

产能释放及刚性需求提升增速

买入首次

目标价格：35.70 元

投资要点：

- 📖 募投项目即将投产，解决产能瓶颈问题
- 📖 高毛利产品迅速增长，优化公司的产品结构
- 📖 公司拥有充裕的现金流，保证多元化的发展

报告摘要：

- **募投项目即将投产，解决产能瓶颈问题。**公司原来拥有硬盘驱动用磁体产能 150 吨，汽车用磁体产能 45 吨，其利用率都达到 150%以上，达到产能极限，其他用磁体的产能利用率在 200%左右，产能问题成为制约公司盈利增长的主要瓶颈，特别是汽车用磁体和硬盘驱动用磁体等市场刚性需求产品的产能问题非常严重。公司募投项目将于 2012 年初投产，其中汽车用磁体增加产能 200 吨，硬盘用磁体增加产能 600 吨，总产能相当于 08 年产能的四倍，在很大程度上缓解了公司的产能瓶颈问题，保证公司盈利增长。
- **高毛利产品迅速增长，优化公司的产品结构。**公司占比最大的光盘用磁体毛利约为 26%，在产品结构中的比重逐渐下降。重点发展的硬盘用磁体毛利在 30%-35%，汽车用磁体毛利在 50%左右，这些高毛利产品随着募投项目投产将迅速增加，市场需求持续增长可逐步消化新增产能，产品结构逐步的向高毛利方向优化，盈利增长趋势确定。
- **公司拥有充裕的现金流，保证多元化的发展。**目前公司拥有超募资金约 5.1 亿元，尚未确定使用用途，公司的现金流非常充裕，成为公司高增长的保证。根据调研了解，公司将择机发展其上、下游产业，以及与其有关的纵横向产业。
- **盈利预测与估值。**根据我们的业绩估值模型，预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 元、1.19 元，按 1 月 6 日的公司收盘价为 23.01 元计算，对应的市盈率分别为 28.06 倍、21.91 倍、19.34 倍，按 2013 年 30 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 35.7 元，首次给予“买入”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	249.20	331.74	559.80	741.30	860
增长率(%)	15.03	33.12	68.75	32.42	16.01
净利润	40.62	53.70	132.94	170.81	192
增长率(%)	31.63	32.20	147.56	28.49	12.6
EPS-基本		0.42	0.82	1.05	1.19
PE		54.79	28.06	21.91	19.34

中小市值上市公司研究组

电子元器件行业

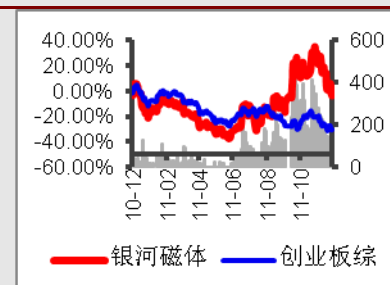
高级分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



公司重要数据

总股本(百万)	162
流通股本(百万)	41
BPS(2011年三季报)	6.07
EPS(2011年三季报)	0.68
净资产收益率	11.66%
1月6日股价(元)	23.01

数据来源：wind

*实习生岳苗对本文亦有贡献。

目录

一、公司基本情况	4
(一) 公司无控股股东及实际控制人	4
(二) 全球最大的粘结钕铁硼磁体生产厂家	4
(三) 公司拥有领先的技术优势	4
二、公司的主营业务	5
(一) 硬盘驱动器用磁体是公司未来业绩增长的亮点	5
(二) 汽车用系列磁体是公司优化产品结构的保证	6
三、公司经营业绩保持稳定增长	6
公司产品的盈利情况分析	6
1、公司主营业务分产品情况	6
2、公司主营业务分地区情况	7
三、粘结钕铁硼磁体行业发展	8
(一) 粘结钕铁硼磁技术的发展	8
(二) 粘结钕铁硼磁技术与烧结钕铁硼磁技术的比较	9
(三) 钕铁硼磁体行业前景展望	9
(四) 粘结钕铁硼磁体市场的现状和前景	10
(五) 粘结钕铁硼磁体刚性需求分析	10
1、新能源汽车领域	10
2、硬盘驱动领域	11
3、其他新兴领域	11
四、公司的竞争优势	11
五、行业的竞争格局	12
六、盈利预测与估值	13
(一) 营业收入预测	13
营业收入分产品分析	13
(二) 盈利预测	14
盈利预测表	14

插图

图 1: 超过 5% 股东与公司的关系	4
图 2: 公司主营业务分产品毛利率	7
图 3: 2010 年主营收入构成	7
图 4: 公司销售毛利率和销售净利率增长趋势	7
图 5: 2010 年公司产品分地区构成	8
图 6: 2010 年公司产品分地区毛利	8

表格

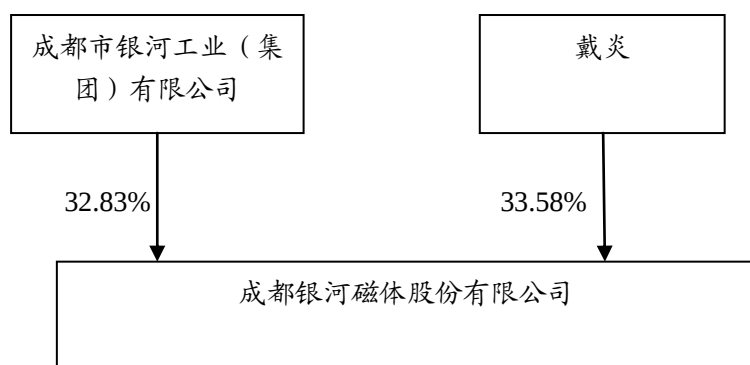
表 1: 公司与竞争对手之间硬盘钕铁硼体生产比较	5
表 2: 银河磁体收入分产品预测表	13
表 3: 利润预测表	14
表 4: 预测的资产负债表	15
表 5: 主要财务指标	16

一、公司基本情况

（一）公司无控股股东及实际控制人

公司的前几大股东分别为戴炎、银河集团、吴志坚、张燕、深圳吉富创投和何金洲，各股东持有公司的股份比例分别为 33.58%、32.83%、3.73%、3.73%、1.58%和 0.75%，公司无控股股东或者实际控制人，股东之间制衡关系能维持公司的经营稳定，持股超过 5% 以上的股东如下：

图 1：超过 5% 股东与公司的关系



资料来源：宏源证券 公司 2010 年报

（二）全球最大的粘结钕铁硼磁体生产厂家

公司是全球最大的**粘结钕铁硼磁体**生产企业，具有一定的行业领先优势，专业从事粘结钕铁硼磁体元件及部件的研发、设计、生产和销售，目前已经开发生产出满足各种国际、国内用户要求的**多达 5000 多个品种规格**的多批次个性化非标产品。经营范围包括：**制造、销售永磁合金元件及光机电高新技术服务**；经营本企业自产机电产品、成套设备及相关技术的出口业务和本企业生产、科研所需原料、仪器仪表、备品备件、零配件及技术进口业务与“三来一补”业务。主要产品包括：光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器主轴电机磁体、汽车微电机磁体、步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体零部件。

近年来，公司产品平均 90% 以上出口，销售给 NIDEC（日本电产）、SONY（索尼）、JVC、LG、PANASONIC（松下）、SAMSUNG（三星）、MOATECH CO.,LTD（韩国东马公司）等国际著名**微电机**生产商，广泛应用于信息技术、消费类电子、通信、家用电器、汽车、办公自动化设备等多种领域。

（三）公司拥有领先的技术优势

公司是国家高新技术企业，拥有生产粘结钕铁硼磁体的系列专有技术以及与之配套的完全国产化的装备体系，拥有发明专利 1 项，实用新型专利 2 项，正在申请的发明专利 1 项，多项非专利技术。其专有技术及设备体系涵盖了粘结钕铁硼磁体生产的**混料、成型**、

固化、研磨、涂层、注塑、充磁和检验等全部生产工序和关键质量控制点。

公司还根据自身长期的实践经验和技术积累，独立设计建造了洁净度指标、产品性价比较高的**整套硬盘驱动器磁体涂层生产线**。

二、公司的主营业务

公司主营业务主要包括光盘驱动器主轴电机磁体、硬盘驱动器主轴电机磁体、汽车微电机磁体、步进电机磁体以及各类永磁无刷直流电机转子组件等磁体零部件。公司目前的产品结构中光盘驱动器用磁体、家电和办公自动化用磁体等其它磁体占比超过 60%，为公司的传统优势产品，拥有**粘结钕铁硼磁体产能合计 790 吨**，其中**光盘驱动器主轴电机磁体 450 吨，硬盘驱动器主轴电机磁体 185 吨，汽车微电机磁体 45 吨，其他磁体 110 吨**。09 年公司总产量 856.74 吨，国内市场占有率 19%，全球市场占有率 13%。

（一）硬盘驱动器用磁体是公司未来业绩增长的亮点

硬盘驱动器用磁体是公司重点开发的产品，属**粘结钕铁硼磁体**的高端产品领域，具有高附加值。由于硬盘驱动器主轴电机处于密封环境下高速旋转，所有零部件要求非常精密，其制造难度主要表现在高精度成型、高洁净度控制和复合涂层难度大。为解决上述技术难题，公司建成了无尘净化生产车间，改造完成了保证产品尺寸公差的专用成型设备，开发了具有自主知识产权的**高清洁度自动电泳系统、自动喷涂系统和高洁净度包装物技术**，各项技术已正式应用于批量生产。公司研发的《**复合涂层的硬盘驱动器主轴电机部件及其复合涂覆方法**》已获国家发明专利，同时 PCT 国际申请已被受理。

随着硬盘的广泛运用，将需要进一步提升硬盘驱动器用磁体的精度和洁净度。因此，公司将重点加大对硬盘驱动器用磁体的开发力度，形成硬盘驱动器主轴电机用系列磁体，产品覆盖 3.5 寸、2.5 寸、1.8 寸、1.0 寸等系列硬盘驱动器的主轴电机用磁体。

目前全球硬盘驱动器用**粘结钕铁硼磁体**生产企业主要为**上海爱普生磁性器件有限公司、DAIDO ELECTRONICS Co.,LTD.（日本大同电子公司）和银河磁体**三家。前两家公司涉足硬盘驱动器用**粘结钕铁硼磁体**生产的时间较早、具有较大的领先优势。公司起步晚，但已在这一高端产品领域站稳了脚步，产品的质量达到了国际同类产品的较先进水平，在公司现有产品中，硬盘驱动器用磁体的销量占比已**超过 20%**。近几年硬盘驱动器用磁体产品的销量呈稳步上升态势。目前的客户订单水平已创历史新高，产品市场前景广阔。

表 1：公司与竞争对手之间硬盘钕铁硼体生产比较

比较项目	银河磁体	日本大同	上海爱普生
最大磁能积（BH）max（MGOe）	2 ~ 13	4 ~ 11	4 ~ 11
自动化程度	中	高	中
成本	低	高	中
知识产权和品牌	自主知识产权和国内品牌	自主知识产权和国外品牌	引进知识产权和国外品牌

资料来源：宏源证券 招股说明书

*磁能积，代表了磁铁在气隙空间所建立的磁能量密度，即气隙单位体积的静磁能量

（二）汽车用系列磁体是公司优化产品结构的保证

高性能汽车特别是混合动力汽车和纯电动汽车用粘结钕铁硼磁体为粘结钕铁硼磁体的新应用领域，其附加值高，制造技术难度较大，质量管理要求极其严格，属于粘结钕铁硼磁体的高端及新兴市场，生产厂家不仅需要过硬的技术，而且必须通过 TS/16949 质量认证，目前全球能够生产汽车用粘结钕铁硼磁体的厂家数量较少。

粘结钕铁硼磁体的高性能可以减轻汽车重量及相关部件的体积，从而使整个汽车达到节能降耗的目的。公司汽车用磁体已进入批量，随着汽车节能降耗要求的提高，为满足粘结钕铁硼磁体在汽车领域扩大的需要，公司将加大对汽车用系列磁体的开发投入，使产品覆盖汽车感应电机、控制电机、启动电机等多种应用领域。目前公司的汽车用磁体的毛利能够达到 50%，是公司毛利最高的产品，但是收入占比只有不到 8%，随着 2012 年公司高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目的达产，会大大提高公司汽车用磁体的产能，优化公司的产品结构，改善整体的盈利情况。

三、公司经营业绩保持稳定增长

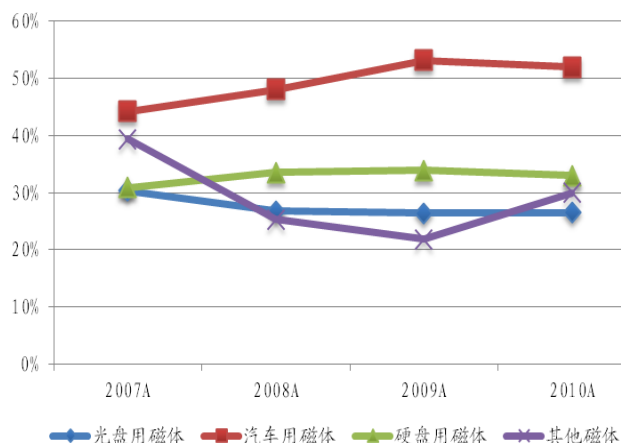
公司产品的盈利情况分析

1、公司主营业务分产品情况

公司的主营产品包括四大部分：光盘用磁体、汽车用磁体、硬盘用磁体和其他磁体。其中传统业务光盘用磁体约占公司主营比重由过去的 60% 逐渐降低到 2010 年底的 50%，目前公司重点发展的产品硬盘驱动器磁体和汽车用磁体的比重正在逐渐的增长，公司的产品结构逐渐的优化。预计公司的募投项目将于明年投产，募投增加的产能包括 600 吨的硬盘驱动器用磁体和近 200 吨的汽车用磁体，未来这两大产品的比重将继续上升，光盘等传统业务的比重继续减少，产品结构更符合市场需求，逐渐优化。

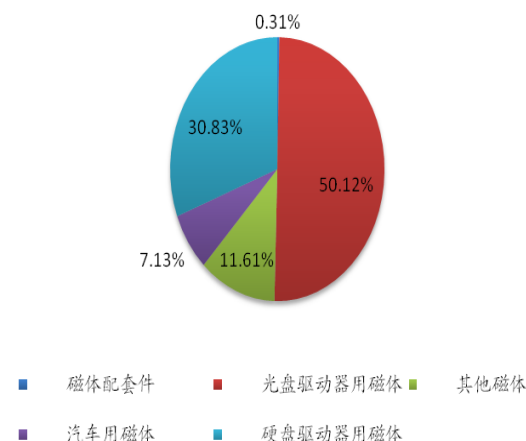
从主营业务的产品毛利情况来看，公司的传统产品光盘用磁体的毛利接近 30%，虽然呈现逐年下降的趋势，但下降的速度比较慢，盈利基本稳定；毛利最大的是粘结钕铁硼磁体应用的新领域——汽车用磁体，目前由于应用主要集中在纯电动和混合动力汽车的精密马达等高级部件，毛利维持的 50% 左右，极大的帮助公司改善产品的盈利状况；硬盘用磁体是公司未来重点投入的产品，随着监控视频存储市场等新兴应用市场的发展，硬盘市场刚性需求较大，有利于公司则未来一段时间内保持稳定的利润来源，该产品的毛利维持在 30% 以上。

图 2：公司主营业务分产品毛利率



资料来源：宏源证券 Wind

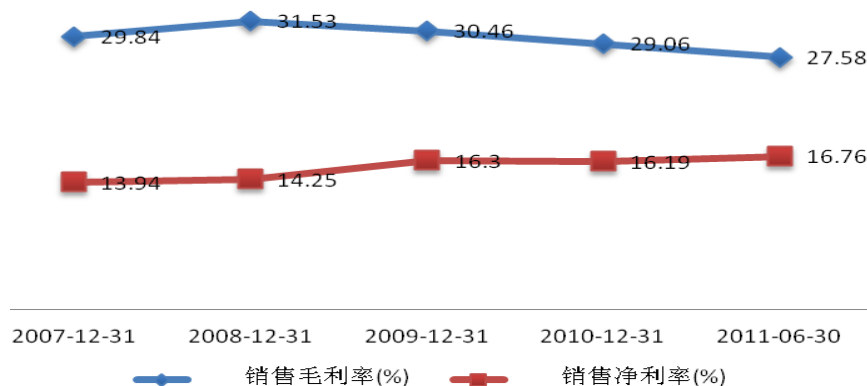
图 3：2010 年主营收入构成



资料来源：宏源证券 Wind

公司 2011 年 1-9 月实现营业收入 41228.27 万元，比去年同期增加 16383.27 万元，增幅为 65.94%；实现净利润 11033.74 万元，比去年同期增幅为 171.71%。其中，公司 2011 年第三季度销售收入和利润较去年同期有较大幅度增长，主要原因为：2011 年上半年稀土原材料价格大幅上升，公司相应对产品售价进行了调整；同时，公司加大研发投入和新产品的开发力度，不断拓宽粘结钕铁硼磁体的应用领域，新产品、新订单不断增加。

图 4：公司销售毛利率和销售净利率增长趋势



资料来源：宏源证券 wind

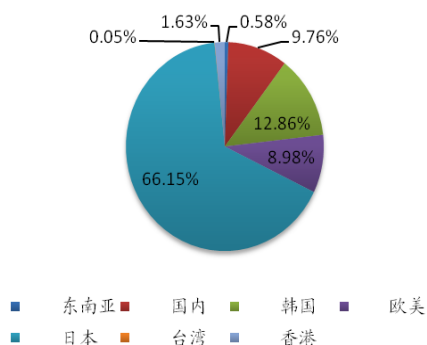
2、公司主营业务分地区情况

公司是以出口业务为主的国家，主要的出口地区是日本、韩国、香港、欧美和东南亚。2010 年，国内市场的业务仅占公司业务的 8.98%，公司的主要客户是 NIDEC（日本电产）、SONY（索尼）、JVC、LG、PANASONIC（松下）、SAMSUNG（三星）、MOATECH CO.,LTD（韩国东马公司）等国际著名微电机生产商，大部分集中在日本和韩国，这也与世界电子产业发展的格局有关。未来一段时间公司的主要业务依然会集中在日本等地区，日韩等国经济的变动对公司的业务有很大的影响。

从各个区域的毛利来看，几大地区的毛利水平保持一致，没有太大的差别。

图 5：2010 年公司产品分地区构成

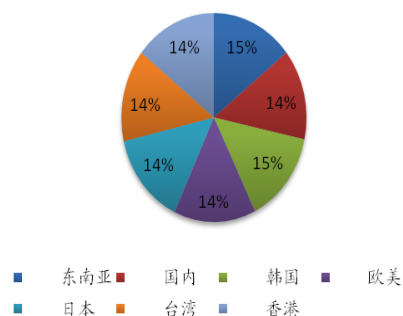
主营产品分地区收入构成



资料来源：宏源证券 Wind

图 6：2010 年公司产品分地区毛利

主营产品分地区毛利率



资料来源：宏源证券 Wind

三、粘结钕铁硼磁体行业发展

(一) 粘结钕铁硼磁技术的发展

粘结钕铁硼磁体是第三代稀土永磁材料。

永磁材料，指一类经过外加强磁场磁化再去掉外磁场以后能够长期保留较高剩余磁性，并能经受不太强的外加磁场其他环境因素（如温度和振动等）的干扰的强磁材料，这类强磁材料能长期保留其剩磁。它的基本功能是提供稳定持久的磁通量，不需要消耗电能，具有节约能源的优势；同时永磁材料使器械和设备结构简单，制造成本和维修保养成本降低，并降低了机械噪音，减少了废气排放，保护了环境。

稀土永磁材料指将钕、钐混合稀土金属与过渡金属（如钴、铁等）组成的合金，用粉末冶金方法压型烧结，经磁场充磁后制得的一种磁性材料，是金属系和铁氧体系之后开发成功的第三代永磁材料。按其开发应用的时间顺序可分为四代：第一代为 SmCo5 系材料；第二代是 Sm2Co17 系磁体；第三代则为 80 年代初期开发成功的钕铁硼（NdFeB）磁体，因其优异的性能和较低的价格很快在许多领域取代了 Sm2Co17 型磁体，并很快实现了工业化生产；第四代为稀土铁氮（Re-Fe-N 系）和稀土铁碳（Re-Fe-C 系），当前仍处于研究开发状态。

钕铁硼永磁材料（Nd-Fe-B）发现于上世纪 80 年代初，是迄今为止磁性能最强的稀土永磁材料，已广泛应用于计算机、医疗器械、通讯器件、汽车、电子器件、家用电器、磁力机械等领域。它也是当前稀土永磁材料行业的主导元件产品，属于朝阳产业，新的应用增长点不断涌现：除传统领域的应用外，汽车中的发电机、电动机和音响系统的新应用已经开始。随着以信息产业为代表的知识经济的发展，将极大地带动钕铁硼磁体产业的发展。钕铁硼磁体因其高效能、节能减排和广泛应用并不断创新的特点，一直是我国鼓励发展的电子信息产业基础新型元件。

（二）粘结钕铁硼磁技术与烧结钕铁硼磁技术的比较

烧结钕铁硼磁体是应用钕铁硼稀土永磁粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型制成毛坯，再进行**烧结**而制成的磁体。粘结钕铁硼磁体是用可塑性物质**粘结剂**与钕铁硼纳米微晶永磁粉末相混合制成磁性可塑性粒料，再通过各种可塑性材料的成型工艺而获得复合磁体。

烧结和粘结钕铁硼磁体有各自广泛的应用领域，只有小部分领域重叠。

烧结钕铁硼磁体与粘结钕铁硼磁体工艺相比，其产品**尺寸公差较大**，目前大量应用于**尺寸公差要求较低、磁能积高、尺寸较大的电机领域**，包括：大中型电动机、风力发电机、高保真扬声器和核磁共振成像仪等方面。

粘结钕铁硼磁体可加工性好，**尺寸精度高**，生产能耗较烧结钕铁硼磁体小，特别适应了电子信息整机“轻薄短小化”的要求，因此大量应用于**性能要求高、尺寸公差小、外形不规则的各种微型尺寸电机领域**，包括：硬盘驱动器、光盘驱动器以及汽车、数码产品、各种音像器材、工厂自动化、办公设备、家用电器中的**微型尺寸电机**。

从成本来说，每公斤烧结钕铁硼磁体比粘结钕铁硼磁体高**30%-100%**。成本的高低主要取决于原材料，烧结钕铁硼磁体对耐高温的要求比较高，其中加入大量的重稀土金属镝和铽，并随着产品要求的不同调整其含量，由于重稀土是国家稀缺资源，多用于航天航空事业，资源的稀缺性使得重稀土原材料价格上涨幅度远大于轻稀土上涨幅度，从而带动烧结钕铁硼磁体价格也不断的上升。另外烧结钕铁硼磁体的制作工艺需要切割、打磨，损耗率高达30-70%，增加了生产成本。

粘结钕铁硼磁体中的MQ磁粉采用MQI（麦格昆磁公司）的专利，MQI公司凭借专利垄断，其原料磁粉长期保持高垄断价位。虽然目前**夹江园通稀土永磁厂、浙江朝日科磁业有限公司、漯河三鑫稀土永磁材料有限责任公司**等国内磁粉厂商能够提供性能不亚于MQI且成本较低的快淬钕铁硼微晶磁粉，但受制于MQ磁粉专利的保护，日本、美国和欧洲地区的主要大宗用户尚无法采用该磁粉生产的磁体。这在很大程度上限制了粘结钕铁硼磁体成本的下降，制约了粘结钕铁硼磁体有效需求的增长。正是由于SSMC和MQI对专利使用的差异，导致烧结钕铁硼磁体和粘结磁体在产量方面的差异越来越大，2008年全球粘结钕铁硼磁体的产量尚不足烧结磁体的1/10。预计在2014年专利到期之后，烧结钕铁硼磁体的价格将进一步降低，刺激需求大幅提高，对公司有很大的正面刺激作用。

（三）钕铁硼磁体行业前景展望

在“节能环保”和“轻薄短小”需求增长的大环境下，钕铁硼行业长期增长趋势稳定，目前该行业的供需情况正促使产品价格持续上升。2010年全球永磁体市场产量约100万吨，其中铁氧体年产量约90万吨，钕铁硼年产量在10万吨左右，仅占总产量的10%。如按现价计算，全球钕铁硼市场规模约80亿美元。钕铁硼永磁体因为重量轻、体积小、磁性强等诸多优势，已经开始逐步替代铁氧体永磁体，预计未来产值将达千亿美元。仅2001年到2010年十年间，钕铁硼需求就增加了5倍多。

传统应用如DVD等光盘驱动市场渗透率已经较高，需求处于稳定增长期，年增长率在5%-10%；而新型应用（风电、变频空调、节能电梯、混合动力汽车、汽车EPS转向

电机)是推动钕铁硼行业发展的主要动力。

钕铁硼增长的驱动因素来自三个方面:一是**设备“轻薄短小”需求**,钕铁硼具备高能量、高密度的优点,相同磁力的钕铁硼体积是铁氧体的 1/10,能够满足消费电子小型化、轻量化、薄型化的要求,因此广泛应用于硬盘 VCM、DVD 光驱、手机马达和电声器件。由于消费电子厂商将设备的尺寸放在首位,且钕铁硼占设备总成本比例较低,因此**小型化需求刚性大**;二是**“高磁能”需求**,钕铁硼具有极高的磁能积和矫顽力,是目前永磁材料中磁性能最高的一种,因此广泛应用于电机、汽车、电动工具、MRI、磁选、电声领域,由于下游厂商钕铁硼占设备总成本比例较高,且设备尺寸要求不是很高,因此厂商以权衡性价比为主,该需求具有一定可替代性;三是**“节能环保”需求**,钕铁硼在新能源和节能环保领域的应用同时基于其小型化和节能环保的优点,应用领域有风力发电、节能电梯、电动自行车、新能源汽车、EPS 等。这些环节,钕铁硼设备的初置成本虽然较高,但长期节能价值更为突出,因此需求刚性较大。

(四) 粘结钕铁硼磁体市场的现状和前景

到 2013 年,全球粘结钕铁硼磁体的需求量将为 9000 吨,按 2008 年全球粘结钕铁硼磁体价格 76.6 美元/公斤计算,产值约 6.9 亿美元,折合人民币约 47 亿元。目前由于 MQ 磁粉高垄断价格的原因,制约了粘结钕铁硼磁体有效需求的快速释放和全球粘结钕铁硼磁体产业的快速发展。随着 MQ 磁粉专利的逐步全部到期,未来市场容量将快速增长。

中国已成为全球粘结钕铁硼磁体生产大国和产业中心。目前国内从事粘结钕铁硼磁体生产的大小厂家共计二十余家,彼此的生产规模、产品质量差距巨大:**年产量 300 吨以上的厂家只有银河磁体和上海爱普生磁性器件有限公司两家**;年产量 100-300 吨的厂家主要有深圳海美格磁石技术公司、韵升磁业、东阳英洛华磁业公司及乔智电子股份有限公司;其余的厂家年销产量只有几十吨,部分企业甚至尚处在研发、小批量生产阶段。

粘结钕铁硼磁体受到国家政策的鼓励。《中国高新技术产品目录》(2006)中将粘结稀土永磁材料作为等级最高、应优先支持的最高档高新技术产品之一。2009 年以来,国家为节能减排、刺激消费陆续推出了**“建设智能电网”、“家电下乡”、“汽车以旧换新”以及“三网合一”**等重大政策,它们将带动电子信息产业、汽车和家电产业的快速发展,为粘结钕铁硼磁体行业带来新机遇。

(五) 粘结钕铁硼磁体刚性需求分析

粘结钕铁硼磁体属基础电子元件,具有可加工性好,尺寸精度高的特点,特别适应电子信息整机“轻薄短小化”的要求,大量应用于性能要求高、尺寸公差小、外形不规则的各种微型电机领域,它的市场需求呈刚性,主要体现在以下几个领域:

1、新能源汽车领域

汽车电机、传感器、车载 GPS 等汽车电子产品微型电机汽车中的微特电机是粘结钕铁硼永磁应用较新的领域之一。根据汽车行业估算,**每辆经济型汽车需配备 20 台以上小电机、高级轿车至少需 60 台以上小电机,豪华型轿车需近百台小电机**。随着汽车节能环保的发展,小型化和轻量化成为首要技术开发项目,而电机部分采用粘结钕铁硼磁体将**有效地提高功能和减小尺寸**。

随着汽车向清洁能源和节能化方向发展,未来中高档轿车中粘结钕铁硼磁体的用量将逐年快速增长,其增长速度将远远高于中高档轿车年产量的增长速度。保守预计到 2013 年左右,仅仅 10%的中高档汽车微电机采用粘结钕铁硼磁体,市场有效需求就会由现在的约 200 吨提高到约 1,200 吨。未来汽车用粘结钕铁硼磁体总体市场有效需求乐观,市场容量巨大。

2、硬盘驱动领域

现代社会已越来越无法离开计算机产业的发展,全球互联网的快速发展和计算机的推广普及推动了计算机产业的快速发展。目前计算机技术已经延伸进入消费类电子产品和监控录像安全产品。计算机的数据保存采取磁存储技术,磁存储技术作为与光存储技术并行的存储方式,是当今重要的数据保存方式之一。硬盘是计算机和许多电子消费产品、监控录像中重要的数据存储设备。此外,硬盘驱动器还广泛应用于 PC 机外的数据存储领域,并且在下一代视听系统中将扮演不可缺少的角色,包括监控录像安全产品、数码摄像机、数码录像机、机顶盒、手机、掌上电脑、GPS、游戏机、MP4 等等。预计未来用于非 PC 机的硬盘驱动器数量将超过用于 PC 机的硬盘驱动器数量。硬盘驱动器主轴电机必须使用高精度、高洁净度粘结钕铁硼磁体,其需求量将持续快速增长。

虽然 SSD (固态存储) 这种摒弃传统磁介质,采用电子存储介质进行数据存储和读取的方式的出现突破了传统机械硬盘的性能瓶颈,拥有极高的存储性能,被认为是存储技术发展的未来新星,但对粘结钕铁硼磁体的发展并不存在很高替代作用,因为 SSD 主要应用于高端笔记本领域,应用空间比较狭窄且制作成本很高,并不影响粘结钕铁硼磁体在硬盘驱动市场的刚性需求。

3、其他新兴领域

除了上面介绍的几大领域的刚性需求外,粘结钕铁硼磁体的未来发展还与电视机配套硬盘、人工智能控制系统、天网工程、物联网、云计算等领域的兴起密切相关。这些领域的发展受到国家政策和技术进步的要求,必将投入大量的研发和生产资源,未来一段时间的发展将迅速拉动上游产业粘结钕铁硼磁体的需求增加。加上未来 5-10 年内很难出现存储介质的革命,出现替代物的可能性不大,因此,在这段时间内能够保证稳定的市场需求。

四、公司的竞争优势

从整个行业的发展现状和竞争格局看,公司在行业内部具有稳固的龙头地位,发展优势主要体现在以下几点:

1、公司具有转移价格的能力,定价优势明显。

粘结钕铁硼产品定价模式采取随行就市法,即新接订单中粘结钕铁硼磁体价格按当下稀土成本加一定利润率确定。在这种定价模式下,粘结钕铁硼磁体的价格随着原材料稀土的价格上涨而增加,一般稀土价格上涨 8 倍,粘结钕铁硼磁体的价格上涨 5-6 倍,显示出公司优质的议价能力。

定价模式转变大幅提升了公司的业绩弹性,一是销售价格成长数倍,在利润率不变的情况下,毛利润也随之大幅增加数倍;二是在提价过程中,人工成本、水电成本、折旧成本和期间费用都是固定的,在显著的规模效应下,费用率下降,提升净利润率。

2、行业具有技术和认证两大进入壁垒。

一是认证壁垒。公司有多年海外营销经验，有良好的营销渠道，并获得下游厂商的认证。出口产品必须符合国外客户严格的质量、技术和环保安全标准，取得资质认定，特别是日本电产、SONY、JVC、LG、松下、三星等大客户对产品稳定性要求很高，只有产能达到一定规模、品质得到长期认可的企业才可能进入；二是技术壁垒。下游微电机和电子设备生产商对粘结钕铁硼磁体性能稳定性的要求很高，外型尺寸公差的要求也非常严格。不同的客户对磁体的成分配比、品种规格、磁性能、形状大小、尺寸公差、涂层、充磁方式以及机械物理性能的要求也不尽相同。下游客户的需求特点决定了本行业“个性化和非标准定制生产”特点，需要磁体生产企业能够迅速配合下游生产商设计定型磁体产品，磁体生产企业需要长期不断进行模具设计、工艺技术、品质控制等多方面的更新和提高。行业已经发展成为技术密集型行业，需要市场参与者具有较为雄厚的技术积累、更新和研发储备，技术实力不足的企业将面临着被市场淘汰的结局。目前除日本大同和爱普生外，市场其他竞争对手涉足这一领域还需要较长时间的准备。

3、募投项目明年全部投产将释放产能。

公司募集投产的年产 600 吨高精度、高洁净度硬盘用粘结钕铁硼磁体扩建项目和年产 200 吨高性能汽车用粘结钕铁硼磁体扩建项目将在 2012 年全部投产，2012 年一季度无尘净化车间的厂房就能建成投入使用，再加上公司自主研发的能够保证产品尺寸公差的专用成型设备及具有自主知识产权的高清洁度自动电泳系统、自动喷涂系统和高洁净度包装物技术等应用于批量生产，将给公司业绩带来巨大的增长空间。

4、公司能够进行多品种小批量生产。

由于行业下游客户的个性化和非标准定制生产的要求，需要粘结钕铁硼生产厂家能够进行多品种小批量的生产，必将加大成本和技术的要求，但是公司作为行业内的龙头企业，掌握行业的先进技术，达到这一生产要求，从而能够维持较高的盈利水平。

五、行业的竞争格局

公司主要竞争对手情况：

(1) DAIDO ELECTRONICS CO.,LTD (日本大同电子公司)，成立于 1990 年。经营范围为生产销售稀土粘结磁体及相关应用产品，其生产粘结钕铁硼历史较为悠久。在日本建有 Head Factory (总部) 和 Nagoya factory (名古屋工厂)，海外生产基地设在泰国和中国。泰国公司主要生产硬盘驱动器用磁体，同时也生产少量无刷直流电机及步进电机用磁体；苏州公司主要生产热挤压磁体。另外，深圳的沙井电子磁石厂生产稀土 (NdFeB\SmFeN) 粘结磁体。

(2) 上海爱普生磁性器件有限公司，成立于 1995 年。公司业务性质为稀土永磁材料及其应用产品的技术开发，经营范围：开发、生产磁石、磁粉原料、磁性器件及相关产品，产品主要为粘结钕铁硼磁体。该公司原为日本爱普生公司控股、现为北京中科三环高技术股份有限公司控股 70% 的中日合资企业。

(3) 乔智电子股份有限公司。台湾龙头地位的专业磁性材料经营者。在浙江省平湖经济开发区设立全资子公司平湖乔智电子有限公司，经营范围为大容量光、磁盘驱动器部件、敏感元器件及传感器、光电子器件；稀土磁石磁体、磁粉的切割、压延、研磨加工。

(4) 浙江英洛华磁业有限公司。生产烧结、粘结钕铁硼和钕钴等稀土永磁产品。

(5) 宁波韵升高科磁业有限公司。公司主要经营磁性材料、金属材料。

公司作为后进者在产品技术和生产规模方面仍与大同电子和上海爱普生存在差距，09 年这两家在硬盘驱动用磁材市场份额合计近 90%，但公司通过长期的技术积累和自主创新，成功研发具有自主知识产权的硬盘驱动器用磁体，复合涂层的硬盘驱动器主轴电机部件及其复合涂覆方法已获国家专利认证，公司的硬盘驱动器用磁体产品质量稳定可靠，性能指标达到甚至优于国际主要品牌产品水平且性价比较高，目前产品已通过多家主流客户（日本电产、JVC 等）的认证并批量供货。在公司现有产品中，**硬盘驱动器用磁体**的销量占比逐步扩大，**现已超过 20%**。此次募投项目将新增硬盘用磁体产能 600 吨，项目建成后公司在此领域的竞争力将大幅提升。与上海爱普生引进国外知识产权和品牌不同的是，公司致力于自主研发，目前已经拥有相关技术专利，且公司设备全为国产，与爱普生进口设备相比具有一定成本优势，成本控制能力较好，产品的净利率明显高于上海爱普生。

六、盈利预测与估值

（一）营业收入预测

营业收入分产品分析

从银河磁体的几大主营业务来分析公司业绩未来的增长趋势：

在募投项目投产之前，公司的产能是 790 吨，按照产能利用率 160% 计算，可以利用的极限产能是 1264 吨，2010 年公司共产出 1156 吨，根据调研和公司三季报，前三季度公司的收入比去年同期增长 65%，达到 4.2 亿元，EPS 为 0.68 元，预计四季度的收入略微下降，综合毛利率维持 30% 左右。

收入预测假设：2012 年初募投项目即可投产，2012 年达产率 30%-40%，2013 年达产率 50%，2014 年达产率 80% 以上。据此判断 2012 年可利用产能为 1030 吨（按 30% 计算），2013 年可利用产能 1190 吨（按 50% 计算），2014 年可利用产能 1430 吨（按 80% 计算）。目前公司共有产能 790 吨，利用极限是 150%。

根据单价和产量汇总的收入预测情况如下表所示：

表 2：银河磁体收入分产品预测表

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
光盘用磁体						
收入（万元）	13806.8	17400	28380	32250	34400	37840
增长率	-35.30%	12.60%	63.10%	13.64%	6.67%	10.00%
销量（公斤）	475848.2	600000	660000	750000	800000	880000
单价（元/公斤）	290	290	430	430	430	430
成本（万元）	10111	12737	18300	22650	24800	27700
毛利率	26.40%	26.50%	35.52%	29.77%	27.91%	26.80%
汽车用磁体						
收入（万元）	1599.1	2860	4200	7380	9600	14040

增长率	-15.30%	53.80%	46.85%	75.71%	30.08%	46.25%
销量(公斤)	35246.5	65000	70000	123000	160000	234000
单价(元/公斤)	454	440	600	600	600	600
成本(万元)	749	1373	1800	3200	4200	6150
毛利率	53.20%	52.00%	57.14%	56.64%	56.25%	56.20%
硬盘用磁体						
收入(万元)	7459.6	9639	16800	27600	34800	49200
增长率	-37.40%	20.50%	74.29%	64.29%	26.09%	41.38%
销量(公斤)	209913.4	270000	280000	460000	580000	820000
单价(元/公斤)	355	357	600	600	600	600
成本(万元)	4958	6362	10400	17000	22300	31500
毛利率 29.4%	33.90%	33.00%	38.10%	38.41%	35.92%	35.98%
其他磁体						
收入(万元)	1922.8	3300	6600	6900	7200	7500
增长率	-11.80%	18.80%	100.00%	4.55%	4.35%	4.17%
销量(公斤)	101532.8	220000	220000	230000	240000	250000
单价(元/公斤)	189	150	300	300	300	300
成本(万元)	1503	2310	4200	4500	4700	4900
毛利率	21.80%	30.00%	36.36%	34.78%	34.72%	34.67%
合计						
产量总计(吨)	822540.9	1155000	1230000	1563000	1780000	2184000
收入总计(万元)	24788.3	33199	55980	74130	86000	108580
增长率	15.19%	33.93%	68.62%	32.42%	16.01%	26.26%
成本总计(万元)	17321	22782	34700	47350	56000	70250
毛利	30.12%	31.38%	38.01%	36.13%	34.88%	35.30%

资料来源：宏源证券，wind

(二) 盈利预测

根据我们的业绩估值模型，预测公司 2011-2013 年公司的 EPS 分别为 0.82 元、1.05 元、1.19 元，按 1 月 5 日的公司收盘价为 23.01 元计算，对应的市盈率分别为 28.06 倍、21.91 倍、19.34 倍，按 2013 年 30 倍市盈率估值，未来 6 个月的目标价格为 35.7 元，首次给予“买入”评级。

盈利预测表

表 3：利润预测表

项目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	332	560	741	860
减：营业成本	235	347	474	560
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	8	14	15	17
管理费用	24	42	52	60
财务费用	3	(2)	(3)	(8)

资产减值损失	0	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	60	155	200	225
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	63	155	200	225
减：所得税费用	9	22	29	32
四、净利润	54	133	171	192
归属于母公司的利润	54	133	171	192
五、基本每股收益（元）（摊薄后）	0.41	0.82	1.05	1.19

资料来源：宏源证券

表 4：预测的资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	661	831	957	1,215
应收票据	6	6	7	9
应收账款	84	146	185	215
预付账款	4	4	5	6
其他应收款	1	3	4	5
存货	53	69	95	112
其他流动资产	1	0	0	0
流动资产合计	811	1,059	1,254	1,562
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	140	140	130	120
在建工程	2	2	2	2
无形资产	16	15	14	13
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	158	157	146	135
资产总计	969	1,216	1,400	1,697
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	36	56	76	90
预收账款	0	1	1	1
其他应付款	6	5	5	5
应交税费	2	5	5	5
其他流动负债	1	0	0	0
流动负债合计	46	66	87	100
长期借款	0	100	100	200
其他非流动负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	107	107	207
负债合计	53	173	193	307
股本	162	162	162	162
资本公积	656	656	656	656

留存收益	50	176	338	521
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	867	994	1,156	1,339
负债和股东权益合计	969	1,166	1,349	1,646

资料来源：宏源证券

表 5：主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		22.1	16.9	14.8
成长能力：				
营业收入同比	33.1%	68.7%	32.4%	16.0%
营业利润同比	28.0%	160.5%	28.5%	12.6%
净利润同比	32.2%	147.6%	28.5%	12.6%
营运能力：				
应收账款周转率	4.06	4.87	4.48	4.30
存货周转率	5.68	5.65	5.77	5.42
总资产周转率	0.52	0.51	0.57	0.56
盈利能力与收益质量：				
毛利率	29.1%	38.0%	36.1%	34.9%
净利率	16.2%	23.7%	23.0%	22.4%
总资产净利率 ROA	5.5%	10.9%	12.2%	11.3%
净资产收益率 ROE	6.2%	13.4%	14.8%	14.4%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	17.52	15.99	14.49	15.57
资产负债率	5.5%	14.2%	13.8%	18.1%
长期借款/总负债	0.0%	57.9%	51.8%	65.2%
每股指标：				
每股收益	0.41	0.82	1.05	1.19
每股经营现金流量		0.52	0.81	0.99
每股净资产		6.13	7.14	8.26

资料来源：宏源证券

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	332	560	741	860
减：营业成本	235	347	474	560
营业税金及附加	2	3	4	5
销售费用	8	14	15	17
管理费用	24	42	52	60
财务费用	3	(2)	(3)	(8)
资产减值损失	0	1	1	1
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	60	155	200	225
加：营业外收支净额	0	0	0	0
三、利润总额	63	155	200	225
减：所得税费用	9	22	29	32
四、净利润	54	133	171	192
归属于母公司的利润	54	133	171	192
五、基本每股收益 (元)	0.41	0.82	1.05	1.19

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	661	831	957	1,215
应收票据	6	6	7	9
应收账款	84	146	185	215
预付账款	4	4	5	6
其他应收款	1	3	4	5
存货	53	69	95	112
其他流动资产	1	0	0	0
流动资产合计	811	1,059	1,254	1,562
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	140	140	130	120
在建工程	2	2	2	2
无形资产	16	15	14	13
其他非流动资产	1	1	1	1
非流动资产合计	158	157	146	135
资产总计	969	1,216	1,400	1,697
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	36	56	76	90
预收账款	0	1	1	1
其他应付款	6	5	5	5
应交税费	2	5	5	5
其他流动负债	1	0	0	0
流动负债合计	46	66	87	100
长期借款	0	100	100	200
其他非流动负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	107	107	207
负债合计	53	173	193	307
股本	162	162	162	162
资本公积	656	656	656	656
留存收益	50	176	338	521
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	867	994	1,156	1,339
负债和股东权益合计	969	1,166	1,349	1,646

主要财务指标

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		22.1	16.9	14.8

成长能力：

营业收入同比	33.1%	68.7%	32.4%	16.0%
营业利润同比	28.0%	160.5%	28.5%	12.6%
净利润同比	32.2%	147.6%	28.5%	12.6%

营运能力：

应收账款周转率	4.06	4.87	4.48	4.30
存货周转率	5.68	5.65	5.77	5.42
总资产周转率	0.52	0.51	0.57	0.56

盈利能力与收益质量：

毛利率	29.1%	38.0%	36.1%	34.9%
净利率	16.2%	23.7%	23.0%	22.4%
总资产净利率ROA	5.5%	10.9%	12.2%	11.3%
净资产收益率ROE	6.2%	13.4%	14.8%	14.4%

资本结构与偿债能力：

流动比率	17.52	15.99	14.49	15.57
资产负债率	5.5%	14.2%	13.8%	18.1%
长期借款/总负债	0.0%	57.9%	51.8%	65.2%

每股指标：

每股收益	0.41	0.82	1.05	1.19
每股经营现金流量		0.52	0.81	0.99
每股净资产		6.13	7.14	8.26

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	26	85	130	161
投资活动现金流量	(13)	(10)	0	0
筹资活动现金流量	609	96	(5)	98
现金及等价物净增加	620	170	125	259

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司高级研究员、高级策略分析师, 中国人民大学硕士研究生, 14 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、罗莱家纺、希努尔、航民股份、森马服饰、美邦服饰、报喜鸟、九牧王、嘉麟杰、七匹狼、探路者、凯撒股份、搜于特等。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyil@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。