

2019年12月27日

有色金属

新能源车磁材板块有望迎来重估

■ 高性能钕铁硼磁材受益于新能源车浪潮以及全球宏观经济修复带动的传统下游回暖，需求整体回升。全球高性能钕铁硼需求主要集中在汽车领域，包括传统汽车中的EPS和微电机，以及新能源汽车中的永磁电机，占比分别为38%和12%；其次是工业应用、风力发电、消费电子、变频空调和节能电梯，分别占比11%、10%、9%、9%和8%。

第一，新能源车永磁同步电机是未来高性能钕铁硼磁材增速最快的风口，在国内补贴退坡影响逐渐消化后已开始边际改善。当前全球电动化大趋势下，各国对于新能源车产业的扶持力度逐渐增大，继德国在11月提出上调补贴额度并延长补贴时间之后，美国最新《2019年绿色能源法案》的草案中也对电动车税收政策作出修改，进一步放宽税收优惠，持续支持本国车企电动化进程。国内在2020年新能源车补贴退坡，特别是今年下半年以来新能源车销量持续负增长背景下，我们认为，面对明年200万辆新能源车的销售目标，国内政策仍有较大的发力空间，新的补贴政策值得期待。新能源车的大潮势不可挡，对于目前站在新能源车风口上的稀土磁材有望不断享受新能源车需求大潮所带来的发展机遇，磁材板块有望迎来重估。

第二，全球宏观需求修复，磁材传统下游出现需求回暖。一是风电有望继续高速增长，2020年仍属于风电抢装的高峰年份，2020年新增装机增速有望达到25%。二是受房地产投资周期影响，电梯产量持续维持高速增长，1-10月中国电梯产量累积同比增长14.4%。三是中国空调产量累积同比增速已现改善，叠加变频空调的渗透率逐渐提高，预计未来对磁材的拉动仍有较大空间。此外，电子设备智能化以及工业智能制造的持续推进，电子移动设备和工业机器人用磁材需求也有望逐步增加。

■ 缅甸稀土禁矿再起波澜，封关持续下国内中重稀土供需抽紧，价格有望继续走高。据SMM消息，近期缅甸至中国的离子型稀土矿进口关口再次关停，主因一是缅甸政府认为部分企业在缅甸地区没有合法的采矿证，二是盗采盗挖对当地环境造成破坏并引发了一些国际事件，目前缅甸方面或将无限期延迟封关时间，直至整改规范。2018年11月开始至今，缅甸事件持续发酵，前后发生三次全面封关，由于从缅甸进口稀土供给占比大，约为我国年开采中重稀土指标的90%，故每次封关都带动中重稀土价格大幅上涨。缅甸稀土矿属于离子型稀土矿，与我国南方离子型稀土矿类似，是我国中重稀土生产的重要原料来源，据海关数据，2018年我国从缅甸进口中重稀土矿折氧化物含量约1.72万吨，占2018年国内中重稀土开采配额1.91万吨的90%，从2018年至今历次封关结果来看，我国从缅甸进口稀土数量都出现较为明显的下降，据百川和瑞道资讯，2018年至今，以中重稀土代表氧化镨价格为观测标的可以较明显的发现，稀土价格与缅甸封关的时点十分吻合，可以说从缅甸事件发酵以来，每次封关都带来稀土价格的大幅上扬，中重稀土氧化镨价格从2018年11月初至今累积上涨49.9%，如果此次封关持续，稀土价格有望继续走高。

■ 新能源车需求边际改善、传统领域需求回暖叠加稀土原料涨价，稀土磁材将迎来重估机遇，建议重点关注在新能源车领域具备较强壁垒的中科三环和正海磁材。新能源车用磁材的壁垒不在于产能扩张和资本投入，最重要的是汽车客户的粘性，对于全球顶级车厂供应链上的上下游，为了保证配套研发的同步性和供货质量的稳定性，一旦形成，轻易不会更换。中科三环和正海磁材在汽车领域订单占比高，长期与全球顶级车厂形成配套研发、稳定供货的关系，并在新能源车磁材领域具备极强的卡位优势，并已经获得较大的市场份额，真正获得了在新能源车磁材新赛道的入场券，有望较大程度受益于新能源车磁材订单的迅猛增长。

■ 风险提示：1) 全球新能源车需求不达预期；2) 全球经济回暖不及预期，磁材传统下游订单低迷；3) 缅甸封关时间不及预期；4) 海外其他稀土供应超出预期。

行业分析

证券研究报告

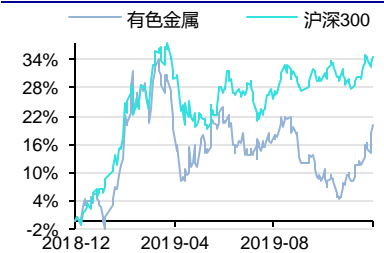
投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.07	-2.88	-29.40
绝对收益	1.81	1.62	5.23

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

全球经济修复值得期待，看好铜钴锂供需边际改善 2019-12-16

逆周期政策效果初现，继续看好铜价回升 2019-12-02

短期风险偏好回升，钴钨涨价显著 2019-09-30

全球宏观环境持续改善，继续关注铜、钴、新材料 2019-09-15

全球衰退式宽松进入下半场，关注铜、钴和新材料 2019-09-09

内容目录

1. 全球宏观经济回暖，磁材需求边际转好，磁材板块有望迎来重估.....	3
1.1. 全球经济企稳回升，国内需求转好.....	3
1.2. 磁材下游需求回暖，磁材板块迎来重估.....	4
2. 缅甸稀土禁矿再起波澜，国内中重稀土价格有望走高.....	8
3. 缅甸封关对我国中重稀土供给影响较大，供需抽紧背景下，轻重稀土价格出现分化.....	9
4. 高性能钕铁硼磁材公司在新能源大潮中迎来重大发展机遇.....	11
4.1. 中科三环.....	11
4.2. 正海磁材.....	12
5. 风险提示.....	13

图表目录

图 1: 全球主要经济体 PMI 企稳.....	3
图 2: 美国消费者信心指数回升.....	3
图 3: 国内 11 月 PMI 重回荣枯线上方.....	3
图 4: 11 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%.....	3
图 5: 国内基建投资持续维持在 4%左右.....	4
图 6: 11 月房地产开发投资完成额累计同比增长 10.2%.....	4
图 7: 2018 年全球高性能磁材下游需求结构.....	5
图 8: 高性能钕铁硼在汽车中的应用——电机、EPS 和微电机.....	5
图 9: 新能源车产量环比好转.....	7
图 10: 11 月新能源车累积同比增长 3.6%.....	7
图 11: 11 月中国风电发电新增容量累积同比-4.3%.....	7
图 12: 预计 2020 年风电新增装机容量继续保持较高增长.....	7
图 13: 11 月中国电梯产量累积同比增长 14.9%.....	7
图 14: 11 月中国空调产量累积同比增长 5.8%.....	7
图 15: 2018 年 11 月至今，稀土价格与缅甸封关时点关系吻合.....	8
图 16: 历次封关缅甸稀土进口量都出现明显下降.....	9
图 17: 1-10 月中国从美国进口稀土金属矿 2.82 万吨，同比增长 75.5%.....	10
图 18: 受领导人视察后，轻稀土价格与中美摩擦时间点紧密相关.....	10
图 19: 中科三环 2018 年产品结构.....	12
图 20: 正海磁材 2018 年产品结构.....	13
表 1: 高性能钕铁硼永磁材料广泛应用于新能源和节能环保等新兴领域.....	4
表 2: 乘用车不同部分钕铁硼磁体需求量.....	5
表 3: 德国补贴新政，延长至 2025 年.....	5
表 4: 美国《2019 年绿色能源法案》中最新补贴情况.....	6
表 5: 中科三环的产能和产量情况.....	11
表 6: 中科三环各分公司的产能及其定位.....	11
表 7: 正海磁材的产能和产量情况.....	12

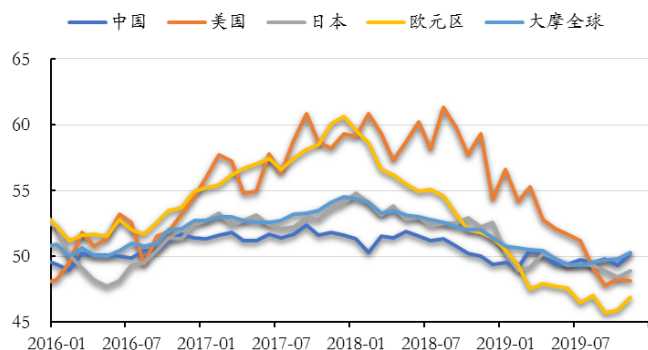
1. 全球宏观经济回暖，磁材需求边际转好，磁材板块有望迎来重估

1.1. 全球经济企稳回升，国内需求转好

全球 PMI 数据回升，显示宏观经济逐渐企稳。据全球 PMI 数据显示，全球主要经济体 PMI 从 10 月开始都呈现企稳回升走势，此外，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数超出市场预期，攀升至今年 5 月以来的高点。我们认为，全球经济企稳的主要驱动因素一方面得益于今年以来全球各大央行相继降息，运用货币政策不断提振经济；另一方面主要得益于中美在 10 月份达成初步第一阶段的协议，向市场不断释放中美贸易摩擦缓和的信号，使得市场重拾乐观信心，全球经济也迎来阶段性的企稳回升。

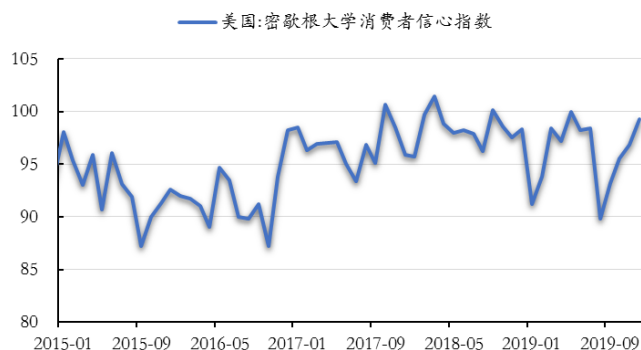
国内需求转好，稳增长仍是明年的主基调。国内经济受到全球经济回暖提振，11 月制造业 PMI 重回荣枯线上方至 50.2，超出市场预期，同时工业增加值在 11 月也同样出现较明显的反弹，重心整体上移。我们认为，今年以来国内基建投资持续维持在 4% 左右增速，房地产投资持续维持在 10% 左右，是支撑经济较为重要的力量，而四季度以来，基建相关政策频频出台，比如基建项目资本金比例下调，专项债使用领域进一步控制，专项债扩容并在明年一季度发行，这些政策对基建活动的回暖将逐步产生较大影响，短期需求有望不断转好。同时，12 月中央经济工作会议的政策基调继续以稳为主，一方面财政政策的继续发力可以预期，明年进一步的减税降费，赤字率的提升，专项债的扩容可能会稳步推进；另一方面货币政策层面上仍然趋向宽松方向，宽松的节奏取决于经济下行的情况以及通胀的走势。我们认为，依靠宏观需求驱动的有色金属行业有望迎来广谱的阶段性全面复苏，持续时间有望延续到 2020 年一季度末。

图 1：全球主要经济体 PMI 企稳



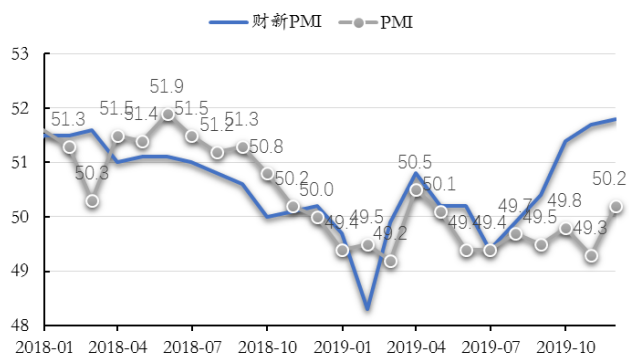
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：美国消费者信心指数回升



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：国内 11 月 PMI 重回荣枯线上方



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：11 月规模以上工业增加值同比增长 6.2%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：国内基建投资持续维持在 4%左右



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：11 月房地产开发投资完成额累计同比增长 10.2%



资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 磁材下游需求回暖，磁材板块迎来重估

高性能钕铁硼广泛应用于新能源和节能环保等领域，在多个领域目前尚无替代材料，刚性需求持续增长。2018 年全球高性能钕铁硼需求主要集中在汽车领域，包括新能源汽车中的永磁电机、传统汽车中的 EPS 和微电机，合计占比 50%；其次是工业应用占比为 11%，风电领域，虽然在近年有所放缓但仍然占据 10%的需求量；此外还有消费电子、变频空调、节能电梯等领域。

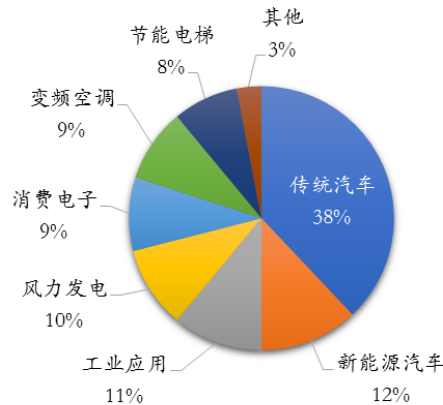
新能源汽车势不可挡，永磁电机前景广阔。高性能钕铁硼在汽车中主要应用在新能源车永磁电机与 EPS 及微电机中，在新能源汽车中其他部位也会越来越多地用到钕铁硼，这也是未来稀土永磁需求增量最大的下游之一。

表 1：高性能钕铁硼永磁材料广泛应用于新能源和节能环保等新兴领域

主要领域	主要应用	主要优点
新能源汽车	永磁驱动电机	新能源汽车的心脏，具有更高的驱动功率
汽车电动助力转向系统	EPS 核心零部件	能在各种行驶状态下提供最佳助力，减小路面不平引起的对转向系统的扰动，改善汽车的转向特性，减轻汽车低速行驶时的转向操纵力，提高汽车高速行驶时的转向稳定性，进而提高汽车的主动安全性
风力发电	永磁直驱风机	采用全功率变流技术，具备较强无功补偿、低电压穿越能力，对电网冲击小，发电效率平均提高 5%-10%
节能电梯	永磁同步曳引机	采用直接驱动的方式，省去了涡轮蜗杆结构，传动效率比传统异步曳引机提高了 20-30%，总体能耗比传统异步曳引机降低 45%-60%
变频空调	变频空调压缩机	与定频空调相比，可节能 30%以上，其寿命一般能达 12-15 年
节能石油抽油机	直线电机抽油机	改变了游梁式抽油机先将电能转变为旋转运动，再通过机械方式转变为直线往复运动的能量转换模式，取消了游梁式抽油机的减速装置、传动装置、运动形式的转换装置，将电能直接转换为直线往复运动，具有效率高、作业方便、整机结构简单、启动电流低、高运行稳定的特点，节能效果可达 45%

资料来源：中国产业信息，安信证券研究中心

图 7：2018 年全球高性能磁材下游需求结构



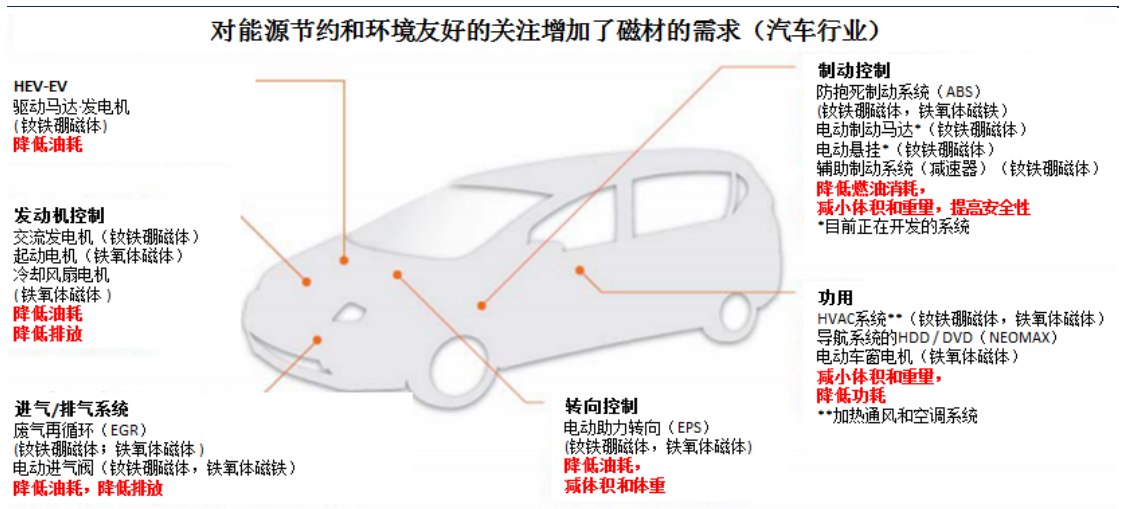
资料来源：AM, wind, 安信证券研究中心

表 2：乘用车不同部分钕铁硼磁体需求量

车型	配件	钕铁硼磁体需求量	折合毛坯需求量
混合动力车	驱动电机+发电机	1.5	2
纯电车	发电机	2	3
	EPS 转向系统	0.15	0.25
	其他零部件	0.10	0.14

资料来源：SMM, AM, 安信证券研究中心

图 8：高性能钕铁硼在汽车中的应用——电机、EPS 和微电机



资料来源：日立金属, 安信证券研究中心

表 3：德国补贴新政，延长至 2025 年

售价标准 (万欧元)	补贴情况
0-4	补贴从 4000 欧元提高至 6000 欧元，混动车由 3000 欧元提高至 4500 欧元
4-6	补贴提高至 5000 欧元，混动车补贴提升至 4000 欧元
≥6	暂不补贴

资料来源：SMM, 安信证券研究中心

表 4：美国《2019 年绿色能源法案》中最新补贴情况

	累计销量 (万辆)	补贴情况
单一车企	0-20	单车税补 7500 美元
	20-60	单车税补 7000 美元
	≥60	补贴逐步下调
二手电动车		单车补贴 1250 美元，根据电池容量调整，不超过 2500 美元或车价 30%
重量 14000 磅的车型鼓励电动化		销售价格 10% 进行补贴，上限 10 万美元/辆
其他		对充电桩基础设施建设运营贷款、从业人员税收抵扣等进行补贴

资料来源：SMM，安信证券研究中心

海外对电动车产业发展推出新政，德国和美国相继在新能源车补贴额度上加码。据路透社 11 月 4 日报导，德国政府将自 2020 年起展开扩大电动车补贴的五年规划，对插电式混合动力车(PHEV)的补贴将从 3,000 欧元增加至 4,500 欧元，对于售价超过 40,000 欧元的车款，补助金额将增至 5,000 欧元，继续延长补贴政策到 2025 年。

此外，美国也不甘示弱，美国众议院考虑加码美国新能源车的支持政策。《2019 年绿色能源法案》的草案中规定一是新购电动车税收补贴政策。针对特斯拉和通用的电动车补贴到期问题，将 20 万台电动车销量门槛提高到 60 万辆；同时将补贴金额从目前的 7500 美元降低到 7000 美元；从 20 万台到 60 万台，整个 40 万台的巨大规模的补贴是 7000 美元。二是二手电动车补贴政策。美国政府向购买二手电动车用户支撑补贴，达到每台 2500 美元的税务补贴。要求二手电动车售价需低于 25000 美元。二手电动车补贴将于 2024 年 12 月 31 日到期。三是重型电动车生产商新的补贴政策。针对出售零排放重型车的生产商制定了 10% 的投资税务补贴。零排放重型车的定义是汽车的总重量至少达到 14,000 磅，且仅限于电机驱动，动力需来源于电池或燃料电池。这也是针对美国特斯拉重卡方向发展的重要的推动力。

我们认为，虽然目前是草案阶段，德国和美国都开始推出大力鼓励新能源车发展的政策刺激措施，体现了欧美国家对发展新能源车的重视程度，特别是两个国家的补贴政策都不约而同的延长了对新能源车的补贴，给予了新能源市场长远的支持，确保优势新能源车企业的可持续拿到补贴，并保持持续的发展

周期性需求修复+新能源车磁材成长性凸显+原料价格回升，三者叠加共振的磁材板块有望迎来重估。从当前数据来看，最黑暗的时段已经过去，磁材需求最主要的下游已经迎来回暖，**第一**，汽车和新能源车产量已经环比企稳回升，分别增长 13.0%和 16.3%，对于磁材下游需求增量最大，尽管 11 月累计新能源车增速已经降低到 3.6%，但我们认为纯电动汽车仍是明年最大看点，按照目前工信部发布的行动计划，2020 年新能源车的销售目标是 200 万辆，对磁材的需求有望再迎需求提升，拉动效应显著。此外，传统汽车 EPS 渗透率的提升也有望进一步提升对磁材的需求。

第二，风力发电装机有望在 2020 年继续高增长，根据目前风电补贴时间表，去补贴速度有望加快，2020 年仍属于风电抢装的高峰年份，2020 年新增装机增速有望达到 25%，未来风电对磁材的需求拉动仍有望保持高速增长。

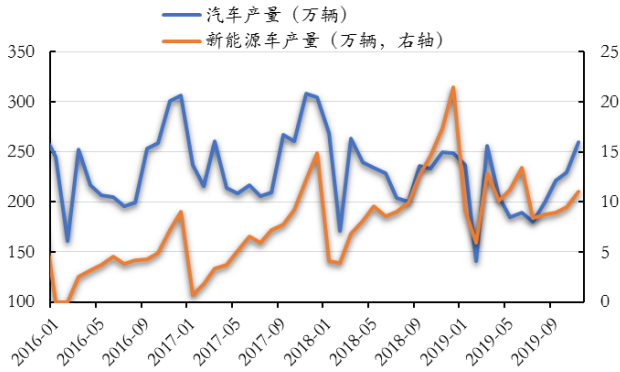
第三，受房地产投资周期影响，电梯产量持续维持高增长，1-10 月中国电梯产量累积同比增长 14.4%，今年以来显著增长，未来有望受益于房地产投资持续增加的提振，从而对磁材的需求不断增加。

第四，1-10 月中国空调产量累积同比增长 5.8%，叠加变频空调的渗透率逐渐提高，预计未来变频空调领域对磁材的拉动仍有较大空间。此外，电子设备智能化以及工业智能制造的持

续推进，电子移动设备和工业机器人用磁材需求也有望逐步增加。

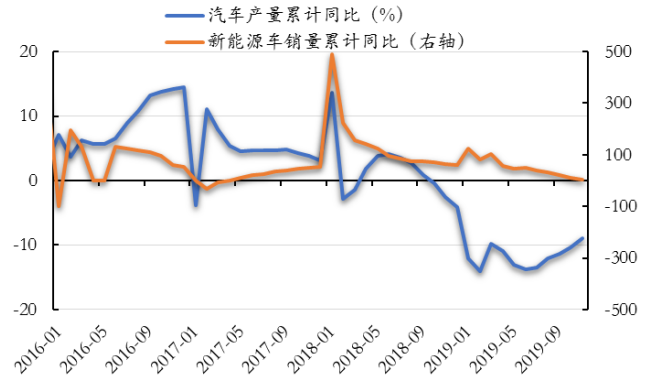
总体来看，2020 年随着传统汽车、新能源车用直驱电机需求的稳定增长，有望带来磁材较大需求增量，同时在风电、电梯、空调等领域的需求也将叠加带动磁材需求的快速增长，这将带来稀土磁材公司订单的改善和开工率的回升，并为龙头厂商进一步的扩产形成支撑。

图 9：新能源车产量环比好转



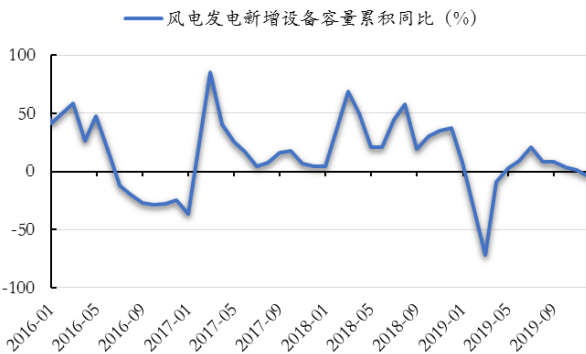
资料来源：汽车工业协会，安信证券研究中心

图 10：11 月新能源车累积同比增长 3.6%



资料来源：汽车工业协会，安信证券研究中心

图 11：11 月中国风电发电新增容量累积同比-4.3%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：预计 2020 年风电新增装机容量继续保持较高增长



资料来源：中国风能协会，安信证券研究中心

图 13：11 月中国电梯产量累积同比增长 14.9%



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 14：11 月中国空调产量累积同比增长 5.8%



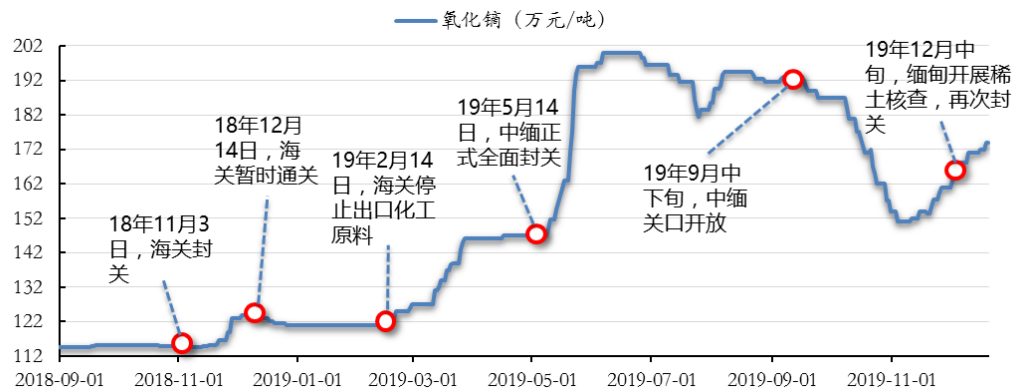
资料来源：wind，安信证券研究中心

2. 缅甸稀土禁矿再起波澜，国内中重稀土价格有望走高

中缅再度封关稀土运输，短期或无法正常通关。据 SMM 12 月 16 日消息，近期缅甸至中国的离子型稀土矿进口关口再次关停，此次为缅甸方面进行的封关举措，封关主因或为缅甸政府认为中国企业在缅甸地区没有合法的采矿证，盗采盗挖对当地环境造成破坏，并引发了一些国际事件，目前了解到的信息是缅甸方面或将无限期延迟封关时间，直至整改规范。

2018 年 11 月开始至今，缅甸事件持续发酵，前后发生三次全面封关，每次封关都带动中重稀土价格大幅上涨。据百川和瑞道资讯，近几年我国南方矿中的赣矿、中铝广西因打黑和环保等多方面原因停产后，南方离子矿供应呈现紧张局面。随后我国矿业投资者进入缅甸、越南等国开采稀土矿（离子型稀土矿），并将原矿和稀土分离氧化物直接出口到我国，弥补需求缺口。2018 年至今，以中重稀土代表氧化镨价格为观测标的可以较明显的发现，稀土价格与缅甸封关的时点十分吻合，可以说从缅甸事件发酵以来，每次封关都带来稀土价格的大幅上扬。

图 15：2018 年 11 月至今，稀土价格与缅甸封关时点关系吻合



资料来源：SMM，安信证券研究中心

稀土封关事件时间点：

2018 年 11 月 3 日开始，缅甸方面由于内部利益以及缅甸本地环保污染影响，导致中甸海关开始禁止国内企业运输稀土矿开采辅料入甸，同时我国云南腾冲海关封关，缅甸所有资源类产品无法进口到中国，导致缅甸矿进口停滞。

2018 年 12 月 14 日，云南腾冲海关暂时允许通关，缓冲时间 5 个月，目的在于给予缅甸稀土矿商（多为中国公民）及企业减少损失的缓冲期，便于处理库存和设备，同时规定只允许出口草酸和碳酸铵（只限于国内具备资质企业），不允许出口硫酸铵。

2019 年 2 月 14 日，云南腾冲市政府全面停止稀土有关化工原材料出口到缅甸，覆盖面不仅腾冲颠滩口岸，也包括国家一级口岸猴桥以及周边地区的边境口岸。

2019 年 5 月 14 日，当天 24 点，云南腾冲与缅甸边境关口进行封关，禁止所有稀土业务相关商品进行进出口贸易。据百川资讯，目前已基本确认关口封闭，不接受任何稀土相关商品的报关，稀土矿已经无法从缅甸出口到中国。

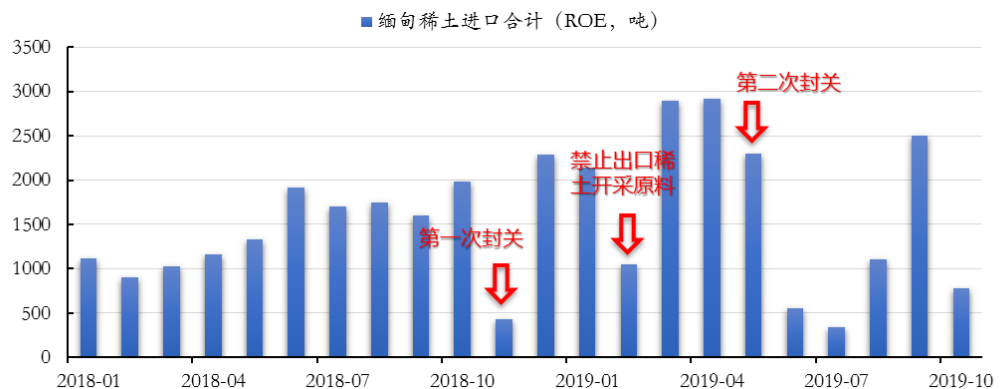
2019 年 9 月中下旬，云南腾冲与缅甸边境关口逐渐开关，稀土矿开始流入国内。

2019 年 12 月中旬，缅甸开展非法开采核查，海关再次封关。

3. 缅甸封关对我国中重稀土供给影响较大，供需抽紧背景下，轻重稀土价格出现分化

缅甸以离子型稀土矿为主，进口量占比较高，历次封关缅甸稀土进口都出现明显下降，短期进口封关对国内中重稀土供给影响较大。缅甸稀土矿属于离子型稀土矿，与我国南方离子型稀土矿类似，是我国中重稀土生产的重要原料来源，据海关数据，2018 年我国从缅甸进口中重稀土矿折氧化物含量约 1.72 万吨，占 2018 年国内中重稀土开采配额 1.91 万吨的 90%。2019 年受到缅甸封关预期，进行抢进口因素影响，1-10 月我国从缅甸进口中重稀土矿折氧化物含量约 1.65 万吨，同比增长 14.7%。但是，从 2018 年至今历次封关结果来看，我国从缅甸进口稀土数量都出现较为明显的下降，我们认为，如果本次缅甸稀土封关持续，中重稀土进口量有望再次显著下降。

图 16：历次封关缅甸稀土进口量都出现明显下降

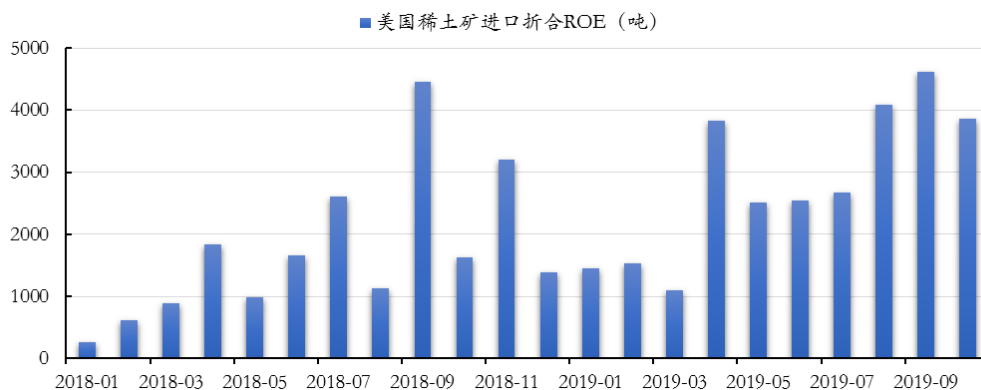


资料来源：海关总署，安信证券研究中心

未来轻重稀土价格有望分化，中重稀土供需抽紧有望驱动价格不断走高，而轻稀土一方面受供给宽松，另一方面受贸易摩擦缓和影响，价格将持续受到压制。一是全球新增产量主要为轻稀土，轻稀土供给增加。据 SMM，2018 年全球稀土矿产量约 19 万吨，其中中国 12 万吨、澳大利亚 2 万吨、缅甸 2 万吨、美国 2 万吨，其他 1 万吨。预计 2019 年全球稀土产量有望达到 21 万吨，同比增长 10.5%。从结构上看，海外稀土矿除缅甸外均以轻稀土为主，2019 年新增加的供给主要来自盛和资源参股的美国 Mountainpass 矿山和澳大利亚莱纳斯公司，持续供给增加对国内轻稀土的供需形成较大压力。据莱纳斯公告，2019 年预计生产 1.87 万吨稀土氧化物，同比增长 0.7%；美国 Mountainpass 稀土矿主要进口至中国进行进一步加工，据中国海关数据，1-10 月中国从美国进口稀土氧化物约 2.82 万吨，同比增长 75.5%。两者增量叠加对国内轻稀土的供给端形成较大压力。

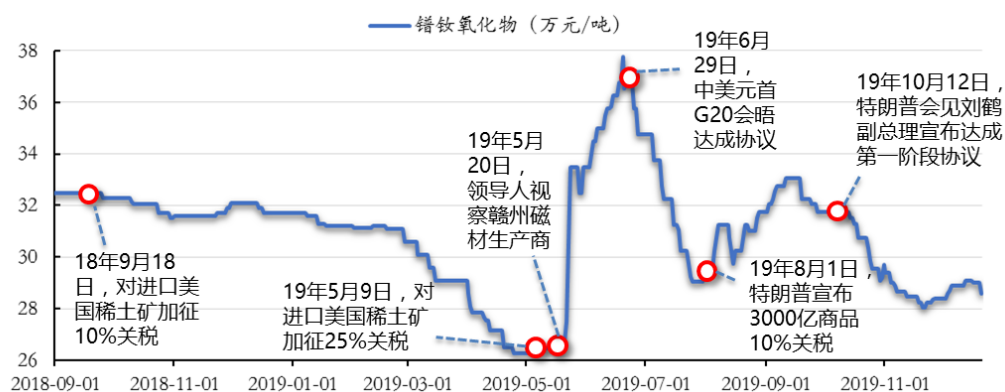
二是受贸易摩擦缓和，轻稀土价格不断下行。自 2019 年 5 月 20 日，中国领导人在赣州视察稀土磁材有关企业后，轻稀土主要标的镨钕氧化物价格出现大幅上涨，国内市场持续预期稀土可能成为对抗贸易摩擦的主要手段之一，自此之后，镨钕氧化物的价格跟随中美贸易摩擦进程宽幅震荡。当前，在 10 月 12 日中美宣布达成第一阶段协议后，镨钕氧化物价格不断回落。据 SMM 数据，可以很明显的观测到，镨钕氧化物价格从 2018 年 11 月初至今累积下跌 8.2%；而缅甸的减产影响国内中重稀土的市场供给，氧化镨价格从 2018 年 11 月初至今累积上涨 49.9%。我们认为，尽管轻稀土的价格在贸易摩擦不断缓和的背景下有望回归基本面，但羸弱的供需基本面仍较难提供支撑，预计轻稀土价格有望持续维持疲软状态。

图 17: 1-10 月中国从美国进口稀土金属矿 2.82 万吨, 同比增长 75.5%



资料来源: 海关总署, 安信证券研究中心

图 18: 受领导人视察后, 轻稀土价格与中美摩擦时间点紧密相关



资料来源: SMM, 安信证券研究中心

4. 高性能钕铁硼磁材公司在新能源大潮中迎来重大发展机遇

建议重点关注成长性突出，新能源车稀土磁材市场份额占比较大的龙头标的**中科三环**和**正海磁材**。我们认为，当前新能源车用磁材的壁垒不在于产能扩张和资本投入，最重要的是汽车客户的粘性，对于全球顶级车厂供应链上的上下游，为了保证配套研发的同步性和供货质量的稳定性，一旦形成，轻易不会更换。所以，已经进入新能源车产业并深度布局的公司才具备极强的产业链准入壁垒，才真正拿到了在新能源车磁材新赛道的入场券，从而最终受益于新能源车磁材订单的迅猛增长。

4.1. 中科三环

中科三环主营业务是中高端钕铁硼的研究开发、生产和销售。公司一直是国内钕铁硼市场的领跑者。从其发展历程可以看到，公司在钕铁硼行业拥有 30 年的经验，几乎与钕铁硼在全球的发明应用时间同步。早在 1983 年，中科院物理所、电子所开发成功钕铁硼稀土永磁体，历经 30 多年的发展，公司不断进行技术创新和扩大市场规模，**目前是国内最大钕铁硼永磁材料制造商。**

公司的钕铁硼产量和性能都位列中国首位。中科三环目前的公司自建毛坯产能约为 17000 吨，未来在天津和赣州规划合计规划 10000 吨产能，另有与日立合资厂商（公司占据 49% 股份）的成品产能 2000 吨。公司共有 5 家子公司，目前产能大致分布情况如下：肇庆 1000 吨，宁波 6500 吨，天津 6500 吨，北京 3000 吨，祁东（日立合资）2000 吨成品。公司目前应用于新能源汽车的业务集中在天津，祁东的产能则主要针对日本在中国的**客户**。公司 2018 年的钕铁硼产量（若非特意说明，国内均为毛坯产量）约 12000 吨，预计 2019 年有 5% 左右的增长，达到 12600 吨。

表 5：中科三环的产能和产量情况

单位：吨	产能	产能扩张计划	产量（2019 年）	产量规划（2020 年）
公司自建（毛坯）	17000	还有 2000 吨的扩产产能未释放	12600	13860（10% 内增长率）

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

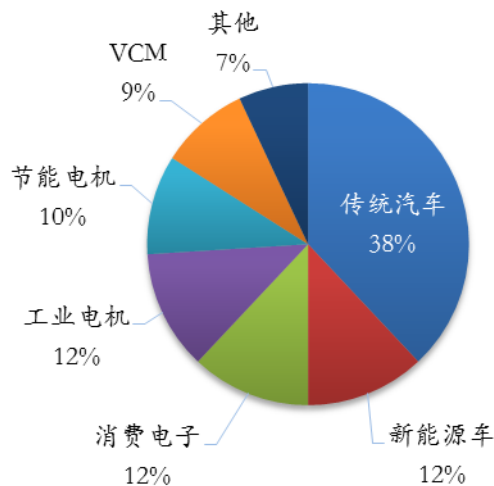
表 6：中科三环各分公司的产能及其定位

分公司	产能	新能源车业务地区
肇庆	1000 吨	
宁波	6500 吨	
天津	6500 吨（规划 5000 吨）	√（负责 Tesla 供应的分公司）
北京	3000 吨	
赣州（规划）	5000 吨	√
祁东（日立合资）	2000 吨	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司产品集中供给汽车、电机和 VCM 等高端领域，未来发展重点在新能源汽车领域。公司主导产品质量和档次均具有较强国际竞争力，主要应用于新能源汽车、节能家电、高档音响、汽车电机（点火器、EPS 等）、环保节能新型电机制造等高端主流领域，产品结构集中在汽车（包括 EPS 和新能源汽车，占比 55%）、电机（包括节能电机和工业电机，占比 20-25%）和 VCM（占比 10-15%），下游客户主要是各大车企。

图 19: 中科三环 2018 年产品结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

中科三环已经与新能源汽车巨头 Tesla 合作, 成为 Model3 中稀土永磁同步电机的主力供应商, 公司业绩也有望得到 Model3 放量的切实拉动。据公告, 2016 年 10 月 27 日, 中科三环发布与 Tesla Motors, Inc. 签署《特斯拉零部件采购通用条款》的公告, 正式宣告成为公司的磁材产品进入 Tesla 汽车永磁同步电机供应链, 成为 Tesla 主力供应商。

公司作为稀土永磁龙头, 将全面受益于新能源车行业的需求拉动。公司目前是稀土永磁行业中汽车用磁材、新能源车磁材占比 (分别达到 50% 和 12%) 较高的公司, 产品结构高端化优势显著, 公司率先进入 Tesla 供应链且占据绝对高的市场份额即说明了公司的配套研发实力和产能优势。考虑到磁材行业与下游主流车厂配套研发、量身定制的独特粘性, 公司在新能源车放量的大潮中有望获得最强的边际拉动。

4.2. 正海磁材

正海磁材是专业生产高性能磁性材料及磁体组件的高新技术企业, 成立以来主营业务为高性能钕铁硼研发、生产、销售和服务, 产品应用于新能源汽车、节能环保、风力发电和传统 VCM 及消费电子领域。公司目前具备 6500 吨的钕铁硼产能, 计划在 2020 年年底扩产至 12000 吨, 以迎接 2020 年及以后预期大增的新能源汽车订单。

公司控股子公司上海大郡则是国内专业从事新能源汽车驱动电机及其控制系统的研发、生产和销售的高新技术企业。新能源汽车电机驱动系统作为新能源汽车的主要执行结构, 是新能源汽车三大核心系统(电池、电机、电控系统)之一, 相当于传统汽车的发动机, 具有较高的技术难度及制造门槛。上海大郡一直承担着国家“863”重大专项课题的研究, 在电机及其控制领域拥有一系列自主知识产权的核心技术, 在奥运会及“十城千辆”项目中投入示范运营。下游主要客户包括: 北汽、广汽、东风等国内主要汽车生产企业。

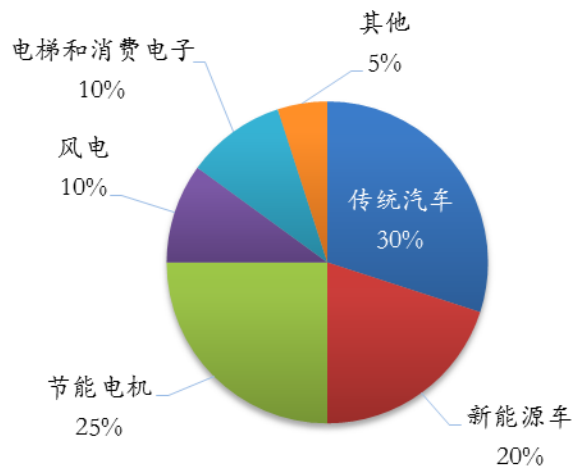
表 7: 正海磁材的产能和产量情况

单位: 吨	产能	产能扩张计划	产量 (2018 年)	产量规划 (2019 年)
钕铁硼	6500	2020 年年底达到 12000	4800	接近 7000

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

公司产品主要供给汽车、风电、变频空调和节能电梯，销量稳步增长，预计 2019 年产量增长 45%。公司的钕铁硼产品结构主要是汽车（包括 EPS 和新能源汽车，占比 50%），风力发电（占比 10%），变频空调（占比 25%），节能电梯和消费电子（占比 10%），未来公司钕铁硼销量的增长将主要来自于新能源汽车的趋势性增量。

图 20：正海磁材 2018 年产品结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司重视发展新能源汽车领域，开启了“高性能钕铁硼永磁材料+新能源汽车电机驱动系统”的双主营业务的发展模式。公司在 2012 年开始对上海大郡进行增资展开了双轮驱动的模式，2015 年完成对子公司上海大郡 88.68% 股权收购后实现了在新能源汽车电机驱动系统的业务布局和从单一磁性材料业务向磁材和电机双主业的转变，开启了“高性能钕铁硼磁性材料+在新能源汽车电机驱动系统”的双主业发展模式，尽管近两年随着补贴退坡，上海大郡连续亏损，但未来公司有望通过积极优化客户结构，转型服务来提升上海大郡竞争力。公司目前已经成为丰田和大众的主要磁材供应商，随着未来新能源车高速发展，公司的订单数量和业绩将大大增长，值得期待。

5. 风险提示

- 1) 缅甸封关时间不及预期；
- 2) 海外其他稀土供应超出预期；
- 3) 下游需求不及预期。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 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 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	huzhen@essence.com.cn
	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