

磁性材料

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12 个月目标价: 35.00 元

当前股价: 32.44 元

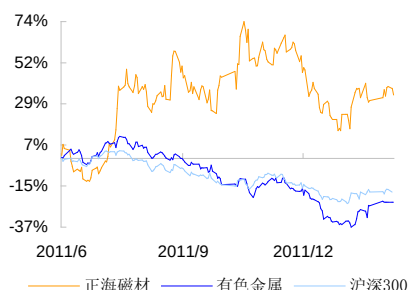
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2291.90
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	12
EPS	0.88
每股净资产(元)	2.35
资产负债率	69.19%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
正海磁材	15.53	1.97	21.11
有色金属	21.53	-14.20	-25.84
沪深 300 指数	10.01	-9.39	-13.57



相关报告

正海磁材 - 产能稳步增长和释放、定价能力强的高端钕铁硼永磁材料龙头 2012-01-10

正海磁材

300224

推荐

2011 年业绩大幅增长符合预期, 未来持续增长可待

投资要点:

- 正海磁材今日公告了 2011 年业绩快报, 公司 2011 年实现营业总收入 11.72 亿元, 同比增长 74.74%; 实现营业利润 2.31 亿元, 同比增长 92.33%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.09 亿元, 摊薄 EPS 为 1.31 元, 符合我们之前的预期。我们认为, 在 2011 年公司主要原材料大幅波动的期间, 公司仍能获得较好的盈利状况, 进一步显示了公司产品的竞争力、产品定价能力。随着未来公司新兴市场的进一步开拓、产能的稳步释放, 公司盈利能力进一步提升、业绩持续增长可待。
- 公司 2011 年单 4 季度盈利贡献较前几个季度稍弱, 也在我们预期之内, 公司 2011 年 4 个季度分别贡献摊薄 EPS 为 0.22 元、0.33 元、0.57 元和 0.18 元, 4 季度盈利能力较弱, 我们认为, 主要由几个原因: ①4 季度是公司产品销售传统的淡季; ②在主要原料稀土价格大幅下跌的下半年尤其是 4 季度, 基于未来对原料价格持续下跌的判断, 下游厂商下订单的量较上半年略差一些; ③公司一定程度上锁定毛利率的定价模式, 在原料和产品价格下跌的过程中, 使产品单吨毛利受到了一定的影响; ④不排除存货在下半年稀土价格下跌过程中在此期间造成了一定的损失。
- 全年来看, 公司收入大幅增长主要得益于公司新兴市场开发的成效以及较强的产品定价能力。公司 2011 年重点开发新产品、加强新兴市场开发力度, 变频空调、汽车和海外应用市场销售增长明显; 在原材料价格上涨时期, 公司对产品售价进行了调整; 同时加大研发力度, 进一步降低产品成本。新兴市场开拓显著的效果和强的产品定价能力提升了公司的盈利能力和毛利率水平。
- 未来公司产品产能继续增长、产量稳步释放, 结构也进一步向盈利能力更强的新兴市场领域转移。到 2013 年公司高端磁材产能有望达到 6300 吨左右, 且产量稳步释放。目前在建的 800 吨磁材产能预计 2012 年 2 季度左右投产; 募集资金项目 2000 吨磁材预计 2013 年上半年投产, 届时, 公司高性能磁材毛坯产能将达到 6300 吨/年。随着公司现有产能建设项目的稳步推进, 公司未来 3 年产能也将稳步增长, 是公司业绩增长的最重要保障。同时产品销售领域也将由单一的风电领域向盈利能力更强的节能电梯、空调、节能环保汽车、EPS 等领域调整。公司产品定价能力将更强、整体盈利能力有望进一步提升。
- 未来稀土价格波动的幅度和速度难以超过 2011 年, 公司经营环境也将更趋良好。
- 公司 2011 年海外市场销售已经取得进展, 随着钕铁硼主要成分海外专利在 2014 年全面到期, 公司将面临更广阔的市场。
- 维持公司推荐的投资评级。我们维持公司 2012-2013 年 EPS 为 1.76 和 2.13 元的盈利预测, 维持推荐的投资评级。

风险提示: 公司主要原材料稀土产品价格大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	671	1174	2513	2906
收入同比(%)	72%	75%	114%	16%
归属母公司净利润	105	209	282	340
净利润同比(%)	66%	99%	35%	20%
毛利率(%)	27.8%	29.8%	20.4%	19.9%
ROE(%)	37.3%	16.2%	17.9%	17.8%
每股收益(元)	0.66	1.31	1.76	2.13
P/E	49.79	25.06	18.58	15.42
P/B	18.57	4.06	3.33	2.74
EV/EBITDA	34	20	16	13

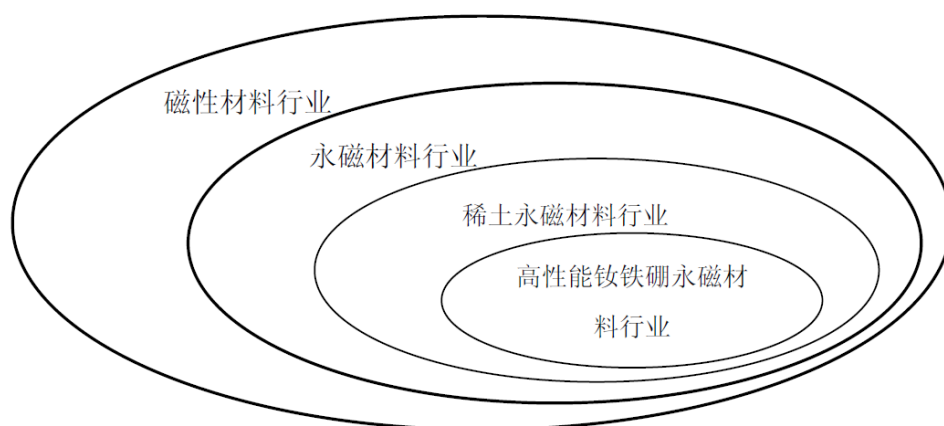
资料来源: 中投证券研究所

1、公司是国内高性能钕铁硼永磁材料行业龙头之一

公司前身烟台正海磁性材料有限公司成立于 2000 年 4 月 6 日。2009 年 9 月 10 日，经磁材有限股东会审议通过，以截至 2009 年 8 月 31 日经审计的净资产 15,552.69 万元为基础，折为公司股份 1.2 亿股，整体变更设立为股份有限公司。公司于 2011 年 5 月首次公开发行，发行后公司总股本为目前的 1.6 亿股。

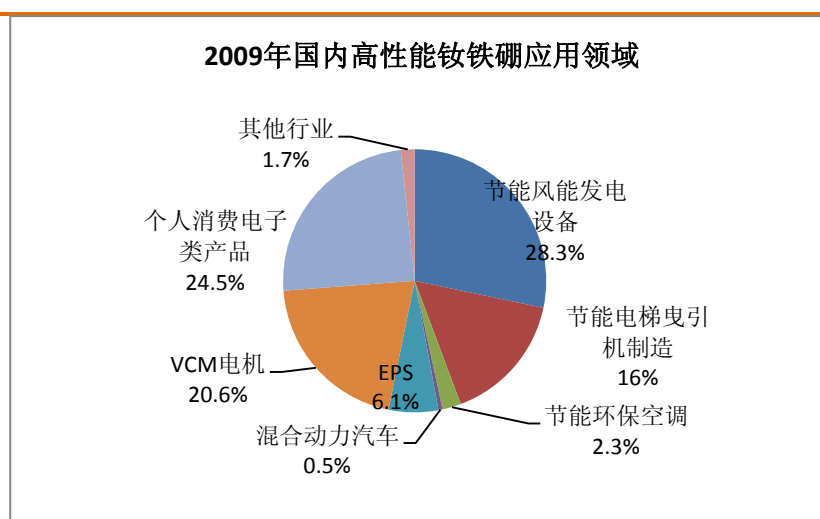
正海磁材自成立以来一直专注于高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产、销售和服务，是国内高性能钕铁硼永磁材料行业的龙头企业之一，主营产品属于国家重点鼓励发展的新材料和高新技术产品，广发应用于风力发电、节能电梯、节能环保空调、新能源汽车、EPS 和节能石油抽油机等新能源和节能环保领域，以及传统的 VCM、手机和其他消费类电子产品等领域。目前公司已在国内新能源和节能环保应用领域占据了主导地位。

图 1 正海磁材所处行业的归属关系情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 国内高性能钕铁硼应用领域



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 正海磁材发行前后股本结构

时间	2011/5/13 (发行前)			2011/8/31(3 季度末、发行后)		
总股本(万股)	12,000			16,000		
流通股(万股)	0			4,000		
限售 A 股(万股)	0			12,000		
前 10 大股东持股情况						
股东名称	持股数量(万股)	比例	股东名称	持股数量(万股)	比例	
正海集团	11018.4	91.82%	正海集团	11,018.40	68.87%	
郑坚	981.6	8.18%	郑坚	981.6	6.14%	
			张微	48.70	0.30%	
			兴业国际信托	46.25	0.29%	
			刘以民	43.00	0.27%	
			王小可	36.00	0.23%	
			金天德	32.65	0.20%	
			汤小川	30.00	0.19%	
			叶清	26.78	0.17%	
			李丹	25.26	0.16%	
合计	12000	100.00%		12,288.64	76.81%	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

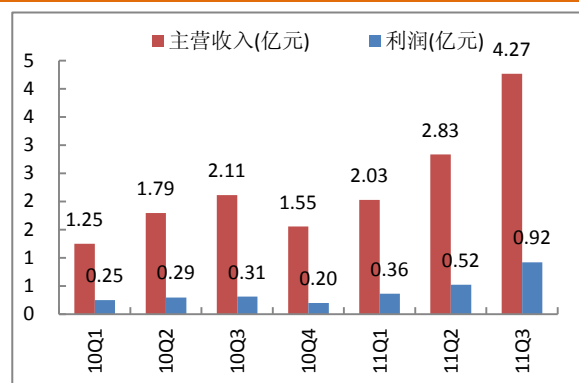
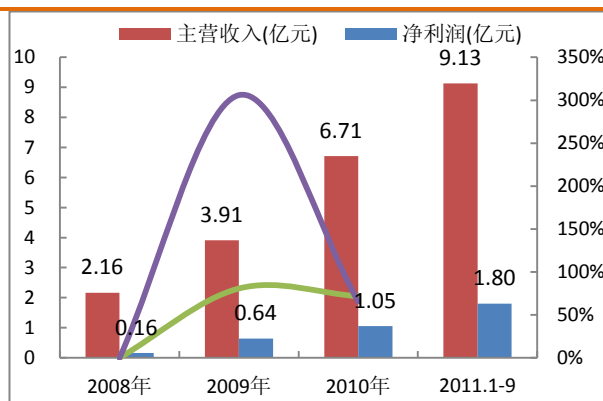
2、近几年收入稳步增长、毛利率稳定、产品定价能力强

随着公司近几年产能稳步扩张，公司收入也逐年增长，但截止目前公司收入主要仍集中在风电和节能电梯领域，下游行业集中度高，这也是公司未来发展调整的方向，2011 年公司结构调整已经取得明显的成效，不过风电和节能电梯领域依旧是公司未来 3 年的发展基础。

公司产品定位高端竞争力强、拥有很强的定价能力，且经营将环境未来有望更加良好。过去几年，在主要原材料稀土价格大幅波动的情况下，公司仍能维持稳定的毛利率和较高的单吨毛利，我们认为主要原因有：1、公司产品本身定位高端，具有很强的竞争力、定价能力强；2、对其下游厂商来讲，公司产品占下游产品成本构成比例不高（风电领域相对大一些），下游产品对公司产品涨价敏感性相对较弱。在 2011 年原料价格大幅波动的过程中，公司仍能保持较好的盈利状况，我们判断，未来稀土价格波动的幅度和速度难以超过 2011 年，公司未来经营环境也将更趋良好。

图 3 公司收入稳定增长

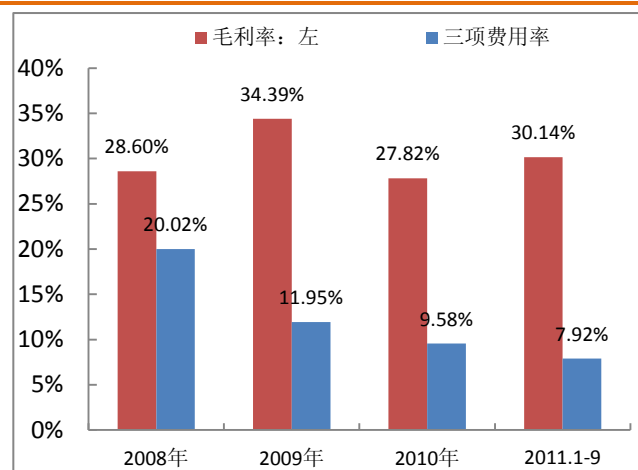
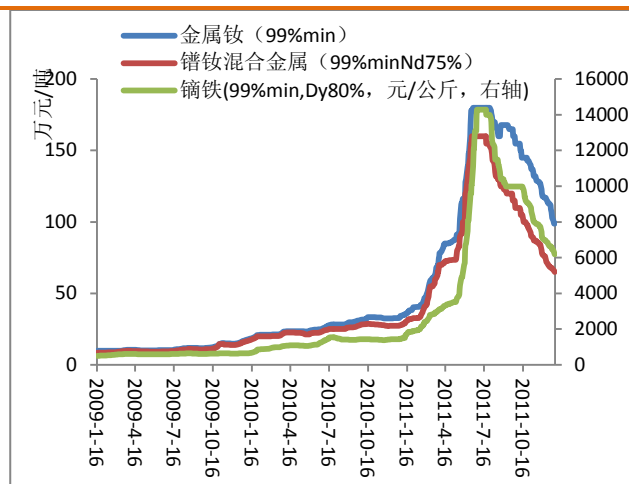
图 4 正海磁材所处行业的归属关系情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司主要原材料价格近两年大幅波动

图 6 公司产品毛利稳定且维持较高水平



资料来源：公司公告、亚洲金属网、中投证券研究所

3、产能稳步增长、产量逐步释放

公司近几年产能扩张明显，高端磁性材料毛坯产能从 2008 年的 800 吨/年增加到 2011 年的 3500 吨，未来 3 年随着公司投资项目的推进产能将持续增长，目前在建的 800 吨磁材产能预计 2012 年 2 季度左右投产；募集资金项目 2000 吨磁材预计 2013 年上半年投产，届时，公司高性能磁材毛坯产能将达到 6300 吨/年。考虑到公司产能扩张特点，我们认为，募投项目在全面投产之前，有望逐步释放产能，是公司业绩增长的最重要保障。

表 2 公司近几年产能产量情况及未来三年预测 (吨)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E	2014E
产能	1200	2100	3300	3500	4300	6300	6300
产量	1076	2166	3677	3600	4000	4800	6000
销量	1025	2117	3356	3600	4000	4800	6000

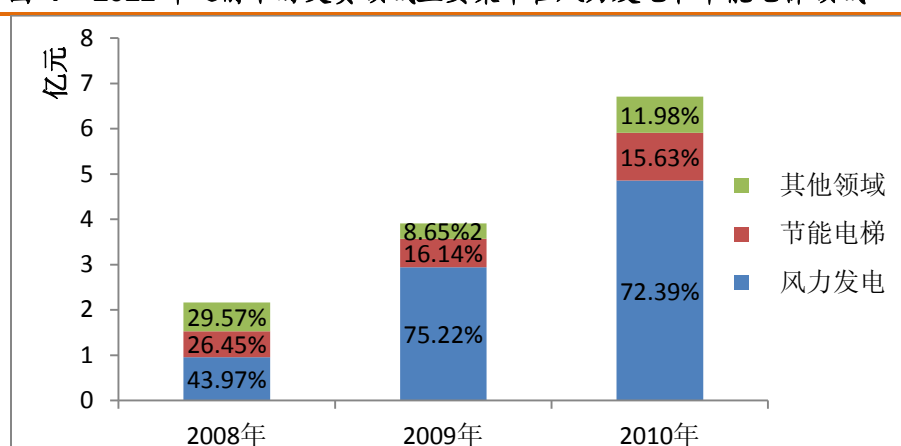
资料来源：公司公告、中投证券研究所

4、产品结构持续优化

在 2011 年之前，正海磁材下游交货领域主要集中在风电发电领域和节能电梯领域，风力发电和节能电梯领域收入持续占公司主营业务收入的 9 成以上，新能源汽车、节能空调、EPS 等领域交货量非常有限，对此，公司也在逐步分散和优化下游交货领域，这种方向性的调整在 2011 年已经取得显著的成效。

公司生产方面的调整主要以两方面来实施：首先是后工序加工方面，其次是新建项目直接针对新能源汽车、节能空调和 EPS 等领域。我们认为，随着未来产能的持续扩张与公司后工序加工能力的提升，公司在盈利能力更强的新能源汽车、节能空调、EPS 等领域的交货量将稳步增长，盈利能力进一步提升。

图 7 2011 年之前下游交货领域主要集中在风力发电和节能电梯领域



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 公司 2000 吨高端磁性材料下游主要集中在新的领域

正海磁材 IPO 发行情况及募集资金运用

发行量 4000 万股
发行价格 21.09 元/股
募集资金净额 78616.60 万元

募集资金运用：

序号	项目名称	募集资金投资总额 (万元)	备注
	2,000吨/年高性能钕铁硼永磁材料扩产项目，其中：		
1	风力发电领域：500吨 节能环保空调：1000吨 新能源汽车和EPS：500吨	22,287.00	
2	高性能钕铁硼永磁材料后加工升级改造项目	12,803.00	
3	研发中心建设与新技术开发项目	9,485.93	
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	34,040.67	其中 6700 万元确定用途：永久补充流动资金

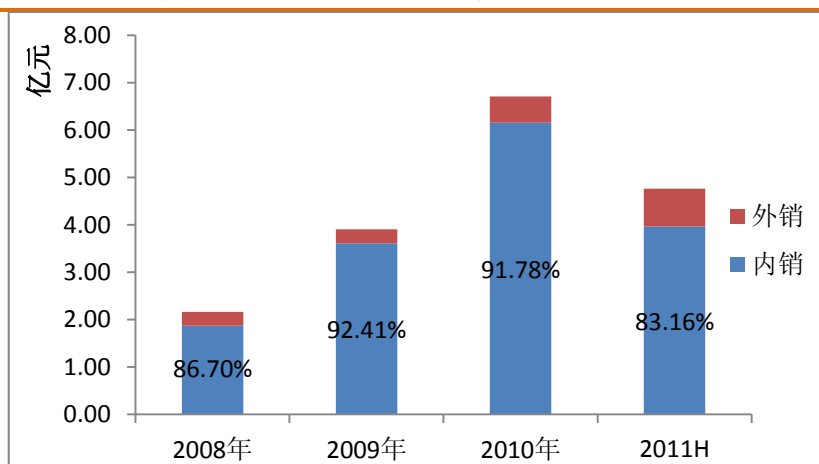
合计 78616.60

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5、海外专利到期将使公司面临更大的市场空间

专利到期有利于公司开拓海外市场。公司目前的产品主要由于自身产能限制和出口专利限制，截止目前都以内销为主，随着钕铁硼主要成分海外专利在 2014 年全面到期、公司产品性能的持续提升和显著的成本优势，公司产品将面临更广阔的市场。

图 8 公司近年来主营业务收入分地区情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 钕铁硼主要成分专利在 2014 年将全面到期

主要成分专利	专利到期时间		
	日本	美国	欧洲
RE-Fe-B基本成分 (日立 NEOMAX)	2003	2003	2003
RE-Fe,Co-B成分 (日立 NEOMAX)	2008	2003	2007
Nd,Dy-Fe,Co-B成分 (日立 NEOMAX)	2003	2010	2003
RE-Fe-B化合物 (日立 NEOMAX)	2003	2014	-
RE-Fe,Co-B化合物 (日立 NEOMAX)	2003	2014	-
RE-Fe-B基本成分 (麦格昆磁)	2003	2006	2004

留存收益	127	336	619	959	营业利润	38.0	112.4	33.3	19.0
归属母公司股东权益	282	1293	1576	1916	归属于母公司净利润	65.5	98.7	34.9	20.5
负债和股东权益	917	2186	3563	4240	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	27.8	29.8	20.4	19.9
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率(%)	15.7	17.8	11.2	11.7
经营活动现金流	173	357	503	379	ROE(%)	37.3	16.2	17.9	17.8
净利润	105	222	289	344	ROIC(%)	57.0	168.3	-298.	-216.
折旧摊销	23	22	23	25	偿债能力				
财务费用	9	-14	-33	-43	资产负债率(%)	69.2	40.3	55.2	54.3
投资损失	0	0	0	0	净负债比率(%)	12.61	3.41	1.52	1.30
营运资金变动	35	78	214	54	流动比率	1.06	2.40	1.74	1.79
其他经营现金流	1	49	10	-2	速动比率	0.73	2.05	1.38	1.42
投资活动现金流	-70	-30	-25	-25	营运能力				
资本支出	70	30	25	25	总资产周转率	0.94	0.76	0.87	0.74
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	11	11	12	9
其他投资现金流	0	0	0	0	应付账款周转率	6.59	6.39	7.47	5.58
筹资活动现金流	-70	765	33	43	每股指标(元)				
短期借款	-30	-50	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.66	1.31	1.76	2.13
长期借款	-30	0	0	0	每股经营现金流(最新)	1.08	2.23	3.15	2.37
普通股增加	0	40	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.77	8.08	9.85	11.97
资本公积增加	0	761	0	0	估值比率				
其他筹资现金流	-10	14	33	43	P/E	49.79	25.06	18.58	15.42
现金净增加额	32	1092	511	397	P/B	18.57	4.06	3.33	2.74
					EV/EBITDA	34	20	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期 报告标题

2012-01-10 正海磁材 - 产能稳步增长和释放、定价能力强的高端钕铁硼永磁材料龙头

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

杨国萍，中投证券有色金属行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434