

2019年12月14日

有研新材 (600206.SH)

## 进军电声磁材制造,完善钕铁硼磁材上下游布局

■成立合资公司,收购钕铁硼磁材制造公司。公司12月13日发布公告,公司通过控股子公司有研稀土与朱口集团共同出资成立有研稀土(荣成)有限公司和有研稀土(青岛)有限公司,持股比例分别为51%和49%,并以此两公司为平台以合计5,736万元现金分别收购朱口集团旗下荣成宏秀山磁业有限公司和其子公司青岛麦格耐特科技有限公司100%股权。考虑2018年宏秀山(含麦格耐特科)营收为2.25亿元,净利润1,232万元,此次收购资产对应2018年PE 4.7x。

■标的青岛麦格耐特是电声用高性能磁片生产龙头,有研新材以此契机布局下游烧结钕铁硼领域。据官网介绍,青岛麦格耐特拥有磁性材料毛坯到成品深加工的全套生产线,主营产品销往电声产品制造头部生产商,是电声用高性能磁片生产龙头企业。公司此次收购一是快速切入下游烧结钕铁硼领域,完成产业链上下游布局。公司子公司有研稀土一直是国内稀土金属粉末的龙头生产商,是国内各大烧结钕铁硼生产商的原材料主要供应商,具有较强的技术优势,此次收购烧结钕铁硼生产企业,意在将产业链向下游延伸,并依托标的公司在磁材生产领域成熟的技术和现场管理优势,实现强强联合。二是选择未来发展潜力较大的电声领域,打差异化竞争战略。公司初涉烧结钕铁硼生产领域,一方面避开目前竞争白热化的电机用磁材生产下游,进入目前逐渐兴起的电声用磁材,另一方面和当前电声领域头部企业合作,依托其现有的行业地位和市场开拓渠道,能够有效发挥各自优势,维持产品高附加值。特别是近期TWS耳机的迅猛崛起带动电声用磁材的快速增长,公司切入头部企业供应链有望显著受益。

■公司磁材上下游布局初见雏形,粘结和烧结磁材双管齐下,高端磁材领域有望成为公司未来另一业绩增长点。稀土磁材主要分为粘结钕铁硼和烧结钕铁硼两块领域,公司此次收购烧结钕铁硼标的之后,已经形成了从稀土金属到稀土磁材和下游产品的全产业链布局。公司此前通过与湖北豪鹏成立国嘉磁材已经成功布局粘结钕铁硼产线,此次收购重点是布局烧结钕铁硼产线,也为公司进一步向高性能永磁电机市场的渗透提供技术支撑,随着未来磁性材料在汽车、电子消费领域的需求不断扩大,公司有望显著受益,业绩有望不断增厚。

■战略聚焦电磁光三大领域,未来业绩增长值得期待。一是电板块,主要依托高端金属靶材生产业务,未来有望受益于5G加速发展以及国内逻辑和存储等芯片技术突破所带来的需求增量。二是磁板块,瞄准稀土需求最大钕铁硼磁材领域,目前已完成上下游布局,首先切入电声磁材制造,未来有望不断向磁材下游其他领域扩展。三是光板块,公司产品一方面涉及高纯锗单晶、锗系化合物以及硫化锌,主要用于太阳能电池和红外光学窗口材料等领域,未来有望显著有益于民用红外领域的需求增长;另一方面涉及第二代半导体砷化镓单晶,目前主要用于光电领域。

■给予“买入-A”投资评级,6个月目标价16元。公司已经完成磁材板块上下游布局,未来有望显著受益于汽车和消费电子对磁性材料的需求拉动,

公司快报

证券研究报告

半导体

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价: 16元  
股价(2019-12-13) 11.85元

### 交易数据

总市值(百万元)	10,033.17
流通市值(百万元)	9,939.52
总股本(百万股)	846.68
流通股本(百万股)	838.78
12个月价格区间	6.45/14.29元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.65	3.12	51.34
绝对收益	20.8	1.02	64.0

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001  
qiding@essence.com.cn  
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518090001  
huangfu@essence.com.cn

王政

报告联系人

wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn

010-83321037

### 相关报告

有研新材: 打造战略新材料平台,有望受益5G加速发展/齐丁 2019-03-25

叠加公司高端金属靶材及光电材料业务快速增长，预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.12、0.16 和 0.21。考虑到公司当前约 110x 动态估值处于历史相对较低水平，亦低于同类主营的江丰电子（200x）和阿石创（220x），再加上公司在三大业务领域具有拥有较强的技术壁垒和较大的市场前景，给予公司 2020 年动态市盈率 100x，6 个月目标价 16 元。

■风险提示：1) 公司产品产能释放不及预期；2) 下游行业需求不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	4,079.6	4,767.9	5,432.4	6,201.4	7,140.3
净利润	43.6	79.0	103.3	131.3	175.8
每股收益(元)	0.05	0.09	0.12	0.16	0.21
每股净资产(元)	3.37	3.48	3.65	3.80	3.91

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	175.6	96.9	74.1	58.3	43.5
市净率(倍)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
净利润率	1.1%	1.7%	1.9%	2.1%	2.5%
净资产收益率	1.5%	2.7%	3.3%	4.0%	5.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	2.6%	4.9%	5.2%	6.1%	7.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	4,079.6	4,767.9	5,432.4	6,201.4	7,140.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,811.8	4,457.2	5,061.4	5,755.7	6,589.4	营业收入增长率	7.1%	16.9%	13.9%	14.2%	15.1%
营业税费	8.4	7.9	9.2	10.5	12.1	营业利润增长率	7.4%	97.4%	29.1%	27.6%	35.3%
销售费用	41.5	53.1	54.3	62.0	71.4	净利润增长率	-9.0%	81.3%	30.8%	27.1%	33.9%
管理费用	171.3	110.6	135.8	155.0	178.5	EBITDA 增长率	23.4%	147.3%	14.1%	18.9%	24.1%
财务费用	8.1	2.5	1.0	0.7	0.7	EBIT 增长率	43.5%	240.0%	19.0%	21.8%	27.2%
资产减值损失	34.5	11.4	11.4	11.4	11.4	NOPLAT 增长率	43.2%	66.2%	31.4%	27.0%	34.9%
加:公允价值变动收益	2.4	-1.6	-	-	-	投资资本增长率	-13.6%	25.7%	7.8%	5.5%	4.5%
投资和汇兑收益	38.2	53.2	53.2	53.2	53.2	净资产增长率	1.8%	3.1%	4.7%	3.8%	2.9%
<b>营业利润</b>	47.0	92.7	119.6	152.6	206.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.3	7.4	7.4	7.4	7.4	毛利率	6.6%	6.5%	6.8%	7.2%	7.7%
<b>利润总额</b>	54.2	100.0	127.0	159.9	213.7	营业利润率	1.2%	1.9%	2.2%	2.5%	2.9%
减:所得税	7.7	17.5	19.0	24.0	32.1	净利润率	1.1%	1.7%	1.9%	2.1%	2.5%
<b>净利润</b>	43.6	79.0	103.3	131.3	175.8	EBITDA/营业收入	2.1%	4.5%	4.5%	4.7%	5.1%
						EBIT/营业收入	1.3%	3.8%	3.9%	4.2%	4.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	27	25	22	18	17
						流动资产周转天数	113	94	95	90	83
						流动资产周转天数	234	193	168	155	141
						应收账款周转天数	16	14	14	14	14
						存货周转天数	45	39	37	35	33
						总资产周转天数	290	258	227	198	180
						投资资本周转天数	151	135	137	128	117
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	1.5%	2.7%	3.3%	4.0%	5.2%
						ROA	1.4%	2.4%	3.2%	3.9%	5.0%
						ROIC	2.6%	4.9%	5.2%	6.1%	7.8%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
						管理费用率	4.2%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
						财务费用率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	5.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	9.4%	11.3%	11.1%	11.4%	11.9%
						负债权益比	10.4%	12.8%	12.5%	12.8%	13.4%
						流动比率	14.86	9.78	9.80	9.33	8.73
						速动比率	11.99	7.71	7.60	7.17	6.72
						利息保障倍数	6.49	71.80	220.69	379.82	486.67
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	46.5	82.5	103.3	131.3	175.8	EPS(元)	0.05	0.09	0.12	0.16	0.21
加:折旧和摊销	36.2	38.3	33.0	33.0	33.0	BVPS(元)	3.37	3.48	3.65	3.80	3.91
资产减值准备	34.5	11.4	11.4	11.4	11.4	PE(X)	175.6	96.9	74.1	58.3	43.5
公允价值变动损失	-2.4	1.6	-	-	-	PB(X)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
财务费用	9.2	3.8	1.0	0.7	0.7	P/FCF	26.1	-23.1	27.5	3,199.9	163.9
投资损失	-38.2	-53.2	-53.2	-53.2	-53.2	P/S	1.9	1.6	1.4	1.2	1.1
少数股东损益	2.9	3.5	4.6	4.6	5.8	EV/EBITDA	100.5	21.2	27.2	22.9	18.4
营运资金的变动	308.7	-296.5	-127.0	-103.2	-89.7	CAGR(%)	43.0%	30.1%	28.8%	43.0%	30.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	39.1	112.3	79.5	131.1	190.2	PEG	4.1	3.2	2.6	1.4	1.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	379.7	-272.9	53.2	53.2	53.2	ROIC/WACC	0.2	0.4	0.5	0.5	0.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	21.7	18.7	-25.2	-0.7	-0.7	REP	24.0	5.2	6.7	5.4	4.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

齐丁、黄孚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034