



## 正海磁材(300224.SZ)

# 【联讯有色公司点评】正海磁材(300224): 高端钕铁硼和新能源电驱动双主业、尽享新能源汽车爆发式增长红利

2017 年 03 月 27 日

## 投资要点

## 增持(首次评级)

当前价: 19.13 元  
目标价: 20 元

## 有色金属行业研究组

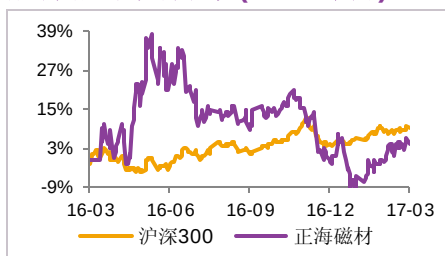
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440  
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

| 百万元    | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入   | 1,587.6 | 2,134.2 | 3,030.2 | 4,523.3 |
| (+/-)  | 16%     | 34%     | 42%     | 49%     |
| 净利润    | 190.89  | 230.59  | 363.82  | 546.24  |
| (+/-)  | 21%     | 21%     | 58%     | 50%     |
| EPS(元) | 0.38    | 0.41    | 0.65    | 0.98    |
| P/E    | 53      | 48      | 31      | 20      |

资料来源: 联讯证券研究院

### ✧ 事件

3 月 21 日, 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%; 归属上市公司股东净利润 1.91 亿元, 同比增长 21.06%。利润分配预案: 按每 10 股派发现金红利 3.00 元(含税), 共计分配现金红利 1.67 亿元, 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。

### ✧ 点评

**双主业驱动及成本下降致利润增长。**原因一: 新能源汽车市场高增长带动电驱动业务仍保持高增长, 该业务收入增加 28,288 万元, 增长 66%; 毛利 5,330 万元, 增加 38%, 为驱动营收及业绩增长的主因。原因二: 钕铁硼业务控制成本见成效, 钕铁硼单吨成本下降 12%, 但单吨销售价格仅下降 9%, 毛利率增加 0.07 个百分点。产销量增长部分抵消了部分因稀土价格下跌导致销售单价下降的影响, 收入滑 6,110 万元, 但毛利仅减少 1,512 万元, 盈利状况仍可观。

**国内高端钕铁硼磁材龙头之一、汽车 EPS 及新能源汽车是主要增量。**截止至 2016 年底, 拥有烧结钕铁硼(坯料)产能 6,300 吨, 计划在 2018 年底之前投资 1.8 亿元提升至 9,000 吨/年的规模。2016 年公司实现产销量分别为 3,920 吨/3,810 吨, 产能利用率/产销率分别为 62%/97%。目前, 公司的产品下游应用结构主要为风电、汽车 EPS、新能源汽车、节能电梯、变频空调、新能源汽车等。未来几年, 汽车 EPS 仍有 2%~5% 的年均增长; 新能源汽车则有望保持在 30%~50% 的年均增长, 两个领域是是高端钕铁硼市场的主要增量。公司正在大力拓展汽车 EPS 市场及新能源汽车市场, 2016 年上半年汽车市场销量同比增长 35%, 未来将继续高增长。未来三年, 钕铁硼仍有望实现年均 5% 的增长。

**电机驱动系统高增长将持续、尽享新能源汽车爆发红利。**2017 年 3 月, 以 1,980 万元收购熊平持有的上海大郡 2.36% 股权, 持有后者股权增加至 91.03%。2015 年 4 月, 公司以 3.92 亿元(现金支付 1.26 亿元+股份支付 2.66 亿元)获得上海大郡 81.53% 股权。交易方明洵及郡沛承诺 2015A/2016A/2017A 净利润不低于 2,000 万元/3,500 万元/5,000 万元, 2015A 和 2016A 实际完成额为 3,307 万元/3,997 万元, 远超过承诺净利润。2015 年, 上海大郡产能扩建至 10 万套/年, 计划在 2017 年通过扩建及新建将产能提升至 30 万套/年。2016 年销量达 3.1 万套, 同比增长 85%, 未来三年仍有望实现年均 70% 的增长。

### ✧ 盈利预测及估值: 投资评级“增持”、目标价“20 元/股”



假设 2017E/2018E/2019E 钕铁硼产销量保持 5%增速，电驱动产销量保持 70%的增速，则公司的营业收入分别为 21.34 亿元/30.30 亿元/45.23 亿元，归属净利润分别为 2.31 亿元/3.64 亿元/5.46 亿元。对应的 EPS 分别为 0.41 元/0.65 元/0.98 元，考虑到公司成长较快，给予公司 2017E/2018E/2019 的 PE 分别为 48 倍/31 倍/20 倍。对应 2017 年 48 倍 PE，目标价格为 20 元/股，投资评级“增持”。

#### ✧ 风险提示

新能源汽车发展不及预期、稀土价格上涨超预期、产销量不及预期。



图表 1：公司营业收入及成本关键假设

|                           | 指标   | 单位   | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
|---------------------------|------|------|--------|--------|--------|---------|
| 价格                        |      |      |        |        |        |         |
| 金属钕:Nd/TREM 99.0-99.9%:上海 | SMM  | 万元/吨 | 32.29  | 32.29  | 32.29  | 32.29   |
| N35 毛坯烧结钕铁硼               | 百川资讯 | 万元/吨 | 12.50  | 12.50  | 12.50  | 12.50   |
| 35H 毛坯烧结钕铁硼               | 百川资讯 | 万元/吨 | 14.25  | 14.25  | 14.25  | 14.25   |
| 产销量                       |      |      |        |        |        |         |
| 钕铁硼                       | 销售量  | 吨    | 3,810  | 4,001  | 4,201  | 4,411   |
| 同比                        |      |      | 3%     | 5%     | 5%     | 5%      |
| 电机驱动系统                    | 销售量  | 套    | 30,980 | 52,666 | 89,532 | 152,205 |
| 同比                        |      |      | 85%    | 70%    | 70%    | 70%     |
| 钕铁硼                       | 生产量  | 吨    | 3,920  | 4,001  | 4,201  | 4,411   |
| 电机驱动系统                    | 生产量  | 套    | 28,820 | 50,666 | 89,532 | 152,205 |
| 分项                        |      |      |        |        |        |         |
| 钕铁硼                       | 收入   | 百万元  | 873    | 920    | 966    | 1,014   |
| 电机驱动系统                    | 收入   | 百万元  | 714    | 1,214  | 2,064  | 3,509   |
| 钕铁硼                       | 成本   | 百万元  | 648    | 662    | 695    | 730     |
| 电机驱动系统                    | 成本   | 百万元  | 519    | 862    | 1,434  | 2,437   |
| 钕铁硼                       | 单位售价 | 万元/吨 | 22.92  | 23.00  | 23.00  | 23.00   |
| 电机驱动系统                    | 单位售价 | 万元/套 | 2.31   | 2.31   | 2.31   | 2.31    |
| 钕铁硼                       | 单位成本 | 万元/吨 | 16.54  | 16.54  | 16.54  | 16.54   |
| 电机驱动系统                    | 单位成本 | 万元/吨 | 1.80   | 1.70   | 1.60   | 1.60    |
| 钕铁硼                       | 毛利率  | %    | 26%    | 28%    | 28%    | 28%     |
| 电机驱动系统                    | 毛利率  | %    | 27%    | 29%    | 31%    | 31%     |
| 合计                        |      |      |        |        |        |         |
| 合计                        | 收入   | 百万元  | 1,588  | 2,134  | 3,030  | 4,523   |
| 合计                        | 成本   | 百万元  | 1,168  | 1,524  | 2,128  | 3,167   |
| 合计                        | 毛利   | 百万元  | 420    | 611    | 902    | 1,357   |

资料来源：联讯证券



## 附录：公司财务预测表（百万元）

| 资产负债表      | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    | 现金流量表     | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|------------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产       | 2,196.25 | 3,517.64 | 4,236.02 | 5,381.23 | 经营活动现金流   | -51.98  | 50.60   | -61.08  | -153.85 |
| 货币资金       | 544.21   | 1,349.81 | 1,288.73 | 1,134.88 | 净利润       | 194.82  | 236.59  | 371.82  | 554.24  |
| 应收票据及账款    | 985.11   | 1,387.29 | 1,969.64 | 2,940.20 | 资产减值准备    | 11.55   | 6.00    | 7.00    | 8.00    |
| 存货         | 341.98   | 469.54   | 666.65   | 995.15   | 折旧摊销      | 58.01   | 59.01   | 59.01   | 59.01   |
| 其他流动资产     | 324.96   | 311.00   | 311.00   | 311.00   | 财务费用      | -14.08  | -18.49  | -18.49  | -18.49  |
| 非流动资产      | 968.10   | 970.25   | 970.25   | 970.25   | 投资损失      | -15.19  | -30.19  | -30.19  | -30.19  |
| 可供出售金融资产   | 5.00     | 5.00     | 5.00     | 5.00     | 营运资金变动    | -354.25 | -262.32 | -510.23 | -786.42 |
| 长期股权投资     | 9.79     | 9.79     | 9.79     | 9.79     | 其它        | 67.16   | 60.00   | 60.00   | 60.00   |
| 固定资产及在建工程  | 544.21   | 544.21   | 544.21   | 544.21   | 投资活动现金流   | -102.87 | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 无形资产及商誉    | 358.41   | 358.41   | 358.41   | 358.41   | 资本支出      | 61.92   | 20.00   | 0.00    | 0.00    |
| 其他         | 50.68    | 52.84    | 52.84    | 52.84    | 长期投资      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 资产总计       | 3,164.35 | 4,487.89 | 5,206.27 | 6,351.48 | 其他        | -40.95  | 20.00   | 0.00    | 0.00    |
| 流动负债       | 776.15   | 1,009.36 | 1,355.92 | 1,946.89 | 筹资活动现金流   | 54.26   | 755.00  | 0.00    | 0.00    |
| 短期借款       | 39.50    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 吸收投资      | 10.30   | 755.00  | 0.00    | 0.00    |
| 应付票据及账款    | 591.45   | 838.02   | 1,170.62 | 1,741.66 | 其他        | -43.96  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他         | 145.21   | 171.34   | 185.30   | 205.23   | 现金净增加额    | -100.59 | 805.60  | -61.08  | -153.85 |
| 非流动负债      | 55.90    | 55.00    | 55.00    | 55.00    |           |         |         |         |         |
| 长期借款       | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 主要财务比率    | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| 其他         | 55.90    | 55.00    | 55.00    | 55.00    | 成长能力      |         |         |         |         |
| 负债合计       | 832.05   | 1,064.36 | 1,410.92 | 2,001.89 | 营业收入      | 16%     | 34%     | 42%     | 49%     |
| 少数股东权益     | 68.73    | 74.73    | 82.73    | 90.73    | 营业利润      | 9%      | 41%     | 60%     | 50%     |
| 归属于母公司股东权益 | 2,263.57 | 3,338.57 | 3,702.39 | 4,248.63 | 归属母公司净利润  | 21%     | 21%     | 58%     | 50%     |
| 所有者权益合计    | 2,332.30 | 3,413.30 | 3,785.12 | 4,339.36 | 获利能力      |         |         |         |         |
|            |          |          |          |          | 毛利率       | 26%     | 29%     | 30%     | 30%     |
|            |          |          |          |          | 净利率       | 12%     | 11%     | 12%     | 12%     |
| 利润表        | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    | ROE       | 9%      | 8%      | 10%     | 14%     |
| 营业收入       | 1,587.61 | 2,134.29 | 3,030.22 | 4,523.39 | 偿债能力      |         |         |         |         |
| 营业成本       | 1,167.52 | 1,523.67 | 2,128.40 | 3,166.65 | 资产负债率     | 26%     | 24%     | 27%     | 32%     |
| 营业税金及附加    | 14.28    | 21.34    | 30.30    | 45.23    | 流动比率      | 2.83    | 3.49    | 3.12    | 2.76    |
| 营业费用       | 68.45    | 96.04    | 136.36   | 203.55   | 速动比率      | 2.39    | 3.02    | 2.63    | 2.25    |
| 管理费用       | 173.48   | 246.80   | 333.32   | 497.57   | 营运能力      |         |         |         |         |
| 财务费用       | -16.30   | -18.49   | -18.49   | -18.49   | 总资产周转率    | 0.52    | 0.56    | 0.63    | 0.78    |
| 资产减值损失     | 11.55    | 6.00     | 7.00     | 8.00     | 每股指标(元)   |         |         |         |         |
| 公允价值变动收益   | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 每股收益      | 0.38    | 0.41    | 0.65    | 0.98    |
| 投资净收益      | 15.19    | 30.19    | 30.19    | 30.19    | 每股经营现金    | 1.08    | 2.42    | 2.31    | 2.04    |
| 营业利润       | 183.82   | 258.92   | 413.32   | 620.87   | 每股净资产     | 4.47    | 6.00    | 6.65    | 7.63    |
| 营业外收入      | 25.37    | 10.00    | 10.00    | 10.00    | 估值比率      |         |         |         |         |
| 营业外支出      | 0.28     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | P/E       | 53      | 48      | 31      | 20      |
| 利润总额       | 208.90   | 268.92   | 423.32   | 630.87   | P/B       | 4.47    | 3.34    | 3.01    | 2.62    |
| 所得税        | 14.08    | 32.34    | 51.50    | 76.63    | EV/EBITDA | 1.90    | -0.58   | 0.51    | 1.48    |
| 净利润        | 194.82   | 236.59   | 371.82   | 554.24   |           |         |         |         |         |
| 少数股东损益     | 3.93     | 6.00     | 8.00     | 8.00     |           |         |         |         |         |
| 归属母公司净利润   | 190.89   | 230.59   | 363.82   | 546.24   |           |         |         |         |         |
| EBITDA     | 210.34   | 299.44   | 453.84   | 661.39   |           |         |         |         |         |
| EPS（元）     | 0.38     | 0.41     | 0.65     | 0.98     |           |         |         |         |         |

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

|    |     |              |             |                       |
|----|-----|--------------|-------------|-----------------------|
| 北京 | 周之音 | 010-64408926 | 13901308141 | zhouzhiyin@lxsec.com  |
| 北京 | 林接钦 | 010-64408662 | 18612979796 | linjieqin@lxsec.com   |
| 上海 | 赵玉洁 | 021-51782233 | 18818101870 | zhaoyujie@lxsec.com   |
| 上海 | 杨志勇 | 021-51782335 | 13816013064 | yangzhiyong@lxsec.com |
| 深圳 | 刘啸天 |              | 15889583386 | liuxiaotian@lxsec.com |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)