

2023年08月30日

金力永磁 (300748.SZ)

公司快报

稀土价格下跌压制利润，降本产量持续提升

投资要点

- ◆ **事件:**8月25日公司发布2023年半年度报告。2023年H1公司实现营业收入34.30亿元，同比提升3.82%；实现归母净利润3.33亿元，同比减少28.29%。单季度来看，二季度公司实现营业收入17.79亿元，环比提升7.81%；实现归母净利润1.54亿元，环比减少13.48%。上半年公司因发行H股实现汇兑收益1.3亿元，剔除汇兑收益影响后，公司发展情况平稳。
- ◆ **稀土价格持续下跌，公司毛利率逆势提升。**根据Wind数据显示，2023年1-6月国内氧化镨钕均价分别为72.25、70.55、59.65、49.75、46.75、49.50万元/吨，分别同比下滑21.47%、31.44%、41.80%、42.32%、49.60%、47.89%。公司为应对稀土价格大幅波动，采用谨慎的稀土原材料采购和库存策略，加大研发投入，优化配方，实现降本增效。二季度公司毛利率达到16.17%，环比提升0.93pct，较2022四季度9.76%已明显改善。
- ◆ **晶界渗透技术降低成本，提升公司盈利能力。**晶界渗透技术是指通过降低钕铁硼磁材中中重稀土镨和铽的用量，仍可维持其性能的一种降本技术。根据公司2020年年报，晶界渗透技术可以减少50%-70%的中重稀土用量。公司具备行业领先的晶界渗透技术，2023年半年度，公司使用晶界渗透技术生产5,755吨稀土永磁材料，同比提升38.36%，占公司产量总量86.03%，其中超高牌号产品产量3,170吨。
- ◆ **公司扩产项目陆续推进，规划到2025年高性能钕铁硼产能将达到40000吨。**目前公司具备23000吨钕铁硼毛胚产能。包头“年产12000吨高性能稀土永磁材料基地项目（二期）项目”和宁波“年产3,000吨高端磁材及1亿台套组件项目”正在按计划建设。赣州“高效节能电机用磁材基地项目”已取得赣州经开区施工许可证，达产后将形成年产2000吨磁性材料及2万吨磁材表面处理能力。规划到2025年公司将达到40000吨高性能稀土永磁材料产能。公司墨西哥“废旧磁钢综合利用项目”实施主体已获得注册登记手续并取得登记证书，项目达产后将具备年处理5000吨废旧磁钢综合利用及配套和年产3000吨高端磁材产品的生产能力。
- ◆ **人形机器人市场蓄势待发，稀土磁材迎来新催化。**二季度北上深等城市陆续发布文件，支持机器人产业发展。高性能钕铁硼磁材是人形机器人伺服电机的核心材料。根据文硕资讯数据，特斯拉人形机器人每台需要3.5kg高性能钕铁硼磁材。根据马斯克发言，特斯拉人形机器人将在3-5年量产上市，产量将达到百万台。假设2025年特斯拉人形机器人产量达到100万台，按每台3.5kg高性能钕铁硼磁材测算，对应高性能钕铁硼磁材需求将达到3500吨。公司在机器人及工业伺服电机领域深耕多年，具备身后的技术积累，上半年该领域营收达到1.11亿元。
- ◆ **投资建议:**双碳背景下，钕铁硼磁材终端新能源产业快速发展。公司产品已被比亚迪、特斯拉在内的全球十大新能源汽车生产商采用。未来公司在建产能将逐步释放，带动公司业绩持续提升。我们预测公司2023-2025年营业收入将分别达到81.13、100.82、113.95亿元，增速分别为13.2%、24.3%、13.0%；归母净利润分别达到

有色金属 | 稀土及磁性材料III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2023-08-29)

17.36元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 23,306.50 |
| 流通市值(百万元) | 19,629.78 |
| 总股本(百万股) | 1,342.54 |
| 流通股本(百万股) | 1,130.75 |
| 12个月价格区间 | 37.72/16.57 |

一年股价表现



资料来源：聚源

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|--------|
| 相对收益 | 4.27 | 5.29 | -19.63 |
| 绝对收益 | -0.8 | 4.15 | -26.95 |

分析师

席钊耀

 SAC执业证书编号: S0910523030002
 xiqian Yao@huajinsec.cn

相关报告

7.52、9.46、10.97 亿元，增速分别为 7.1%、25.8%、15.9%；对应 PE 分别为 31.0、24.6、21.2 倍，首次覆盖给予增持-B 建议。

◆ **风险提示：**1) 原材料价格大幅波动；2) 扩产项目进度不及预期；3) 下游产业景气度下降。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,080 | 7,165 | 8,113 | 10,082 | 11,395 |
| YoY(%) | 68.8 | 75.6 | 13.2 | 24.3 | 13.0 |
| 净利润(百万元) | 453 | 703 | 752 | 946 | 1,097 |
| YoY(%) | 85.3 | 55.1 | 7.1 | 25.8 | 15.9 |
| 毛利率(%) | 22.4 | 16.2 | 15.9 | 16.4 | 16.6 |
| EPS(摊薄/元) | 0.34 | 0.52 | 0.56 | 0.70 | 0.82 |
| ROE(%) | 15.3 | 10.4 | 10.3 | 12.0 | 12.7 |
| P/E(倍) | 51.4 | 33.2 | 31.0 | 24.6 | 21.2 |
| P/B(倍) | 7.9 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.7 |
| 净利率(%) | 11.1 | 9.8 | 9.3 | 9.4 | 9.6 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

钕铁硼磁材业务：公司是国内高性能钕铁硼磁材龙头企业，高性能钕铁硼永磁毛坯年产能达到 23,000 吨，产品已广泛应用于新能源汽车、变频空调、光伏等领域。上半年公司在新能源汽车领域收入达到 16.30 亿元，在变频空调领域收入达到 7.59 亿元；在风力发电领域收入 3.09 亿元。目前公司订单充足，产能利用率维持较高水平，在新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调领域的订单及销售量均有增加。同时，公司也将积极开拓 3C、轨道交通等领域市场，优化产品结构和客户结构。预计 2023-2025 年公司钕铁硼磁材营收增速将分别达到 15.29%、26.65%、11.41%。稀土作为钕铁硼磁材上游，价格下跌直接导致磁材毛利率承压。随着中央政治局会议提出提振对汽车、家具等行业的消费，稀土磁材终端需求有望迎来回升，预计 2023-2025 年公司钕铁硼磁材毛利率将分别达到 14.83%、15.30%、15.40%。

表 1：分产品预测（单位：亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 钕铁硼磁材 | | | | | | |
| 收入 | 22.87 | 37.67 | 60.83 | 70.13 | 88.82 | 98.95 |
| 增速 | 40.31% | 64.71% | 61.48% | 15.29% | 26.65% | 11.41% |
| 毛利率 | 23.81% | 21.32% | 15.10% | 14.83% | 15.30% | 15.40% |
| 其他业务 | | | | | | |
| 收入 | 1.28 | 3.13 | 10.82 | 11.00 | 12.00 | 15.00 |
| 增速 | 91.04% | 144.53% | 245.69% | 1.63% | 9.09% | 25.00% |
| 毛利率 | 23.44% | 35.78% | 22.27% | 22.54% | 23.00% | 24.00% |
| 合计 | | | | | | |
| 收入 | 24.17 | 40.80 | 71.65 | 81.13 | 100.82 | 113.95 |
| 增速 | 42.43% | 68.80% | 75.61% | 13.23% | 24.27% | 13.02% |
| 毛利率 | 23.77% | 22.42% | 16.18% | 15.88% | 16.22% | 16.53% |

资料来源：华金证券研究所

二、可比公司估值

我们选取钕铁硼磁材相关公司中科三环、正海磁材、大地熊、宁波韵升作为可比公司。可比公司 2023-2025 年平均 PE 估值为 19.31、14.11、11.02 倍。公司作为高性能钕铁硼龙头企业，产品已进入全球知名新能源汽车、空调、光伏等品牌企业中，产能规模在未来两年将逐步扩大。随着新能源汽车渗透率提升，以及机器人产业化落地，公司业绩也将逐步提升。

表 2：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股价/元 | 市值/亿元 | EPS/元 | | | PE | | |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 000970.SZ | 中科三环 | 10.89 | 132.39 | 0.59 | 0.74 | 0.86 | 18.58 | 14.72 | 12.71 |
| 300224.SZ | 正海磁材 | 11.74 | 96.29 | 0.65 | 0.86 | 1.12 | 17.97 | 13.66 | 10.50 |
| 688077.SH | 大地熊 | 24.94 | 28.20 | 0.97 | 1.60 | 2.22 | 25.64 | 15.58 | 11.24 |
| 600366.SH | 宁波韵升 | 7.44 | 82.76 | 0.49 | 0.60 | 0.77 | 15.06 | 12.47 | 9.62 |
| | 平均值 | | | | | | 19.31 | 14.11 | 11.02 |
| 300748.SZ | 金力永磁 | 17.36 | 233.06 | 0.56 | 0.70 | 0.82 | 29.6 | 23.5 | 20.3 |

资料来源：Wind，华金证券研究所（可比公司数据来自 Wind 一致预期，截至日期 2023 年 8 月 29 日）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4565 | 9127 | 8177 | 10898 | 10304 |
| 现金 | 1500 | 4130 | 3890 | 3811 | 4620 |
| 应收票据及应收账款 | 1615 | 2741 | 2191 | 3938 | 2989 |
| 预付账款 | 35 | 37 | 44 | 56 | 58 |
| 存货 | 1324 | 1931 | 1768 | 2801 | 2352 |
| 其他流动资产 | 91 | 288 | 282 | 292 | 285 |
| 非流动资产 | 1486 | 2093 | 2250 | 2636 | 2834 |
| 长期投资 | 3 | 5 | 5 | 5 | 4 |
| 固定资产 | 684 | 1312 | 1486 | 1827 | 1996 |
| 无形资产 | 197 | 218 | 249 | 286 | 331 |
| 其他非流动资产 | 602 | 559 | 511 | 518 | 504 |
| 资产总计 | 6051 | 11220 | 10427 | 13534 | 13138 |
| 流动负债 | 2568 | 4111 | 2766 | 4952 | 3530 |
| 短期借款 | 1128 | 945 | 945 | 945 | 945 |
| 应付票据及应付账款 | 1018 | 2603 | 1512 | 3571 | 2161 |
| 其他流动负债 | 422 | 562 | 309 | 435 | 423 |
| 非流动负债 | 516 | 321 | 335 | 650 | 923 |
| 长期借款 | 412 | 200 | 221 | 335 | 309 |
| 其他非流动负债 | 105 | 121 | 114 | 314 | 614 |
| 负债合计 | 3084 | 4433 | 3101 | 5602 | 4453 |
| 少数股东权益 | 1 | 3 | 5 | 7 | 9 |
| 股本 | 711 | 838 | 1343 | 1343 | 1343 |
| 资本公积 | 1292 | 4475 | 3972 | 3972 | 3972 |
| 留存收益 | 990 | 1483 | 1979 | 2605 | 3335 |
| 归属母公司股东权益 | 2965 | 6785 | 7321 | 7925 | 8676 |
| 负债和股东权益 | 6051 | 11220 | 10427 | 13534 | 13138 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 102 | 310 | 397 | 366 | 1159 |
| 净利润 | 454 | 705 | 754 | 948 | 1100 |
| 折旧摊销 | 77 | 109 | 121 | 149 | 182 |
| 财务费用 | 81 | -154 | -81 | -63 | -69 |
| 投资损失 | -15 | 11 | -13 | -13 | -18 |
| 营运资金变动 | -590 | -504 | -385 | -657 | -37 |
| 其他经营现金流 | 94 | 144 | 1 | 1 | 2 |
| 投资活动现金流 | -653 | -754 | -266 | -522 | -364 |
| 筹资活动现金流 | 1218 | 2436 | -371 | 77 | 14 |

每股指标 (元)

| | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.34 | 0.52 | 0.56 | 0.70 | 0.82 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.08 | 0.23 | 0.30 | 0.27 | 0.86 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.21 | 5.05 | 5.45 | 5.90 | 6.46 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4080 | 7165 | 8113 | 10082 | 11395 |
| 营业成本 | 3165 | 6006 | 6825 | 8430 | 9508 |
| 营业税金及附加 | 15 | 25 | 29 | 36 | 41 |
| 营业费用 | 25 | 36 | 25 | 38 | 44 |
| 管理费用 | 145 | 148 | 120 | 143 | 159 |
| 研发费用 | 160 | 337 | 411 | 504 | 570 |
| 财务费用 | 81 | -154 | -81 | -63 | -69 |
| 资产减值损失 | -8 | -22 | -21 | -28 | -31 |
| 公允价值变动收益 | 5 | -10 | -1 | -2 | -2 |
| 投资净收益 | 15 | -11 | 13 | 13 | 18 |
| 营业利润 | 513 | 769 | 821 | 1030 | 1191 |
| 营业外收入 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 512 | 767 | 820 | 1029 | 1190 |
| 所得税 | 58 | 62 | 66 | 80 | 90 |
| 税后利润 | 454 | 705 | 754 | 948 | 1100 |
| 少数股东损益 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 归属母公司净利润 | 453 | 703 | 752 | 946 | 1097 |
| EBITDA | 640 | 822 | 885 | 1128 | 1313 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 68.8 | 75.6 | 13.2 | 24.3 | 13.0 |
| 营业利润(%) | 82.1 | 50.0 | 6.8 | 25.5 | 15.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 85.3 | 55.1 | 7.1 | 25.8 | 15.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 22.4 | 16.2 | 15.9 | 16.4 | 16.6 |
| 净利率(%) | 11.1 | 9.8 | 9.3 | 9.4 | 9.6 |
| ROE(%) | 15.3 | 10.4 | 10.3 | 12.0 | 12.7 |
| ROIC(%) | 10.5 | 8.0 | 8.2 | 9.5 | 9.9 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 51.0 | 39.5 | 29.7 | 41.4 | 33.9 |
| 流动比率 | 1.8 | 2.2 | 3.0 | 2.2 | 2.9 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.7 | 2.3 | 1.6 | 2.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 应收账款周转率 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 应付账款周转率 | 3.9 | 3.3 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 51.4 | 33.2 | 31.0 | 24.6 | 21.2 |
| P/B | 7.9 | 3.4 | 3.2 | 2.9 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 36.8 | 24.9 | 23.2 | 18.6 | 15.6 |

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

席钊耀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn