

证券研究报告—深度报告

有色金属

稀有金属

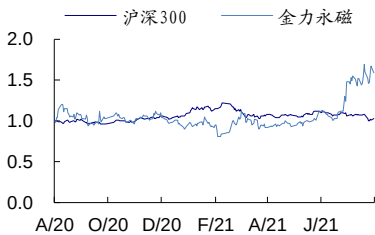
金力永磁(300748)

买入

合理估值: 47.9-52.2 元 昨收盘: 38.82 元 (首次评级)

2021年08月03日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	692/441
总市值/流通(百万元)	26,856/17,121
上证综指/深圳成指	3,464/14,798
12个月最高/最低(元)	50.44/22.67

证券分析师: 刘孟茜

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengqian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040005

联系人: 焦方冉

电话: 18560060679

E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

深度报告

稀土永磁龙头，加码新能源赛道

● 低碳化、智能化趋势势不可挡，稀土永磁材料发展空间广阔

高性能钕铁硼永磁材料是稀土永磁电机的关键材料，其制造的电机效率高、体积小、力矩高、稳定性好，是全社会实现节能降耗、绿色环保的基础材料之一，在新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、节能电梯、工业机器人等领域广泛应用，具有广阔的需求空间。受益于行业发展趋势和国家产业政策，其在新能源汽车、节能变频空调、3C等领域需求已经出现爆发式增长。

● 公司是国内高性能钕铁硼磁材龙头，多个领域具有领先优势

公司是国内产量最大的高性能钕铁硼永磁材料厂家，在风力发电、节能变频空调、新能源汽车及汽车零部件等领域具有领先优势，在上述领域具有高市场占有率。公司在产品配方、生产工艺等方面拥有核心技术，发明的晶界渗透技术路线业内领先，公司产品质量稳定、生产效率高、交付能力强，与下游各领域顶尖客户建立了长期稳定的合作关系。

● 积极布局新兴领域，未来高增长可期

公司近年来产能增长迅猛，产品更加均衡和多样化，瞄准新能源汽车、3C等新兴消费领域，三个改扩建项目和新增项目均指向新能源汽车驱动电机及3C等新增长领域。今年四季度包头8000吨项目投产，公司毛坯产能将从15000吨跃升至23000吨，并计划在2025年前毛坯产能达到40000吨。公司未来5年有望延续高成长并具备确定性。

● 风险提示

下游各领域需求增速不及预期；公司新建产能投产进度低于预期。

● 首次覆盖给予“买入”评级

通过多角度估值，我们认为公司股票价值在47.9-52.2元之间，相对于公司目前股价有23%-34%溢价空间。我们认为高性能钕铁硼永磁材料行业充分受益于新能源、节能环保领域高需求增速，市场空间广阔。金力永磁作为高性能钕铁硼永磁材料龙头，凭借技术、客户等方面优势，盈利能力强、成长确定性高，具备全球竞争力，正向全球高性能钕铁硼永磁材料龙头迈进，预计2021-2023年每股收益0.59/0.87/1.01元，利润增速分别为67.7/46.8/15.7%，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,697	2,419	4,058	6,029	6,839
(+/-%)	31.6%	42.6%	67.7%	48.6%	13.4%
净利润(百万元)	155	244	410	602	696
(+/-%)	5.0%	58.2%	67.7%	46.8%	15.7%
摊薄每股收益(元)	0.37	0.59	0.59	0.87	1.01
EBIT Margin	12.6%	14.7%	14.9%	15.0%	15.2%
净资产收益率(ROE)	11.6%	15.6%	22.1%	26.4%	25.2%
市盈率(PE)	103.9	65.6	65.5	44.6	38.6
EV/EBITDA	69.2	44.6	44.9	32.1	28.2
市净率(PB)	12.06	10.24	14.49	11.80	9.72

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

公司是国内产量最大的高性能钕铁硼永磁材料厂家，在风力发电、节能变频空调、新能源汽车及汽车零部件等领域具有领先优势，在上述领域具有高市场占有率。公司在产品配方、生产工艺等方面拥有核心技术，发明的晶界渗透技术路线业内领先，公司产品质量稳定、生产效率高、交付能力强，与下游各领域顶尖客户建立了长期稳定的合作关系。公司积极布局新兴领域，今年四季度包头 8000 吨项目投产，公司毛坯产能将从 15000 吨跃升至 23000 吨，并计划在 2025 年前毛坯产能达到 40000 吨，公司未来 5 年有望延续高成长并具备确定性，正向全球高性能钕铁硼永磁材料龙头迈进。预计公司 21-23 年每股收益 0.59/0.87/1.01 元，利润增速分别为 67.7/46.8/15.7%，未来一年合理估值区间 47.9-52.2 元，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，全社会低碳化、智能化趋势势不可挡，新能源汽车、风力发电、节能变频空调、工业机器人等领域已经处于高速增长期，且长期成长空间广阔。上述领域对高性能钕铁硼永磁材料的需求迎来爆发式增长。

第二，由于资源、成本、技术、市场等优势，钕铁硼稀土永磁材料是我国具备全球竞争力的产业，行业头部企业有望在下游需求爆发式增长中迈向全球。

第三，公司具有先进的产品配方、生产工艺等核心技术，晶界渗透技术路线行业领先，已经与下游各领域顶尖客户建立了长期稳定的合作关系，助力公司抢占新能源汽车赛道。

与市场的差异之处

第一，有观点认为公司业务依赖于风力发电领域，但我们认为公司近几年非风电领域营收高速增长，尤其在节能变频空调、新能源汽车及汽车零部件领域逐步确立了领先优势，产品更加多样化，募投项目瞄准新能源汽车、3C 等新兴领域，助力公司转型升级。

第二，有观点认为公司晶界渗透技术并非独有，技术优势不显著。我们认为公司多年自主研发出领先的晶界渗透技术路线，从公司领先行业的高毛利率和交付能力，已经能够证明该技术的领先优势。且公司在节能变频空调领域晶界渗透技术的积累有望助力公司在新能源汽车领域进一步打开市场。

股价变化的催化因素

第一，下游主要消费领域均迎来爆发式增长，带动高性能钕铁硼永磁材料需求高增长，公司巩固基本盘，积极布局新兴领域，产销量维持高增速，业绩迎来高成长。

第二，公司晶界渗透生产能力快速增长，利用晶界渗透能力生产的产品有望翻番，产品结构持续优化升级。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，下游主要消费领域需求不及预期；

第二，稀土元素价格超预期上涨，抑制下游需求；

第三，公司新建产能投产不及预期。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 38.4-59.8 元	6
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 47.9-52.2 元	7
投资建议.....	8
公司概况: 快速成长的钕铁硼永磁材料头部公司	8
公司业务分析.....	11
公司产销概况.....	11
技术路线领先, 产品交付能力强	11
公司产品市占率高, 深度绑定优质客户	13
产能持续扩张, 未来成长具有确定性	15
财务分析: 成长迅速、盈利能力强.....	16
主营业务盈利能力强于同行业公司	16
营运能力分析.....	17
偿债能力	18
钕铁硼磁材行业: 低碳化、智能化势不可挡, 行业需求空间广阔	19
行业格局: 头部公司积极布局	21
稀土永磁材料应用空间广阔	22
盈利预测	24
假设前提.....	24
盈利预测的敏感性分析	25
风险提示	26
附表: 财务预测与估值.....	28
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明.....	29

图表目录

图 1: 公司主要产品牌号及应用领域.....	8
图 2: 稀土产业链.....	9
图 3: 主营业务分产品.....	10
图 4: 主营业务分地区.....	10
图 5: 公司营业收入变化.....	10
图 6: 公司净利润变化.....	10
图 7: 公司毛利率和净利率变化.....	11
图 8: 公司 ROE 和 ROIC (%).....	11
图 9: 烧结钕铁硼磁钢产品工艺流程.....	11
图 10: 几种主要稀土元素价格 (元/千克).....	12
图 11: 晶界扩散处理示意图.....	12
图 10: 公司研发费用快速增加.....	13
图 11: 研发人员数量.....	13
图 14: 中国风机制造商装机排名 (GW).....	13
图 15: 2020 年国内风机制造商市场份额.....	13
图 12: 公司营收结构 (分行业).....	14
图 13: 公司营收分部及增速 (亿元).....	14
图 10: 公司磁钢产销量快速增长 (吨).....	15
图 11: 公司历年磁钢毛坯产能 (吨).....	15
图 10: 同行业上市公司营业收入增速.....	16
图 11: 同行业上市公司净利润增速.....	16
图 16: 行业内公司净利润对比 (亿元).....	17
图 17: 行业内公司营业收入对比 (亿元).....	17
图 18: 行业内公司毛利率 (%).....	17
图 19: 行业内公司净利率 (%).....	17
图 20: 行业内公司 ROE (%).....	17
图 21: 行业内公司期间费用率 (%).....	17
图 22: 行业内公司存货周转天数 (天).....	18
图 23: 行业内公司应收账款周转天数 (天).....	18
图 24: 行业内公司总资产周转率.....	18
图 25: 行业内公司净营业周期 (天).....	18
图 26: 行业内公司资产负债率 (%).....	19
图 27: 行业内公司 EBITDA/带息债务.....	19
图 28: 行业内公司现金流量利息保障倍数.....	19
图 29: 行业内公司货币资金/短期债务.....	19
图 30: 行业归属关系.....	20
图 31: 三代稀土永磁材料.....	20
图 30: 2019 年全球钕铁硼磁材产量分布.....	21
图 31: 2019 年我国稀土磁材产量占比.....	21
图 30: 2019 年我国钕铁硼永磁材料消费结构.....	22

图 31: 中国钕铁硼磁材毛坯产量 (万吨)	22
图 30: 中国新增风电装机容量 (GW)	23
图 31: 全球新增风电装机容量 (GW)	23
图 30: 全球汽车年产量 (万辆)	24
图 31: 全球新能源汽车年销量 (万辆)	24
表 1: 公司盈利预测假设条件	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	8
表 5: 公司上市以来新建项目及规划	15
表 6: 同行业上市公司产能及扩产规划	16
表 7: 稀土永磁行业主要政策	20
表 8: 同行业上市公司下游营收占比	21
表 9: 相关上市公司钕铁硼永磁材料产能扩张规划	22
表 10: 2021-2025 年全球风电市场对高端钕铁硼需求推算	23
表 11: 2021-2025 年全球变频空调市场对高性能钕铁硼需求推算	23
表 12: 2021-2025 年全球汽车 EPS 市场对高性能钕铁硼需求推算	24
表 13: 2021-2025 年全球新能源汽车驱动电机对高性能钕铁硼需求推算	24
表 14: 公司产品产销量预测	25
表 15: 未来 3 年盈利预测表	25

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：38.4-59.8 元

公司所处的高性能烧结钕铁硼永磁材料行业属于我国战略性新兴产业，近年来受到国家产业政策积极支持。高性能稀土永磁材料有助于降低各类电机的耗电量，节能效果显著，是清洁能源和节能环保领域的核心材料，对国家实现节能减排目标意义重大，近年来下游行业如新能源汽车、节能变频空调、风力发电等领域发展迅猛，市场空间广阔。

由于具备原材料、市场和技术优势，钕铁硼永磁材料是我国优势产业，国内几家头部企业具备全球竞争力，除了满足国内需求，也供给国外大部分民用需求。公司是国内高性能钕铁硼永磁材料行业产量第一、成长最为迅速、盈利能力最强的厂家，正处于高速扩张期。按照行业和公司成长思路，我们预计公司在 2021-2023 年收入增速分别为 67.73%/48.57%/13.44%，费用率保持稳定，股份分配比率预期为 30%。

表 1：公司盈利预测假设条件

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	31.61%	42.58%	67.73%	48.57%	13.44%	15.09%	16.39%
毛利率	21.58%	24.15%	24.19%	24.50%	24.96%	24.96%	24.97%
管理费用/营业收入	3.23%	3.93%	3.76%	3.64%	3.78%	3.72%	3.71%
销售费用/营业收入	1.50%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
营业税及附加/营业收入	0.35%	0.38%	0.42%	0.38%	0.39%	0.40%	0.39%
所得税税率	12.38%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%	12.20%
股利分配比率	44.55%	30.17%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.57	T	12.20%
无风险利率	2.14%	Ka	5.85%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.6
公司股价（元）	38.82	Ke	6.01%
发行在外股数（百万）	692	E/(D+E)	95.05%
股票市值(E, 百万元)	26863	D/(D+E)	4.95%
债务总额(D, 百万元)	1398	WACC	5.89%
Kd	4.00%	永续增长率（10 年后）	1.00%

资料来源:国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 38.4-59.8 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		4.9%	5.4%	5.89%	6.4%	6.9%
永续增长率变化	2.5%	97.11	78.12	64.78	54.90	47.31
	2.0%	81.53	67.59	57.28	49.35	43.07
	1.5%	70.54	59.77	51.49	44.93	39.62
	1.0%	62.38	53.73	46.88	41.33	36.76
	0.5%	56.07	48.92	43.13	38.35	34.34
	0.0%	51.05	45.00	40.01	35.83	32.28
	-0.5%	46.96	41.75	37.38	33.67	30.49

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对法估值：47.9-52.2 元

选取与公司相近的高性能钕铁硼永磁材料生产厂家做比较，采用 PE 法估值。

主要包括：

中科三环：国内产能最大的烧结钕铁硼永磁体公司，目前拥有 4 家生产企业，产能合计 20000 吨，募投项目计划新增烧结钕铁硼毛坯产能 6500 吨。公司主要从事钕铁硼稀土永磁材料和新型磁性材料及其应用产品的研究开发、生产和销售，产品广泛应用于计算机、家电、风电、通讯、医疗、汽车等领域。

宁波韵升：公司当前产能 14000 吨，自有资金扩充 7000 吨产能计划于 2022 年底达产。公司自成立以来专业从事稀土永磁材料的研发、制造和销售，并向下游的磁组件应用领域延伸。公司产品广泛应用于新能源汽车、消费电子、城市轨道交通、工业机器人、节能家电、风力发电等绿色节能环保领域。

正海磁材：公司烟台本部当前产能 10000 吨，在建 8000 吨产能将于今明两年建成达产，另有南通基地 18000 吨产能长期规划。主营业务为高性能钕铁硼永磁材料及组件的研发、生产、销售及服务，以及新能源汽车驱动电机及其控制系统的研发、生产和销售。产品主要应用于在节能环保和新能源领域，包括汽车、家用电器、风力发电、节能电梯、自动化和智能消费电子等。

英洛华：主要从事钕铁硼磁性材料和电机系列产品的研发、生产和销售，拥有毛坯产能 10000 吨左右。磁性材料产品广泛应用于智能消费电子、风力发电、智能家电、扬声器、节能电机、新能源汽车及汽车零部件、工业机器人、电动工具、仪器仪表等领域，电机产品主要应用于电动轮椅和代步车、清洗机器人、智能园林机械、智能小家电等领域。

大地熊：公司当前毛坯产能 4000 吨，另有 6500 吨产能已签约落地。公司主要从事高性能烧结钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售，主要应用于汽车工业、工业电机和高端消费类电子等重要工业产品领域，如汽车 EPS、新能源汽车驱动电机、风力发电、节能电机、变频家电等。

市盈率高于同行业可比公司平均水平，享有一定估值溢价。我们预计 2021 年公司 EPS 将达到 0.59 元，对应 2021 年 8 月 2 日股价 PE 为 66X，高于可比公司平均水平。金力永磁处于行业龙头地位，盈利能力、预期成长速度均高于同行业上市公司，成长确定性强、规模优势显著，享有估值溢价具有一定合理性。我们预测 2022 年公司 EPS 达到 0.87 元，同行业上市公司 2022 年 PE 倍数算数平均值为 41X，中位数 41X，综合比较各公司当前 PE 值及业绩增速，我们认为给予公司目标估值 55-60 倍 PE 是合理的，合理价格区间为 47.9-52.2 元，对应目标市值 331-361 亿元。

表 4：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (8月2日)	EPS (元)			PE			PB (2021Q1)	PEG (未来1年)	总市值 (百万元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
300748.SZ	金力永磁	38.82	0.59	0.59	0.87	66	66	45	12.8	1.4	26,856
同类公司											
000970.SZ	中科三环	11.72	0.12	0.22	0.28	97	53	42	2.7	1.0	12,484
600366.SH	宁波韵升	10.13	0.18	0.20	0.25	55	51	41	2.3	2.9	10,020
300224.SZ	正海磁材	13.93	0.17	0.27	0.35	82	52	40	4.3	1.1	11,426
000795.SZ	英洛华	5.81	0.09	N/A	N/A	65	N/A	N/A	2.8	N/A	6,587
688077.SH	大地熊	50.50	0.76	N/A	N/A	66	N/A	N/A	4.3	N/A	4,040

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 47.9-52.2 元之间，相对于公司目前股价有 23%-34%溢价空间。我们认为高性能钕铁硼永磁材料行业充分受益于新能源、节能环保领域高需求增速，市场空间广阔。金力永磁作为高性能钕铁硼永磁材料龙头，凭借技术、客户等方面优势，盈利能力强、成长确定性高，具备全球竞争力，正向全球高性能钕铁硼永磁材料龙头迈进，首次覆盖给予“买入”评级。

公司概况：快速成长的钕铁硼永磁材料头部公司

公司成立于 2008 年 8 月，于 2018 年 9 月在创业板上市，主要从事高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售，产品主要是烧结钕铁硼磁钢。截止 2020 年末公司拥有 15000 吨烧结钕铁硼磁钢毛坯产能，产品主要应用于风力发电中的永磁风力发电机、变频空调中的变频压缩机、新能源汽车的驱动电机、节能电梯中的永磁曳引机等领域。

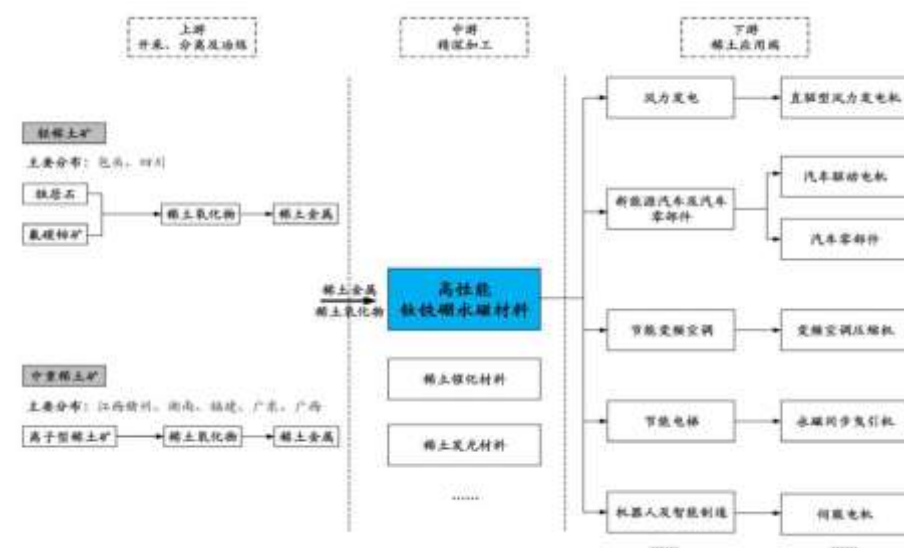
图 1：公司主要产品牌号及应用领域



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

公司在产业链中的位置。稀土产业链包括上游开采冶炼、中游精深加工、下游终端应用三大环节，公司烧结钕铁硼永磁产品处于稀土中游深加工环节，主要利用其磁特性，制备各种具有特殊功能器件，完成目标任务的应用技术。

图 2：稀土产业链



资料来源:公司招股书、国信证券经济研究所整理

股权控制结构。江西瑞德创业投资有限公司是公司控股股东，公司实控人蔡报贵、胡志滨、李忻农分别持有瑞德创投 40%、30%、30%的出资额，且为一致行动人，其中蔡报贵间接持有赣州虔昌企业管理咨询中心 27.31%出资份额，胡志滨间接持有赣州虔昌 31.43%出资份额，李忻农间接持有赣州虔昌 17.96%出资份额。

图 1：公司沿革



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 2：公司股权结构

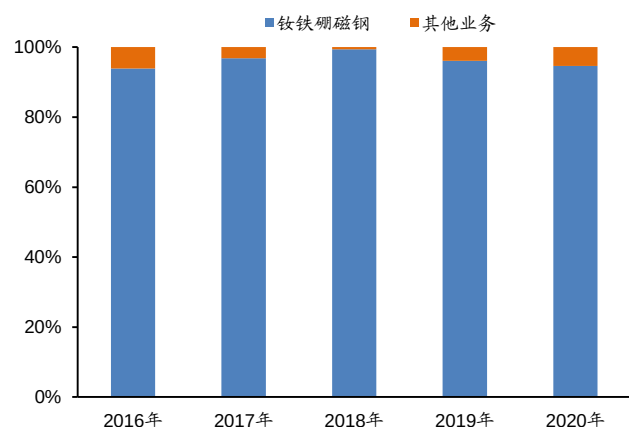


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

持股 5%以上的股东还有赣州稀土集团和金风科技。金风投控是金风科技全资子公司，金风科技是国内风电整机市场龙头企业，2020 年国内市场份额 21%，连续 10 年排名国内第一。赣州稀土是公司 2020 年第三大供应商，控股南方稀土集团。南方稀土集团是国务院批准组建成立的六大稀土集团之一，是江西省稀土的唯一合法采矿权人，掌握全国一半以上的离子型稀土配额生产量和稀土氧化物供应量。

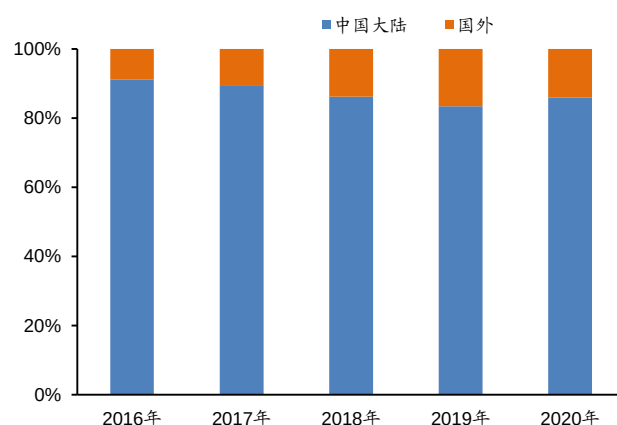
公司业务构成。公司聚焦主业，钕铁硼磁钢销售金额占公司营业收入 95%左右，产品应用领域集中在风力发电、节能变频空调、新能源汽车及汽车零部件领域。分地区来看，公司收入主要来自境内市场，随着公司国外市场开拓，除 2020 年之外，国外业务营收增速远大于国内业务营收增速，占比呈扩大趋势。

图 3: 主营业务分产品



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

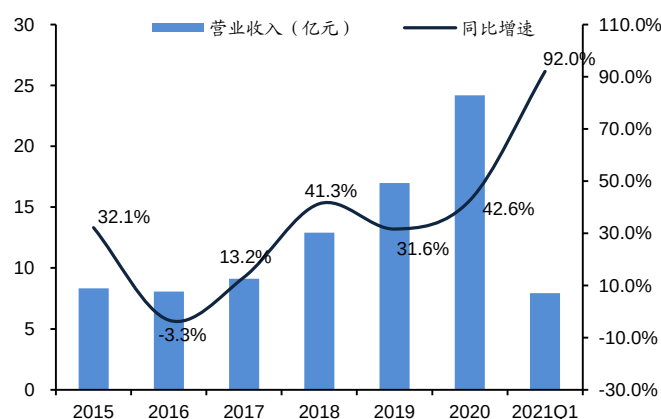
图 4: 主营业务分地区



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

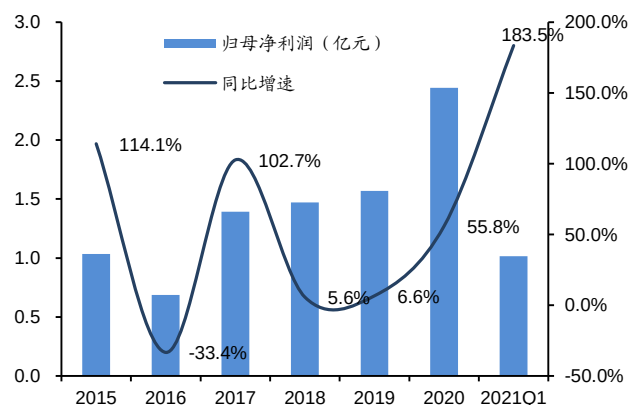
营业收入与利润。公司下游客户主要分布在节能变频空调、风力发电和新能源汽车等领域,近年来上述领域发展较快,公司适时扩张产能,产销量逐年提升,带动公司营收稳步增长,今年一季度公司营业收入同比增幅达 92%,同时公司利润也实现大幅增长。

图 5: 公司营业收入变化



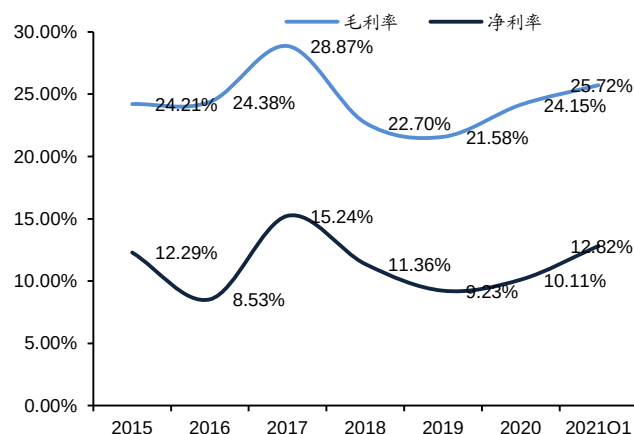
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司净利润变化



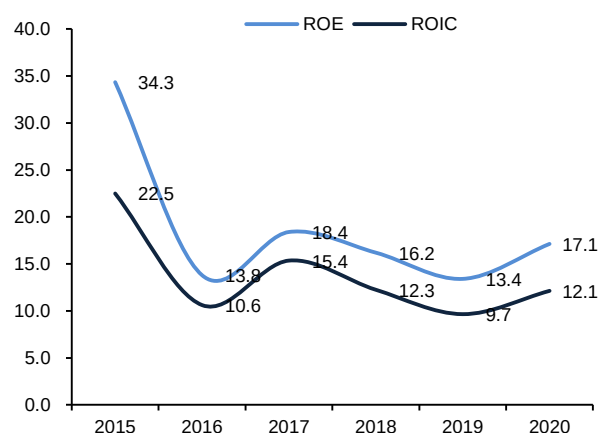
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司毛利率和净利率变化



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司 ROE 和 ROIC (%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

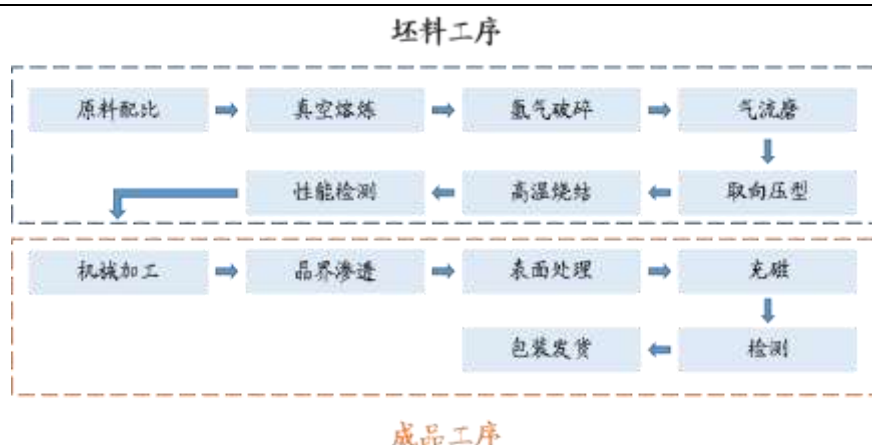
公司业务分析

公司产销概况

产品定价模式。公司实行以销定产、定制化的生产管理模式，采购的原材料主要是稀土材料和辅助金属材料。销售采取直销模式，产品定价采用成本加成，由于公司产品中稀土原材料成本占比约 70%，因此公司根据当时稀土原材料市场价格，加上制造成本等费用，再加上一定利润率作为定价基础，客户也会参照稀土原材料价格与公司进行议价。

生产工艺流程。高性能烧结钕铁硼永磁材料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 9：烧结钕铁硼磁钢产品工艺流程



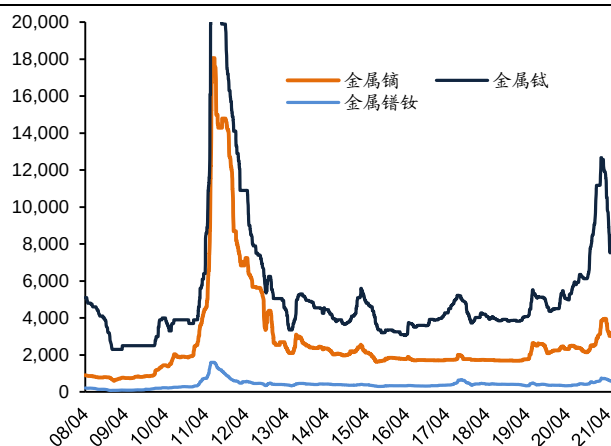
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

技术路线领先，产品交付能力强

晶界扩散技术是提高磁体性能、降低成本的关键技术。新能源汽车、工业机器人、节能家电等领域的快速发展，对具备高矫顽力、高剩磁和高磁能积等性能

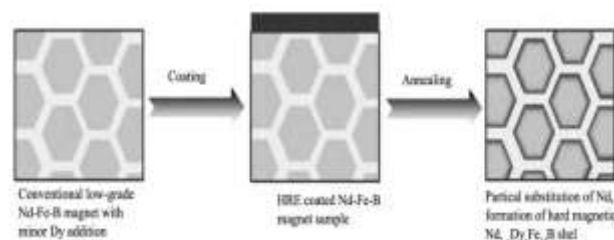
的烧结钕铁硼永磁体的需求量猛增。但在一些新兴领域，如新能源汽车驱动电机工作温度高达 200-250℃，钕铁硼磁体热稳定性较差，这一弱点限制了其在高温环境下的应用。研究发现添加重稀土镱和铽能显著提高磁体矫顽力和改善热稳定性。但由于镱和铽等重稀土元素价格高昂，大大增加了磁体成本。

图 10：几种主要稀土元素价格（元/千克）



资料来源:亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图 11：晶界扩散处理示意图



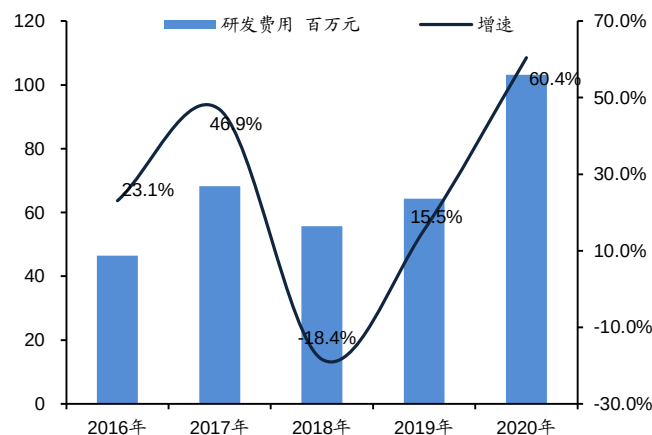
资料来源:《烧结钕铁硼的晶界扩散改性、结构与性能研究进展》、国信证券经济研究所整理

后来日本学者首先发现镱和铽在钕铁硼晶体中扩散性很好。通过蒸镀、溅射、浸渍或涂覆等多种途径在钕铁硼磁体表面制备重稀土元素膜层，在富 Nd 相熔点以上进行高温真空热处理，使表面重稀土元素沿晶界扩散至磁体内部，在主相晶粒外部形成富重稀土元素的壳层结构，保证磁体性能的前提下大幅减少重稀土元素添加量，显著降低了成本。近年来这一特性得到广泛应用。

金力永磁发明的晶界扩散技术路线具有成本低、效率高等显著优势，该技术已申请获得了国内、美国、欧盟、日本等地发明专利授权。公司在产品配方、生产工艺等方面有先进的核心技术，已具备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，公司 2020 年生产的磁钢成品中，约 40%应用了晶界渗透技术，扩大了公司在变频空调、新能源汽车领域的领先优势。公司 2020 年节能变频空调磁钢产品出货量可装配空调压缩机约 4100 万台，以 2020 年我国变频空调产量 8336 万台计，公司在该领域市占率达 49%。公司 2020 年新能源汽车驱动电机磁钢产品出货量可装配新能源乘用车 45 万辆，以 2020 年我国新能源汽车产量 137 万辆计，公司在该领域市占率达 33%。公司市场占有率领先的同时产品毛利率维持在行业首位，证明了公司晶界扩散技术路线成熟稳定，生产效率高、产品交付能力强。

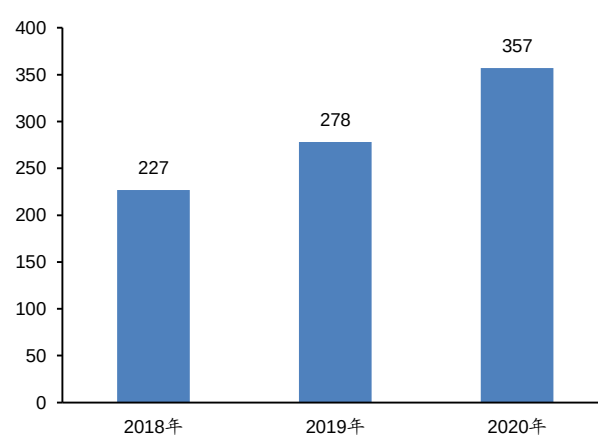
公司近年来持续加大研发投入，以客户为导向不断进行技术升级和产品差异化设计，扩大领先优势。

图 12: 公司研发费用快速增加



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 研发人员数量



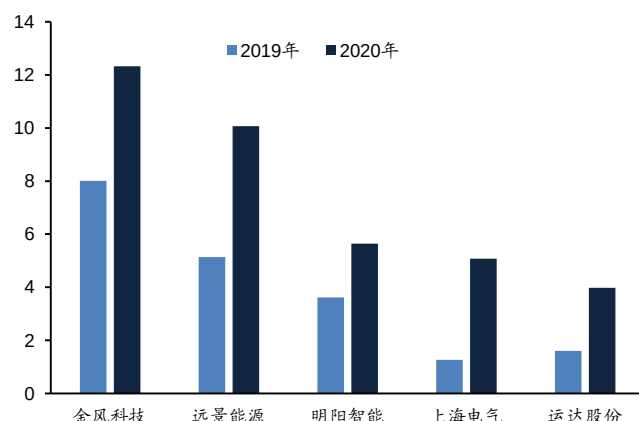
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司产品市占率高，深度绑定优质客户

高性能钕铁硼永磁材料定制化程度较高，下游客户为保持其产品性能稳定性，在选定磁钢供应商时需要长时间认证、试样和验厂等过程，建立合作关系后通常不会轻易更换。同时，企业需要不断地研发投入，提升产品质量以满足下游客户不断提高的要求。因此具有较高的准入门槛和技术壁垒。公司凭借丰富的技术储备和与下游各领域龙头客户成熟的合作模式，在风电、节能变频空调、新能源汽车等领域市场占有率维持领先地位。

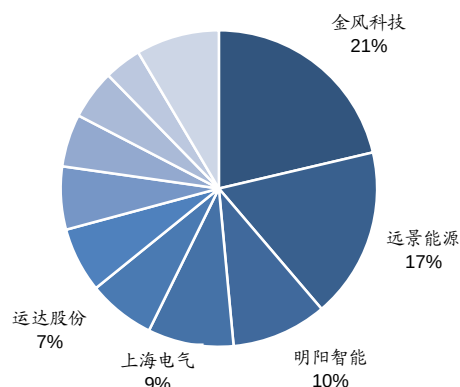
风电领域，公司的最终客户主要是金风科技和西门子-歌美飒等，风电市场曾经是公司最大营收来源，公司在 2015-2020 年连续六年获得金风科技质量信用 5A 级供应商的称号，并荣获金风科技“长期合作奖”、2020 年度“技术支持奖”。金风科技是公司第二大股东，截止 2021 年一季度末持股比例 8.5%。金风科技是国内风电设备制造领军企业，2020 年国内风电市场份额 21%，连续十年排名第一，全球市场份额 13.51%，全球排名第二，在行业内多年保持领先地位。公司与金风科技深度合作有望使公司在风电领域维持较高的市场份额，2016-2020 年公司风电领域年均复合增速达 15.8%，2020 年公司风电磁钢产品出货量可装配风机的装机容量达 10GW。

图 14: 中国风机制造商装机排名 (GW)



资料来源:中国可再生能源学会、国信证券经济研究所整理

图 15: 2020 年国内风机制造商市场份额



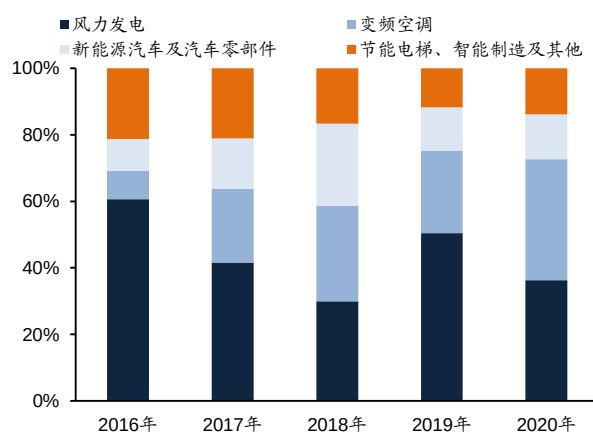
资料来源:彭博新能源财经、国信证券经济研究所整理

变频空调领域，公司在该领域客户有美的、格力、上海海立、三菱等知名厂商。

我国自 2020 年 7 月 1 日起执行《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB 21455-2019)，规定空调企业自 2020 年 7 月 1 日起不得生产旧能效国标产品，2021 年 7 月 1 日起不允许销售 2020 年 7 月 1 日之前生产的旧能效国标产品。所有低能效、高耗电的定频和三级能效变频产品均要淘汰，国家标准化委员会曾预计市场淘汰率 45% 左右，使用高性能钕铁硼磁钢的变频空调将成为市场主流，带动变频空调压缩机用钕铁硼永磁材料需求暴增。

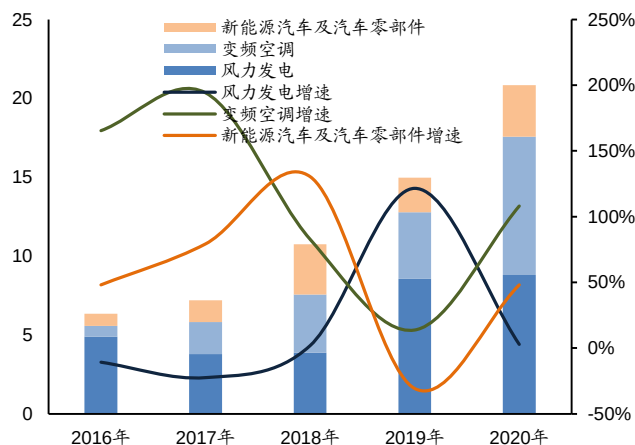
公司凭借领先的生产效率和交付能力，确立了在节能变频空调领域的领先地位，2016-2020 年节能变频空调领域营收复合增速达 88.9%。2020 年节能变频空调成为公司最大营收领域，节能变频空调磁钢产品出货量可装配空调压缩机约 4100 万台，销售收入 8.78 亿元，同比增速达 108%，占公司营业收入 36.3%，并荣获美的集团“精益转换优秀供方”、美的机电事业群“效率提升优秀供方”，荣获三菱电机（广州）压缩机公司 2020 年度“VE 提案奖”。

图 16：公司营收结构（分行业）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17：公司营收分部及增速（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

新能源汽车有望成为公司未来增长空间最大的领域。公司产品已进入多个全球汽车行业头部公司供应链，2016-2020 年新能源汽车及汽车零部件领域营收年均复合增速高达 43.4%。2020 年公司新能源汽车及汽车零部件领域收入达到 3.26 亿元，较上年同期增长 48.07%。公司是特斯拉、比亚迪、联合汽车电子等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商，上汽集团、蔚来、理想汽车都是公司的最终用户，公司还是大众集团 MEB 纯电动平台项目配套的稀土永磁材料供应商，以及美国通用汽车公司 BEV3 全球电动车平台的稀土永磁材料的定点供应商。公司 2020 年新能源汽车驱动电机磁钢产品出货量可装配新能源乘用车约 45 万辆，市场占有率 14%-15%。尤其是 2020 年 9 月份公司与特斯拉签署《零部件采购协议》，期限 3 年，目前公司已经根据合同订单向特斯拉供货。

公司积极应对新能源汽车领域需求高速发展，加大相关领域投入。①公司 2019 年成功发行可转债，募集资金 3.09 亿元，用于实施“智能制造工厂升级改造项目”，更新改造现有生产设备，保障新能源汽车等领域新产品生产需求。②公司 2020 年定增项目“年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材项目”，募集资金 4.78 亿元，用于增加公司在新能源汽车及 3C 领域高端磁材生产能力。③今年 7 月初公司公告拟在宁波建设“年产 3000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目”，建成后将形成年产 3000 吨的 3C 和新能源汽车领域高端磁材产品、1 亿台/套组件的生产能力。

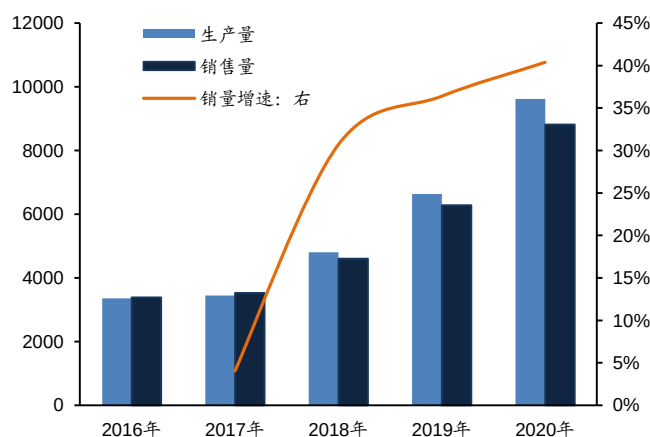
综上，公司近年来根据下游市场变化，积极开拓新应用领域，非风电领域营业收入占比从不足 40% 增加到目前 60% 以上。节能变频空调、新能源汽车及汽车

零部件成为公司营业收入增加的主要推动力，公司在新能源汽车、3C 等领域积极布局，募集资金增强相关领域生产能力，确保公司业务高速增长。

产能持续扩张，未来成长具有确定性

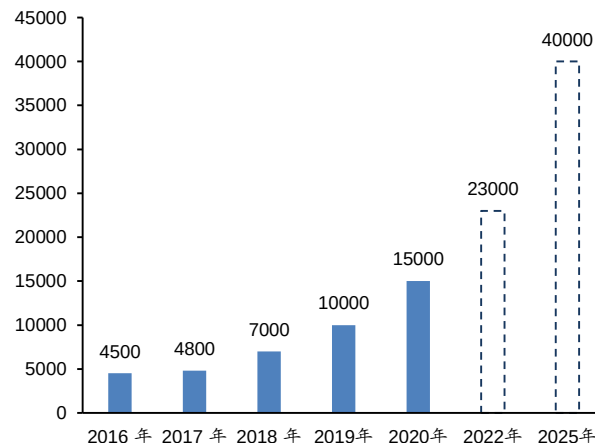
新建产能确保公司维持快速成长。公司自上市以来保持快速扩张态势，2018-2020 年公司钕铁硼磁钢销量增速一直维持在 30%以上。由于公司拥有稳定的客户基础，且近年来变频空调、新能源汽车及汽车零部件、风力发电等领域客户需求有爆发式增长，推动公司产能持续扩张。

图 18: 公司磁钢产销量快速增长 (吨)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司历年磁钢毛坯产能 (吨)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司根据市场需求变化，积极优化产品结构，在保持风电领域市场份额领先的基础上，加大对新能源汽车及 3C 领域磁材及组件的投入。2020 年募投项目赣州基地年产 3000 吨高端磁材项目有望明年投产，今年 7 月初公司公告拟在宁波建设 3000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目有望后年上半年投产，上述两个项目均主要面向新能源汽车及 3C 领域高端磁材的需求。公司在年报中披露力争 2022 年达到 23000 吨磁钢毛坯产能，2025 年达到 40000 吨产能。

表 5: 公司上市以来新建项目及规划

	项目名称	投产时间	投资总额 (万元)
2018 年 IPO 募投项目	(1)新建年产 1300 吨高性能磁钢项目	2020 年	20235
	(2)企业技术中心建设项目		7991
	(3)生产线自动化升级改造项目		5020
2019 年可转债募投项目	(1)智能制造工厂升级改造项目		38370
	(2)补充流动资金		13000
2020 年向特定对象发行募投项目	(1)年产 3000 吨新能源汽车及 3C 领域高端磁材项目	2022 年	62354
	(2)补充流动资金		20000
包头项目	包头年产 8000 吨高性能稀土永磁材料基地项目	2021 年	57500
宁波项目	年产 3000 吨高端磁材及 1 亿台/套组件项目	2023 年	110000

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

产能利用率高，产量居行业首位。对比同行业上市公司，2020 年金力永磁磁料产能位居行业第二位，但公司领先的生产效率和交付能力使得公司成品产量居行业首位，产能利用率居前。产能规划方面，公司未来 2-3 年扩产产能在行业内最大，待赣州、宁波、包头项目达产后，毛坯产能有望升至行业首位。且公司正在筹备在港股上市，有利于公司充分利用国内、国际两个资本市场，拓宽公司融资渠道，为公司快速成长提供支持。

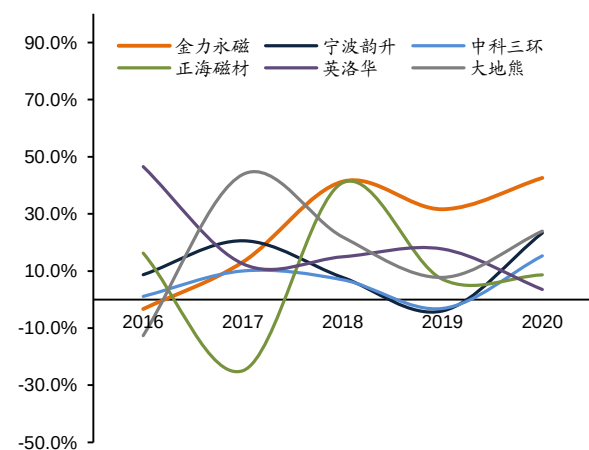
表 6：同行业上市公司产能及扩产规划

	2020 年底坯料产能（吨）	2020 年成品产量（吨）	扩产规划
中科三环	21500	8702.3	2020 年度配股募投项目：宁波科宁达改造新增 1575 吨，赣州三环新增 5000 吨，建设期 3 年
宁波韵升	14000	4556	已立项利用自有资金扩充 7000 吨产能，计划 2022 年底达产
正海磁材	10000	6671	2000 吨产能 2021 年底达产，6000 吨产能 2022 年底达产；18000 吨产能于 2020 年底签约，2028 年底建成达产
英洛华	10000	5339.5	
大地熊	4000	1521.7	募投项目 1500 吨在建，包头年产 5000 吨项目在建
金力永磁	15000	9612.9	包头 8000 吨项目、赣州 3000 吨项目、宁波 3000 吨项目分别于 2021-2023 年投产。

资料来源:各上市公司公告、国信证券经济研究所整理

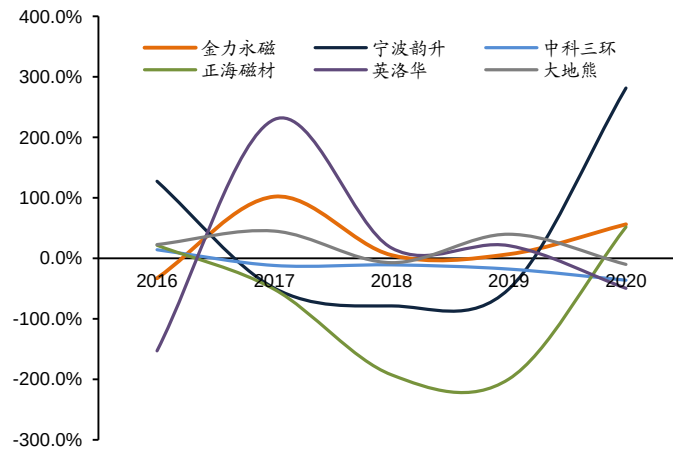
快速扩张的同时，公司经营保持稳健。对比同行业上市公司，公司营业收入和净利润保持高速增长，且增速平稳。即使近几年存在市场竞争加剧、稀土原材料价格大幅波动等不利因素，公司营收和利润波动远小于同行业上市公司。

图 20：同行业上市公司营业收入增速



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21：同行业上市公司净利润增速



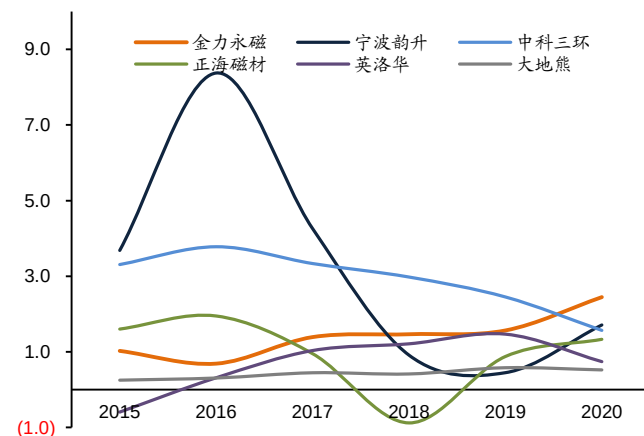
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

财务分析：成长迅速、盈利能力强

主营业务盈利能力强于同行业公司

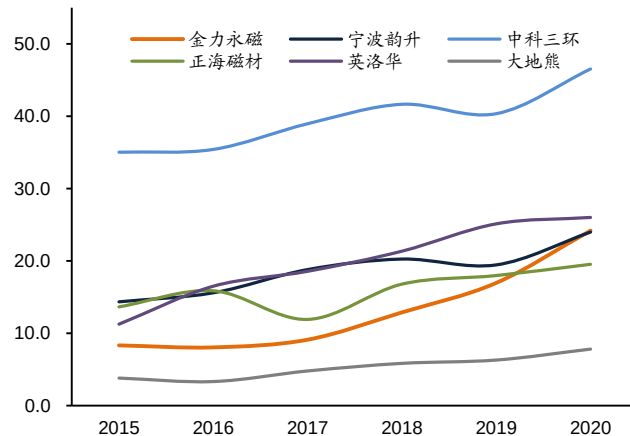
公司营收规模在同行业上市公司中增速最快，净利润逐年平稳增加，在 2020 年位居同行业上市公司首位；对比销售毛利率，公司毛利率走势与行业整体趋同，但得益于技术优势、精细化管理和成本管控，金力永磁历年毛利率和净利率高于同行业上市公司。

图 22: 行业内公司净利润对比 (亿元)



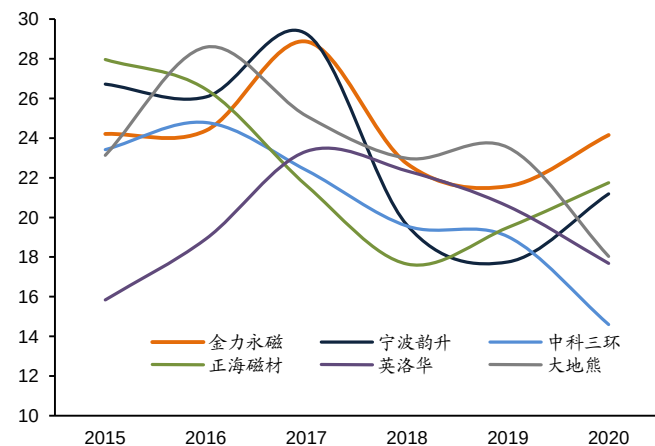
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 行业内公司营业收入对比 (亿元)



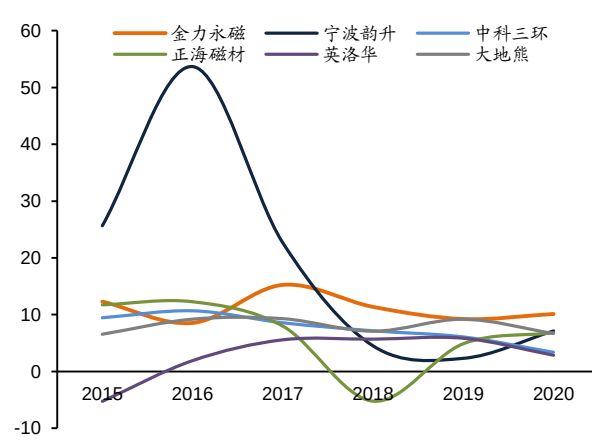
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24: 行业内公司毛利率 (%)



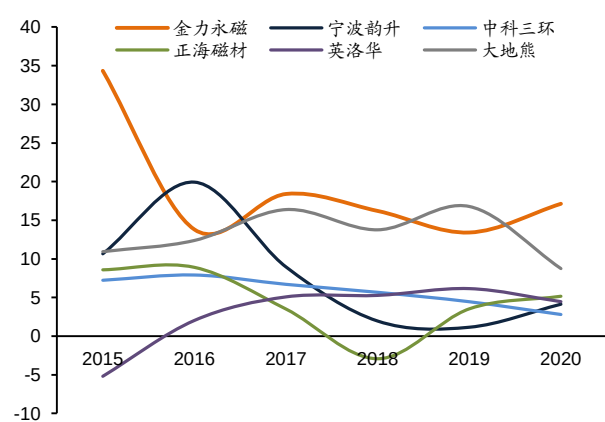
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 行业内公司净利率 (%)



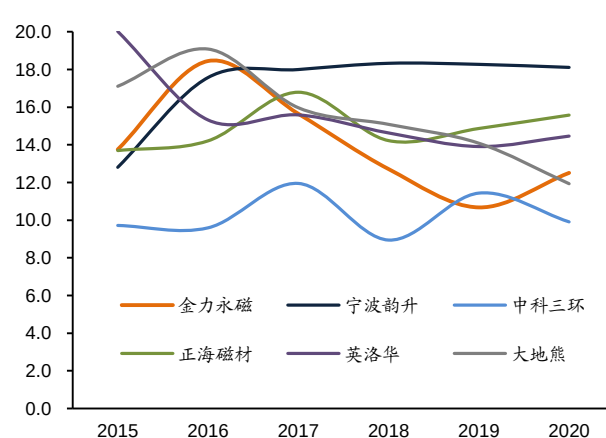
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 26: 行业内公司 ROE (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 行业内公司期间费用率 (%)

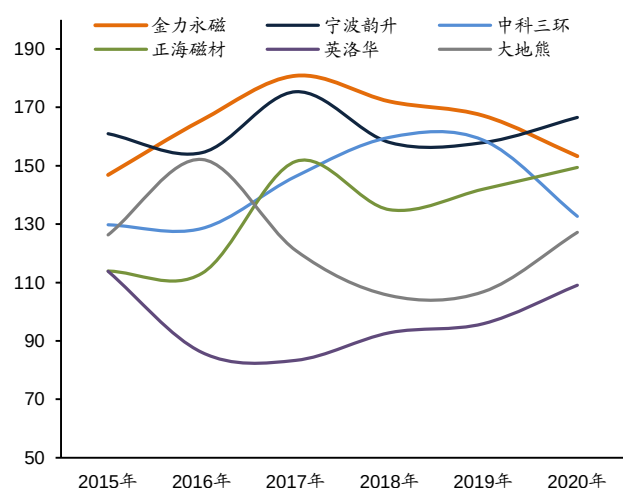


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

营运能力分析

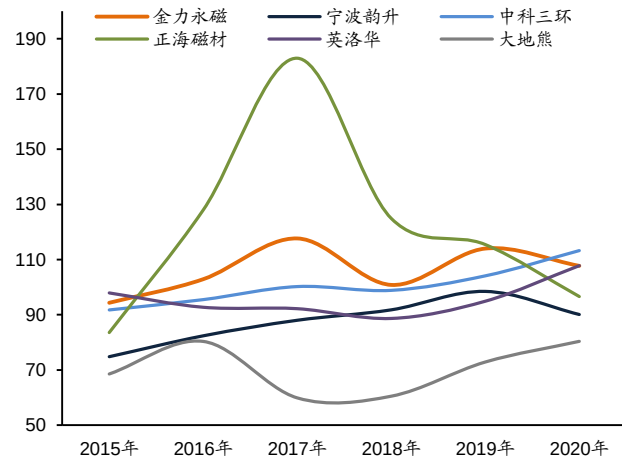
公司存货周转天数相较于同行业上市公司偏高，主要是业务持续扩张需求所致，自 2017 年以来存货周转天数在逐年下降。同样，应收账款周转天数偏高也与公司业务快速扩张有关。公司总资产周转率在同行业上市公司中处于偏高水平，资产利用效率较高。

图 28：行业内公司存货周转天数（天）



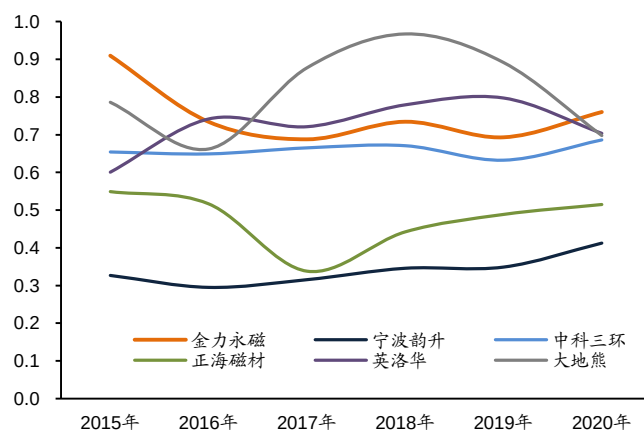
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29：行业内公司应收账款周转天数（天）



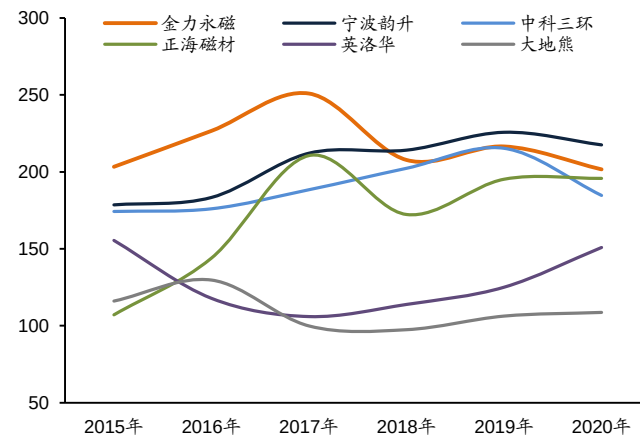
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 30：行业内公司总资产周转率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31：行业内公司净营业周期（天）

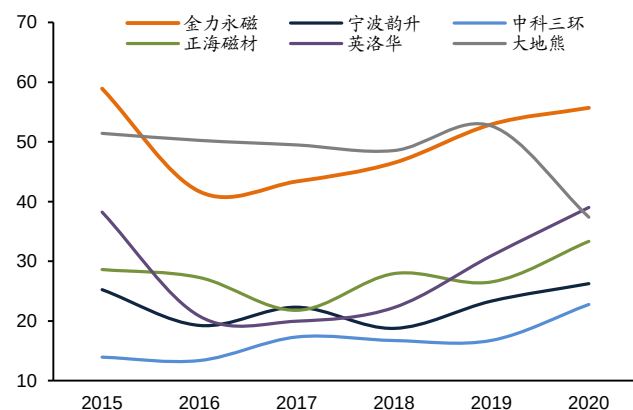


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

偿债能力

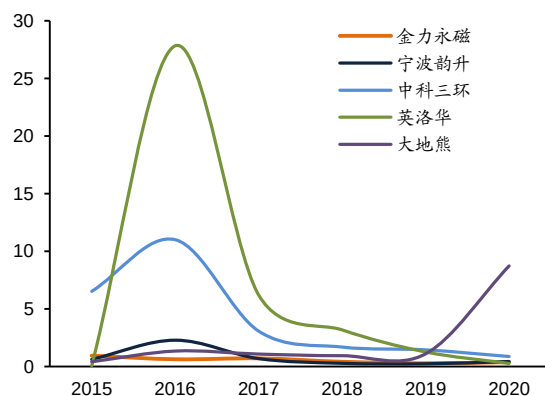
公司资产负债率明显高于同行业上市公司，近年来呈上升趋势，这与公司近年来快速扩张有关。

图 32: 行业内公司资产负债率 (%)



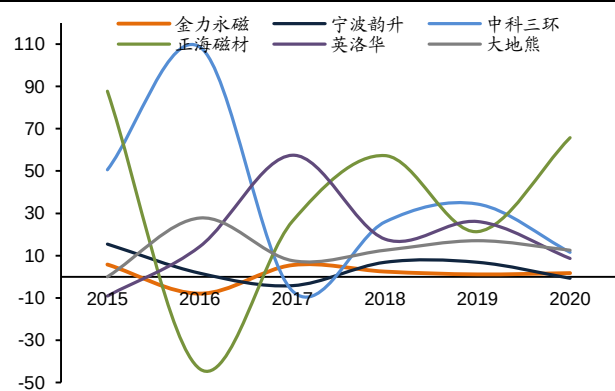
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 33: 行业内公司 EBITDA/带息债务



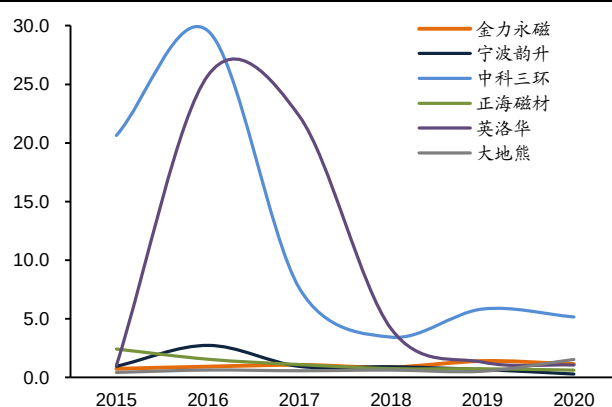
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 行业内公司现金流量利息保障倍数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35: 行业内公司货币资金/短期债务



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

综上, 由于公司产品具有竞争力, 且成本控制较好, 毛利率高于同行业公司, 期间费用率控制在行业偏低水平, 公司净利率高于同行业公司, 公司盈利能力较强。另外由于公司近年来处于快速扩张期, 存货和应收账款增加, 净营业周期在行业内相对偏高, 但自 2017 年以来已逐渐下降。公司资产利用效率较高, 总资产周转率行业领先。公司资产负债率在同行业上市公司中偏高, 总体使得公司 ROE 始终维持在 10% 以上, 2020 年达到 17% 左右, 显著高于同行业其他上市公司。

钕铁硼磁材行业: 低碳化、智能化势不可挡, 行业需求空间广阔

稀土永磁材料是稀土功能材料的重要分支, 占稀土功能材料总量 40% 以上。自 20 世纪 60 年代面世以来, 稀土永磁材料经历了 50 多年的发展, 形成了具有实用价值的三代稀土永磁材料, 磁性能不断突破。1968 年出现的第一代稀土永磁材料以 SmCo_5 合金为代表, 1977 年出现的第二代稀土永磁材料以 $\text{Sm}_2\text{Co}_{17}$ 合金为代表, 1983 年出现的第三代稀土永磁材料以 $\text{Nd}_2\text{Fe}_{14}\text{B}$ 合金为主要代表。其中, 第一代和第二代稀土永磁材料统称为钐钴永磁材料, 第三代统称为钕铁硼永磁材料。

用稀土永磁材料制造的电机具有效率高、功率密度高、力矩 (转矩) 高, 体积

小、噪音小、温升小，稳定性可靠性好等优点。这就使其成为节能降耗、绿色环保的核心功能材料，是自动化、智能化必不可少的要素，拥有广阔的发展空间。

图 36：行业归属关系



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37：三代稀土永磁材料



资料来源：大地熊招股说明书、国信证券经济研究所整理

高性能烧结钕铁硼永磁材料作为关键功能材料和关键基础材料，近年来受到国家产业政策的积极支持，与稀土永磁行业相关的政策主要如下：

表 7：稀土永磁行业主要政策

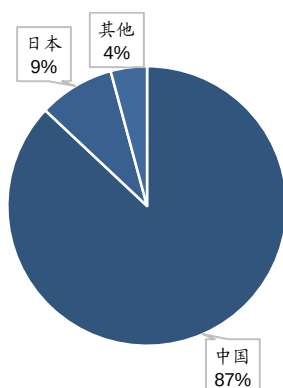
时间	政策名称	相关内容
2011 年	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》	将高性能稀土（永）磁性材料及其制品确定为新材料产业，作为优先发展的高新技术产业化重点领域。
2016 年	《国家重点支持的高新技术领域》	将稀土永磁体制造技术、高技术领域用稀土材料制备及应用技术等列入国家重点支持的高新技术领域。
2016 年	《稀土行业发展规划（2016-2020 年）》	将稀土磁性材料列为稀土基础研究重点工程。
2016 年	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	强调促进特色资源新材料可持续发展，推动稀土等特色资源高质化利用
2017 年	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	将高性能稀土（永）磁性材料及其制品以及节能环保产业中的电机及拖动设备（其中包括中小功率稀土永磁无铁芯电机、永磁同步电机等高效节能电机技术和设备）列为战略性新兴产业。
2021 年	《稀土管理条例（征求意见稿）》	国家鼓励稀土勘查开采、冶炼分离、金属冶炼和综合利用等领域的科技创新和人才培养，支持稀土新产品新材料新工艺的研发和产业化。

资料来源：大地熊招股说明书、国信证券经济研究所整理

与钕铁硼永磁材料相比，钕铁硼永磁材料具备高磁能积、高性价比优势，能够满足大规模、多规格的工业化生产需求，已成为产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料，根据中国稀土行业协会统计，2019 年我国烧结钕铁硼毛坯产量达 17 万吨，而粘结钕铁硼产量 7900 吨，钕铁硼磁体产量 2400 吨。

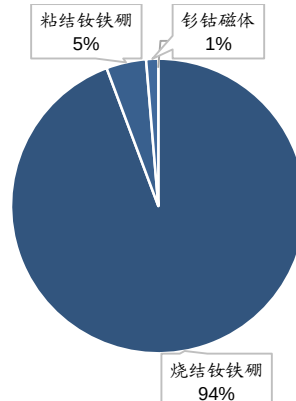
全球钕铁硼永磁材料生产集中在中国和日本，其中中国占据全球 87% 左右份额，中国钕铁硼永磁材料企业具备成本和技术优势，具有全球竞争力，并向国外出口，满足国外大部分民用需求。日本产能主要满足其国内需求，并向美国出口一部分。

图 38: 2019 年全球钕铁硼磁材产量分布



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 39: 2019 年我国稀土磁材产量占比



资料来源: 中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

产品结构来看,我国钕铁硼永磁产品主要应用于传统的电声器件、磁吸附、磁选机等中低端领域,而新能源汽车、环保等领域所需的高性能产品占比相对较小。根据行业惯例,内禀矫顽力 (H_{cj} ,kOe) 和最大磁能积 ($(BH)_{max}$,MGOe) 之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料,属于高性能钕铁硼永磁材料。根据稀土行业协会数据,2018 年中国钕铁硼毛坯产量 15.7 万吨,其中高性能钕铁硼毛坯产量 2.3 万吨,占比仅 15%,集中在头部厂家,大多为上市公司。

行业格局: 头部公司积极布局

行业头部公司往往聚焦于某个或某几个应用领域,以该领域的高端客户为突破口,集中研发、设计和制造能力为高端客户打造最优质的服务,并与高端客户形成战略合作关系,在细分市场形成了较强的竞争优势,成为细分市场的领先企业。我们统计了行业主要上市公司下游产品应用分布情况。

表 8: 同行业上市公司下游营收占比

上市公司	2020 年各领域营收占比
中科三环	下游领域集中于 3C 和汽车
宁波韵升	新能源汽车领域 6.5%,消费电子 33.3%,云计算、大数据 14.2%,工业应用领域 45.9%
正海磁材	汽车市场占比约 50%
大地熊	工业电机领域 45.6%,汽车工业 17.6%,消费类电子 20.8%
金力永磁	风力发电 36.3%,变频空调 36.3%,新能源汽车及汽车零部件 13.5%,节能电梯、智能制造及其他 13.9%

资料来源:各公司公告、国信证券经济研究所整理

从下游行业分布来看,正海磁材下游客户主要集中在汽车零部件领域,宁波韵升在消费电子领域占比略高,金力永磁在节能变频空调、风电等领域份额较高。

头部公司积极布局。近年来行业内上市公司瞄准高性能钕铁硼永磁材料在新能源汽车及汽车零部件、风电、消费电子、工业智能化等领域的广泛应用,加快了产能布局,行业内上市公司对钕铁硼永磁材料的产能扩张计划如下。从扩产区域来看,主要位于轻稀土主产地包头、中重稀土主产地赣州以及产业聚集地宁波。

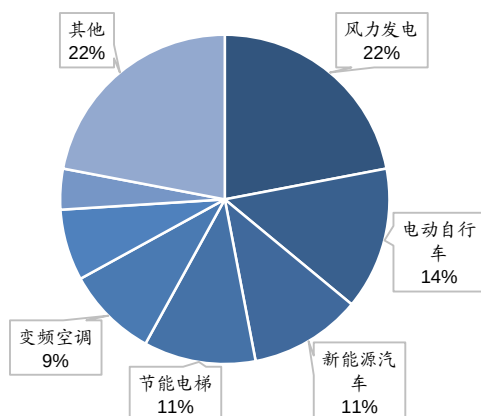
表 9：相关上市公司钕铁硼永磁材料产能扩张规划

上市公司	产能规划
宁波韵升	已立项利用自有资金扩充 7000 吨产能，计划于 2022 年底达产
正海磁材	东西厂区在建产能 2000 吨/年，计划 2021 年底前建成达产；福海厂区在建产能 6000 吨/年，计划 2022 年底前建成达产；南通基地设计产能 18000 吨/年，计划 2021 年开工建设，2028 年底前全部建成达产。
英洛华	没有具体产能扩张计划
大地熊	募投项目 1500 吨在建，包头年产 5000 吨项目在建
中科三环	2020 年度配股募投项目：宁波科宁达改造新增 1575 吨，赣州三环新增 5000 吨，建设期 3 年
金田铜业	规划包头 8000 吨高性能稀土永磁材料项目，一期 4000 吨预计 2023 年投产
金力永磁	2022 年具备 23000 吨高性能稀土永磁材料产能的基础上，2025 年建成 40000 吨高性能稀土永磁材料产能。

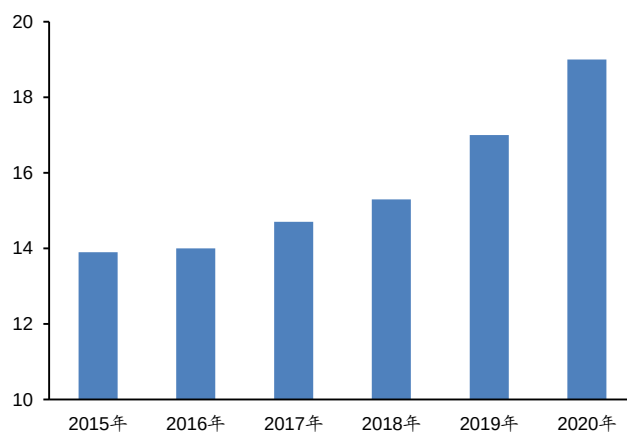
资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

稀土永磁材料应用空间广阔

高性能钕铁硼永磁材料主要应用于高技术壁垒领域的各种型号的电机、压缩机、传感器，包括传统汽车 EPS、新能源汽车驱动电机、风力发电、变频空调、节能电机等领域。低碳、节能、智能化成为各行业发展趋势，将带动高性能钕铁硼永磁材料在多个领域需求出现爆发式增长。

图 40：2019 年我国钕铁硼永磁材料消费结构


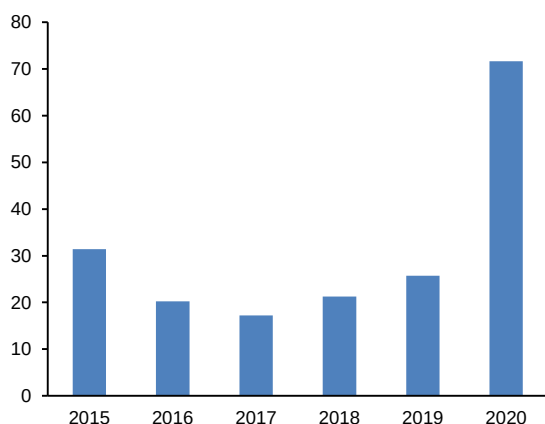
资料来源：中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

图 41：中国钕铁硼磁材毛坯产量（万吨）


资料来源：中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

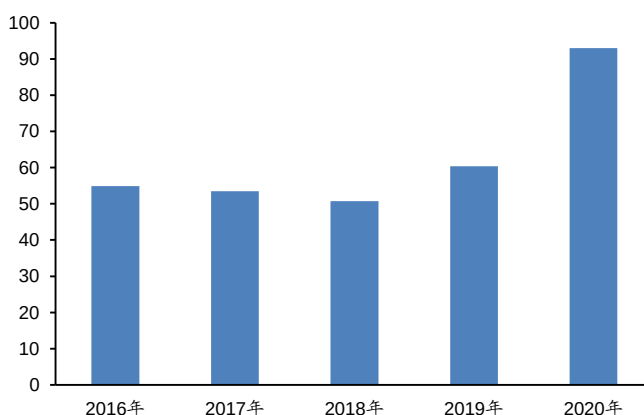
风电领域。在“双碳目标”指引下，风电作为一种清洁能源将迎来发展黄金期。永磁电机相比于双馈式发电机组运行更可靠，减少了转子的铜耗和铁耗，提高了电机的效率，并且在大宗商品价格高位情况下有助于降低成本。随着陆上、海上风电项目的持续加码，永磁半直驱式、直驱式发电机对钕铁硼及磁组件需求量将持续攀升。

图 42: 中国新增风电装机容量 (GW)



资料来源: SMM、国信证券经济研究所整理

图 43: 全球新增风电装机容量 (GW)



资料来源: 中国稀土行业协会、国信证券经济研究所整理

根据全球风能委员会 (GWEC) 判断, 未来五年将有 469 吉瓦新增风电装机。根据百川资讯数据, 每千瓦装机容量对应的钕铁硼的用量为 0.67kg。假设每年永磁直驱电机渗透率增长 5 个百分点, 则全球风电钕铁硼用量可做如下推算。据此推算未来 5 年全球风电市场对高端钕铁硼永磁材料需求量达到 13.2 万吨, 年均复合增速 12.9%。

表 10: 2021-2025 年全球风电市场对高端钕铁硼需求推算

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
全球风电新增装机容量 (GW)	94	94	94	94	94
永磁直驱风机渗透率	32%	37%	42%	47%	52%
每 GW 风电装机对钕铁硼需求 (吨)	670	670	670	670	670
全球新增风机装机对钕铁硼需求量 (吨)	20154	23303	26452	29601	32750

资料来源: GWEC、百川资讯、国信证券经济研究所整理

变频空调领域。新国标《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB 21455-2019) 自 2020 年 7 月 1 日开始实施后, 行业开始加速进入变频时代。在节能环保的产业政策支持以及技术升级的趋势下, 铁氧体永磁材料在变频空调中的应用将逐步被高性能钕铁硼永磁材料所取代。根据相关上市公司公告, 单台空调使用钕铁硼永磁材料约 90g。假设中国空调产量全球占比维持在 80% 左右, 则未来 5 年变频空调领域对钕铁硼永磁材料需求量可做如下推算。据此推算未来 5 年全球变频空调市场对高端钕铁硼永磁材料需求量达到 7.1 万吨, 年均复合增速 8.8%。

表 11: 2021-2025 年全球变频空调市场对高性能钕铁硼需求推算

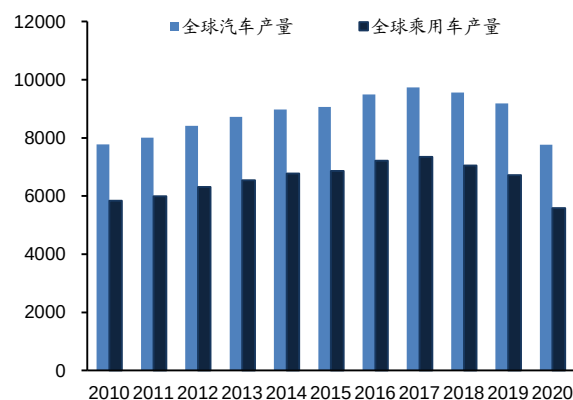
	2021	2022	2023	2024	2025
中国空调产量 (万台)	21000	21000	21000	21000	21000
稀土变频空调渗透率	50%	55%	60%	65%	70%
单台空调钕铁硼磁材用量 (g)	90	90	90	90	90
中国空调全球占比	80%	80%	80%	80%	80%
中国变频空调钕铁硼磁材需求量 (吨)	9450	10395	11340	12285	13230
全球变频空调钕铁硼磁材需求量 (吨)	11813	12994	14175	15356	16538

资料来源: 产业在线、公司公告、国信证券经济研究所整理

传统汽车领域。EPS 转向系统是钕铁硼下游应用的一个重要传统领域, 对永磁电机性能、重量和体积要求高。随着对汽车的稳定性和安全性要求的提高, EPS 在全球传统汽车中的渗透率将逐步提升, 尤其是在国内市场 EPS 还有很大增长空间。2020 年全球汽车销量为 7762 万辆, 按每台 EPS 系统需大约 0.15kg 钕

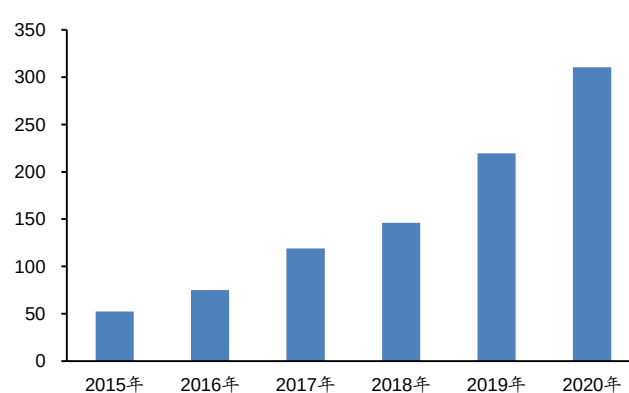
铁硼磁材，可推算出未来 5 年传统汽车领域钕铁硼永磁材料的需求量为 4.37 万吨，年均复合增速 14.6%。

图 44: 全球汽车年产量 (万辆)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图 45: 全球新能源汽车年销量 (万辆)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

表 12: 2021-2025 年全球汽车 EPS 市场对高性能钕铁硼需求推算

	2021	2022	2023	2024	2025
全球汽车年产量 (万辆)	7762	7762	7762	7762	7762
单台车 EPS 消耗钕铁硼磁材 (kg)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
EPS 渗透率 (推断)	55%	65%	75%	85%	95%
全球汽车 EPS 消耗钕铁硼磁材量 (吨)	6404	7568	8732	9897	11061

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

新能源车领域。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，难以被其它材料替代。根据《新能源汽车产业发展规划（2021 - 2035 年）》，到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。以此推算未来 5 年国内新能源车年销量复合增长率 37% 以上，新能源车有望成为高性能钕铁硼永磁材料需求增速最快的领域。假设全球新能源车销量同样维持该增速，则未来 5 年全球新能源汽车驱动电机对高性能钕铁硼永磁材料需求达 8.8 万吨，年均复合增速 37%。

表 13: 2021-2025 年全球新能源汽车驱动电机对高性能钕铁硼需求推算

	2021	2022	2023	2024	2025
全球新能源汽车销量 (万辆)	426	584	800	1096	1501
单台驱动电机消耗钕铁硼磁材 (kg)	2	2	2	2	2
全球新能源汽车驱动电机消耗钕铁硼磁材 (吨)	8521	11674	15994	21912	30019

资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

综上，即使根据我们的保守估算，高性能钕铁硼永磁材料几个主要下游领域消费增速大部分在 10% 以上，其中新能源汽车领域消费增速最高，未来发展空间也最为广阔，行业头部公司也将迎来快速成长。

按假设前提，我们预计公司 21-23 年归属母公司净利润 4.10/6.02/6.96 亿元，增速分别为 67.7%/46.8%/15.7%。每股收益分别为 0.59/0.87/1.01 元

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

2021-2023 年国内金属镨钕价格分别为 63.4/72.8/72.8 万元/吨；

2021-2023 年公司建成烧结钕铁硼毛坯产能分别为 23000/26000/29000 吨；
 2021-2023 年公司烧结钕铁硼毛坯产量分别为 16000/23000/26000 吨；
 2021-2023 年公司烧结钕铁硼磁钢成品产量分别为 12080/17365/19630 吨；
 2021-2023 年公司产销率均为 100%；
 2021-2023 年公司钕铁硼产品单吨人工成本、单吨制造费用及其他费用均与 2020 年持平；
 2021-2023 年公司其他业务版块业绩与 2020 年持平；
 2021-2023 年公司所得税政策与 2020 年相同。

表 14: 公司产品产销量预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
烧结钕铁硼毛坯产能（吨）	10000	15000	23000	26000	29000
烧结钕铁硼毛坯产量（吨）	N/A	N/A	16000	23000	26000
烧结钕铁硼磁钢成品产量（吨）	6632	9613	12080	17365	19630
毛坯到成品转化率	75.5%	75.5%	75.5%	75.5%	75.5%
烧结钕铁硼磁钢成品销量（吨）	6282	8818	12080	17365	19630
产销率	94.7%	91.7%	100.0%	100.0%	100.0%
单位销售价格（万元/吨）	25.9	26.0	32.5	34.0	34.2
营业收入（百万元）	1697	2419	4058	6029	6839
营业成本（百万元）	1331	1835	3076	4552	5132
销售毛利率	21.6%	24.2%	24.2%	24.5%	25.0%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

根据上述假设条件,我们得到公司 2021-2023 年收入分别为 40.58 亿元、60.29 亿元、68.39 亿元,归属于母公司股东的净利润分别为 4.10/6.02/6.96 亿元,利润年增速分别为 67.7%/46.8%/15.7%。2021-2023 年每股收益分别为 0.59/0.87/1.01 元。

表 15: 未来 3 年盈利预测表

	单位	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	百万元	2419	4058	6029	6839
营业成本	百万元	1835	3076	4552	5132
销售费用	百万元	27	45	67	76
管理费用	百万元	95	156	223	262
研发费用	百万元	103	183	277	321
财务费用	百万元	77	138	217	246
营业利润	百万元	282	467	686	794
归属于母公司净利润	百万元	244	410	602	696
EPS		0.35	0.59	0.87	1.01
ROE		16%	22%	27%	25%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

公司产品售价采用成本加成模式,原材料价格涨跌造成的影响大部分可以转移给下游。公司业绩主要影响因素是产销量。乐观预测是未来 3 年产销量比基本假设高 10%,悲观预测是未来 3 年产销量比基本假设低 10%,对公司业绩影响如下表所示。

	2020	2021E	2022E	2023E
乐观预测				
营业收入(百万元)	2,419	4,451	6,618	7,510
(+/-%)	42.6%	84.0%	48.7%	13.5%
净利润(百万元)	244	448	660	763
(+/-%)	58.2%	83.3%	47.2%	15.7%
摊薄 EPS	0.35	0.65	0.95	1.10
中性预测				
营业收入(百万元)	2,419	4,058	6,029	6,839
(+/-%)	42.6%	67.7%	48.6%	13.4%
净利润(百万元)	244	410	602	696
(+/-%)	58.2%	67.7%	46.8%	15.7%
摊薄 EPS(元)	0.35	0.59	0.87	1.01
悲观预测				
营业收入(百万元)	2,419	3,665	5,439	6,168
(+/-%)	42.6%	51.5%	48.4%	13.4%
净利润(百万元)	244	372	544	629
(+/-%)	58.2%	52.1%	46.2%	15.7%
摊薄 EPS	0.35	0.54	0.79	0.91
总股本(百万股)	416	692	692	692

风险提示

公司的合理估值 47.9-52.2 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上的，特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断，可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 47.9-52.2 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本 (WACC) 的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本 (WACC) 对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.14%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，最终给予公司 55-60 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多假设条件和参数，这些假设条件和参数的设置加入了很多个人判断：

- 1、我们假设公司未来磁钢产品成材率维持之前 75% 的水平，但随着公司产品结构持续优化，在 3C、新能源汽车等领域需求更加多样化，磁钢成材率有下降的可能性，导致公司产量增长略低于预期的风险；
- 2、我们基于国家产业政策、新能源和节能等领域的发展趋势，判断公司产品下游应用领域迎来高速增长，公司产品销售顺畅。但不排除国家产业政策变动、某些下游领域发展弱于预期，造成公司产品需求增长不及市场预期，由此带来公司毛利率或产销量低于假设的风险；

3、我们认为公司随着晶界渗透产能提高，未来毛利率维持或略高于当前水平。公司产品定价采用成本加成方式，目前稀土元素价格快速上涨，大部分成本上涨可以传导给下游，但受下游企业盈利状况影响，存在成本传导不畅、产品调价滞后的可能性，造成公司毛利率低于预期的风险。

政策风险

公司生产的高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源和节能环保领域，包括新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电、3C、节能电梯、机器人及智能制造、轨道交通等领域。虽然上述领域是国家重点鼓励发展的行业，但受国家政策影响较大，如果国家鼓励政策不持续导致下游需求不及预期，则可能会对公司未来的经营业绩造成不利影响。

经营风险

应收账款、应收票据等经营性资金占用较大。公司下游客户货款结算周期比较长，未来随着公司销售规模继续扩大，应收账款可能进一步增长。如果公司应收账款的催收不利或者客户不能按合同及时支付，将影响公司的资金周转速度和经营活动现金流量，从而对公司的生产经营及业绩水平造成不利影响。

市场风险

公司下游行业集中于节能变频空调、风力发电、新能源汽车及汽车零部件、3C、节能电梯等行业，虽然上述领域是国家重点鼓励发展的行业，且目前发展势头良好，但不排除经济周期性波动、居民消费水平变化对上述领域造成影响，从而影响公司产品市场需求。

其它风险

原料价格波动风险。公司产品钕铁硼磁钢的主要原材料是稀土金属。虽然公司产品定价采用成本加成方式，原材料价格上涨的影响大部分可以转移给下游客户，但仍可能存在成本传导迟滞的情况。稀土原材料价格出现较大幅度上涨，对公司生产成本的控制带来压力，如果公司无法及时传导给下游客户，则可能导致公司盈利水平的降低。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	757	666	734	719	营业收入	2419	4058	6029	6839
应收款项	964	1617	2402	2725	营业成本	1835	3076	4552	5132
存货净额	925	1562	2320	2618	营业税金及附加	9	17	23	27
其他流动资产	111	187	278	315	销售费用	27	45	67	76
流动资产合计	2760	4035	5737	6379	管理费用	95	156	223	262
固定资产	563	599	630	654	财务费用	77	138	217	246
无形资产及其他	84	80	77	73	投资收益	4	0	1	2
投资性房地产	122	122	122	122	资产减值及公允价值变动	6	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	(104)	(154)	(258)	(299)
资产总计	3538	4847	6576	7239	营业利润	282	467	686	794
短期借款及交易性金融负债	379	787	1365	1254	营业外净收支	(3)	(1)	(1)	(2)
应付款项	649	1096	1628	1837	利润总额	279	466	685	792
其他流动负债	243	409	607	686	所得税费用	34	56	83	96
流动负债合计	1271	2292	3600	3776	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	611	611	611	611	归属于母公司净利润	244	410	602	696
其他长期负债	89	89	89	89					
长期负债合计	700	700	700	700	现金流量表（百万元）				
负债合计	1971	2992	4300	4476		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	244	410	602	696
股东权益	1567	1854	2276	2763	资产减值准备	1	2	1	1
负债和股东权益总计	3538	4847	6576	7239	折旧摊销	48	60	68	74
					公允价值变动损失	(6)	5	5	5
					财务费用	77	138	217	246
关键财务与估值指标					营运资本变动	(170)	(750)	(904)	(369)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	(1)	(2)	(1)	(1)
每股收益	0.59	0.59	0.87	1.01	经营活动现金流	117	(276)	(230)	406
每股红利	0.18	0.18	0.26	0.30	资本开支	(193)	(100)	(100)	(100)
每股净资产	3.79	2.68	3.29	3.99	其它投资现金流	(1)	0	0	0
ROIC	17%	23%	27%	27%	投资活动现金流	(192)	(100)	(100)	(100)
ROE	16%	22%	26%	25%	权益性融资	55	0	0	0
毛利率	24%	24%	25%	25%	负债净变化	19	0	0	0
EBIT Margin	15%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(74)	(123)	(181)	(209)
EBITDA Margin	17%	16%	16%	16%	其它融资现金流	109	408	578	(112)
收入增长	43%	68%	49%	13%	融资活动现金流	53	285	398	(321)
净利润增长率	58%	68%	47%	16%	现金净变动	(22)	(91)	68	(15)
资产负债率	56%	62%	65%	62%	货币资金的期初余额	779	757	666	734
息率	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%	货币资金的期末余额	757	666	734	719
P/E	65.6	65.5	44.6	38.6	企业自由现金流	(2)	(260)	(145)	517
P/B	10.2	14.5	11.8	9.7	权益自由现金流	125	148	434	405
EV/EBITDA	44.6	44.9	32.1	28.2					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032