

正海磁材（300224）/稀有金属

证券研究报告/公司点评

2022 年 08 月 15 日

评级：买入（维持）

市场价格：16.82 元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@r.qlzq.com.cn

研究助理：安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,954	3,370	5,670	7,876	10,264
增长率 yoy%	9%	72%	68%	39%	30%
净利润（百万元）	133	265	511	743	983
增长率 yoy%	43%	99%	93%	45%	32%
每股收益（元）	0.16	0.32	0.62	0.91	1.20
每股现金流量	0.35	0.43	-0.40	1.41	0.21
净资产收益率	5%	9%	16%	20%	21%
P/E	103.7	52.1	27.0	18.6	14.0
P/B	5.3	4.9	4.4	3.7	3.0

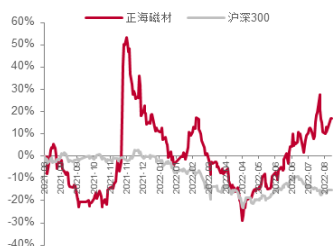
备注：股价选取 2022 年 08 月 15 日收盘价

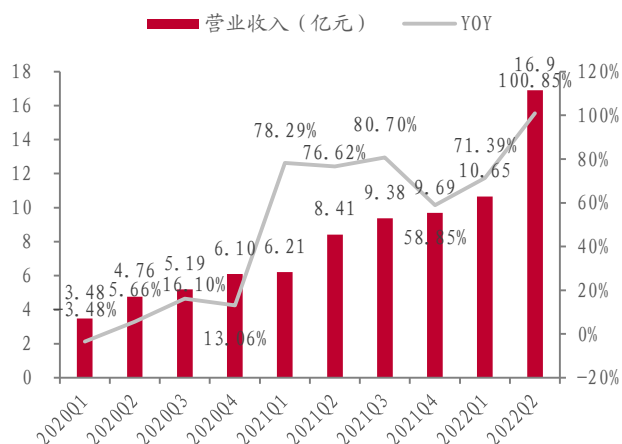
投资要点

- 事件：**正海磁材披露 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营业收入 27.55 亿元，同比增长 88.33%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.06 亿元，同比增长 80.83%。其中 2022Q2 营收为 16.9 亿元，同比增长 100.85%，环比增长 58.70%；归母净利润为 1.23 亿元，同比增长 44.22%，环比增长 46.61%；2022Q2 实现扣非净利润 1.20 亿元，同比增长 47.63%。
- 受益于行业高景气，磁材板块量价齐增。**“双碳”背景下，公司高度受益于下游行业高景气度需求，并紧抓机遇大力开拓市场。2022H1 公司在高性能钕铁硼永磁材料及组件领域实现营收 27.40 亿元（同比+92.09%），净利润较去年同期增长 74.47%，营收与净利润均大幅增长。从盈利端看，2022H1 公司毛利率为 14.61%（同比减少 6.23pcts），其中 2022 年 Q2 毛利率为 13.41%（同比减少 9.17pcts，环比减少 3.10pcts）；2022 H1 产品平均单价 38.04 万元/吨（同比+41.72%），但单位成本为 32.65 万元/吨（同比+49.13%），成本较售价涨幅更大，导致毛利率有所下降；2022H1 实现单吨净利润为 3.16 万元/吨，比 2021 年的 2.39 万元/吨增加 0.77 万元/吨，伴随着后续产品逐步调价，毛利率有望回升，公司盈利将持续扩大。
- 受疫情影响，大郡拖累公司业绩表现。**上海大郡新能源汽车电机驱动系统实现收入 0.14 亿元，同比减少 60.17%，净利润亏损加大为-0.23 亿元，同比减少 32.30%（去年同期-0.18 亿元），主要系上海大郡继续承担产品开发项目，并且收入体量较小叠加上海疫情封控停产导致亏损加大，未来上海大郡有望依托新研发基地，强化研发能力，积极拓展海外配套及合作市场，力争实现盈利。
- 已全面切入世界主流车企供应链，产品结构持续优化。**公司汽车领域营收占比约六成尤其是在节能与新能源汽车领域占比已超过 40%，继续保持在新能源汽车领域的全球市场领先地位，其他各主要应用领域（节能空调、风电和 3C 等）也持续拓展，产品结构持续优化。具体来看，公司下游各个领域均实现不同程度的增长，在节能与新能源汽车领域完成交货量 131 万台套，销售收入同比增长 151%；在 EPS 等汽车电气化领域收入同比增长 34%；在家用电器领域收入同比增长 147%。
- 产能扩张正在进行时。**目前公司具备毛坯产能 16000 吨，年底产能将达到 24000 吨，并将根据下游需求在 2026 年前产能有望达到 36,000 吨，2021-2026 年产能 CAGR 为 17.61%。此外，2022 年上半年控股子公司正海五矿高性能钕铁硼合金薄片扩产项目建成投产，新增 4,000 吨合金薄片产能（产能达到 6,000 吨/年）。正海五矿产能扩建深化了公司与五矿稀土集团的合作，进一步加强了公司原材料的供应保障。
- 盈利预测及投资建议：**假设 2022/2023/2024 年钕铁硼磁材毛坯产量分别为 16000/22000/28000 吨，公司 2022/2023/2024 年净利润分别为 5.11、7.43、9.83 亿元。截止 2022 年 08 月 15 日，市值 138 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 27/19/14X，维持公司“买入”评级。
- 风险提示事件：**主营产品价格波动、原料成本波动、产业政策变动、项目进展不及预期、需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后的风险等。

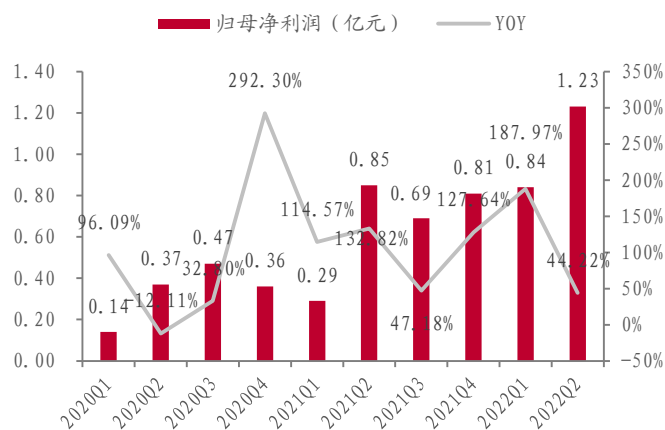
基本状况

总股本(百万股)	836
流通股本(百万股)	814
市价(元)	16.82
市值(百万元)	13,796
流通市值(百万元)	13,689

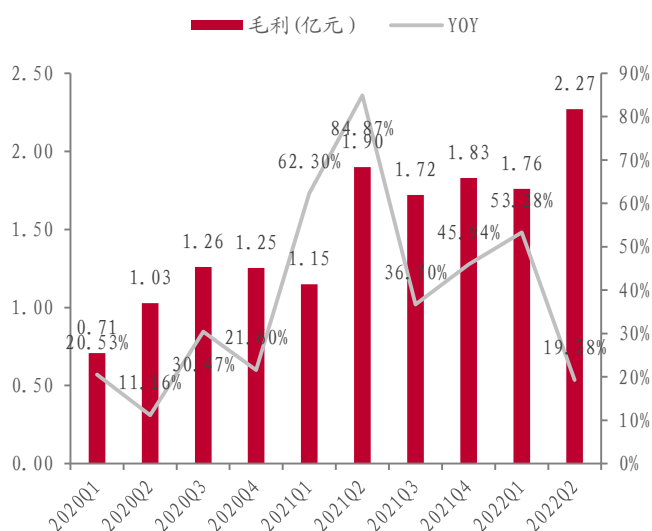
股价与行业-市场走势对比

相关报告

图表 1: 公司 2022Q2 营收同比增长 100.85%


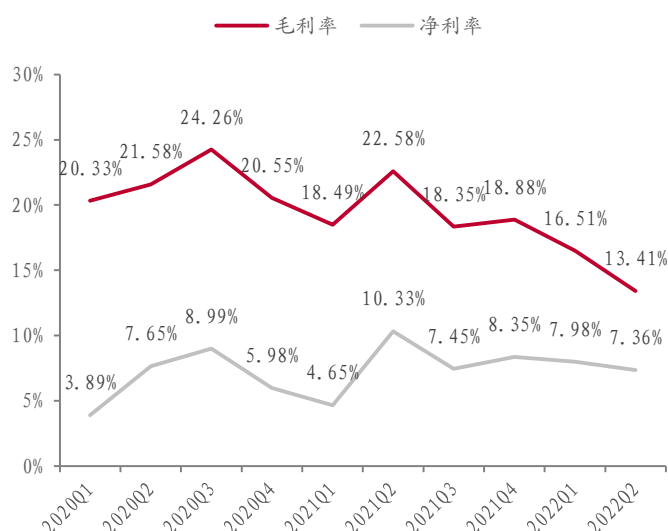
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 2022Q2 归母净利润同比增长 44.22%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 2022Q2 毛利同比增长 19.28%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 2022Q2 毛利率同比减少 9.17pcts


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2021Q2	2022Q1	2022Q2	环比	同比	2021H1	2022H1	同比	指标变动原因
营业收入	8.41	10.65	16.90	58.70%	100.85%	14.63	27.55	88%	主要系报告期内高性能铁氧永磁材料产品的销售收入较去年同期大幅增长所致。
营业成本	6.51	8.89	14.63	64.60%	124.63%	11.58	23.52	103%	主要系报告期内销量增加，对应营业成本增加所致。
毛利	1.90	1.76	2.27	28.89%	19.28%	3.05	4.02	32%	
毛利率	22.58%	16.51%	13.41%	-3.10%	-9.17%	21%	15%	-6%	
销售费用	0.10	0.11	0.09	-15.29%	-9.30%	0.19	0.20	6%	
销售费用率	1.18%	1.00%	0.53%	-0.47%	-0.65%	1.27%	0.71%	-0.55%	
管理费用	0.30	0.22	0.16	-28.65%	-47.34%	0.65	0.38	-42%	主要系按照会计准则要求，报告期内与产品制造相关的生产设备等的日常修理费用计入生产成本，而去年同期在该费用核算所致。
管理费用率	3.53%	2.06%	0.93%	-1.13%	-2.60%	4.46%	1.36%	-3.10%	
财务费用	0.03	0.01	-0.08	-629.26%	-358.65%	0.01	-0.06	-714.78%	主要系报告期内汇兑收益增加所致。
财务费用率	0.35%	0.13%	-0.45%	-0.59%	-0.80%	0.07%	-0.22%	-0.29%	
研发费用	0.46	0.54	0.61	12.97%	31.14%	0.91	1.15	26%	主要系报告期内公司加大研发投入所致。
研发费用率	5.53%	5.07%	3.61%	-1.46%	-1.92%	6.23%	4.17%	-2.05%	
期间费用	0.89	0.88	0.78	-11.32%	-12.42%	1.76	1.66	-6%	
期间费用率	10.59%	8.26%	4.62%	-3.65%	-5.97%	12.02%	6.03%	-6.00%	
投资收益	0.04	0.03	0.02	-30.77%	-58.77%	0.07	0.04	-2%	
资产减值损失	-0.08	0.00	-0.11	285710.57%	30.25%	-0.10	-0.11	-12%	
营业利润	0.97	0.91	1.38	51.45%	41.97%	1.26	2.29	82%	
利润总额	0.97	0.91	1.38	51.61%	42.09%	1.24	2.29	85%	
所得税费用	0.10	0.06	0.13	122.30%	32.05%	0.08	0.19	145%	
归母净利润	0.85	0.84	1.23	46.61%	44.22%	1.14	2.06	501%	
扣非净利润	0.81	0.77	1.20	54.78%	47.63%	1.11	1.97	77%	
经营活动产生的现金流量净额	1.68	-0.85	1.51	-278.72%	-9.78%	2.22	0.67	-70%	主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金较去年同期大幅增加所致。
投资活动产生的现金流量净额	1.14	1.78	-1.42	-179.96%	-224.14%	3.41	0.36	-90%	主要系报告期内随着闲置资金的减少到期赎回的银行理财产品较去年同期大幅减少所致。
筹资活动产生的现金流量净额	-1.94	-0.76	1.68	-322.07%	-186.50%	-2.53	0.92	-136%	主要系报告期内取得银行短期借款所致。

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	617	1,701	2,363	3,079	营业收入	3,370	5,670	7,876	10,264
应收票据	359	0	0	0	营业成本	2,710	4,553	6,309	8,174
应收账款	708	1,146	1,528	1,961	税金及附加	9	29	38	45
预付账款	11	68	95	123	销售费用	42	62	81	89
存货	1,204	1,801	1,953	3,143	管理费用	121	182	219	240
合同资产	0	0	0	0	研发费用	179	268	349	523
其他流动资产	699	749	951	1,170	财务费用	18	22	49	78
流动资产合计	3,598	5,465	6,890	9,476	信用减值损失	-2	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-31	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	2	2	1
固定资产	869	1,201	1,563	1,952	投资收益	13	24	18	19
在建工程	143	243	243	143	其他收益	22	22	22	22
无形资产	204	220	241	269	营业利润	294	601	874	1,156
其他非流动资产	290	289	289	290	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,506	1,953	2,337	2,655	营业外支出	14	0	0	0
资产合计	5,105	7,419	9,227	12,130	利润总额	280	601	874	1,156
短期借款	32	2,049	2,159	3,309	所得税	13	90	131	173
应付票据	1,413	1,138	1,893	2,452	净利润	267	511	743	983
应付账款	385	455	631	817	少数股东损益	1	0	0	0
预收款项	0	7	6	5	归属母公司净利润	266	511	743	983
合同负债	117	102	142	185	NOPLAT	283	530	784	1,049
其他应付款	72	72	72	72	EPS (按最新股本摊薄)	0.32	0.62	0.91	1.20
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7					
其他流动负债	121	183	234	281					
流动负债合计	2,147	4,014	5,144	7,128	主要财务比率				
长期借款	0	100	200	300	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	126	126	126	126	营业收入增长率	72.5%	68.3%	38.9%	30.3%
非流动负债合计	126	226	326	426	EBIT增长率	117.3%	109.2%	48.0%	33.7%
负债合计	2,273	4,240	5,470	7,555	归母公司净利润增长率	99.2%	92.7%	45.3%	32.4%
归属母公司所有者权益	2,790	3,137	3,716	4,534	获利能力				
少数股东权益	41	41	41	41	毛利率	19.6%	19.7%	19.9%	20.4%
所有者权益合计	2,831	3,178	3,757	4,576	净利率	7.9%	9.0%	9.4%	9.6%
负债和股东权益	5,105	7,419	9,227	12,130	ROE	9.4%	16.1%	19.8%	21.5%
					ROIC	12.6%	12.6%	16.1%	15.8%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	44.5%	57.2%	59.3%	62.3%
					债务权益比	5.8%	71.8%	66.3%	81.8%
					流动比率	1.7	1.4	1.3	1.3
					速动比率	1.1	0.9	1.0	0.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.8
					应收账款周转天数	65	59	61	61
					应付账款周转天数	41	33	31	32
					存货周转天数	128	119	107	112
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.32	0.62	0.91	1.20
					每股经营现金流	0.43	-0.40	1.41	0.21
					每股净资产	3.40	3.82	4.53	5.53
					估值比率				
					P/E	52	27	19	14
					P/B	5	4	4	3
					EV/EBITDA	-148	-77	-53	-40

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。