

证券研究报告

磁性材料



正海磁材 (300224)

新能源车电机快速发展, 钕铁硼需求增长

增持 (首次)

2017年01月10日

市场数据

报告日期	2017-01-10
收盘价(元)	19.48
总股本(百万股)	506.22
流通股本(百万股)	484.72
总市值(百万元)	9861.11
流通市值(百万元)	9442.31
净资产(百万元)	2172.1
总资产(百万元)	2962.16
每股净资产	4.29

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1366	1644	2380	3190
同比增长	77.6%	20.3%	44.8%	34.1%
净利润(百万元)	158	189	305	394
同比增长	39.5%	20.1%	60.9%	29.3%
毛利率	28.0%	23.7%	25.1%	24.9%
净利润率	11.5%	11.5%	12.8%	12.3%
净资产收益率(%)	7.8%	8.3%	12.0%	13.8%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.60	0.78
每股经营现金流(元)	0.23	0.46	0.07	0.30

相关报告

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn
S0190514030002

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn
S0190515030003

研究助理:

严鹏

yanpeng@xyzq.com.cn

投资要点

- 公司是高性能钕铁硼磁体生产巨头, 钕铁硼需求向好, 公司发展受益。2015 你那公司高性能钕铁硼产能产量分别为 6300 吨/年、3710 吨, 均仅次于中科三环, 是国内钕铁硼生产巨头之一。受益于新能源车、节能环保行业的快速发展, 高性能钕铁硼需求在“十三五”期间仍将保持 12% 的复合平均增速。行业景气, 公司发展受益。
- 新能源汽车驱动电机系统业务快速发展。公司 2015 年完成对上海大郡的收购, 形成“高性能钕铁硼+新能源汽车电机”双轮驱动发展战略。2015 年上海大郡实现扣非净利润 3307 万元, 远超业绩承诺。随着新能源汽车骗补处罚完成、补贴政策落地, 新能源汽车迎来确定性的快速增长, 电机业务将成为公司重要的利润来源。
- 公司定增补充流动资金, 增强发展后劲。由于快速扩张, 特别是在收购上海大郡后, 公司应收账款周转率下降、流动资金紧张。公司计划定增筹资 7.55 亿元用于补充流动资金, 用于进一步开拓新能源汽车电机、高性能钕铁硼市场。评级、估值。
- 公司盈利预测与评级: 我们预计公司 2016~2018 年实现归属于上市公司母公司净利润分别为 1.88、3.01 和 3.83 亿元, EPS 分别为 0.37、0.60、0.78 元, 对应 PE 为 52、32、25 倍。考虑定增摊薄, EPS 分别为 0.34、0.55、0.71 元, 对应 PE 为 57、36、28 倍。考虑到公司新能源汽车电机业务快速发展, 给予“增持”评级。
- 风险提示: 1、钕铁硼需求不及预期; 2、新能源汽车发展不及预期

目录

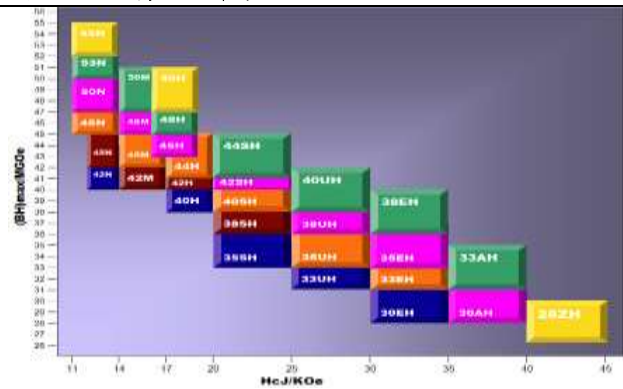
1、高性能钕铁硼需求增长较快，公司受益.....	- 3 -
1.1、公司是高性能钕铁硼永磁巨头	- 3 -
1.2、新能源、节能环保发力，钕铁硼需求增速较快.....	- 5 -
1.3、稀土价格上涨有利于磁体企业	- 9 -
2、收购上海大郡，实现双轮驱动	- 11 -
3、定增补充流动资金，助力公司成长	- 13 -
4、盈利预测与估值	- 14 -
图 1、公司产品牌号	- 3 -
图 2、高性能钕铁硼磁体的应用情况	- 3 -
图 3、国内主要烧结钕铁硼企业产能情况（吨）	- 4 -
图 4、公司高性能钕铁硼永磁体产量情况（吨）	- 4 -
图 5、公司控股股东及公司参控股公司情况.....	- 4 -
图 6、2014 年中国高性能钕铁硼消费结构	- 5 -
图 7、中国高性能钕铁硼消费预测（吨）	- 5 -
图 8、中国新能源汽车销量预计（辆）	- 6 -
图 9、新能源汽车钕铁硼磁体需求量测算（吨）	- 6 -
图 10、空调产量情况	- 6 -
图 11、变频空调钕铁硼需求量预测.....	- 6 -
图 12、EPS 产量及渗透率预测	- 7 -
图 13、EPS 钕铁硼磁体需求量测算.....	- 7 -
图 14、电梯产量及稀土永磁曳引机渗透率预测.....	- 7 -
图 15、节能电梯钕铁硼磁体材料需求预测.....	- 7 -
图 16、松下焊接机器人	- 8 -
图 17、各国工业机器人密度情况（台/万人）	- 8 -
图 18、工业机器人销量预计	- 8 -
图 19、各国工业机器人密度情况（台/万人）	- 8 -
图 20、中国和全球风电累计装机容量（万千瓦）	- 9 -
图 21、国内风电钕铁硼需求量预测	- 9 -
图 22、国内外钕铁硼永磁产量情况（万吨）	- 9 -
图 23、国内外高性能钕铁硼磁材产量（万吨）	- 9 -
图 24、氧化镨钕价格走势（元/吨）	- 10 -
图 25、金属镨价格走势（元/公斤）	- 10 -
图 26、氧化镨钕平均价格与磁材企业毛利率.....	- 10 -
图 27、上海大郡产品体系概况	- 11 -
图 28、上海大郡销量及市场占有率情况	- 12 -
图 29、上海大郡销售额与毛利率情况	- 12 -
图 30、公司应收账款周转率持续下降	- 13 -
图 31、公司季度经营活动现金流	- 13 -
表 1、公司产品“6A”特性	- 4 -
表 2、钕铁硼与铁氧体性能对比	- 10 -
表 3、公司驱动系统情况（2014 年 1-9 月）	- 12 -
表 4、公司营收、毛利构成（万元）	- 13 -

1、高性能钕铁硼需求增长较快，公司受益

1.1、公司是高性能钕铁硼永磁巨头

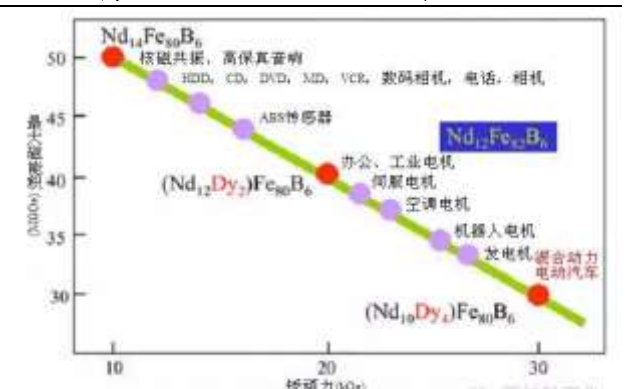
- **公司主要产品为高性能钕铁硼永磁体。**钕铁硼永磁体按生产工艺可以分为粘结、烧结和热压三种。其中烧结钕铁硼是最为常见的产品，广泛应用在大中型电动机、风力发电机、高保真扬声器等方面，产量占全部钕铁硼永磁体的90%以上。高性能钕铁硼永磁材料是指以速凝甩带法制成、内禀矫顽力 H_{cj} (KOe) 及最大磁能积 (BH) max (MGOe) 之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料。高性能钕铁硼产量占全部钕铁硼产量的 20% 左右，广泛应用于电子产品、节能电梯、风力发电、新能源汽车、智能机器人等领域，而且因为其高磁性性能，被铁氧体、低端钕铁硼磁体替代的可能小。

图 1、公司产品牌号



数据来源：兴业证券研究所，公司公告

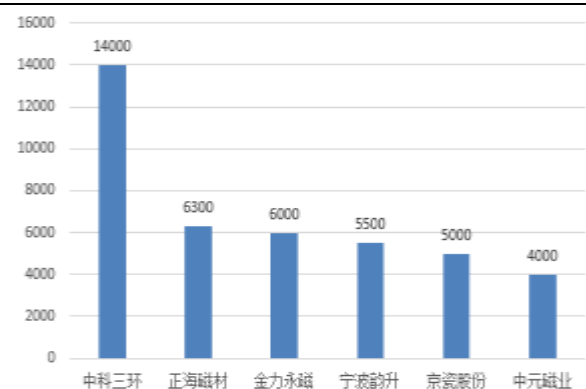
图 2、高性能钕铁硼磁体的应用情况



数据来源：兴业证券研究所，新材料在线

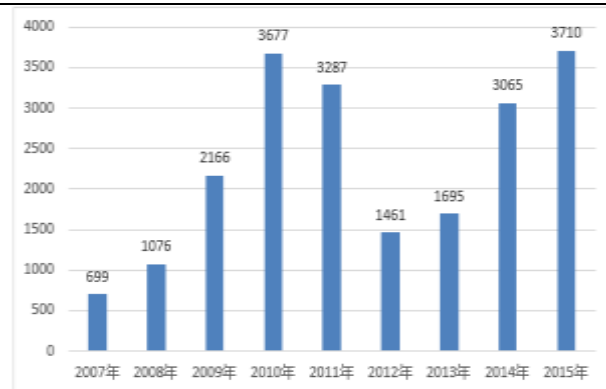
- **公司产能位居国内前列，是高性能钕铁硼永磁体主要生产商之一。**目前，全球的钕铁硼永磁体生产基地已经转移到中国，国内钕铁硼的产量占全球的90%；国内高性能钕铁硼产量全球占比相比较而言更低一些，但不断提升。2015年全球高性能钕铁硼的产量为4.6万吨，中国产量为2.7万吨，占比接近60%。公司拥有高性能钕铁硼年产能6300吨，2015年产量为3710吨，国内市场占有率约为14%；公司的产能产量仅次于磁材龙头中科三环。

图 3、国内主要烧结钕铁硼企业产能情况 (吨)



数据来源：兴业证券研究所，公司公告

图 4、公司高性能钕铁硼永磁体产量情况 (吨)



数据来源：兴业证券研究所，公司公告

- **公司技术实力强，居国内领先地位。**公司凭借具有自主知识产权的正海无氧工艺（ZHOFP）技术，产品具有低失重、高一致性、高工作温度、优良镀层结合力、高耐腐蚀性、优良亲胶性等优良特性，能够批量生产当今世界顶级的 55N、53N、50M、48M、48H、44SH、40UH、38EH、35AH、28ZH 等 30 多个牌号的烧结钕铁硼磁体。2015 年公司参与的“稀土永磁产业技术升级与集成创新”项目荣获国家科技进步二等奖。

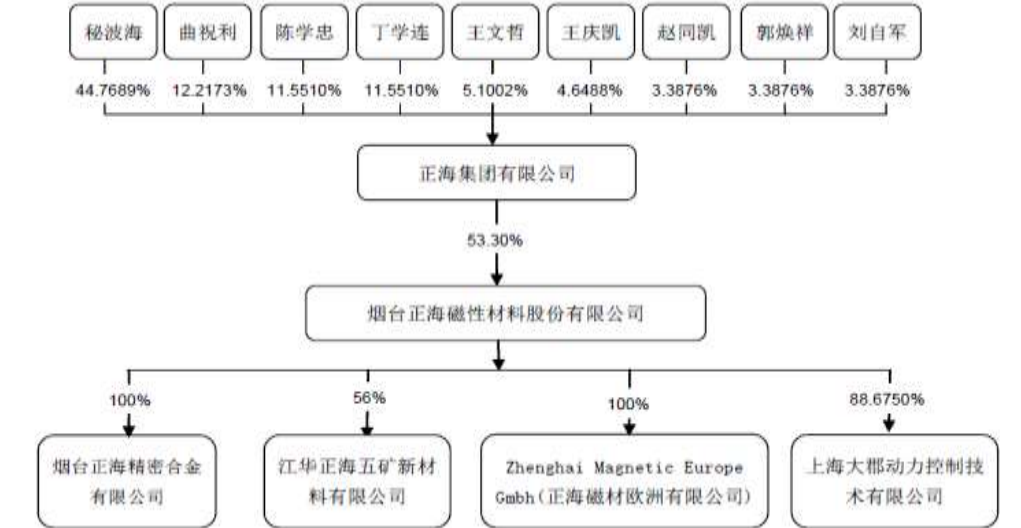
表 1、公司产品“6A”特性

特性	简要介绍
低失重	在高温、高压、高湿度条件下，公司产品 20 天失重量不超过 2mg/cm ³ ，与国际领先企业德国 VAC 公司指标相当，失重性能为国际顶尖水平
高一致性	公司产品最大磁能积的过程能力指数达到 1.67 以上，为国内领先、国际先进水平
高工作温度	公司开发出了工作温度达 250oC 的国内首创 ZH 系列至高矫顽力产品，该系列产品内禀矫顽力指标在 40kOe 以上，达到国际领先水平
优良镀层结合力	公司已经掌握了国际先进的真空镀铝技术
高耐腐蚀性	公司常规表面处理技术加工后产品的耐腐蚀能力达到国内领先水平
优良亲胶性	公司高性能钕铁硼永磁材料的亲胶性已达到日本同行业先进水平

资料来源：兴业证券研究所，公司公告

- **公司不断往上下游延伸，加强资源保障能力和下游应用市场把控能力。**上游资源领域，公司在 2012 年与五矿稀土集团、青溪投资共同出资设立江华正海五矿新材料公司，帮助公司获得稳定的原材料供应。下游领域，公司在 2015 年正式完成了对上海大郡 81% 股权的收购，切入下游新能源车驱动电机制造，有利于发挥协同效应。海外市场开拓方面，公司成立了正海磁材欧洲公司，拓展海外市场。

图 5、公司控股股东及公司参控股公司情况

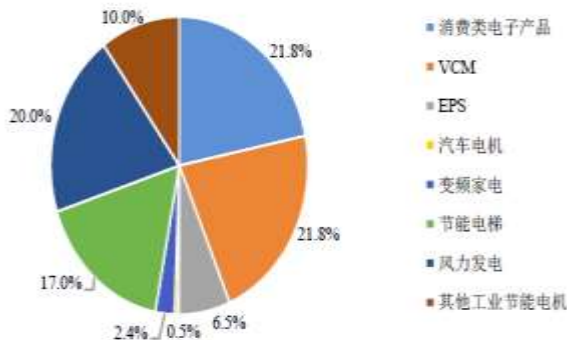


资料来源：兴业证券研究所，公司公告

1.2、新能源、节能环保发力，钕铁硼需求增速较快

- **受新能源、节能环保的拉动，钕铁硼永磁体需求将会保持较快增长。** 稀土永磁是国家重点鼓励和支持发展的新材料和高新技术产品，广泛应用在风力发电、节能电梯、变频空调、新能源汽车、汽车 EPS 等新能源和节能环保领域，以及传统的 VCM、手机和其他消费类电子产品。根据我们对主要下游的测算，新能源汽车、汽车 EPS、节能电梯、变频空调、机器人等都将实现较快增长，消费类电子产品保持稳定，VCM 和风电将有所下降。2020 年全国主要领域的高端钕铁硼消费量将达到 4.2 万吨，年均复合增长率为 12%。据统计，2015 年全球高性能钕铁硼产量为 4.6 万吨，国内为 2.7 万吨。国内高性能钕铁硼需求的快速增长将为国内高性能钕铁硼企业带来利好。

图 6、2014 年中国高性能钕铁硼消费结构



数据来源：兴业证券研究所，中国电子元件行业协会

图 7、中国高性能钕铁硼消费预测（吨）

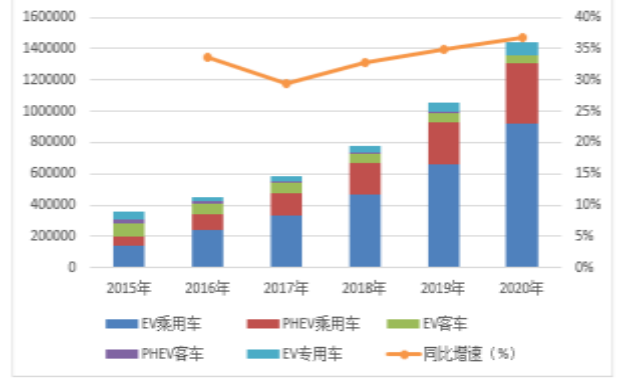


数据来源：兴业证券研究所

- **新能源汽车钕铁硼需求将快速增长。** 新能源汽车基本上都采用稀土永磁驱动电机作为动力，是钕铁硼需求新增量的重要来源。根据新能源汽车产业联盟在 2016 年 10 月份的预计，2020 年全国新能源汽车总销量将达到 144 万辆左右，总保有量约为 480 万辆。以一辆混合动力乘用车、纯电动乘用车、纯电动客

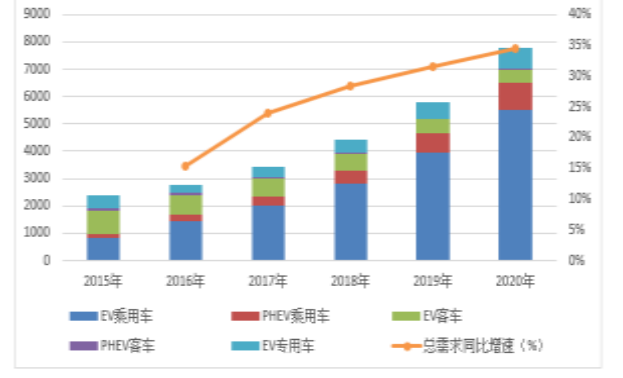
车分别消耗 2.5kg、6kg、10kg 钕铁硼永磁体的量来计算，到 2020 年预计产生钕铁硼需求共计 7783 吨，较 2015 年 2282 吨的消耗量增长 3.2 倍，年均增速为 27%。

图 8、中国新能源汽车销量预计（辆）



数据来源：兴业证券研究所，新能源汽车产业联盟

图 9、新能源汽车钕铁硼磁体需求量测算（吨）



数据来源：兴业证券研究所

- **变频空调需求量保持快速增长。**变频空调相对定频空调来说，具有控温精准、制冷表现快速、节能降噪等优势，是空调未来发展的主流方向。2015 年，变频空调的渗透率为 56%，较 2010 年大幅增加了 36 个百分点，其中采用钕铁硼永磁压缩机的渗透率为 35%。假设变频空调在 2020 年渗透率达到 78%，钕铁硼永磁压缩机渗透率达到 60%，空调产量达到 1.8 亿台，一台钕铁硼压缩机用 0.25kg 钕铁硼磁材，则 2020 年钕铁硼需求量将达到 2.1 万吨，是 2015 年的 2.8 倍，年均增长率达到 22.6%。

图 10、空调产量情况



数据来源：兴业证券研究所，中国产业信息网

图 11、变频空调钕铁硼需求量预测

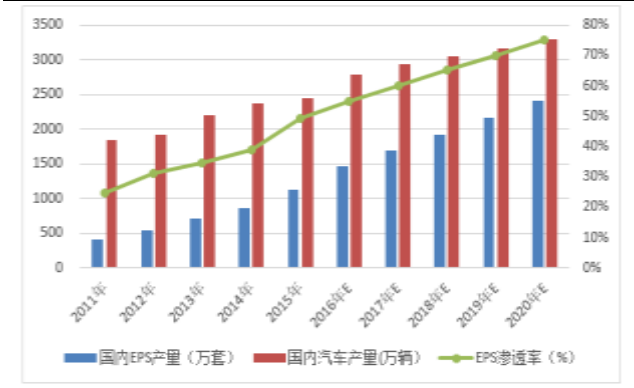


数据来源：兴业证券研究所

- **汽车电子助力系统（EPS）快速发展，为钕铁硼需求带来新增量。**相比传统的液压助力系统，EPS 可以降低油耗、转向助力大小可以智能化调整，兼顾低速转向轻便性和高速操纵稳定性，实现精准、及时、智能化控制。2015 年，我国的 EPS 渗透率约为 50%，日本则已经接近 90%。因此，我国的 EPS 还有很大的增长空间。一套 EPS 系统大概需要使用钕铁硼永磁材料为 0.2kg，2015 年的用量约为 2250 吨。根据我们测算，如果 2020 年随着 EPS 渗透率提

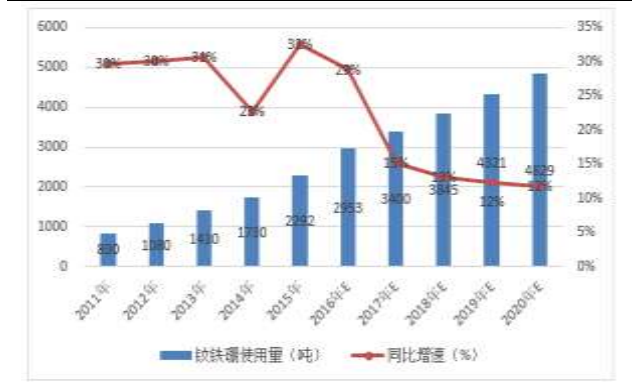
高到 75%，国内汽车产量增至 3300 万辆，则所需的钕铁硼永磁材料为 4829 吨，“十三五”期间年均增速达 16.4%。

图 12、EPS 产量及渗透率预测



数据来源：兴业证券研究所，中国产业信息网

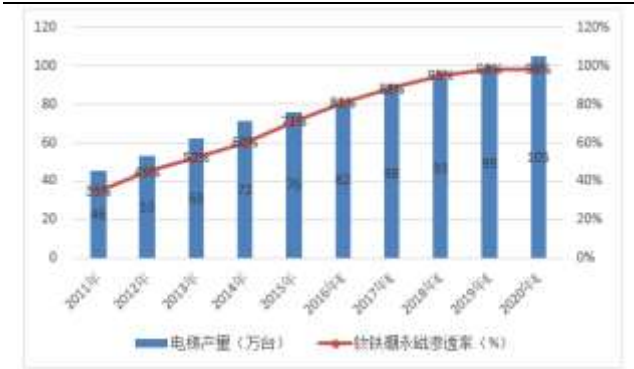
图 13、EPS 钕铁硼磁体需求量测算



数据来源：兴业证券研究所

- **节能电梯领域的需求保持较快增长。**采用稀土永磁曳引机的节能电梯具有体积小、损耗低、效率高等优点，已经成为新型曳引机的主流机型。随着节能电梯渗透率进一步提高，以及钕铁硼永磁曳引机市场占有率进一步上升，节能电梯对钕铁硼永磁的需求增速将会超过电梯需求增速。按照一部节能电梯采用 6kg 钕铁硼磁体来计算，2020 年钕铁硼需求为 6151 吨，是 2015 年的 1.9 倍，年均增速达到 14%。

图 14、电梯产量及稀土永磁曳引机渗透率预测



数据来源：兴业证券研究所，智研数据中心

图 15、节能电梯钕铁硼磁体材料需求预测



数据来源：兴业证券研究所

- **未来机器人需求迅猛增长，提升钕铁硼消费量。**随着中国劳动力人口的逐步减少，劳动力成本上升，机器人在生产生活中的作用将会越来越大。以工业机器人为例，2015 年中国工业机器人密度仅为 49 台/万人，日本、德国均为 300 台/万人，韩国则高达 531 台/万人，全球平均水平为 69 台/万人。按照国家出台的《机器人产业发展规划（2016~2020 年）》，2020 年自主品牌年产量目标为 10 万台，打造 5 个以上机器人配套产业集群。国家机器人的伺服电机需要消耗大量的钕铁硼永磁材料。据了解，一台 165kg 的焊接机器人便需要消耗 23~39kg 的钕铁硼永磁材料。2015 年，国内机器人销量为 2 万台，同比

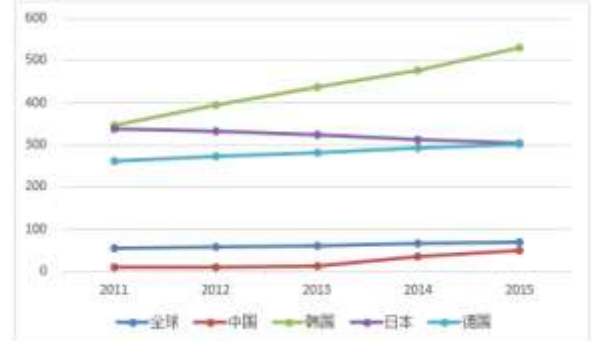
增长 17%；海外销量为 22.8 万台，同比增长 11%。我们假设国内和海外在未来几年仍将保持这样的销量增速，按照一台工业机器人使用 25kg 钕铁硼永磁材料来计算，2020 年全球、全国工业机器人钕铁硼的用量分别达到 11644 吨、4625 吨，是 2015 年用量的 1.9 倍、9.1 倍。

图 16、松下焊接机器人



数据来源：兴业证券研究所，松下公司网站

图 17、各国工业机器人密度情况（台/万人）



数据来源：兴业证券研究所，国际机器人联合会

图 18、工业机器人销量预计



数据来源：兴业证券研究所，国际机器人联合会

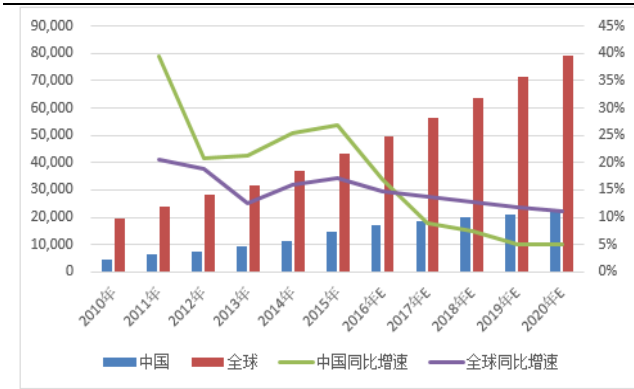
图 19、各国工业机器人密度情况（台/万人）



数据来源：兴业证券研究所

- **国内风电装机容量市场或放缓，但全球增速或将维持较快增长。** 国家风电发展“十三五”规划提出，到 2020 年全国风电累计装机容量要达到 2.1 亿瓦以上，年均增速放缓为 7.6%，远低于“十二五”期间年均 26.6% 的增速。但从全球来看，2015 年风电装机容量为 4.3 亿瓦，较上年增长 17%。根据全球风电协会（GWEC）预计，全球装机容量仍能维持较快增长，2016~2020 年间年均增速可达 12.8%。虽然永磁直驱风机占比快速提升，但受国内风电装机速度放缓的影响，风电领域对钕铁硼的需求量仍会下降。2015 年国内永磁直驱风力发电机新增 1230 万千瓦，对应钕铁硼永磁需求量为 9600 吨左右。按照这一比例，假设到 2020 年永磁直驱电机占比提升至 60%，并考虑新增风电容量的增速，我们预计到“十三五”期间国内风电钕铁硼需求量约为 3 万吨。

图 20、中国和全球风电累计装机容量 (万千瓦)



数据来源: 兴业证券研究所, GWEC

图 21、国内风电钕铁硼需求量预测



数据来源: 兴业证券研究所

1.3、稀土价格上涨有利于磁体企业

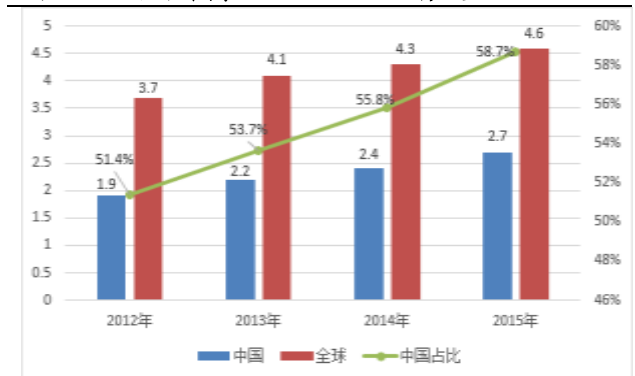
- **钕铁硼产业向中国集中, 国内企业话语权不断加强。** 西方发达国家生产成本高, 钕铁硼价格不断下跌导致产业不断转移到中国, 而国内生产钕铁硼则具备稀土原材料、人力成本优势。目前仅有日本和欧洲两地有 4 家烧结钕铁硼生产企业, 即德国的 VAC, 日本的 Neomax、TDK 和信越化工, 并且 4 家企业都与在中国建立后加工基地或者成立合资公司。2015 年, 全球钕铁硼永磁产量达到 14.3 万吨, 中国产量为 12.7 万吨, 占全球产量的 88.8%。另外, 以往在生产高性能钕铁硼永磁体上有优势的外国厂商也逐渐丧失优势, 中国高性能产品也逐步占据优势。

图 22、国内外钕铁硼永磁产量情况 (万吨)



数据来源: 兴业证券研究所, 赛瑞研究

图 23、国内外高性能钕铁硼磁材产量 (万吨)

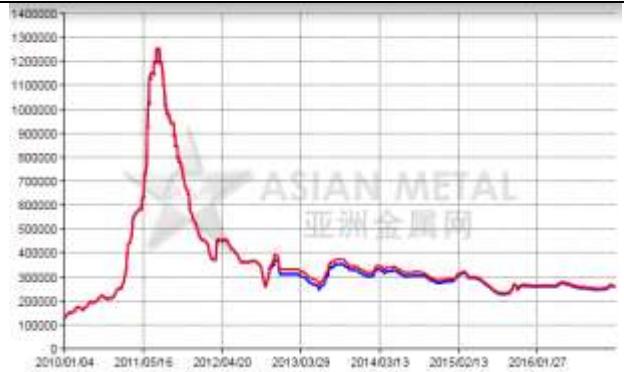


数据来源: 兴业证券研究所, 赛瑞研究

- **稀土价格处于历史底部, 打黑、收储政策组合或提振价格。** 由于私挖乱采现象严重, 黑稀土猖獗, 导致整个稀土价格长期承压, 价格处于历史底部, 稀土企业苦不堪言。2016 年上半年, 钕、镨钕、镝铁均价分别同比下降了 10.93%、10.88%、23.90%, 这也导致磁材价格有所下降。当前, 国家通过组建六大稀土集团、打黑、收储等多套政策组合拳治理稀土行业。2016 年 12 月至 2017 年 4 月, 中央八部委开始史无前例的打黑专项行动, 同时开展了国家收储并积极试验推行商业收储, 我们认为对于处于价格为历史底部的稀土行业, 任

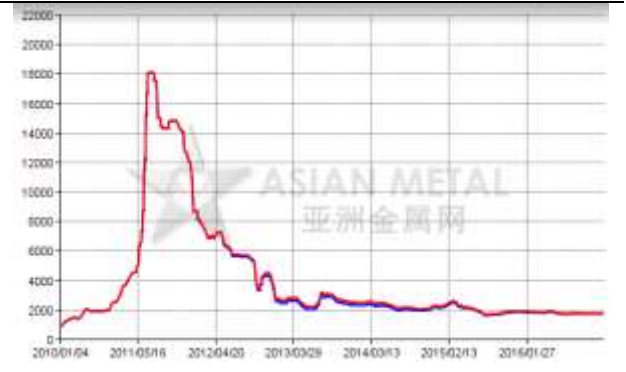
何边际改善都将会提振价格，对稀土行业持乐观态度。

图 24、氧化镨钕价格走势（元/吨）



数据来源：兴业证券研究所，亚洲金属网

图 25、金属镨价格走势（元/公斤）



数据来源：兴业证券研究所，亚洲金属网

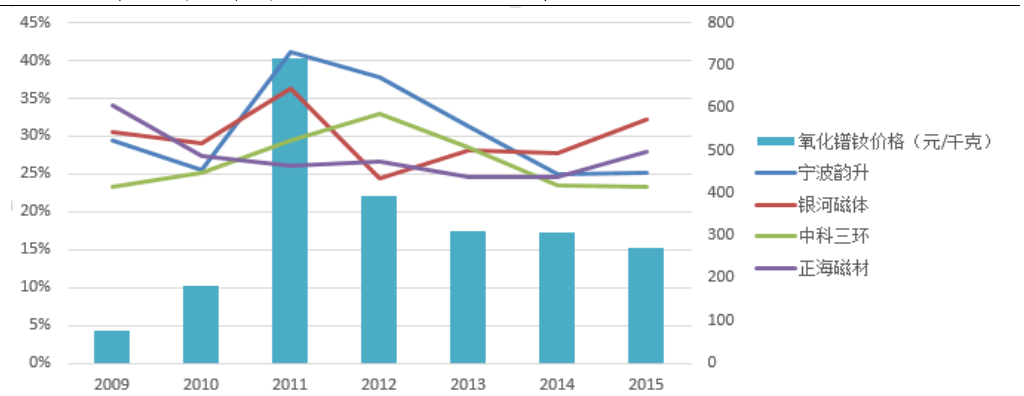
- 钕铁硼永磁行业用户粘性高，价格能够快速传导到下游企业，原材料价格上涨有利于磁材企业。稀土原材料通常占到钕铁硼磁体成本的 60%~70%，所以稀土价格对于钕铁硼磁体企业来说至关重要。相对于主要的竞争对手铁氧体，钕铁硼永磁体由于磁性优良，在智能化、环保化、轻量化、轻薄化的潮流下获得了广泛的认可，并逐渐成为消费电子、节能电机等产品不可或缺的原材料。因此，随着如果原材料价格上涨，磁材企业通常能够较快传导给下游，从而获得稳定的收益。实际上，从磁材企业在 2010、2011 年的毛利率表现来看，磁材企业的毛利率并没有下降，反而有所上升，体现出磁材企业超强的议价能力。

表 2、钕铁硼与铁氧体性能对比

性能	铁氧体	钕铁硼
剩磁 (T)	>0.39	1.17
感应矫顽力 (kA/M)	>240	844
内禀矫顽力 (kA/M)	>356	>1592
最大磁能积 (kJ/m ³)	>3.4	31~33
最大磁能积 (kJ/m ³)	>3.4	31~33

资料来源：兴业证券研究所，真空技术网

图 26、氧化镨钕平均价格与磁材企业毛利率



数据来源：兴业证券，安泰科，wind

- 公司采用多种定价策略对冲原材料价格波动风险，保证合理利润。从公司的定价模式来看，对于签订合同期限较短的一般性客户通常采用随行就市的定价策略；对于合同期限较长的战略性客户来说，有两种可选定价模式。一是签订合同时综合商定销售价格，一般不予变动，但客户需要支付 30% 的预付款，从而基本锁定原材料供应价格，但是如果原材料价格上涨过快，那么也可以后面协商定价。二是签订合同时根据产品当前成本加合理利润率确定销售价格。

2、 收购上海大郡，实现双轮驱动

- 公司收购上海大郡，实现“高性能钕铁硼+新能源汽车电机驱动系统”双轮发展。公司早在 2012 年 3 月就参股上海大郡，持股 7.5%。在 2015 年实现收购上海大郡 81.53% 的股权，总计持有 88.675% 的股权。上海大郡专注于系列化新能源汽车电机驱动系统的而研发、生产和销售，目前已经成功实现了汽车集成起动发电机系统（ISG）、增程器系统（APU）、纯电动驱动系统（TM）和双电机驱动系统（ISG/APU+TM）等多个系列产品的产业化。公司产品全面覆盖乘用车、轻型商务车、公交车以及工程机械等各类下游需求，并且与国内主要新能源汽车整车企业建立了密切的合作关系。

图 27、上海大郡产品体系概况



数据来源：兴业证券研究所，公司公告

- 上海大郡为轻资产运作，核心竞争力为生产技术。上海大郡是一家“轻资产”公司，资源主要集中在研发、销售环节。2014 年上半年，上海大郡流动资产

占总资产比重达到 85%。产品成本中材料费用占比 75%~90%，折旧成本在 3%以下。上海大郡目前拥有 10 万套/年灵活生产各类新能源车电机驱动系统的制造能力，近年的产能利用率在 30%以下，但是依靠轻资产运作，上海大郡仍能保持较高毛利率。上海大郡的核心竞争力为生产技术。上海大郡起步较早，专业从事混合动力及纯电动汽车驱动电机及其控制系统研发和生产，公司开发的 ISG、APU、牵引电机、增程式等驱动系统拥有广泛的客户。

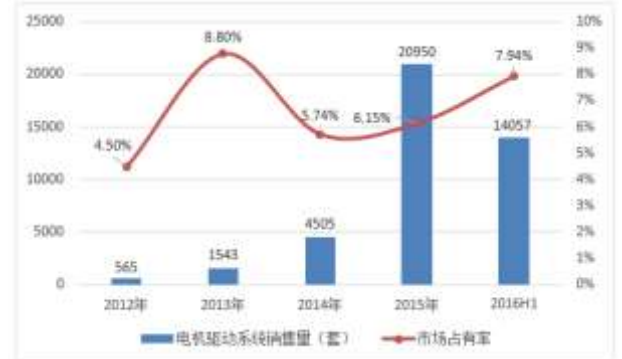
表 3、公司驱动系统情况（2014 年 1-9 月）

驱动系统类型	产品竞争优势	代表性客户	累计销量(台)
ISG	与发动机集成优化完善、发电效率高	五洲龙、长安、中通	3000
APU	系统发电效率高	申沃、厦门金龙	200
牵引电机	力矩密度大、重量轻	东风、北汽、申沃、五洲龙、厦门金龙、金旅、广客、安凯、珠海银隆	2500
增程式	兼具 APU 系统和牵引电机系统的性能	广汽、申沃、厦门金龙、西安兰德	500

资料来源：兴业证券研究所，公司公告

- **加快对外投资，加码新能源电机驱动系统产业。**2015 年，上海大郡出资 600 万元，与卧龙电气集团、绍兴奥特彼电机公司共同成立卧龙大郡，有利于提升新能源汽车电机驱动系统集成的一致性和产品性能稳定性。2016 年，公司与上海大郡一共出资 8000 万元发起成立上海郡正新能源动力系统有限公司，加码新能源汽车产业。
- **上海大郡产品市场占有率稳中有升，毛利率下滑但预计未来趋稳。**在新能源汽车产量迅猛增长的情况下，上海大郡近年来的市场占有率稳重有升。2016 年上半年的市场占有率约为 8%。但随着竞争越发激烈，公司的毛利率持续下降。我们认为，随着新能源汽车最新补贴出台，行业发展趋稳、竞争格局逐步明朗，未来上海大郡的毛利率有望保持相对稳定。

图 28、上海大郡销量及市场占有率情况



数据来源：兴业证券研究所，公司公告

图 29、上海大郡销售额与毛利率情况



数据来源：兴业证券研究所，亚洲金属网

- **新能源汽车行业快速发展、利润承诺双保险，上海大郡业绩看好。**2016 年新能源汽车受到骗补事件、新补贴政策迟迟未出台的扰动而增速下滑。2016 年

12月底政府公布了新的补贴政策，新能源汽车最大的不确定因素落地，骗补沉珂已除，未来行业将会稳健发展。预计2017年新能源汽车产销70万辆以上，同比增速40%以上。上海大郡电机驱动系统迎来确定性的增长，对公司业绩贡献进一步增长。另外，上海大郡在收购时做出业绩承诺，2015~2016年不考虑股权激励费用的扣非后净利润分别为2000、3500、5000万元。行业景气、利润承诺双保险，上海大郡业绩看好。

表 4、公司营收、毛利构成（万元）

产品	2015	2016H1
营业收入	136584	72404
其中：钕铁硼磁体	93450	43060
占比(%)	68%	59%
电机驱动系统	43134	29343
占比(%)	32%	41%
毛利	38191	16132
其中：钕铁硼磁体	24009	9357
占比(%)	63%	58%
电机驱动系统	14182	6775
占比(%)	37%	42%

资料来源：兴业证券研究所，公司公告

3、 定增补充流动资金，助力公司成长

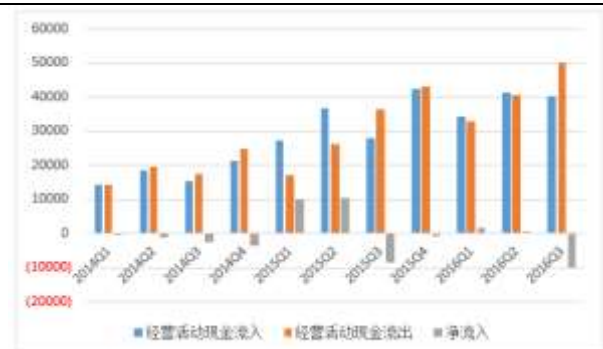
- **公司的流动资金较为紧张。**在高性能钕铁硼材料领域，上游六大稀土集团已经整合完毕，下游的客户也较为集中，公司面临较为强势的上下游体系。在新能源汽车电机驱动系统领域，上海大郡的下游面临的是整车厂商，通常也较为强势。虽然公司的下游客户均为比较优质的企业，账款一般没有问题，但随着经营活动的扩大，公司的经营资金较为紧张。特别是2015年2季度合并上海大郡报表后，公司平均营收账款陡增，应收账款周转率持续下降。

图 30、公司应收账款周转率持续下降



数据来源：兴业证券研究所，wind

图 31、公司季度经营活动现金流



数据来源：兴业证券研究所，wind

- **公司定增补充流动资金，增强发展后劲。**公司计划非公开发行的股票数量不超过50535475股，募集资金总额不超过75500万元，其中控股股东正海集团认购1.51亿元。筹集资金将用于补充流动资金，以实现公司的持续发展。在

新能源车市场高速增长背景下，上海大郡稳步提高市场占有率，进一步扩大经营规模、开拓下游客户都会需要占用大量资金。此外，高性能钕铁硼材料业务的进一步扩大，特别是公司将逐步加大海外市场开拓力度，提升海外市场份额和竞争地位，对流动资金也将产生大量需求。公司定增补充流动资金，将有利于增强公司发展后劲。

4、 盈利预测与估值

- **公司盈利预测与评级：**我们预计公司 2016~2018 年实现归属于上市公司母公司净利润分别为 1.42、1.96 和 2.37 亿元，EPS 分别为 0.28、0.39、0.27 元，对应 PE 为 66、48、40 倍。如果考虑定增摊薄，EPS 分别为 0.25、0.35、0.43 元，对应 PE 为 73、53、44 倍。考虑到公司新能源汽车电机业务快速发展，给予“增持”评级。
- **风险提示：**1、钕铁硼需求不及预期；2、新能源汽车发展不及预期