

量价齐升推动利润释放，产能扩张未来业绩可期

2022 年 04 月 07 日

► **事件：2022 年 3 月 31 日，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 40.8 亿元，同比增长 68.8%；归母净利润 4.53 亿元，同比增长 85.3%；扣非归母净利润 4.23 亿元，同比增长 86.4%。2021Q4，公司实现营业收入 11.62 亿元，同比增长 45%、环比增长 4.7%；归母净利润 1.02 亿元，同比增长 10.7%、环比减少 22.5%；扣非归母净利润 0.93 亿元，同比增长 9.8%、环比减少 25.3%。业绩符合我们的预期。

► **2021 年，公司在新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电领域持续发力**，同时积极布局节能电梯、3C、工业节能电机、轨道交通等新能源及节能环保领域，具备突出的竞争优势，取得亮眼业绩。公司在新能源汽车及汽车零部件领域实现收入 10.51 亿元，同比增长 222.73%；在节能变频空调领域实现收入 14 亿元、同比增长 59.41%；在风力发电领域实现收入达 8.87 亿元，同比增长 1%。

► **2021 年磁材业务量价齐升，公司实现归母净利润 4.53 亿元，创历史最佳业绩。**量：2021 年，钕铁硼磁钢成品产量约为 1.03 万吨，同比增长 7.41%，销量约为 1.07 万吨，同比增长 21.44%。2021 年，公司使用晶界渗透技术生产 6064 吨高性能稀土永磁材料产品，同比增长 47.51%，占同期公司产品总产量的 58.73%，同比增长 16pct；其中超高牌号产品约为 3437 吨，在晶界渗透的高性能永磁材料产品中占比 56.68%。价格与成本：原材料上涨使得公司钕铁硼磁材成品的单吨销售成本上涨 59.13%至 43 万元/吨，单吨售价也同比增长 26.2%至 54.3 万元/吨，单吨毛利同比降低 18.24%至 6.47 万元/吨。

► **磁材行业首家 A+H 上市公司，二次上市加速扩张，远期磁材产能将达 4 万吨。**2022 年 1 月 14 日，公司在香港联交所主板上市。据公司公告，全球发售所得款项约为 42.41 亿港元，募集资金主要用于：1) 约 35%用于建设宁波生产基地；2) 约 25%用于潜在收购，以扩展产业链布局；3) 约 20%用于研发用途；4) 约 10%用于偿还包头生产基地项目建设贷款；5) 约 10%用于营运资金及一般公司用途。2021 年，公司烧结钕铁硼永磁材料毛坯产能为 1.5 万吨，随着在建项目的投产，公司产能计划于“十四五”末达到 4 万吨，其中赣州 1.7 万吨/年，包头 2 万吨/年，宁波 3000 吨/年，2021-2025 年的产能 CAGR 将达到 41.67%。

► **投资建议：**随着公司赣州、包头、宁波三大基地的项目逐渐推进，产能逐渐达产，公司产品增长曲线清晰。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 6.68 亿元、8.95 亿元和 10.88 亿元，EPS 分别为 0.80 元、1.07 元和 1.30 元，对应 4 月 6 日收盘价的 PE 分别为 39、29 和 24 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**加工费下跌，产能释放不及预期，需求增长不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,080	5,690	7,611	9,367
增长率 (%)	68.8	39.5	33.8	23.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	453	668	895	1,088
增长率 (%)	85.3	47.5	33.9	21.6
每股收益 (元)	0.54	0.80	1.07	1.30
PE	57	39	29	24
PB	8.8	7.5	6.2	5.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 6 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

31.1 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理：刘小华

执业证号：S0100121120055

邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

1、民生金属 2022 年年度策略系列报告之能源金属篇：再探供需的脉搏，拥抱能源革命的长周期增长机遇

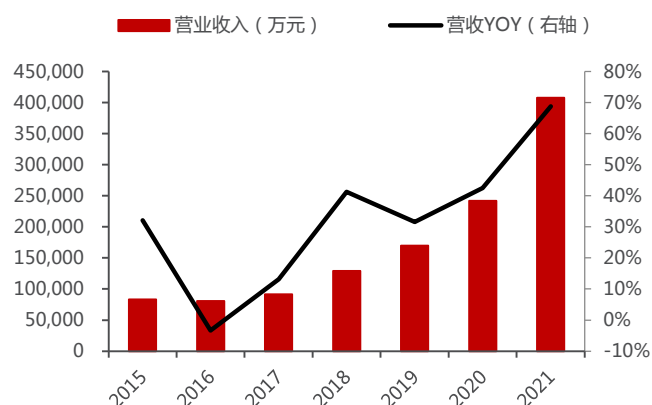
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 点评：磁材量价齐升，业绩亮眼	4
2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩	4
2.2 2021Q4 业绩：净利润同比增长 11%至 1.02 亿元	8
2.3 二次上市加速扩张，远期磁材产能将达 4 万吨	9
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测	11
3.2 估值分析	11
3.3 投资建议	11
4 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：公司发布 2021 年年报

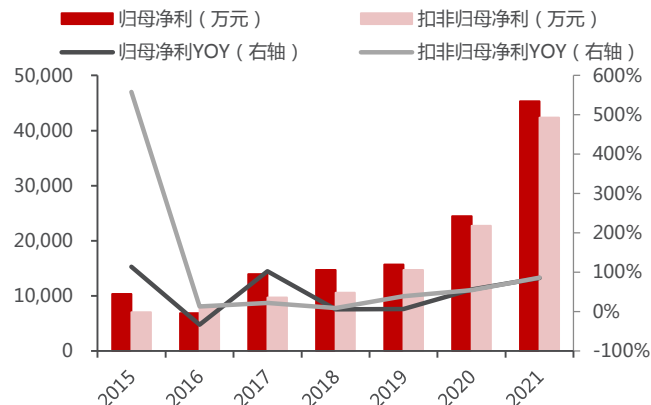
公司发布 2021 年报。2021 年，公司实现营收 40.8 亿元，同比增长 68.8%；归母净利润 4.53 亿元，同比增长 85.3%；扣非归母净利 4.23 亿元，同比增长 86.4%。单季度来看，2021Q4，公司实现营收 11.62 亿元，同比增长 45%、环比增长 4.7%；归母净利润 1.02 亿元，同比增长 10.7%、环比减少 22.5%；扣非归母净利 0.93 亿元，同比增长 9.8%、环比减少 25.3%。业绩符合我们的预期。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 68.8%



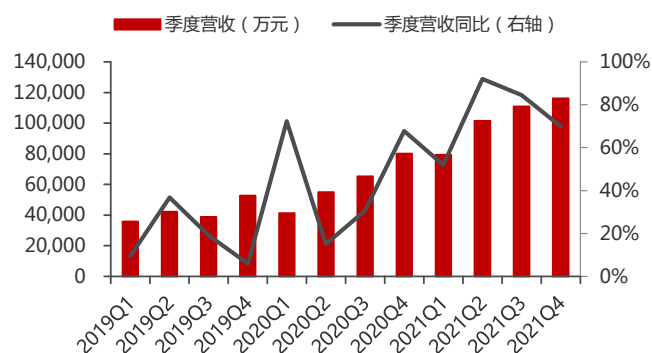
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 86.4%



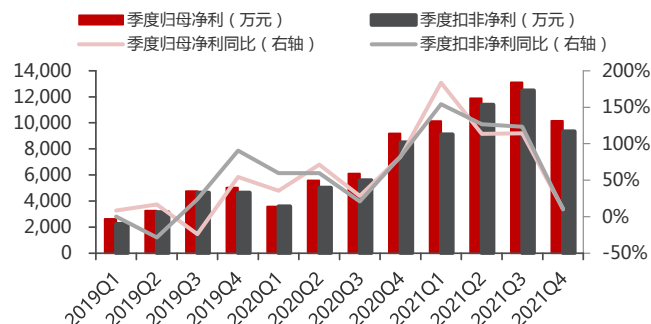
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 45%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 10.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：磁材量价齐升，业绩亮眼

2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩

公司为国内领先的高性能烧结钕铁硼永磁材料供应商。2021 年，公司在新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风力发电领域持续发力，同时积极布局节能电梯、3C、工业节能电机、轨道交通等新能源及节能环保领域，具备突出的竞争优势，取得亮眼业绩。

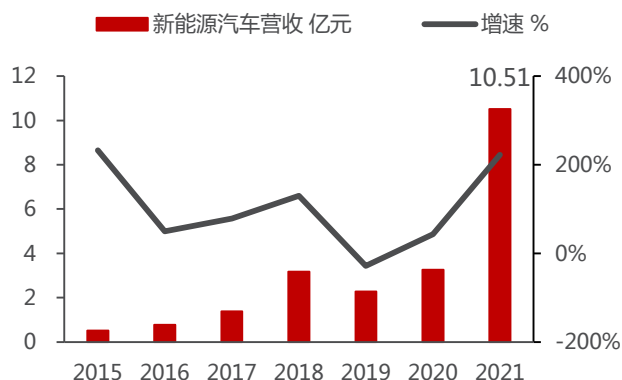
公司在新能源汽车及汽车零部件领域实现收入 10.51 亿元，同比增长 222.73%，2021 年公司新能源汽车驱动电机磁钢产品销售量可装配新能源乘用车约 124 万辆。公司是特斯拉、比亚迪、联合汽车电子、日本电产等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商，博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商，还是大众汽车、通用汽车新能源汽车平台的稀土永磁材料供应商。

公司在节能变频空调领域实现收入 14 亿元、同比增长 59.41%，2021 年公司节能变频空调磁钢产品销售量可装配变频空调压缩机约 4,850 万台。公司是美的、格力、上海海立、三菱电机等知名品牌的重要磁钢供应商。

公司在风力发电领域实现收入达 8.87 亿元，同比增长 1%，基本持平，2021 年公司风电磁钢产品销售量可装配风机的装机容量约 8.65GW。公司客户包括金风科技和西门子-歌美飒等全球领先的风电整机厂商。

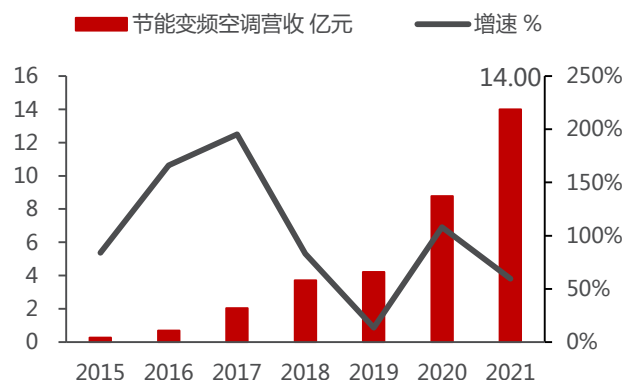
除了聚焦以上三大核心领域，公司还布局其他领域，在节能电梯方面，公司是通力、上海三菱电梯等顶尖电梯制造商的重要磁钢供应商；在 3C 领域，公司开始规模化量产，贡献业绩增长，在工业节能电机、轨道交通等新能源及节能环保方面，公司也成为了行业重要的磁钢供应商之一。

图 5：2021 年，新能源汽车及汽车零部件领域收入同比增长 222.73%至 10.51 亿元



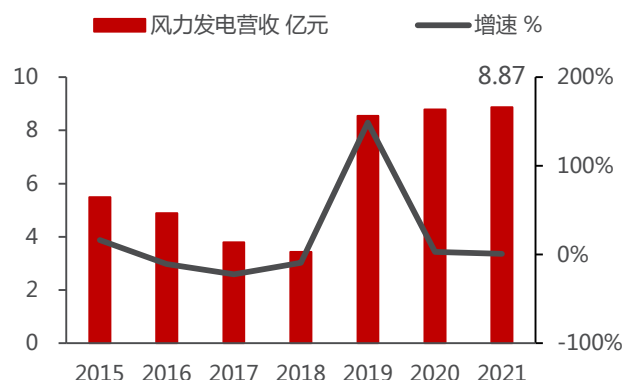
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6 2021 年，节能变频空调领域收入同比增长 59.41%至 14 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年，风力发电领域收入达 8.87 亿元，与去年基本持平



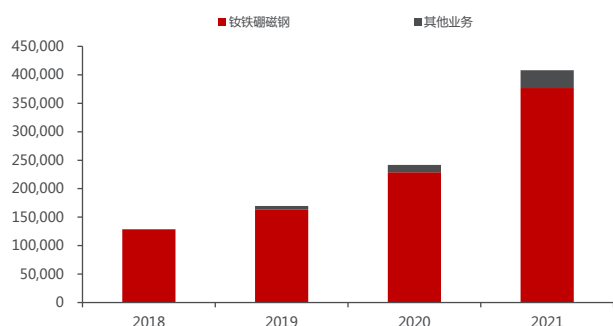
资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年公司取得优异业绩，主要来自钕铁硼磁钢业务的增长，其营收同比增长 64.6%至 37.67 亿元，营收占比为 92.3%，毛利同比增长 47.4%至 8.03 亿元，毛利占比为 87.8%。具体的：

量：产品产销量同比增长。公司持续聚焦新能源和节能环保领域，赣州项目烧结钕铁硼产能持续释放，为市场开拓提供了产能保障。2021 年公司烧结钕铁硼永磁材料毛坯产能为 1.5 万吨，钕铁硼磁钢成品产量为 10324 吨，同比增长 7.41%，销量约为 10708 吨，同比增长 21.44%。2021 年，公司使用晶界渗透技术生产 6,064 吨高性能稀土永磁材料产品，同比增长 47.51%，占同期公司产品总产量的 58.73%，较上年同期提高了 16 个百分点，其中超高牌号产品约为 3,437 吨，在晶界渗透的高性能永磁材料产品中占比 56.68%。

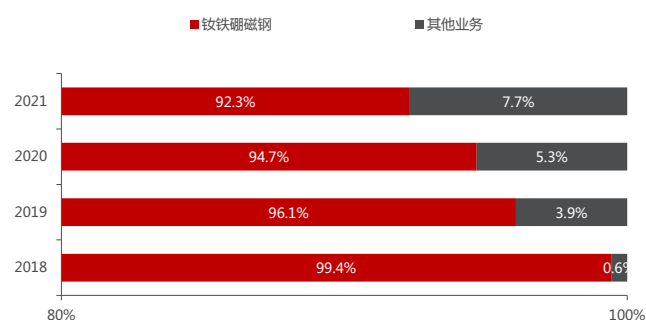
价格与成本：价格和成本均上涨，单吨毛利下降。2021 年氧化镨钕均价为 59.58 万元/吨，同比增长 91.8%，由于氧化镨钕生产的稀土金属为钕铁硼速凝薄带的原材料，而钕铁硼速凝薄带为钕铁硼磁材的原材料，因此氧化镨钕价格的大幅上涨带动公司钕铁硼磁材成品的单吨销售成本上涨 59.13%至 28.7 万元/吨。同时由于钕铁硼行业一般采取成本加成的定价方式，因此公司产品的售价也同比增长 35.53%至 35.2 万元/吨，单价的涨幅不及成本涨幅，此或由于下游景气度高，磁材环节议价权较低。因此，2021 年公司钕铁硼磁钢单吨毛利同比降低 18.24%至 6.47 万元/吨。

图 8：2018-2021 年公司分产品营收（单位：万元）



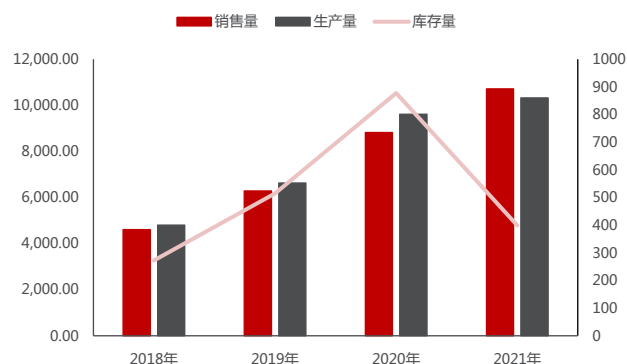
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年，公司钕铁硼磁钢营收占比为 92.3%



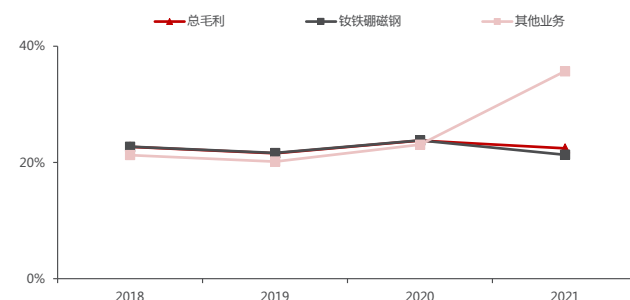
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2018-2021 年烧结钕铁硼磁钢产销量及库存



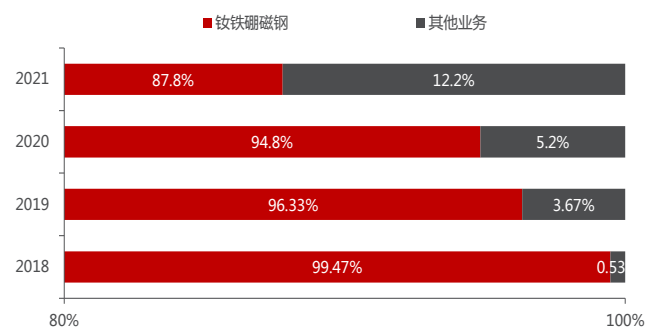
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年公司毛利率为 22.42%



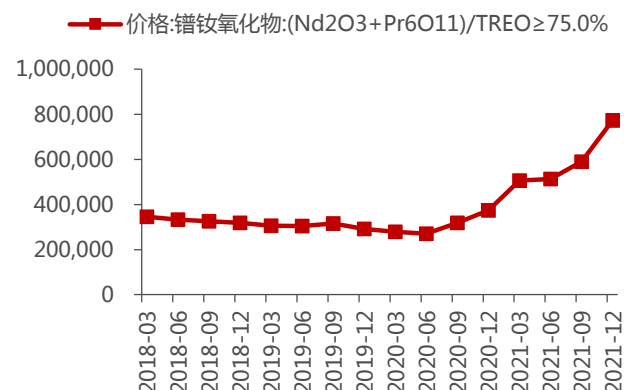
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2018-2021 年钕铁硼磁钢毛利占比达到 87.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年氧化镨钕均价为 59.58 万元/吨，同比增长 91.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

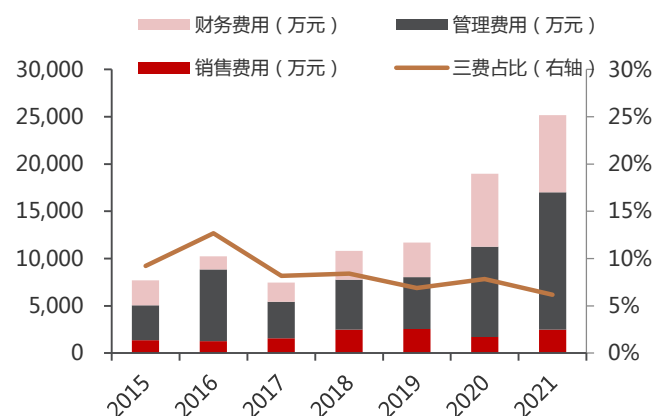
2021 年公司净利率提升 1pct 至 11.12%，净利率的提升主要来自于公司期间费用率的下降，减值损失的下降。

1) 三费：2021 年公司三费同比增长 33%至 2.51 亿元，其中销售费用提升 44.92%至 2487 万元，主要因为参展宣传费增加所致；管理费用提升 52.48%至 1.45 亿元，费用增长来自计提股权激励费用 5,152 万元、股权融资涉及的中介费用（其中 H 股上市费用约 1037 万元）以及租赁资产折旧增加。财务费用同比增长 5.34%至 8146 万元，较为稳定。三费占比下降 1.7pct，其中销售费用率同比下降 0.1pct 至 0.6%，管理费用率同比下降 0.4pct 至 3.6%，财务费用率同比降低 1.2pct 至 2%。

2) 研发费用：2021 年研发费用同比增长 55%至 1.6 亿元，费用占比下降 0.3pct。研发费用的提升主要因为公司加大研发投入及计提研发人员股权激励费用 1,756 万元。公司目前具备行业领先的晶界渗透技术。一方面，公司通过配方优化降低乃至消除高性能钕铁硼永磁材料生产过程中中重稀土的添加，帮助风电行业的客户降低其生产成本。另一方面，在新能源汽车及变频空调等领域，公司有能力采用晶界渗透技术实现大规模生产交付，并不断开发出高牌号产品，在大幅减少中重稀土用量的同时而维持磁材产品的高性能。

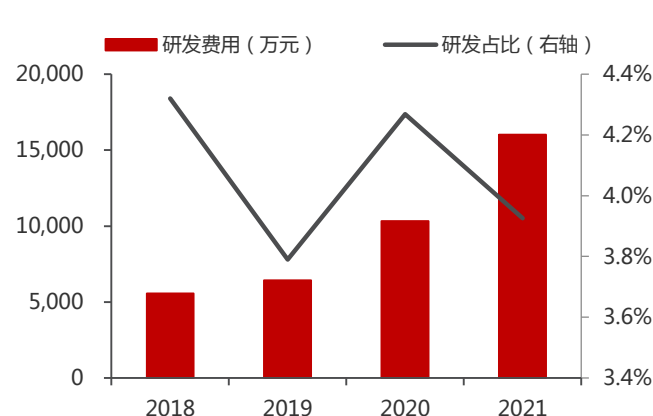
3) 减值损失：2021 年，公司减值损失同比降低 34%至 817.9 万元，其中资产减值损失为 730 万元，损失来自计提存货跌价准备增加所致，信用减值为 87.58 万元，主要来自应收票据坏账损失的增加。

图 14：2021 年，公司三费同比增长 33%至 2.51 亿元，三费占比下降 1.7pct



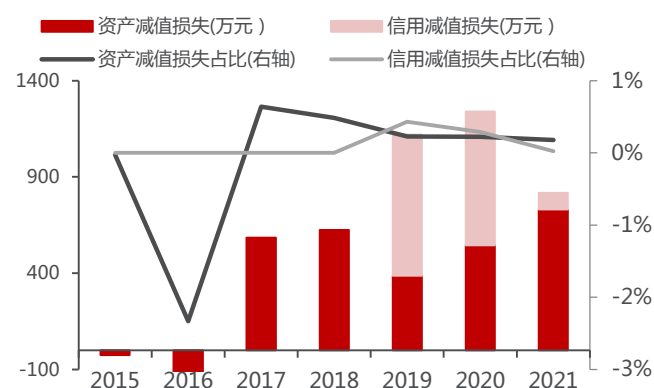
资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021 年，公司研发费用同比增长 55%至 1.6 亿元，费用占比下降 0.3pct



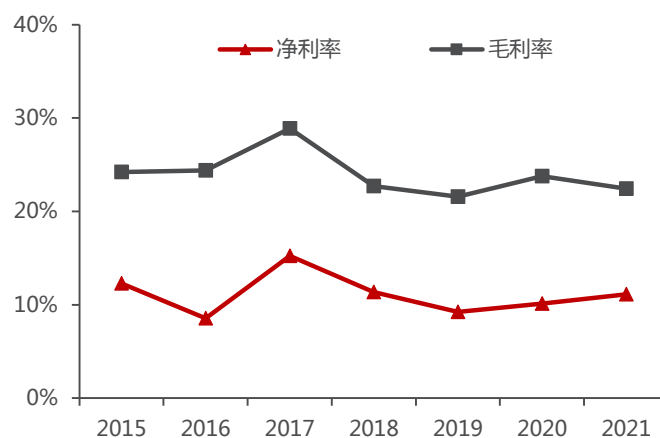
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16 : 2021 年, 公司减值损失同比降低 34%至 817.9 万元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 17 : 2021 年, 公司净利率同比提升 1pct 至 11.12%

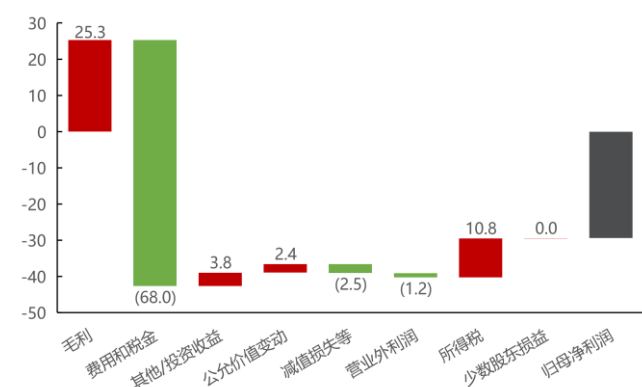


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩: 净利润同比增长 11%至 1.02 亿元

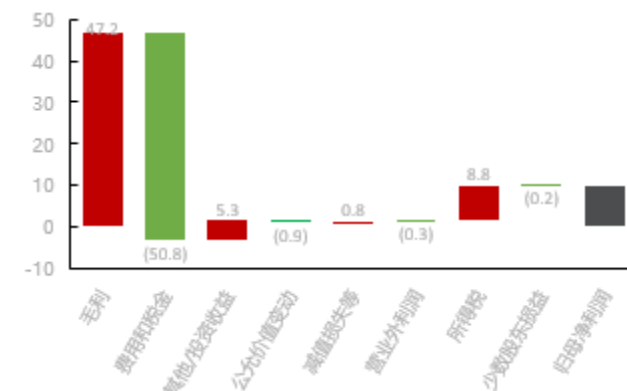
2021Q4, 公司归母净利润为 1.02 亿元, 同比增加 11%、约 980 万元, 环比减少 22%、约 2944 万元, 分拆来看, 归母净利润的同比增长主要是由于毛利的增长。毛利的增长或主要因为钕铁硼磁材量价齐升, 营收增长。同比看, 除了毛利增加 4719 万元之外, 其他增利点还有: 所得税 (+877 万元)、其他/投资收益 (+527 万元), 主要的减利点在于公允价值变动 (-91 万元)、费用和税金 (-5082 万元)、减值损失 (-80 万元)、营业外利润 (-27 万元) 等。环比看, 除了毛利之外, 其他增利点还有: 所得税 (+1080 万元)、其他/投资收益 (+380 万元)、公允价值变动 (+240 万元), 主要的减利点在于费用和税金 (-6800 万元)、减值损失 (-250 万元)、营业外利润 (-120 万元) 等。

图 18 : 2021Q4, 公司归母净利润环比减少 2944 万元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 19 : 2021Q4, 公司归母净利润同比增加 980 万元 (单位: 百万元)

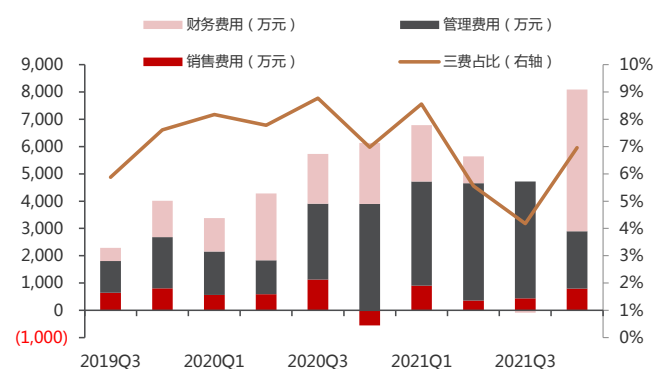


资料来源: wind, 民生证券研究院

2021Q4 公司三费环比增长 75%至 8088 万元，研发费用环比增长 143%至 5815 万元。2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比增长 0.3pct、减少 2.1pct 和增加 4.5pct，至 0.7%、1.8%和 4.5%。财务费用率的大幅上涨或主要是因为港股上市带来相关费用。Q4 研发费用为 5815 万元，环比增长 143.1%，研发费用率达到 5%，2021 年研发费用的同比增长一方面是因为公司不断持续投入科研，提高产品质量和技术工艺水平，2021 年公司及子公司申请专利 4 件，获得专利授权 10 件，另有 20 项专利正在申请中；另一方面是计提研发人员股权激励费用 1,756 万元。

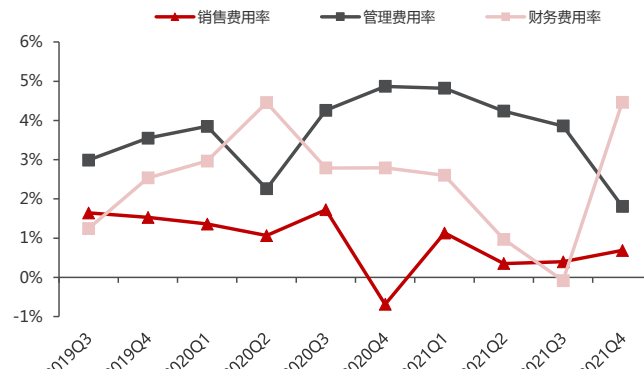
2021Q4 公司净利率下降 3.1pct 至 8.8%，虽然 Q4 毛利率上升 1.3pct 至 21.3%，但是主要由于期间费用率上升，使得净利率下降。

图 20：2021Q4，公司三费占比为 6.96%



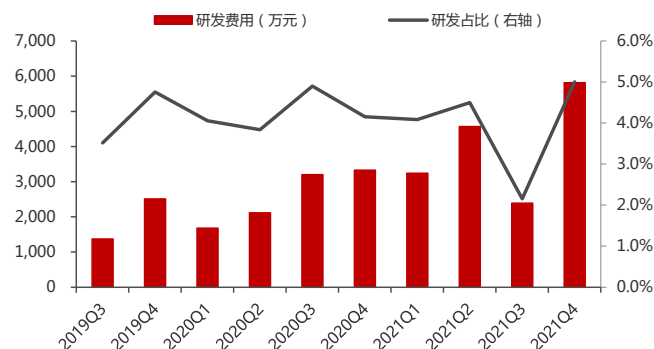
资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2021Q4，公司财务费用率为 4.5%



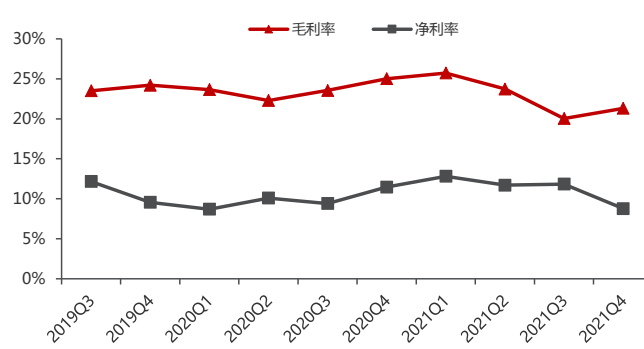
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2021Q4，公司研发费用为 5815 万元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：2021Q4，公司净利率为 8.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 二次上市加速扩张，远期磁材产能将达 4 万吨

2022 年 1 月 14 日，公司在香港联交所主板上市。根据公司已披露的 H 股招股书，本次全球发售共发售 125,466,000 股境外上市外资股（H 股），全球发售所得款项约为 42.41 亿港元，募集资金用途主要包括：1）约 35%用于建设宁波生产

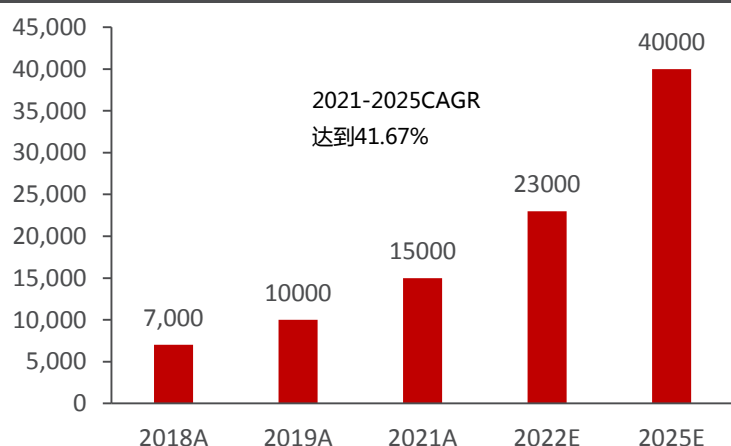
基地；2) 约 25%用于潜在收购，以扩展产业链布局；3) 约 20%用于研发用途；4) 约 10%用于偿还包头生产基地项目建设贷款；5) 约 10%用于营运资金及一般公司用途。公司本次 H 股招股已引入重量级的基石投资者，包括中国国有企业混合所有制改革基金、由华润集团间接拥有及控制的 CR Alpha Investment II Limited、YHG Investment, L.P.、中信保诚人寿保险有限公司、以及招商局资本旗下的中白产业投资基金。

项目进展：高性能钕铁硼磁材产品方面，①包头“高性能稀土永磁材料基地项目”于 2020 年 11 月开工建设，目前项目已完成工程竣工验收，主要设备安装调试完成并成功试车，将进入生产阶段，预计在今年第二季度可逐渐达到满产，该项目达产后，公司将形成 23,000 吨/年的高性能稀土永磁材料毛坯生产能力。②宁波“年产 3,000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目”项目已经开工建设，预计 2023 年可以建成投产。公司产能的迅速扩大，为未来两年的发展可以打下坚实的基础。

稀土原材料供应方面，公司与包括南方稀土集团、北方稀土集团在内的重要稀土原材料供应商建立了稳定的合作关系，从而保证原材料的供应，和未来产能的释放。

远期产能规划：目前高性能钕铁硼磁材受益于下游新能源汽车、风电、工业电机等领域的蓬勃发展拉动需求，磁材产销两旺，随着包头一期、二期项目、宁波项目、赣州本部项目的逐步投产，公司计划于“十四五”末达到 40000 吨高性能钕铁硼永磁材料的产能，其中赣州 17000 吨/年，包头 20000 吨/年，宁波 3000 吨/年，2021-2025 年的产能 CAGR 将达到 41.67%。

图 24：2021-2025 年，公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 41.67% (单位：吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

假设公司钕铁硼毛坯产能 2022-2024 年分别为 23000/28000/34000 吨,成品率为 60/65/65%, 钕铁硼平均销售价格为 38.36/39.23/39.84 万元/吨, 单位销售成本为 29.62/30.23/30.79 万元/吨, 则钕铁硼业务营收分别为 53.14/71.60/88.26 亿元, 营业成本为 41.06/55.21/68.22 亿元, 毛利率分别为 22.73%/22.89%/22.70%。其他业务保持历史增速, 则公司总营业收入为 56.90/76.11/93.67 亿元, 总营业成本为 44.07/58.82/72.55 亿元, 毛利率分别为 22.55%/22.72%/22.55%。

3.2 估值分析

目前公司主营业务为高性能钕铁硼磁材的生产与销售, 我们选择四家主营也为高性能钕铁硼磁材生产销售的 A 股企业大地熊、正海磁材、宁波韵升、中科三环作为可比公司, 其中中科三环未覆盖, 数据使用 wind 一致预期。可比公司的 2022 年 PE 均值为 23 倍, 公司估值水平超过行业平均估值, 但考虑到我们测算得到公司 2022 年归母净利润增速达到 47.5%, PEG 仍小于 1, 且公司为行业龙头, 应当有一定估值溢价, 因此我们认为公司估值水平合理。

表 1：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
688077.SH	大地熊	82.15	1.90	3.17	4.58	43	26	18
300224.SZ	正海磁材	13.56	0.32	0.48	0.60	42	28	23
600366.SH	宁波韵升	10.63	0.52	0.68	0.79	20	16	13
000970.SZ	中科三环*	12.20	0.37	0.51	0.72	33	24	17
		行业平均 PE				35	23	18
300748.SZ	金力永磁	31.10	0.54	0.8	1.07	58	39	29

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：其中带中科三环为 wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 6 日

3.3 投资建议

随着公司赣州、包头、宁波三大基地的项目逐渐推进, 产能逐渐达产, 公司产品增长曲线清晰。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 6.68 亿元、8.95 亿元和 10.88 亿元, EPS 分别为 0.80 元、1.07 元和 1.30 元, 对应 4 月 6 日收盘价的 PE 分别为 39、29 和 24 倍, 维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 加工费下跌。公司产品的盈利随加工费的波动而变化,若加工费出现下跌,公司业绩将会受到不利影响。

2) 产能释放不及预期。公司有较多在建项目,若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期,则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求增长不及预期等。公司在建项目较多,产能增长迅速,若下游市场开拓遇到困难,或是需求增长不及预期,导致公司产能利用率不足,单吨折旧摊销会增加,从而使得成本增加,叠加产量增长不及预期,对公司盈利产生打击。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,080	5,690	7,611	9,367
营业成本	3,165	4,407	5,882	7,255
营业税金及附加	15	21	28	34
销售费用	25	34	46	56
管理费用	145	228	304	375
研发费用	160	229	307	375
EBIT	576	772	1,044	1,271
财务费用	81	55	83	103
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	15	17	23	29
营业利润	513	762	1,019	1,239
营业外收支	-0	-1	-1	-1
利润总额	512	761	1,018	1,238
所得税	58	91	122	149
净利润	454	669	896	1,090
归属于母公司净利润	453	668	895	1,088
EBITDA	654	872	1,169	1,421

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,500	1,734	1,745	1,857
应收账款及票据	1,615	2,243	2,956	3,668
预付款项	35	75	102	117
存货	1,324	2,011	2,654	3,247
其他流动资产	91	226	261	280
流动资产合计	4,565	6,289	7,719	9,169
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	684	921	1,153	1,371
无形资产	197	271	354	439
非流动资产合计	1,486	1,801	2,138	2,466
资产合计	6,051	8,089	9,857	11,635
短期借款	1,128	1,875	2,235	2,473
应付账款及票据	1,018	1,466	1,939	2,390
其他流动负债	422	548	656	740
流动负债合计	2,568	3,889	4,830	5,603
长期借款	412	612	733	888
其他长期负债	105	103	113	123
非流动负债合计	516	714	845	1,011
负债合计	3,084.4	4,604	5,675	6,613
股本	711	836	836	836
少数股东权益	1	2	3	5
股东权益合计	2,966.4	3,486	4,182	5,022
负债和股东权益合计	6,051	8,089	9,857	11,635

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	68.78	39.46	33.75	23.08
EBIT 增长率	62.42	34.10	35.24	21.74
净利润增长率	85.32	47.52	33.89	21.60
盈利能力 (%)				
毛利率	22.42	22.55	22.72	22.55
净利润率	11.12	11.76	11.78	11.63
总资产收益率 ROA	7.49	8.26	9.08	9.35
净资产收益率 ROE	15.28	19.19	21.42	21.69
偿债能力				
流动比率	1.78	1.62	1.60	1.64
速动比率	1.25	1.08	1.03	1.04
现金比率	0.58	0.45	0.36	0.33
资产负债率 (%)	50.98	56.91	57.58	56.84
经营效率				
应收账款周转天数	110.17	117.75	114.30	114.76
存货周转天数	152.71	166.56	164.72	163.33
总资产周转率	0.67	0.70	0.77	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	0.54	0.80	1.07	1.30
每股净资产	3.55	4.17	5.00	6.00
每股经营现金流	0.12	-0.08	0.35	0.67
每股股利	0.10	0.18	0.24	0.30
估值分析				
PE	57	39	29	24
PB	8.8	7.5	6.2	5.2
EV/EBITDA	40.16	30.97	23.51	19.54
股息收益率 (%)	0.32	0.58	0.77	0.96

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	454	669	896	1,090
折旧和摊销	79	99	124	150
营运资金变动	-486	-915	-838	-804
经营活动现金流	102	-68	289	557
资本开支	-674	-416	-464	-480
投资	4	0	0	0
投资活动现金流	-653	-399	-442	-451
股权募资	557	-0	0	0
债务募资	824	945	491	403
筹资活动现金流	1,218	701	164	6
现金净流量	662	234	12	112

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 68.8%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 86.4%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 45%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 10.7%	3
图 5：2021 年，新能源汽车及汽车零部件领域收入同比增长 222.73%至 10.51 亿元	4
图 6：2021 年，节能变频空调领域收入同比增长 59.41%至 14 亿元	4
图 7：2021 年，风力发电领域收入达 8.87 亿元，与去年基本持平	5
图 8：2018-2021 年公司分产品营收（单位：万元）	6
图 9：2021 年，公司钕铁硼磁钢营收占比为 92.3%	6
图 10：2018-2021 年烧结钕铁硼磁钢产销量及库存	6
图 11：2021 年公司毛利率为 22.42%	6
图 12：2018-2021 年钕铁硼磁钢毛利占比达到 87.8%	6
图 13：2021 年氧化镨钕均价为 59.58 万元/吨，同比增长 91.8%	6
图 14：2021 年，公司三费同比增长 33%至 2.51 亿元，三费占比下降 1.7pct	7
图 15：2021 年，公司研发费用同比增长 55%至 1.6 亿元，费用占比下降 0.3pct	7
图 16：2021 年，公司减值损失同比降低 34%至 817.9 万元	8
图 17：2021 年，公司净利率同比提升 1pct 至 11.12%	8
图 18：2021Q4，公司归母净利润环比减少 2944 万元（单位：百万元）	8
图 19：2021Q4，公司归母净利润同比增加 980 万元（单位：百万元）	8
图 20：2021Q4，公司三费占比为 6.96%	9
图 21：2021Q4，公司财务费用率为 4.5%	9
图 22：2021Q4，公司研发费用为 5815 万元	9
图 23：2021Q4，公司净利率为 8.8%	9
图 24：2021-2025 年，公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 41.67%（单位：吨）	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：可比公司 PE 数据对比	11
公司财务报表数据预测汇总	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001