

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究助理：牟国洪 021-50588666-8039

微晶磁粉与热压项目值得期待

——银河磁体（300127）调研简报

证券研究报告-公司调研

增持（维持）

发布日期：2012年10月16日

报告关键要素：

我国粘结钕铁硼永磁材料发展受限于MQI专利，而MQI基本成分专利将于14年7月到期，公司投资微晶磁粉项目，提前布局上游原料利于提升公司盈利水平和优化产业结构。综合优势与EPS市场兴起促热压钕铁硼磁体发展，公司年产300吨热压磁体目前进入设备调试阶段。预测公司2012-13年全面摊薄后EPS分别为0.64元和0.82元，按10月15日20.21元收盘价计算，对应PE分别为31.62倍和24.74倍。目前估值相对行业水平偏高，结合公司行业地位与可成长性预期，维持“增持”评级。

事件：

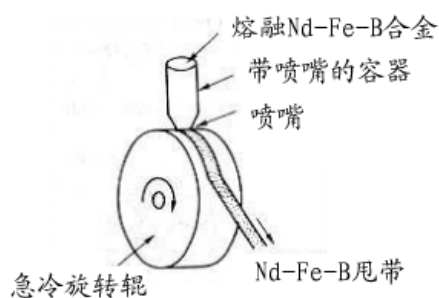
- 近期，我们对银河磁体（300127）进行了实地调研，就行业发展与公司业务进行了交流。

点评：

- 粘结钕铁硼行业发展受限于MQI专利。钕铁硼为第三代稀土永磁材料，按工艺其产品分为烧结、粘结和热压钕铁硼三类，而粘结钕铁硼磁体细分为各向同性与各向异性两种产品，且各向同性市场占比达95%。钕铁硼微晶磁粉为粘结钕铁硼磁体上游基础原料，其制备方法主要包括熔体快淬法、HDDR法、机械合金化法和熔体雾化法，而工业化应用主要为快淬法和HDDR法。熔体快淬法是在快淬速度条件下得到非晶态合金薄带，然后细化后进行晶化处理以提高磁粉矫顽力，其制备磁粉以各向同性为主，磁粉磁能积可达 $120-140\text{KJ/m}^3$ ；而HDDR法包括氢化-歧化-脱氢-重组四步骤，并可直接制备出各向异性的钕铁硼磁粉，且利用HDDR法磁粉制备的粘结钕铁硼磁体性能比各向同性的粘结磁体高30-100%。

熔体快淬法制备钕铁硼微晶磁粉的基本成分专利由麦格昆磁(MQI)掌握，粘结钕铁硼磁体永磁材料在美国、日本、欧洲等专利覆盖地区销售须采用MQI磁粉。目前，MQI占据全球粘结磁粉约85%的市场份额，并涵盖各向同性和各向异性两大类近30余种产品。而各向异性HDDR工艺制备粘结钕铁硼磁体制备具有我国独立知识产权，但其产业化进程相对较慢。

图1：快淬法制备钕铁硼微晶磁粉图示



资料来源：CNKI，中原证券

图2：快淬法制钕铁硼合金薄带图示



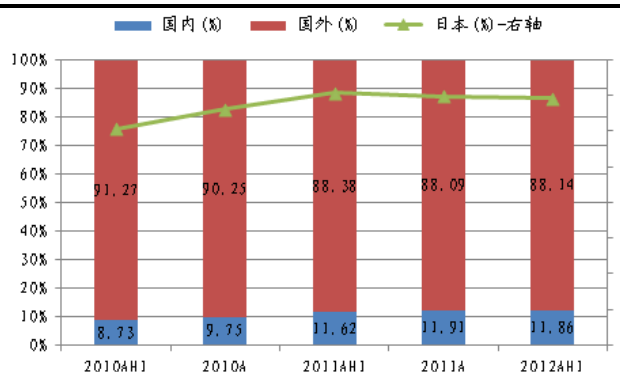
资料来源：中原证券

- 投资微晶磁粉 布局上游原料。销售区域显示，公司国外营收占比维持在88%以上，其中日本占比自

2011年以来维持在70%左右,12年上半年为69.32%。MQI磁粉基本成分专利将于2014年7月到期,而国内微晶磁粉在性能等方面能满足公司大部分产品需求,且国内磁粉价格约为MQI的一半。2012年8月,公司公告设立子公司实施钕铁硼微晶磁粉生产项目:公司使用超募资金4000万元持股占比88.5%;自然人李平(夹江县园通稀土永磁厂独资人)以土地、房屋、设备认缴出资520万元,持股11.5%。目前,子公司乐山银河园通磁粉有限公司已完成注册登记手续,子公司生产磁粉性能和质量位居国内同行前列,预计2014年实现磁粉产量约600吨,实现营收1.20亿元,年利润总额约3000万元。

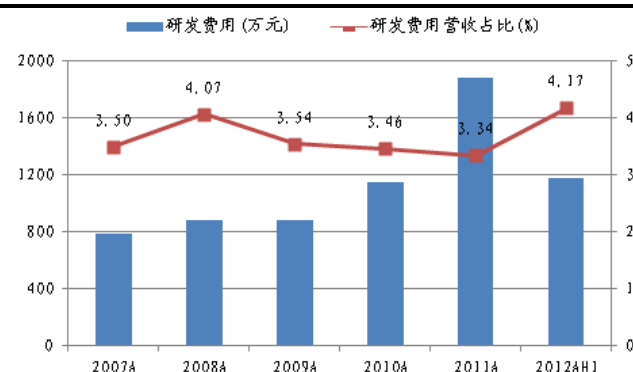
提前布局上游原料将对公司产生两方面积极影响:一是提升公司盈利水平。随着MQI磁粉专利逐步到期和国内营收占比提升,公司国内磁粉采购量将提升,且国内磁粉价格相对较低,将利于提升公司盈利能力;二是利于优化公司产业结构。通过进军上游原料,公司产业链优势将逐步显现,特别是公司具备研发投入高和较强的研发实力,微晶磁粉有望逐步由中低端产品过渡至高端磁粉领域。同时,公司进军上游原料将对热压磁体项目产生积极影响。

图3: 2010-2012年公司营收组成(按区域)



资料来源: Wind, 中原证券

图4: 2007-2012年公司研发投入及营收占比



资料来源: 公司公告, 中原证券

- **综合优势与市场需求促热压钕铁硼磁体发展。**受钕铁硼基本成分专利影响,我国烧结钕铁硼制备需要国际专利授权,而专利授权需要支付较高费用。相比烧结与粘结钕铁硼永磁材料,热压钕铁硼具备以下特点:一是不受国际专利影响,无需支付专利费用;其次烧结钕铁硼不能制成实用的各向同性磁体,热压钕铁硼既能制成高性能各向异性磁体,同时可生产出实用的高性能各向同性磁体;第三与粘结各向同性环形磁体相比,热压各向同性环形磁体磁性高半倍到一倍,使其在环形磁体应用领域优势显著;第四由于采用热压工艺,热压钕铁硼具有纳米晶微结构,其晶粒尺寸约50nm,与烧结钕铁硼微米晶结构相比,前者抗腐蚀性更好,从而在抗腐蚀性等后续处理方面成本较低,如后续加工损耗显著降低。第五是纳米晶微结构将降低稀土添加量,热压磁体具备成本优势。为提升磁体矫顽力,烧结钕铁硼制备需添加一定量的稀土Dy和Tb,而热压钕铁硼晶粒尺寸小于临界畴壁尺寸,纳米尺寸效应等因素利于提升磁体矫顽力,故其Dy和Tb添加量相对较小。

EPS市场兴起利好热压钕铁硼磁体发展。与HPS相比,EPS能在不同状态下提供最佳助力,改善汽车转向特性,现已成为汽车动力转向系统未来的发展趋势。而高性能钕铁硼永磁材料是EPS核心零部件之一,预计我国2011年EPS磁体需求量约1300吨,较10年增长40%以上。目前,EPS用磁体包括烧结和热压钕铁硼,其中热压钕铁硼规模化生产者主要为日本大同电子,其产品在价格和性能方面具有一定优势。结合热压钕铁硼磁体特点和应用现状,预计热压钕铁硼首先在环形磁体方面将逐步替代烧结钕铁硼,并在此基础上逐步延伸至其它应用领域。

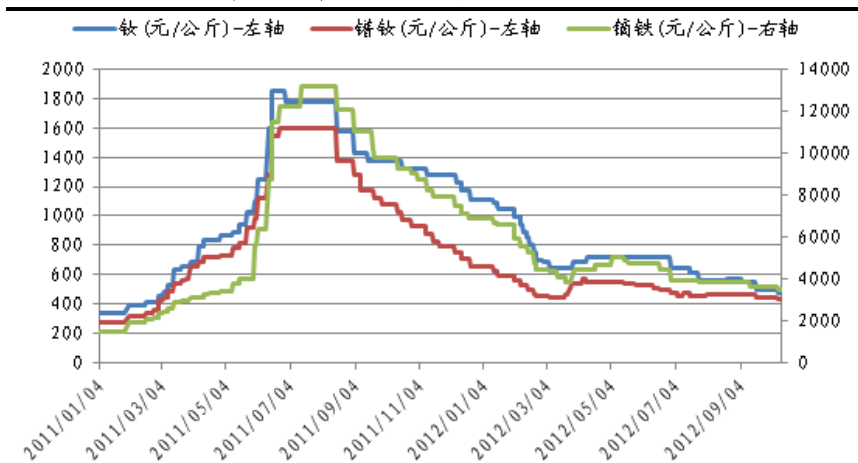
- **公司是国内热压钕铁硼磁体先行者。**2012年2月,公司公告使用超募资金3800万元投资年产300吨热压磁体项目,项目预计2014年3月底达产,达产后实现营收1.5亿元以上,利润总额3500元。公司热

压磁体生产设备坚持自主设计与定制，目前正处于设备调试阶段。

设备出口限制政令利好公司发展。日本经济产业省宣布自12年8月1日起实现新的出口贸易管理政令：限制高性能磁石（即高性能钕铁硼永磁材料）及相关制造设备、零部件出口。我们认为该政策利好公司，原因一是公司IPO募投项目中已积累设备国产化改造经验，且产品性能达到进口设备水准；其次是自主化热压磁体项目设备已进入调试阶段，调试成功后将位于国内领先水平；第三是出口限制政令将使日本企业在国内投资高性能钕铁硼永磁材料的计划推迟或实施更加困难。

- **公司四季度业绩环比有望改善 全年业绩将下滑。**公司业绩预告显示：12年前三季度归属于上市公司股东净利润同比下滑39-44%，而上半年净利润同比增长38.05%。公司第三季度业绩大幅下降原因主要是两点：一是全球经济不景气致下游需求疲软，特别是三季度需求下滑较大；其次是11年第三季度稀土价格位于最高水平，对应产品价格位于历史高点。而12年第三季度以来，受下游需求疲软、美国钼公司上游稀土企业有望达成等因素影响，上游稀土价格仍处于震荡下行态势，稀土价格下滑致公司产品价格较去年同期大幅下降。四季度为电子产品需求旺季，有望带动下游需求好转，预计公司四季度业绩环比改善。目前上游稀土价格仍未企稳，可能仍有一定的下降空间，但我们认为上游稀土价格跌回2011年初的概率较小。

图5：2011-2012年主要稀土价格走势



资料来源：Wind，中原证券

- **盈利预测与投资建议：**预测公司2012、2013年全面摊薄后的每股收益分别为0.64元和0.82元，按10月15日20.21元收盘价计算，对应PE分别为31.62倍和24.74倍。目前估值相对行业水平偏高，结合公司行业地位及成长性预期，维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**全球经济下滑超预期；上游稀土价格大幅波动；项目进展低于预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	331.74	563.62	527.30	673.90
增长比率（%）	33.12	69.90	-6.44	27.80
净利润（百万元）	53.70	144.00	103.27	131.97
增长比率（%）	32.20	168.15	-28.28	27.79
每股收益（元）	0.33	0.89	0.64	0.82
市盈率（倍）	60.81	22.68	31.62	24.74

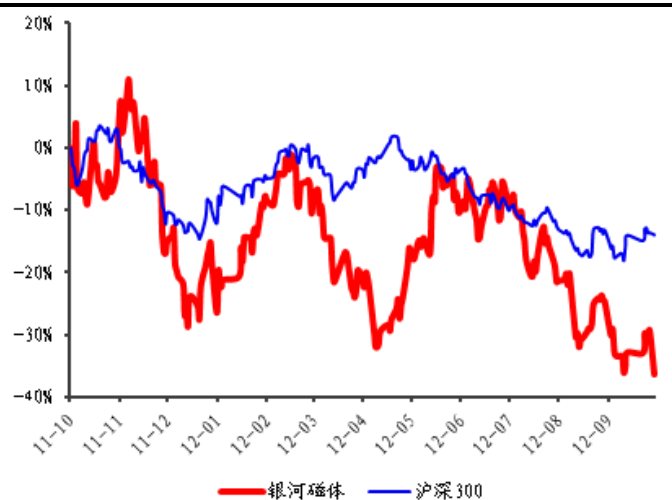
市场数据（2012年10月15日）

收盘价（元）	20.21
一年内最高/最低（元）	36.43/20.21
上沪深300指数	2294.86
市净率（倍）	3.22
流通市值（亿元）	8.29

基础数据（2012年06月30日）

每股净资产（元）	5.98
每股经营现金流（元）	0.49
毛利率（%）	25.81
净资产收益率-摊薄（%）	4.96
资产负债率（%）	11.54
总股本/流通股（万股）	16157/4100
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。

免责条款

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。