



2017-02-14

公司深度报告

买入/维持

正海磁材 (300224)

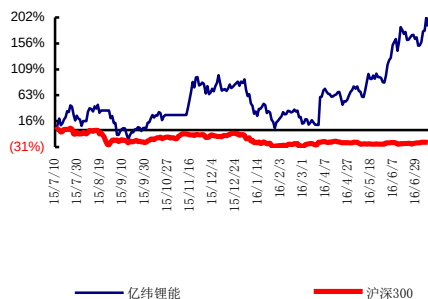
目标价: 21

昨收盘: 17.96

有色金属 金属非金属新材料

双主业齐发力，公司增长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	506/485
总市值/流通(百万元)	9,092/8,706
12 个月最高/最低(元)	25.23/15.15

相关研究报告:

《稀土永磁+新能源汽车电机电控，
双主业驱动加速增长》
——2017/01/18

证券分析师：张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

证券分析师助理：张文臣

电话: 010-88321731

E-MAIL: zhangwc@tpyzq.com

报告摘要

烧结钕铁硼将实现中高速增长。烧结钕铁硼永磁材料作为第三代磁性材料凭其高新能源被广泛应用于风电、汽车、医疗、电子和军工等领域。公司以高端稀土永磁为主，下游市场包括新能源汽车驱动电机、汽车转向助力电机（EPS）、风力发电、变频家电等领域，得到了客户的一直认可。公司已经拿到 NeoMax 的专利授权，为开拓海外市场打下坚实基础。另外，公司还计划将产能扩建到 8000 吨。

汽车用烧结钕铁硼应用的高端市场，要求严，门槛高。正海磁材通过多年的研发，成功打入汽车 EPS 用电机市场，成为跨国巨头企业的供应商，该业务将保持高速增长。全球汽车电动化、节能化趋势不可逆转，单台新能源乘用车对烧结钕铁硼的需求在 2kg 左右，这是完全新增的市场需求，需要量几千吨。该领域是烧结钕铁硼的最高端市场，需经过长期认证才能量产。

新能源与变频家电市场回暖。公司是全球最大永磁直驱风电设备供应商的最主要供应商，随着永磁直驱风机的市场份额增长，对永磁体的需求也平稳增长。采用烧结钕铁硼永磁材料的变频空调体积小、噪音小、节能效果更明显，国家最新规定 2 匹以上的空调强制使用钕铁硼电机。

稀土具有涨价预期。稀土材料凭其优异的磁学、光学等性能，应用市场广泛。我国稀土资源分布广，储量大，开采成本高。长期以来，我国都是稀土原材料供应大国，却没有定价权，导致稀土资源企业处于亏损状态，我国稀土原材料急需供给侧改革。2016 年，工信部牵头的打击黑稀土（稀土盗采盗卖）行动已经展开。因此，我们判断稀土原材料价格应该会稳中有升，这将利好整个稀土产业链。

上海大郡是新能汽车电机电控龙头。上海大郡是正海磁材控股子公司，双方具有上下游关系，协同性好。大郡现有电机电控总成产能 10

万套，未来再建 40 万套。大郡控制凭借《高功率密度电机控制器》荣获首批科技部国家重点研发计划，成为新能源汽车控制器领域国家重点支持的两家电机控制器企业之一，表明公司的技术水平已经得到国家的认可。公司与国内主要整车或是配套企业都已经接触，现有产品，从数量来看是乘用车更多，是北汽、广汽、银隆、金旅等国内新能源汽车龙头企业的核心供应商。公司在未来几年内都将保持高速增长，对母公司的营业收入和利润的贡献也越来越大。

投资建议：公司属于高技术企业，双主业在相应的细分市场都有非常重要的市场地位，未来几年内都将保持中高速增长。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为：0.38 元、0.52 元和 0.68 元，对应市盈率分别为，46/34 和 26 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：稀土永磁市场推广受阻；新能源汽车推广不达预期；市场竞争风险。

■ 主要财务指标

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,366	1,619	2,185	2,840
归母净利润(百万元)	158	191	262	344
摊薄每股收益(元)	0.31	0.38	0.52	0.68

资料来源：Wind，太平洋证券整理

目录

一、 历史业绩稳定	5
(一) 公司发展历程及成就	5
(二) 股权结构及股东背景	5
(三) 历史业绩回顾	6
二、 稀土基本情况	7
(一) 稀土资源	7
(二) 稀土元素	8
(三) 稀土在永磁领域的应用	9
三、 稀土永磁	9
(一) 永磁材料发展史	9
(二) 稀土永磁专利	10
(三) 烧结钕铁硼生产工艺	11
(四) 中国是世界最大的稀土永磁生产国	12
(五) 永磁机组占有率稳中有升	12
(六) 节能与新能源汽车	13
(七) 转向助力电机（EPS）渗透率提高	14
(八) 微特电机	14
(九) 白色家电领域	15
四、 收购上海大郡，实现双主业	16
(一) 技术领先，稳步向龙头	16
(二) 新能源汽车市场处于起步阶段，空间巨大	17
五、 投资建议	18

图表目录

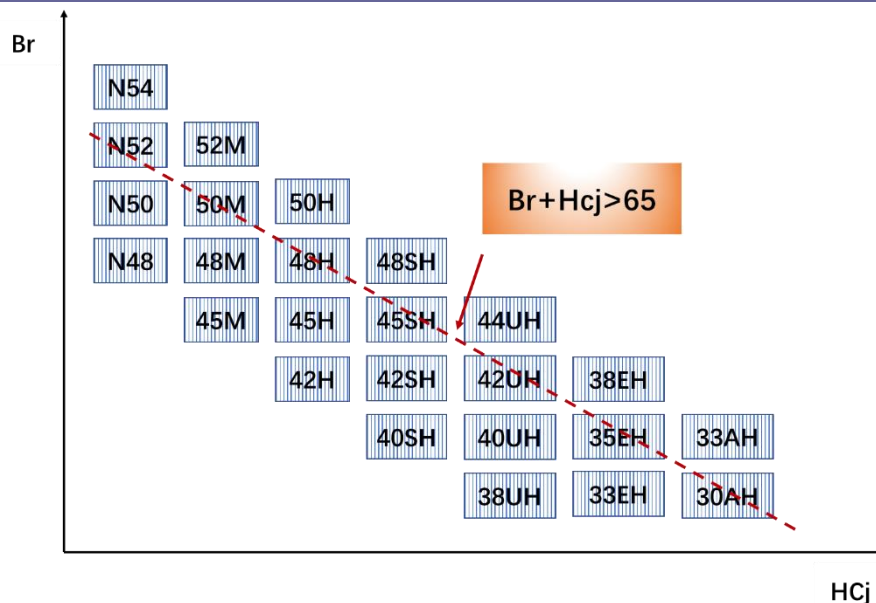
图表 1: 钕铁硼性能图	5
图表 2: 公司股权结构及业务	6
图表 3: 过去 5 年，营业收入及增速 万元	6
图表 4: 过去 5 年，公司主营构成	6
图表 5: 过去 5 年，公司产品毛利率	7
图表 6: 过去 5 年，公司净利润 万元	7
图表 7: 世界稀土资源分布情况	7
图表 8: 我国稀土金属出口量 吨	8
图表 9: 我国稀土金属出口金额 万美元	8
图表 10: 稀土元素种类	8
图表 11: 稀土氧化物开采总量 吨	8
图表 12: 金属钕 99.0-99.9% 元/公斤	9
图表 13: 金属镨 96.0-99% 元/公斤	9
图表 14: 金属镱≥99.0%	9
图表 15: 金属铽≥99.9% 元/公斤	9
图表 16: 磁性材料发展史	10
图表 17: 钕铁硼专利和企业关系图	11
图表 18: 烧结钕铁硼生产流程	11
图表 19: 我国主要钕铁硼企业的产能 吨	12
图表 20: 钕铁硼细分市场比例	12
图表 21: 全球风电装机容量 MW	13
图表 22: 2016 年，中国风电设备厂家市场份额	13
图表 23: 2016 年，全球主要新能源汽车企业销量 辆	13
图表 24: 中国新能源汽车年度销量及预测 辆	13
图表 25: 节能与新能源汽车路线图	14
图表 26: 电机在汽车上应用示意图	15
图表 27: 工业自动化	15
图表 28: 我国空调销量 万台	15
图表 29: 我国冰箱销量 万台	15
图表 30: 我国洗衣机销量 万台	16
图表 31: 我国变频产品的渗透率	16
图表 32: 上海大群发展里程碑	17
图表 33: 新能源汽车产销量结构预测 辆	17
图表 34: 电机电控市场规模预测 亿元	17

一、历史业绩稳定

（一）公司发展历程及成就

烟台正海磁性材料股份有限公司（下文简称：正海磁材）成立于 2000 年 3 月，经过十年的打拼，于 2011 年 5 月 31 日登陆创业板，股票代码 300224.SZ。公司研发实力强大，在国内同行处于领先地位。烧结钕铁硼产品公认的理论最高磁能积为 64MG0e，2005 年，原住友金属（现已被日立金属收购）研发出磁能积 59.6MG0e 的烧结钕铁硼，迄今都是世界最高水平。2006 年，正海磁材研发出磁能积 56MG0e 的烧结钕铁硼产品，迄今是国内最高水平。2015 年，正海磁材与中国钢研科技集团有限公司等单位合作完成的“稀土永磁产业技术升级与集成创新”项目，荣获国家科技进步二等奖。稀土永磁牌号按磁能积和矫顽力进行分类，通常将这两者数字之和大于 65 的定义为高性能产品，正海磁材以高性能产品为主。

图表 1：钕铁硼性能图

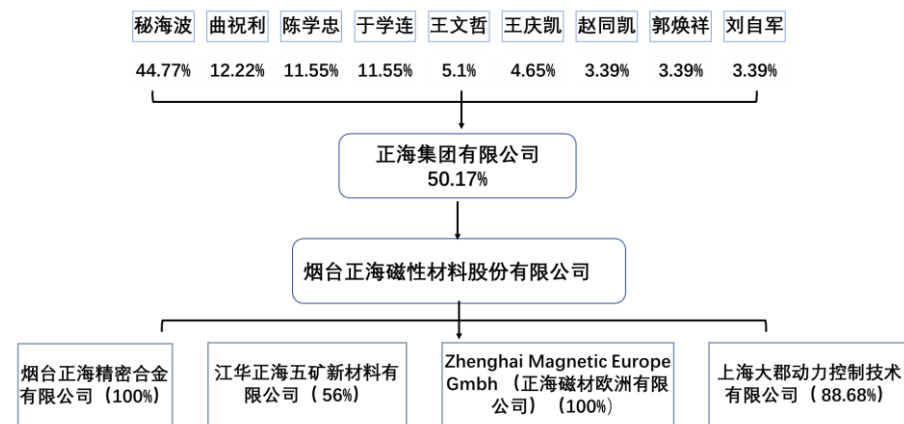


资料来源：太平洋证券整理

（二）股权结构及股东背景

公司在完成最新一批非公开发行后，A 股总股本 556,752,741，流通 A 股 484,866,820，占比 87.09%，限售 A 股 71,885,921，占比 12.91%。正海集团持有 50.17% 的股权，为第一大股东，秘海波持有正海集团 44.77% 的股份，是公司的实际控制人。

图表 2：公司股权结构及业务

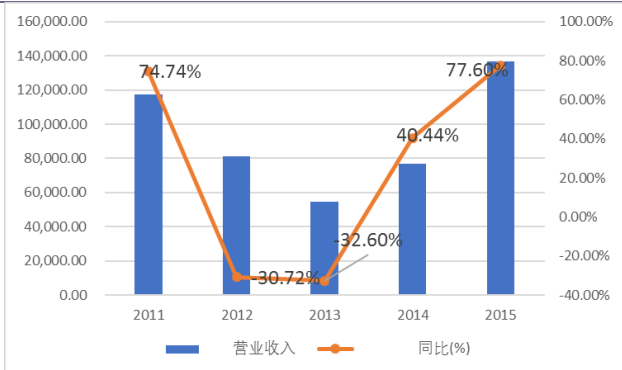


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三) 历史业绩回顾

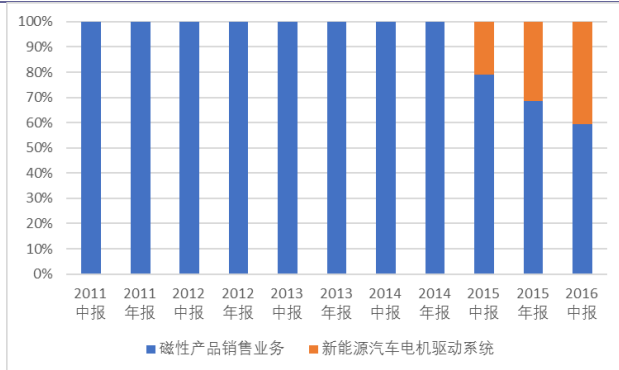
2015 年以前，公司以高性能钕铁硼磁体的研发、生产和销售为主；2015 年，公司完成了对上海大郡 81.53% 股权收购，持股比例达到 88.68%，实现了在新能源汽车产业核心环节——新能源汽车电机驱动系统业务的布局，开启了“高性能钕铁硼永磁材料+新能源汽车电机驱动系统”的双主业的跨越式发展模式。2015 年以来，新能源汽车电机电控系统在公司营业收入的占比逐步扩大，已成为公司快速发展的重要推力。

图表 3：过去 5 年，营业收入及增速 万元



资料来源：WIND，太平洋证券整理

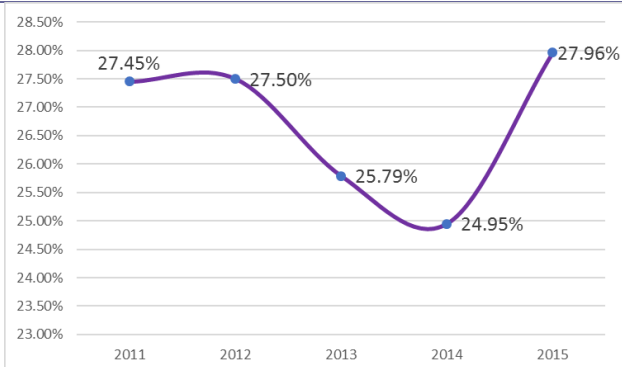
图表 4：过去 5 年，公司主营构成



资料来源：WIND，太平洋证券整理

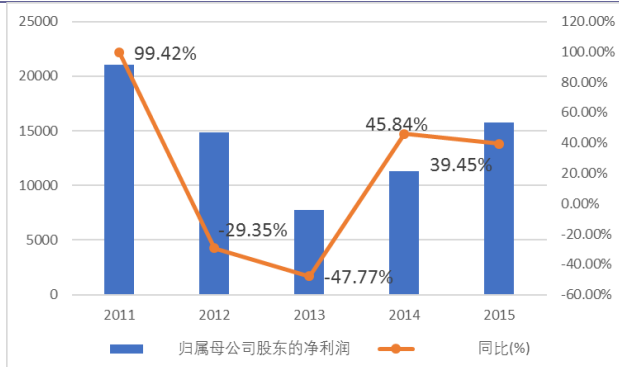
在过去几年中，我国稀土价格处于下落区，稀土永磁产品的盈利能力直接受到影响，公司的毛利率下降。在收购上海大郡后，由于新能源汽车电控毛利率较高，扭转了公司毛利率继续下降趋势，也增厚了公司的净利润。公司业绩预计 2016 年同比上升 15-30%，净利润为 18,133.14-20,498.34 万元。

图表 5：过去 5 年，公司产品毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：过去 5 年，公司净利润 万元



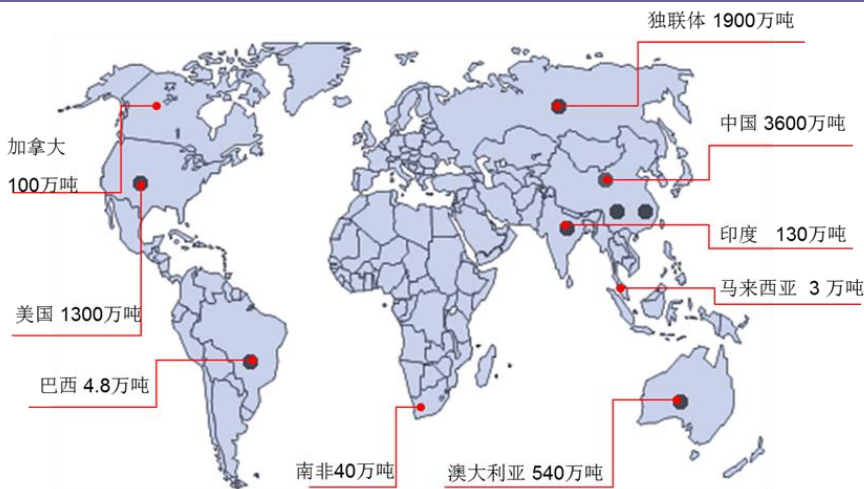
资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、 稀土基本情况

(一) 稀土资源

稀土元素在地壳中丰度并不稀少，只是分散而已。虽然稀土的绝对量很大，但就目前为止能真正成为可开采的稀土矿并不多，而且在世界上分布极不均匀，在已探明的储量中，除中国居世界之首外，美国、印度、俄罗斯等独联体国家、澳大利亚、加拿大、埃及等几个国家的稀土储量也很丰富。近年来，在越南也发现了大型的稀土矿床。另外，南非、马来西亚、印度尼西亚、斯里兰卡、蒙古、朝鲜、阿富汗、沙特阿拉伯、土耳其、挪威、格陵兰、尼日利亚、肯尼亚、坦桑尼亚、布隆迪、马达加斯加、莫桑比克、埃及等国家和地区也发现了具有一定规模的稀土矿床。

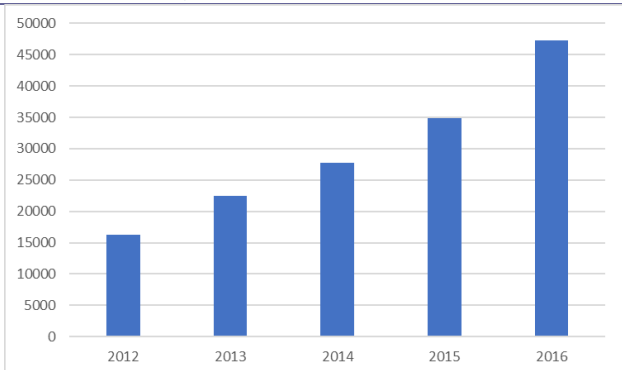
图表 7：世界稀土资源分布情况



资料来源：美国地质调查局，太平洋证券整理

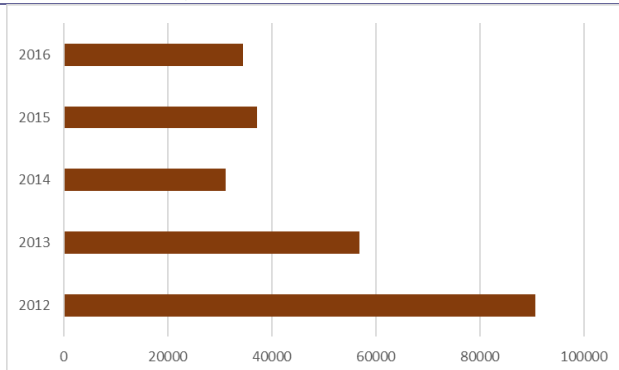
中国是世界上最大的稀土输出国。稀土的开采流程长，对环境破坏较大，综合成本较高，世界其他地区的稀土矿开采的较少，中国是世界上最主要的稀土资源出口国。2012 年以来，我国稀土出口数量每年递增，由于价格处于回落区，出口总金额在下降。

图表 8：我国稀土金属出口量 吨



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 9：我国稀土金属出口金额 万美元

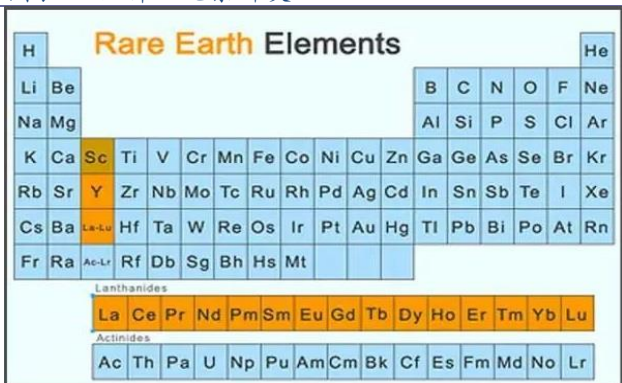


资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 稀土元素

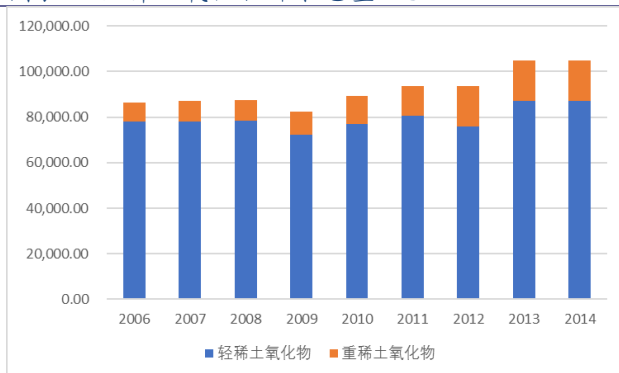
稀土是指元素周期表中原子序数为 57 到 71 的 15 种镧系元素，以及与镧系元素化学性质相似的钪 (Sc) 和钇 (Y) 共 17 种元素。根据原子量的大小，通常将稀土分为轻稀土和重稀土两大类，我国稀土分布有较大的地域差异，“南重北轻”(北方等地区以轻稀土为主，南方地区重稀土较多)，南方离子型重稀土是世界独有。我国稀土资源主要采取开采总量限制，稀土元素素有“工业维生素”美称，被广泛应用在新材料、国防军工等高精尖领域，单价较高，盗采现象严重，因此打击“黑稀土”行动对稳定稀土市场有重要的作用。

图表 10：稀土元素种类



资料来源：新材料在线，太平洋证券整理

图表 11：稀土氧化物开采总量 吨



资料来源：WIND，太平洋证券整理

(三) 稀土在永磁领域的应用

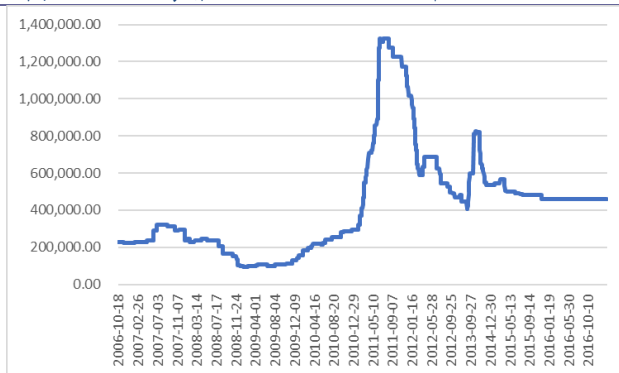
稀土永磁是稀土应用的最大市场，主要需求镨、钕、镝和铽等元素，这些元素的价格也较高，目前处于价格底部，在打黑和行业整合的共同作用下，稀土价格具有上涨预期。现有稀土永磁行业的营业模式，稀土涨价能传导到下游，并能增厚公司的利润。因此，稀土涨价对行业是利好。

图表 12：金属钕 99.0-99.9% 元/公斤



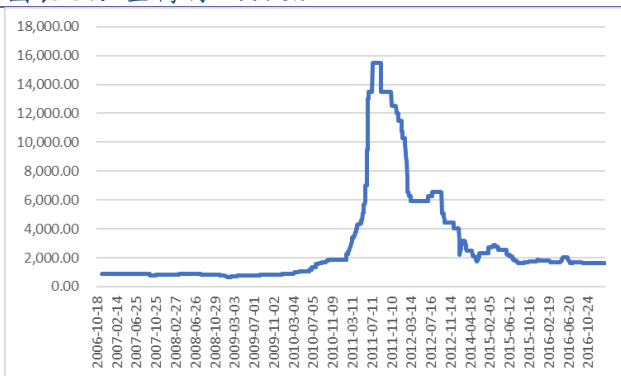
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 13：金属镨 96.0-99% 元/公斤



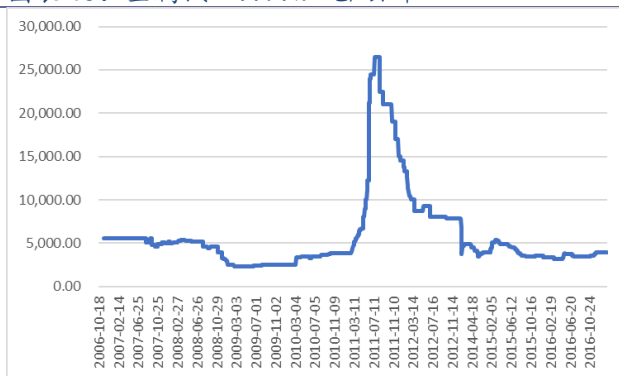
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 14：金属镝 ≥99.0%



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 15：金属铽 ≥99.9% 元/公斤



资料来源：WIND，太平洋证券整理

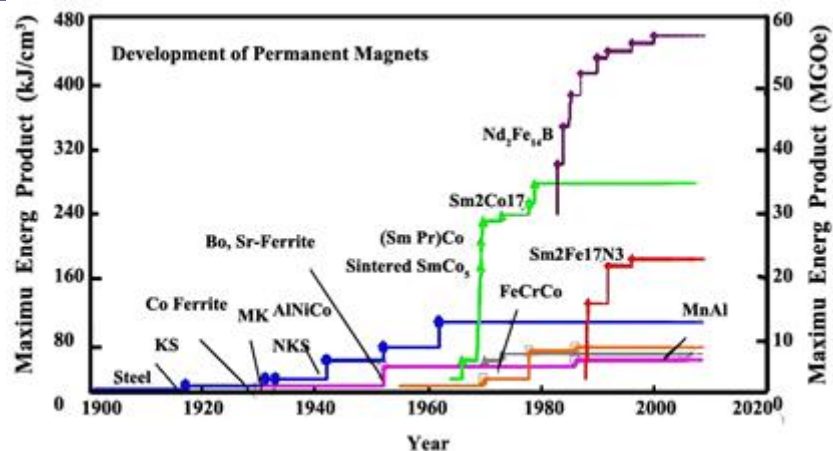
三、 稀土永磁

(一) 永磁材料发展史

永磁材料是一种重要的功能材料，它具有能量和信息的储存和转换功能。两千多年前人们就已经发现自然界中的铁矿石（Fe₃O₄）具有相互吸引的特性，当时，人们称之为“磁石”。公元 1080 年，指南针的发明是永磁材料最早的实际应用。人类最先能够大量生产的永磁材料只是各种淬火马氏体钢。1931 年以后出现了 Fe₂AlNi 的合金，以后通过添加 Co 逐渐形成了 AlNiCo 系永磁合金。这

些永磁材料的矫顽力都只有几百奥斯特。铁氧体永磁材料的矫顽力较高，具有单轴六角晶系。至此人们对永磁材料的认识有了重要的发展：为了获得高矫顽力的永磁材料，必须有较大的磁晶各向异性。元素周期表中的 VIII 的 Fe、Co、Ni 虽然有较强的交换作用，高磁有序温度，自上世纪六十年代，以稀土金属和 3d 过渡族金属形成的金属间化合物为基体的稀土永磁材料，并已经成为高新技术的多功能化、智能化新技术产业的重要物质基础。稀土永磁分为：钐钴 1:5 (SmCo_5)，钐钴 2:17 ($\text{Sm}_2\text{Co}_{17}$) 和钕铁硼 ($\text{Nd}_2\text{Fe}_{14}\text{B}$)。1983 年，在匹兹堡召开的第 29 届世界磁学会议上，日本住友特殊金属公司的 Sagawa 等人宣布发明了“钕铁硼”稀土永磁材料，第三代稀土永磁材料诞生了。钕铁硼较传统永磁材料最突出优点是磁性能高，被誉为“永磁王”。

图表 16：磁性材料发展史

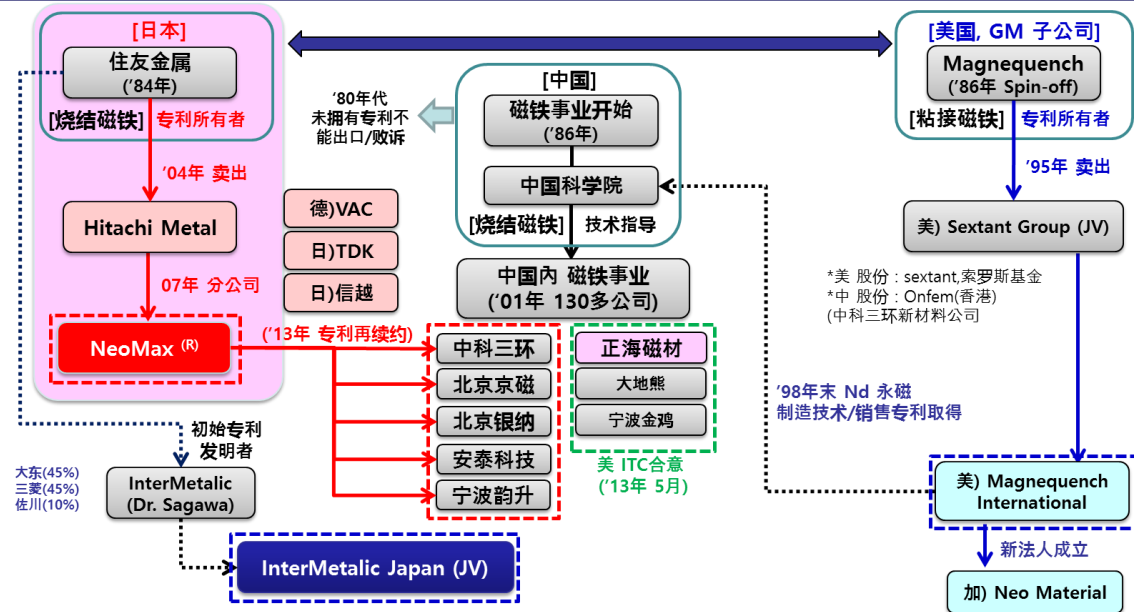


资料来源：太平洋证券整理

(二) 稀土永磁专利

根据技术路线，钕铁硼永磁材料分为烧结钕铁硼和粘结钕铁硼两大类，烧结钕铁由日本住友金属发明，粘结钕铁硼由美国麦格昆磁发明。烧结钕铁硼永磁材料应用市场更为广泛。日本住友凭借烧结钕铁硼的原始专利，处于烧结钕铁硼的领先地位。2013 年 7 月，烧结钕铁硼原始成分专利到期，日立金属（住友）又申请了工艺专利，该专利争议较大。目前，包括正海磁材在内的 8 家中国公司取得了日立金属的专利授权。

图表 17：钕铁硼专利和企业关系图



资料来源：太平洋证券整理

(三) 烧结钕铁硼生产工艺

烧结钕铁硼是高技术含量产品，涉及元素广，工艺流程复杂。

图表 18：烧结钕铁硼生产流程

5、工艺流程

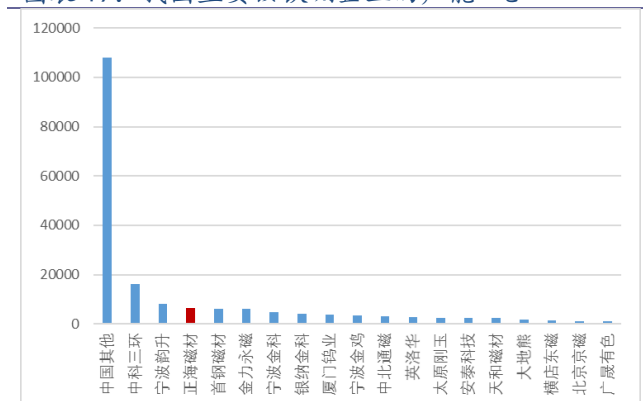


资料来源：太平洋证券整理

(四) 中国是世界最大的稀土永磁生产国

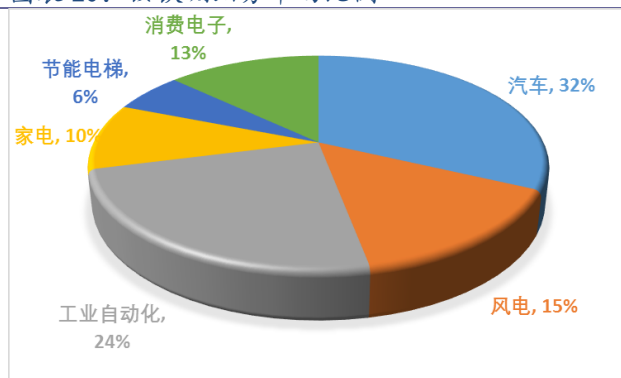
中国凭借稀土资源和成本的优势，大力发展钕铁硼永磁材料行业，已成为世界上生产和销售钕铁硼最多的国家，年产量在 10 万吨左右，占全球的 80-90%。世界其他国家只有德国的真空熔炼、日本 Neomax、TDK 和信越四家企业生产稀土永磁。稀土永磁具有机械能与电磁能相互转换的功能及磁的各种物理效应(如磁共振效应，磁力学效应，磁光效应，磁化学效应，磁生物效应，磁阻效应和霍尔效应等)而被制作成磁性功能器件广泛应用于计算机、汽车、风电、航空航天、工业自动化和医疗等领域。目前，我国稀土永磁的低端产能过剩，高端市场的竞争相对小些。我们预计未来 5 年，我国稀土永磁仍将保持 10%以上的年复合增长率增长。

图表 19: 我国主要钕铁硼企业的产能 吨



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

图表 20：钕铁硼细分市场比例



资料来源：太平洋证券整理

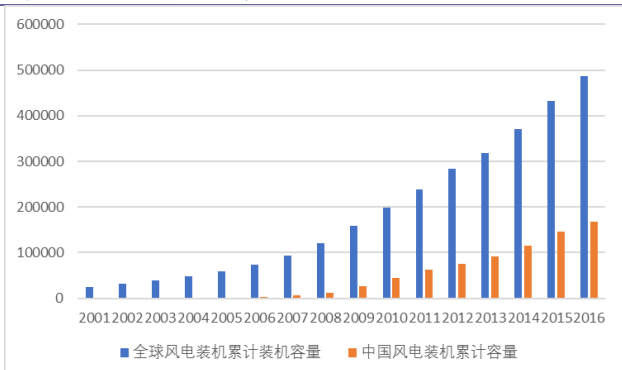
(五) 永磁机组占有率稳中有升

风力发电成为全球最为重要的绿色能源，自 2009 年以来中国就成为世界上最大的风电市场。我国的风电装机容量和发电量快速增长，成为新能源中排名第一的能源，也是仅次于火电、水电的第三大电源。随着能源结构的调整，风电在我国能源结构中的地位将越来越重要。风电目前正处于由替代电源向主力电源过渡的时期，未来将会成长我国能源结构中的主力电源之一。根据风力发电的技术路线，我们可以将发电机组分为双馈电机、直驱永磁电机和半直驱电机，稀土永磁主要应用在直驱和半直驱电机中，以中端产品为主，单一电机用量大，供应链关系稳定，先进入供应链体系的供应商具有较大的优势，正海磁材就与国内最大的风电设备企业保持良好的合作关系，其产品在风电市场具有重要的地位。

分析各风电公司的技术路线和市场份额，我国需要稀土永磁的风力发电机占比大约为 40%。海上风电场开发成本高，维修难度大且成本高，海上风电更倾向于大功率的易于维修的永磁直驱发电机。根据《风电发展“十三五”规划》，到 2020 年底，我国风电累计并网装机容量确保达到 2.1 亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到 500 万千瓦以上。因此，稀土永磁在风电领域的应

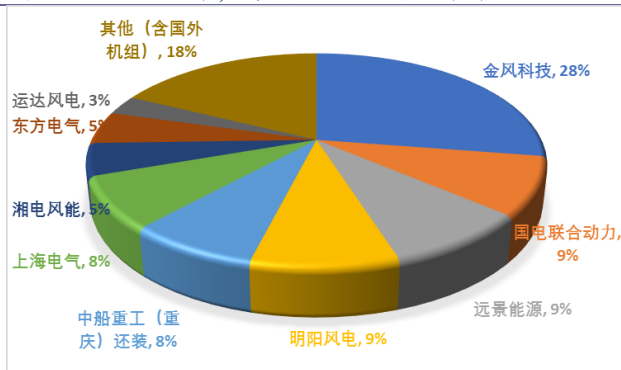
用将保持稳定的增长。

图表 21：全球风电装机容量 MW



资料来源：全球风能协会，太平洋证券整理

图表 22：2016 年，中国风电设备厂家市场份额

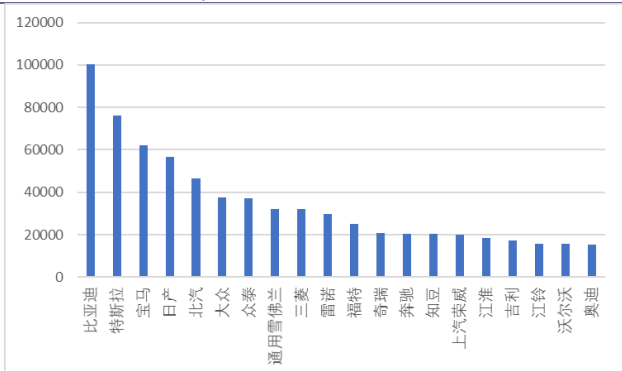


资料来源：BP，太平洋证券整理

(六) 节能与新能源汽车

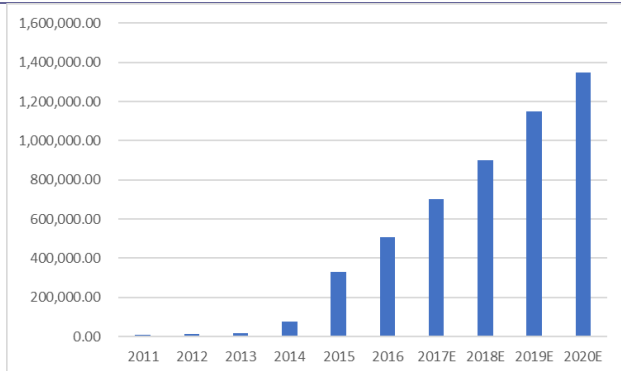
全球汽车节能化、电动化和智能化的趋势不可阻挡，以特斯拉为龙头的纯电动和丰田为龙头的混合动力得到了市场的认可。新能源汽车是《中国制造 2025》重头戏，在国家大力支持下，我国新能源汽车累计产销量已经超过 100 万辆。在《节能与新能源汽车技术路线图》中，国家进一步明确了新能源汽车的发展方向。短期规划：到 2020 年，新能源汽车销量占整个汽车销量的 7%，我国新能源汽车保有量将达到 500 万辆，新能源汽车产量的年复合增长率将达 30%以上。以普通混合动力为代表的节能汽车在我国还处于起步阶段，未来增长空间巨大。不论是新能源汽车，还是节能汽车的核心驱动电机均以永磁电机为主，现有永磁产品技术水平已经完全满足该领域的要求，属于最高端产品。进入该领域的稀土永磁企业首先是技术得到认可，同时能带来丰厚的回报。正海磁材凭借优异的产品，在该领域已经占据了有利的竞争位置，增速较大。

图表 23：2016 年，全球主要新能源汽车企业销量 辆



资料来源：EV sales，太平洋证券整理

图表 24：中国新能源汽车年度销量及预测 辆



资料来源：太平洋证券整理

图表 25：节能与新能源汽车路线图

	2015	2020	2025	2030
市场需求	汽车年产销规模达到3000万辆	汽车年产销规模达到3500万辆	汽车年产销规模达到3800万辆	
	乘用车新车整体油耗降至5 L/100km	乘用车新车整体油耗降至4 L/100km	乘用车新车整体油耗降至3.2 L/100km	
	商用车平均油耗累计降低10%以上	商用车平均油耗累计降低15%以上	商用车平均油耗累计降低20%以上	
	消费者对信息化与智能化产品需求的持续增强	低碳化、信息化和智能化成为解决“能源、污染、拥堵、安全”		
产品应用	节能汽车年销量占比超过30%	节能汽车年销量占比达到40%	节能汽车年销量占比50%	
	新能源汽车年销量超过总销量7%	新能源汽车年销量超过总销量15%	新能源汽车年销量超过总销量40%	
	远程通讯终端整车装备率将达50%	远程通讯终端整车装备率增至80%，近距通讯互联终端装备率将达到30%	智慧交通系统基础设施建设完成，信息化、智能化法律法规与标准完善	
	驾驶辅助（DA）、部分自动驾驶（PA）车辆市场占有率约50%	DA、PA车辆占有率保持稳定，高度自动驾驶（HA）车辆占有率约10%-20%	完全自动驾驶（FA）车辆市场占有率近10%	
产业基础	形成低碳消费与管理体系	形成全国生命周期低碳管理体系	汽车碳排放总量在2028年前达到峰值	
	单位GDP能耗水平下降20%	单位GDP能耗水平下降35%	单位GDP能耗水平下降50%	
	初步形成以企业为主体、市场为导向、政产学研用紧密结合、跨产业协同发展的汽车自主创新体系	基本建成自主可控完整的汽车产业链与绿色、智慧交通体系	普通道路的交通效率提高80%，交通事故致减少80%，交通事故死亡人数减少90%，汽车交通碳排放减少20%	
	启动智慧交通城市建设，基于网络的设计、制造、服务一体化工程	实现汽车全生命周期的数字化网络化智能化，初步完成汽车产业转型升级	初步形成可实现“超低碳、零伤亡、零拥堵”的智慧交通体系	
	突破动力电池、电控系统、传感器等核心技术	以智能网联汽车为重点形成产业共性技术创新中心	形成完善的汽车技术创新体系，围绕产业链形成完备的创新链与资源链	

资料来源：欧阳明高 PPT，太平洋证券整理

（七）转向助力电机（EPS）渗透率提高

汽车转向系统已经从最初的机械式转向、液压助力转向（Hydraulic Power Steering, HPS）发展到电动助力转向（Electrical Power Steering, EPS）。随着微电子控制技术在汽车领域的广泛使用，以及世界节能环保两大主题的推广，EPS 的优越性越来越突出，成为转向技术研究的重点和热点内容。早在 1980 年代，国外就已经研制成功 EPS 并装车使用，现在全球电动助力转向器的渗透率就在 30% 左右，未来空间巨大。市场也主要被博世、电产等海外巨头垄断，正海磁材已经进入了 EPS 巨头供应链，预计未来几年都保持中高速增长。

（八）微特电机

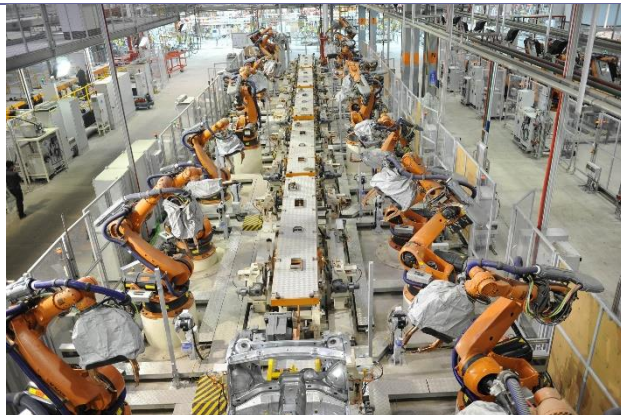
微特电机是工业自动化、农业现代化、武器装备现代化、办公自动化、家庭现代化等各个领域不可缺少的基础产品，其应用范围非常广泛，而且随着经济发展程度和技术进步还将进一步拓展。随着节能减排要求的不断提高，工业自动化的持续推进，汽车轻量化，稀土永磁在该领域的应用越来越广。

图表 26：电机在汽车上应用示意图



资料来源：互联网，太平洋证券整理

图表 27：工业自动化

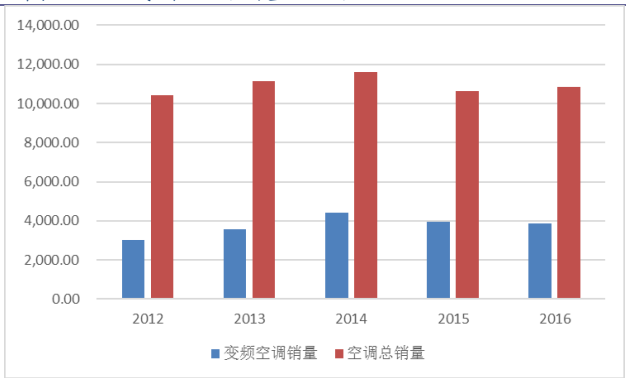


资料来源：互联网，太平洋证券整理

(九) 白色家电领域

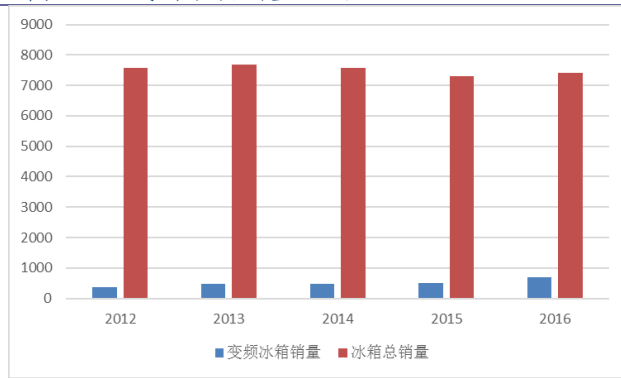
国家节能减排路线的实施，白色家电领域的节能要求提高。我国已经是世界最大的白色家电生产国，但高端变频产品更多的出口到海外。随着产品的研发和制造水平逐步提高，成本降低，海外市场消费体验传导到国内，变频产品在国内的市占率会越来越高。永磁是变频家电的核心部件，现在主要采用永磁铁氧体和稀土永磁两类。随着节能和降噪要求的不断提高，稀土永磁在低能耗要求的产品上将占据主导地位。尤其是空调领域，国家最新规定 2 匹以上的空调强制使用钕铁硼电机。白色家电对成本敏感，像 2010 那样稀土价格暴涨行情不会重演，价格会维持在合理的区间，不会因为稀土过度涨价给产业带来冲击。因此，我们判断未来稀土永磁在白色家电领域的渗透率会稳步提高。

图表 28：我国空调销量 万台



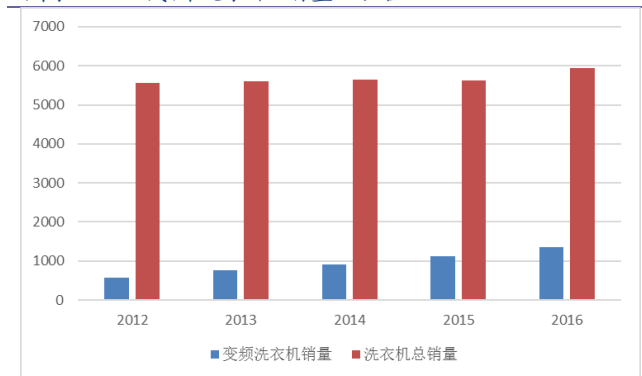
资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 29：我国冰箱销量 万台



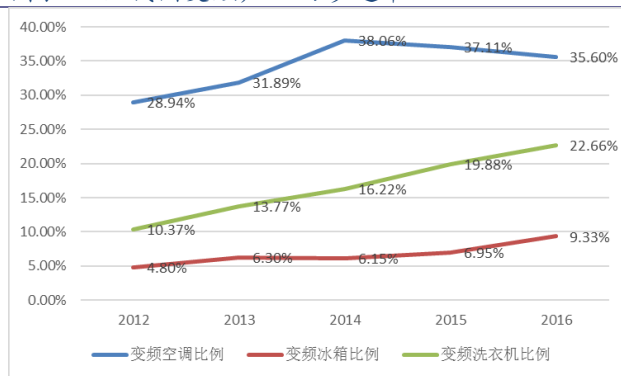
资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 30：我国洗衣机销量 万台



资料来源：wind, 太平洋证券整理

图表 31：我国变频产品的渗透率



资料来源：wind, 太平洋证券整理

四、收购上海大郡，实现双主业

(一) 技术领先，稳步向龙头

上海大郡专注于新能源汽车动力总成电机系统的开发与制造，在电力电子、电机控制、电机设计与制造等领域均具有先进的自主核心技术。大郡创始团队于 2000 年初期，便开始承接各类国家电动汽车相关重大专项，其领军人物徐性怡博士早在上世纪 90 年代，任职于海外整车企业，并专业从事该领域的研究及产业化等工作。通过十余年的积累，大郡控制由单纯的技术方案提供者拓展至具备产业化能力的产品及方案提供商，主要产品包括汽车集成起动发电机系统（ISG）、增程器系统（APU）、纯电动驱动系统（TM）、双电机驱动系统（ISG/APU+TM）等。公司现有产能 10 万套，将再建 40 万套，总产能将达到 50 万套。大郡控制凭借《高功率密度电机控制器》荣获首批科技部国家重点研发计划（国家重点研发计划整合了原有的 973 计划、863 计划、国家科技支撑计划、国际科技合作与交流专项，发展改革委、工信部管理的产业技术研究与开发基金，以及有关部门管理的公益性行业科研专项等内容），成为新能源汽车控制器领域国家重点支持的两家电机控制器企业之一，表明公司的技术水平已经得到国家的认可。公司与国内主要整车或是配套企业都已经接触，现有产品，从数量来看是乘用车更多，是北汽、广汽、银隆、金旅等国内新能源汽车龙头企业核心供应商。公司在未来几年内都将保持高速增长，对母公司的营业收入和利润的贡献也越来越大。

图表 32：上海大郡发展里程碑

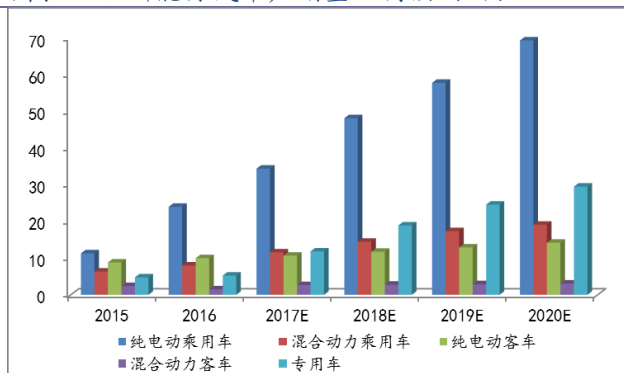
2002	核心团队归国创业开始组建公司团队
2003	团队开始承接国家863项目，与东风、上燃共同开发乘用车动力系统。继续承接863项目，与长安、一汽的混合动力车型合作进行动力系统的开发
2005	“大郡”正式注册成立新能源业务向“大郡”集中
2008	研究项目在奥运会期间进行示范运行
2009	公司搬迁，成立了第一个生产基地，形成了小批量供货能力。承接国家产业化项目，为长安志翔混合动力车进行小批量供货。
2010	为中通客车配套混合动力公交系统，并小批量供货
2011	为深圳五洲龙（大运会用车）供应电机系统千余套
2012	大巴直驱电机系统为数家商用车企进行批量配套直驱式电机系统拓展至中巴及小巴市场
2013	为北汽配套的A0级纯电动轿车电机系统进入量产。为北汽配套的B级纯电动轿车电机系统开始小批量供货。为东风配套的A00级纯电动轿车系统进入小批量供货
2014	为广汽配套的B级增程式轿车动力系统进入批量供货配套大郡的增程式大巴系统在上海公交投入批量运行
2015	大郡完成与上市公司正海磁材的资产重组。10万套年产能的新制造基地投入使用

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

（二）新能源汽车市场处于起步阶段，空间巨大

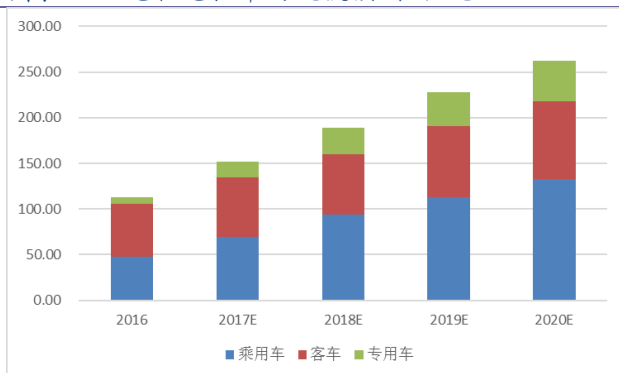
发展新能源汽车是国家战略，将保持 30%的年复合增长。根据汽车的用途，分为乘用车、客车和专用车，由于产品不同，对电机电控的要求也不同，对应的价格差异较大。我们分析各领域新能源汽车发展情况，计算出未来电机电控的市场是千亿级。

图表 33：新能源汽车产销量结构预测 辆



资料来源：太平洋证券整理

图表 34：电机电控市场规模预测 亿元



资料来源：太平洋证券整理

五、投资建议

正海磁材的稀土永磁产品向高端汽车产品切换顺利，成为世界级汽车产业链供应商，变频空调和风电产品将回暖，稀土价格处于低位，有涨价可能，利好整个产业链。因此，公司的稀土永磁业务将保持中高速增长。

上海大郡在新能源汽车电机电控领域技术领先，并与主流新能源企业保持良好的合作关系，尤其在乘用车领域做了充足的准备，产能将扩建至 50 万套，将保持高速增长。

我们看好公司稀土永磁和新能源汽车电机电控双主业的发展前景。我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为：0.38 元、0.52 元和 0.68 元，对应的市盈率分别为 47、34 和 26 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

稀土价格剧烈波动；新能源汽车推广不达预期；市场竞争风险等。

盈利预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	589	975	922	1,382	营业收入	1,366	1,619	2,185	2,840
应收和预付款项	712	655	1,191	1,209	营业成本	984	1,133	1,529	1,988
存货	392	325	643	616	营业税金及附加	7	8	11	15
其他流动资产	248	248	248	248	营业费用	56	66	89	116
长期股权投资	6	6	6	6	管理费用	152	180	243	316
投资性房地产	0	0	0	0	财务费用	-21			
固定资产和在建工程	529	421	313	205	资产减值损失	31	31	31	31
无形资产和开发支出	360	348	336	325	投资收益	13	-	-	-
其他非流动资产	26	23	19	19	公允价值变动损益	-	-	-	-
资产总计	2,862	3,001	3,678	4,009	其他经营损益	-0	-0	-0	-0
短期借款	0	0	0	0	营业利润	169	215	299	397
应付和预收款项	712	701	1,171	1,232	其他非经营损益	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	利润总额	183	229	313	411
其他负债	52	52	52	52	所得税	23	34	47	62
负债合计	764	753	1,223	1,284	净利润	160	194	266	349
股本	505	505	505	505	少数股东损益	2	3	4	5
资本公积	854	854	854	854	归属母公司股东净利润	158	191	262	344
留存收益	674	822	1,024	1,289	每股收益(EPS)	0.31	0.38	0.52	0.68
归属母公司股东权益	2,033	2,180	2,383	2,648					
少数股东权益	65	68	72	77	营业收入增长率	77.60%	18.50%	35.00%	30.00%
股东权益合计	2,098	2,248	2,455	2,725	归属...净利润增长率	39.45%	21.43%	36.88%	31.23%
负债和股东权益合计	2,862	3,001	3,678	4,009					
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	销售毛利率	27.96%	30.00%	30.00%	30.00%
经营性现金净流量	113	406	-20	509	销售净利率	11.73%	12.02%	12.18%	12.30%
投资性现金净流量	-400	12	12	12	净资产收益率(ROE)	7.76%	8.78%	11.00%	12.99%
筹资性现金净流量	138	-32	-46	-61	市盈率(P/E)	56.44	46.48	33.96	25.87
现金流量净额	-147	386	-54	460	市净率(P/B)	4.38	4.08	3.73	3.36

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。