

产能加速释放, Q4 业绩有望高增

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年三季度报告, 2022 年 Q3 公司实现营业收入 19.1 亿元, 环比+6.4%; 归母净利润 2.2 亿元, 环比-25.7%; 扣非净利润 2.1 亿元, 环比-32.4%。
- **宏观层面:** 2022 年 Q3, 国内变频空调处于销售淡季但新能源汽车需求持续高增, 公司钕铁硼磁钢产品产销量保持稳定, 与 Q1、Q2 基本相当。
- **行业层面: 下游需求持续高增, Q4 价格有望趋稳。供需:** 据中汽协, 2022 年 Q3 中国新能源汽车产量为 206.2 万辆, 环比增长 50.8%; 据海关总署, 2022 年 7-8 月中国稀土矿进口量环比分别增长 4.3%、-53.4%, 原矿端供应偏紧叠加下游需求持续高增对稀土价格形成支撑。**库存:** 据亚洲金属网, 2022 年 1-9 月中国氧化镨钕生产商平均库存率 191.1%, 同比下滑 6.0%。
- **公司层面: Q3 业绩增长符合预期, 新能源汽车领域持续发力。价:** 稀土行业协会数据显示, 国内 Q3 氧化镨钕均价为 73.3 万元/吨, 环比下跌 19.5%; Q3 钕铁硼 N35 均价为 27.2 万元/吨, 环比下跌 3.2%, Q3 公司毛利率 18.6%, 环比下滑 3.8pct, 预计使用的还是 Q2 高价稀土所致。**量:** 2022 年预测钕铁硼磁钢销量为 1.8 万吨。其中, 新能源汽车领域 0.4 万吨, 节能变频空调 0.6 万吨, 风电领域 0.7 万吨。公司 7 月份赣州工厂例行检修, Q3 产销量与 Q1、Q2 基本相当, Q3 公司销量为 0.3 万吨。**财务指标:** 今年公司港股 IPO 的大部分募集资金已于 Q2 完成回境结汇, 因此 Q3 汇兑收益较二季度有所下降。
- **产能快速释放, Q4 业绩有望持续高增。** 目前公司的毛坯产能为 23000 吨/年。包头一期 8000 吨/年的高性能稀土永磁材料项目已于 6 月达产, 但三季度产能尚未饱和, 公司 2025 年远期产能将达到 40000 吨/年。随着生产经营的有序推进以及包头工厂一期项目产能持续爬坡, 预估四季度销量为 0.5 万吨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 10.3/12.8/16.4 亿元, 对应 PE 分别为 26/21/17。我们给予公司 2023 年 30 倍 PE, 对应目标价 45.60 元, 维持“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	7335.44	9868.46	12553.38
增长率	68.78%	79.79%	34.53%	27.21%
归属母公司净利润(百万元)	453.07	1026.93	1275.32	1639.63
增长率	85.32%	126.66%	24.19%	28.57%
每股收益 EPS(元)	0.54	1.23	1.52	1.96
净资产收益率 ROE	15.30%	25.10%	24.70%	25.04%
PE	60	26	21	17
PB	9.17	6.64	5.26	4.15

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)	271.92
总资产(亿元)	60.51
每股净资产(元)	4.17

相关研究

1. 金力永磁(300748): 特斯拉机器人全球首秀, 催化稀土永磁新市场 (2022-10-10)
2. 金力永磁(300748): 业绩增长超预期, 新能源汽车业务增速亮眼 (2022-08-30)

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 43%/54%/28%。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 年单吨售价分别提高 49%/-10%/2%，综合成本分别增长 100%/35%/30%，对应毛利率分别为 29.4%/31.4%/31.6%。

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 36%/54%/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 年单吨售价分别提高 38%/-14%/1%，综合成本分别增长 100%/30%/25%，对应毛利率分别为 15.8%/17.5%/19.4%。

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 36%/53%/25%。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 年单吨售价分别提高 42%/-12%/1%，综合成本分别增长 100%/35%/25%，对应毛利率分别为 19.2%/18.8%/19.8%。

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 35%/51%/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 年单吨售价均为 55 万元，综合成本分别增长 70%/30%/20%，对应毛利率分别为 33.0%/42.4%/44.3%。

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 34%/51%/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 15.9%/30.5%/32.8%。

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 36%/54%/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 12.4%/29.0%/30.6%。

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 -55%/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 3.9%/4.8%/5.8%。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
钕铁硼磁钢	收入	3766.8	7019.0	9548.9	12230.6
	增速	64.6%	86.3%	36.0%	28.1%
	毛利率	21.3%	21.5%	23.1%	24.2%
1、磁钢成品	收入	3548.1	6918.5	9419.7	12067.0
	增速	58.2%	95.0%	36.2%	28.1%
	毛利率	23.0%	21.7%	23.4%	24.4%
新能源汽车及汽车零部件	收入	1050.7	2240.0	3109.2	4055.0
	增速	222.7%	113.2%	38.8%	30.4%
	毛利率	24.8%	29.4%	31.4%	31.6%
风力发电	收入	887.1	1671.7	2217.3	2835.6
	增速	0.9%	88.4%	32.6%	27.9%
	毛利率	20.7%	15.8%	17.5%	19.4%
节能变频空调	收入	1400.1	2708.7	3640.2	4609.7
	增速	59.4%	93.5%	34.4%	26.6%
	毛利率	21.8%	19.2%	18.8%	19.8%
机器人及智能制造	收入	60.1	96.2	145.4	180.5
	增速	25.1%	60.0%	51.2%	24.1%
	毛利率	36.9%	33.0%	42.4%	44.3%
节能电梯	收入	95.7	127.8	193.3	239.9
	增速	34.9%	33.6%	51.2%	24.1%
	毛利率	29.8%	15.9%	30.5%	32.8%
3C	收入	54.4	74.1	114.4	146.3
	增速	32.1%	36.2%	54.2%	27.9%
	毛利率	27.7%	12.4%	29.0%	30.6%
2、毛坯及合金片	收入	218.7	100.5	129.2	163.6
	增速	351.8%	-54.0%	28.5%	26.7%
	毛利率	2.9%	3.9%	4.8%	5.8%
其他业务	收入	313.3	316.4	319.6	322.8
	增速	139.8%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	35.7%	25.7%	25.1%	25.9%
合计	收入	4080.1	7335.4	9868.5	12553.4
	增速	68.6%	79.8%	34.5%	27.2%
	毛利率	22.4%	21.7%	23.2%	24.2%

数据来源：wind, 西南证券整理

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 1：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 19/14/11 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 30 倍 PE，对应目标价 45.60 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值 (截止至 10.25 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	13.60	0.37	0.71	0.94	1.18	24.01	19.22	14.50	11.51
600366.SH	宁波韵升	10.87	0.52	0.65	0.90	1.12	20.68	16.76	12.13	9.70
300224.SZ	正海磁材	12.72	0.32	0.58	0.83	1.01	29.20	21.87	15.31	12.61
平均值							24.63	19.28	13.98	11.27
000708.SZ	金力永磁	32.51	0.54	1.23	1.52	1.96	60.02	26.48	21.32	16.58

数据来源：wind，西南证券整理

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	7335.44	9868.46	12553.38	净利润	453.82	1028.63	1277.43	1642.34
营业成本	3165.13	5746.05	7580.70	9512.30	折旧与摊销	76.98	65.36	65.36	65.36
营业税金及附加	14.64	44.01	69.08	87.87	财务费用	81.46	100.83	154.17	210.92
销售费用	24.97	73.35	197.37	338.94	资产减值损失	-7.30	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	145.09	190.72	394.74	502.14	经营营运资本变动	-657.22	-1159.87	-1101.30	-1305.65
财务费用	81.46	100.83	154.17	210.92	其他	154.05	-18.32	-21.43	-18.82
资产减值损失	-7.30	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	101.79	14.63	372.23	592.14
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	投资活动现金流净额	-652.54	42.32	20.94	22.15
营业利润	512.67	1203.27	1495.85	1925.20	短期借款	861.48	-829.20	96.93	43.14
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
利润总额	512.31	1210.15	1502.86	1932.17	股权融资	1114.50	200.00	0.00	0.00
所得税	58.49	181.52	225.43	289.83	支付股利	-86.34	-90.61	-205.39	-255.06
净利润	453.82	1028.63	1277.43	1642.34	其他	-816.27	-153.10	-81.41	-183.88
少数股东损益	0.75	1.70	2.11	2.71	筹资活动现金流净额	1217.74	-822.92	-139.87	-345.80
归属母公司股东净利润	453.07	1026.93	1275.32	1639.63	现金流量净额	662.46	-765.96	253.30	268.49
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	733.54	986.85	1255.34	成长能力				
应收和预付款项	1652.44	2683.14	3609.65	4637.54	销售收入增长率	68.78%	79.79%	34.53%	27.21%
存货	1324.20	2869.31	3636.73	4753.17	营业利润增长率	82.10%	134.71%	24.32%	28.70%
其他流动资产	88.82	95.47	127.17	153.16	净利润增长率	85.48%	126.66%	24.19%	28.57%
长期股权投资	3.50	3.50	3.50	3.50	EBITDA 增长率	61.65%	104.06%	25.26%	28.34%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1038.12	995.58	953.04	910.49	毛利率	22.42%	21.67%	23.18%	24.23%
无形资产和开发支出	197.23	156.99	136.75	116.51	三费率	6.16%	4.97%	7.56%	8.38%
其他非流动资产	246.97	244.39	241.82	239.24	净利率	11.12%	14.02%	12.94%	13.08%
资产总计	6050.78	7781.92	9695.50	12068.95	ROE	15.30%	25.10%	24.70%	25.04%
短期借款	1128.35	299.15	396.08	439.21	ROA	7.50%	13.22%	13.18%	13.61%
应付和预收款项	1081.41	2408.43	2956.88	3745.61	ROIC	19.35%	27.07%	25.91%	26.76%
长期借款	411.81	461.81	511.81	561.81	EBITDA/销售收入	16.45%	18.67%	17.38%	17.54%
其他负债	462.87	513.79	659.94	764.25	营运能力				
负债合计	3084.43	3683.18	4524.71	5510.88	总资产周转率	0.85	1.06	1.13	1.15
股本	710.97	836.43	836.43	836.43	固定资产周转率	6.81	11.08	15.92	21.75
资本公积	1291.96	1366.50	1366.50	1366.50	应收账款周转率	4.13	4.47	4.10	3.85
留存收益	989.87	1926.18	2996.12	4380.69	存货周转率	2.81	2.74	2.33	2.27
归属母公司股东权益	2965.40	4096.09	5166.03	6550.60	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	2.65	4.76	7.47	资本结构				
股东权益合计	2966.35	4098.74	5170.79	6558.07	资产负债率	50.98%	47.33%	46.67%	45.66%
负债和股东权益合计	6050.78	7781.92	9695.50	12068.95	带息债务/总负债	49.93%	20.66%	20.07%	18.16%
					流动比率	1.78	2.07	2.17	2.27
					速动比率	1.26	1.14	1.23	1.27
					股利支付率	19.06%	8.82%	16.10%	15.56%
					每股指标				
					每股收益	0.54	1.23	1.52	1.96
					每股净资产	3.55	4.90	6.18	7.83
					每股经营现金	0.12	0.02	0.45	0.71
					每股股利	0.10	0.11	0.25	0.30
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	671.11	1369.46	1715.38	2201.47					
PE	60.02	26.48	21.32	16.58					
PB	9.17	6.64	5.26	4.15					
PS	6.66	3.71	2.76	2.17					
EV/EBITDA	34.50	19.82	15.79	12.22					
股息率	0.32%	0.33%	0.76%	0.94%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@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	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn