

产品结构优化，产能快速提升

——正海磁材(300224)调研简报

核心观点

调研结论：公司近几年产能稳步提升，IPO项目将于2014专利限制解除后陆续达产，以适应未来走出去的公司战略，推动公司成为世界级稀土永磁材料生产商。

投资要点：

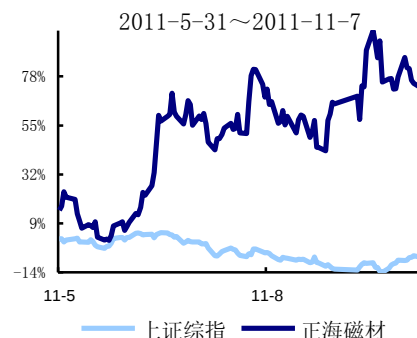
产能稳步提升。公司近几年产能稳步提升 2009-2010 年的新增产能分别达到 900 吨，1200 吨。2011 年公司新增产能 200 吨，明年公司扩产计划三期 800 吨产能将在二季度达产。另外，公司 IPO 募投项目 2000 吨产能将在 2013 年三季度投产，2014 年中期达产；届时总产能将达到 6300 吨，在产能规模上超过宁波韵升，成为国内第二大稀土永磁厂商。产能的大幅提升将使公司有足够的产能空间投入 VCM 等精细加工的小规格稀土永磁材料领域，在 2014 年专利限制解除后全面进入国际市场，迅速占据有利的竞争地位。

四季度订单减少。四季度为稀土永磁产品的销售淡季，同时由于今年四季度稀土价格进入下行通道，下游客户仍处于观望状态，订单量相对三季度会有所减少。但公司的产品多以定制为主，今年产品的产销率仍将保持在 95% 以上。

产品结构优化，汽车用磁材占比快速提升。今年公司的产品销售结构中，风电设备占比已由年初的 70% 降至 50%，节能电梯提升至 17-18%，节能空调升至 20%，而汽车用磁材则升至 5-10%，成为公司业务的新亮点。目前公司的产品结构已经有所改善，但是距离理想目标还有一定差距，未来仍然需要继续调整。公司新能源汽车用磁材技术已经成熟，并在行业内处于领先地位，目前正在等待下游市场打开，预计将在两年时间内放量。另外，公司电子用磁材占比较小，主要是受制于海外专利限制和加工能力。2014 年以后，随着公司加工技术改造项目达产，以及海外专利限制解除，公司将进入 VCM 等电子用磁材领域。

毛坯生产占优势，加工能力待提升。公司进入行业较早，在电机用大规格磁材方面具有技术优势。但由于公司产品主要以电机用磁材为主，磁体规格较大，且公司在传统的电子用磁材领域业务较少，因而精细加工投入少，加工能力不如中科三环和宁波韵升等公司。然而随着募投项目生产线改造（2013 年）完成，公司的加工能力将有大幅提升。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	16000.00
流通A股(万股)	4000.00
52周内股价区间(元)	20.5-42.85
总市值(亿元)	58.19
总资产(亿元)	9.17
每股净资产(元)	2.35
目标价	6个月
	12个月

相关报告

1.《国都证券-公司研究-新股研究-正海磁材(300224):国内领先的高端钕铁硼永磁材料厂商》 2011-05-16

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	671	1143	1535	1893
同比增速(%)	71.65%	70.38%	34.25%	23.31%
归属母公司净利润(百万)	106	218	285	385
同比增速(%)	65.54%	106.72%	30.90%	35.05%
EPS(元)	0.88	1.36	1.78	2.41
P/E	26.6	26.7	20.4	15.1

研究员：肖世俊

电话：010- 84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

联系人：袁放

电话：010- 84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

盈利预测及投资评级。预计公司 2011-2013 年营收、净利润 CAGR 各为 28.66%、32.50%，对应 EPS 分别为 1.36 元、1.78 元和 2.41 元，动态 PE 分别为 27 倍、20 倍和 15 倍；首次给予短期_推荐，长期_A 评级。

风险提示：募投项目进展慢于预期；明年订单情况不理想；稀土价格波动幅度过大。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	638.99	1195.68	2068.41	1759.32	营业收入	671.08	1143.40	1535.03	1892.80
现金	168.00	983.10	1395.63	1357.64	营业成本	484.37	793.18	1081.61	1298.00
应收账款	82.96	93.58	167.64	152.49	营业税金及附加	1.84	1.58	2.75	3.74
其它应收款	0.11	0.74	0.33	0.85	营业费用	8.89	16.22	21.06	26.41
预付账款	17.96	16.50	35.88	28.75	管理费用	46.84	89.27	113.49	143.85
存货	196.68	101.75	362.33	205.12	财务费用	8.57	-1.78	-14.81	-19.44
其他	173.29	0.00	106.61	14.47	资产减值损失	0.41	0.63	0.87	1.06
非流动资产	277.87	569.61	729.52	850.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	247.57	521.12	670.35	783.11	营业利润	120.17	244.30	330.07	439.18
无形资产	29.29	45.07	54.78	63.33	营业外收入	2.41	1.43	1.88	1.91
其他	1.01	3.43	4.40	4.41	营业外支出	0.14	5.17	6.87	4.06
资产总计	916.86	1765.30	2797.94	2610.17	利润总额	122.45	240.56	325.08	437.03
流动负债	604.37	238.62	977.46	408.17	所得税	17.11	20.08	38.85	49.92
短期借款	50.00	83.33	71.11	68.15	净利润	105.35	220.48	286.23	387.11
应付账款	106.27	49.79	207.74	101.88	少数股东损益	0.00	2.71	1.16	2.11
其他	448.09	105.49	698.61	238.14	归属母公司净利润	105.35	217.77	285.07	385.00
非流动负债	30.00	52.20	59.77	54.18	EBITDA	144.85	276.60	359.33	480.56
长期借款	30.00	52.20	59.77	54.18	EPS (摊薄)	0.88	1.36	1.78	2.41
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率				
负债合计	634.37	290.82	1037.23	462.35	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0.00	2.71	3.87	5.99	成长能力				
归属母公司股东权益	282.50	1471.77	1756.83	2141.83	营业收入	71.65%	70.38%	34.25%	23.31%
负债和股东权益	916.86	1765.30	2797.94	2610.17	营业利润	37.99%	103.29%	35.10%	33.06%
现金流量表					归属于母公司净利润	65.54%	106.72%	30.90%	35.05%
单位: 百万元					获利能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	毛利率	27.82%	30.63%	29.54%	31.42%
经营活动现金流	165.88	113.80	624.07	152.40	净利率	15.70%	19.28%	18.65%	20.45%
净利润	105.35	220.48	286.23	387.11	ROE	37.29%	14.95%	16.26%	18.02%
折旧摊销	22.89	48.91	66.87	83.13	ROIC	28.95%	12.88%	13.51%	15.40%
财务费用	8.57	-1.78	-14.81	-19.44	偿债能力				
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	69.19%	16.47%	37.07%	17.71%
营运资金变动	29.13	-153.71	285.70	-298.37	净负债比率	12.61%	51.09%	14.37%	31.08%
其它	-0.06	-0.09	0.08	-0.02	流动比率	1.06	5.01	2.12	4.31
投资活动现金流	-64.92	-340.56	-226.86	-204.43	速动比率	0.73	4.58	1.75	3.81
资本支出	42.03	291.65	159.99	121.30	营运能力				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.94	0.85	0.67	0.70
其他	-22.89	-48.91	-66.87	-83.13	应收账款周转率	10.77	12.95	11.75	11.83
筹资活动现金流	-68.57	1041.86	15.32	14.04	应付账款周转率	6.59	10.16	8.40	8.38
短期借款	-30.00	33.33	-12.22	-2.96	每股指标 (元)				
长期借款	-30.00	22.20	7.58	-5.59	每股收益 (最新摊薄)	0.88	1.36	1.78	2.41
其他	-8.57	986.33	19.97	22.59	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	32.38	815.10	412.53	-37.99	每股净资产 (最新摊薄)	2.35	9.22	11.00	13.42
重要财务指标					估值比率				
单位: 百万元					P/E	26.58	26.72	20.41	15.11
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	P/B	9.91	3.95	3.31	2.72
营业收入	671.08	1143.40	1535.03	1892.80	EV/EBITDA	18.72	18.03	12.74	9.60
同比(%)	71.65%	70.38%	34.25%	23.31%	永续增长率	3.00%		WACC	10.18%
归属母公司净利润	105.35	217.77	285.07	385.00	终值	162.53		Ke	10.60%
同比(%)	65.54%	106.72%	30.90%	35.05%	企业价值	373.98		Kd	6.56%
毛利率(%)	27.82%	30.63%	29.54%	31.42%	非核心资产价值	983.10		t	8.35%
ROE(%)	37.29%	14.95%	16.26%	18.02%	债务价值	148.58		Rf	4.00%
每股收益(元)	0.88	1.36	1.78	2.41	股权价值	1205.79		Rm	10.00%
P/E	26.58	26.72	20.41	15.11	股本	160.00		Rm-Rf	6.00%
P/B	9.91	3.95	3.31	2.72	每股价值	7.54		Beta	1.10
EV/EBITDA	18.72	18.03	12.74	9.60					

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产		吴昊	交通运输	wuhao@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com