

2012年02月08日



正海磁材 (300224.SZ) 元件行业

评级：持有 下调评级

业绩点评

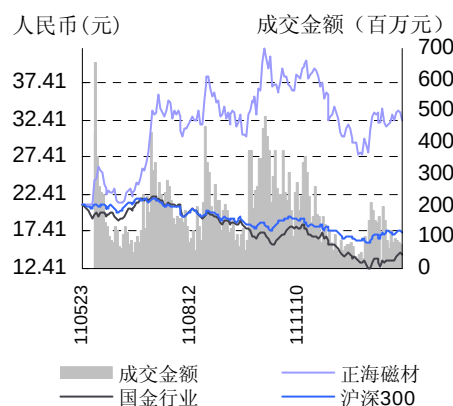
市价(人民币)：33.94元

业绩增长符合预期 稀土价格是核心影响因素

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	40.00
总市值(百万元)	5,190.40
年内股价最高最低(元)	42.00/21.09
沪深300指数	2901.22



相关报告

- 1.《节能环保先锋,国内高性能钕铁硼领军者》, 2011.5.26

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

沈建峰

联系人
(8621)61357589
shenjfb@gjzq.com.cn

高诗

联系人
(8621)60893120
gaoshi@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.530	0.878	1.308	1.586	2.010
每股净资产(元)	1.48	2.35	8.22	9.67	11.55
每股经营性现金流(元)	1.42	1.44	2.72	2.13	3.05
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.94	21.39	16.88
行业优化市盈率(倍)	44.68	60.49	50.89	50.89	50.89
净利润增长率(%)	305.95%	65.54%	98.70%	21.26%	26.73%
净资产收益率(%)	35.92%	37.29%	15.92%	16.40%	17.40%
总股本(百万股)	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 正海磁材业绩快报显示，公司 2011 年实现营业收入 11.73 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 2.09 亿元，按最新股本计算 EPS 为 1.31 元，基本符合公司此前对全年的业绩预期。

经营分析

- 公司全年业绩实现大幅成长，但四季度盈利能力出现下滑：公司 2011 年全年收入和净利润分别为 11.73 亿和 2.09 亿元，实现 74.74%和 98.94%的同比增长，净利率为 17.86%，同比提高 2 个百分点；从四季度单季经营来看，公司收入和净利润分别为 2.59 亿和 2943 万元，环比下降 39.31%和 68.01%，净利率则由三季度的 21.54%降至 11.35%。
- 稀土价格变化是影响公司业绩的关键因素，未来价格暴涨局面恐难现：政府加强管控使稀土价格自 2011 年初至年中大幅上涨最高达 7 倍，而下半年至年底，随着供需关系趋平衡，其价格又一路暴跌超过 6 成。在稀土价格上涨过程中，公司凭借对下游较强的议价能力，钕铁硼产品价格大幅调涨，毛利率和净利率均获得较大提升，尤其三季度实现业绩暴增。但随着稀土价格回落，下游市场观望情绪加重，公司也从景气高位下降。随着国外稀土开采力度加大，以及部分替代产品出现，未来稀土价格将趋于平稳，再一次暴涨短期内恐较难出现。
- 公司未来成长逻辑来自新兴应用领域增长和海外市场开拓：公司募投项目达产后，将超过宁波韵升成为国内规模第二大的稀土永磁厂商，同时依托于高端钕铁硼材料领域的技术优势，公司将在增速较快的变频空调和新能源汽车等下游新兴领域取得显著成长。另外，随着 2014 年日美企业技术专利到期，公司也有望凭借高端产品优势，进入国际巨头供应链，进一步打开海外市场成长空间。

盈利预测

- 我们预测公司 12-13 年收入为 14.92 亿和 19.59 亿元，净利润为 2.54 亿和 3.22 亿元，同比增长 21.3%和 26.7%，对应 EPS 为 1.59 和 2.01 元。

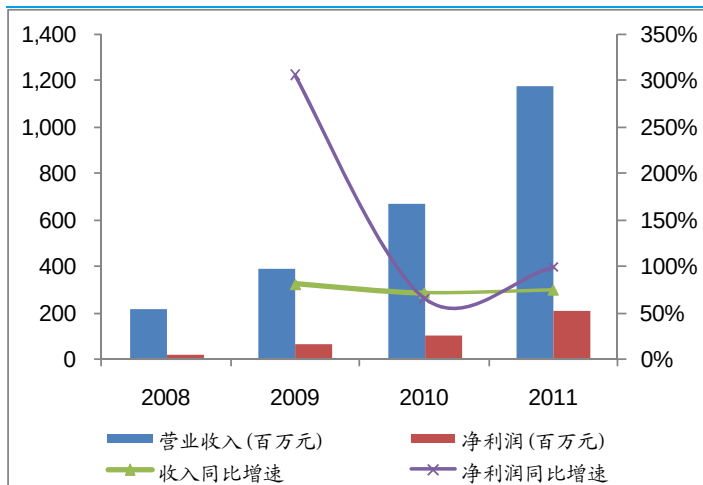
投资建议

- 公司目前股价对应 11 年 26 倍、12 年 21 倍 PE，略低于行业核心公司平均估值水平；给予公司 34.89 元的目标价，对应 12 年 22 倍 PE。考虑到行业景气受稀土价格影响出现向下趋势，下调公司评级至“持有”。

公司 11 年业绩的爆发式成长恐难持续

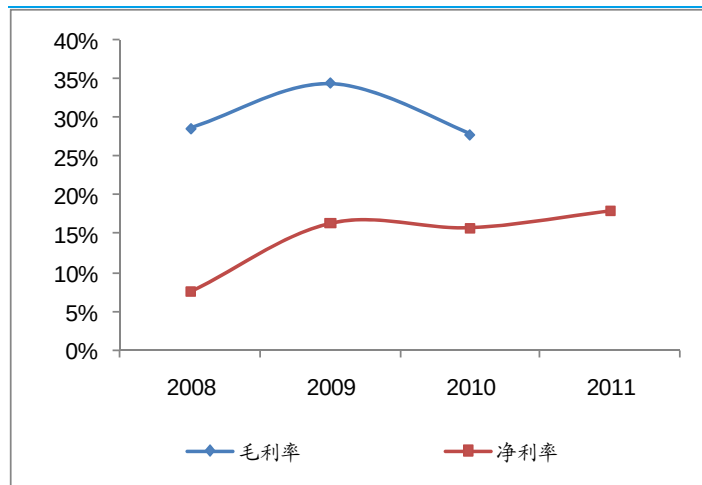
- 2011 年，公司实现营业收入和净利润分别为 11.73 亿和 2.09 亿元，同比增长 74.74%和 98.94%；四季度单季，公司收入和净利润分别为 2.59 亿和 2943 万元，同比增长 66.86%和 49.16%，但出现 39.31%和 68.01%的环比下降。

图表1：公司收入和净利润增长情况



来源：公司数据，国金证券研究所

图表2：公司毛利率和净利率情况



- 从单季度收入分布来看，三季度为公司年内经营高点，收入和净利润分布占全年比重的 36%和 44%，净利率也为近两年来最高，全年业绩变化基本与年内稀土价格的波动保持一直，并略滞后 1-2 月，可见稀土价格上涨是公司盈利能力高企的关键性因素，而随着下半年稀土价格的暴跌，4 季度公司净利润率出现大幅下降。基于对供需关系的判断，我们认为未来稀土价格将逐渐平稳，公司较难出现类似 11 年的业绩暴增的情况，净利率水平也将出现一定下滑。
- 从根本上来说，2011 年稀土价格的飙涨源于国家加强稀土管控后，出现供应紧张，进而引发游资炒作哄抬价格。但随着美、澳、加、俄、印等国加大稀土资源开采，中国对稀土供给的垄断地位将被弱化，市场供需将趋平衡。同时，稀土价格飞涨后，部分下游用户开始寻求替代产品。
- 对于未来稀土价格的判断，一方面国家通过停产和收购储备等稀土价格进一步滑落，另一方面供需格局趋平衡且可替代产品开始削减稀土需求，因此预计稀土价格走势将在目前水平上保持相对平稳。

图表3：公司单季度盈利情况

	2010.Q1	2010.Q2	2010.Q3	2010.Q4	2011.Q1	2011.Q2	2011.Q3	2011.Q4
营业收入	125.14	179.38	211.23	155.33	202.99	283.42	427.08	259.18
同比增长					62.21%	58.00%	102.19%	66.86%
环比增长		43.34%	17.76%	-26.46%	30.68%	39.62%	50.69%	-39.31%
净利润	24.92	29.46	31.23	19.73	36.00	52.04	92.00	29.43
同比增长					44.46%	76.65%	194.59%	49.16%
环比增长		18.22%	6.01%	-36.82%	82.46%	44.56%	76.79%	-68.01%
毛利率	34.24%	29.37%	25.48%	24.04%	26.37%	32.34%	30.48%	
净利率	19.91%	16.43%	14.79%	12.70%	17.73%	18.36%	21.54%	11.35%

来源：公司数据，国金证券研究所整理

图表4：2010年以来金属镨钕价格走势



来源：ChinaCCM，国金证券研究所

借产能扩张之机发展新兴应用产品将成公司未来成长关键

- 公司 2011 年产能达到 3500 吨，较 08 年的 800 吨增长 440%，预计 2013 年募投项目达产后，总产能将达 6300 吨，超过宁波韵升成为国内规模第二大的稀土永磁厂商。同时依托于公司在高端钕铁硼材料领域的技术优势，构建了公司未来的发展基础。

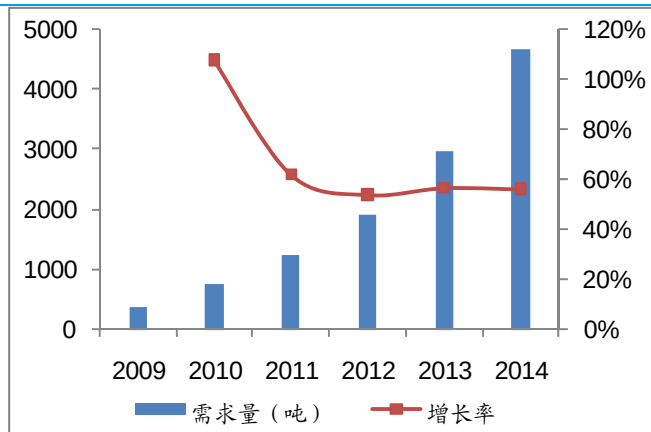
图表5：上市公司稀土永磁产能比较（吨）

公司	现有产能	在建或拟建产能	说明
正海磁材	3500	2800	全部为高性能钕铁硼。
中科三环	13500	6000	国内最大钕铁硼生产商，烧结和粘结产能分别在1万吨和1500吨左右，高性能钕铁硼占公司总产量20%。
宁波韵升	5000	1000	国内第二大钕铁硼生产商，现有烧结产能4500吨左右，粘结产能300吨左右。
银河磁体	190	800	产品均为粘结钕铁硼。
太原刚玉	1440		1440吨钕铁硼项目已试生产。
安泰科技	1000	1000	投资1.5亿用于高性能钕铁硼生产，规模在1000吨左右。
首钢股份		500	参与投资的钕铁硼磁体项目生产规模在500吨左右。
津滨发展	700		拥有74.56%股权的津滨新材料工业拥有400吨高性能钕铁硼产能。

来源：公司资料，国金证券研究所

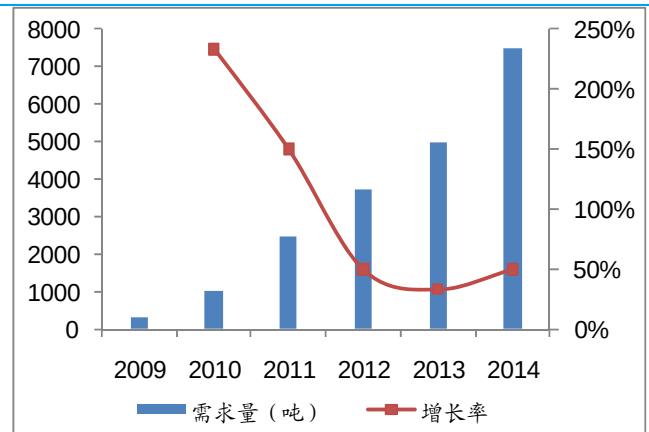
- 变频空调、新能源汽车等是高性能稀土永磁材料的新兴应用领域，未来四年对稀土永磁材料的需求将保持 57%和 62%的复合增长率，公司目前已积极布局上述领域，将为公司未来发展的注入新的动力。
- 根据中国磁性材料与器件行业协会预测，我国混合动力汽车未来四年复合增长率预计高达 62%，每台约需使用 5 公斤高性能钕铁硼永磁材料，该领域需求将同步快速增长；变频空调凭借其节能特性快速替代定频空调，预计未来四年销量复合增长率为 57%，其中高端变频空调比重将在 13 年提升至 70%，平均每台需使用高性能钕铁硼材料约 0.25 公斤。

图表6：我国变频空调对高性能钕铁硼材料需求预测



来源：中国磁性材料与器件行业协会，国金证券研究所

图表7：我国混动汽车对高性能钕铁硼材料需求预测



盈利预测及投资建议

- 我们预测公司 12-13 年收入为 14.92 亿和 19.59 亿元，同比增长 27.2%和 31.3%；净利润为 2.54 亿和 3.22 亿元，同比增长 21.3%和 26.7%，对应 EPS 为 1.59 和 2.01 元。
- 公司目前股价对应 11 年 26 倍、12 年 21 倍 PE，略低于行业核心公司平均估值水平；考虑到行业景气受稀土价格影响出现向下趋势，下调公司评级至“持有”。

图表8：行业可比公司估值表

代码	公司名称	收盘价 2012/2/8	EPS一致性预测			PE			PB	ROE %	总市值 百万元
			2011	2012	2013	2011	2012	2013			
000970.SZ	中科三环	23.18	1.20	1.47	1.79	19	16	13	6.38	24.24	11,766.17
600366.SH	宁波韵升	18.47	0.90	1.07	1.33	21	17	14	4.43	18.45	9,502.77
300127.SZ	银河磁体	27.50	0.78	0.97	1.39	35	28	20	4.53	11.24	4,443.26
002600.SZ	江粉磁材	14.48	0.30	0.38	0.40	48	38	36	3.60	4.14	4,601.74
000969.SZ	安泰科技	16.60	0.39	0.56	0.76	42	29	22	4.44	6.97	14,257.49
平均						33	26	21			

来源：iFinD，国金证券研究所整理

图表9: 公司收入预测表

项 目	2010	2011E	2012E	2013E
成品				
销售收入(百万元)	644.91	1,137.62	1,448.18	1,904.65
增长率(YOY)	71.23%	76.40%	27.30%	31.52%
毛利率	26.86%	27.50%	26.50%	25.80%
占总销售额比重	96.10%	97.01%	97.09%	97.25%
机加工产品				
销售收入(百万元)	0.42	0.53	0.53	0.54
增长率(YOY)	-76.67%	26.00%	-0.25%	1.85%
毛利率	44.83%	45.33%	45.00%	45.00%
占总销售额比重	0.06%	0.05%	0.04%	0.03%
毛坯				
销售收入(百万元)	20.64	30.39	38.32	48.32
增长率(YOY)	91.78%	47.20%	26.10%	26.10%
毛利率	40.69%	41.19%	40.50%	40.20%
占总销售额比重	3.08%	2.59%	2.57%	2.47%
其他				
销售收入(百万元)	5.11	4.13	4.54	5.00
增长率(YOY)	190.72%	-19.14%	10.00%	10.00%
毛利率	95.59%	95.00%	95.00%	95.00%
占总销售额比重	0.76%	0.35%	0.30%	0.26%
销售总收入(百万元)	671.08	1172.67	1491.58	1958.51
销售总成本(百万元)	484.39	843.14	1087.73	1442.69
毛利(百万元)	186.70	329.53	403.84	515.82
平均毛利率	27.82%	28.10%	27.07%	26.34%

来源: 公司数据, 国金证券研究所整理

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	216	391	671	1,173	1,508	2,008
增长率		80.7%	71.7%	74.7%	28.6%	33.2%
主营业务成本	-154	-256	-484	-842	-1,099	-1,479
% 销售收入	71.4%	65.6%	72.2%	71.8%	72.9%	73.7%
毛利	62	134	187	331	409	528
% 销售收入	28.6%	34.4%	27.8%	28.2%	27.1%	26.3%
营业税金及附加	0	0	-2	-4	-5	-6
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-5	-6	-9	-16	-21	-28
% 销售收入	2.2%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-30	-34	-47	-84	-109	-141
% 销售收入	14.0%	8.6%	7.0%	7.2%	7.2%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	27	94	129	226	274	353
% 销售收入	12.4%	24.1%	19.2%	19.3%	18.2%	17.6%
财务费用	-8	-7	-9	11	25	30
% 销售收入	3.8%	1.8%	1.3%	-0.9%	-1.6%	-1.5%
资产减值损失	-3	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	16	87	120	236	298	383
营业利润率	7.3%	22.3%	17.9%	20.1%	19.8%	19.1%
营业外收支	0	-14	2	10	3	3
税前利润	16	74	122	246	301	386
利润率	7.3%	18.8%	18.2%	21.0%	20.0%	19.2%
所得税	0	-10	-17	-37	-45	-58
所得税率	-2.5%	13.5%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	16	64	105	209	256	328
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	16	64	105	209	256	328
净利率	7.2%	16.3%	15.7%	17.9%	17.0%	16.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	16	64	105	209	256	328
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	22	21	23	29	36	53
非经营收益	7	22	9	-8	-1	-1
营运资金变动	56	64	35	205	56	123
经营活动现金净流	101	170	173	436	348	503
资本开支	-21	-24	-70	-167	-196	-77
投资	0	-4	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-28	-70	-168	-196	-77
股权募资	0	0	0	844	0	0
债权募资	34	20	-60	-50	0	1
其他	-129	-49	-11	-4	-23	-23
筹资活动现金净流	-95	-29	-71	790	-23	-22
现金净流量	-14	113	32	1,058	129	404

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	23	136	168	1,226	1,355	1,759
应收款项	29	75	256	384	516	688
存货	42	62	197	221	295	397
其他流动资产	5	8	18	44	46	61
流动资产	99	281	639	1,875	2,212	2,905
% 总资产	28.5%	54.4%	69.7%	81.4%	78.9%	82.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	236	225	248	391	552	576
% 总资产	68.0%	43.5%	27.1%	17.0%	19.7%	16.3%
无形资产	12	11	29	34	38	41
非流动资产	248	236	278	428	591	619
% 总资产	71.5%	45.6%	30.3%	18.6%	21.1%	17.6%
资产总计	348	517	917	2,303	2,804	3,524
短期借款	120	80	50	0	0	0
应付款项	110	198	548	922	1,186	1,593
其他流动负债	2	2	7	36	37	43
流动负债	232	280	604	959	1,223	1,636
长期贷款	0	60	30	30	30	31
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	232	340	634	989	1,253	1,667
普通股股东权益	114	177	282	1,315	1,550	1,857
少数股东权益	2	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	348	517	917	2,303	2,804	3,524

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	0.530	0.878	1.309	1.602	2.050
每股净资产	1.034	1.476	2.354	8.217	9.689	11.609
每股经营现金净流	0.921	1.417	1.443	2.725	2.174	3.143
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	13.79%	35.92%	37.29%	15.93%	16.53%	17.66%
总资产收益率	4.51%	12.30%	11.49%	9.09%	9.14%	9.31%
投入资本收益率	11.66%	25.71%	30.65%	14.31%	14.75%	15.90%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	80.71%	71.65%	74.74%	28.56%	33.18%
EBIT增长率	N/A	251.99%	36.96%	75.25%	21.16%	28.80%
净利润增长率	N/A	305.95%	65.54%	98.79%	22.37%	27.99%
总资产增长率	N/A	48.73%	77.28%	151.22%	21.72%	25.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.1	31.6	33.9	32.0	34.0	34.0
存货周转天数	50.1	74.2	97.4	96.0	98.0	98.0
应付账款周转天数	23.6	43.2	55.4	50.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	395.6	204.8	134.7	70.1	87.1	91.6
偿债能力						
净负债/股东权益	84.32%	2.48%	-31.15%	-90.99%	-85.49%	-93.04%
EBIT利息保障倍数	3.2	13.4	15.1	-21.1	-11.1	-11.7
资产负债率	66.82%	65.75%	69.19%	42.92%	44.71%	47.29%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	5
买入	0	1	1	2	8
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.75

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B