

# 磁材行业龙头，高增需求接踵而至

华泰研究

首次覆盖

2024年2月29日 | 中国内地/中国香港 其他金属非金属新材料及加工

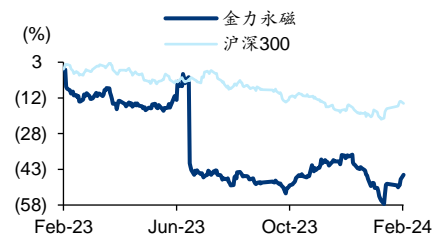
	6680 HK	300748 CH
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	港币: 9.14	人民币: 19.72

研究员	李斌
SAC No. S0570517050001	libin@htsc.com
SFC No. BPN269	+(86) 10 6321 1166
研究员	马晓晨
SAC No. S0570522030001	maxiaochen@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

(港币/人民币)	6680 HK	300748 CH
目标价	9.14	19.72
收盘价(截至2月26日)	7.19	17.71
市值(百万)	9,669	23,816
6个月平均日成交额(百万)	4.98	236.93
52周价格范围	6.37-26.20	13.67-32.22
BVPS	5.27	5.26

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 全球高性能钕铁硼行业龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为高性能钕铁硼行业的龙头生产商，产能、盈利能力等方面均处于行业领先。我们坚定看好新能源领域需求回暖对公司业绩增长的支撑，此外人形机器人的加速落地为钕铁硼行业远期需求打开空间，公司积极布局人形机器人领域业务，有望成为业绩新增长极。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 7.06/11.44/15.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.85/1.12 元。24 年可比公司 Wind 一致预期 PE18.58X，考虑到公司钕铁硼产能从 23 年的 2.3 万吨将增长至 24 年的 3.8 万吨，我们给予公司 24 年 23.2X PE。公司近三个月 A/H 平均溢价为 134.4%，基于 2024 年 2 月 26 日港元兑人民币汇率 0.92，对应 A/H 目标价分别为 19.72 元/9.14 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 公司技术水平及盈利能力均处于行业领先

公司深耕于高性能钕铁硼行业十余年，形成了以晶界渗透为核心的专利技术体系，该技术能够有效降低永磁材料对于中重稀土约 50%-70% 的消耗，实现成本的节约。与此同时公司通过引入产业链上下游企业的战略投资实现对供应链及产品下游销售的深入绑定，资源整合能力出众。技术及产业链优势下，公司业绩优异，2022 年营收和归母净利润分别达到 71.65、7.03 亿元，营收、利润及毛利率等多项指标均为行业领先水平。

## 公司加快产能建设，新能源、机器人等领域有望引领产品需求再提速

截止 2023Q3，公司拥有高性能钕铁硼毛坯产能 2.3 万吨，2024 年总产能有望达到 3.8 万吨，新增产能的顺利释放对业绩增长提供有力支撑。公司积极布局下游组件业务，分别在宁波和墨西哥建设组件产能，实现产业链延伸。产品结构方面，公司较早切入新能源汽车领域，该领域营收占公司钕铁硼业务比例从 2016 年的 10.16% 上升至 2022 年的 47.49%。此外公司计划在墨西哥建设一百万套/台磁组件项目将主要用于下游人形机器人领域应用，公司产品需求有望在人形机器人等领域带动下再提速。

## 新兴行业驱动钕铁硼需求增长，行业供需紧缺格局或延续

高性能钕铁硼永磁材料受新能源汽车、风力发电、节能电梯等多领域驱动，需求端快速增长，供需面临较大缺口。我们预计 2025 年全球高性能钕铁硼需求量或达到 16.68 万吨，供给端积极扩产情况下，供需缺口比例仍有可能扩大至 -22.1%。同时人形机器人加快落地速度，其伺服电机对高性能钕铁硼的需求有望在未来 3-5 年迎来爆发，长期高性能钕铁硼行业大概率延续需求高增格局。

风险提示：稀土价格波动加剧，公司新增产能投放不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	4,080	7,165	7,110	9,964	12,471
+/-%	68.78	75.61	(0.77)	40.14	25.16
归属母公司净利润 (人民币百万)	453.07	702.69	705.56	1,144	1,505
+/-%	85.32	55.09	0.41	62.17	31.52
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.34	0.52	0.52	0.85	1.12
ROE (%)	19.99	14.41	10.04	14.92	17.41
PE (倍)	52.57	33.89	33.75	20.81	15.83
PB (倍)	8.03	3.51	3.27	2.95	2.58
EV EBITDA (倍)	34.30	21.34	21.48	13.26	9.49

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>3</b>
投资逻辑.....	3
与市场不同观点.....	3
<b>金力永磁：全球高端永磁行业龙头，新能源浪潮中扬帆起航</b> .....	<b>4</b>
引入产业链战略股东，彰显卓越资源整合能力.....	4
专注高性能钕铁硼磁材领域，产品结构逐步实现多样化.....	6
公司盈利能力保持稳定，新能源带动业绩持续增长.....	7
<b>行业：新能源驱动行业需求增长，机器人领域有望成为新引擎</b> .....	<b>11</b>
高性能钕铁硼磁材性能优异，下游应用广泛.....	11
电动化、节能化大幅提升行业需求，机器人将注入行业新动力.....	12
高性能稀土永磁行业呈现高集中度、高技术壁垒的竞争格局.....	13
<b>护城河：技术优势铸就坚固护城河，布局新兴产业迎接需求蓝海</b> .....	<b>15</b>
晶界渗透技术有效降本，产品成本优势显著.....	15
高客户粘性助力公司在新兴赛道持续高增长.....	17
资源整合保障稀土供应安全.....	18
<b>盈利预测与估值：</b> .....	<b>19</b>
盈利预测.....	19
估值：给予“买入”评级.....	21
风险提示.....	21

## 投资要点

### 投资逻辑

- 1) **公司技术水平及盈利能力均处于行业领先。**公司掌握晶界渗透技术能够有效降低永磁材料对于中重稀土约 50%-70% 的消耗，实现成本的节约。此外公司通过引入产业链上下游企业的战略投资实现对供应链及产品下游销售的深入绑定，资源整合能力出众。技术及产业链优势下，公司盈利能力处于行业领先水平。
- 2) **公司加快产能建设，新能源、机器人等领域有望引领产品需求再提速。**公司目前拥有高性能钕铁硼毛坯产能 2.3 万吨，包头二期 1.2 万吨及宁波 3000 吨产能建成投产后，总产能达到 3.8 万吨。公司较早切入新能源汽车领域，该领域营收占公司钕铁硼业务比例从 2016 年的 10.16% 上升至 2022 年的 47.49%。此外公司计划在墨西哥建设一百万套/台磁组件项目将主要用于下游人形机器人领域应用，公司产品需求有望在人形机器人等领域带动下再提速。
- 3) **新兴行业驱动钕铁硼需求增长，行业供需紧缺格局或延续。**高性能钕铁硼永磁材料在新兴产业驱动下，需求端快速增长，供需面临较大缺口。我们预计 2025 年全球高性能钕铁硼需求量或达到 16.68 万吨，供给端积极扩产情况下，供需缺口比例仍有可能扩大至 -22.1%。同时人形机器人加快落地速度，其伺服电机对高性能钕铁硼的需求有望在未来 3-5 年迎来爆发，长期高性能钕铁硼行业大概率延续需求高增格局。

### 与市场不同观点

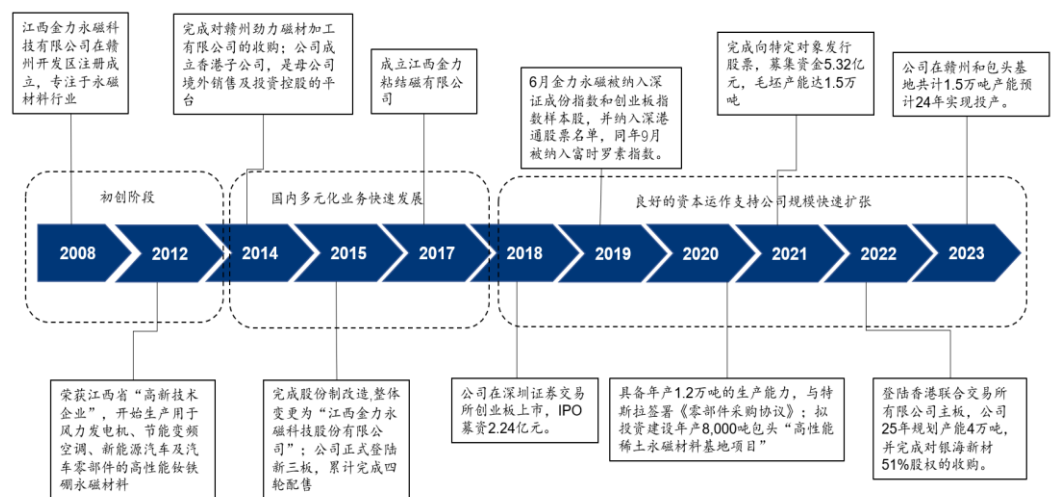
- 1) **高性能钕铁硼供需偏紧格局延续，预计产品售价企稳回升。**近期原料端稀土供需过剩加剧，价格回落明显，市场认为钕铁硼价格在原料因素影响下，反弹动力不足。但我们认为高性能钕铁硼的供需缺口改善预期短期内难以实现，供需缺口或持续扩大，这将对钕铁硼价格提供较强支撑，因此我们判断 24/25 年钕铁硼价格有望呈现稳中有升趋势。
- 2) **组件及磁材回收等非钕铁硼业务发展或超市场预期。**公司近期积极拓展磁组件产能，根据公司公告，宁波一亿台/套组件项目将于 24 年实现投产，该项目将主要用于生产 3C 领域组件产品；并规划建设“墨西哥 100 万台/套磁组件项目”，产品将主要用于机器人等领域；此外公司还通过收购银海新材进军磁材回收行业。产业链的向上、向下延伸举措将对公司非钕铁硼业务增长做出较大贡献，我们预计公司其他业务发展有望实现超预期增长。

## 金力永磁：全球高端永磁行业龙头，新能源浪潮中扬帆起航 引入产业链战略股东，彰显卓越资源整合能力

公司通过引入战略股东，率先切入风电领域，后逐步实现产品多样化。公司前身金力有限公司在 2008 年 8 月 19 日成立于江西赣州开发区，是一家专注于高性能钕铁硼永磁材料领域，集研发、生产、销售为一体的高新技术公司。公司成立后，经过为期一年的团队建设及初步研发，于 2009 年实现成功投产，并在同年引入风电龙头金风科技和稀土供应商赣州稀土矿业两大战略股东，实现供应链及下游客户的深入绑定。2010 年公司正式成为金风科技供应商，此后公司陆续开始布局变频空调、汽车、节能电梯等领域，并均取得快速增长。

借资本市场东风，实现产能迅速扩张。2015 年公司完成股改，并于同年 12 月 18 日登陆新三板，2018 年 9 月在深交所正式上市，2022 年在 H 股上市后，成为稀土永磁行业第一家“A+H”上市公司。凭借资本市场支持，近几年来公司产能实现快速扩张，高性能钕铁硼毛坯产能从上市之初的 6000 吨上升至 2.3 万吨，产能分别位于赣州和包头的两个生产基地，此外当前还有在建项目 1.5 万吨，根据公司公告将于 2024 年投产，预计 2025 年实现总计毛坯产能 4 万吨。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：公司主要产能规划

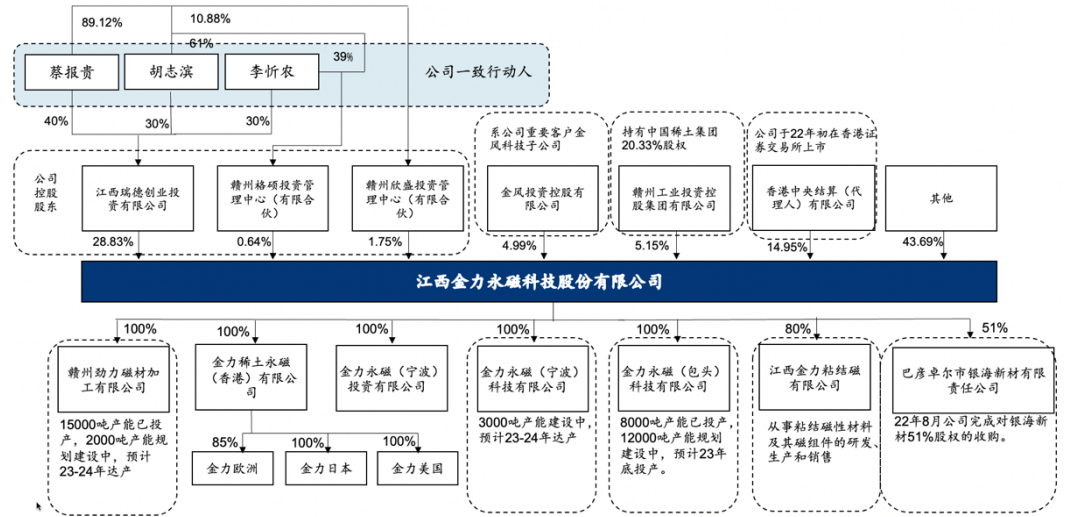
年份	年底毛坯产能数量 (吨)	主要投产项目名称	新增项目产能 (吨)	达产时间
2018	7000			
2019	10000	赣州 4000 吨高性能电机磁钢	赣州: 4000	
2020	15000	赣州年产 1300 吨高性能磁钢	赣州: 1300	2020 年 2 月
2021	15000			
2022	23000	包头 8000 吨高性能稀土永磁材料基地	包头: 8000	2022 年 6 月
2023	23000			
2024E	38000	1. 宁波 3000 吨高端磁材及一亿台/套组件项目。 2. 包头高性能稀土永磁材料基地项目 (二期)	宁波: 3000 包头: 12000	2024
2025E	40000	赣州 2000 吨高效节能电机用磁材基地项目	赣州: 2000	2025

资料来源：公司公告，华泰研究



公司股权结构稳定。截至 2023Q3，公司创始人蔡报贵、胡志斌和李忻农作为实际控制人，分别持股公司控股股东江西瑞德创业有限公司 40%、30%和 30%股份，共计通过瑞德创投、赣州格硕、赣州欣盛控制公司股份 31.22%，三人为一致行动人关系。赣州工业投资控股集团作为公司重要供应商，持有公司股份 5.15%，金风科技作为下游重要客户持股占比为 4.99%。

图表3：公司股权结构



资料来源：公司公告、Wind、华泰研究

公司加快对外投资，实现产业链延伸。公司通过使用自有资金或资本市场募资等方式进行积极扩张，相继在宁波、包头设立子公司并投资产能。2022年公司完成对银海新材51%股份的收购，根据资料显示，银海新材主要从事稀土抛光粉、磁性材料等废弃物料的综合回收和生产加工，公司通过整合稀土回收业务，拓展产业链深度，有望进一步降低原材料成本。此外公司在2022年9月公告称将计划通过香港子公司投资建设“墨西哥废旧磁钢综合利用项目”，2023年10月该项目变更为“墨西哥100万台/套磁组件项目”，磁组件作为稀土永磁材料下游深加工产品，将推动公司产品链进一步向下延伸，该项目计划投资金额1亿美元，建设时长三年。

图表4：公司上市以来主要对外投资情况

时间	投资公司	投资目的	投资运营情况	股权
2020年1月	金力永磁（宁波）科技有限公司	下游组件布局	出资12000万元，成立子公司建设运营宁波市江北区3C领域磁材产品的加工基地项目，后增资建设宁波3000吨高端磁材及一亿台/套组件项目。	100%
2020年8月	金力永磁（包头）科技有限公司	钕铁硼业务产能扩张	出资5,000万元，成立子公司生产运营包头高性能稀土基地	100%
2021年12月	宁波金磁绿能股权投资合伙企业（有限合伙）	产业链投资	公司拟以自有资金向全资子公司金力永磁（宁波）投资有限公司增资5,700万元人民币，参与投资设立宁波金磁绿能股权投资合伙企业（有限合伙），主要用于对稀土产业链战略投资。	100%
2022年7月	银海新材料有限责任公司	稀土回收业务布局	使用H股募集资金15,415万元人民币现金收购任海亮、任海虎、武军3名自然人（以下简称“交易对方”）持有的巴彦卓尔市银海新材料有限责任公司51%股权。	51%
2022年9月	金力永磁绿色科技（香港）有限公司（投资主体）	海外投资扩张	公司拟通过全资子公司金力永磁绿色科技（香港）有限公司在墨西哥新设公司投资建设“废旧磁钢综合利用项目”，项目计划总投资额约1亿美元，2023年10月，公司公告称该项目变更为“墨西哥100万台/套磁组件项目”，投资金额不变。	100%
2023年10月	宁波安泰科金力股权投资合伙企业（有限合伙）	产业链投资	通过金力宁波投资以本次增资款参与投资设立宁波安泰科金力股权投资合伙企业（有限合伙）。	93.75%

资料来源：公司公告、华泰研究

## 专注高性能钕铁硼磁材领域，产品结构逐步实现多样化

公司主营产品为高性能钕铁硼磁钢。其作为第三代稀土永磁材料，因具有高磁能积、高矫顽力和高工作温度等特性，而广泛应用于新能源汽车及零部件、风力发电、节能空调、机器人和节能电梯等领域。

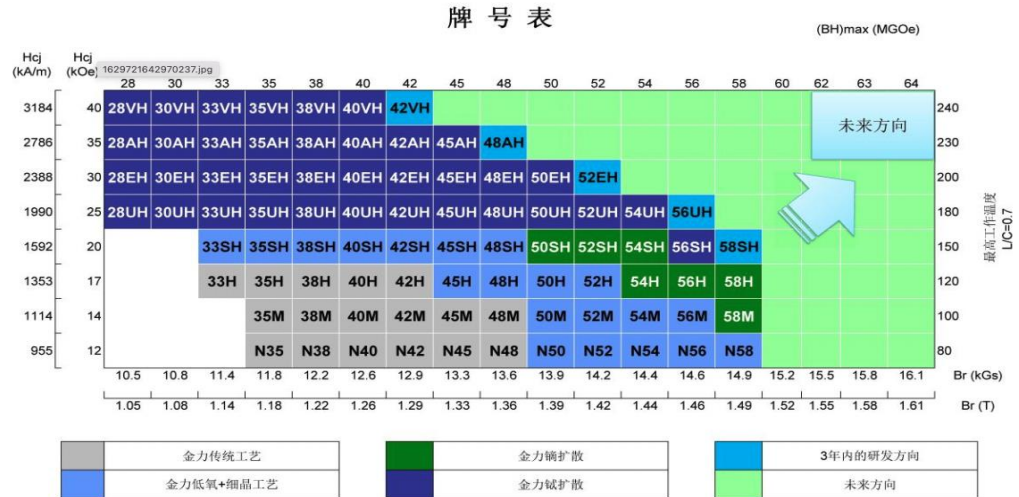
图表5：公司高性能钕铁硼永磁体应用广泛

应用领域	应用情况	重点客户	图示
新能源汽车及零部件	钕铁硼永磁材料用于新能源汽车的永磁同步驱动电机及ABS(防抱死制动系统)、EPS(电子转向系统)等汽车零部件，可以提高电机功率密度，使其具有更高的运行效率。	特斯拉、比亚迪、联合汽车电子、上汽集团、大众汽车	 <p>金力永磁 JLMAG 钕铁硼永磁材料用于新能源汽车驱动电机及ABS(防抱死制动系统)、EPS(电子助力转向系统)等汽车零部件，可以提高电机功率密度，使其具有更高的运行效率。</p>
风力	用于直驱、半直驱风力发电机，具有结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长、并网性能良好、发电效率高、更能适应在低风速的环境下运行等特点。	金风科技、西门子歌美飒等(风电领域前五大整机厂商中四家公司客户)	 <p>金力永磁 JLMAG 钕铁硼永磁材料用于直驱风力发电机，具有结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长、并网性能良好、发电效率高、更能适应在低风速的环境下运行等特点。</p>
变频空调	钕铁硼永磁材料用于家用电器的压缩机，可以使其在不同速度下运转，提升电器的效率、可靠度及性能，降低使用成本。	美的、格力、上海海立、广州三菱等(全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家均为公司客户)	 <p>金力永磁 JLMAG 钕铁硼永磁材料用于变频空调压缩机，可以使其在不同速度下运转，提升电器的效率、可靠度及性能，降低使用成本。</p>
节能电梯	主要用于节能电梯中的曳引电机，替代了蜗轮蜗杆结构，具有更高的驱动效率、较小的尺寸、较低的噪音，运营成本低。	通力电梯	 <p>金力永磁 JLMAG 钕铁硼永磁材料用于电梯曳引机，替代了蜗轮蜗杆结构，具有更高的驱动效率、较小的尺寸、较低的噪音，运营成本低。</p>
机器人等智能制造	主要用于伺服电机(空心杯电机)，可以提高功率密度、减少电机体积，提高相关组件的性能。	博世力士乐、汇川技术、ABB	 <p>金力永磁 JLMAG 钕铁硼永磁材料用于工业机器人中的伺服电机，可以提高功率密度，减小电机体积，提高相关组件的性能。</p>

资料来源：公司官网、公开资料、华泰研究预测

作为钕铁硼永磁行业龙头，公司掌握了以晶界渗透技术为核心的多项国内外专利，产品性能突出，牌号齐全。根据弗若斯特苏利文的数据，晶界渗透技术能够有效降低永磁材料对于重稀土 50%-70% 的需求，从而降低产品生产的原料成本，同时也解决了传统钕铁硼材料高温不稳定的缺点，使得产品能够兼具性能优势及成本优势。根据公司年报，2022 年公司共计生产高性能稀土永磁材料 12,786 吨，其中使用晶界渗透技术生产高性能稀土永磁材料 9,965 吨，超高牌号产品产量为 6,124 吨。

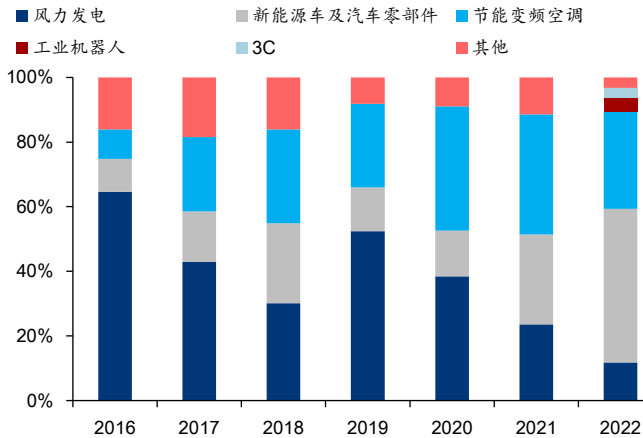
图表6：公司产品牌号齐全



资料来源：公司官网，华泰研究

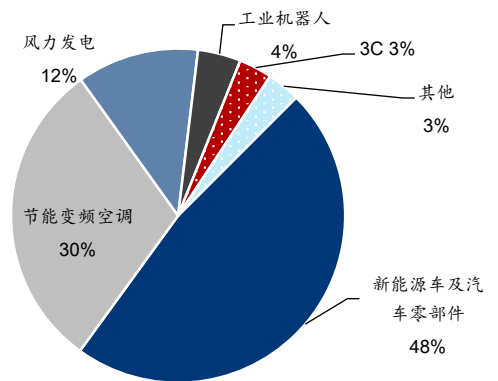
公司业务起步于风电，并在新能源变革中实现产品结构多元化。初期公司业务集中于风力发电机领域，为风电龙头金风科技的主要磁材供应商，2015年公司风电业务占总收入比重高达64.50%。随着公司晶界渗透技术的广泛应用及新能源产业的驱动，业务板块实现了由以风力发电机磁材为主的单一赛道向各领域多元化发展的成功转变。2016年至2022年，公司产品在新能源汽车及零部件领域的营业收入从0.77亿元增长至28.89亿元，复合增速达82.97%，占钕铁硼业务收入比例从10%左右上升至48%；变频空调压缩机业务同样实现快速增长，营收占比从9%上升至约30%。

图表7：公司产品结构逐步实现多元化



资料来源：Wind、华泰研究

图表8：2022年公司业务营收占比

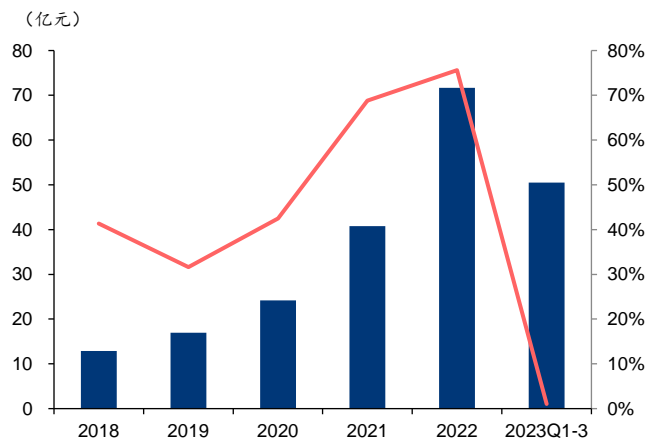


资料来源：Wind、华泰研究

### 公司盈利能力保持稳定，新能源带动业绩持续增长

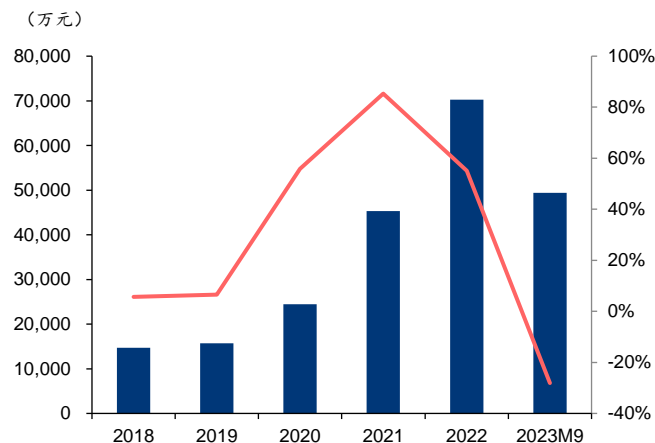
受益于新能源需求爆发及公司产品结构优化，公司过去四年业绩实现高速增长。2022年公司营收和归母净利润分别达到71.65、7.03亿元，2019-2022年CAGR分别为53.5%、47.8%。因22年下半年至23年上半年稀土价格波动较大，外加22年汇兑收益造成利润基数较高，公司2023年前三季度盈利同比承压。23Q1-Q3营业收入为50.50亿，同比增速1.1%，归母净利润4.94亿，同比下降28.09%。

图表9：2018-2023Q3 公司营业收入



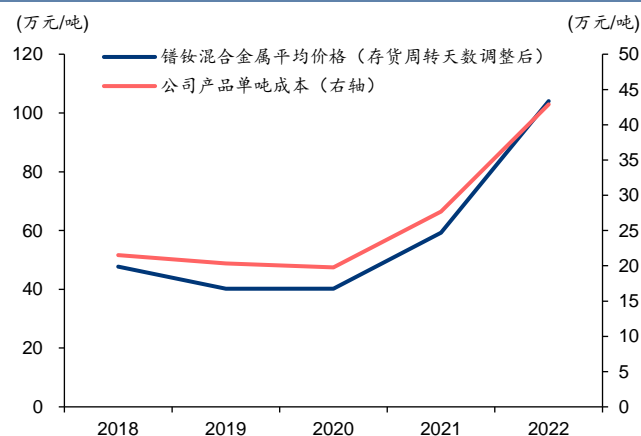
资料来源：Wind、华泰研究

图表10：2018-2023Q3 公司归母净利润



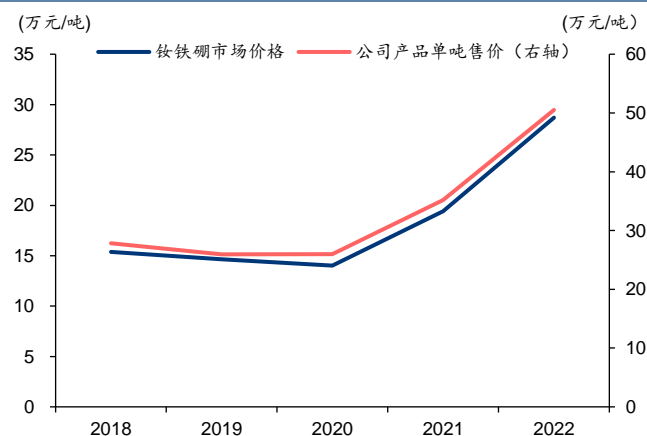
资料来源：Wind、华泰研究

图表11：2018-2022 镨钕合金价格与公司产品成本



资料来源：Wind、华泰研究

图表12：2018-2022 钛铁硼价格与公司产品单价

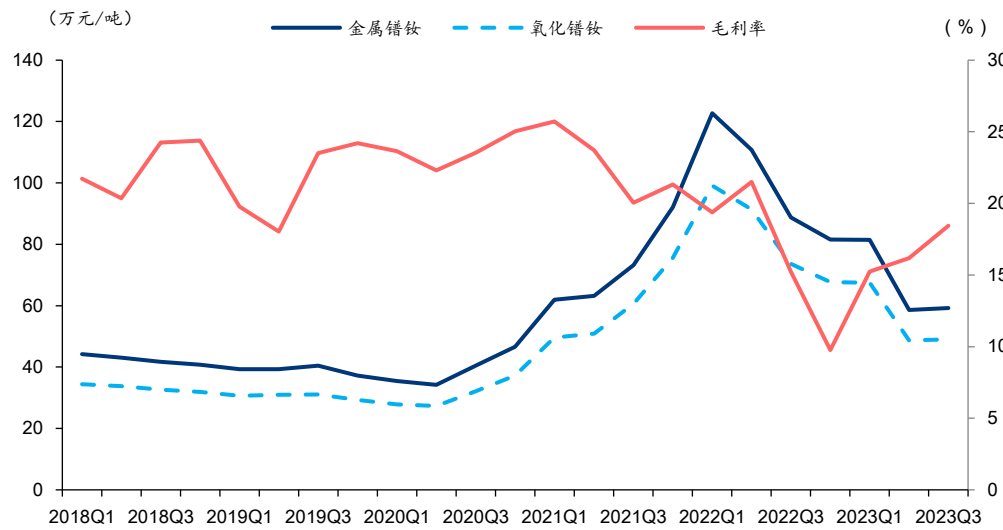


资料来源：Wind、华泰研究

技术管理优势加持下，公司盈利能力长期处于行业领先，短期受稀土价格波动影响承压。2018年-2021年公司平均毛利率、销售净利率和ROE分别为22.62%/10.46%/16.24%，均高于行业整体水平。2022年下半年至今，由于稀土价格飙升后回落速度较快，公司产品库存消化存在滞后，叠加包头工厂投产初期单位成本高等原因，公司盈利水平有所下滑。2022年公司销售毛利率为16.18%，较2021年同比下降约6.25pct。2022年公司汇兑收益达到1.84亿元，使得销售净利率维持稳定。随着稀土价格趋于稳定，23年前三季度公司毛利率、净利率均实现回暖，公司盈利水平有望回升至前期正常范围。

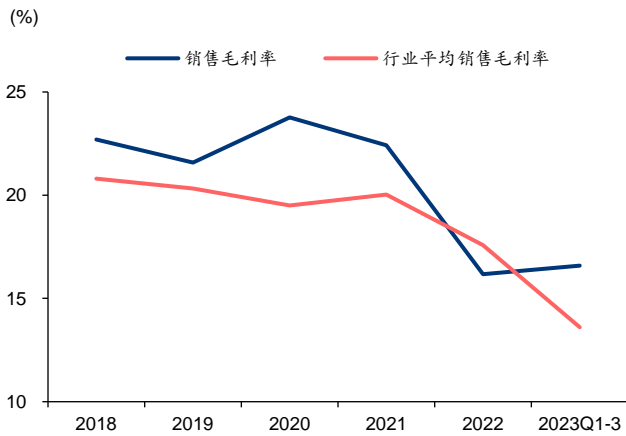


图表13: 镨钕季度均价与公司毛利率



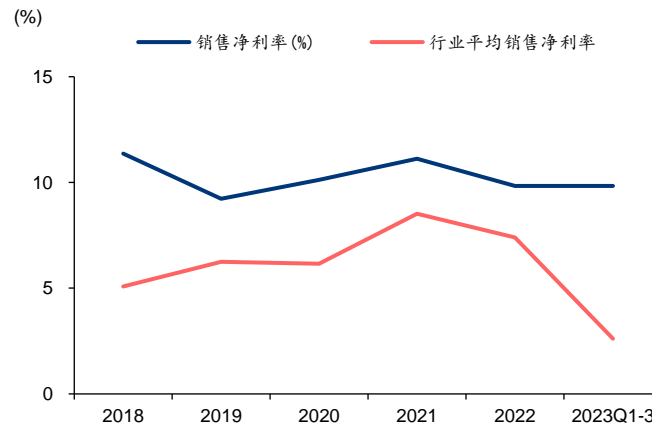
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 2018-2023Q3 公司毛利率及行业平均



注: 该行业平均销售毛利率选取A股6家永磁行业上市公司(金力永磁、中科三环、宁波韵升、正海磁材、英洛华、大地熊)平均  
资料来源: Wind、华泰研究

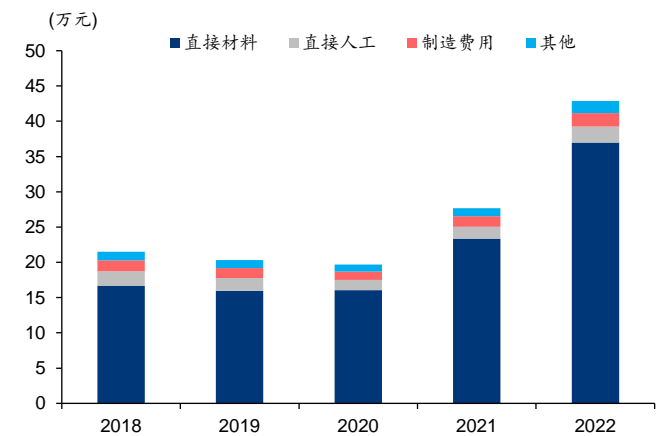
图表15: 2018-2023Q3 公司销售净利率及行业平均



注: 该行业平均销售净利率选取A股6家永磁行业上市公司(金力永磁、中科三环、宁波韵升、正海磁材、英洛华、大地熊)平均  
资料来源: Wind、华泰研究

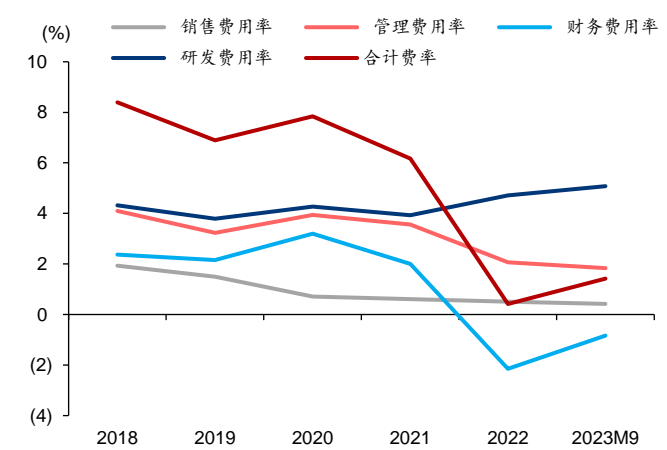
**原材料占营业成本比例逐步上升, 公司期间费率下降。**受稀土价格上涨影响, 2018-2022年, 公司直接材料成本带动公司单吨营业成本从 21.5 万元/吨上升至 42.9 万元/吨, 复合增速达 18.8%, 其直接材料成本占营业成本比例也从 77.64% 上升至 86.25%。此外公司加大研发投入, 研发费用率从 2020 年的 4.27% 上升至 23Q3 的 5.08%。公司其他期间费率逐步下降, 销售、管理、财务费用率合计从 2020 年的 7.85% 下降至 23Q3 年的 1.42%。

图表16: 2018-2022 年单吨营业成本及结构变化



资料来源: Wind、华泰研究

图表17: 2018-2023Q3 公司费用率变化



资料来源: Wind、华泰研究

## 行业：新能源驱动行业需求增长，机器人领域有望成为新引擎

### 高性能钕铁硼磁材性能优异，下游应用广泛

永磁材料指被外加磁场磁化后，除去外加磁场，仍然保留较强磁性的一类材料。常见永磁材料分为金属永磁材料、铁氧体永磁材料、稀土永磁材料等，可广泛应用于驱动电机、发电机、继电器等领域。其中钕铁硼永磁材料作为第三代稀土永磁材料，因其剩磁高、矫顽力高、磁性能高等优点，广泛使用于新能源汽车、风力发电、空调等多个领域，被誉为“现代磁王”。

钕铁硼永磁材料由稀土元素如钕（Nd）、铁元素（Fe）和硼元素（B）构成，稀土元素约占25%~35%，铁元素约占65%~75%，硼元素约占1%，其分子式为Nd<sub>2</sub>Fe<sub>14</sub>B。该材料最早由日本住友和美国通用公司共同研发，于1983年实现工业化批量生产。

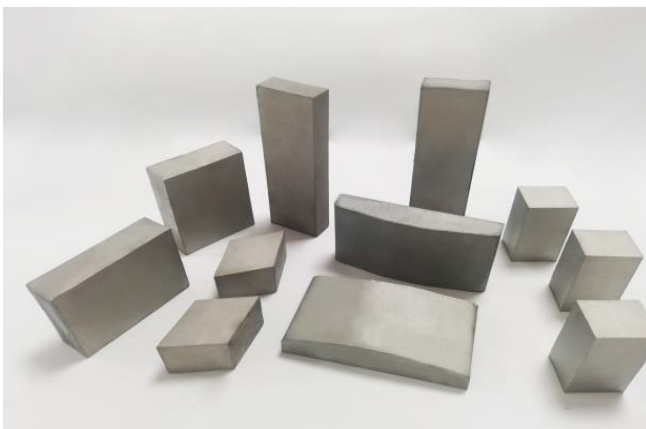
根据工艺不同钕铁硼永磁材料可分为烧结钕铁硼、粘结钕铁硼和热压钕铁硼三种，其性能和应用各具特色，相互之间能够起到功能互补作用。烧结钕铁硼是目前产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料，我国钕铁硼永磁材料制造商主要生产烧结钕铁硼，根据稀土工业协会数据，2021年全国稀土永磁材料产量达21.94万吨，其中烧结钕铁硼20.7万吨，占比94.38%。

图表18：四代稀土永磁材料性能对比

磁材类型	性能及用途对比
SmCo <sub>5</sub>	第一代稀土永磁 SmCo <sub>5</sub> 材料于 1967 年发明，由于 SmCo <sub>5</sub> 化合物的 Co-Co 原子间具有强烈的 3d-3d 交换作用，从而导致 SmCo <sub>5</sub> 化合物的具有较高的居里温度 T <sub>c</sub> (≈720°C)，理论磁能积可达 244.9 kJ/m <sup>3</sup> 。但由于其成本造价较高，该材料未实现大量商业化。
Sm <sub>2</sub> Co <sub>17</sub>	第二代稀土永磁材料在合金 Sm <sub>2</sub> (Co <sub>1-x</sub> Fe <sub>x</sub> ) <sub>17</sub> 的基础上通过添加其他元素，实现十分优良磁性能的同时，其热稳定性、抗氧化和耐腐蚀性同样出色，是高温最强的永磁材料，但同样由于钐的成本较高，目前仅应用于航空航天、军事等领域。
钕铁硼	1982 年，日本住友特种金属材料和美国通用汽车公司开发了第三代稀土永磁材料，其永磁主相为 Nd <sub>2</sub> Fe <sub>14</sub> B，磁能积可达 290kJ/m <sup>3</sup> 。Nd <sub>2</sub> Fe <sub>14</sub> B 主相具有优异的磁性能，它的磁晶各向异性场为 7.6T，饱和磁化强度为 1.6T，理论磁能积高达 64MGOe，同时低廉的成本使其成为目前应用最为广泛的稀土永磁材料，被称为“现代磁王”。
铁氮合金	稀土铁氮合金最大磁能积为 20-40MGOe，高于钕铁硼磁材，同时其成本与市场现有磁性材料相比成本较低，但距离商用仍有较长时间。

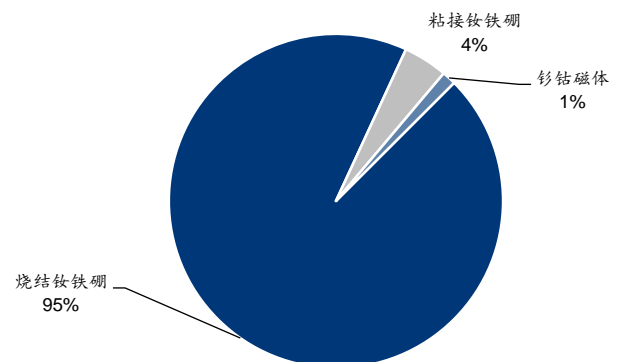
资料来源：CNKI、华泰研究

图表19：烧结钕铁硼永磁体毛坯



资料来源：CNKI、公开资料、华泰研究

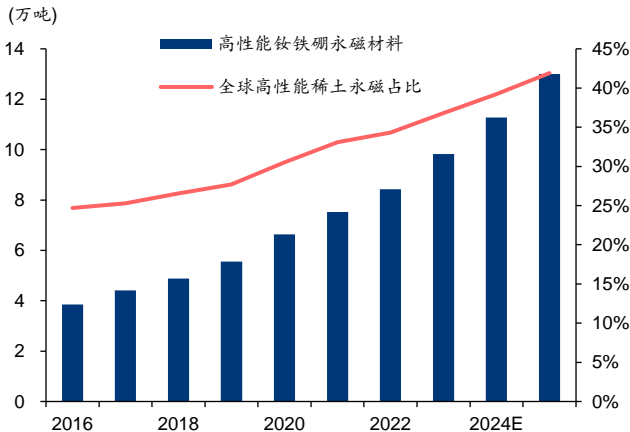
图表20：2021年国内稀土永磁产量结构占比



资料来源：中国稀土业协会、华泰研究

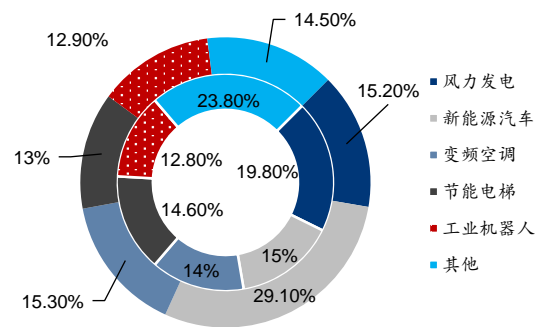
按照行业惯例，内禀矫顽力和最大磁能面积之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料，称为高性能钕铁硼永磁材料。高性能钕铁硼永磁因其高磁性、高效率及高安全性等特点，在新能源汽车的驱动电机、传统汽车 EPS、节能变频空调、节能电梯、工业机器人等领域得到广泛的应用。根据弗若斯特苏利文的数据，全球高性能钕铁硼的产量占比从 2016 年的 24% 持续上升至 2022 年的 34% 以上。从具体需求领域来看，2020 年，全球高性能钕铁硼磁材的需求达 6.63 万吨，其中风力发电机占 19.8%，新能源汽车 15%，变频空调 14%，节能电梯 14.6%；预计 2025 年，全球高性能钕铁硼永磁需求将上升至 13 万吨，新能源汽车占比将提升至 29.1%，节能变频空调达到 15.3%。

图表21: 全球高性能钕铁硼永磁材料产量及占比



资料来源: 弗若斯特苏利文、华泰研究

图表22: 2020、2025 年全球高性能钕铁硼下游需求占比变动预测



资料来源: 弗若斯特苏利文、华泰研究

注: 内环表示 2020 年需求占比, 外环为 2025 年预测占比

## 电动化、节能化大幅提升行业需求, 机器人将注入行业新动力

受益于新能源汽车行业的高速增长, 高性能钕铁硼需求在近年来迎来持续爆发, 预计 2025 年, 新能源汽车对于高性能钕铁硼的需求占比将超 35%; 此外随着人工智能技术的快速进步, 人形机器人的应用场景正在迅速增加, 该领域有望接棒新能源汽车板块为高性能钕铁硼磁材的远期需求注入新增长动力。根据我们预测, 全球高性能钕铁硼需求在 2025 年将达到 16.68 万吨, 2022-2025 年 CAGR14.75%。

图表23: 全球高性能钕铁硼需求测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
新能源汽车领域 (吨)	19567	29789	37961	48479	62207
yoy	126.4%	52.2%	27.4%	27.7%	28.3%
汽车 EPS+微电机领域 (吨)	12123	13552	14434	15521	16491
yoy	5.9%	11.8%	6.5%	7.5%	6.3%
消费电子领域 (吨)	12684	11737	9156	9600	10019
yoy	74.7%	-7.5%	-22.0%	4.8%	4.4%
风电领域 (吨)	20416	20651	24090	27763	33101
yoy	-19.3%	1.2%	16.7%	15.2%	19.2%
变频空调领域 (吨)	12782	12549	14438	15937	17928
yoy	10.9%	-1.8%	15.0%	10.4%	12.5%
节能电梯领域 (吨)	11514	11092	11777	12778	13850
yoy	11.6%	10.0%	9.5%	9.0%	8.3%
机器人领域 (吨)	10520	11060	12110	13690	15740
yoy	34.9%	5.1%	9.5%	13.0%	15.0%
高性能钕铁硼需求合计 (吨)	99,606	110,431	123,716	142,518	166,837
yoy	22.5%	10.9%	12.0%	15.2%	17.1%

注: 各领域数据中部分占比较小的细分领域未统计, 总计数量为保守计算

资料来源: Wind、弗若斯特苏利文、CNKI、智研咨询、华泰电新团队、Wiley online library、产业在线、稀土行业协会、全国电梯业协会、Catalyst、Counterpoint、华泰研究预测



## 高性能稀土永磁行业呈现高集中度、高技术壁垒的竞争格局

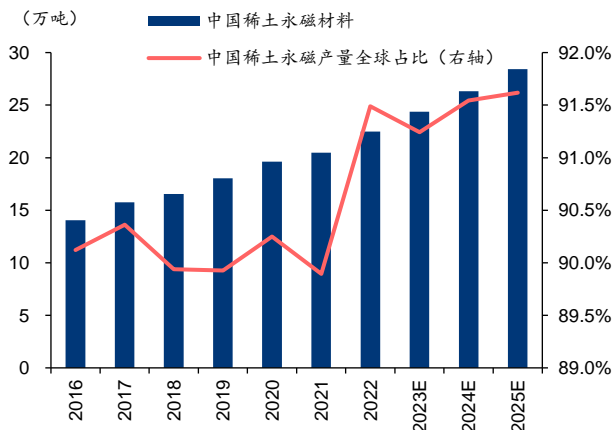
全球高性能稀土永磁产能集中于中国和日本，其中国内产量占比近 7 成。目前全球高性能钕铁硼磁材产能主要集中在中国和日本，日本的日立金属、信越化工、TDK 等企业发展较早，其凭借技术及专利优势，曾长期垄断海外高端磁材市场。国内稀土永磁行业近年来在相关政策及资金支持下发展迅速，技术水平已处于全球领先地位。外加资源优势加持，国内稀土永磁制造商在全球生产环节已处于主导地位，根据弗若斯特苏利文的数据，2022 年国内稀土永磁材料产量为 22.47 万吨，占全球比例 91.5%，其中高性能钕铁硼磁材产量为 6.14 万吨，占全球比例达到 72.8%。

图表24：海外主要高性能钕铁硼磁材企业

企业简介	产品类型
<b>日立金属</b> 掌握多项全球先进钕铁硼制造技术，拥有超过 600 项的专利，与中科三环在国内合资建设产能。2021 年其磁材供全球 104 万辆新能源汽车使用。	烧结、粘结钕铁硼、超高加 La、Co 成分的铁密度粘结磁体、铁氧体磁体
<b>信越化学</b> 公司成立于 1950 年，目前主要产能分布在越南和中国。	烧结钕铁硼、超高加 La、Co 成分的铁密度粘结磁体、铁氧体磁体
<b>TDK</b> 公司成立于 1926 年，在日本富山县设立磁性材料研究所，拥有完整高性能稀土永磁生产能力。	烧结钕铁硼磁体
<b>德国 VAC</b> 公司成立于 1914 年，是欧洲钕铁硼永磁第一大生产商	烧结钕铁硼、烧结钕钴永磁体

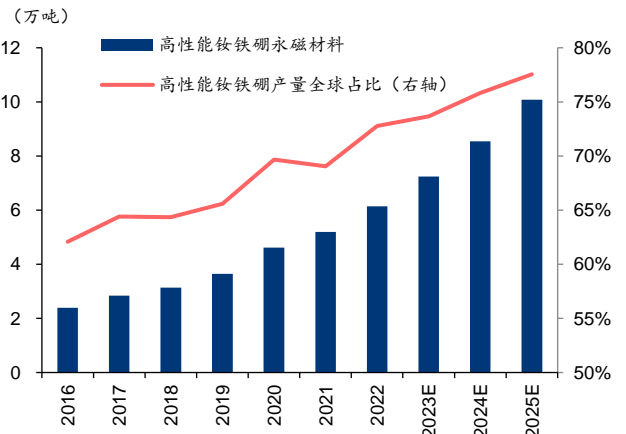
资料来源：华经产业研究院、华泰研究

图表25：中国稀土永磁产量及全球占比



资料来源：弗若斯特苏利文、华泰研究

图表26：中国高性能钕铁硼产量及全球占比



资料来源：弗若斯特苏利文、华泰研究

高性能钕铁硼供需缺口难收窄，镨钕氧化物整体呈现趋稳态势。当前低端磁材产能过剩，但高端磁材供需依旧面临较大缺口，根据我们预测，2025 年全球高性能钕铁硼需求将超过 16 万吨，而供给预计仅在 13 万吨左右，供需缺口或达到 3.68 万吨。此外成本端受国内稀土指标增加影响，2023 年镨钕氧化物供需格局由此前的供需紧张转向供给过剩，但由于 24 年国内稀土第一批下发指标增速放缓，海外稀土矿增量受限，预计镨钕氧化物供给过剩情况有望在 24/25 年实现收敛，整体呈现趋稳态势。

图表27: 全球高性能钕铁硼、镨钕氧化物供需测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
高性能钕铁硼需求 (吨)	99606	110431	123716	142518	166837
高性能钕铁硼供给 (吨)	75300	84300	98300	112700	130000
供需缺口 (吨)	-24306	-26131	-25416	-29818	-36837
高性能钕铁硼缺口/需求比例	-24.4%	-23.7%	-20.5%	-20.9%	-22.1%
全球氧化镨钕需求 (吨)	87,754	94,416	101,881	111,437	123,064
全球氧化镨钕供给 (吨)	79,297	86,238	104,175	113,712	124,068
全球氧化镨钕供需缺口	-8,457	-8,178	2,294	2275	1004
全球氧化镨钕缺口/需求比例	-9.6%	-8.7%	2.3%	2.0%	0.8%

资料来源: 弗若斯特苏利文、各公司公告、国家发改委、华泰研究预测

国内高性能稀土永磁行业整体呈现高集中度、高技术壁垒格局。目前国内高性能稀土永磁行业仅有金力永磁、中科三环、正海磁材、宁波韵升和大地熊等少部分企业掌握核心技术, 根据弗若斯特苏利文数据, 2020年全国前三大高性能钕铁硼永磁体生产商的销售收入占比达到 56.6%, 行业整体呈现高集中度、高技术壁垒的竞争格局。此外高端磁材供需缺口持续放大背景下, 国内龙头均选择积极扩产, 根据我们预计, 国内 6 家上市公司高性能永磁毛坯产能将从 2023 年底的 14.3 万吨上升至 2025 年 18.8 万吨。

## 护城河：技术优势铸就坚固护城河，布局新兴产业迎接需求蓝海 晶界渗透技术有效降本，产品成本优势显著

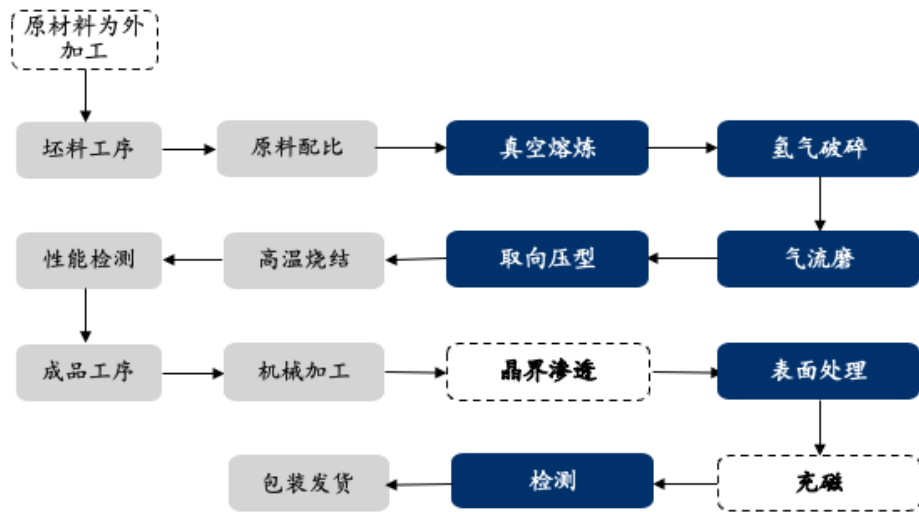
公司核心工艺体系完备，晶界渗透等技术处于行业领先地位。公司已经形成并掌握了以晶界渗透、配方体系、细晶技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术及高耐腐蚀性新型涂层技术为核心的核心技术体系以及专利体系，具有自主知识产权。根据公司官网信息，目前公司国内共计拥有 48 项授权专利，其中 23 项发明专利；渗透技术在美国、欧洲、日本均获得发明专利授权，此外公司正在中国、美国、欧洲及日本申请注册专利超 25 项。

图表28：公司核心技术情况

技术名称	具体内容	主营产品中的应用
配方体系	公司的配方能够设计不同牌号磁钢的合金成分，在保证磁性性能条件下降低中重稀土添加量。	所有产品
细晶技术	公司的合金片制造技术、氢破碎技术以及气流磨技术，能够在保证良好粒度分布条件下，通过降低磁粉粒度，实现在不明显牺牲剩磁的条件下,提高磁体矫顽力。	所有产品
一次成型技术	公司在取向压型工序能够实现自动称粉、自动喂料，并直接压制出瓦形或其他异形规格的坯料产品，减少产品后续机械加工成本和磨削量。	风力发电、节能电梯
生产工艺自动化	公司在多个工序实现了生产自动化改造，比如在取向压型工序能够实现自动上料和自动成型，机械加工工序能够实现自动切削，以及自动充磁和检验、自动表面处理、自动粘胶和自动包装等。	所有产品
高耐腐蚀性新型涂层技术	公司通过自动喷涂的方式将纳米复合材料涂覆到产品的表面，这种镀层的抗盐雾和耐高温能力高于一般的镀层。	新能源汽车及汽车零部件领域产品
晶界渗透技术	公司可以将含重稀土粉末的稀土非晶合金涂覆在产品的表面，在高温真空条件下使重稀土原子从产品表面扩散到产品的中心，这一技术将部分重稀土的添加从坯料工序后置到成品工序，添加方式从整个磁体添加转变到磁体的晶界添加，而晶界在磁体中的体积占比较小，可以大幅降低重稀土的添加量。	节能变频空调、新能源汽车及其零部件

资料来源：公司公告、华泰研究

图表29：公司高性能钕铁硼磁材生产工艺流程

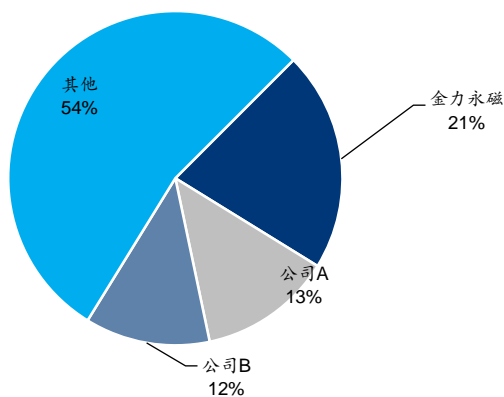


注：虚线环节为部分产品适用工序  
资料来源：公司公告，华泰研究

晶界渗透技术能够显著降低烧结钕铁硼材料中重稀土含量。普通烧结钕铁硼磁体存在矫顽力低和热稳定性差等不足，为了提高钕铁硼磁体在高温下的磁性能，可通过添加重稀土(HRE)元素(主要包括Dy和Tb)的方法来实现，但由于重稀土元素价格昂贵，根据相关论文数据，其成本占比达到钕铁硼成品价格的30%~50%，使得加入重稀土的高性能钕铁硼磁材应用依旧受限。而晶界渗透技术则通过扩散热处理使重稀土从磁体表面沿晶界进入磁体内部，分布在晶界和晶粒表面以提高钕铁硼磁体的磁性能，同时还能使得重稀土的使用效率明显提升，根据弗若斯特苏利文的数据，该技术能够减少单位钕铁硼磁材对重稀土的消耗约50%-70%。

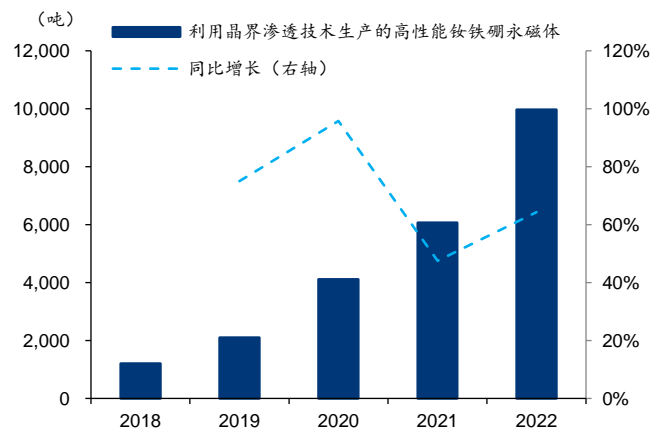
公司利用晶界渗透技术生产稀土永磁产量位居世界第一，技术优势下，公司产品单吨成本优势显著。据弗若斯特苏利文的数据，2020年公司利用晶界渗透技术生产的稀土永磁材料产量全球市占率约21%，国内市占率约34%，排全球第一位。技术加持下，公司产品单吨营业成本处于行业较低水平。

图表30：2020年金力永磁利用晶界渗透技术市占率



资料来源：Wind、华泰研究

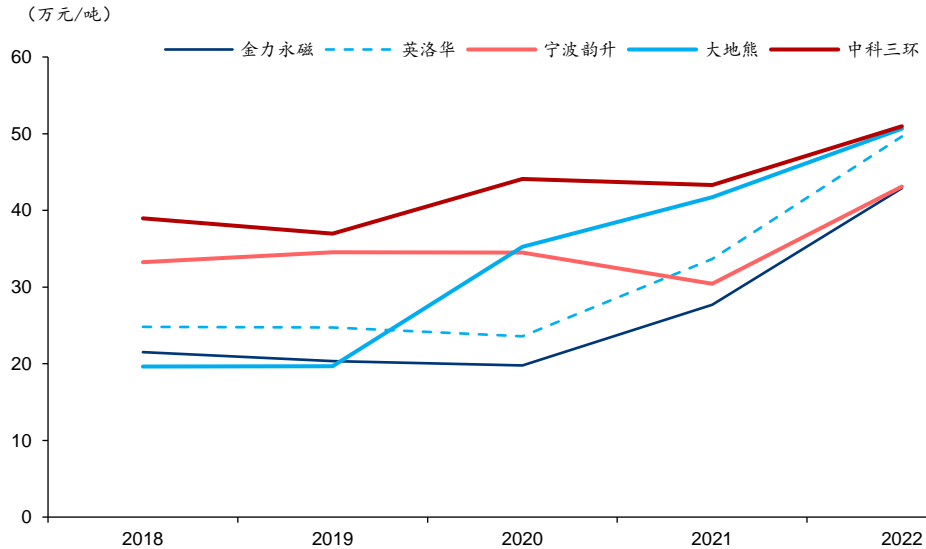
图表31：金力永磁利用晶界渗透技术生产高性能钕铁硼产量及同比



资料来源：Wind、华泰研究



图表32：公司产品单吨营业成本对比



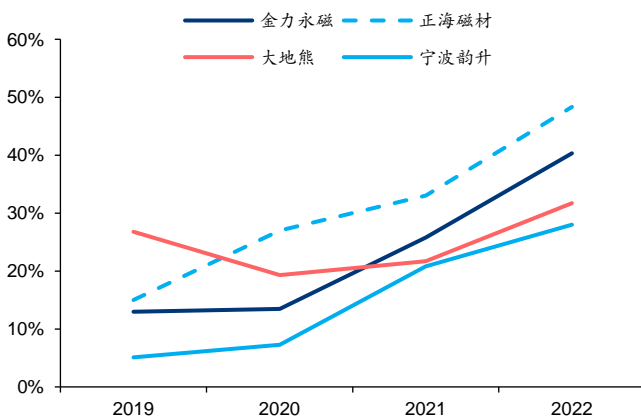
注：中科三环数据部分年份产量数据根据产能及产能利用率估算  
资料来源：Wind，华泰研究

### 高客户粘性助力公司在新兴赛道持续高增长

**高性能钕铁硼永磁材料的验证周期长，客户粘性高。**根据公司招股书披露，公司运营模式主要分为客户开发、产品研发、产品验证、批量销售等几个阶段。由于高性能稀土永磁材料为非标产品，在与客户达成初步合作意向后，公司需要根据客户对产品规格、型号、性能等要求进行研发和试生产，并对试生产样品进行验证。一般验证过程比较严格、周期较长，风电、节能空调领域需要约两年时间，新能源汽车及海外客户的验证周期通常达到 3-5 年，试生产样品验证通过后，公司才能开始进行批量生产和销售。因此整体而言公司的客户粘性较高，客户通常与公司形成长期、稳定的合作关系。

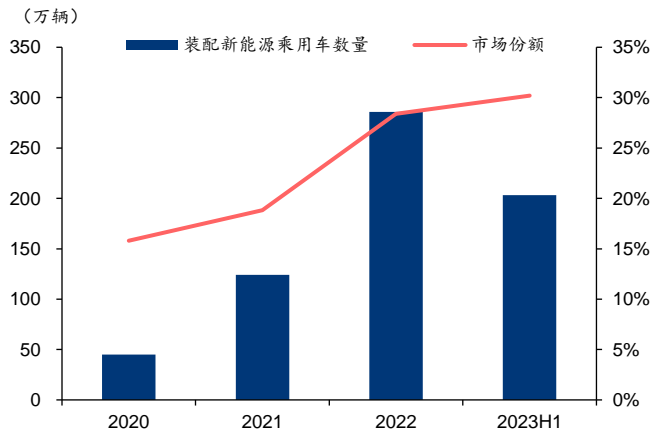
**积极布局新兴领域，公司在新能源汽车驱动电机领域处于行业领先。**受益于公司在新能源汽车领域技术和产能的优先布局，公司在该领域收入增长迅速，2022 年公司在新能源汽车及零部件领域的营业收入达到 28.89 亿元，同比增长 174.88%。根据公司年报及招股书披露，公司产品已被包括比亚迪、特斯拉、联合电子等企业在内的全球前十大新能源汽车生产商采用，并多次获得上述客户“优秀供应商”称号。2022 年，公司新能源汽车驱动电机磁钢产品销售量可装配新能源乘用车约 286 万辆，按照 CleanTechnica 公布的 2022 年全球新能源乘用车销量 1,009.12 万辆计算，公司全球市场占有率约 28%。根据我们估计，公司截至 2023H1，新能源汽车领域市场份额达到 30% 以上。

图表33：各公司新能源汽车领域磁材营收占比对比



资料来源：Wind、华泰研究

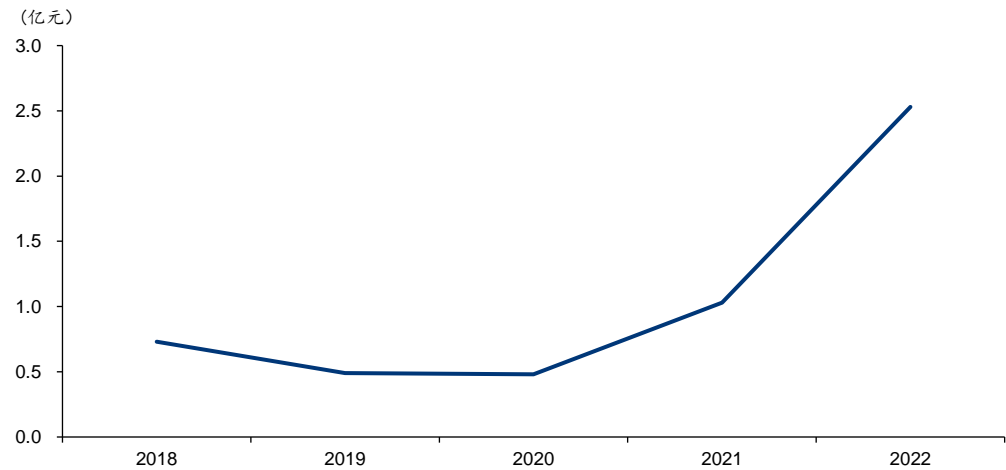
图表34：公司产品装配新能源汽车数量及市场份额



资料来源：Wind、华泰研究测算

公司凭借积极的产能布局、丰富的技术经验和客户资源，有望在人形机器人浪潮中再次成为行业领先者。公司积极布局相关产能，据公司公告称，“墨西哥新建 100 万套/台磁组件生产线项目”生产的磁组件将主要用于人形机器人及新能源汽车等领域。公司在机器人及工业伺服电机领域深耕多年，不仅积累了深厚的技术经验，还拥有相当丰富的客户资源，此外目前以特斯拉为代表的新能源汽车厂商凭借自动驾驶技术的迁移应用，在人形机器人领域同样处于领先地位，公司在新能源汽车领域坚实的客户基础有望在机器人领域获得先发优势。2022 年公司工业机器人领域的产品营收达到 2.53 亿元，同比增长 145%，2018-2022 年 CAGR 为 36.4%。

图表35：公司机器人领域营收



资料来源：Wind，华泰研究

### 资源整合保障稀土供应安全

公司通过引入赣州稀土集团（现赣州工业投资控股集团有限公司）作为战略投资者持有公司 5.15% 股份，实现与上游供应商的深入绑定。供货方面，公司与中国稀土集团、北方稀土集团均签署长期供货协议，并建立了稳定的合作关系。为满足客户回收稀土的比例要求以及自身降低原材料成本的目标，公司积极布局稀土回收业务。2022 年 8 月，公司完成对银海新材 51% 股权的收购。

图表36：稀土回收主要产能分布

公司名称	稀土废料处理能力 (吨)	区域	备注
中稀天马新材料科技股份有限公司	36000	山东	三川智慧持有 16.57% 股权
广晟健发再生资源股份有限公司	20000	江苏	广东稀土产业集团持有 35% 股权
吉安鑫泰科技有限公司	10000	江西	华宏科技持有 100% 股权
赣州步莱钱新资源有限公司	10000	江西	盛和资源持有 100% 股权
赣州市恒源科技股份有限公司	5000	江西	
包钢新利稀土有限责任公司	8000	江西	北方稀土持有 48% 股权
江西万弘高新技术材料有限公司	6000	江西	华宏科技持有 100% 股权
赣州市稀土友力科技开发有限公司	6000	江西	南方稀土持有 77.2% 股权
正潭新材料股份有限公司	4800	江西	
<b>银海新弃物综合利用有限公司</b>	<b>5000 吨氧化物产能</b>	<b>内蒙古</b>	<b>金力永磁 51% 股权</b>
赣州天和永磁材料有限公司	3000	江西	三川智慧持有 67% 股权

资料来源：华经产业研究院、公司公告、华泰研究

## 盈利预测与估值：

### 盈利预测

**营收假设：**根据钕铁硼业务产销及单价假设，我们预测 2023/2024/2025 年公司主营业务高性能钕铁硼营业收入分别为 59.74/85.07/105.34 亿元；其他业务营收稳定增长，2023/2024/2025 年分别为 11.37/14.57/19.37 亿元。

**钕铁硼业务产销假设：**根据公司年报披露，宁波年产 3000 吨高端磁材和包头二期 12000 吨项目将在 2024 年年初投产，预计 2023/2024/2025 年公司高性能钕铁硼实际有效产能分别达到 23000/38000/40000 吨，此外我们假设未来三年公司产品成材率 72.5%，由于 23 年新增 1.5 万吨产能爬坡对 2024 年产能利用率形成一定影响，假设未来三年产能利用率分别为 90%/75%/85%，产销率 100%；2023/2024/2025 年公司钕铁硼成品销量分别为：15008/20663/24650 吨。

**成本假设：**2023 年国内轻稀土开采指标为 23.585 万吨，同比增长 23.6%；离子型稀土矿开采指标为 1.915 万吨，同比持平。根据我们测算，2023 年，镨钕氧化物、氧化镨和氧化铈整体供需格局发生较大变动，导致价格下跌幅度较大，当前随着供需关系趋于平稳，尽管过剩状态或延续，但我们预计价格在 24 年下半年企稳回升。因此在存货周期为 4 个月的假设下，我们预测调整后，2023/2024/2025 年镨钕合金价格分别为 71/75/80 万元/吨，金属镨的价格为 292.17/315.00/330.00 万元/吨，金属铈的价格为 1382.30/1400.00/1450.00 万元/吨。公司钕铁硼成品的单吨营业成本分别为 33.12/33.53/34.71 万元/吨。

图表37：镨钕氧化物供需测算

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
全球氧化镨钕需求 (吨)	87,754	94,416	101,881	111,437	123,064
全球氧化镨钕供给 (吨)	79,297	86,238	104,175	114,456	124,850
全球氧化镨钕供需平衡 (吨)	-8,457	-8,178	2,294	3,019	1,785
全球氧化镨需求 (吨)	1,515	1,596	1,698	1,858	2065
全球氧化镨供给 (吨)	1,714	1,428	1,985	2,019	2,149
全球氧化镨供需平衡 (吨)	199	-167	287	162	84
全球氧化铈需求 (吨)	427	468	471	514	569
全球氧化铈供给 (吨)	560	494	648	667	711
全球氧化铈供需平衡 (吨)	133	26	177	153	143

资料来源：弗若斯特苏利文、USGS、各公司公告、国家发改委、华泰研究预测

**毛利假设：**由于公司采购先于产品销售，在稀土价格大幅下滑时，公司产品钕铁硼价格同步下滑，但低价销售的产品对应原材料成本会较高。2023 年 2 月至 5 月镨钕合金价格从 86 万/吨下跌至 54 万元/吨导致公司年初毛利受到一定拖累，公司 2023Q1 毛利率下跌至 15.24%，随着稀土价格趋于稳定，前三季度毛利逐步回暖，我们预计 2023 年全年钕铁硼业务毛利率为 16.78%，2024/2025 年分别为 18.57%/18.77%。三年公司整体毛利率分别为 17.65%/18.97%/19.04%。

**价格假设：**公司产品以原材料基础上的毛利加成形式定价，根据上述毛利率假设条件，我们预计 2023/2024/2025 年公司钕铁硼产品单吨售价分别为 39.80/41.17/42.74 万元/吨。

**期间费用率假设：**2022 年公司销售/管理/研发费率分别为 0.5%/2.06%/4.71%，2023Q1-Q3 销售/管理/研发费率分别为 0.42%/1.83%/5.08%，随着新增产能释放，营业收入增长，公司费率有望逐步下降，预计 2023/2024/2025 年，公司销售费率分别为 0.42%/0.40%/0.38%，管理费用率分别为 1.8%/1.6%/1.4%，研发费用率分别为 5.0%/4.5%/4.0%。

图 表 38： 公 司 主 营 业 务 收 入 及 假 设（ 应 收 账 款 问 题）

产销量	单位	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛坯产能	吨	15000	23000	23000	38000	40000
成材产量	吨	10325	12786	15008	20663	24650
成材销量	吨	10709	12041	15008	20663	24650
产销率	%	103.72%	94.17%	100.00%	100.00%	100.00%
产能利用率	%	95.00%	77.00%	90.00%	75.00%	85.00%
成材率	%	72.50%	72.50%	72.50%	72.50%	72.50%
营业收入	单位	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
高性能钕铁硼	百万元	3766.76	6082.82	5973.64	8507.37	10534.38
其他业务	百万元	313.31	1082.37	1136.5	1456.50	1936.50
单吨钕铁硼价格	万元/吨	35.17	50.52	39.80	41.17	42.74
单吨加工费	万元/吨	11.83	13.52	12.00	12.20	12.30
营业收入合计	百万元	4080.07	7165.19	7110.14	9963.87	12470.88
营业成本合计	单位	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
钕铁合金价格（存货调整）	万元/吨	58.61	103.58	71.00	75.00	80.00
镨金属（存货调整）	万元/吨	295.88	350.19	292.17	315.00	330.00
钕金属（存货调整）	万元/吨	920.77	1651.46	1382.30	1400.00	1450.00
单位成本增量	万元/吨	7.37	14.17	(9.67)	1.23	1.54
涨价的折扣	%	99.2%	96.4%	95.0%	95.0%	95.0%
原材料成本	百万元	2499.47	4454.32	4172.74	5986.54	7502.43
人工成本	百万元	183.15	271.91	299.10	329.01	361.91
制造成本	百万元	160.92	230.78	287.64	396.02	472.45
其他成本	百万元	120.02	207.54	211.69	215.92	220.24
高性能钕铁硼业务成本合计	百万元	2963.56	5164.55	4971.16	6927.50	8557.03
高性能钕铁硼产品毛利率	%	21.32%	15.10%	16.78%	18.57%	18.77%
成品单位原料成本	万元/吨	23.34	36.99	27.80	28.97	30.44
成品单位成本	万元/吨	27.67	42.89	33.12	33.53	34.71
成品制造费用	万元/吨	4.33	5.90	5.32	4.55	4.28
成品单吨毛利	万元/吨	7.50	7.63	6.68	7.65	8.02
其他业务成本	百万元	201.57	841.61	883.69	1146.09	1539.69
营业成本合计	百万元	3165.13	6006.16	5854.85	8073.59	10096.72
营业成本占比	%	78%	84%	82%	81%	81%

资料来源：公司公告、Wind、华泰研究预测



## 估值：给予“买入”评级

我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 7.06/11.44/15.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.85/1.12 元。

选取磁材行业中市场地位、产品结构类似的中科三环、正海磁材、宁波韵升作为可比公司，24 年 Wind 一致预期 PE18.58X，考虑到公司 24 年钕铁硼产能将从现有的 2.3 万吨增长至 3.8 万吨，预计 24/25 年公司业绩复合增速为 31.6%，我们给予公司 24 年 23.2X PE。公司近三个月 A/H 平均溢价率为 134.4%，基于 2024 年 2 月 26 日港元兑人民币汇率 0.92，对应 A/H 目标价分别为 19.72 元/9.14 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表39：可比公司估值

公司代码	公司简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
000970 CH	中科三环	9.09	110.51	0.70	0.26	0.37	0.44	19.6	35.03	24.92	20.63
300224 CH	正海磁材	10.40	85.31	0.49	0.63	0.86	1.07	25.4	16.54	12.25	9.78
600366 CH	宁波韵升	6.00	66.71	0.32	0.08	0.40	0.55	33.0	75.13	15.39	11.22
<b>平均值</b>								<b>26.0</b>	<b>25.78</b>	<b>18.58</b>	<b>15.20</b>

注：数据截至 2024 年 2 月 26 日  
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表40：文中提及公司彭博代码

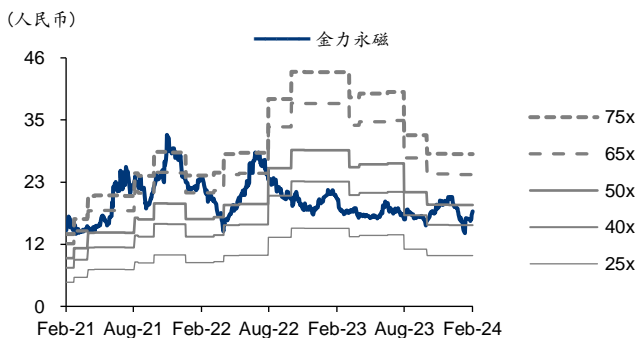
代码	公司名称	代码	公司名称	代码	公司名称
000970 CH	中科三环	600366 CH	宁波韵升	688077 CH	大地熊
300224 CH	正海磁材	000795 CH	英洛华	600111 CH	北方稀土

资料来源：彭博、华泰研究

## 风险提示

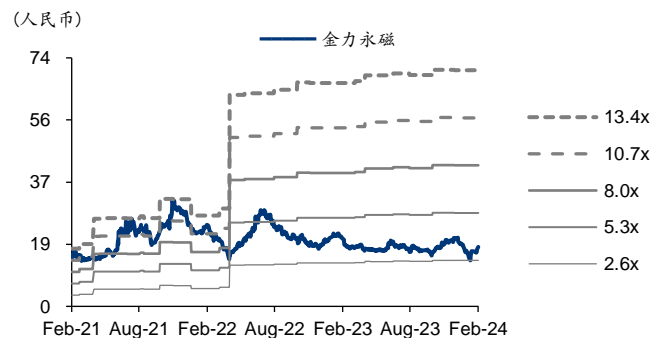
- 稀土价格波动**：国内开采指标及海外进口矿变化可能导致稀土价格波动幅度较大，对于成本形成一定影响，公司利润不及预期。
- 公司新增产能不及预期**：公司 2023 年年底投产 1.5 万吨产能释放进度和海外组件产能建设不及预期可能导致产品销量受到拖累。
- 下游需求不及预期**：新能源汽车、变频空调消费量及风电装机量不及预期，将导致公司产品需求走弱，业绩不及预期。

图表41：金力永磁 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表42：金力永磁 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4,565	9,127	9,421	11,737	14,521
现金	1,500	4,130	4,099	5,743	7,189
应收账款	1,231	2,192	2,395	2,587	2,956
其他应收账款	2.84	10.18	2.74	15.37	7.29
预付账款	34.99	36.72	34.44	65.28	59.54
存货	1,324	1,931	2,236	2,128	3,330
其他流动资产	471.94	826.48	653.99	1,198	980.14
<b>非流动资产</b>	1,486	2,093	2,358	2,925	3,374
长期投资	3.50	5.14	4.18	2.32	0.36
固定资产投资	683.50	1,312	1,682	2,128	2,465
无形资产	197.23	217.68	248.62	286.29	331.33
其他非流动资产	601.59	558.79	423.16	509.03	577.49
<b>资产总计</b>	6,051	11,220	11,778	14,662	17,895
<b>流动负债</b>	2,568	4,111	4,157	6,151	8,214
短期借款	1,128	945.50	966.14	2,307	2,666
应付账款	626.12	429.42	599.53	819.35	955.08
其他流动负债	813.56	2,736	2,591	3,025	4,593
<b>非流动负债</b>	516.41	321.39	344.59	436.51	446.89
长期借款	411.81	200.00	223.21	315.13	325.51
其他非流动负债	104.60	121.39	121.39	121.39	121.39
<b>负债合计</b>	3,084	4,433	4,501	6,587	8,661
少数股东权益	0.95	2.92	4.83	7.92	11.98
股本	710.97	837.96	1,345	1,345	1,345
资本公积	1,292	4,475	3,968	3,968	3,968
留存公积	989.87	1,483	1,972	2,763	3,804
归属母公司股东权益	2,965	6,785	7,273	8,067	9,222
<b>负债和股东权益</b>	6,051	11,220	11,778	14,662	17,895

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	101.79	310.12	757.80	1,246	2,046
净利润	453.82	704.58	707.47	1,147	1,509
折旧摊销	78.60	112.30	133.89	172.08	213.37
财务费用	81.46	(153.96)	(25.49)	(17.64)	(14.30)
投资损失	(14.53)	10.60	4.70	(0.30)	(0.30)
营运资金变动	(520.75)	(503.73)	(52.02)	(54.61)	339.19
其他经营现金	23.19	140.33	(10.74)	(0.74)	(0.74)
<b>投资活动现金</b>	(652.54)	(754.33)	(392.14)	(738.63)	(661.43)
资本支出	(675.84)	(582.47)	(396.96)	(738.79)	(660.93)
长期投资	4.08	(172.89)	0.96	1.86	1.96
其他投资现金	19.21	1.03	3.87	(1.70)	(2.46)
<b>筹资活动现金</b>	1,218	2,436	(418.05)	(203.14)	(299.19)
短期借款	861.48	(182.85)	20.65	1,341	359.56
长期借款	144.37	(211.81)	23.21	91.92	10.38
普通股增加	295.00	126.98	506.82	0.00	0.00
资本公积增加	819.51	3,183	(506.82)	0.00	0.00
其他筹资现金	(902.61)	(479.19)	(461.90)	(1,636)	(669.13)
现金净增加额	662.46	2,145	(52.38)	304.35	1,086

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	4,080	7,165	7,110	9,964	12,471
营业成本	3,165	6,006	5,855	8,074	10,097
营业税金及附加	14.64	24.77	24.58	34.44	43.11
营业费用	24.97	36.11	29.86	39.86	47.39
管理费用	145.09	147.71	127.98	159.42	174.59
财务费用	81.46	(153.96)	(25.49)	(17.64)	(14.30)
资产减值损失	(7.30)	(10.28)	(21.33)	(20.67)	(25.88)
公允价值变动收益	4.57	(10.45)	10.00	0.00	0.00
投资净收益	14.53	(10.60)	(4.70)	0.30	0.30
<b>营业利润</b>	512.67	768.81	771.95	1,251	1,644
营业外收入	2.35	0.08	0.08	0.08	0.08
营业外支出	2.71	2.19	2.19	2.19	2.19
<b>利润总额</b>	512.31	766.69	769.83	1,248	1,642
所得税	58.49	62.11	62.36	101.14	133.02
<b>净利润</b>	453.82	704.58	707.47	1,147	1,509
少数股东损益	0.75	1.90	1.91	3.09	4.06
归属母公司净利润	453.07	702.69	705.56	1,144	1,505
EBITDA	653.69	906.03	892.45	1,433	1,891
EPS (人民币, 基本)	0.65	0.84	0.52	0.85	1.12

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	68.78	75.61	(0.77)	40.14	25.16
营业利润	82.10	49.96	0.41	62.00	31.47
归属母公司净利润	85.32	55.09	0.41	62.17	31.52
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	22.42	16.18	17.65	18.97	19.04
净利率	11.12	9.83	9.95	11.51	12.10
ROE	19.99	14.41	10.04	14.92	17.41
ROIC	16.41	18.66	16.50	23.91	31.12
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.98	39.51	38.21	44.93	48.40
净负债比率 (%)	12.10	(38.22)	(38.03)	(36.44)	(43.23)
流动比率	1.78	2.22	2.27	1.91	1.77
速动比率	1.22	1.73	1.71	1.55	1.35
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.85	0.83	0.62	0.75	0.77
应收账款周转率	4.13	4.19	3.10	4.00	4.50
应付账款周转率	6.40	11.38	11.38	11.38	11.38
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.52	0.52	0.85	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.23	0.56	0.93	1.52
每股净资产(最新摊薄)	2.21	5.05	5.41	6.00	6.86
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	52.57	33.89	33.75	20.81	15.83
PB (倍)	8.03	3.51	3.27	2.95	2.58
EV EBITDA (倍)	34.30	21.34	21.48	13.26	9.49

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 李斌、马晓晨, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师李斌、马晓晨本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司