

**增持 首次**
**江粉磁材 (002600)**
**2015年1月20日**

 有色金属行业高级分析师：施毅  
 SAC 执业证书编号：  
 S0850512070008  
 sy8486@htsec.com  
 021-23219480

 有色金属行业首席分析师：钟奇  
 SAC 执业证书编号：  
 S0850513110001  
 zq8487@htsec.com  
 021-2321962

 有色金属行业高级分析师：刘博  
 SAC 执业证书编号：  
 S0850512080001  
 liub5226@htsec.com  
 021-23219401

## 跨界重组有望明显改善盈利

1月19日收盘价：10.27元

6个月目标价：12元

事件：近期海通有色组对公司进行了跟踪，对公司发展战略及经营前景分析如下。

1. 公司主营磁性材料和电缆电机项目。公司是国内最大的铁氧体磁性材料元件制造商之一，主营铁氧体永磁、铁氧体软磁、稀土永磁等电子元件材料以及电线电缆、电机项目。产品下游广泛运用于汽车、IT、办公设备、电动工具、家用电器中的微电机等领域，产品性能和质量优异，远销日本、香港、台湾及欧美国家。

表 1 江粉磁材 2012、2013 及 2014 年上半年主营业务构成

项目	2014年1-6月			2013年			2012年		
	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	毛利率 (%)	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	毛利率 (%)	主营收入 (万元)	主营利润 (万元)	毛利率 (%)
分产品									
永磁体氧体	32251.51	26492.98	17.86%	67151.61	55266.38	17.70%	55590.83	48917.08	12.01%
软磁体氧体	10316.38	8165.05	20.85%	22927.83	17470.40	23.80%	26955.62	19757.41	26.70%
稀土永磁	5255.05	4270.07	18.74%	12419.24	10610.38	14.56%	15333.17	13269.39	13.46%
电机	5878.99	5001.67	14.92%	8721.51	7893.23	9.50%	3400.84	2743.26	19.34%
电线电缆	13720.21	13356.64	2.65%	21313.89	20771.22	2.55%	1654.64	1611.89	2.58%
其他	16831.00	16098.66	4.35%	6706.82	5841.42	12.90%	3414.05	2991.08	12.39%
合计	84253.14	73385.07	12.90%	139240.90	117853.04	15.36%	106349.15	89290.10	16.04%

资料来源：公司 2014 年半年报，2013、2012 年报，海通证券研究所整理

2. 下游需求疲软，磁性材料产量及销量下滑。受下游需求疲软影响，公司 2013 年生产软磁体氧体 7411 吨，销售 7259 吨，同比分别下滑 9.07% 和 10.94%；生产稀土永磁 387 吨，销售 378 吨，同比分别下滑 34.39% 和 35.67%。由于新线投产，公司 2013 年生产电线电缆 4799 吨，销售 4597 吨，同比分别提高 604.52% 和 1370.80%。在不利形势下，公司于 2013 年下半年设立 ERP 项目部，全面推动公司本部实施 SAP-ERP 项目的建设，提升公司治理水平。

**表 2 江粉磁材主要产品产量及销量情况**

产品	项目	2013 年	2012 年	同比增减
永磁体氧化物 (吨)	销售量	41685	37499	11.16%
	生产量	40170	38374	4.68%
软磁体氧化物 (吨)	销售量	7259	8151	-10.94%
	生产量	7411	8150	-9.07%
稀土永磁 (吨)	销售量	379	589	-35.67%
	生产量	387	590	-34.39%
电线电缆 (吨)	销售量	4597	312	1370.80%
	生产量	4799	681	604.52%
电机 (台)	销售量	373453	292668	27.60%
	生产量	349654	320000	9.27%

资料来源: 公司 2013 年年报, 海通证券研究所整理

**3. 扩建项目接近尾声, 产能利用率将有效提升。**公司上市前永磁体氧化物产能 30000 吨/年, 软磁体氧化物产能 9000 吨/年, 上市募集的资金大部分用于永磁体氧化物产能扩建项目, 项目达产后, 公司将新增永磁体氧化物产能 23000 吨/年, 极大提高公司规模优势和产品竞争力。目前主要项目投资建设接近尾声, 不久将来产能利用率将得到有效提升。

**表 3 公司产能扩建项目主要情况**

投资项目	投资进度	项目达到预定可使用状态日期	2014 年上半年实现收益
年产 15000 吨高性能电机用永磁铁氧化物磁瓦技改项目	89.25%	2013 年 12 月 31 日	902.05 万元
年产 5000 吨 JPM-2E 高性能干压异方性永磁铁氧化物材料和制品开发项目	83.24%	2013 年 12 月 31 日	27.40 万元
年产 3000 吨环保、高性能粘结永磁铁氧化物技改项目	37.29%	2014 年 12 月 31 日	--

资料来源: 公司 2014 年半年报, 海通证券研究所

**4. 跨界重组, 进军触摸屏行业。**2014 年 12 月 29 日, 公司对外发布重组预案, 拟以发行股份及支付现金的方式收购帝晶光电 100% 股权, 并募集配套资金。交易标的作价 15.5 亿, 股份支付交易作价的 70%, 现金支付 30%。交易支付股份拟发行约 8778 万股, 价格 12.36 元/股; 定向增发拟募集配套资金 38750 万元, 占本次交易总额的 25%, 发行底价 11.59 元/股, 发行 3343 万股。交易完成后, 公司控制人不发生实际变更。

帝晶光电主营液晶显示模组和触摸屏业务, 2013 年营收 171102 万元、净利 6926 万元, 2014 年前三季度营收 154288 万元、净利 7666 万元, 业务发展迅速, 盈利能力较强且持续增长。重组完成后, 公司将形成磁性材料和平板显示双主业, 实现多元化战略, 增强公司抗风险及盈利能力。

**5. 盈利预测及评级。**公司扩建项目接近尾声, 产能利用率将有效提升; 此次跨界重组标的业务发展迅速, 盈利能力较强且持续增长, 有望明显改善盈利。根据公司此次拟收购的标的资质及对价来看, 此次收购定增成功可能性较大, 假设定增顺利, 按照定增后的主业来看, 我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.02、0.20 及 0.41 元。当前磁性材料行业平均 TTM 大约在 50 倍左右, 鉴于公司重组盈利预期改善, 给予公司 2015 年 EPS60 倍市盈率, 对应目标价 12 元, 增持。

**表 4 可比公司估值对比**

公司名称	正海磁材	银河磁体	宁波韵升	中科三环
股票代码	300224	300127	600366	000970
1 月 19 日收盘价(元)	24.78	11.89	17.65	14.69
PE <sup>TTM</sup>	58.3	54.5	27.5	50.6

资料来源: wind, 海通证券研究所整理

**表 5 公司盈利预测表**

项目	2013	1-3Q2014	2014E	2015E	2016E
营业收入(万元)	140517	134022	162000	279000	447300
同比增速			15.3%	72.2%	60.3%
营业成本(万元)	118959	117298	140480	236838	379294
毛利率	15.3%	12.5%	13.3%	15.1%	15.2%
营业税金及附加(万元)	1042	771	932	1606	2574
占收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用(万元)	5485	4196	5072	5579	6137
占收入	3.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用(万元)	11935	10314	13760	19530	31311
占收入	8.5%	7.7%	8.5%	7.0%	7.0%
财务费用(万元)	1975	2849	3799	4559	5471
占收入	1.4%	2.1%	2.3%	1.6%	1.2%
营业利润(万元)	2232	-1930	957	10888	22513
所得税(万元)	1012	368	191	2178	4503
所得税率	45.4%	-19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润(万元)	1219	-2297	765	8711	18010
少数股东权益(万元)	-502	-485	0	0	0
少数股东权益占比	-41.2%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
归属于母公司净利润(万元)	1721	-1813	765	8711	18010
总股本(亿股)	3.18	3.18	3.18	4.40	4.40
摊薄后 EPS(元/股)	0.05	-0.06	0.02	0.20	0.41
增速			-55.5%	722.4%	106.8%

资料来源: wind, 海通证券研究所

**6. 不确定性分析。磁性材料需求疲软，跨界重组整合不及预期。**

## 信息披露

### 分析师声明

钟奇：有色金属行业  
刘博：有色金属行业  
施毅：有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：厦门钨业（600549.SH）、天齐锂业（002466.SZ）、赣锋锂业（002460.SZ）、格林美（002340.SZ）、云南锗业（002428.SZ）、宝钛股份（600456.SH）、怡球资源（601388.SH）、山东黄金（600547.SH）、中金黄金（600489.SH）、辰州矿业（002155.SZ）、利源铝业（002501.SZ）、东阳光铝（600673.SH）、铜陵有色（000630.SZ）、江西铜业（600362.SH）、包钢稀土（600111.SH）。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通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。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。