

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

联系人：牟国洪 021-50588666-8039

产品结构优化 积极布局节能环保新兴领域

——正海磁材（300224）年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012年03月27日

报告关键要素：

2011年，公司业绩符合预期。公司营收增长源自量价齐升，产品结构逐步优化；盈利能力基本持平，12年有望回升；低资产负债率致期间费用率大幅回落。12年，上游稀土价格将逐步止跌回稳，公司积极布局节能环保新兴领域。

事件：

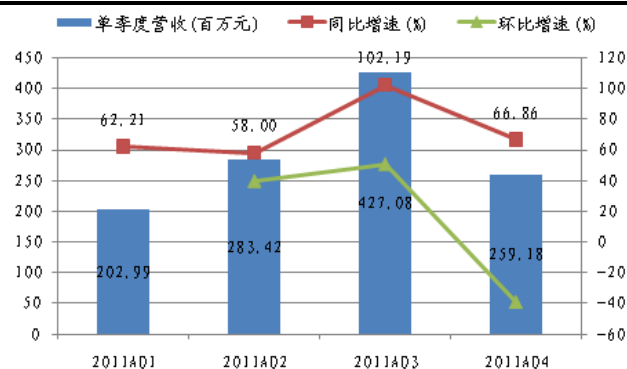
- **正海磁材(300224)公布2011年年报。**2011年，公司实现营业收入11.73亿元，同比增长74.74%；实现营业利润2.32亿元，同比增长92.94%；实现归属于上市公司股东的净利润2.10亿元，同比增长99.42%，基本每股收益1.47元；利润分配预案为拟以每10股派发人民币5元现金（含税）的股利分红，同时以资本公积金每10股转增5股。

点评：

- **量价齐升致公司营收大幅增长。**11年公司主营业务钕铁硼磁性材料实现营收11.51亿元，同比大幅增长72.91%，主要原因是11年稀土价格受国家系列政策等多因素影响出现较大涨幅，而钕铁硼行业具备较强的成本转嫁能力，公司提升了产品售价，同时公司海外营收增长显著及成功开发了新兴领域带动公司产品销量增长。公司单季度营收显示：前三季度营收环比大幅增长，而第四季度环比下降39.31%，原因是稀土价格至11年8月达到高位后逐步回落，对应产品价格随之下滑。

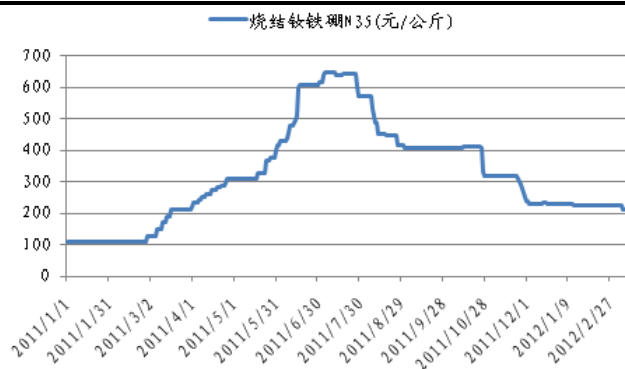
产品结构逐步优化，12年新兴领域有望放量。10年，公司下游领域单一业务占比较大，风电发电营收占比达72.38%。11年，公司凭借产品优势，产品成功拓展至变频空调与汽车等领域。目前公司已成为格力空调高性能钕铁硼材料最大的供应商，11年营收占比为24.72%；金风科技营收占比由10年的67.03%下滑至25.22%，有效降低了单一客户集中风险。目前，公司节能空调压缩机用磁体、汽车用高性能磁体以及混合动力汽车驱动电机用高性能磁体均部分量产，12年有望进一步放量。

图表1：11年公司单季度营收及同比、环比增速



数据来源：Wind，中原证券

图表2：2011-12年烧结钕铁硼N35价格曲线



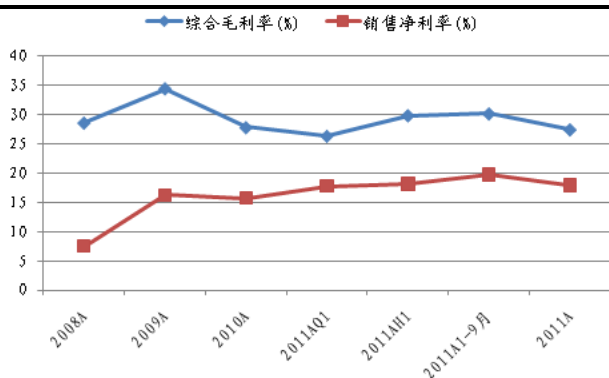
数据来源：百川资讯，中原证券

- **盈利能力基本持平，4季度环比下滑显著。**2011年，公司销售毛利率为27.45%，与去年27.82%的毛

利率基本持平。其中主营业务钕铁硼材料毛利率为26.14%，较去年同期回落1.17个百分点。11年单季度毛利率显示：公司第四季度毛利率为17.95%，同比下滑6.09个百分点，而环比大幅回落12.55个百分点，可能原因一方面是公司为了拓展市场，部分让利于下游客户；其次是上游稀土价格下滑过快，可能产生部分价差损失，11年底，公司存货为3.04亿元，同比增长54.31%。

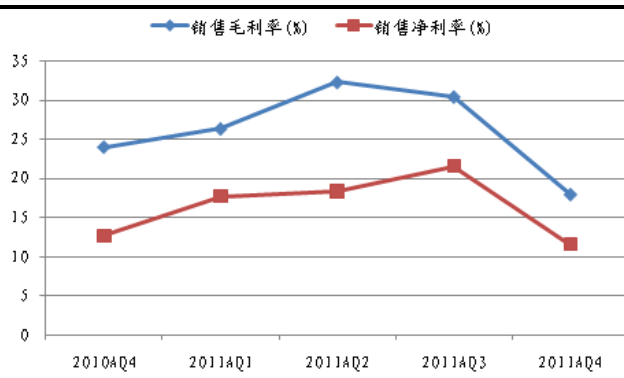
12年盈利能力有望止跌回升。公司长期注重研发投入与技术创新，除已成功量产的节能空调、混合动力汽车用磁体外，公司“超高性能钕铁硼磁体项目”已达863项目的技术指标要求，“细化晶粒提高磁体的矫顽力技术”、“节约资源渗镨技术的开发”等多个项目正处于研发中，项目完成将进一步节约成本与提升公司综合竞争力。同时，12年稀土价格有望逐步企稳且略有回升，预计公司盈利水平将止跌回升。

图表3：2008-2011年公司销售毛利率与净利率



数据来源：Wind，中原证券

图表4：2010-11年单季度销售毛利率与净利率



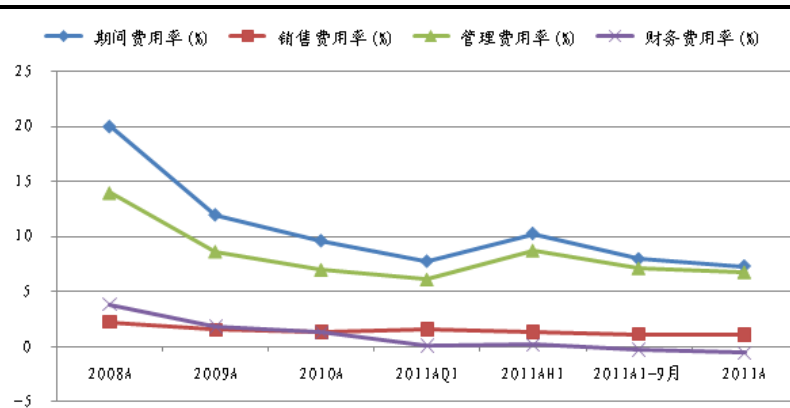
数据来源：Wind，中原证券

- **低资产负债率致期间费用率回落，预计12年持平。**2011年，公司期间费用合计支出8518万元，同比增长32.48%，对应期间费用率为7.26%，较去年同期下滑2.32个百分点。

管理费用大幅增长。11年，公司管理费用支出7926万元，同比增长69.23%，一方面是原材料价格上涨导致研发支出4804万元，同比增长94%；其次是上市导致宣传费、业务招待费等较去年同期增加864万元。

财务费用大幅回落。11年，公司财务费用为-678万元，同比大幅下滑179%，对应财务费用率为-0.58%，较去年下滑1.85个百分点，原因是上市募集资金到位后公司资产负债率由2010年的69.19%大幅回落至11年的31.0%。

图表5：2008-2011年公司期间费用率



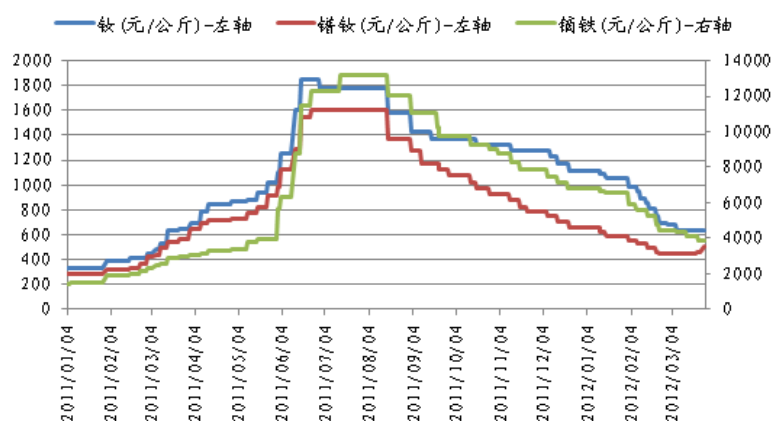
数据来源：Wind，中原证券

- **12年稀土价格止跌回稳，关注公司新兴领域拓展。**钕铁硼主要原材料价格自2011年8月出现回落以来，包钢稀土等宣布实行稀土收储政策；工信部等四部委对重点稀土省/市开展稀土专项整治情况联合检查，首批仅15家符合环保要求，对未入榜名单不予审批新建项目或上市环保审查；稀土专用发票制定已完成，有望2012年年中推出。随着系列政策的实施，稀土价格有望逐步趋于稳定，3月26日镨钕价格由465元/公斤提升至510元/公斤，反转趋势尚需进一步验证，12年后期稀土价格总体有望止跌回稳。

关注公司节能环保新兴领域市场拓展。12年2月，工信部正式发布了《新材料产业“十二五”发展规划》，规划中明确将稀土功能材料列为发展重点，着重强调大力发展超高性能稀土永磁材料，稀土永磁材料迎来历史发展良机。12年二季度，公司将新增产能800吨，总产能为4100吨，募投项目预计将于14年年中完全达产，不排除部分产能提前释放的预期。11年公司产品已延伸至节能空调、新能源汽车等领域，新增产能将逐步消化。

积极布局新能源汽车。3月26日，公司公告投资3000万元持有上海大郡动力控制技术有限公司7.50%的股权，上海大郡专业从事混合动力及纯电动汽车用电机及其控制系统的研发和生产，公司自主开发的混合动力及纯电动汽车用电机系统产品被纳入“十一五”国家863计划节能与新能源汽车重大专项，产品与技术方案主要为一汽、东风、上汽和长安等国内主要汽车生产企业配套，并在奥运会、世博会及“十城千辆”项目中投入示范运营。

图表6：2011-12年主要稀土价格曲线



数据来源：Wind，中原证券

- **盈利预测与投资建议。**预测公司2012年与2013年的每股收益(不考虑转股)分别为1.49元与1.76元，按3月26日35.18元收盘价计算，对应的PE分别为23.66倍与20.04倍。目前估值相对行业较为合理，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**稀土价格大幅波动；经济下滑超预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	6.71	11.73	13.71	16.08
增长比率(%)	71.65	74.74	16.92	17.30
净利润(百万元)	1.05	2.10	2.38	2.81
增长比率(%)	65.54	99.42	13.24	18.09
每股收益(元)	0.88	1.47	1.49	1.76
市盈率(倍)	39.98	23.93	23.66	20.04

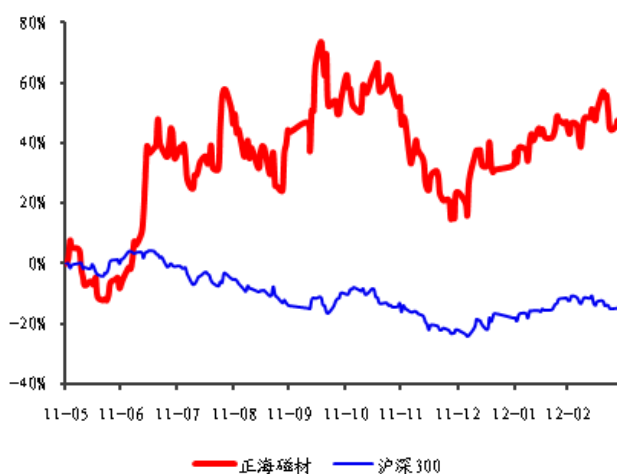
市场数据(2012年03月26日)

收盘价(元)	35.18
一年内最高/最低(元)	42.65/20.50
沪深300指数	2555.44
市净率(倍)	4.40
流通市值(亿元)	14.07

基础数据(2011年12月31日)

每股净资产(元)	7.99
每股经营现金流(元)	0.58
毛利率(%)	27.45
净资产收益率-摊薄(%)	16.43
资产负债率(%)	31.00
总股本/流通股(万股)	16000/4000
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。