

## 业绩增长超预期，新能源汽车业务增速亮眼

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 半年度报告, 2022 年上半年, 公司实现营业收入 33.0 亿元, 同比增长 82.65%; 实现归母净利润 4.6 亿元, 同比增长 110.51%。分季度来看, 2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 15.1/18.0 亿元, 同比增长分别为 90.17%/76.77%。
- **量价齐升带动业绩持续增长, 高牌号产品比例不断提高。** 2022 年上半年, 公司新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风电营业收入分别为 10.6、9.8、5.5 亿元, 同比分别增长 233.75%、26.64%、13.09%。2022 年上半年公司钕铁硼磁钢产量 6232 吨, 同比增长 11.53%, 成品均价为 53.01 万元/吨, 较 2021 年上涨 39.14%。其中运用晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料产量 4160 吨, 同比增长 49.80%。公司持续加强研发投入, 晶界技术产品产量不断增加, 高牌号产品比例不断提高。
- **布局永磁材料生产基地, 产能进一步提升。** 2022 年上半年, 公司为扩大现有产品产能, 构建稀土永磁回收综合利用、高性能稀土永磁材料、磁组件制造完整的绿色产业链, 先后布局高性能稀土永磁材料项目, 并与银海新材、信阳圆创、苏州圆格签订股权转让协议, 分别收购银海新材 51% 的股权、信阳圆创 46% 的股权和苏州圆格 51% 的股权。
- **下游应用场景气度超预期, 高端永磁需求快速增长。** 稀土永磁材料下游应用市场主要为新能源汽车、风电、变频空调、电梯等。我们预测国内 2021-2025 年高性能钕铁硼下游总需求 CAGR 为 15.44%。其中, 新能源车是下游核心增量市场, 将成为拉动高性能钕铁硼消费量增加的主要动力, 2021-2025 年国内新能源车高性能钕铁硼用量 CAGR 为 11.80%; 风电仍将是高性能钕铁硼磁材消费的主要市场, 2021-2025E 年国内风电高性能钕铁硼需求量 CAGR 为 13.51%。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 9.3 亿元、12.2 亿元、16.4 亿元, 对应 EPS 分别为 1.11 元、1.45 元、1.96 元, 未来三年归母净利润将保持 53.56% 的复合增长率。考虑到公司高牌号产品比例持续提升且产能大幅释放, 我们认为公司具备一定的估值溢价, 给予公司 2023 年 35 倍 PE, 对应目标价 50.75 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、下游需求不及预期。

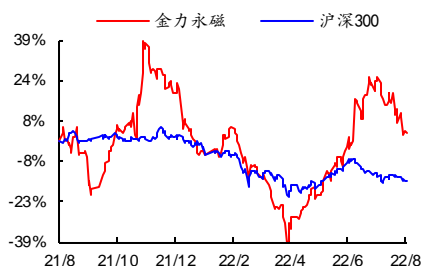
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4080.07	6649.03	8531.95	10716.69
增长率	68.78%	62.96%	28.32%	25.61%
归属母公司净利润 (百万元)	453.07	931.10	1216.47	1640.66
增长率	85.32%	105.51%	30.65%	34.87%
每股收益 EPS (元)	0.54	1.11	1.45	1.96
净资产收益率 ROE	15.30%	23.30%	24.20%	25.54%
PE	71	35	26	20
PB	10.86	8.05	6.40	5.01

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zllans@swsc.com.cn  
联系人: 黄腾飞  
电话: 13651914586  
邮箱: htengf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.36
流通 A 股(亿股)	7.04
52 周内股价区间(元)	22.85-52.07
总市值(亿元)	320.77
总资产(亿元)	60.51
每股净资产(元)	4.17

### 相关研究

## 目 录

<b>1 经营业绩稳步提高，产能持续扩张</b> .....	<b>1</b>
1.1 业绩持续增长，高牌号产品比例不断提高.....	1
1.2 布局永磁材料生产基地，构建完整绿色产业链.....	3
<b>2 下游新能源景气度超预期，高性能永磁需求迅速增长</b> .....	<b>4</b>
<b>3 盈利预测与估值</b> .....	<b>7</b>
3.1 盈利预测.....	7
3.2 相对估值.....	8
<b>4 风险提示</b> .....	<b>9</b>

## 图 目 录

图 1: 2022H1 公司营业收入 33.0 亿元.....	1
图 2: 2022H1 公司归母净利润 4.6 亿元.....	1
图 3: 2018-2022H1 公司下游收入拆分 (亿元) .....	1
图 4: 2018-2022H1 公司下游营收占比 .....	1
图 5: 2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况 .....	2
图 6: 2017-2022H1 公司期间费用率情况 .....	2
图 7: 2017-2022H1 公司研发费用情况 .....	2
图 8: 公司钕铁硼磁钢及高性能稀土永磁材料产量 .....	3
图 9: 公司钕铁硼磁钢产品销量及均价 .....	3
图 10: 2018 年全球稀土永磁下游应用分布 .....	4
图 11: 2020 年全球稀土永磁下游应用分布 .....	4
图 12: 公司历史估值水平 .....	9

## 表 目 录

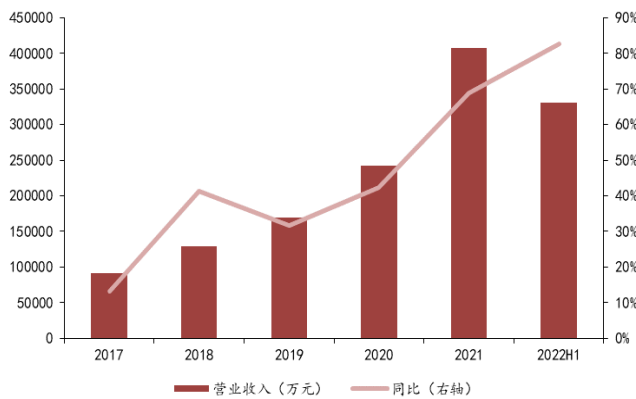
表 1: 金力永磁募投项目进度 .....	3
表 2: 金力永磁收购项目 .....	3
表 3: 全球新能源汽车高性能钕铁硼需求量预测 .....	4
表 4: 全球风能市场高性能钕铁硼需求量预测 .....	5
表 5: 全球高端变频空调高性能钕铁硼需求量预测 .....	5
表 6: 国内高性能钕铁硼需求量预测 .....	6
表 7: 分业务收入及毛利率 .....	8
表 8: 可比公司估值 (截止至 8.26 收盘价) .....	9
附表: 财务预测与估值 .....	10

# 1 经营业绩稳步提高，产能持续扩张

## 1.1 业绩持续增长，高牌号产品比例不断提高

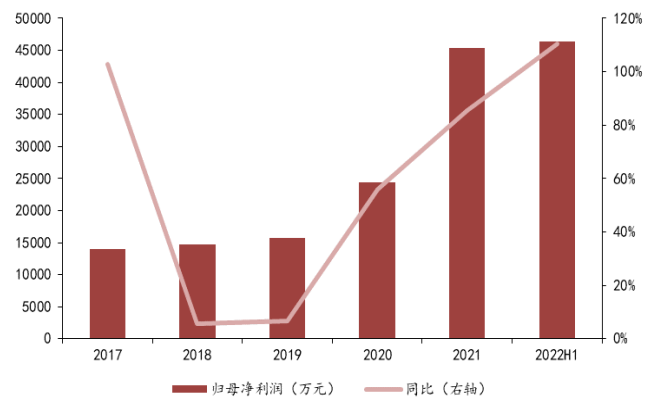
营收持续增长，新能源及节能环保领域市场领先。2022 年上半年，公司实现营业收入 33.0 亿元，同比增长 82.65%；实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 110.51%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 15.1/18.0 亿元，同比增长分别为 90.17%/76.77%。其中，公司上半年营收增长主要系报告期新能源汽车及汽车零部件等领域业务大幅增长所致。

图 1：2022H1 公司营业收入 33.0 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

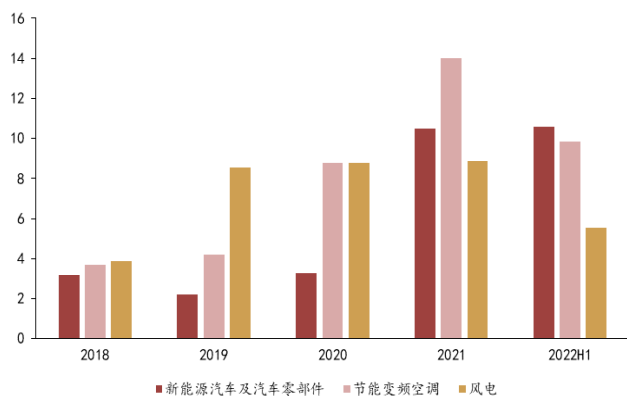
图 2：2022H1 公司归母净利润 4.6 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

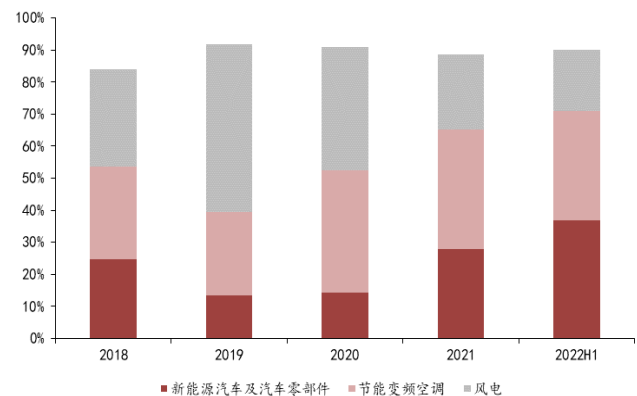
主要下游领域营收增长，新能源汽车及汽车零部件营收占比大幅提升。2022 年上半年，公司新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风电营业收入分别为 10.6、9.8、5.5 亿元，同比分别增长 233.75%、26.64%、13.09%。下游新能源汽车及汽车零部件占比大幅增加，2022 年上半年新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、风电营收占比分别 36.76%、34.17%、19.21%，同比分别增长 104.83%、-22.28%、-30.60%。

图 3：2018-2022H1 公司下游收入拆分 (亿元)



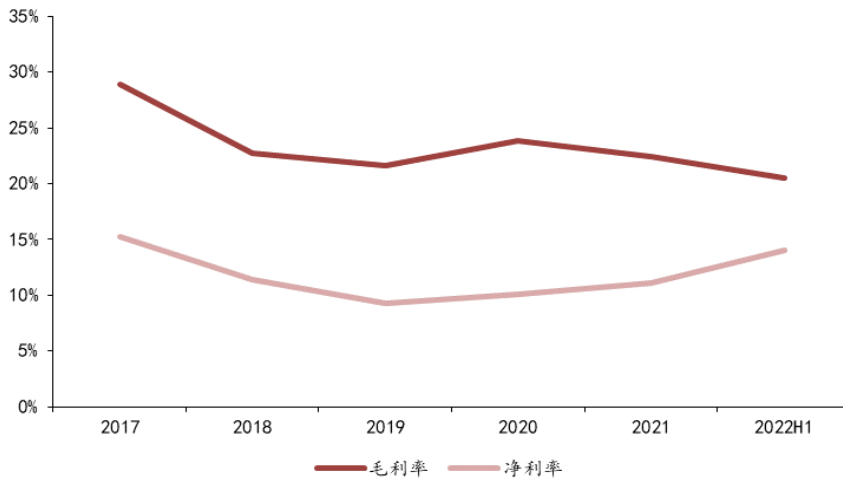
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2018-2022H1 公司下游营收占比



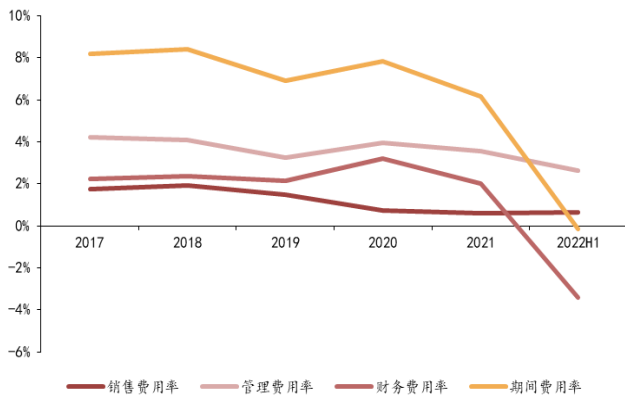
数据来源：wind，西南证券整理

综合毛利率有所下滑，净利率增加。2022 年上半年公司综合毛利率为 20.53%，同比下降 4.07pp；净利率为 14.04%，同比增加 1.85pp。毛利率下滑而净利率增长主要系公司四费率控制较好。2022 年上半年公司钕铁硼磁钢毛利率为 19.05%，较去年同期下降 5.35pp。

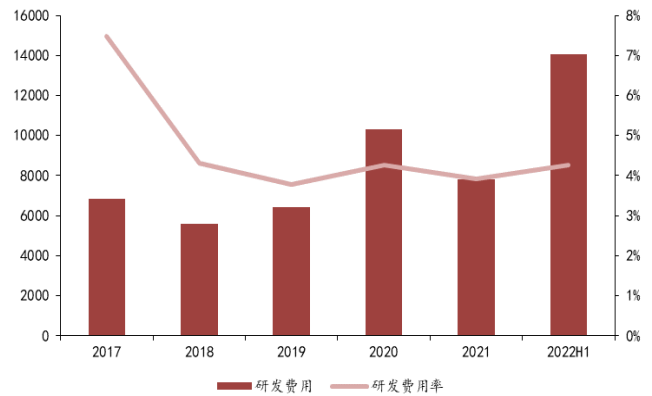
**图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

**三费率逐渐降低, 持续加大研发投入。**2022 年上半年公司期间费用率为-0.15%, 较去年同期下降 7.03pp。其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.62%、2.64%、-3.41%, 较去年同期分别下降 10.27%、41.26%、302.50%。财务费用率大幅下降主要系报告期汇兑收益大幅增加 (主要是港币募集资金受港币汇率上升) 所致。公司持续增加研发投入, 加速各产品板块取得新突破, 延伸公司在各领域的业务布局, 2022 年上半年公司研发投入 14065.8 万元, 研发占比 4.26%。

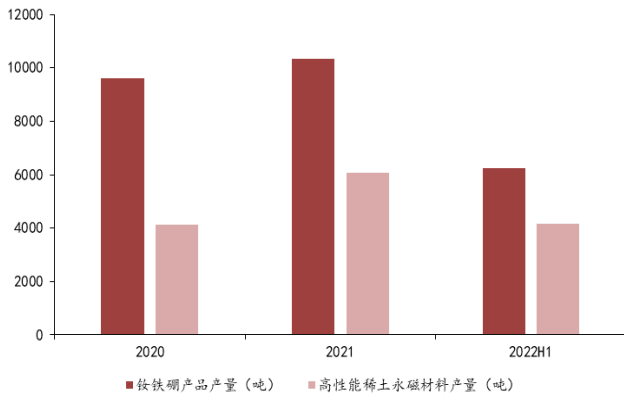
**图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

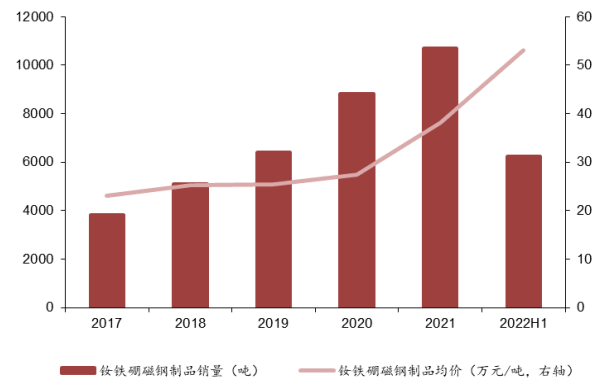
**图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

**产品量价齐升, 高性能稀土永磁材料产量不断增加。**2022 年上半年公司钕铁硼磁钢产量 6232 吨, 同比增长 11.53%。其中, 运用晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料产量为 4160 吨, 同比增长 49.80%。公司产销量持续增加主要受益于下游新能源汽车、风电领域需求的快速增长。假设公司 2022 年上半年产品满产满销, 则成品均价为 53.01 万元/吨, 较 2021 年上涨 39.14%。

**图 8：公司钕铁硼磁钢及高性能稀土永磁材料产量**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 9：公司钕铁硼磁钢产品销量及均价**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 1.2 布局永磁材料生产基地，构建完整绿色产业链

2022 年上半年，公司募投项目扩大了公司现有产品产能，公司先后布局高性能稀土永磁材料项目。其中，高性能稀土永磁材料基地项目已于今年 6 月达产，产能可达 8000 吨/年；年产 3000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目将于 2023-2024 年达产，产能可达 3000 吨/年；高性能稀土永磁材料基地项目（二期）将于 2023-2024 年达产，产能可达 12000 吨/年；高效节能电机用磁材基地项目在规划建设中预计 2024-2025 年达产，产能可达 2000 吨/年。

**表 1：金力永磁募投项目进度**

项目名称	工厂	产能 (吨/年)	项目状态	达产时间
-	赣州	15000	已达产	2021
高性能稀土永磁材料基地项目	包头	8000	已达产	2022 年 6 月
年产 3,000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目	宁波	3000	在建	2023-2024
高性能稀土永磁材料基地项目（二期）	包头	12000	在建	2023-2024
高效节能电机用磁材基地项目	赣州	2000	规划建设	2024-2025

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司为构建稀土永磁回收综合利用、高性能稀土永磁材料、磁组件制造完整的绿色产业链，2022 年 7 月公司与巴彦淖尔市银海新材料有限责任公司、信阳圆创磁电科技有限公司、苏州圆格电子有限公司的相关各方签订股权转让协议，分别收购银海新材 51% 的股权、收购信阳圆创 46% 的股权和收购苏州圆格 51% 的股权。

**表 2：金力永磁收购项目**

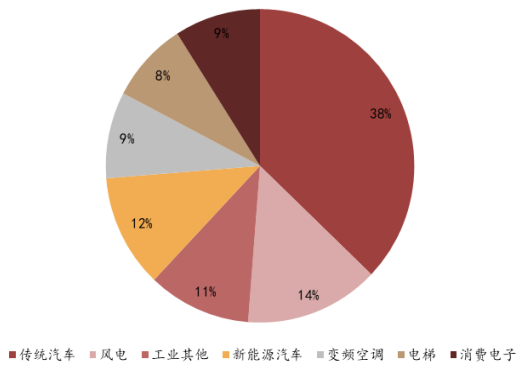
项目名称	收购资金(万元)	股权占比
信阳圆创磁电科技有限公司	18970.56	46%
苏州圆格电子有限公司	9037.17	51%
巴彦淖尔市银海新材料有限责任公司	15415.00	51%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 下游新能源景气度超预期，高性能永磁需求迅速增长

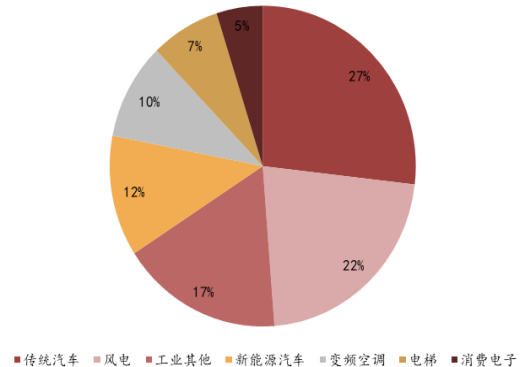
高性能钕铁硼永磁材料主要应用于风力发电机和新能源汽车等。目前国家高度重视节能环保建设，钕铁硼所应用的风电、新能源汽车、永磁工业电机对于节能环保意义重大，未来随下游高速发展，钕铁硼永磁材料需求有望快速提升，同时带动稀土资源消费需求。根据安泰科数据，2020 年全球稀土永磁下游需求中，风电、新能源汽车分别占比 22%、12%，对比 2018 年两者分别占比 14%、10%，均有所上升。

图 10：2018 年全球稀土永磁下游应用分布



数据来源：安泰科，西南证券整理

图 11：2020 年全球稀土永磁下游应用分布



数据来源：安泰科，西南证券整理

新能源汽车是高性能钕铁硼永磁材料下游核心增量市场。根据产业信息网数据，每台驱动电机需要使用 2.5-3.5kg 高性能钕铁硼，考虑到部分电动汽车采用双电机，我们假设每辆新能源车平均消耗 3kg 高性能钕铁硼，测算得到 2025 年全球新能源汽车高性能钕铁硼需求量为 69750 吨，2021-2025 年全球新能源车高性能钕铁硼磁材用量 CAGR 将达到 36.49%。2025 年国内新能源汽车高性能钕铁硼需求量为 16500 吨，2021-2025 年国内新能源车高性能钕铁硼用量 CAGR 为 11.80%。

表 3：全球新能源汽车高性能钕铁硼需求量预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车产量(万台)	670.0	957.0	1322.0	1776.0	2325.0
平均高性能钕铁硼单耗(kg)	3	3	3	3	3
全球新能源汽车高性能钕铁硼需求量(吨)	20100	28710	39660	53280	69750
同比	106.54%	42.84%	38.14%	34.34%	30.91%
国内新能源车产量(万台)	352.1	407.5	440.6	478.5	550.0
平均高性能钕铁硼单耗(kg/辆)	3	3	3	3	3
国内新能源汽车高性能钕铁硼需求量(吨)	10563	12225	13218	14355	16500
同比	157.96%	15.73%	8.12%	8.60%	14.94%

数据来源：WIND，百川资讯，西南证券整理

风电是高性能钕铁硼磁材消费的主要市场。根据 GWEC 预测，未来五年将有 469GW 新增风电装机，我们假设每年新增风电装机量保持在 93.6GW 以上；据 Frost & Sullivan 预测，2025 年全球风电新增装机发电容量将达到约 112.2GW。

根据《风能北京宣言》，2021-2025 年国内年均新增风电装机量将保持在 50GW 以上，2021 年国内风电装机量 48GW。《中国可再生能源发展报告 2021》预计 2022 年国内新增风电装机达 56GW 以上。据 Frost & Sullivan 预测，2025 年中国风电新增装机发电容量将达到约 62.3GW。

我们假设直驱（半直驱）式风电机渗透率均逐步提高至 55%，根据产业信息网数据，平均 1MW 风电装机需要 0.67 吨高性能钕铁硼，我们测算，2025 年全球直驱式（半直驱式）高性能钕铁硼需求量为 41346 吨，2021-2025 年全球风电高性能钕铁硼 CAGR 为 11.28%。2025 年国内直驱式（半直驱式）高性能钕铁硼需求量为 22958 吨，2021-2025 年国内风电高性能钕铁硼 CAGR 为 13.51%。

**表 4：全球风能市场高性能钕铁硼需求量预测**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新增风电装机量 (GW)	93.6	103.8	93.8	98.8	112.2
直驱式 (半直驱式) 渗透率	43%	46%	49%	52%	55%
风电装机高性能钕铁硼用量 (吨/MW)	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
直驱式 (半直驱式) 高性能钕铁硼需求量 (吨)	26966	31991	30795	34422	41346
同比	4.05%	18.63%	-3.74%	11.78%	20.11%
中国新增风电装机量 (GW)	48	56	53	55	62.3
直驱式 (半直驱式) 渗透率	43%	46%	49%	52%	55%
风电装机高性能钕铁硼用量 (吨/MW)	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
直驱式 (半直驱式) 高性能钕铁硼需求量 (吨)	13829	17259	17400	19162	22958
同比	-10.73%	24.81%	-5.91%	10.13%	19.81%

数据来源：GWEC，国家能源局，百川资讯，西南证券整理

随着国内能效升级，高端变频空调将带动高性能钕铁硼需求量。根据产业在线网数据，2025 年高端变频空调渗透率将达到 70%，单台高端变频空调高性能钕铁硼用量约为 0.1kg，另外历史数据显示国内空调产量占比全球 80% 以上，我们假设国内空调占比为 80%。测算得到，2021-2025 年全球高端变频空调高性能钕铁硼需求量 CAGR 为 15.96%。

**表 5：全球高端变频空调高性能钕铁硼需求量预测**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内变频空调产量 (万台)	10708	12773	13540	14352	15213
高端变频空调渗透率	55.00%	60.00%	65.00%	68.00%	70.00%
高性能钕铁硼单耗 (kg/台)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
国内变频空调钕铁硼需求量 (吨)	5889	7664	8801	9759	10649
全球变频空调钕铁硼需求量 (吨)	7362	9580	11001	12199	13311
同比	36.38%	30.13%	14.83%	10.89%	9.12%

数据来源：WIND，产业在线，西南证券整理；注：高端变频空调渗透率为变频空调产量中一级、二级能效变频空调产量占比之和。

未来几年国内其余下游领域对高性能钕铁硼需求量也均保持快速增长趋势。据智研咨询数据，传统汽车 EPS 系统高性能钕铁硼用量 0.15kg/套，2021 年 EPS 渗透率为 82.0%，相比海外 90% 以上的 EPS 渗透率仍有提升空间，测算得到 2021-2025 年国内传统汽车钕铁硼需求量 CAGR 为 7.45%。根据产业信息网数据，一台工业机器人消耗约 25kg 高性能钕铁硼，测算得到 2021-2025 年国内工业机器人高性能钕铁硼用量 CAGR 为 19.75%。根据钕铁硼产业网数据，一台永磁同步拽引机消耗约 6kg 高性能钕铁硼，测算得到 2021-2025 年节能电梯高性能钕铁硼用量 CAGR 为 19.38%。综合以上测算，我们预计 2025 年国内高性能钕铁硼下游总需求量为 91338 吨，2021-2025 年 CAGR 为 15.44%。

**表 6：国内高性能钕铁硼需求量预测**

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国内高性能钕铁硼需求量 (吨)	51438	62089	68807	77954	91338
同比	28.29%	20.70%	10.82%	13.29%	17.17%
国内新能源汽车高性能钕铁硼需求量 (吨)	10563	12225	13218	14355	16500
同比	45.48%	35.00%	33.33%	30.56%	29.79%
直驱式 (半直驱式) 高性能钕铁硼需求量 (吨)	13829	17259	17400	19162	22958
同比	-10.73%	24.81%	0.82%	10.13%	19.81%
国内变频空调钕铁硼需求量 (吨)	5889	7664	8801	9759	10649
同比	36.38%	30.13%	14.83%	10.89%	9.12%
国内传统汽车产量 (万辆)	2301	2357	2415	2474	2704
EPS 渗透率	82%	86%	88%	90%	93%
EPS 高性能钕铁硼单耗 (kg/套)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
国内传统汽车钕铁硼需求 (吨)	2830	3023	3184	3347	3772
同比	3.74%	6.82%	5.32%	5.13%	12.69%
国内工业机器人产量 (台)	366000	438300	524882	628568	752736
高性能钕铁硼单耗 (kg/台)	25	25	25	25	25
工业机器人钕铁硼需求 (吨)	9150	10958	13122	15714	18818
同比	54.39%	19.75%	19.75%	19.75%	19.75%
电梯、自动扶梯级升降机构产量 (万台)	155	183	218	260	311
永磁同步拽引电梯渗透率	99%	100%	100%	100%	100%
高性能钕铁硼单耗 (kg/台)	6	6	6	6	6
节能电梯钕铁硼需求 (吨)	9177	10960	13083	15617	18641
同比	21.74%	20.57%	19.37%	19.37%	19.37%

数据来源：WIND，智研咨询，产业信息网，钕铁硼产业网，西南证券整理

## 3 盈利预测与估值

### 3.1 盈利预测

#### 关键假设：

我们把公司钕铁硼磁钢业务拆分成磁钢成品和毛坯及合金片，其中，磁钢成品我们按照下游应用领域拆分成新能源汽车及汽车零部件、风力发电、节能变频空调、机器人及智能制造、节能电梯、3C。

**新能源汽车及汽车零部件：**根据公司产能释放节奏，考虑到新能源汽车下游需求强烈，假设 2022-2024 年销量增速分别为 71%/35%/33%。根据原材料涨价趋势以及产能大幅提升相关成本增加较多，假设 2022-2024 年单吨售价均提高 2%，综合成本分别增长 80%/35%/32%，对应毛利率分别为 22.54%/24.01%/25.96%。

**风力发电：**根据公司产能释放节奏，考虑到风电需求强烈，假设 2022-2024 年销量增速分别为 63%/29%/27%。根据产品价格较为稳定以及产能大幅提升相关成本增加较多，假设 2022-2024 年单吨售价均提高 1%，综合成本分别增长 90%/21%/12%，对应毛利率分别为 23.49%/23.93%/25.51%。

**节能变频空调：**根据公司产能释放节奏，考虑到节能变频空调需求强烈，假设 2022-2024 年销量增速分别为 63%/29%/27%。根据产品价格较为稳定以及产能大幅提升相关成本增加较多，假设 2022-2024 年单吨售价均提高 1%，综合成本分别增长 60%/30%/25%，对应毛利率分别为 24.18%/24.11%/25.83%。

**机器人及智能制造：**根据公司产能释放节奏，考虑到特斯拉机器人未来需求有望快速增长，假设 2022-2024 年销量增速分别为 60%/26%/24%。根据产品价格稳定以及产能大幅提升相关成本增加较多，假设 2022-2024 年单吨售价保持不变，综合成本分别增长 70%/25%/20%，对应毛利率分别为 33.07%/33.64%/35.86%。

**节能电梯：**根据公司产能释放节奏，考虑到节能电梯需求强烈，假设 2022-2024 年销量增速分别为 60%/26%/23%。根据产品价格稳定以及产能大幅提升相关成本增加较多，假设 2022-2024 年单吨售价分别提高 0%/0%/1%，综合成本分别增长 60%/25%/20%，对应毛利率分别为 29.85%/30.46%/32.77%。

**3C：**根据公司产能释放节奏，考虑到 3C 电子下游需求快速增长，假设 2022-2024 年销量增速分别为 63%/29%/27%。根据产品价格稳定以及产能大幅提升相关成本增加较多，假设 2022-2024 年单吨售价分别提高 0%/0%/1%，综合成本分别增长 65%/25%/25%，对应毛利率分别为 26.94%/28.99%/30.59%。

**毛坯及合金片：**根据近几年数据，考虑到产能投放节奏，假设 2022-2024 年销量增速分别为 21%/26%/24%。根据产品价格稳定，假设 2022-2024 年单吨售价均提高 2%，单吨成本均增长 1%，对应毛利率分别为 3.90%/4.84%/5.77%。

**其他业务：**根据近 5 年数据，假设 2022-2024 年收入增速均为 1%，毛利率取过去 5 年平均值，对应毛利率分别为 25.65%/25.09%/25.85%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 7：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
钛铁硼磁钢	收入	3766.76	6332.58	8212.34	10393.89
	增速	64.58%	68.12%	29.68%	26.56%
	毛利率	21.32%	23.50%	24.09%	25.85%
1、磁钢成品	收入	3548.14	6232.12	8083.23	10230.29
	增速	58.19%	75.64%	29.70%	26.56%
	毛利率	22.97%	23.82%	24.40%	26.17%
-新能源汽车及汽车零部件	收入	1050.68	1836.63	2527.41	3424.24
	增速	222.73%	74.80%	37.61%	35.48%
	毛利率	24.77%	22.54%	24.01%	25.96%
-风力发电	收入	887.10	1746.80	2125.95	2431.53
	增速	0.92%	96.91%	21.71%	14.37%
	毛利率	20.70%	23.49%	23.93%	25.51%
-节能变频空调	收入	1400.09	2310.17	3000.79	3837.62
	增速	59.41%	65.00%	29.89%	27.89%
	毛利率	21.80%	24.18%	24.11%	25.83%
-机器人及智能制造	收入	60.12	96.30	121.42	150.73
	增速	25.10%	60.16%	26.09%	24.14%
	毛利率	36.94%	33.07%	33.64%	35.86%
-节能电梯	收入	95.72	153.30	193.29	239.93
	增速	34.91%	60.17%	26.08%	24.13%
	毛利率	29.78%	29.85%	30.46%	32.77%
-3C	收入	54.43	88.92	114.36	146.25
	增速	32.12%	63.37%	28.61%	27.89%
	毛利率	27.66%	26.94%	28.99%	30.59%
2、毛坯及合金片	收入	81.60	100.46	129.11	163.59
	增速	68.65%	23.11%	28.52%	26.71%
	毛利率	2.95%	3.90%	4.84%	5.77%
其他业务	收入	313.31	316.44	319.61	322.80
	增速	139.82%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	35.67%	25.65%	25.09%	25.85%
合计	收入	4080.07	6649.03	8531.95	10716.69
	增速	68.65%	62.96%	28.32%	25.61%
	毛利率	22.42%	23.60%	24.13%	25.85%

数据来源：wind, 西南证券

### 3.2 相对估值

公司历史 PE 估值平均水平为 60 倍，目前公司 PE 远低于历史平均水平。公司作为稀土永磁行业龙头，产品结构优秀，高牌号产品比例不断提高，并向众多下游新能源领域的龙头企业提供高性能及高性价比产品，量价可观，盈利能力强且优于同行，产能扩建速度行业领先，业绩弹性未来可期，估值有望持续上行。

**图 12：公司历史估值水平**


数据来源：wind，西南证券整理

我们选取了行业中与金力永磁业务最为相近的三家公司中科三环、宁波韵升、正海磁材，2022-2024 年平均 PE 为 22/16/13 倍。金力永磁未来最大的看点有两个：1) 公司作为国内稀土永磁材料龙头，产品结构优秀，高牌号产品比例不断提高，盈利能力持续提升；2) 公司募投项目产能大幅释放，下游新能源汽车及风电领域超预期增长，成长性较好。结合对标公司的估值和金力永磁历史估值水平以及目前金力永磁龙头地位和产能释放节奏，我们认为公司具有一定的估值溢价，给予公司 2023 年 35 倍 PE，对应目标价 50.75 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 8：可比公司估值（截止至 8.26 收盘价）**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000970.SZ	中科三环	16.03	0.37	0.68	0.91	1.16	28.30	23.55	17.58	13.85
600366.SH	宁波韵升	12.31	0.52	0.65	0.90	1.12	23.42	18.98	13.73	10.99
300224.SZ	正海磁材	14.47	0.32	0.58	0.83	1.01	33.21	24.88	17.42	14.34
平均值							28.31	22.47	16.24	13.06
000708.SZ	金力永磁	38.49	0.54	1.11	1.45	1.96	71.06	34.58	26.47	19.62

数据来源：wind，西南证券整理

## 4 风险提示

原材料价格波动，项目投产不达预期，下游需求不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4080.07	6649.03	8531.95	10716.69	净利润	453.82	932.65	1218.48	1643.38
营业成本	3165.13	5079.71	6473.55	7946.03	折旧与摊销	76.98	65.36	65.36	65.36
营业税金及附加	14.64	26.74	33.06	40.91	财务费用	81.46	122.62	135.97	162.88
销售费用	24.97	99.74	145.04	214.33	资产减值损失	-7.30	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	145.09	252.66	341.28	450.10	经营营运资本变动	-657.72	-1908.43	-1186.64	-1669.54
财务费用	81.46	122.62	135.97	162.88	其他	154.55	-19.51	-21.16	-19.00
资产减值损失	-7.30	-2.00	-2.00	-2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	101.79	-809.31	210.01	181.08
投资收益	14.53	18.08	18.44	18.81	资本支出	-525.92	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.57	2.72	3.01	3.17	其他	-126.63	22.32	20.94	22.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-652.54	42.32	20.94	22.15
<b>营业利润</b>	512.67	1090.35	1426.49	1926.41	短期借款	861.48	-52.11	156.78	344.38
其他非经营损益	-0.36	6.88	7.02	6.97	长期借款	144.37	50.00	50.00	50.00
<b>利润总额</b>	512.31	1097.23	1433.51	1933.38	股权融资	1114.50	200.00	0.00	0.00
所得税	58.49	164.58	215.03	290.01	支付股利	-86.34	-90.61	-186.22	-243.29
净利润	453.82	932.65	1218.48	1643.38	其他	-816.27	-174.89	-63.21	-135.84
少数股东损益	0.75	1.54	2.01	2.71	<b>筹资活动现金流净额</b>	1217.74	-67.62	-42.65	15.25
归属母公司股东净利润	453.07	931.10	1216.47	1640.66	<b>现金流量净额</b>	662.46	-834.60	188.29	218.47
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1499.51	664.90	853.19	1071.67	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1652.44	3161.44	4313.78	5831.52	销售收入增长率	68.78%	62.96%	28.32%	25.61%
存货	1324.20	2536.14	3105.31	3811.12	营业利润增长率	82.10%	112.68%	30.83%	35.05%
其他流动资产	88.82	87.07	110.79	131.63	净利润增长率	85.48%	105.51%	30.65%	34.87%
长期股权投资	3.50	3.50	3.50	3.50	EBITDA 增长率	61.65%	90.48%	27.34%	32.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1038.12	995.58	953.04	910.49	毛利率	22.42%	23.60%	24.13%	25.85%
无形资产和开发支出	197.23	156.99	136.75	116.51	三费率	6.16%	7.14%	7.29%	7.72%
其他非流动资产	246.97	244.39	241.82	239.24	净利率	11.12%	14.03%	14.28%	15.33%
<b>资产总计</b>	6050.78	7850.01	9718.18	12115.68	ROE	15.30%	23.30%	24.20%	25.54%
短期借款	1128.35	1076.24	1233.01	1577.40	ROA	7.50%	11.88%	12.54%	13.56%
应付和预收款项	1081.41	1847.46	2322.67	2839.77	ROIC	19.35%	23.24%	21.76%	23.23%
长期借款	411.81	461.81	511.81	561.81	EBITDA/销售收入	16.45%	19.23%	19.08%	20.11%
其他负债	462.87	461.74	615.66	701.60	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	3084.43	3847.25	4683.15	5680.58	总资产周转率	0.85	0.96	0.97	0.98
股本	710.97	836.43	836.43	836.43	固定资产周转率	6.81	10.04	13.77	18.57
资本公积	1291.96	1366.50	1366.50	1366.50	应收账款周转率	4.13	3.74	3.11	2.92
留存收益	989.87	1830.36	2860.61	4257.98	存货周转率	2.81	2.63	2.29	2.30
归属母公司股东权益	2965.40	4000.27	5030.52	6427.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.87%	—	—	—
少数股东权益	0.95	2.49	4.50	7.22	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	2966.35	4002.76	5035.02	6435.11	资产负债率	50.98%	49.01%	48.19%	46.89%
负债和股东权益合计	6050.78	7850.01	9718.18	12115.68	带息债务/总负债	49.93%	39.98%	37.26%	37.66%
					流动比率	1.78	1.98	2.09	2.20
					速动比率	1.26	1.20	1.32	1.43
					股利支付率	19.06%	9.73%	15.31%	14.83%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.54	1.11	1.45	1.96
					每股净资产	3.55	4.78	6.01	7.68
					每股经营现金	0.12	-0.97	0.25	0.22
					每股股利	0.10	0.11	0.22	0.29
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	671.11	1278.33	1627.82	2154.65					
PE	71.06	34.58	26.47	19.62					
PB	10.86	8.05	6.40	5.01					
PS	7.89	4.84	3.77	3.00					
EV/EBITDA	40.83	25.81	20.30	15.42					
股息率	0.27%	0.28%	0.58%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn