

锁原料-扩产能-调结构， 三位一体打开成长空间

主要推荐逻辑：

(1) 我国高性能钕铁硼永磁材料行业迎来快速发展，“双碳”背景下高性能钕铁硼需求增速快、发展空间大，公司具备技术和客户认可优势，有望紧握市场机遇乘风而起。

(2) 公司加速扩产打开产能瓶颈，与北方稀土深度合作锁定原材料供应，保障产能稳步扩张、业绩持续增长。

(3) 公司产品结构聚焦工业电机和汽车工业领域，成长空间大，毛利水平高，在客户认证层面已经拥有国内外成熟的市场渠道，打入众多知名公司供应链体系。

持续奋进的高性能钕铁硼磁材细分龙头

公司成立于 2003 年，专注烧结钕铁硼永磁材料的生产与技术研发，形成生产全过程核心技术体系，与北方稀土战略合作保障原材料供应，产品生产销售经营模式成熟，在海外设有子公司销售机构，同国内外知名公司建立稳定合作关系，已打造出具有成长性的产业供应链。

高性能钕铁硼行业增速可期

公司生产的烧结钕铁硼永磁材料广泛运用于工业电机、传统汽车、新能源汽车、清洁能源、消费电子等领域。“双碳”时代背景下，稀土永磁材料需求来源广阔，需求增速上行，新能源汽车领域和节能减排国家政策驱动下高性能钕铁硼需求增速快、发展空间大，钕铁硼磁材企业有望充分受益。

原料、产能、结构，由上至下打造公司盈利空间

公司深化与北方稀土战略合作，新建年产 8000 吨钕铁硼合金片项目，锁定原材料供应，为产能扩产提供保障；公司面对下游旺盛需求积极扩产，建设有合肥本部、包头、宁国三大生产基地，目前具有毛坯产能 6000 吨，2022 年规划产能为 8000-10000 吨，预计 25 年产能可达 21000 吨；公司产品应用领域聚焦工业电机和汽车工业领域，两类合计占比达 60% 以上，未来有望进一步增加，保证了公司较高的毛利水平和盈利空间。

盈利预测和估值分析

我们预计，公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.97 亿、

大地熊(688077)

首次评级

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

18701680190

SAC 执证编号：S1440521110005

发布日期：2022 年 06 月 12 日

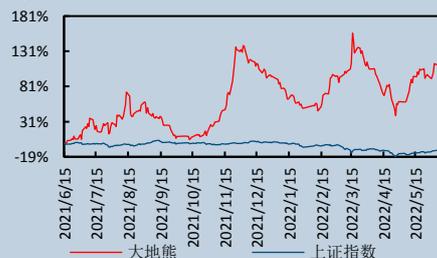
当前股价：87.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
15.77/8.37	9.32/10.08	114.92/123.42
12 月最高/最低价 (元)		106.93/39.4
总股本 (万股)		8,000.0
流通 A 股 (万股)		4,327.3
总市值 (亿元)		70.0
流通市值 (亿元)		37.86
近 3 月日均成交量 (万股)		172.79
主要股东		
熊永飞		37.91%

股价表现



相关研究报告

4.46 亿和 5.83 亿元。作为钕铁硼磁材行业的细分龙头，公司有望受益于行业上行周期；公司对下游领域细分行业的选择和重视为公司打开了长期、快速的发展空间，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期；原材料成本大幅波动；需求增长不及预期。

重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	782	1,655	2,803	3,890	4,730
增长率(%)	24.0	111.5	69.4	38.8	21.6
净利润(百万元)	52	152	297	446	583
增长率(%)	-10.0	191.1	95.4	50.1	30.8
ROE(%)	5.7	14.0	22.3	25.6	25.5
EPS(元/股，摊薄)	0.65	1.90	3.71	5.57	7.28
P/E(倍)	124.5	42.8	22.7	15.1	11.6
P/B(倍)	7.1	6.2	5.2	4.0	3.0

资料来源：Wind，中信建投

目录

1. 持续奋进的高性能钕铁硼磁材细分龙头	1
1.1 专注钕铁硼行业，打造稳定产业供应链.....	1
1.2 公司股权结构集中.....	1
1.3 深耕核心技术，布局国内外多领域市场.....	2
1.4 步入加速增长道路，营业收入与毛利迅速提升.....	5
1.5 股权激励绑定核心人才.....	7
2. 高性能钕铁硼行业增速可期	8
2.1 烧结钕铁硼性能优异，应用领域广泛.....	8
2.2 工业电机：节能减排推动稀土永磁节能电机渗透率提升.....	10
2.3 新能源汽车：持续高景气，驱动高性能钕铁硼材料需求高速增长.....	11
2.4 风电设备：装机需求超预期增长，永磁机型加速渗透.....	12
2.5 钕铁硼永磁体市场有望高速增长.....	13
3. 原料、产能、结构，由上至下打造公司盈利空间.....	15
3.1 与北方稀土成立合资公司，锁定原料来源.....	15
3.2 项目扩产稳步推进，公司紧握市场机遇.....	15
3.3 产品结构带来单吨盈利优势，公司有望受益于钕铁硼上涨行情.....	16
4. 盈利预测估值分析	17
预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 2.97 亿、4.46 亿和 5.83 亿	17
估值分析	17
5. 风险提示	19
报表预测	20

图表目录

图表 1: 公司发展沿革	1
图表 2: 公司股权结构图	2
图表 3: 公司产品概览	3
图表 4: 产品应用领域	3
图表 5: 公司产品全过程核心技术体系	3
图表 6: 氧化镨钕和金属镨钕价格	4
图表 7: 镨铁和氧化铈价格	4
图表 8: 公司部分客户情况	4
图表 9: 公司 2021 年营业收入同比增长 111.54%	5
图表 10: 公司 2021 年归母净利润同比增长 191.5%	5
图表 11: 公司主营业务收入构成（按行业划分）	5
图表 12: 公司营业收入构成（按产品划分）	5
图表 13: 公司毛利及结构变化（亿元）	6
图表 14: 2021 年公司毛利结构	6
图表 15: 公司毛利率	6
图表 16: 可比公司钕铁硼业务毛利率情况	6
图表 17: 公司研发费用及增速	7
图表 18: 成本摊销情况和对各期会计成本影响	7
图表 19: 磁性材料分类及结构	8
图表 20: 磁性材料分类及结构	9
图表 21: 钕铁硼磁材性能对比	9
图表 22: 高性能钕铁硼磁材消费占比（2020 年）	10
图表 23: 高性能钕铁硼磁材消费占比（2025 年估）	10
图表 24: 工业电机领域钕铁硼需求测算	10
图表 25: 磁材在汽车中的应用	11
图表 26: 不同驱动电机对比	11
图表 27: 新能源汽车领域钕铁硼需求测算	12
图表 28: 风电设备领域钕铁硼需求测算	13
图表 29: 全球钕铁硼需求预测（万吨）	13
图表 30: 中国钕铁硼龙头企业产能产量情况预测	14
图表 31: 钕铁硼供需平衡表	14
图表 32: 公司烧结钕铁硼永磁材料规划产能情况	15
图表 33: 公司烧结钕铁硼永磁材料生产销售情况	15
图表 34: 2021 年公司产品应用领域	16
图表 35: 公司烧结钕铁硼售价成本情况	16
图表 36: 公司主营业务预测简表（百万元）	17
图表 37: 可比上市公司估值情况	18

1. 持续奋进的高性能钕铁硼磁材细分龙头

1.1 专注钕铁硼行业，打造稳定产业供应链

大地熊主要从事烧结钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售，同时辅营橡胶磁和其他磁性制品的生产和销售业务。专注钕铁硼近二十载，公司已自主开发和掌握了涵盖烧结钕铁硼永磁材料的磁体制备、机械加工、表面防护和再生制造等领域的多项核心技术，**成为拥有全过程核心专利技术的企业**。截至 2021 年，公司拥有烧结钕铁硼毛坯产能 6000 吨；随着合肥本部、包头、宁国项目的逐步投产，**预计“十四五”末公司烧结钕铁硼毛坯产能将增至 21000 吨**。

2003 年 11 月，安徽雄风新材料股份有限公司成立；2008 年，公司重组为安徽大地熊新材料股份有限公司；2011 年，公司与北方稀土共同投资成立合资公司，持股 40%，获得连续稳定的稀土原材料供应；2015 年，公司获批建设我国稀土永磁行业唯一的国家重点实验室；2020 年，公司首次公开发行股票并在科创板上市；公司于德国、日本等地设立子公司，建立了完善的销售服务机构，与全球多家知名企业建立了稳定的供应链关系。

图表1：公司发展沿革

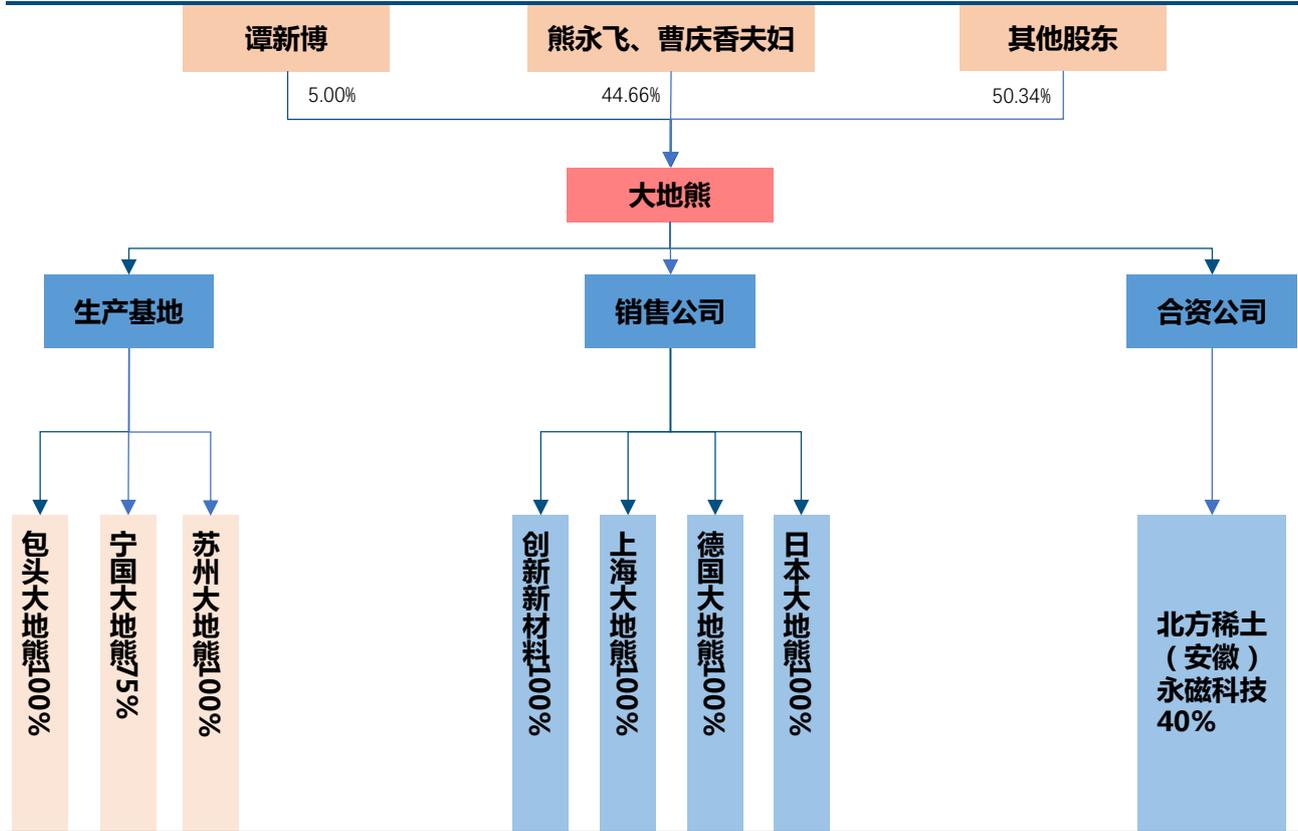


资料来源：公司公告，中信建投

1.2 公司股权结构集中

公司实际控制人为熊永飞、曹庆香夫妇，股权结构稳定。截止到 2022 年 5 月 31 日，熊永飞持有公司 37.91% 股权，为公司控股股东，其妻子曹庆香为一致行动人，合计共持有 44.66% 股份，此外谭新博持有公司 5.00% 股权，安徽高新金通安益股权投资基金持有公司 4.9998% 股权。公司股权结构稳定，核心技术人员担任管理层职务，为公司发展方向提供多方面意见。董事长熊永飞有着二十多年磁性材料从业经验；董事衣晓飞为稀土永磁材料国家重点实验室主任；副总经理陈静武为高级工程师；监事刘友好为中国科学院大学材料物理与化学博士，同时为公司的副总工程师及技术中心主任。

图表2： 公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信建投

1.3 深耕核心技术，布局国内外多领域市场

公司主要产品为高性能烧结钕铁硼永磁材料，处于稀土中游精深加工环节。烧结钕铁硼永磁材料是当前综合性能最高的磁体，具备优异的永磁特性和高性价比，目前广泛应用于对磁性能和服役特性要求较高的汽车工业、工业电机、消费类电子、清洁能源、移动通信、节能家电等工业生产和高品质生活各方面。2021 年公司产品应用领域中，工业电机约占 41%，汽车工业约占 22%（其中新能源汽车约占 8%），消费类电子约占 21%，风力发电约占 8%，其他行业约占 8%。

图表3：公司产品概览



资料来源：公司官网，中信建投

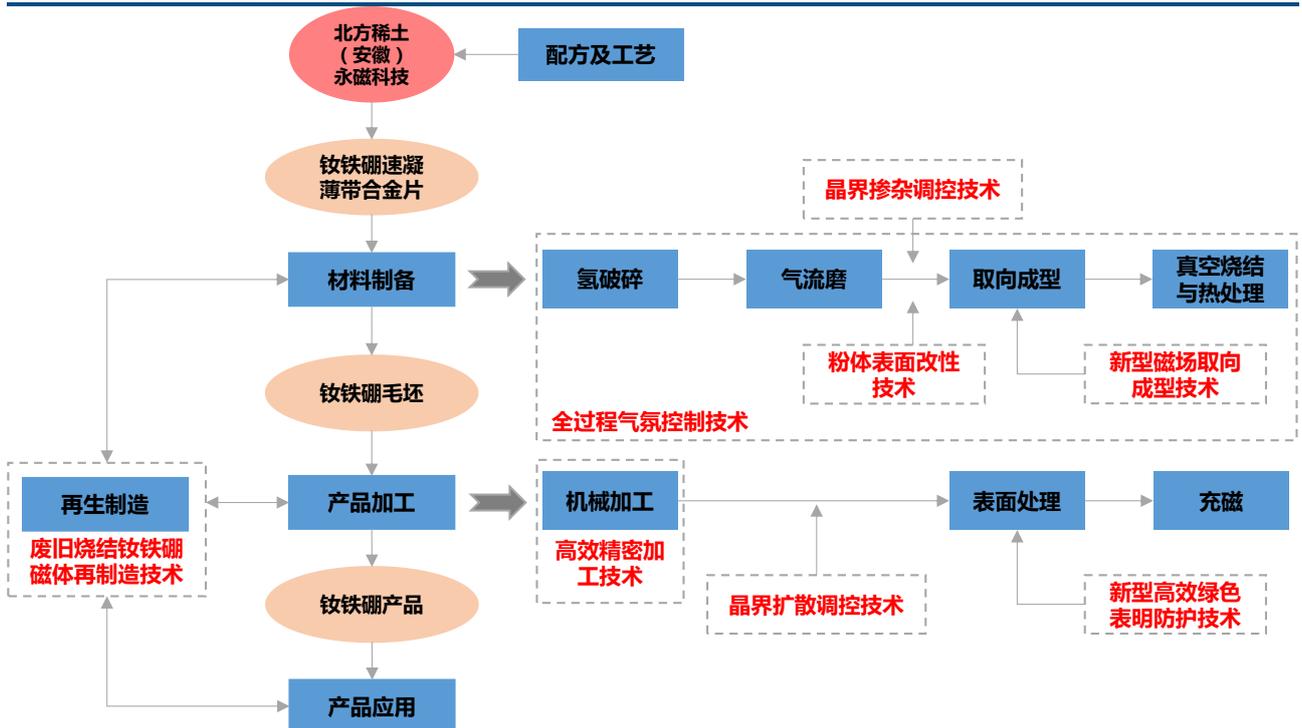
图表4：产品应用领域



资料来源：公司公告，中信建投

公司经过多年的技术创新，形成了烧结钕铁硼磁体生产全过程核心技术体系。通过开发掌握的核心技术，公司可以提高产品磁性能、减少中重稀土使用、节约资源和控制成本。

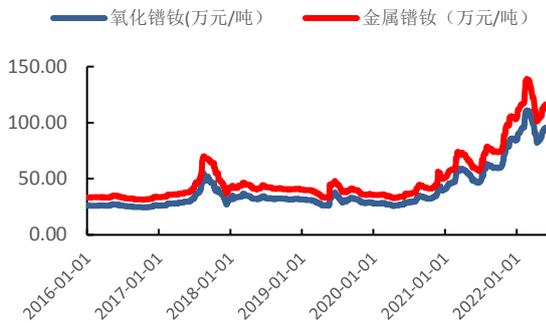
图表5：公司产品全过程核心技术体系



资料来源：公司公告，中信建投

晶界技术降低烧结钕铁硼永磁材料的重稀土含量。在配方中添加重稀土镨和铽是获得高矫顽力系列烧结钕铁硼永磁材料的重要方法，但镨、铽等重稀土资源稀缺、价格昂贵。公司采用晶界掺杂调控技术和晶界扩散调控技术，最大限度地发挥重稀土元素对于材料矫顽力的提升作用，降低了重稀土添加量，产品重稀土用量平均降低 20-50%，该工艺技术的产业化运用降低了公司的生产成本，具有良好的经济性。2017 年至 2019 年，公司含重稀土的产品产量占比由 69.48% 提升至 82.71%。

图表6： 氧化镨钕和金属镨钕价格



资料来源: Wind, 中信建投

图表7： 镨铁和氧化铽价格



资料来源: Wind, 中信建投

公司原辅材料采取“以产定购、批量采购”的模式。公司烧结钕铁硼永磁体的主要原材料是以稀土金属为主要成本构成的钕铁硼速凝薄带合金片，公司主要以金属元素成本+加工费的形式向北方稀土永磁科技采购。

公司主要采取以销定产的模式开展生产管理。由于钕铁硼永磁体下游应用领域广泛，客户对产品形状、性能、表面处理方式等要求存在差异，因此公司根据客户整体产品方案，对钕铁硼永磁材料进行具体设计和差异化生产，采用以销定产的生产管理模式。

公司当前已形成直销为主、经销为辅的销售渠道格局。直销模式下的主要客户为境内外汽车工业、工业电机和消费类电子等行业的设备制造商或其配套企业，公司可以及时准确把握市场需求的变化；经销模式主要在拓展境外市场的过程中形成，该模式下全部为买断式销售，公司借助区域市场的经销客户在本地化经营方面的区位优势拓展海外市场，公司、境外经销客户和终端客户之间已形成了稳定的合作关系。

图表8： 公司部分客户情况

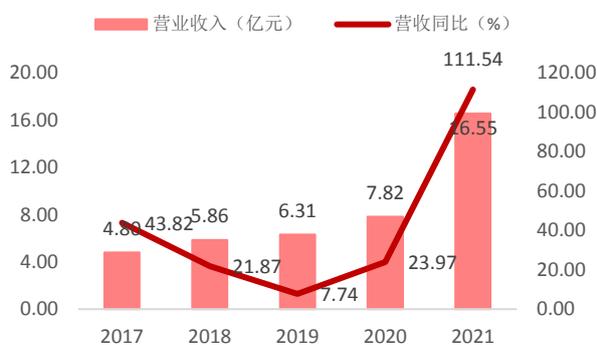


资料来源: 公司公告, 中信建投

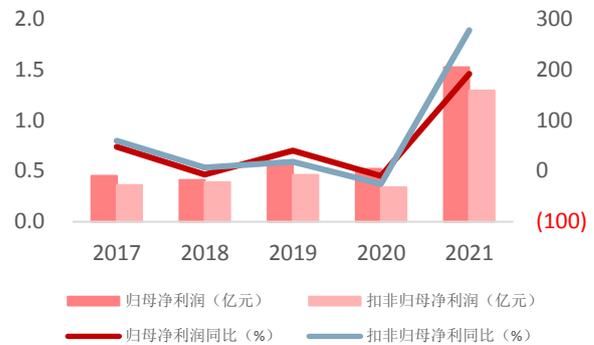
1.4 步入加速增长道路，营业收入与毛利迅速提升

烧结钕铁硼产销量、吨售价齐升致公司 2021 年营业收入及净利润大幅增长。2021 年公司取得优异业绩，实现营业收入 16.54 亿元，同比增长 111.49%；实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 191.5%。其原因主要为公司产能持续释放，全年烧结钕铁硼永磁体毛坯产量同比增长 44.33%，烧结钕铁硼产品产量同比增长 70.88%，销售量同比增长 62.61%；同时公司产品售价受上游金属镨钕价格大幅上涨影响，单吨售价提升为 54.3 万元/吨，同比增长 26.17%，量价齐升下公司业绩高增，营业收入及归母净利润均大幅增长。

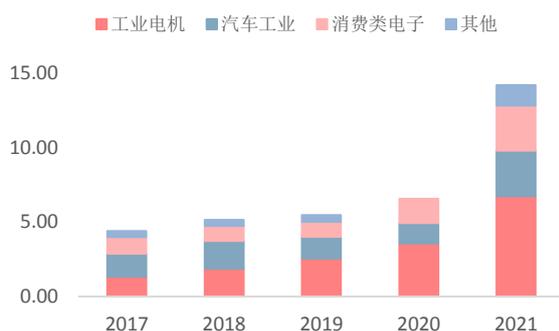
营业收入增长主要来源于工业电机、汽车工业和消费类电子领域。从行业角度看，公司国内订单增长，发展态势较好，工业电机领域收入 6.71 亿元，同比增长 89%；汽车工业领域收入 3.07 亿元，同比增长 124.79%；消费类电子领域收入 3.01 亿元，同比增长 85.88%。

图表9：公司 2021 年营业收入同比增长 111.54%


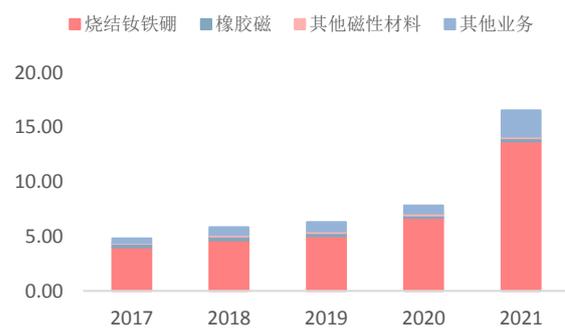
资料来源：公司公告，中信建投

图表10：公司 2021 年归母净利润同比增长 191.5%


资料来源：公司公告，中信建投

图表11：公司主营业务收入构成（按行业划分）


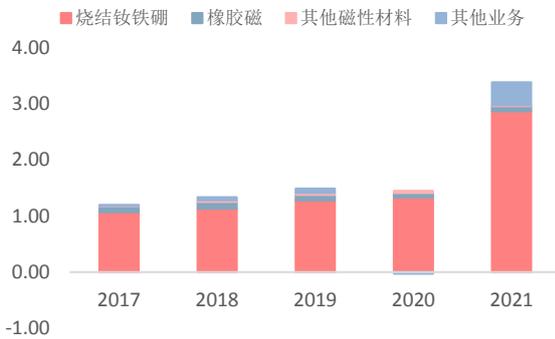
资料来源：公司公告，中信建投

图表12：公司营业收入构成（按产品划分）


资料来源：公司公告，中信建投

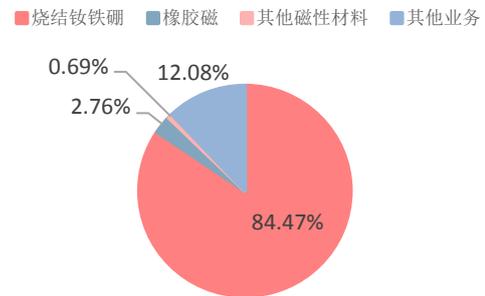
烧结钕铁硼产品销量增长致公司 2021 年毛利大幅增长。2020 年公司毛利 1.41 亿元，2021 年增长至 3.39 亿元，同比增长 140.43%。从毛利结构来看，2021 年烧结钕铁硼产品毛利 2.87 亿元，同比增长 115.8%，毛利占比 84.47%，业务突出。分行业来看，工业电机领域毛利 1.7 亿元，占比 57%；汽车工业领域毛利 0.56 亿元，占比 18.8%；消费类电子领域 0.45 亿元，占比 15.1%。公司汽车工业和以电动工具为主的工业电机类产品毛利占比较高，两类毛利合计占比达到 75% 以上，伴随下游需求景气，公司毛利业绩有望持续改善。

图表13： 公司毛利及结构变化（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

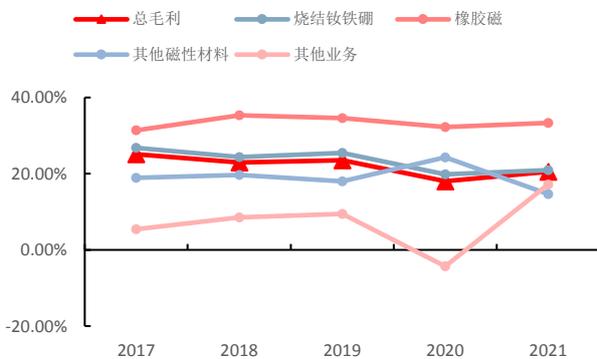
图表14： 2021 年公司毛利结构



资料来源：公司公告，中信建投

2021 年公司毛利率 20.51%，同比+2.48%；烧结钕铁硼产品毛利率 20.90%，同比+1.07%。从产品角度看，公司毛利率主要受烧结钕铁硼产品影响，烧结钕铁硼产品是公司主营业务收入的主要来源。2021 年，公司毛利率水平高于行业可比公司平均水平，主要受产品应用领域的影响，公司产品应用集中于汽车工业和工业电机，两类合计占比达到 60% 以上。汽车工业和工业电机类产品对于磁体的矫顽力、最大磁积能、最高工作温度等性能指标和服役要求较高，供应商认证周期长，形成稳定合作关系后供应商容易享有较高的产品溢价，从而提高该领域的产品毛利率水平。公司两类应用领域收入占比高于同行业公司的平均水平，因此相应地整体毛利率水平也高于行业平均水平。

图表15： 公司毛利率



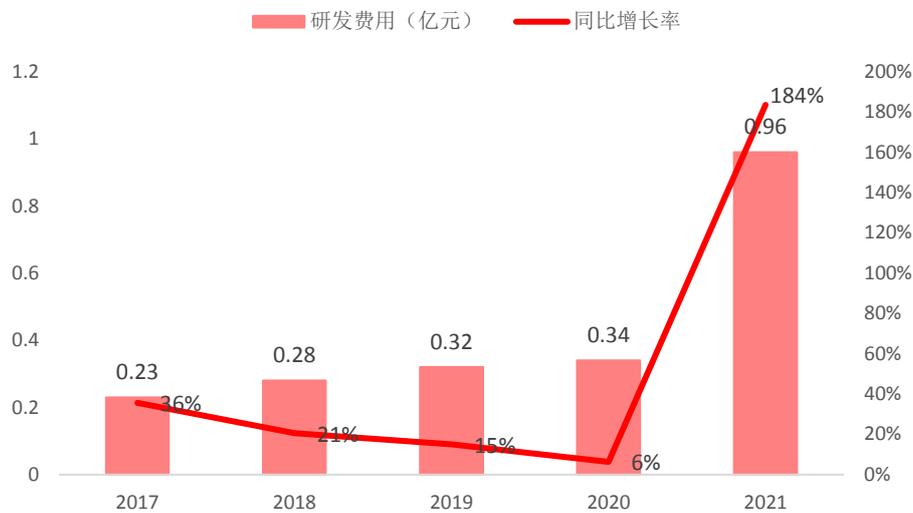
资料来源：公司公告，中信建投

图表16： 可比公司钕铁硼业务毛利率情况

公司名称	2021 年毛利率	变动	2020 年毛利率
金力永磁	21.32%	-2.49%	23.81%
正海磁材	18.76%	-3.18%	21.94%
英洛华	16.67%	-0.91%	17.58%
宁波韵升	26.26%	3.60%	22.66%
中科三环	15.42%	2.55%	12.87%
行业平均	19.69%	-0.09%	19.77%
大地熊	20.90%	1.07%	19.83%

资料来源：各公司公告，中信建投

2021 年公司研发费用同比增加 6,245.02 万元，同比增长 183.58%。公司正在建设行业唯一的“稀土永磁材料国家重点实验室”，拥有国家级企业技术中心、国家地方联合工程研究中心、国家博士后科研工作站等国家级创新研发平台。2021 年公司加大研发投入，研发项目增加，研发原材料价格上涨，以及股权激励导致研发人员薪酬增加，研发费用大幅上涨。全年公司及子公司申请专利 27 个，获得专利授权 18 个。未来公司依托稀土永磁材料国家重点实验室等创新平台建设的资源和基础，围绕下游应用需求，进一步提升技术水平，有望继续发挥技术领域优势，增强在稀土永磁领域的竞争力。

图表17： 公司研发费用及增速


资料来源：公司公告，中信建投

1.5 股权激励绑定核心人才

2021 年公司发布股权激励计划，目前一期已顺利授予。激励计划向激励对象授予限制性股票 200 万股，占公司总股本 8000 万股的 2.5%。首次授予限制性股票 170 万股，价格为每股 20 元，占公司总股本的 2.13%，占激励计划总额的 85%。预留限制性股票 30 万股，价格为每股 22.90 元，占公司总股本的 0.38%；占激励计划总额的 15%。激励计划首次授予部分涉及激励对象共计 107 人，占公司人员总数的 8.69%；预留授予对象共计 9 人，占公司人员总数的 0.73%。股权激励授予成本预计 2021-2024 年分别会产生 1359/1555/610/162 万元费用，合计 3686 万元。

图表18： 成本摊销情况和对各期会计成本影响

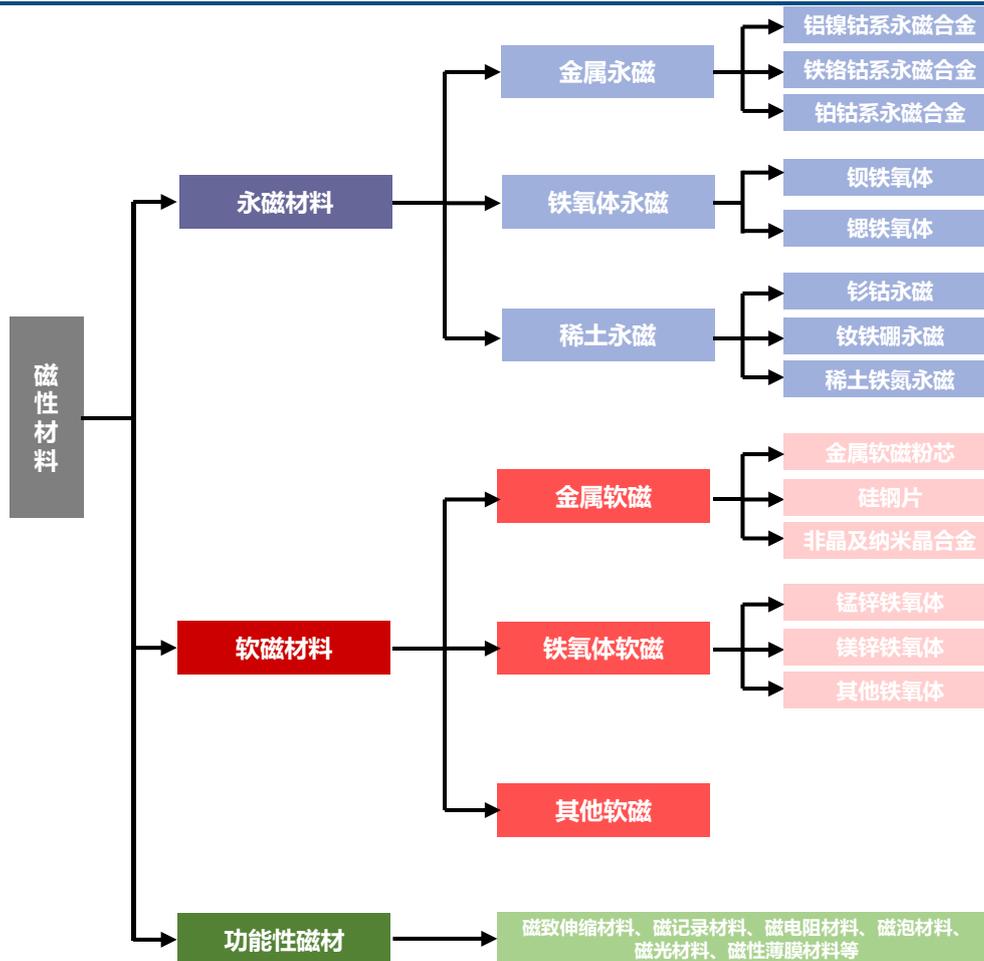
摊销总费用 (万元)	2021 年 (万元)	2022 年 (万元)	2023 年 (万元)	2024 年 (万元)
3685.5	1358.92	1554.59	610.30	161.70

资料来源：公司公告，中信建投

2. 高性能钕铁硼行业增速可期

永磁材料，又称硬磁材料，是具有宽磁滞回线、高矫顽力、高剩磁，一经磁化即能保持恒定磁性的材料，具备转换、传递、处理、存储信息和能量等功能，应用范围广泛，如电声、选矿、能源、家用电器、医疗卫生、汽车、自动控制、信息技术等领域。永磁材料可以分为：金属永磁材料、铁氧体永磁材料、稀土永磁材料，其中，稀土永磁材料主要用于制作小型磁性元件。

图表19： 磁性材料分类及结构



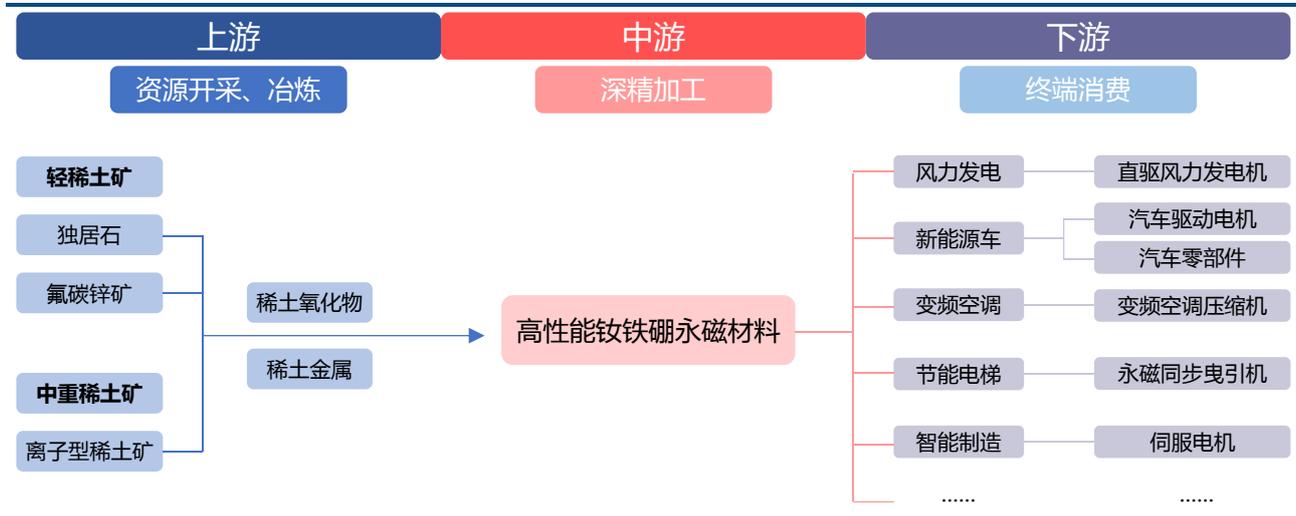
资料来源：找磁材，华经产业研究院，悦安新材，中信建投

2.1 烧结钕铁硼性能优异，应用领域广泛

稀土永磁材料是稀土新材料中最大的消费领域。稀土永磁材料是指稀土金属和过渡族金属形成的合金经一定的工艺制成的永磁材料，是对相关产品性能、效率提升较为明显的重要基础材料，在战略性新兴产业中应用量较大，目前已成为稀土新材料中最大的消费领域。稀土永磁材料具有高磁晶各向异性和高饱和磁化强度，是当前矫顽力最高、磁能积最大的一类永磁材料。自 20 世纪 60 年代面世以来，稀土永磁材料经历了 50 多年的发展，形成了具有实用价值的三代稀土永磁材料，并伴随着磁性能的三次重大突破。第一代稀土永磁材料以 SmCo₅ 合金为代表，第二代稀土永磁材料以 Sm₂Co₁₇ 合金为代表，第三代稀土永磁材料以 Nd₂Fe₁₄B 合金为主要

代表。其中，第一代和第二代稀土永磁材料统称钕钴永磁材料，第三代统称为钕铁硼永磁材料，钕铁硼磁材是目前当之无愧的“磁王”。

图表20：磁性材料分类及结构



资料来源：金力永磁，大地熊，中信建投

烧结钕铁硼是应用最广的钕铁硼磁材。钕铁硼永磁材料按照其制造工艺不同可分为烧结、粘结和热压三类，该三类再制造工艺、性能和应用领域方面存在显著差异。烧结钕铁硼永磁材料号称“磁王”，拥有极高的磁性相含量和取向一致度，是当前综合性能最高的磁体。相比之下，粘结钕铁硼永磁材料所占市场份额不到 10%，主要用于磁性能要求相对较低或磁体形状特异的领域，热压钕铁硼永磁材料批量生产难度大、制造成本高，所占市场份额更小，应用领域仅局限于小微电机等领域。烧结钕铁硼可进一步分为高性能钕铁硼和普通钕铁硼材料。

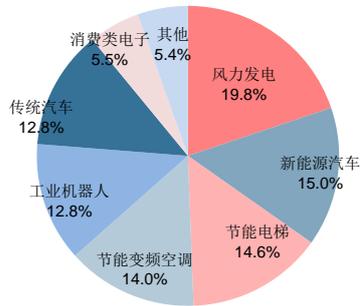
图表21：钕铁硼磁材性能对比

钕铁硼种类	优点	缺点	应用领域
烧结钕铁硼	高磁能积、高矫顽力、高工作温度	技术壁垒高，需要添加中重稀土	电动机、发电机、消费类电子
粘结钕铁硼	工艺简单，易精细加工，体积小	磁性能弱	办公室自动化设备、仪器仪表、小型马达
热压钕铁硼	耐腐蚀性强、致密度高、取向度高	批量生产难度大，制造成本高	小微电机

资料来源：百川，亚洲金属网，中信建投

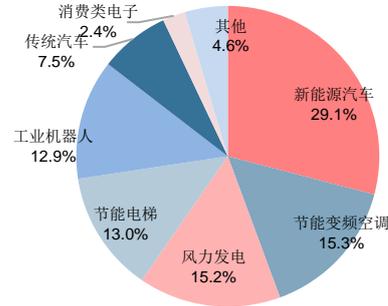
高性能钕铁硼永磁材料广泛应用于高效节能电机、新能源汽车、风力发电、节能变频空调等领域。内禀矫顽力 (kOe) 和最大磁能积 (MGOe) 之和大于 60 的烧结钕铁硼永磁材料，属于高性能钕铁硼永磁材料。普通钕铁硼材料主要应用于磁选、电动自行车、玩具等领域，我国是钕铁硼永磁材料的主要生产国和出口国，并以中、低端产品为主，且中、低端产品产能过剩。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年全球稀土永磁材料产量 21.74 万吨，其中高性能钕铁硼永磁材料产量 6.63 万吨，占比约 30%；2020 年我国稀土永磁材料产量 19.62 万吨，其中高性能钕铁硼永磁材料产量 4.62 万吨，占比约 23.5%，国内高性能钕铁硼产量与全球市场占有率仍有提升空间。2020 年，高性能钕铁硼用于风力发电、新能源汽车、节能变频空调、节能电梯、工业机器人领域的占比分别为 19.8%、15.0%、14.0%、14.6%、12.8%。

图表22：高性能钕铁硼磁材消费占比（2020年）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

图表23：高性能钕铁硼磁材消费占比（2025年估）



资料来源：Frost & Sullivan，中信建投

2.2 工业电机：节能减排推动稀土永磁节能电机渗透率提升

稀土永磁节能电机绿色经济意义突出。与传统电励磁绕组电机相比，采用钕铁硼的永磁节能电机在转子绕组功率损耗、电机重量以及电机结构等方面具有明显优势，一般永磁电机的平均节电率高达 10% 以上，专用永磁电机的节电率可高达 15%~20%。以 2021 年为例，根据国家能源局发布的《2021 年全国电力工业统计数据》，我国全社会用电量为 8.3 万亿 kWh，如果按照 10% 计算，能够实现全年节电 8300 亿 kWh 以上，换算为标准煤，可以减少燃烧超过 2.5 亿吨标准煤，相应能够减少二氧化碳和二氧化硫等气体的排放。在双碳目标的约束和大背景下，积极发展稀土永磁节能电机等高效节能电机极具经济意义。

政策推动稀土永磁节能电机渗透率提升。2021 年 11 月 22 日工信部办公厅、市场监管总局办公厅联合印发《电机能效提升计划（2021-2023 年）》，要求 2023 年高效节能电机年产量达到 1.7 亿 kWh，在役高效节能电机占比达到 20% 以上；开展存量电机节能改造，引导企业实施电机等重点用能设备更新升级，优先选用高效节能电机，加快淘汰落后低效电机；加大高效节能电机应用力度，推广 2 级能效及以上的变频调速永磁节能电机，鼓励采用低速直驱和高速直驱式永磁节能电机。截至 2020 年，我国工业电机存量约 40 亿千瓦，如果全部替换，按照 1 千瓦功率电机单耗 200g 计算，存量替换市场规模约 80 万吨钕铁硼永磁材料；2020 年我国工业电机产量达 323.34GW，稀土永磁节能电机渗透率约为 4.5%，假设 2023 年稀土永磁电机占比为 50%，按照 1kWh 功率电机单耗 200g 计算，1.7 亿 kWh 产量对应钕铁硼磁材需求约 1.7 万吨。

我们基于以下假设对工业电机领域钕铁硼需求进行测算：

- 工业电机规模稳步增长，2020 年稀土永磁节能电机渗透率为 5%。参照工信部《电机能效提升计划（2021-2023）》要求，我们假设工业电机规模稳步增长，但稀土永磁节能电机市场份额占比快速提升，在双碳政策加速推动背景下，我们预计 2024 年新增的稀土永磁节能电机渗透率可提升至 35%；
- 我国 2021-2025 年工业电机产量 CAGR 为 5%。
- 1 千瓦功率电机单耗 200g 钕铁硼永磁材料，即工业电机钕铁硼单耗 200t/GW。

图表24：工业电机领域钕铁硼需求测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工业电机新增产量（GW）	323.3	354.6	372.33	390.95	410.49
稀土永磁节能电机渗透率	4.50%	9%	15%	25%	35%

请参阅最后一页的重要声明

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
稀土永磁节能电机产量 (GW)	14.5	31.9	55.8	97.7	143.7
钕铁硼单耗 (t/GW)	200	200	200	200	200
工业电机领域钕铁硼需求 (万吨)	0.29	0.64	1.12	1.95	2.87

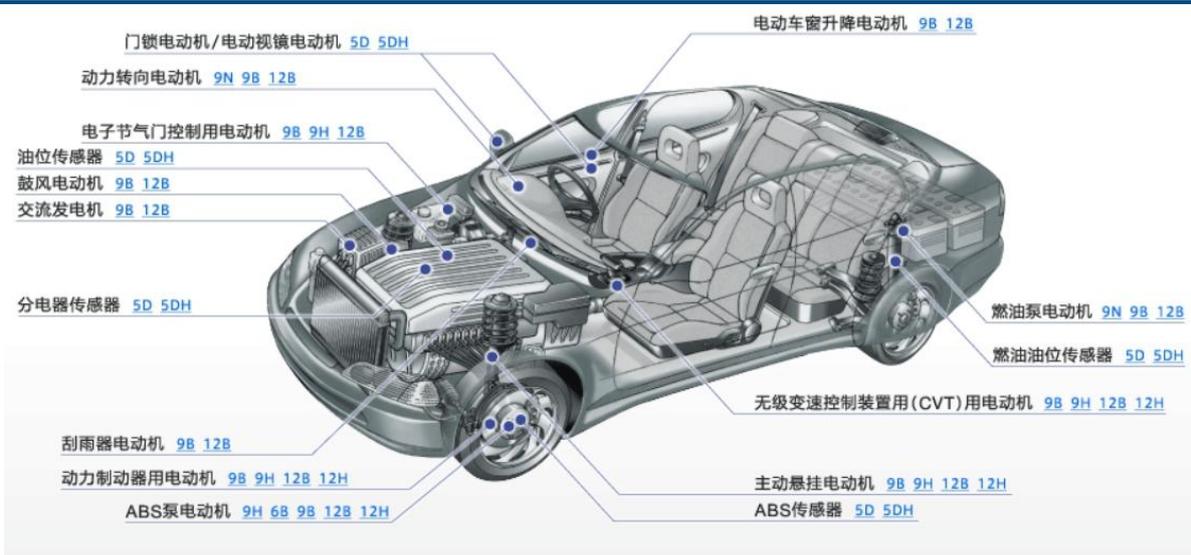
资料来源：华经产业研究院，中信建投

2.3 新能源汽车：持续高景气，驱动高性能钕铁硼材料需求高速增长

新能源汽车将成为汽车领域高性能钕铁硼永磁材料需求的主要增长点。高性能钕铁硼永磁材料是电动助力转向系统（EPS）、防抱死制动系统（ABS）、雷达传感器等汽车微特电机的重要部件，在传统汽车和新能源汽车中均要使用。相较于传统汽车，新能源汽车的电机使用量大大增加，带来单车稀土永磁材料用量的大幅提升，纯电动汽车的稀土永磁消耗量为传统汽车的 3-4 倍，插电式混合动力汽车的稀土永磁消耗量也有传统汽车的 2-3 倍，其主要应用之一就是新能源汽车的驱动电机。

高性能钕铁硼材料主要应用于新能源汽车驱动电机。稀土永磁同步驱动电机可以大幅减轻电机重量、缩小电机尺寸、提高工作效率，具有转矩大、功率密度大、工作速域宽、可靠性高、结构简单的特点，目前已覆盖新能源汽车领域所有主流厂商。

图表25：磁材在汽车中的应用



资料来源：第二届磁性材料应用及发展高峰论坛，西南应用磁学研究所，新材料在线，中信建投

图表26：不同驱动电机对比

	直流电机	异步电机	永磁同步电机	开关磁阻电机
功率密度	低	中	高	较高
转矩性能	一般	好	好	好
转速范围 (r/min)	4000-6000	9000-15000	4000-10000	>15000
峰值效率 (%)	85-89	94-95	95-97	85-90
电机尺寸/质量	大/重	中/中	小/轻	小/轻

请参阅最后一页的重要声明

	直流电机	异步电机	永磁同步电机	开关磁阻电机
可靠性	差	好	优良	好
结构坚固性	差	好	一般	优良
操控操作性能	最好	好	好	好
控制器成本	低	高	高	一般

资料来源：驱动视界，中信建投

2024 年全球新能源汽车领域高性能钕铁硼需求量可达 7.6 万吨。无论是汽车微特电机领域还是包括驱动电机在内的其他电机应用，对高性能钕铁硼永磁材料的需求都与整车销量相关。2020 年，我国新能源汽车产量为 137 万辆，海外新能源汽车产量达到 187 万辆，全球同比增长 44%。预计 2024 年全球新能源汽车销量增长至 1900 万辆，对应钕铁硼永磁材料需求量将达到 7.6 万吨，中国新能源汽车对钕铁硼永磁材料需求量可达 4.4 万吨。新能源汽车领域将成为高性能钕铁硼永磁材料最旺盛的下游需求。

我们基于以下假设对新能源汽车领域钕铁硼需求进行测算：

- 2021-2024 年我国新能源汽车销量将保持 33% 的 CAGR，2021-2025 年全球新能源汽车产量 CAGR 为 30%；
- 新能源汽车单车钕铁硼永磁材料需求量为 4kg/辆。

图表27： 新能源汽车领域钕铁硼需求测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
全球新能源汽车销量（万辆）	324.4	650.1	1000	1400	1900
中国新能源汽车销量（万辆）	136.7	354.5	550	800	1100
单车钕铁硼需求量（kg/辆）	4	4	4	4	4
全球新能源汽车钕铁硼需求量（吨）	12977.2	26004	40000	56000	76000
中国新能源汽车钕铁硼需求量（吨）	5469.2	14180	22000	32000	44000

资料来源：中汽协，Marklines，中信建投

2.4 风电设备：装机需求超预期增长，永磁机型加速渗透

政策加持下永磁直驱和半直驱风机渗透率有望快速提升，拉动钕铁硼消费。风力发电机的工作环境恶劣，必须能经受高温、严寒、风沙、潮湿乃至盐雾的考验。钕铁硼永磁材料主要用于生产永磁直驱风电，与双馈异步风机相比，永磁直驱风电机组具有结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长、并网性能好、发电效率高、更能适应在低风速的环境下运行等特点。当前，全球直驱式风电机组市场份额约达 30% 并呈不断提升趋势。2022 年 5 月 30 日，国务院发改委、国家能源局发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》，**强调到 2030 年要实现风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标**，强调完善新能源项目投资核准（备案）制度，**推动风电项目由核准制调整为备案制**。2022 年 6 月 1 日，国家发改委、国家能源局、财政部等九部委联合下发《“十四五”可再生能源发展规划》，强调 2025 年非化石能源消费占比 20% 左右任务要求。

“十四五”期间，风电已实现平价上网，现已摆脱补贴依赖，进入了更加市场化的发展阶段，结合备案制的推出将加快风电项目投资决策的过程，可预计风电的新增装机容量有望超预期增长。对比“十三五”可再生能源规划实现情况，2020 年底风电实际新增装机量超规划目标 26%，同时区别于以往可再生能源规划的发布，本次“十四五”规划首次采取九部门联合印发，包括了财政部、自然资源部、生态环境部、住建部、农业部、

中国气象局、林业和草原局在内，体现出本次规划的政策高规格以及重视程度，我们预计此次规划最终实际完成情况将显著超过规划目标。

全球风能理事会(GWEC) 预计，在当前政策下，预计未来五年(2022-2026)全球风电装机容量将新增557GW，复合年增长率为6.6%。我们基于以下假设对风电设备领域钕铁硼需求进行测算：

- 2021-2025 年全球风电年均新增装机容量 110GW
- 2025 年永磁直驱风机渗透率将增长至 45%
- 风电电机的钕铁硼平均消耗量为 670kg/MW

图表28： 风电设备领域钕铁硼需求测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
风电新增装机容量 (GW)	93	96	105	110	115
永磁直驱风机渗透率 (%)	31%	32%	34%	38%	42%
钕铁硼单耗 (t/GW)	670	670	670	670	670
风电设备领域钕铁硼需求 (万吨)	1.93	2.06	2.39	2.80	3.24

资料来源: CWEA, 国家能源局, 中信建投

2.5 钕铁硼永磁体市场有望高速增长

在工业节能电机、新能源汽车、风电设备以及消费电子等其他领域带动下，钕铁硼永磁体行业将迎来高速发展期。根据我们的测算，2024 年工业电机、新能源汽车及风电设备领域的高性能钕铁硼需求总量有望达到13.67 万吨，2020-2024 五年 CAGR 可达 30.44%。从全球的需求来看，2020 年钕铁硼总消费量 20.8 万吨，预计到 2024 年钕铁硼消费量将达到 35.49 万吨，五年 CAGR 为 11.28%。

图表29： 全球钕铁硼需求预测 (万吨)

领域	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工业电机	0.29	0.64	1.12	1.95	2.87
新能源汽车	1.30	2.60	4.00	5.60	7.60
风电设备	1.93	2.06	2.39	2.80	3.24
传统汽车	1.93	2.40	2.90	3.20	3.50
工业机器人	1.25	1.55	1.81	2.15	2.47
消费电子	0.90	0.95	1.00	1.10	1.15
耐用消费品	1.90	2.40	2.60	2.90	3.10
节能电梯	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10
其他	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
全球钕铁硼需求合计	20.7	23.9	27.22	31.2	35.53

资料来源: USGS, Marklines, IEA, CWEA, 工信部, 国家能源局, 中汽协, 华经产业研究院, 智研咨询, 中信建投

高性能钕铁硼市场门槛较高，龙头企业积极扩产。由于高性能钕铁硼磁材的生产要求较高的技术门槛和专

利认证授权等环节，目前国内产能主要集中在金力永磁、正海磁材、英洛华、宁波韵升、中科三环、大地熊等上市公司。尽管全国约有 160 多家钕铁硼生产企业，但绝大部分企业的毛坯年产量不足 2000 吨，且多集中在中低端钕铁硼市场，产品竞争激烈、同质化严重、盈利空间弱，具备技术实力和资金实力的企业必将迈入高端钕铁硼市场。

2021 年金力永磁、正海磁材、英洛华、宁波韵升、中科三环、大地熊六家上市公司的钕铁硼成品总产量约为 4.6 万吨，总销量约为 4.5 万吨，各家产销率均高于 95%。龙头企业为迎接下游市场未来的高增长需求，均积极扩建高性能钕铁硼永磁材料产能，预计 2025 年龙头企业合计钕铁硼毛坯产能可达 19.1 万吨。按照 1:0.65 作为毛坯转化为产成品的假设比例进行测算，参照公司历史产能使用率情况，我们预计 2022-2025 年龙头企业钕铁硼成品产量合计为 7.57/9.47/11.59/12.74 万吨。

图表30： 中国钕铁硼龙头企业产能产量情况预测

	公司名称	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
产能情况	金力永磁	15,000	23,000	26,000	28,000	40,000
	正海磁材	16,000	24,000	30,000	30,000	30,000
	中科三环	20,000	30,000	30,000	51,000	51,000
	宁波韵升	12,000	19,000	34,000	34,000	34,000
	英洛华	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000
	大地熊	6,000	8,000	12,000	15,000	21,000
	合计	79,000	114,000	142,000	173,000	191,000
产量情况 (以成品计)	金力永磁	10,325	16,100	18,200	19,600	28,000
	正海磁材	10,921	16,800	21,000	21,000	21,000
	中科三环	8,750	19,500	19,500	33,150	33,150
	宁波韵升	8,148	13,300	23,800	23,800	23,800
	英洛华	5,636	5,800	6,000	10,500	10,500
	大地熊	2,600	4,160	6,240	7,800	10,920
	合计	46,380	75,660	94,740	115,850	127,370

资料来源：各公司公告，中信建投 注：中科三环 2021 年产量为预测值

行业竞争强度有限，高性能磁材仍需发展，企业业绩将充分受益于产能扩张。从全球范围内的钕铁硼磁材潜在需求来看，我国龙头企业可满足的供给有限，市场空间可观，行业集中度有望持续提升。受益于旺盛的高性能钕铁硼磁材需求，企业有望从积极的产能布局 and 高速扩张中把握市场机遇，建立自身优势领域，依托高性能磁材核心技术打造具有较强国际竞争力的产业链条，在全球产业价值链中的地位得到明显提升。

图表31： 钕铁硼供需平衡表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钕铁硼需求 (万吨)	20.7	23.9	27.22	31.2	35.53
钕铁硼总供给 (万吨)	19.62	22.62	27.13	30.47	33.4
主要企业钕铁硼供给 (万吨)	-	4.64	7.57	9.47	11.59
供需平衡 (万吨)	-1.08	-1.28	-0.09	-0.73	-2.13

资料来源：各公司公告，USGS，Marklines，IEA，CWEA，工信部，国家能源局，中汽协，华经产业研究院，智研咨询，中信建投

3. 原料、产能、结构，由上至下打造公司盈利空间

3.1 与北方稀土成立合资公司，锁定原料来源

合资公司保证核心原料稳定供应。公司于 2011 年与北方稀土共同投资成立安徽包钢稀土永磁合金制造有限责任公司，后更名为北方稀土（安徽）永磁科技有限公司，北方稀土持有 60% 股权并控股，公司持有 40% 股权。从生产环节上看，钕铁硼速凝薄带合金片的制备是烧结钕铁硼永磁材料生产最前端的工艺环节之一，合资公司日常向北方稀土采购镨钕混合金属，根据公司提供的材料配方与工艺，生产钕铁硼速凝薄带合金片并将该核心原材料销售给公司；从业务上看，北方稀土（安徽）是公司核心原材料的最主要供应商，公司与北方稀土合作，锁定稳定、高质量的原材料供应渠道。

深化合作，为产能扩张提供保障。2021 年公司与北方稀土共同向合资公司同比例增资 9036 万元（公司增资 3614.4 万元，占比 40%），用于建设年产 8000 吨高性能合金薄片项目，扩大钕铁硼速凝薄带合金片产能规模，目前已部分投产并发挥效益。公司进一步加强与上游的战略合作，为公司未来扩张产能的稀土原材料需求建立保障。

3.2 项目扩产稳步推进，公司紧握市场机遇

产能提升较快，项目扩产稳步推进。2021 年公司烧结钕铁硼毛坯产能提升至 6000 吨，同比增长 50%。公司于 21 年 6 月正式开工建设包头“年产 5000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目，目前建设已过半，设备购置进行中，预计 2022 年下半年可部分投产；同年 8 月，公司增资收购大地熊宁国公司，并将利用现有土地建设“年产 5000 吨高性能钕铁硼磁性材料”项目，预计 2023 年年中建成投产。随着包头、宁国和合肥本部扩产项目的稳定推进投产，公司产能将逐渐追上国内钕铁硼永磁行业第一梯队产能，2025 年产能可达 21000 吨。

图表32： 公司烧结钕铁硼永磁材料规划产能情况

产能（吨/年）	生产基地	项目名称	项目状态	投产时间
1500	合肥	年产 1500 吨汽车电机高性能烧结钕铁硼磁体建设项目	在建	2022 年底
5000	包头	年产 5000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目	在建	2022-2023
5000	宁国	年产 5000 吨高性能钕铁硼磁性材料	在建	2023 年年中
5000	合肥	高综合性能烧结钕铁硼磁体及器件研发与产业化项目	完成备案等手续	2024-2025

资料来源：公司公告，中信建投

图表33： 公司烧结钕铁硼永磁材料生产销售情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2025E
毛坯产能（吨）	1500	2000	2200	4000	6000	8000	12000	21000
毛坯产量（吨）	1620.68	1789.9	1901.3	2740	3955	6400	9600	16800
产能利用率	108.05%	89.5%	86.42%	68.5%	65.92%	80%	80%	80%
成品产量（吨）	1034.28	1143.77	1251.96	1521.65	2600.15	4160	6240	10920
成品销量（吨）	1076.29	1183.82	1299.52	1552.99	2525.35	4160	6240	10920
成品产销率（%）	104.06%	103.50%	103.80%	102.06%	97.12%	100%	100%	100%

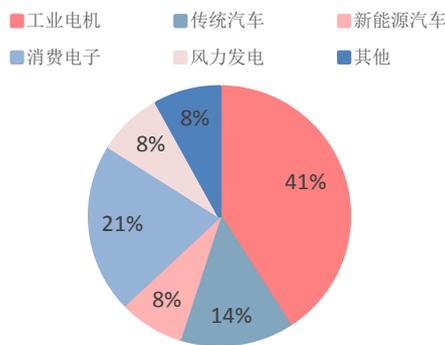
资料来源：公司公告，中信建投

产能利用率仍有上升空间，未来产量有望持续高增。2021 年公司全年烧结钕铁硼永磁材料毛坯产量 3955 吨，同比增长 44.33%；受新冠疫情和产能快速扩张影响，公司 2020 年和 2021 年产能利用率有所下降，随着新增产能的逐步释放，钕铁硼产品下游市场需求不断扩大，公司产能利用率有望快速回升，未来产量持续大幅增长。

3.3 产品结构带来单吨盈利优势，公司有望受益于钕铁硼上涨行情

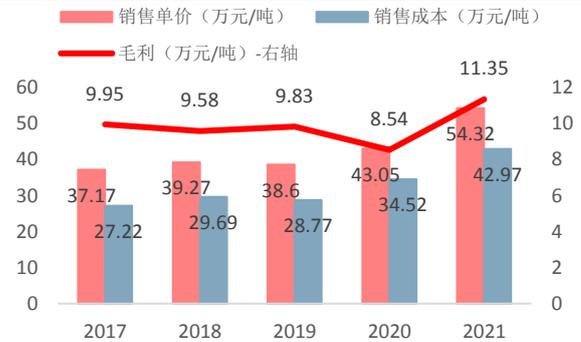
公司产品应用领域集中在工业电机和汽车工业两大行业。2021 年公司烧结钕铁硼永磁体下游应用结构为工业电机占比 41%，汽车工业占比 22%，其中新能源汽车占比 8%，消费类电子占比 21%，风力发电占比 8%，其他合计占 8%。受钕金属价格上涨影响，公司烧结钕铁硼永磁体成品的销售成本上涨至 42.97 万元/吨，同比增长 24.5%，公司产品结构聚焦于工业电机、汽车工业等高毛利产品，单吨售价涨幅明显，单吨盈利增长至 11.35 万元/吨。伴随原材料价格持续上涨行情，公司盈利空间有望继续扩大，持续实现高盈利。

图表34： 2021 年公司产品应用领域



资料来源：公司公告，中信建投

图表35： 公司烧结钕铁硼售价成本情况



资料来源：公司公告，中信建投

汽车工业和工业电机客户的进入门槛高，认证周期长。公司产品质量已得到国内外知名客户的认可并进入其供应链体系，终端应用品牌包括奔驰、宝马、克莱斯勒、奥迪、大众、丰田、本田等一众国内外知名汽车品牌，以及美国百得、日本牧田、中车永济、明阳智能等世界最大电动工具品牌和风力发电机龙头企业。公司不断加强在已取得优势领域的技术产品研发与市场开拓，享有较高的产品溢价，未来销售业绩与占比有望持续提升。

4. 盈利预测估值分析

预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润分别为 2.97 亿、4.46 亿和 5.83 亿

假设公司 22/23/24 年烧结钕铁硼毛坯产能为 8000/12000/15000 吨，产能利用率为 80%，预计烧结钕铁硼业务营业收入分别为 24.96/35.57/43.68 亿元，毛利率分别为 19.75%/19.47%/19.91%，公司总收入分别为 28.03/38.90/47.30 亿元，同比增长 69%/39%/22%，公司归母净利润分别为 2.97/4.46/5.83 亿元，同比增长 95%/50%/31%。对应当前股价 22/23/24 年 PE 估值为 22.7/15.1/11.6 倍。

图表36： 公司主营业绩预测简表（百万元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
烧结钕铁硼	产能（毛坯）	4000	6000	8000	12000	15000
	产量（产品）	1,521.65	2,600.15	4,160	6,240	7,800
	收入	668.61	1371.78	2496	3556.8	4368
	成本	536.03	1085.05	2002.948	2864.144	3498.182
	毛利	132.58	286.73	493.05	692.66	869.82
	毛利率	19.83%	20.90%	19.75%	19.47%	19.91%
	橡胶磁	收入	23.25	28.08	28.17	28.17
成本		15.75	18.73	18.61	18.61	18.61
毛利		7.5	9.35	9.56	9.56	9.56
毛利率		32.26%	33.30%	33.94%	33.94%	33.94%
其他磁业务	收入	16.99	16	16.53	16.51	16.35
	成本	12.86	13.65	13.64	13.64	13.64
	毛利	4.13	2.35	2.90	2.87	2.71
	毛利率	24.31%	14.69%	17.51%	17.40%	16.55%
其他业务	收入	73.31	238.71	262.58	288.84	317.72
	成本	76.48	197.7	236.32	259.96	285.95
	毛利	-3.17	41.01	26.26	28.88	31.77
	毛利率	-4.32%	17.18%	10%	10%	10%
	营业收入	782.16	1654.57	2803.28	3890.31	4730.23
	营业成本	641.12	1315.13	2271.51	3156.34	3816.38
	毛利	141.04	339.44	531.76	733.97	913.86
	毛利率	18.03%	20.52%	18.97%	18.87%	19.32%

资料来源：公司公告，中信建投

估值分析

目前公司主营业务为高性能钕铁硼永磁材料的生产与销售，我们选择金力永磁、正海磁材、宁波韵升、中科三环、英洛华作为可比公司。参考 Wind 一致盈利预测，上述 5 家可比公司 2022 年的平均市盈率（PE）为 25.75 倍，参考 2022 年盈利预测，我们给予公司 26 倍 PE，我们认为每股合理价值约为 96 元，首次覆盖给予买入评级。

图表37：可比上市公司估值情况

代码	简称	市值	EPS					PE			
			2022/6/10	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688077.SH	大地熊	70 亿元	1.90	3.71	5.57	7.28	42.8	22.7	15.1	11.6	
300748.SZ	金力永磁	276 亿元	0.64	0.86	1.12	1.42	70.44	38.40	29.54	23.25	
300224.SZ	正海磁材	111 亿元	0.32	0.57	0.85	1.02	52.86	23.64	15.94	13.26	
600366.SH	宁波韵升	106 亿元	0.52	0.65	0.82	0.99	25.21	16.56	13.10	10.76	
000970.SZ	中科三环	155 亿元	0.37	0.52	0.73	1.01	42.86	24.40	17.40	12.61	
000795.SZ	英洛华	82 亿元	0.12				71.57				
	均值						52.59	25.75	19.00	14.97	

资料来源：公司公告，中信建投

5. 风险提示

- 1) 产能释放不及预期。若公司未来扩建项目投产、达产进度受内部或外部因素干扰延期，则会对公司未来产量销量的增长产生不利影响，若产能利用率下滑 10%，将影响净利润 0.25 亿元左右。
- 2) 原材料成本波动。公司主营产品主要原料为稀土金属，主要为氧化镨钕、镝铁、铽等稀土元素，公司产品价格采用成本加成定价，若公司无法及时传导给下游客户，则稀土价格大幅波动将对公司业绩产生不利影响，若成本上升 10%，且无法向下游传导，将影响净利润 0.4 亿元左右。
- 3) 需求增长不及预期。公司下游需求驱动主要来源于“双碳”背景下的节能需求和新能源产业，若经济下行，国家政策变动，将导致钕铁硼磁材产品需求减少，对公司业绩产生不利影响，若销量下滑 10%，将影响净利润 0.3 亿元左右。

报表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1032	1561	2673	3480	4058	营业收入	782	1655	2803	3890	4730
现金	251	293	806	1119	1360	营业成本	641	1315	2272	3156	3816
应收票据及应收账款合计	241	597	822	1147	1247	营业税金及附加	3	5	14	17	20
其他应收款	2	3	5	6	8	销售费用	20	30	42	47	47
预付账款	1	3	4	5	6	管理费用	32	51	67	93	114
存货	291	484	855	1006	1245	研发费用	34	96	98	101	118
其他流动资产	246	181	179	197	191	财务费用	7	6	20	30	50
非流动资产	426	658	1064	1410	1640	资产减值损失	-6	-3	-4	0	-17
长期投资	45	86	129	172	216	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	257	385	739	1029	1211	其他收益	13	18	13	14	14
无形资产	27	41	44	48	52	投资净收益	4	10	4	5	6
其他非流动资产	97	146	153	160	162	营业利润	51	160	322	482	627
资产总计	1458	2218	3737	4890	5698	营业外收入	7	3	2	3	4
流动负债	471	1006	2252	2996	3317	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	10	278	1010	1582	1561	利润总额	57	162	324	484	630
应付票据及应付账款合计	391	605	1116	1276	1616	所得税	4	10	27	38	47
其他流动负债	69	123	126	139	140	净利润	52	152	297	446	583
非流动负债	74	126	122	116	106	少数股东损益	0	1	0	0	0
长期借款	0	54	51	45	35	归属母公司净利润	52	152	297	446	583
其他非流动负债	74	71	71	71	71	EBITDA	80	210	379	560	726
负债合计	545	1132	2373	3112	3424	EPS (元)	0.65	1.90	3.71	5.57	7.28
少数股东权益	0	38	38	38	38						
股本	80	80	80	80	80	主要财务比率					
资本公积	488	502	502	502	502	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
留存收益	345	467	695	1012	1385	成长能力					
归属母公司股东权益	913	1049	1325	1740	2237	营业收入(%)	24.0	111.5	69.4	38.8	21.6
负债和股东权益	1458	2218	3737	4890	5698	营业利润(%)	-21.7	216.5	100.7	49.6	30.2
						归属于母公司净利润(%)	-10.0	191.1	95.4	50.1	30.8
						获利能力					
现金流量表						毛利率(%)	18.0	20.5	19.0	18.9	19.3
单位:百万元						净利率(%)	6.7	9.2	10.6	11.5	12.3
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	5.7	14.0	22.3	25.6	25.5
经营活动现金流	34	-129	267	232	699	ROIC(%)	13.2	19.4	23.9	23.3	26.9
净利润	52	152	297	446	583	偿债能力					
折旧摊销	30	36	52	85	113	资产负债率(%)	37.4	51.0	63.5	63.6	60.1
财务费用	7	6	20	30	50	净负债比率(%)	-26.4	4.9	20.0	29.9	11.0
投资损失	-4	-10	-4	-5	-6	流动比率	2.2	1.6	1.2	1.2	1.2
经营性应收项目的减少	-85	-368	-227	-326	-101	速动比率	1.6	1.1	0.8	0.8	0.8
经营性应付项目的增加	182	211	515	170	341	营运能力					
其他经营现金流	34	55	130	3	61	总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
投资活动现金流	-409	-50	-454	-425	-338	应收账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
资本支出	84	169	1096	874	167	应付账款周转率	3.6	4.6	4.6	4.6	4.6
长期投资	-329	111	-43	-44	-44	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-655	230	599	405	-214	每股收益(最新摊薄)	0.65	1.90	3.71	5.57	7.28
筹资活动现金流	415	270	-32	-66	-99	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	-2.06	3.34	2.90	8.74
短期借款	-70	268	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.42	13.11	16.16	21.33	28.10
长期借款	0	54	-4	-6	-10	估值比率					
普通股增加	20	0	46	0	0	P/E	129.3	44.4	22.7	15.1	11.6
资本公积增加	482	14	0	0	0	P/B	7.4	6.4	5.2	4.0	3.0
其他筹资现金流	-16	-66	-74	-61	-90	EV/EBITDA	127.7	50.4	5.2	19.7	14.8
现金净增加额	39	90	-219	-259	262						

资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

王介超：中信建投证券金属新材料行业首席分析师，中南大学本硕，高级工程师，一级建造师，注册咨询师（投资），冶金及建筑行业工作 8 年，2017 年开始从事卖方研究工作，主编国标 GB/T 18916.31，拥有多项专利技术，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的行业经验。擅长金属及建筑产业链研究，产业与金融结合较好，权益端多次挖掘具有市场影响力的标的，相关研究如钢结构行业深度研究和装配式行业深度研究，减隔震行业专题研究，高端特钢专题研究等深受市场好评。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心
 B 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号
 南塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk