

钕铁硼磁材隐形冠军，乘着新能源东风  
买入（首次）

2021年02月20日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,697	2,426	3,300	4,620
同比（%）	31.6%	43.0%	36.0%	40.0%
归母净利润（百万元）	157	237	313	505
同比（%）	6.9%	51.6%	32.2%	64.6%
每股收益（元/股）	0.36	0.55	0.73	1.17
P/E（倍）	96.01	63.54	48.10	29.81

投资要点

- **国内领先的新能源领域核心应用材料供应商。**金力永磁是国内正在迅速崛起的磁材行业龙头，公司股权结构稳定，第一大股东江西瑞德持股36.35%，金风投资、新疆虔昌、赣州稀土等十大股东持股总计64.44%。公司的产品是钕铁硼磁材，广泛应用于新能源汽车、变频空调和风电等领域。2019年公司的钕铁硼磁钢毛坯产能为10000吨，钕铁硼产品产量为6631.94吨。根据2020年业绩预告，公司全年营收约24.04亿元，同比增长40%-50%，归母净利润同比增长50%-60%，龙头地位逐渐凸显。
- **前景广阔的稀土永磁行业。**钕铁硼永磁材料上游稀土原料国内储、产稳居第一，供给稳定，产业链完善，极具全球行业竞争力；下游应用广阔，囊括传统领域与新兴应用领域，具有不可替代性。2020年我国新能源汽车销量达136.6万辆，同比增长10.9%；产量达145.6万辆，同比增长17.3%。2019年我国变频空调销量为6803万台，2016-2019年我国变频空调销量年复合增速达到21%。2019年我国风电装机量为23632万千瓦，2010-2019年复合增速为20%。受需求端刺激，我国高性能钕铁硼主要上市企业均有扩产计划，但是供需缺口仍然不断扩大，价格上涨趋势。
- **金力永磁：进击的磁材龙头。**公司是全球领先的风电应用领域磁钢供应商，以及国内领先的新能源汽车、节能变频空调领域供应商，已绑定金风、特斯拉、大众、通用、格力、美的等诸多优质客户。公司多个募投项目将逐步落地，未来两年产能接近翻倍，达到2.3万吨，有望成为全球最大的高端磁材供应商。
- **金力永磁：三大优势铸就护城河。**1、先进技术打造产品优势。金力永磁研发的晶界渗透技术可以减少50%-80%镨、钕元素的添加量，降低了原材料成本。2、近水楼台先得月，“股东+区位”优势尽显。公司引入赣州稀土矿业作为战略投资者，尽享原材料稳定供应和价格优惠；在包头稀土矿区设立公司工厂，电力成本、交通物流成本大幅下降，区位优势显著。3、客户资源优质丰富，进入特斯拉体系。公司客户都是各领域顶尖企业，订单数量大，资金稳定，粘性较高。2020年9月21日，公司和特斯拉签署了《零部件采购协议》，为特斯拉公司提供稀土永磁产品。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020/2021/2022年收入分别为24.3/33.0/46.2亿元，同比分别为43%/36%/40%；归母净利分别为2.4/3.1/5.1亿元，同比分别为52%/32%/65%；对应PE分别为63.54/48.10/29.81x；考虑下游新能源和节能领域需求高增，公司扩产计划逐步完成，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期提示，公司扩产计划不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.89
一年最低/最高价	26.12/50.44
市净率(倍)	10.38
流通 A 股市值(百万元)	9045.11

基础数据

每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	54.22
总股本(百万股)	431.70
流通 A 股(百万股)	259.25

相关研究

## 内容目录

<b>1. 国内领先的钕铁硼磁材供应商</b> .....	<b>5</b>
1.1. 股权相对集中，战略股东带来竞争优势.....	5
1.2. 钕铁硼磁材专家，产能产量迅速扩张.....	6
<b>2. 前景广阔的稀土永磁行业</b> .....	<b>7</b>
2.1. 我国稀土储、产长居第一，稳握全球话语权.....	7
2.2. 钕铁硼磁材是重要的工业核心材料.....	9
2.3. 磁材行业下游需求上行.....	11
2.4. 高端钕铁硼行业供不应求，缺口增大.....	15
<b>3. 金力永磁：进击的磁材龙头</b> .....	<b>17</b>
3.1. 绑定下游优质客户，产销量稳步增长.....	17
3.2. 未来两年产能再翻倍，问鼎全球冠军.....	18
3.3. 市占率稳步上行.....	19
<b>4. 金力永磁：三大优势铸就护城河</b> .....	<b>20</b>
4.1. 先进技术打造产品优势.....	20
4.2. 近水楼台先得月，“股东+区位”优势尽显 .....	22
4.2.1. 引入战略投资者，打通稀土上下游产业链.....	22
4.2.2. 矿区设厂，区位优势显著.....	24
4.3. 成为特斯拉一级供应商.....	25
<b>5. 盈利预测、估值与投资建议</b> .....	<b>26</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>28</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 股东持股数占总股本比例 (2021 年 2 月 19 日) .....	5
图 3: 金力永磁营业收入 (亿元) .....	6
图 4: 金力永磁归母净利润 (亿元) .....	6
图 5: 稀土永磁行业产业链.....	7
图 6: 2019 年全球稀土储量分布.....	8
图 7: 2019 年全球稀土产量分布.....	8
图 8: 坯料工序示意图.....	10
图 9: 成品工序示意图.....	10
图 10: 中游永磁材料上市公司钕铁硼成本分拆 (2019 年) .....	10
图 11: 2019 年钕铁硼磁材的下游需求占比.....	11
图 12: 新能源汽车产量累计值及增速.....	12
图 13: 变频家电销量.....	12
图 14: 变频家电销量同比 (万台) .....	12
图 15: 我国风电装机量增速高于全球.....	13
图 16: 钕铁硼产量.....	15
图 17: 高性能钕铁硼占比.....	15
图 18: 公司历年高性能钕铁硼产量与市占率情况.....	19
图 19: 高性能钕铁硼主要原料配比 (2019 年) .....	20
图 20: (2021 年 1 月) 高端钕铁硼原料价格 (元/公斤) .....	20
图 21: 公司利用技术优势不断研发高牌号产品.....	21
图 22: 金力永磁及同业研发费用 (万元) .....	22
图 23: 金力永磁及同业研发费用占营业收入比例.....	22
图 24: 金力永磁钕铁硼磁材毛利率高于其他同业 (单位: %) .....	24
表 1: 参控情况.....	6
表 2: 稀土永磁相关政策利好.....	8
表 3: 三种钕铁硼材料的制作工艺、优点、下游应用及产量占比对比.....	9
表 4: 新能源汽车钕铁硼需求预测表.....	12
表 5: 变频空调钕铁硼需求预测表.....	13
表 6: 风电钕铁硼需求预测表.....	14
表 7: 传统汽车以及其他下游钕铁硼需求预测表.....	14
表 8: 中低端钕铁硼及高性能钕铁硼市场对比.....	16
表 9: 国内主要钕铁硼上市公司扩产计划.....	16
表 10: 高性能钕铁硼供需预测表.....	17
表 11: 公司钕铁硼磁钢产品产能及产销量一览.....	18
表 12: 公司 3000 吨高端磁材项目明细.....	18
表 13: 公司历史及未来扩产项目一览.....	19
表 14: 公司设立以来股本演变情况.....	22
表 15: 与金风科技的重大合同履行情况 (截至 2020 年 9 月 30 日) .....	24
表 16: 公司主要厂区与子公司分布.....	25

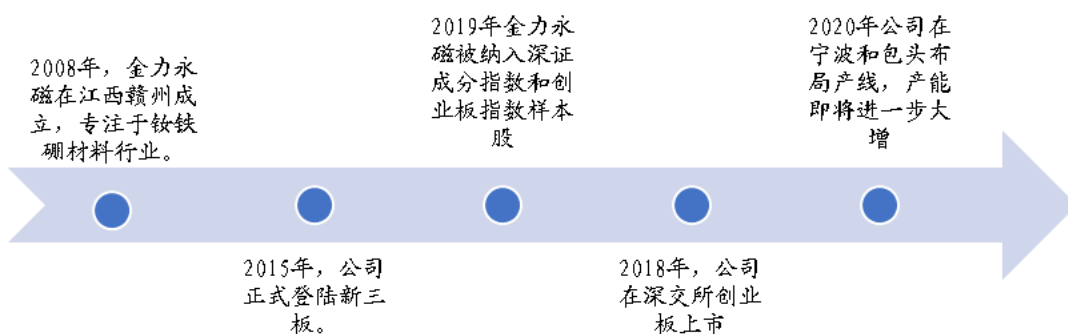
表 17: 公司主要客户一览.....	25
表 18: 公司分业务营收毛利 (单位: 百万元) .....	27
表 19: 可比公司估值 (2021 年 2 月 18 日) .....	27

## 1. 国内领先的钕铁硼磁材供应商

金力永磁是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的高新技术企业，是国内新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商，是高性能钕铁硼永磁材料行业发展最快的公司之一，其产品被广泛应用于风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造等领域，并与各领域国内外企业建立了长期稳定的合作关系。

2008年，金力永磁成立，业务以风电为主导，逐渐在新能源汽车、节能变频空调、等领域不断拓展，成为业内领先，并在积极布局3C产品领域。

图1：公司发展历程

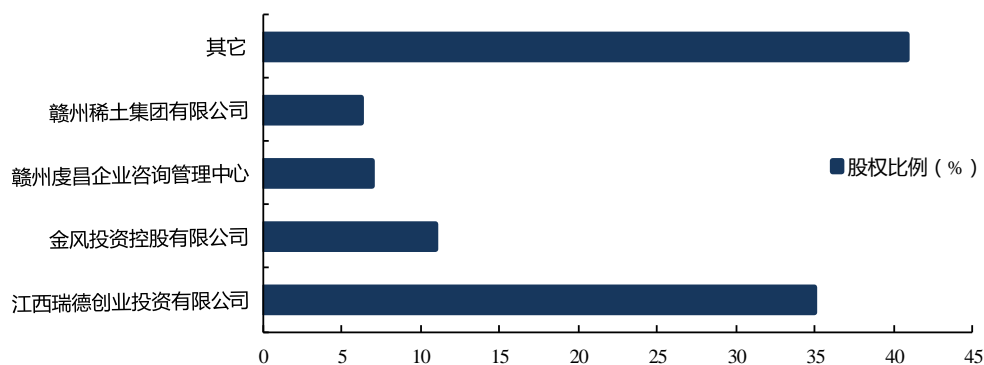


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.1. 股权相对集中，战略股东带来竞争优势

公司股权结构清晰稳定，截至2021年2月19日，公司第一大股东江西瑞德创业投资有限公司持股35.0%，第二大股东金风投资持股11.0%；公司股权偏向集中，有利于企业中长期战略的实施。

图2：股东持股数占总股本比例（2021年2月19日）



数据来源：Choice，东吴证券研究所

公司的发起股东赣州稀土集团是全球最大的中重稀土供应商，为中重稀土长期稳定的供应提供了保障；第二大股东金风科技掌握风电机组的全部核心技术，战略股东的引入有利于资源共享，增强公司的市场竞争力。公司拥有众多子公司。

表 1: 参控情况

参控公司	参控关系	持股比例(%)	币种
赣州劲力磁材加工有限公司	全资子公司	100.00	人民币
金力稀土永磁(香港)有限公司	全资子公司	100.00	港元
JLMAG Rare-earth CO.Europe B.V.	间接控股子公司	85.00	
JL MAG RARE-EARTH JAPAN 株式会社	间接全资子公司	100.00	日元
江西金力粘结磁有限公司	控股子公司	80.00	人民币
金力永磁(宁波)投资有限公司	全资子公司	100.00	人民币
金力永磁美国公司	间接全资子公司	100.00	
金力永磁(宁波)科技有限公司	全资子公司	100.00	人民币

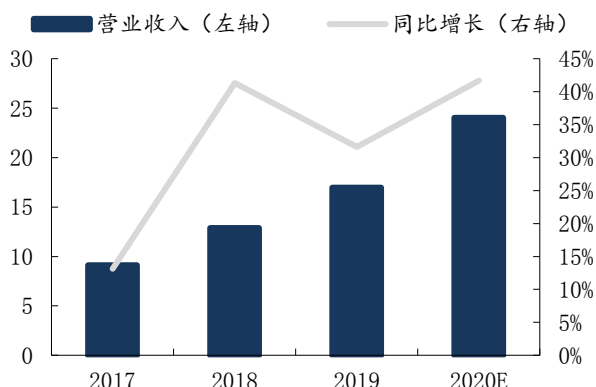
数据来源：Choice，东吴证券研究所

## 1.2. 钕铁硼磁材专家，产能产量迅速扩张

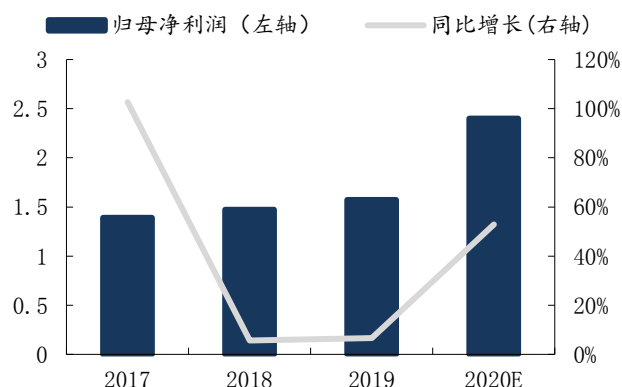
根据 2020 年年度业绩预告，公司在新能源汽车及汽车零部件领域的营业收入同比增长近 50%，在节能变频空调领域的营业收入同比增长逾 100%。2020 年营收将为 23.8-25.5 亿元，同比增长 40%-50%；归母净利润将为 2.4-2.5 亿元，同比增长 50%-60%，龙头地位逐渐凸显。

图 3: 金力永磁营业收入 (亿元)

图 4: 金力永磁归母净利润 (亿元)



数据来源: Choice, 东吴证券研究所



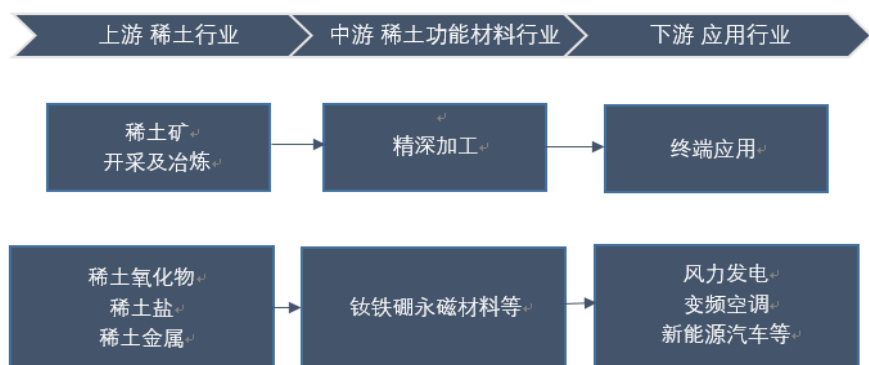
数据来源: Choice, 东吴证券研究所

## 2. 前景广阔的稀土永磁行业

稀土永磁材料行业的产业链由上游稀土行业, 中游稀土功能材料行业, 以及下游行业应用组成。上游稀土行业参与主体通过开采、冶炼和分离稀土, 主要提供稀土金属、稀土氧化物等用于生产稀土功能材料的原材料。中游稀土功能材料体系中, 钕铁硼永磁材料作为第三代永磁材料, 是应用范围最广、发展速度最快、综合性能最优、性价比最高的磁性材料, 被誉为“磁王”。

由于稀土资源的稀缺性, 以及稀土永磁材料在下游应用中的不可替代性, 稀土行业及相关产业链具有重要的战略价值。

图 5: 稀土永磁行业产业链



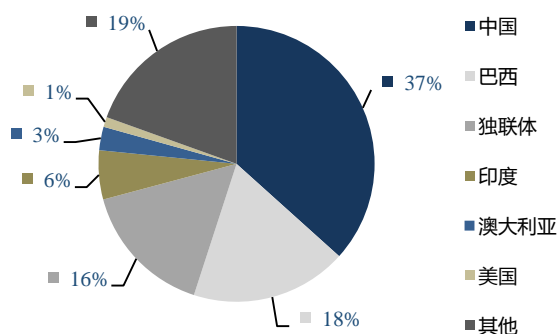
数据来源: 金力永磁招股说明书, 东吴证券研究所

### 2.1. 我国稀土储、产长居第一, 稳握全球话语权



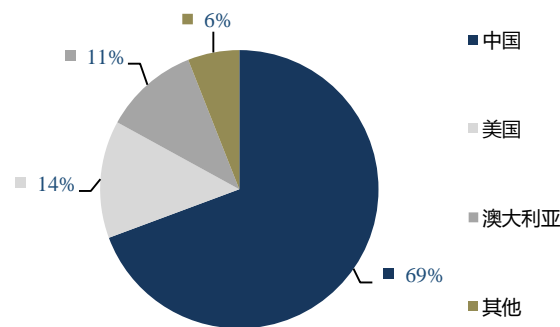
我国拥有丰富的稀土资源，2019 年中国稀土储量为 4400 万吨，在全球稀土储量中的占比约 37%，位居全球第一。同时，我国稀土产能在经历 11 年爆发增长期后维持在较高水平，因此产量主要受国家指标影响，较为稳定，预计将长期占据全球第一，在国际市场掌握绝对话语权，可充分保证永磁体行业成本优势。

图 6: 2019 年全球稀土储量分布



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2019 年全球稀土产量分布



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

政策方面，随着稀土战略意义的逐渐凸显，国家对其采取严管理、控产量、促创新等利好政策，稀土永磁行业也被列入稀土基础研究重点工程，针对其出台了一系列鼓励政策。此外，目前我国稀土行业已形成较完善的产业链和配套产业基础，稀土矿开采、冶炼和分离等工序技艺水平已相对成熟，新技术研发已取得一定成果，第四代新产品进入市场后或可赶超传统优势国家。

表 2: 稀土永磁相关政策利好

发布时间	政策名称	政策内容
2013/2/16	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》2013 年修订	首次将“高性能稀土磁性材料”列入鼓励发展产业
2015/1/1	国家重点支持的高新技术领域	提出将稀土永磁体制造技术、高技术领域用稀土材料制备及应用技术等列入国家重点支持的高新技术领域
2016/4/14	《国土资源“十三五”规划纲要》	强化重要矿产资源勘查与保护。完善矿产地储备机制，加强对战略性矿产重要矿产地的储备。
2017/12/13	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020）》	提出重点发展高端稀土功能材料



2019/1/4	《关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》	明确了加强稀土行业秩序整顿的任务分工、主要目标和落实举措，便于中央和各地形成部门合力，加强对违法违规行为的惩治力度。
2021/1/15	《稀土管理条例（征求意见稿）》	明确稀土开发规划管理职责分工；建立投资项目核准制度；鼓励技术进步、相关人才培养。

数据来源：国家政府发布网站，东吴证券研究所

## 2.2. 钕铁硼磁材是重要的工业核心材料

根据生产工艺不同，钕铁硼永磁材料可分为烧结、粘结和热压三种。三种钕铁硼材料的优点、制作工艺、下游应用和产量占比如下表所示：

表 3：三种钕铁硼材料的制作工艺、优点、下游应用及产量占比对比

类型	制作工艺	优点	下游应用	占比（2019年）
烧结钕铁硼	应用粉末冶金工艺，将预烧料制成微粉，压制成型形成坯料，再进行烧结而制成	高磁能积、高矫顽力、高工作温度	汽车工业、工业电动机、发电机、航空航天等	94.30%
粘结钕铁硼	把钕铁硼磁粉与高分子材料及各种添加剂均匀混合，再用模压或注塑等成型方法制造而成	工艺简单、造价低廉、体积小、精度高、磁场均匀稳定	信息技术、办公自动化、消费电子等	4.40%
热压钕铁硼	通过热挤压、热变形等工艺制成，制作成本及壁垒较高	致密度高、取向度高、耐腐蚀性好、矫顽力高、近终成型	-	1.30%

数据来源：金力永磁招股书，稀土行业协会，东吴证券研究所

烧结钕铁硼、粘接钕铁硼和热压钕铁硼在性能和应用上各具特色，下游应用领域重叠范围较少，相互之间更多是互补，而非替代或挤占关系。其中，烧结钕铁硼是目前产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料，大部分中国钕铁硼制造商主要生产的是烧结钕铁硼磁钢。

根据金力永磁招股书的披露，钕铁硼永磁材料（高性能为主）的生产工艺流程分为坯料工序和成品工序，其中坯料工序主要包括原料配比、真空熔炼、制粉（含氢破碎和

气流磨)、取向压型、高温烧结和性能检测;成品工序主要包括机械加工、晶界渗透(部分产品)、表面处理、充磁(部分产品)、检测和包装发货。

图 8: 坯料工序示意图



数据来源: 金力永磁招股书, 东吴证券研究所

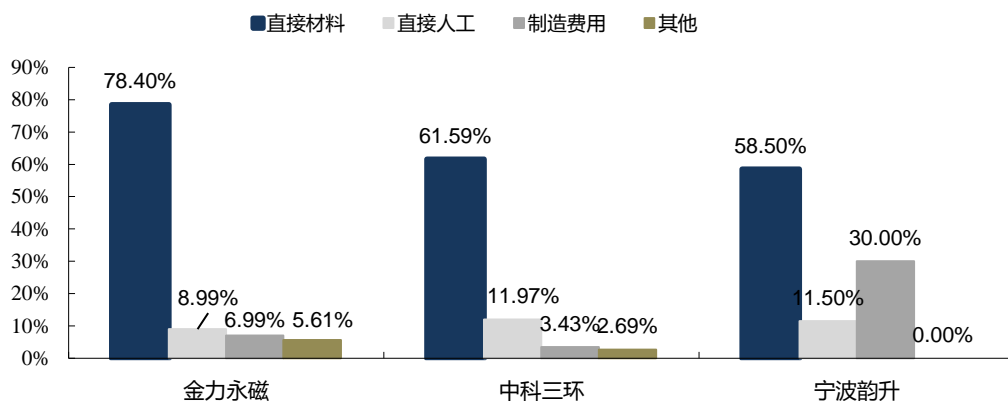
图 9: 成品工序示意图



数据来源: 金力永磁招股书, 东吴证券研究所

根据上市公司年报披露, 钕铁硼总生产成本中, 直接材料成本最重要, 普遍占 50% 以上, 其次是人工成本和制造费用, 分别占 10% 和 5-10%。原材料价格波动对磁材企业有一定影响, 但对大型企业影响可控, 一是成本波动中期可以向下游转移, 二是可以通过原材料规模化采购的方式压低原料采购价格, 平滑成本波动; 三是可以凭借规模化生产和技术积累, 提升工艺水平、效率和良品率, 间接降低生产成本。

图 10: 磁材上市公司钕铁硼成本分拆 (2019 年)

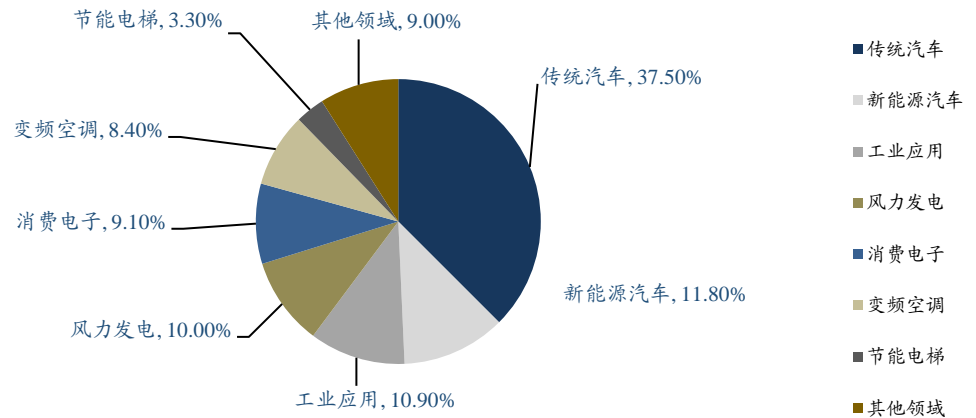


数据来源：金力永磁、中科三环、宁波韵升公告，东吴证券研究所

### 2.3. 磁材行业下游需求上行

磁材应用广泛，除了消费电子等传统领域，还包括风力发电机、新能源汽车、变频家电、汽车 EPS 等新兴应用领域。以汽车行业为例，新能源汽车对电机的体积、转矩、磁性等均有严格要求，高性能钕铁硼材料主要应用于新能源汽车的永磁同步电机中，是电机的核心部分，难以被其他材料替代。伴随消费升级，节能环保产业的发展，“智能制造”的持续深化，稀土永磁材料下游的需求正在逐步释放。

图 11: 2019 年钕铁硼磁材的下游需求占比

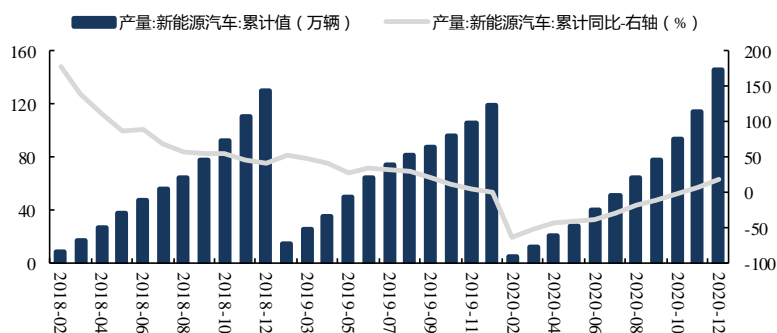


数据来源：Wind，东吴证券研究所

新能源汽车领域中钕铁硼永磁材料主要应用在永磁驱动电机以及一些汽车零部件的生产。永磁同步电机具有能量密度大、运行可靠、调速性能佳等特点，相比于三相异步电机，可在同等质量、体积下提供更大的动力输出，是中国新能源汽车驱动电机的主流，渗透率呈现出逐年升高的趋势。除此之外，新能源汽车中用于操控内置座椅、摇窗等零部件的电机也是稀土永磁材料的应用领域。随着车载零部件向智能化、电子化和微型化发展，新能源汽车对于稀土永磁材料的市场需求将持续增长。

2020 年我国新能源汽车销量达 136.6 万辆，同比增长 10.9%；产量达 145.6 万辆，同比增长 17.3%。新能源汽车渗透率 2016 年-2020 年从 1.61% 增长至 5.91%。根据《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》，要求 2025 年纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车销量占比达到 20%，即 500 万辆左右；2035 年占比达到 50% 以上，即 1500 万辆左右，公共领域用车全面电动化。政策驱动下，新能源汽车销量以及驱动电机的市场需求有望持续增大。

图 12: 新能源汽车产量累计值及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: 新能源汽车钕铁硼需求预测表

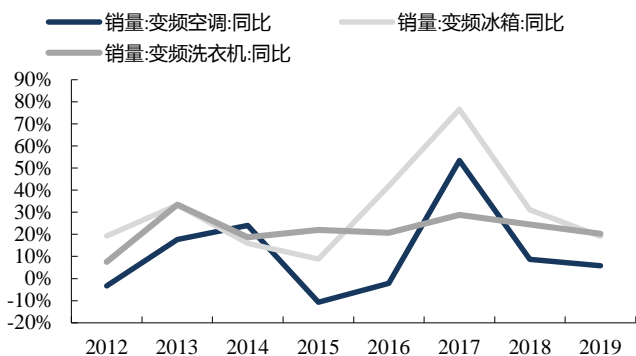
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车产量 (万辆)	119.0	145.6	203.8	289.5	408.1	571.4	794.2
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	4.40	4.60	4.80	4.90	4.90	4.90	4.90
新能源汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.52	0.67	0.98	1.42	2.00	2.80	3.89
新能源汽车钕铁硼需求 YOY		28%	42%	38%	38%	38%	38%

数据来源: 百川资讯, 汽车之家, 产业在线, 东吴证券研究所测算

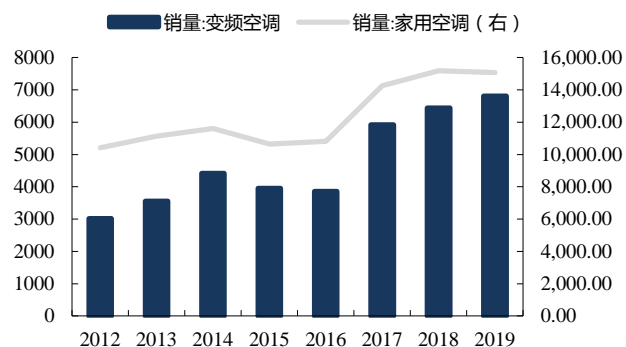
家电行业是钕铁硼第二大消费体, 钕铁硼永磁材料用于家电的电机, 可以使其在不同速度下运转, 即变频。变频家电主要包括变频空调、变频冰箱、变频洗衣机等家用电器, 相比于传统固定频率的家用电器, 变频家电具有噪音低、节能、使用寿命更长等优势。中国变频空调、变频冰箱和变频洗衣机的销量呈现出增长趋势。2019 年我国变频空调销量为 6803 万台, 2016-2019 年我国变频空调销量年复合增速达到 21%。变频空调 2020 年 1 月新版空调能效标准的实施将淘汰市面上所有的定频空调, 高效能的变频空调将逐步成为市场主流。2019 年中国变频空调的渗透率只有 45%, 而日本变频空调的市占率高达 90% 以上, 未来钕铁硼在变频空调行业的渗透率还有较大提升空间。

图 13: 变频家电销量

图 14: 变频家电销量同比 (万台)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 5: 变频空调钕铁硼需求预测表

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
变频空调产量 (万台)	6940.7	8345.8	9848.0	11325.3	12797.5	14333.2	15909.9
高端变频空调渗透率	65%	67%	70%	72%	75%	80%	80%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/台)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
变频空调钕铁硼需求 (万吨)	0.45	0.56	0.69	0.82	0.96	1.15	1.27
变频空调钕铁硼需求 YOY		24%	23%	18%	18%	19%	11%

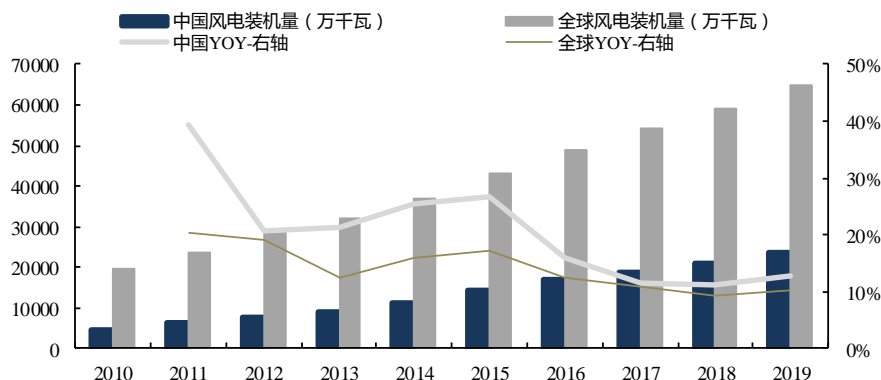
数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所测算

永磁直驱风力发电机是钕铁硼永磁材料的主要应用领域之一, 约占钕铁硼下游消费 10%。风力发电领域主要使用的风机设备为永磁直驱风力发电机和双馈式风力发电机两种。相比于双馈式风力发电机, 永磁直驱风力发电机具有安全可靠、更能适应低风速环境、电网兼容性和发电效率高等优势, 同时后期维护成本较低, 在风力发电领域的发展前景广阔。

2019 年全球、我国风电装机量分别为 65056、23632 万千瓦, 过去十年复合增速分别为 14%、20%。12 月 21 日国务院发布的《新时代的中国能源发展》白皮书指出, 中国能源消费结构正向清洁低碳加快转变, 预计未来仍将出台利好政策。

图 15: 我国风电装机量增速高于全球





数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 6: 风电钕铁硼需求预测表

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增风电装机容量 (万千瓦)	2679.0	7200.0	8496.0	9770.4	10942.8	12037.1	13240.8
直驱永磁渗透率	30%	30%	32%	34%	38%	41%	44%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/千瓦)	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
风电钕铁硼需求 (万吨)	0.54	1.45	1.82	2.23	2.79	3.31	3.90
风电钕铁硼需求 YOY		169%	26%	22%	25%	19%	18%

数据来源: 产业在线, 东吴证券研究所测算

高性能钕铁硼永磁材料在传统汽车中的应用以 EPS (电动助力转向系统) 为主, 其次为 ABS (防抱死制动系统)、汽车油泵等零部件。EPS 相较于 HPS 和 EHPS 有空间精简能耗小的优势, 渗透率从 2007 年不足 10% 提升至 2018 年的 63%, 预期未来将不断提升。高性能钕铁硼磁材是生产 EPS 的核心材料, 其优异的磁学性能使汽车获得更加优异的转向性能。2020 年中国汽车产量为 2462 万辆, 同比为 -4%, 但正在不断上升在消费电子领域中, 稀土永磁材料主要用于硬盘驱动器、电视机、个人电脑、手机等产品中, 在电子设备轻薄化趋势的带动下, 稀土永磁材料以较小体积满足同等磁性要求的优势将日益凸显, 市场需求相对稳定。

表 7: 传统汽车以及其他下游钕铁硼需求预测表

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
传统汽车产量 (万辆)	2433.8	2316.9	2418.8	2503.5	2598.6	2700.0	2810.7
传统车 EbS 渗透率	45%	48%	53%	58%	60%	62%	65%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25



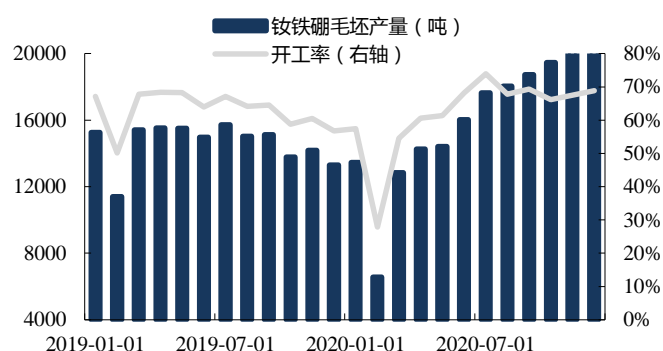
传统汽车钕铁硼需求(万吨)	0.27	0.28	0.32	0.36	0.39	0.42	0.46
YOY		2%	15%	13%	7%	7%	9%
其它高性能钕铁硼需求(吨)	4.71	5.45	7.69	10.18	11.36	14.33	15.48
YOY		16%	41%	32%	12%	26%	8%

数据来源：百川资讯，汽车之家，产业在线，东吴证券研究所测算

## 2.4. 高端钕铁硼行业供不应求，缺口增大

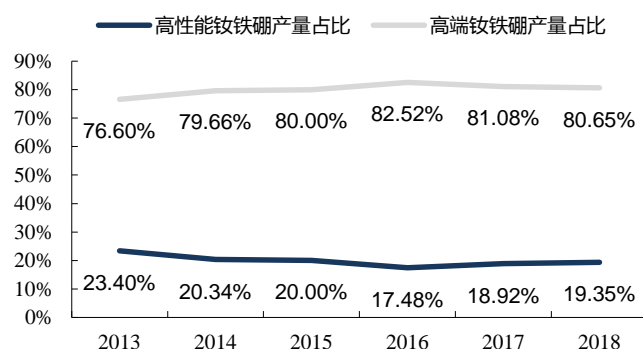
目前，我国稀土永磁产业已经形成了以浙江宁波地区、京津地区、山西地区、包头和赣州地区为主的产业集群。但是，大部分企业生产规模较小，产业集中度较低，企业两极分化严重。我国现有烧结钕铁硼生产企业接近 200 家，年产量 3000 吨以上的企业仅占 7.5%，而年产 1500 吨以下的企业占 84%，大部分磁材企业产量不到 1500 吨，而行业产能规模最大磁材企业年产能接近 20000 吨，企业两极分化比较严重。2020 年全国的钕铁硼毛坯产量为 19.4 万吨，同比增加 10.6%；产能为 37.04 万吨，同比增加 31.7%。

图 16: 钕铁硼产量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17: 高性能钕铁硼占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

但是由于中低端钕铁硼进入门槛和技术含量较低，我国中、低端钕铁硼主要由大量中小企业生产，竞争无序，产能过剩，生产毛利率普遍低于 10%；高性能钕铁硼永磁材料技术和准入门槛较高，生产主体主要为上市公司，毛利率均高于 18%，供给端增长能力有限。国内高性能钕铁硼占比较低，增幅有限，2013-2018 年我国高性能钕铁硼占钕铁硼永磁总产量比例均不到 20%。

从需求端来看，高性能的钕铁硼永磁材料是新能源汽车、变频空调、风电等多领域的必备原材料。近年来中国新能源汽车烧结钕铁硼材料消费量持续增长，从 2014 年的 390 吨增长至 2018 年的 4,150 吨，年复合增长率达 80.6%；2016 年到 2019 年中国变频空调销售年复合增长率达到 21%；2010 年到 2019 年我国风电装机量年复合增速达

到 20%。 政府政策红利的大力扶持、需求端的增长、供应充足的稀土原材料、稀土及相关行业较为丰富的产业配套资源等利好因素，有望进一步推动高性能钕铁硼磁材需求量的大幅提升。

表 8: 中低端钕铁硼及高性能钕铁硼市场对比

	生产主体	毛利率	下游应用行业
中低端钕铁硼	中小企业	10%以内	电动自行车、箱包扣、玩具
高性能钕铁硼	上市公司为主	18%以上	风电、新能源车、汽车零部件、节能变频空调、机器人等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

需求端与供给端增速之差，推动高性能钕铁硼的市场前景。由于高性能钕铁硼永磁材料技术和准入门槛较高，生产主体主要为上市公司，根据下述主要上市公司的产能扩张项目预计，我们估计国内高性能钕铁硼年复合增速为 14%。

表 9: 国内主要钕铁硼上市公司扩产计划

	2019 产能 (吨)	扩产项目	项目详情	预计 2024 年产能(吨)
金力永磁	12000	高性能稀土永磁材料基地项目	拟在包头投资建设项目达产后将形成年产 8000 吨高端磁材的生产能力	>23000
中科三环	19500	中科三环赣州基地新建项目； 宁波科宁达工业有限公司高性能稀土永磁材料扩产改造项目； 宁波科宁达和丰新材料有限公司高性能稀土永磁材料扩产改造项目	可年产各类规格的烧结钕铁硼毛坯 5000 吨； 新增年产各类规格的烧结钕铁硼磁体合金毛坯 1575 吨； 新增年产各类规格的烧结钕铁硼磁体合金毛 1687.50 吨。	26262.5
大地熊	2200	高性能烧结钕铁硼磁体项目	新增 1200 吨/年高性能烧结钕铁硼毛坯产能。	3700
正海磁材	6500	福海区 5000 吨低重稀土永磁材料项目（2020 年已投产）；高性能钕铁硼永磁材料生产基地	基地项目达产后，年产高性能钕铁硼永磁材料新增 18000 吨/年。	29500

宁波韵升	10000	年产 6000 吨烧结钕铁硼胚料搬迁扩建项目	12000
英洛华	6500	低稀土总量高性能钕铁硼永磁体生产技术装备改造项目	7500

项目将建成后将新增年产 1100 吨低稀土总量高性能钕铁硼永磁体产品的生产能力，达产后可新增营业收入 55000 万元，新增利润总额 7993.60 万元。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

结合前述高性能钕铁硼需求预测，未来两年国内需求将增幅较快，2021 年预计同比 37%，2022 年预计同比 30%，2025 年高性能钕铁硼需求会达到 25 万吨；供应端产能扩张速度小于需求端，推测未来产能释放速度增快，根据主要上市公司的已有扩产项目预计 2025 年达到 12.64 万吨，供应缺口达到 12.36 万吨。供给缺口从 2019 年的 0.48 万吨持续增长，增幅总体逐渐减小，在 2025 年增幅仅为 12.3%。

表 10: 高性能钕铁硼供需预测表

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.52	0.67	0.98	1.42	2.00	2.80	3.89
变频空调钕铁硼需求 (万吨)	0.45	0.56	0.69	0.82	0.96	1.15	1.27
风电钕铁硼需求 (万吨)	0.54	1.45	1.82	2.23	2.79	3.31	3.90
传统汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.27	0.28	0.32	0.36	0.39	0.42	0.46
其它高性能钕铁硼需求 (万吨)	4.71	5.45	7.69	10.18	11.36	14.33	15.48
高性能钕铁硼需求合计 (万吨)	6.50	8.40	11.50	15.00	17.50	22.00	25.00
高性能钕铁硼产能合计 (万吨)	6.02	6.74	7.55	8.53	9.64	10.99	12.64
供给缺口 (万吨)	0.48	1.66	3.95	6.47	7.86	11.01	12.36

数据来源：百川资讯，汽车之家，产业在线，东吴证券研究所测算

### 3. 金力永磁：进击的磁材龙头

#### 3.1. 绑定下游优质客户，产销量稳步增长

公司是全球领先的风电应用领域磁钢供应商，是国内领先的新能源汽车、节能变频空调领域供应商，具有较强的市场竞争力。在风力发电及节能变频空调领域，公司的市场占有率超过了 40%，是全球最大的稀土永磁变频压缩机企业美的美芝的主要供应商，格力、凌达等也是公司的主要客户；在新能源汽车领域，特斯拉、大众、通用、比亚迪、蔚来、理想等龙头企业都是公司的最终用户，随着新能源汽车产业的蓬勃发展，下游汽车企业

的订单也在快速增长。

公司的产能及产品产量逐年提升。2017年，公司已有钕铁硼毛坯产能6000吨；2018年上市前，公司年产1000吨高性能磁钢项目落地，钕铁硼毛坯产能达到7000吨；2018年，公司IPO登陆创业板，募资2.24亿元用于新建年产1300吨高性能磁钢项目、生产线自动化升级改造项目。该项目2020年上半年已基本建设完成，并陆续投入使用。

2019年11月，公司发行规模为4.35亿元的可转换债券，其中3.09亿元用于“智能制造工厂升级改造项目”。该项目主要包括对2018年以前的原始6000吨产能进行更新优化改造，提高工厂的自动化和信息化。整个可转债的募投项目2020年大部分完成。

根据2019年年报，公司到2019年底总计拥有钕铁硼毛坯产能10000吨。随着生产能力的逐年提升，公司产销量同步增长，2015年至2020年产能增长CAGR达到21.67%。

表 11: 公司钕铁硼磁钢产品产能及产销量一览

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
钕铁硼磁钢毛坯产能(吨)	4,500	4,800	6,000	7,000	10,000	12,000
钕铁硼磁钢产品产量(吨)	3,393.76	3,360.68	3,451.65	4,801.47	6,631.94	-
钕铁硼磁钢产品销量(吨)	3,111.09	3,387.02	3,524.26	4,605.81	6,281.84	-

数据来源：招股说明书，公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 未来两年产能再翻倍，问鼎全球冠军

2020年8月，公司于创业板非公开发行股票，其募集资金主要投向“年产3000吨新能源汽车及3C领域高端磁材项目”。通过本项目投建，丰富产品种类，增强公司产品市场竞争力。本项目建成后将新增3,000吨/年新能源汽车及3C领域高端磁材生产能力，预计所得税后财务内部收益率为21.57%。

表 12: 公司 3000 吨高端磁材项目明细

应用领域	毛坯产能(吨)	成品销量(吨)	成品出材率(吨)
新能源汽车	2,000	1,400	70%
3C	1,000	500	50%
合计	3,000	1,900	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020年10月，公司通过《关于向全资子公司增资并投资建设“高性能稀土永磁材料基地项目”的议案》。项目拟在金力包头公司厂区内，新建研发大楼、生产车间等主体

建筑，并在稀土新材料产业基地金力包头公司表面处理车间新增生产线。项目建设期2年，预计2022年上半年建成，项目达产后公司将增加每年8,000吨磁材的生产能力。

上述项目全部达产后，金力永磁年产能将达到23000吨，相比2020年产能接近翻倍，有望成为全球最大的高端磁材供应商。

表 13: 公司历史及未来扩产项目一览

年度	项目名称	投产年份	项目地点	当年累计毛坯产能 (吨)
2018年	年产1,000吨高性能磁钢生产能力项目	2018年	赣州	7000
2019年	可转债智能制造工厂升级改造项目	-	-	10,000
2020年	年产1,300吨高性能磁钢项目	2020年	赣州	12,000
2022年	年产3000吨新能源汽车及3C领域高端磁材项目	2022年	赣州	23000
	年产8,000吨高端磁材项目	2022年	包头	

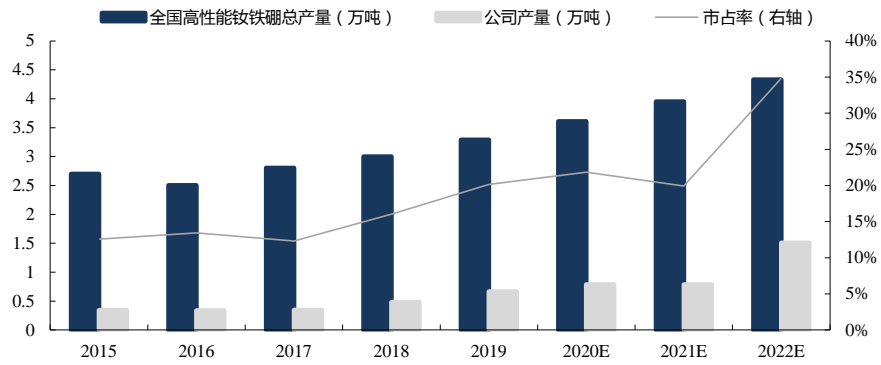
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 市占率稳步上行

2019年公司钕铁硼产量为6631.94吨，对比我国历年高性能钕铁硼总产量的数据，公司在高性能钕铁硼市场的占有率从2015年的12.57%上升至20.16%，市占率仅次于中科三环。

根据扩产计划，若公司在2022年实现23000吨的高性能钕铁硼产能，并取公司的产品转化率为2016-2019年均值66.32%，估测公司2022年将实现产量1.51万吨。假设2020-2022年全国高性能钕铁硼总产量稳定增长，增速取2016-2019年均值9.6%，那么公司在2022年将达到34.83%的市占率，相比2019年大幅提升14.68个百分点。

图 18: 公司历年高性能钕铁硼产量与市占率情况



数据来源：稀土行业协会，公司公告，东吴证券研究所

## 4. 金力永磁：三大优势铸就护城河

### 4.1. 先进技术打造产品优势

近年来风力发电、新能源汽车等方面的对永磁材料的需求量激增，这对钕铁硼永磁材料的矫顽力和温度稳定性提出了更高的要求，要求其能在 200℃ 以上工作。目前的研究发现向钕铁硼材料中加入镨和铽元素可以大大提高材料的矫顽力以及温度稳定性，但是由于加入镨和铽元素的价格很高，导致高性能钕铁硼成本高昂。公司自主研发的晶界渗透技术可有效降低镨、铽用量，从而降低原料直接成本。传统的元素添加方法是在熔炼过程中加入，即把镨、铽与钕、铁、硼等元素一同熔炼，在最后制备成的磁体中，晶界和晶内主相中均有镨、铽分布。而公司研发了晶界渗透技术，采用特殊的工艺使镨、铽通过扩散只存在于晶界而不进入晶内，这样不仅提高了钕铁硼材料的性能，而且减少了 50%-80% 镨、铽元素的添加量，降低了材料的成本。该技术已在美国、欧洲、日本获得发明专利授权。

图 19: 高性能钕铁硼主要原料配比 (2019 年)

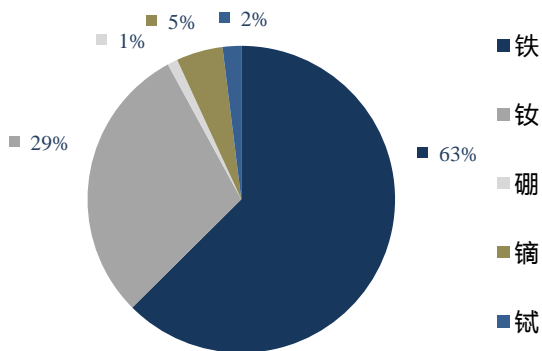
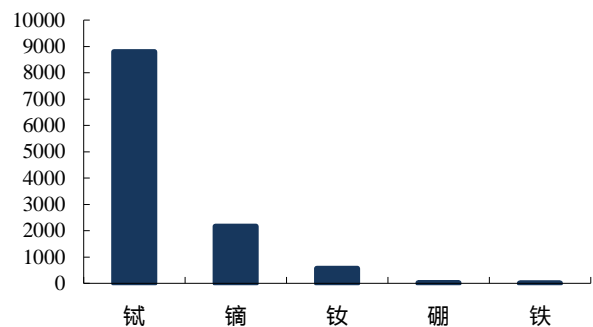


图 20: 高端钕铁硼原料价格 (元/公斤, 2021 年 1 月)



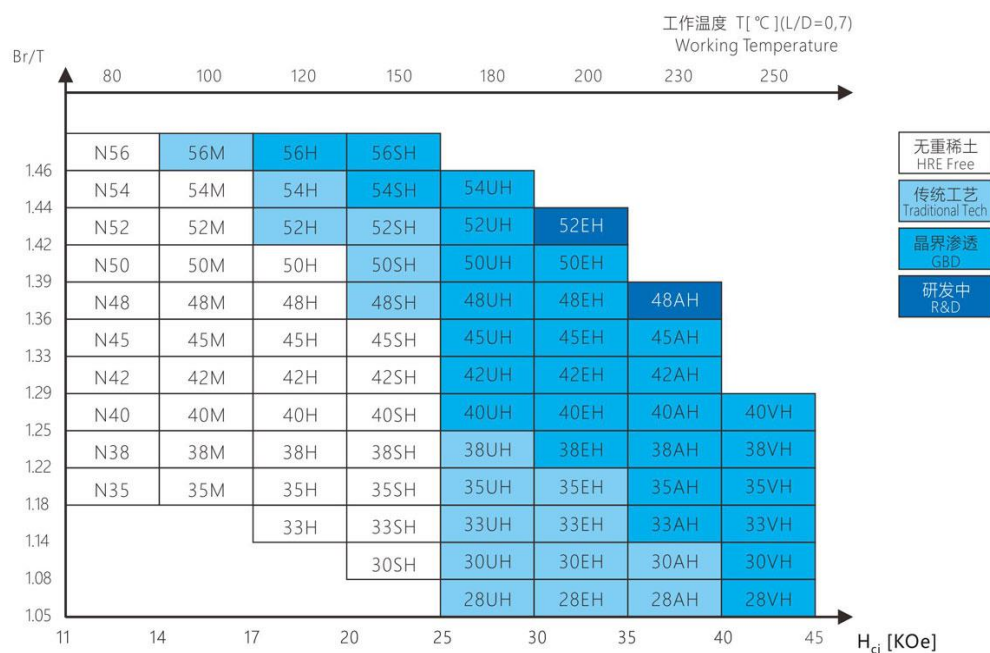


数据来源：《磁性材料及器件》，东吴证券研究所

数据来源：choice，东吴证券研究所

**公司利用技术优势不断提升产品质量。** 1) 通过自建的配方数据库和积累的专业经验设计不同牌号产品的合金成分，在保证磁体性能条件下降低重稀土含量。2) 公司对现有的气流磨工艺进行改进，能够在保证良好的粒度分布条件下，制造更加细小的颗粒。3) 在取向压型方面掌握了一次成型技术，能压制出瓦形或者其他异形产品，减少后续机械加工成本和产品磨削量。4) 公司在表面处理工艺方面开发出了耐高温、耐腐蚀的新型涂层，各项指标优于环氧镀层。5) 公司掌握了利用晶界渗透工艺进行批量生产及高牌号产品开发的能力，将部分重稀土的添加从坯料工序后置到成品工序，以降低重稀土添加量，开发出 54SH、54UH 等高牌号产品。

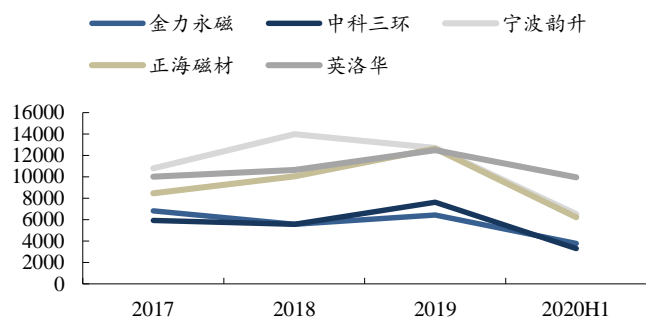
图 21：公司利用技术优势不断研发高牌号产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

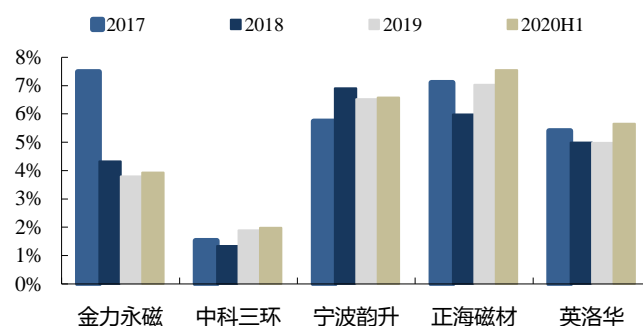
**高额研发投入筑高技术壁垒。** 公司高度重视研发，持续高投入，截至 2020 年二季度末，公司研发支出达到 3789 万元，占营业收入的 3.93%，并在本部、荷兰、日本设立了研究院进行磁性材料前沿技术研发。高投入也带来了高回报，目前公司已经授权专利 35 项，其中发明专利授权 18 项。同时，公司自主研发配套自动化新设备，显著提高了自主研发装备和制作各类模具的能力，提升了公司自动化生产水平。

图 22: 金力永磁及同业研发费用 (万元)



数据来源: choice、东吴证券研究所

图 23: 金力永磁及同业研发费用占营业收入比例



数据来源: choice、东吴证券研究所

## 4.2. 近水楼台先得月, “股东+区位” 优势尽显

### 4.2.1. 引入战略投资者, 打通稀土上下游产业链

2008年8月, 公司由江西瑞德创业投资有限公司独资组建。2009年2月17日, 江西瑞德创业投资有限公司与新疆金风科技股份有限公司(以下简称“金风科技”)及赣州稀土矿业有限公司(以下简称“赣州稀土矿业”)签署股权转让协议, 将持有的34%及10%的股权分别转让给金风科技及赣州稀土矿业。2010年5月, 金风科技将持有的江西金力永磁科技有限公司34%股权经评估作价后以股权出资成立金风投资控股有限公司。截至2021年1月22日, 金风投资和赣州稀土矿业分别持有公司股权11.38%和6.49%。

表 14: 公司设立以来股本演变情况

时间	股权演变事项	具体情况
2008.08.19	有限公司成立	由瑞德创投出资设立, 注册资本 2,000 万元
2008.08	增加注册资本	注册资本增加至 10,000 万元, 由瑞德创投认缴出资 9,999 万元, 新增股东黄长元认缴出资 1 万元
2008.09	增加实收资本	瑞德创投实缴出资 1,800 万元, 金力有限实收资本由 2,000 万元增加至 3,800 万元
2008.10	股权转让、增加实收资本	股东黄长元将 1 万元出资额转让给瑞德创投, 瑞德创投缴纳出资 6,200 万元, 金力有限实收资本由 3,800 万元增加至 10,000 万元
2009.02	股权转让	瑞德创投将 3,400 万元出资额对应的股权(34%)转让给金风科技, 将 1,000 万元出资额对应的股权(10%)转让给稀土矿业

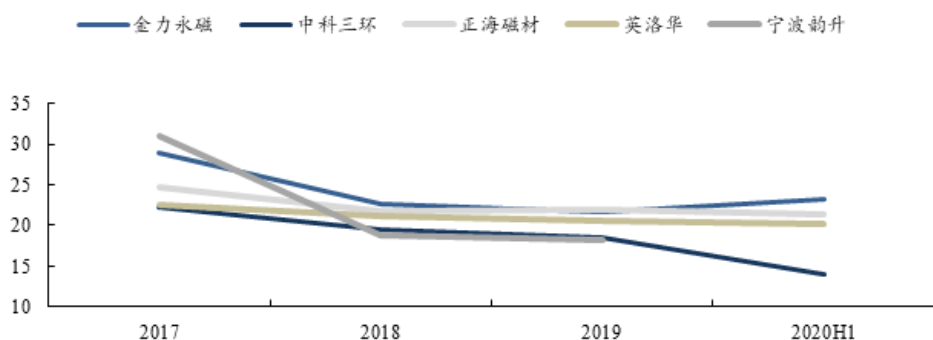
2010.11	股权转让	原股东金风科技将 3,400 万元出资额对应的股权 (34%) 转让给金风投控
2011.08	增加实收资本	注册资本增加至 11,111 万元, 新增股东新疆虔石认缴新增出资 1,111 万元
2015.06	国有股权无偿划转	稀土矿业将其持有金力有限 1,000 万元出资额对应的股权 (9%) 无偿划转至赣州稀土
2015.06	整体变更设立为股份有限公司	金力有限整体变更为股份公司, 股本 15,000 万元
2015.11	定向发行股票	金力永磁向金禾永磁、尚颀德连、南车华盛等发行 1,667 万股, 注册资本增至 16,667 万元, 发行价格 4.7990 元/股, 募集资金 8,000 万元
2015.12	全国股份转让系统挂牌	2015 年 12 月 18 日, 公司在股转系统挂牌并公开转让, 证券简称“金力永磁”, 证券代码“835009”, 转让方式为协议转让
2016.04	全国股份转让系统 2016 年第一次定向发行	金力永磁向中信证券、华融证券、中金公司、华泰证券、车库红茶、三鹰投资、城发投资等发行 500 万股, 注册资本增至 17,167 万元, 发行价格 9 元/股, 募集资金 4,500 万元
2016.11	全国股份转让系统 2016 年第二次定向发行	金力永磁向建银资本、盐城尚颀、扬州尚颀、中比基金、弘湾资本等发行 1,038.7094 万股, 注册资本增至 18,205.7094 万元, 发行价格 15.50 元/股, 募集资金 16,099.9957 万元
2016.12	全国股份转让系统 2016 年第三次定向发行	金力永磁向公司员工发行 385.50 万股, 注册资本增至 18,591.2094 万元, 发行价格 4.5990 元/股, 募集资金 1,772.9145 万元
2017.03	资本公积转增股本	公司以总股本 18,591.2094 万股为基数, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股, 注册资本增至 37,182.4188 万元
2018.1.25	全国股份转让系统终止挂牌	2018 年 1 月 25 日, 经同意, 发行人终止在全国股份转让系统挂牌
2018.1.26	股权转让	股东曲世伟将其所持有的 0.6 万股、童亚群将其所持有的 0.5 万股转让给瑞德创投

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**公司引入赣州稀土矿业作为战略投资者将获得稀土原材料的稳定供应和成本优势。**赣州稀土矿业集团负责赣州范围内稀土行业的投资、管理及授权范围内稀土行业的国有资产经营与管理, 持有中国最大的重稀土开采集团南方稀土 99.47% 的股权。由于赣州稀土是金力永磁的股东, 公司成为国内同业中唯一能跟南方稀土签订长协的磁材制造企业, 对于镨、钕、镝、铽等产品, 南方稀土在价格上会对公司给予一定的优惠空间, 在涨价

周期里可以保证供应稳定和价格的相对优惠。

图 24: 金力永磁钕铁硼磁材毛利率高于其他同业 (单位: %)



数据来源: choice、东吴证券研究所

公司引入金风科技作为战略投资者利于获得稳定的订单需求。金风科技是国内最大的掌握全部核心技术的永磁直驱风电机组制造企业，根据彭博新能源财经发布的 2019 年中国风电整机制造商新增吊装容量排名，金风科技以明显优势蝉联榜首，2019 年新增吊装容量高达 8.01GW。金风作为公司股东，与公司形成了稳定的合作关系，长期向公司采购磁钢，为公司提供了可靠的，持续不断的订单需求，连通了产业链下游。

表 15: 与金风科技的重大合同履行情况 (截至 2020 年 9 月 30 日)

合同订立公司方名称	合同订立对方名称	合同总金额	合同履行的进度
金力永磁	金风科技	90,539.52	履行中

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

#### 4.2.2. 矿区设厂, 区位优势显著

公司在我国主要稀土矿源地都设有子公司和工厂。公司总部位于江西省赣州市，赣州分布着可观的离子吸附型中稀土、重稀土矿，易采、易提取，是我国最重要的重稀土生产基地；公司与四川江铜稀土合资成立了四川江铜稀土磁材有限公司，地处凉山州冕宁县，拥有我国 3% 的稀土资源；公司全资设立的子公司金力永磁（包头），位于内蒙古自治区包头市稀土开发区，包头鄂博稀土总储量 REO 为 3500 万吨，约占世界储量的 38%，为世界第一大稀土矿。由于公司地理位置靠近矿区，不仅交通运输成本大大降低，在电力成本方面也充分受益，区位优势显著。

表 16: 公司主要厂区与子公司分布

公司名称	所在地	附近矿区	占我国稀土矿的比例
金力永磁(总部)	江西赣州	赣州稀土矿	2%
四川江铜稀土磁材有限公司	四川凉山	冕宁稀土矿	3%
金力永磁(包头)	内蒙古包头	白云鄂博稀土矿	83%

数据来源:《中国稀土状况与政策》, 公司官网, 东吴证券研究所

江西省加大稀土产业的研发投入, 公司将获益于相关技术的溢出效应, 采购价格更有竞争力。2020 年 2 月, 江西省政府发布《关于促进稀土产业高质量发展的实施意见》, 发展目标包括: 研发投入持续加大, 新增 2-3 家国家级科研创新平台, 新产品开发和新技术推广应用步伐加快, 资源开发利用技术水平不断提高; 中国赣州稀土谷成为在国内有地位、国际有影响的中重稀土创新中心和高新技术产业集聚区。随着江西省稀土产业的不断聚集与发展, 技术、成本、规模的溢出效应将使公司受益。

#### 4.3. 成为特斯拉一级供应商

**掌握优质客户资源。**目前公司在风电领域的主要客户为金风科技、西门子歌美飒及明阳智能, 智能变频空调领域客户为美的、格力、上海海立及三菱公司等。公司是博世集团、联合汽车电子有限公司、采埃孚等新能源汽车驱动电机生产商的主导供应商, 特斯拉、大众、通用、比亚迪、蔚来、理想等车企都是公司的主要终端客户。公司牵手各个领域的顶尖企业, 订单数量大, 资金流稳定, 粘性较高。

表 17: 公司主要客户一览

应用领域	主要客户
风力发电	   





数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020年9月21日，公司和Tesla, Inc.（包括其附属企业，以下简称“特斯拉公司”）签署了《零部件采购协议》，公司成为特斯拉一级供应商，此次采购协议期限为2021年1月1日至2023年12月31日，公司将为特斯拉提供钕铁硼永磁材料，具体的采购量将根据特斯拉自身需求以订单方式确定，协议未对特斯拉的采购量进行强制约束。

特斯拉作为全球领先的电动汽车制造商，协议的签订标志着对方对公司稀土永磁材料产品质量和生产能力的认可，进一步验证了公司在新能源汽车领域的竞争力，将对公司进一步拓展新能源汽车市场产生积极影响。协议的履行将提高公司新增产能的消化能力，为公司带来新的业绩增长点。

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 公司下游新能源汽车、风电和变频空调景气度高增，拉动上游钕铁硼需求高速增长；稀土行业供给逐渐透明化、规范化，供给刚性或将长期维持。
- 2) 公司“年产1300吨项目高性能磁钢项目”、“年产3000吨新能源汽车及3C高



端磁材项目”投产顺利，公司钕铁硼产能 2022 年预计达到 23000 吨。

表 18: 公司分业务营收毛利 (单位: 百万元)

		2019A	2020E	2021E	2022E
钕铁硼磁钢	收入	1630.1	2347.4	3204.2	4501.8
	YOY	27.2%	44%	37%	41%
	成本	1277.5	1802.4	2471.7	3390.8
	毛利率	21.6%	23.2%	22.9%	24.7%
	毛利	352.7	545.0	732.5	1111.0
	YOY	21.1%	54.5%	34.4%	51.7%
其它	收入	66.7	79.1	95.9	118.2
	YOY	809.3%	18.6%	21.2%	23.3%
	成本	53.3	53.1	64.0	82.5
	毛利率	20.2%	32.8%	33.2%	30.2%
	毛利	13.4	26.0	31.8	35.6
	YOY	762.0%	93.2%	22.5%	12.0%
合计	收入	1696.8	2426.5	3300.0	4620.0
	YOY	31.6%	43.0%	36.0%	40.0%
	成本	1330.7	1855.5	2535.7	3473.3
	毛利	366.1	571.0	764.3	1146.7
	YOY	25.1%	56.0%	33.9%	50.0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 24.3/33.0/46.2 亿元, 同比分别为 43%/36%/40%; 归母净利分别为 2.4/3.1/5.1 亿元, 同比分别为 52%/32%/65%; 对应 PE 分别为 63.54/48.10/29.81x。基于下游新能源、风电、空调压缩机、节能等各领域需求高速增长, 公司扩产计划逐步完成后进入业绩兑现期, 以及公司管理良好、质地优良, 故首次覆盖给予公司“买入”评级。

表 19: 可比公司估值 (2021 年 2 月 19 日)

	最新收盘价 (元)	PE			PB
		2020E	2021E	2022E	
金力永磁	34.89	63.54	48.10	29.81	10.80
正海磁材	12.28	74.61	48.70	30.52	3.95
中科三环	9.67	76.78	43.73	33.78	2.25

数据来源：wind（非加粗部分来自 wind 一致预期），东吴证券研究所

## 6. 风险提示

### 1) 下游需求不及预期。

稀土永磁的下游需求主要为新能源汽车、风电和变频空调。若以上领域增长不及预期，将对稀土永磁的需求产生较大影响。

### 2) 公司扩产计划不及预期。

公司目前有“年产 1300 吨项目高性能磁钢项目”、“年产 3000 吨新能源汽车及 3C 高端磁材项目”等镀铬在建扩产项目，若因疫情等原因导致扩产未按计划进行，将对公司未来产能产生较大影响。

### 3) 磁材行业整体产能过剩

目前，除公司外，其他竞争对手也有扩产打算，可能会造成行业整体供给增长大幅超出预期。

### 4) 原材料价格大幅上涨

20 年下半年以来，稀土价格大幅上涨，预计将对公司成本造成一定影响，但这种影响是短期的。长期来看，公司具备向下游转移能力，影响可控。

金力永磁三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,276</b>	<b>3,185</b>	<b>3,240</b>	<b>3,431</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,697</b>	<b>2,426</b>	<b>3,300</b>	<b>4,620</b>
现金	779	945	899	225	减:营业成本	1,331	1,856	2,536	3,473
应收账款	788	1,060	1,467	2,059	营业税金及附加	6	10	17	15
存货	637	1,105	794	1,058	营业费用	25	52	73	90
其他流动资产	72	75	80	90	管理费用	119	207	255	385
<b>非流动资产</b>	<b>550</b>	<b>717</b>	<b>900</b>	<b>1,176</b>	研发费用	107	116	203	107
长期股权投资	13	13	14	14	财务费用	37	68	92	86
固定资产	385	532	702	961	资产减值损失	-4	0	0	0
在建工程	38	55	71	91	加:投资净收益	-0	-2	-2	-2
无形资产	35	40	41	41	其他收益	10	35	30	25
其他非流动资产	80	77	73	68	资产处置收益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,826</b>	<b>3,902</b>	<b>4,140</b>	<b>4,607</b>	<b>营业利润</b>	<b>179</b>	<b>274</b>	<b>359</b>	<b>598</b>
<b>流动负债</b>	<b>872</b>	<b>1,797</b>	<b>1,819</b>	<b>1,849</b>	加:营业外净收支	22	37	46	81
短期借款	300	980	680	380	<b>利润总额</b>	<b>179</b>	<b>274</b>	<b>359</b>	<b>598</b>
应付账款	476	558	869	1,098	减:所得税费用	22	37	46	81
其他流动负债	97	259	270	370	少数股东损益	-0	0	1	11
<b>非流动负债</b>	<b>623</b>	<b>565</b>	<b>502</b>	<b>468</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>157</b>	<b>237</b>	<b>313</b>	<b>505</b>
长期借款	571	512	450	415	EBIT	211	305	398	627
其他非流动负债	53	53	53	53	EBITDA	258	355	468	724
<b>负债合计</b>	<b>1,496</b>	<b>2,362</b>	<b>2,321</b>	<b>2,316</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	0	0	1	12	每股收益(元)	0.36	0.55	0.73	1.17
归属母公司股东权益	1,330	1,540	1,818	2,279	每股净资产(元)	2.83	3.28	3.92	4.99
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,826</b>	<b>3,902</b>	<b>4,140</b>	<b>4,607</b>	发行在外股份(百万股)	413	432	432	432
					ROIC(%)	13.1%	12.2%	16.2%	18.3%
					ROE(%)	11.8%	15.6%	17.4%	22.7%
					毛利率(%)	21.6%	23.5%	23.2%	24.8%
					销售净利率(%)	9.2%	9.8%	9.5%	10.9%
					资产负债率(%)	52.9%	60.5%	56.1%	50.3%
					收入增长率(%)	31.6%	43.0%	36.0%	40.0%
					净利润增长率(%)	6.9%	51.6%	32.2%	64.6%
					P/E	96.01	63.54	48.10	29.81
					P/B	12.32	10.65	8.90	7.00
					EV/EBITDA	58.93	44.40	33.06	21.89

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>