



上市公司公告点评

证券研究报告

电子—钕铁硼

买入 首次

正海磁材 (300224)

2011 年 9 月 28 日

Q3 盈利环比大幅增长，业绩超预期

电子行业核心分析师：邱春城
SAC 执业证书编号：S0850208110575
qiucc@htsec.com
021-23219413

2011 年 9 月 27 收盘价：33.09 元。未来 6 个月目标价位：39.59 元

联系人：张孝达
zhangxd@htsec.com
021-23219697

投资要点

2011 年 9 月 27 日，正海磁材公布了 2011 年度前三季度业绩预告。报告显示正海磁材前三季度盈利 16267.6 万元-19692.4 万元，比上年同期增长 90%-130%；第三季度盈利 7463.1 万元-10887.9 万元，比上年同期增长 139%-249%，环比增长 43.40%-109.20%。

公司短、长期的成长逻辑清晰：短期内，钕铁硼定价模式是成本加固定的利润率，公司营业收入随着稀土价格上涨而上涨，且有 2-6 个月的滞后效应，三季度盈利实现了较大幅度的环比上涨，公司业绩还没有充分反映出钕铁硼价格上涨的影响，股价也未到其合理的价格中枢；长期来看，公司显著受益于我国稀土整合，钕铁硼环节产能将逐步向有优势的国内大企业集中。

我们预测 2011~2012 年 EPS 至 1.58 元和 2.28 元。按照 2011 年 9 月 27 日 33.09 元的收盘价计算，对应 2011 年和 2012 年动态 PE 分别为 21x、14x。我们给予公司“买入”评级，设定目标价为 39.59 元，对应 2011 年动态 PE 为 25x。

同时，由于钕铁硼行业同质性较强，我们继续维持对中科三环和宁波韵升的推荐。

风险因素：稀土价格波动；下游需求萎缩造成公司相关销售量的缩减。

事件。2011 年 9 月 27 日，正海磁材公布了 2011 年度前三季度业绩预告。报告显示正海磁材前三季度盈利 16267.6 万元-19692.4 万元，比上年同期增长 90% - 130%；第三季度盈利 7463.1 万元-10887.9 万元，比上年同期增长 139% - 249%，环比增长 43.40%-109.20%。

点评。

受益于钕铁硼涨价，3 季度业绩超预期。根据前三季度业绩预告，公司第三季度盈利 7463.1 万元-10887.9 万元，同比增长 139%-249%，环比增长 43.40%-109.20%。这样，前三季度 EPS 达到 1.02 元-1.23 元，第三季度单季 EPS 也达到 0.47-0.68 元。钕铁硼行业存在较大的同质性，收入确认滞后于稀土价格，正海磁材大概在 2-6 个月，我们认为涨价效应是公司业绩同、环比大幅增长的最主要因素。

产品结构将不断改善，毛利率还有提升空间。与中科三环、宁波韵升等其他钕铁硼厂商不同，公司下游主要以风机厂商为主，2010 年风机在公司营收中的占比达到 70%左右（其中金风科技 67.03%，湘电股份 4.51%），近一年公司产品结构一直在调整，我们推测风机在公司营收中的占比有所下降，达到 50%左右，其中仅金风科技占 40%左右。金风科技参股的钕铁硼厂商江西金立也将逐步加入到对金风科技的钕铁硼供应，预计公司对金风的供应占比将不断下降，这对公司在某种程度上而言是有利的，因为金风科技一直是公司战略性大客户，公司势必要满足其订单需求，但其毛利率也低于一般的小客户，因此公司也希望降低风机占比，优化其下游结构。除风机外，2011 年以来电梯和空调收入占比上升很快，我们预期其比例分别达到 17%和 15%左右。由于钕铁硼生产通用性较强，公司产品结构调整主要是一个客户开拓的过程。随着结构调整公司毛利率有进一步提升的空间。

另外，公司产品定位高端：风机是钕铁硼下游行业较为高端的应用，除此之外公司在下游领域中的客户均是行业内有影响力的企业，比如电梯下游客户是上海三菱，家电是格力。公司对下游客户有一定的选择权，因此会首先考虑价格敏感度低的客户。因此公司毛利率也高于同业公司。

下游需求较为刚性，新兴产业值得期待。钕铁硼下游比较分散，有 VCM、消费电子类的传统需求，也有风机、节能电梯、变频空调、新能源汽车、EPS 等新兴应用。由于钕铁硼在磁性、体积等方面的优势，大部分应用是刚性的，包括 VCM、节能电梯、汽车、EPS 等，且永磁体在其成本中的占比也较小。

风机和家电可能会有一定压力，但不宜高估。其中钕铁硼在风机成本中的占比较高，但采用钕铁硼的直驱风机性能要优于双馈式风机，双馈型风机后续维护成本高（如果未来发展海上风电维护成本将更高），并网也有一定问题，因此直驱式风机是未来风机的主流方向。家电（主要是变频空调）价格承受能力有限，钕铁硼在变频空调中的成本只是 100 元左右，即使替代成铁氧体也只有几十元的成本下降空间，而最近变频空调涨价幅度在 300 左右，完全可以覆盖钕铁硼的上涨。

另外，混合动力汽车及新能源汽车一旦起量，那么对钕铁硼又是一个大的刚性的需求。

日本专利到期后，出口比例将上升。公司目前出口占比较小，上半年出口额为 8000 万，这点与中科三环和宁波韵升也有较大差异，主要是公司没有购买日本专利、受制于专利所致。且由于专利在日、美生效，公司出口主要集中在欧洲。2014 年专利到期后，预计公司出口会有较大发展。

供应上集中度提升，这是行业发展的长期逻辑。上游稀土行业的整合，带动了钕铁硼环节的被动整合，产业集中度有提升的趋势，原因如下：（1）稀土整合后，国外下游企业拿不到稀土及初级产品，需求还在，但是供应缩减，造成向国内大企业拿货，而且国内有部分大企业有专利方面的优势，也对大企业拿订单有利；（2）国内小公司被洗牌：随着稀土价格上涨，对周转资金的要求越来越高，一些小公司无法承担这个成本，就退出了，有些精明的小企业在稀土涨价的过程中囤积稀土，在稀土原料高涨后就卖掉再也不做实业，或者就赖掉订单，等于压缩了供应，这样的情况比较普遍；（3）大公司在成本转嫁及资金周转方面有优势，因此下游客户从稳定供应源的角度也愿意和大公司合作。总体而言，产能有往国内大公司集中的趋势。

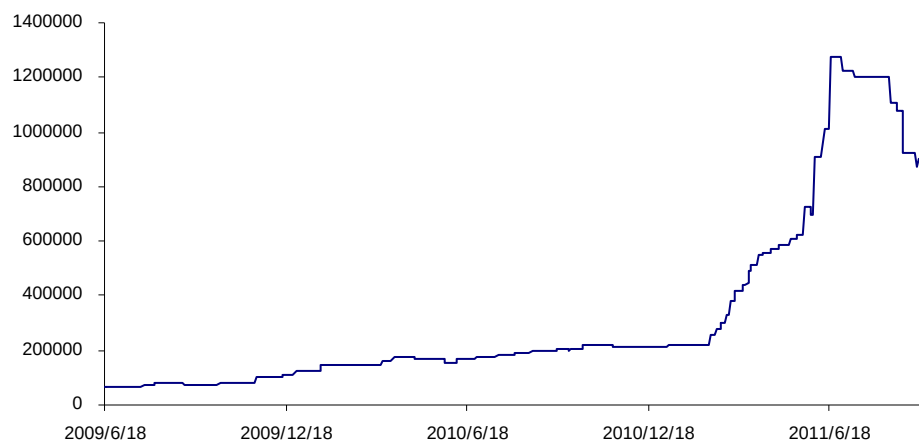
包钢稀土收储，稀土价格止跌回升，钕铁硼也将同步反映。

我们之前提过，钕铁硼是一个中间行业，其价格的上涨只是搭上了稀土价格上涨的顺风车，未来价格走势基本上与稀土价格是重合的。因此，我们认为最为关键的是国家对于稀土的战略定位，而最近包钢稀土收储行为就是国家意志的反映。在包钢稀土收储影响下，氧化镨、氧化钕、氧化镨钕、氧化镱等金属止跌回升。

稀土及钕铁硼在短时间内的暴涨一定程度上打乱了下游的预期，在中间商的库存扰动去化之后，稀土价格相对稳定能正常反映供求关系，那么下游也将逐步接受当前的钕铁硼价格现实，需求也将有序地释放出来。

总体而言，下游需求的萎缩有限，我们认为供给方面的减少是矛盾的主要方面，是主导未来钕铁硼价格的关键因素。

图 1 氧化镨钕价格走势（元/吨）



资料来源：彭博资讯，海通证券研究所

盈利预测与投资评级。

我们预测 2011~2012 年 EPS 至 1.58 元和 2.28 元。按照 2011 年 9 月 27 日 33.09 元的收盘价计算，对应 2011 年和 2012 年动态 PE 分别为 21×、14×。

钕铁硼最为波澜壮阔的涨价潮可能已经结束了，但公司股价还未到达其合理的价格中枢，还有一定上涨空间；在到达合理的价格中枢后，将取决于产能、稀土价格波动等因素。

长期来看，公司显著受益于我国稀土整合，钕铁硼环节产能将逐步向有优势的国内大企业集中，公司成长逻辑清晰明确，我们给予公司“买入”评级，设定目标价为 39.59 元，对应 2011 年动态 PE 为 25×。

同时，由于钕铁硼行业同质性较强，我们继续维持对中科三环和宁波韵升的推荐。

风险提示。

稀土价格波动；下游需求萎缩造成公司相关销售量的缩减。

表 1 正海磁材利润预测(万元)

	2008	2009	2010	2010H1	2011H1	2011	2012
营业收入	21634	39096	67108	30452	48641	127989	175743
营收增长率(%)		80.71	71.65		59.73	90.72	37.31
减: 营业成本	15448	25649	48437	20898	34122	88889	120296
毛利	6186	13446	18672	9554	14519	39101	55447
毛利率(%)	28.60	34.39	27.82	31.37	29.85	30.55	31.55
营业税金及附加	4	49	184	92	176	384	527
销售费用	477	592	889	360	644	1472	1898
销售费用占比(%)	2.21	1.51	1.32	1.18	1.32	1.15	1.08
管理费用	3027	3376	4684	2215	4251	9023	12038
管理费用占比(%)	13.99	8.63	6.98	7.28	8.74	7.05	6.85
财务费用	826	704	857	494	88	400	500
资产减值损失	263	17	41	90	76	-900	-1100
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	1589	8709	12017	6303	9283	28722	41583
加: 营业外收入	6	181	241	51	913	1100	1400
减: 营业外支出	6	1531	14	5	6	15	20
利润总额	1589	7359	12245	6349	10190	29807	42963
减: 所得税	-39	996	1711	911	1386	4471	6444
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者净利润	1628	6363	10535	5438	8804	25336	36519
摊薄每股收益(元)	0.10	0.40	0.66	0.34	0.55	1.58	2.28
股本(万股)				16000			

资料来源: 上市公司公告, 海通证券研究所预测

信息披露

分析师声明

邱春城：电子行业核心分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：三安光电、士兰微、国星光电、莱宝高科、欧菲光、正海磁材、法拉电子、横店东磁、生益科技、超声电子等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。