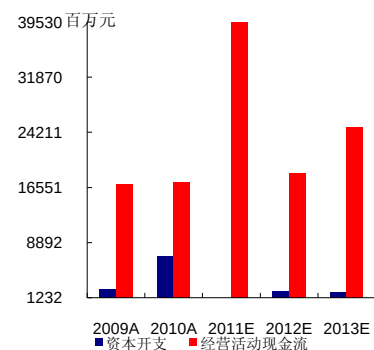
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	170	173	395	185	249
净利润	64	105	122	133	157
折旧摊销	20	23	28	28	29
营运资金变动	64	35	254	28	66
其它	22	10	-9	-3	-3
投资活动现金流	-28	-70	-12	-21	-21
资本支出	-24	-70	-12	-21	-21
投资变动	-4	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-29	-71	-51	0	0
银行借款	140	70	-50	0	0
债券融资	-120	-130	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-49	-11	-1	0	0
现金净增加额	113	32	332	164	228
期初现金余额	23	136	168	500	664
期末现金余额	136	168	500	664	892

主要财务比率

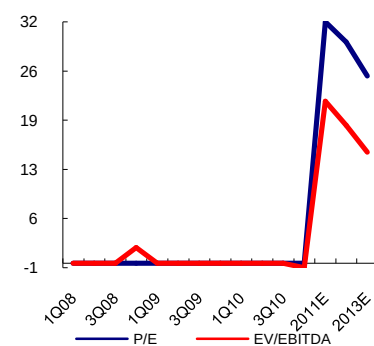
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	80.7%	71.7%	93.4%	14.7%	18.8%
营业利润	448.0%	38.0%	9.2%	15.1%	18.3%
归属于母公司净利润	306.0%	65.5%	15.7%	9.0%	18.0%
获利能力					
毛利率	34.4%	27.8%	20.3%	20.3%	20.2%
净利率	16.3%	15.7%	9.4%	8.9%	8.9%
ROE	35.9%	37.3%	30.1%	24.7%	22.6%
ROIC	44.9%	57.1%	-172.6%	-133.6%	-91.0%
偿债能力					
资产负债率	65.7%	69.2%	69.6%	67.2%	65.6%
净负债比率	2.5%	-31.1%	-116.3%	-118.1%	-124.3%
流动比率	1.00	1.06	1.18	1.28	1.36
速动比率	0.75	0.70	0.91	0.99	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.94	1.15	1.00	0.97
应收账款周转率	11.53	10.77	12.50	11.56	11.57
存货周转率	4.92	3.75	4.94	4.46	4.33
每股指标 (元)					
每股收益	0.53	0.88	1.02	1.11	1.31
每股经营现金流	1.42	1.44	3.29	1.54	2.07
每股净资产	1.48	2.35	3.37	4.48	5.78
估值比率					
P/E	0.0	0.0	32.2	29.5	25.0
P/B	0.0	0.0	9.7	7.3	5.6
EV/EBITDA	0.0	-0.6	21.6	18.4	14.8

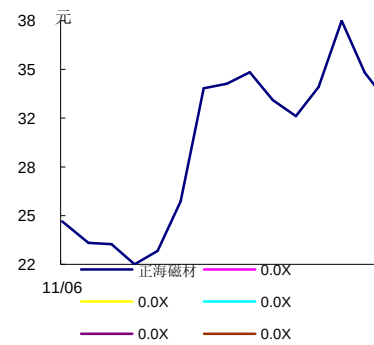
资本支出与经营活动现金流



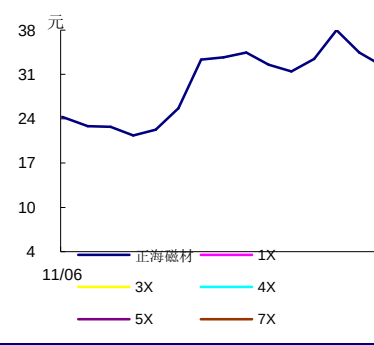
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发有色行业研究小组

肖征，分析师，北京工商大学经济学硕士，四年有色金属行业工作经历，三年证券从业经历，历任五矿实达期货研发部金属研究员、平安证券研究所有色金属行业研究员，2009 年进入广发证券发展研究中心。

张晓泉，研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zxq8@gf.com.cn，0755-23942150。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。