

正海磁材（300224）点评报告

钕铁硼主业触底反弹 看好大郡随主流车厂放量 买入（首次）

2017 年 03 月 25 日

首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码：S0600516080001

021-60199798

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 汪林森

010-66573527

wangls@dwzq.com.cn

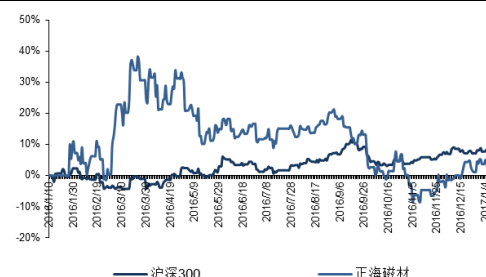
投资要点：

■ 公司 2016 年营收 15.88 亿元，同比增长 16.24%，归母净利润 1.91 亿元，同比增长 21.06%，其中业绩增速主要来自于 15 年收购的子公司大郡。公司发布 2016 年年报，报告期内公司实现营业收入 15.88 亿元，同比增长 16.24%；实现归属母公司净利润 1.91 亿元，同比增长 21.06%，对应 EPS 为 0.38 元。其中 4 季度实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 24.67%，环比增长 20.11%；实现归属母公司净利润 0.79 亿元，同比增长 389.45%，环比增长 99.51%，4 季度对应 EPS 为 0.16 元。公司预告一季度业绩下滑 70-90%，盈利范围在 318-954 万元，主要原因是一季度受到补贴目录重申的政策影响，下游整车销量同比大幅下滑。

■ 钕铁硼价格小幅向下调整，公司加大下游客户开拓。2016 年度，高性能钕铁硼永磁材料业务实现销售收入 8.78 亿元，较上年同期下降 6.54%，净利润 1.56 亿元，较上年同期增长 17.68%，主要是母公司费用控制贡献净利率。16 年公司钕铁硼永磁材料出货量 3810 吨，15 年 3700 吨。公司高性能钕铁硼永磁材料上游原材料价格相较去年同期普遍出现下降，加之下游变频空调、风电、电梯等行业竞争加剧，公司产品售价较去年同期出现下降，导致公司高性能钕铁硼永磁材料营业收入较去年同期下降 6.54%，但公司根据下游市场需求变化积极调整产品结构，加大对市场前景较好的汽车市场的开拓力度，在新能源汽车电机以及汽车 EPS 领域取得了较大的增长，有效地对冲了传统领域销售收入的下滑。公司目前已有产能 6300 吨，有 4000 吨钕铁硼在建产线，18 年底投产后将成为产能仅次于中科三环的龙头企业，同时长期以来钕铁硼价格处于底部，向上有弹性向下有安全边际。

■ 大郡大幅超额完成业绩对赌。公司控股上海大郡 88.68%，16 年新能源汽车电机驱动系统业务的销售收入较去年同期实现较大增长。新能源汽车电机驱动系统业务实现销售收入 7.14 亿元，较上年同期（2015 年 4 月开始并表）增长 65.58%，净利润 4803.35 万元（15 年净利润 3124 万元），较上年同期增长 53.74%，大郡大幅超额完成业绩对赌，2016 和 2017 年承诺扣非后净利分别为 3500 万和 5000 万元。上海大郡 2016 年共销售新能源汽车电机驱动系统 30980 套，15 年销售 16740 台，同比增长 71.82%，销量增速高于营收增速，说明产品价格有下滑，公司毛利有一定幅度的下滑，说明 15 年的市场初期利润过于丰厚，未来几年毛利处于平稳过渡的阶段。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	19.42
一年最低/最高价	20.25/16.52
市净率（倍）	4.7766
流通市值（百万元）	9416.11

基础数据

每股净资产（元）	3.94
资本负债率（%）	26.31%
总股本（百万股）	556.7527
流通 A 股（百万股）	484.8668

相关研究

无

- **新一轮募集资金到位，战略投资者产业背景雄厚。**17 年 3 月公司新一轮非公开发行股份上市，相应筹资款项为公司下一步生产打下牢固基础，由于时间节点问题筹资现金流并未在年报中体现。本次非公开发行股票数量 5053 万股，募集资金 7.55 亿元，主要用于补充流动资金，发行价格 14.94 亿元。发行对象产业背景雄厚，分别为正海集团有限公司、中国长城资产管理公司（众泰汽车的股东）、长城资本管理有限公司、山东省国有资产投资控股有限公司（中通客车的股东）和上海汽车集团股权投资有限公司。

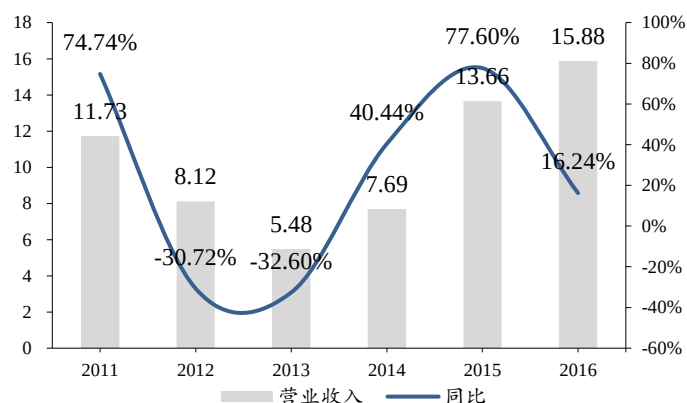
图表 1：分业务收入及毛利率情况

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
总体营收	收入（亿元）	7.65	13.66	15.88	22.07	29.69	37.49	44.98
	增长率		79%	16%	39%	35%	26%	20%
	毛利率	25%	28%	26%	26%	26%	25%	25%
磁性产品销售业务	收入（亿元）	7.65	9.35	8.73	11.35	13.63	14.99	15.74
	增长率	42%	22%	-7%	30%	20%	10%	5%
	毛利率	25%	26%	26%	26%	26%	25%	25%
新能源汽车电机驱动系统	收入（亿元）	-	4.31	7.14	10.71	16.07	22.50	29.25
	增长率	#DIV/0!		66%	50%	50%	40%	30%
	毛利率	0%	33%	27%	27%	26%	25%	25%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

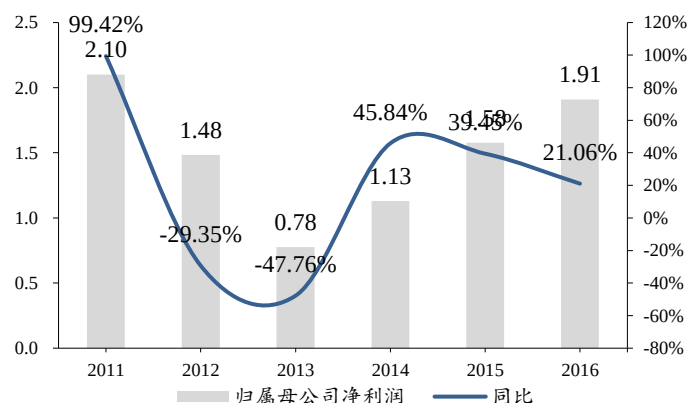
- **管理费用率和存货下降，应收账款上升导致经营现金流下滑。**2016 年公司销售费用为 0.68 亿元，同比增长 22.63%，销售费用率 4.31%，去年同期为 4.09%；发生管理费用为 1.73 亿，同比增长 14.25%，管理费用率 10.93%，去年同期为 11.12%；财务费用 -0.16 亿，财务费用主要受益于汇兑损益。资产减值损失 0.93 亿元，同比上升 16%。2016 年公司预收账款为 0.13 亿元，较 16 年年初下滑 0.33 亿元；应收账款 6.61 亿元，较年初增加 1.94 亿元；存货 3.42 亿元，较年初减少 0.5 亿元。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为 -0.52 亿元，去年同期为 1.15 亿元，由于应收账款增加过多。
- **盈利预测与估值：**公司目前形成双主业的发展态势，一方面传统钕铁硼的价格处于底部，未来新的下游在不断拓展，包括风电、工业、汽车等下游需求都在提升；另一方面大郡在电机电控中已经处于行业的第一梯队，下游已经做进各大主流厂商，同时战略投资者也会带来丰富的产业资源。因此我们预计 2017-2019 年归母净利润为 2.67/3.45/4.05 亿元，EPS 为 0.528/0.682/0.799 元，同比增长 40%/29%/17%，给予 2017 年 45 倍 PE，目标价 23.8 元，首次给予买入评级。
- **风险提示：**钕铁硼下游需求增速放缓；新能源车增长低于预期。

图表 3: 营业收入



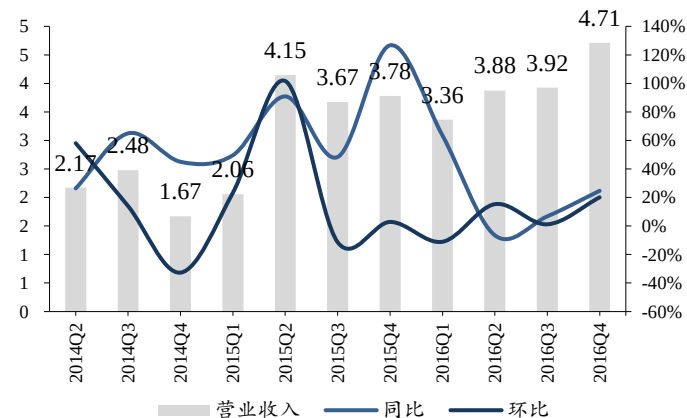
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 归母净利润



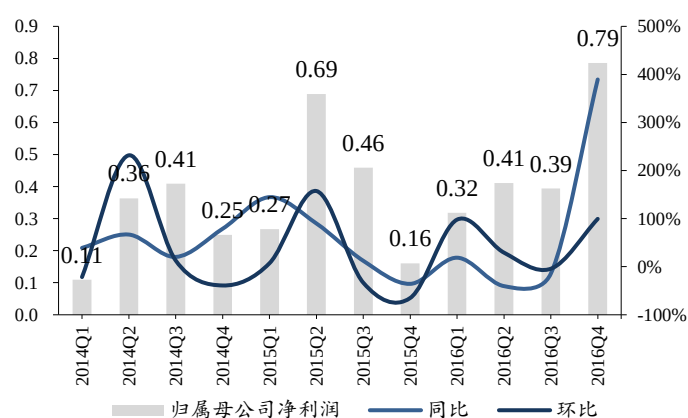
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 5: 营收按季度



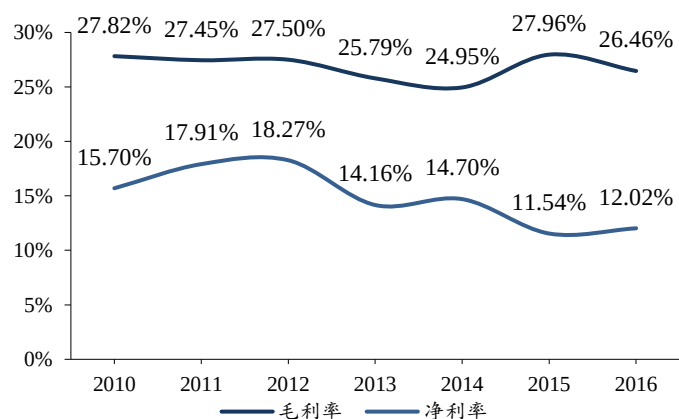
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 归母净利润按季度



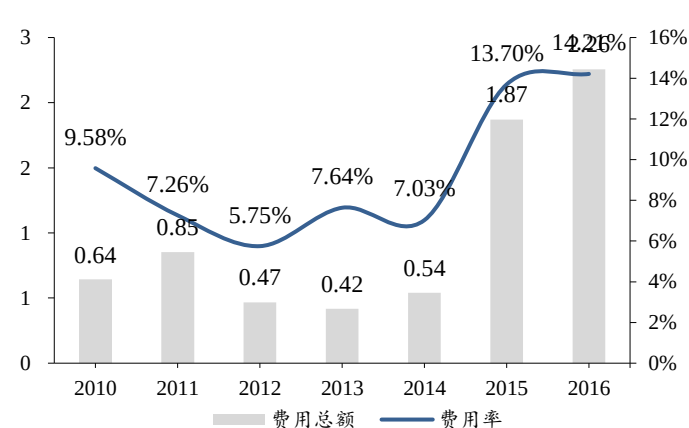
资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 费用率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 9：公司运营情况

正海磁材	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	1.32%	6.98%	1.28%	9.58%	27.82%	15.70%	96.06	33.42	1.73
2011	1.08%	6.76%	-0.58%	7.26%	27.45%	17.91%	105.85	25.86	0.93
2012	1.49%	6.90%	-2.64%	5.75%	27.50%	18.27%	146.47	35.15	2.55
2013	2.61%	9.26%	-4.23%	7.64%	25.79%	14.16%	156.86	56.48	0.68
2014	1.86%	7.59%	-2.42%	7.03%	24.95%	14.70%	127.64	62.02	(0.71)
2015	4.09%	11.12%	-1.51%	13.70%	27.96%	11.54%	113.92	83.55	1.15
2016	4.31%	10.93%	-1.03%	14.21%	26.46%	12.02%	113.14	127.99	(0.52)
2015H1	2.25%	9.76%	-1.22%	10.79%	27.96%	11.54%	113.92	83.55	1.15

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 10：公司分季度经营情况

正海磁材	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	同比	环比
营业收入	2.06	4.15	3.67	3.78	3.36	3.88	3.92	4.71	24.67%	20.11%
毛利率	26.79%	31.48%	25.71%	26.93%	23.60%	21.14%	26.21%	33.09%	6.16%	6.88%
毛利润	0.55	1.31	0.94	1.02	0.79	0.82	1.03	1.56	53.21%	51.63%
期间费用率	9.32%	10.91%	11.47%	21.30%	13.02%	13.05%	14.12%	16.10%	-5.21%	1.97%
销售费用	0.04	0.07	0.11	0.34	0.12	0.15	0.17	0.25	-26.28%	45.70%
管理费用	0.15	0.46	0.35	0.55	0.36	0.41	0.41	0.56	0.83%	36.21%
财务费用	0.00	-0.08	-0.05	-0.09	-0.04	-0.05	-0.03	-0.05	-43.29%	83.05%
期间费用	0.19	0.45	0.42	0.81	0.44	0.51	0.55	0.76	-5.81%	36.89%
资产减值损失	0.05	0.08	0.01	0.17	0.01	0.02	0.04	0.05	-72.73%	5.35%
营业利润	0.31	0.81	0.52	0.06	0.36	0.32	0.44	0.71	1110.33%	61.03%
营业外收入	0.00	0.00	0.02	0.12	0.01	0.09	0.02	0.14	15.95%	649.60%
利润总额	0.31	0.81	0.54	0.17	0.37	0.41	0.46	0.85	388.49%	83.77%
所得税	0.04	0.10	0.07	0.02	0.04	0.00	0.06	0.04	119.66%	-30.79%
归属于母公司净利润	0.27	0.69	0.46	0.16	0.32	0.41	0.39	0.79	389.45%	99.51%
净利率	13.02%	16.62%	12.50%	4.25%	9.45%	10.60%	10.04%	16.68%	12.43%	6.64%
存货	2.66	3.28	2.78	3.92	4.03	3.44	3.30	3.42	-12.73%	3.55%
股本	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06	5.06		
EPS	0.05	0.14	0.09	0.03	0.06	0.08	0.08	0.16	389.45%	99.51%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 11：三大财务预测表

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	769	1,366	1,588	2,207	2,969	3,749
增长率	40.44%	77.6%	16.2%	39.0%	34.6%	26.2%
营业成本	-577	-984	-1,168	-1,622	-2,197	-2,811
% 销售收入	75.0%	72.0%	73.5%	73.5%	74.0%	75.0%
毛利	192	382	420	584	772	937
% 销售收入	25.0%	28.0%	26.5%	26.5%	26.0%	25.0%
营业税金及附加	-2	-7	-14	-19	-25	-31
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-14	-56	-68	-88	-118	-147
% 销售收入	1.9%	4.1%	4.3%	4.0%	4.0%	3.9%
管理费用	-58	-152	-173	-232	-303	-371
% 销售收入	7.6%	11.1%	10.9%	10.5%	10.2%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	117	167	164	246	327	388
% 销售收入	15.2%	12.2%	10.3%	11.1%	11.0%	10.4%
财务费用	19	21	16	10	12	13
% 销售收入	-2.4%	-1.5%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-7	-31	-12	-9	-11	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	13	15	17	19	21
% 税前利润	0.0%	6.9%	7.3%	5.8%	5.1%	4.8%
营业利润	128	169	184	264	347	410
营业利润率	16.7%	12.4%	11.6%	11.9%	11.7%	10.9%
营业外收支	3	14	25	27	29	31
税前利润	131	183	209	291	376	441
利润率	17.0%	13.4%	13.2%	13.2%	12.7%	11.8%
所得税	-18	-23	-14	-20	-25	-30
所得税率	13.7%	12.5%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
净利润	113	160	195	271	351	411
少数股东损益	0	2	4	4	6	7
归属于母公司的净利润	113	158	191	267	345	405
净利率	14.7%	11.5%	12.0%	12.1%	11.6%	10.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	113	160	195	271	351	411
少数股东损益	0	0	0	4	6	7
非现金支出	35	78	70	71	76	81
非经营收益	-18	-38	-36	-43	-48	-52
营运资金变动	-201	-85	-280	-135	-226	-302
经营活动现金净流	-71	115	-52	167	159	144
资本开支	215	103	61	35	46	19
投资	0	-100	0	-1	-1	-1
其他	0	-196	-42	17	19	21
投资活动现金净流	-215	-400	-103	-19	-28	1
股权募资	0	210	10	0	0	0
债权募资	0	0	40	-40	0	0
其他	-16	-70	8	-1	0	0
筹资活动现金净流	-16	140	58	-41	0	0
现金净流量	-302	-144	-97	108	131	145

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	769	644	544	648	773	912
应收款项	423	709	988	1,187	1,535	1,951
存货	231	392	342	507	662	816
其他流动资产	23	254	322	323	326	328
流动资产	1,445	1,999	2,196	2,665	3,296	4,007
% 总资产	70.5%	68.0%	69.4%	73.3%	77.1%	80.6%
长期投资	30	11	15	16	17	18
固定资产	501	529	544	571	588	576
% 总资产	24.4%	18.0%	17.2%	15.7%	13.7%	11.6%
无形资产	32	366	376	350	343	336
非流动资产	605	939	968	970	980	963
% 总资产	29.5%	32.0%	30.6%	26.7%	22.9%	19.4%
资产总计	2,050	2,938	3,164	3,635	4,276	4,970
短期借款	0	0	40	0	0	0
应付款项	479	712	698	924	1,196	1,460
其他流动负债	18	36	39	52	70	89
流动负债	497	748	776	975	1,266	1,549
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	95	49	65	65	65
负债	498	844	825	1,040	1,331	1,614
普通股股东权益	1,493	2,219	2,376	2,644	2,989	3,395
少数股东权益	42	65	69	73	78	85
负债股东权益合计	2,033	3,127	3,269	3,757	4,399	5,094

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.471	0.312	0.377	0.528	0.682	0.799
每股净资产 (元)	6.219	4.393	4.693	5.224	5.906	6.707
每股经营现金净流 (元)	-0.297	0.228	-0.103	0.323	0.302	0.272
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.58%	7.11%	8.04%	10.10%	11.55%	11.92%
总资产收益率	5.56%	5.04%	5.84%	7.11%	7.85%	7.94%
投入资本收益率	13.68%	8.94%	7.91%	11.12%	13.32%	14.14%
增长率						
营业总收入增长率	40.44%	77.60%	16.24%	39.00%	34.56%	26.24%
EBIT 增长率	62.16%	43.14%	-1.98%	49.96%	32.93%	18.78%
净利润增长率	45.84%	39.45%	21.06%	39.91%	29.23%	17.26%
总资产增长率	8.06%	53.85%	4.54%	14.86%	17.65%	16.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.9	84.7	131.4	130.0	126.0	131.0
存货周转天数	129.4	115.5	116.6	114.0	110.0	106.0
应付账款周转天数	71.2	91.7	98.5	90.0	86.0	82.0
固定资产周转天数	136.3	104.4	114.5	86.3	62.8	47.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.09%	-28.22%	-20.65%	-23.85%	-25.20%	-26.20%
EBIT 利息保障倍数	-6.3	-8.1	-10.1	-24.7	-27.0	-28.9
资产负债率	24.50%	26.98%	25.23%	27.68%	30.25%	31.68%

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>