



Research and
Development Center

聚焦磁材，顺势扩张

—宁波韵升(600366)公司深度报告

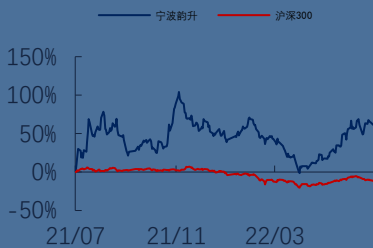
2022年07月27日

| | |
|-------------------------|-------------------------|
| 娄永刚 金属&新材料首席分析师 | 黄礼恒 金属&新材料行业分析师 |
| S1500520010002 | S1500520040001 |
| 010-83326716 | 18811761255 |
| louyonggang@cindasc.com | huangliheng@cindasc.com |

相关研究

1. 各条线均强劲增长驱动业绩超预期
2. 深耕磁材布好赛道，双碳目标促新成长

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
宁波韵升 (600366)
投资评级 买入

上次评级 买入


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 13.78 |
| 52周内股价波动区间(元) | 16.82-6.94 |
| 最近一月涨跌幅(%) | 11.4 |
| 总股本(亿股) | 9.89 |
| 流通A股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 136.30 |

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

聚焦磁材，顺势扩张

2022年07月27日

本期内容提要：

- ◆ **聚焦磁材业务，顺势扩张产能。** 钕铁硼磁材为业务核心，引领公司 30 年的发展。目前形成宁波和包头两大生产基地，毛坯产能达到 1.2 万吨/年，到 2022 年底将达到 1.9 万吨/年，到 2024 年产能 1.5 万吨高端磁材项目投产，产能有望达到 3.4 万吨/年，位居国内前列。公司技术积累深厚，磁材专注于电子（3C、VCM 等）、新能源汽车、工业自动化等高技术、高附加值、高毛利相关的细分方向，产品及客户均相对高端，保障公司在行业波动中取得较为稳定的盈利能力。2018 年后公司逐步收敛投资业务，存量项目平稳发展；2020 年剥离伺服电机业务，进一步专注主业，规避与客户的竞争关系。公司加快提质增效进程，加强成本管控；事业部管理方式加深对客户理解，深入绑定和服务客户；重视人才，提升员工待遇水平，激励绑定核心管理及技术人员。
- ◆ **双碳目标推动，磁材快速发展。** 高性能钕铁硼将在发电侧（风电）和用电侧（新能源汽车、高性能电机等）两端共同促进碳减排，行业需求持续爆发。新能源汽车迎来市场驱动爆发式增长，十四五期间有望保持 35% 以上增速，我们预计 2025 年全球销量突破 2400 万辆，将带动全球高端钕铁硼消费量达到 6 万吨。国内风电在平价上网后有望维持 40GW/年以上的装机量，且随着直驱电机渗透率提升，到 2025 年有望带动全球高端钕铁硼消费量至 3 万吨以上。工业电机、变频空调和节能电梯领域以及消费电子领域也将保持稳步渗透、增长，均有望达到万吨级以上需求。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 公司进入新一轮产能扩张周期，产品结构逐步向增速更快的新能源汽车调整，我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 6.77、9.45 和 13.98 亿元，同比分别增长 30.7%、39.6%、47.9%。EPS 分别为 0.68、0.96、1.41 元，最新股价 PE 分别为 20x、14x 及 10x；考虑行业需求迎来爆发，公司产能倍数增长带来业绩持续高增长，维持公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 公司取得重大客户突破，产能扩张超预期等。
- ◆ **风险因素：** 扩产项目进度不及预期，新能源业务拓展不及预期，下游需求不及预期。

| 重要财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2,399 | 3,754 | 5,227 | 6,966 | 9,417 |
| 增长率 YoY % | 23.1% | 56.5% | 39.2% | 33.3% | 35.2% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 178 | 518 | 677 | 945 | 1,398 |
| 增长率 YoY% | 575.8% | 191.5% | 30.7% | 39.6% | 47.9% |
| 毛利率% | 21.2% | 25.9% | 24.6% | 25.8% | 27.6% |
| 净资产收益率 ROE% | 4.1% | 10.7% | 12.5% | 14.8% | 18.0% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.18 | 0.52 | 0.68 | 0.96 | 1.41 |
| 市盈率 P/E(倍) | 76.68 | 26.30 | 20.12 | 14.42 | 9.75 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.11 | 2.81 | 2.51 | 2.14 | 1.75 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 07 月 27 日收盘价



目录

| | |
|-------------------------|----|
| 宁波韵升：国内高端钕铁硼磁材的领导者 | 5 |
| 技术积累深厚的高端磁材领导者 | 5 |
| 聚焦稀土磁材主业，盈利稳步提升 | 7 |
| 公司营业能力稳步提升 | 7 |
| 现金充沛，财务状况优异 | 8 |
| 稀土价格上涨带来库存收益，公司成本传导能力较强 | 9 |
| 产能有序扩张，吨毛利持续领先 | 10 |
| 产能有序扩展，龙头地位稳固 | 10 |
| 产销量快速增长，新能源汽车份额大幅提升 | 12 |
| 成本控制较强，吨毛利领先 | 14 |
| 高性能磁材乘碳中和东风，需求空间广阔 | 14 |
| 钕铁硼性能优异，中国具备产业链优势 | 14 |
| 新能源汽车：需求持续高增 | 17 |
| 风电：能源转型的重要支撑，需求持续扩张 | 19 |
| 节能电梯：受益渗透率提升 | 21 |
| 变频空调：能耗标准颁布催化节能空调渗透率 | 22 |
| 消费电子：传统市场稳健发力 | 24 |
| 盈利预测、估值与投资评级 | 26 |
| 风险因素 | 26 |

表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 表 1：宁波韵升主要产品简介 | 6 |
| 表 2：主要上市公司稀土磁材扩张规划（截至 2022 年 6 月） | 11 |
| 表 3：主要上市公司稀土磁材产量（吨） | 12 |
| 表 4：新能源汽车对钕铁硼的需求量（万台，kg/台，吨） | 18 |
| 表 5：中国风电政策不完全汇总 | 19 |
| 表 6：风力发电机对钕铁硼的需求量 | 20 |
| 表 7：中国节能电梯对钕铁硼的需求量（万台，kg/台，吨） | 22 |
| 表 8：中国节能电空调对钕铁硼的需求量（万台，kg/台，吨） | 24 |
| 表 9：全球消费领域对钕铁硼的需求量（亿台，g/台，吨） | 25 |
| 表 10：公司盈利关键假设条件 | 26 |

图目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1：公司股权结构 | 5 |
| 图 2：宁波韵升业务占比情况（万元） | 7 |
| 图 3：公司营业收入情况（亿元） | 8 |
| 图 4：公司归母净利润情况（亿元） | 8 |
| 图 5：公司盈利水平 | 8 |
| 图 6：公司投资净收益（亿元） | 8 |
| 图 7：公司资产负债率维持同行业平均水平 | 9 |
| 图 8：公司现金流量（亿元） | 9 |
| 图 9：氧化镨钕价格走势（万元/吨） | 9 |
| 图 10：公司原材料库存充足（亿元） | 9 |
| 图 11：公司钕铁硼产能持续扩张 | 10 |
| 图 12：乐观假设下主要公司产能扩张进度（吨） | 12 |
| 图 13：悲观假设下主要公司产能扩张进度（吨） | 12 |
| 图 14：公司钕铁硼业务营收概况（万元） | 13 |
| 图 15：公司钕铁硼下游营收占比（万元） | 13 |
| 图 16：公司钕铁硼产销量概况（吨） | 13 |
| 图 17：公司钕铁硼单价与单位毛利情况（万元/吨） | 13 |
| 图 18：宁波韵升钕铁硼单吨成本构成（万元/吨） | 14 |
| 图 19：主要上市公司钕铁硼材料吨毛利比较（万元/吨） | 14 |
| 图 20：稀土磁材产业链 | 15 |
| 图 21：2021 年全球稀土储量分布 | 15 |
| 图 22：2021 年全球稀土产量分布 | 15 |
| 图 23：中国钕铁硼磁体产量进入平稳增长阶段 | 16 |
| 图 24：2020 年全球高性能钕铁硼材料下游应用占比 | 17 |
| 图 25：2025 年全球高性能钕铁硼材料下游应用占比（预测） | 17 |
| 图 26：钕铁硼永磁材料在新能源汽车领域的应用 | 17 |



| | |
|---------------------------------|----|
| 图 27: 中国新能源汽车销量 (万辆) | 18 |
| 图 28: 全球新能源汽车销量 (万辆) | 18 |
| 图 29: 风力发电机分类以及主要生产厂家 | 19 |
| 图 30: 中国风电新增装机容量 (万千瓦) | 20 |
| 图 31: 全球风电新增装机容量 (万千瓦) | 20 |
| 图 32: 节能电梯 (左) 和普通电梯 (右) | 21 |
| 图 33: 钕铁硼永磁材料在节能电梯领域的应用 | 21 |
| 图 34: 国内电梯产量 (万台) | 22 |
| 图 35: 钕铁硼永磁材料在变频空调领域的应用 | 23 |
| 图 36: 变频空调销量数据 (万台) | 23 |
| 图 37: 中国与全球智能手机出货量 (百万部) | 24 |
| 图 38: 下游领域对钕铁硼磁材的需求测算 (吨) | 25 |
| 图 39: 钕铁硼下游需求测算 (2021) | 26 |
| 图 40: 钕铁硼下游需求测算 (2025) | 26 |

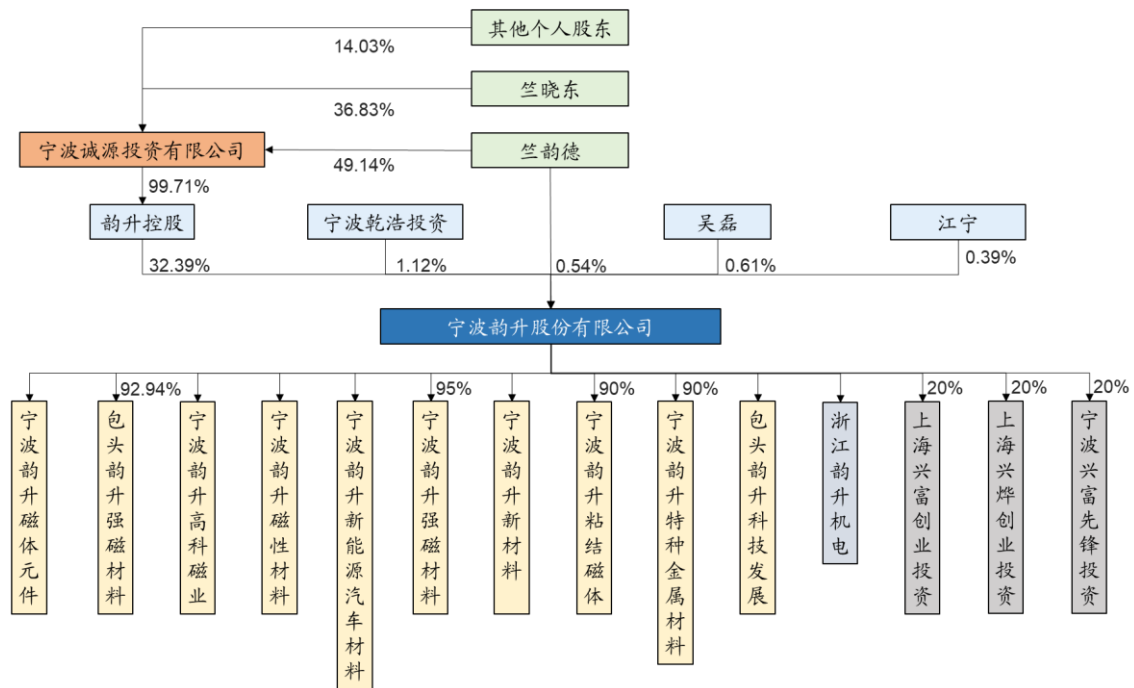
宁波韵升：国内高端钕铁硼磁材的领导者

技术积累深厚的高端磁材领导者

宁波韵升成立于1994年，是国内历史最为悠久的稀土磁材公司之一，1998年完成股改，并于2000年在上交所上市，是A股第一家实现上市的磁材公司。公司上市初期主营业务为八音琴、稀土磁材与电机三块业务，现八音琴与电机业务已基本剥离，专注稀土磁材板块，公司控股股东为宁波韵升控股有限公司，实控人为公司创始人竺韵德，合计持股比例为16.41%，2015年竺韵德先生退休，由竺晓东先生担任董事长，主导公司运营工作。

公司下属子公司包括主营磁性材料的宁波韵升磁体元件技术有限公司、包头韵升强磁材料有限公司、宁波韵升强磁材料有限公司、宁波韵升新材料有限公司、宁波韵升新材料有限公司、宁波韵升粘体有限公司等，及其他主营电机、投资业务的公司。




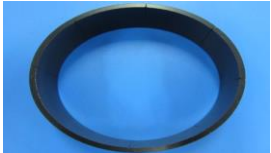
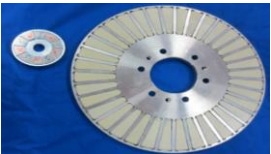
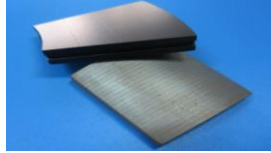
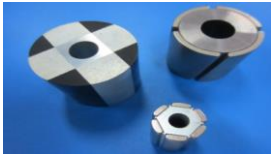

图 1：公司股权结构（截至 2022.07.26）



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

公司主要从事钕铁硼永磁材料的研发、制造和销售，产品广泛应用于新能源汽车、消费电子、城市轨道交通、工业机器人、节能家电、风力发电等绿色节能环保领域。公司的主要业务为向客户提供高性能钕铁硼磁性材料应用的解决方案，并致力于向下游的磁组件应用领域延伸。

表 1: 宁波韵升主要产品简介

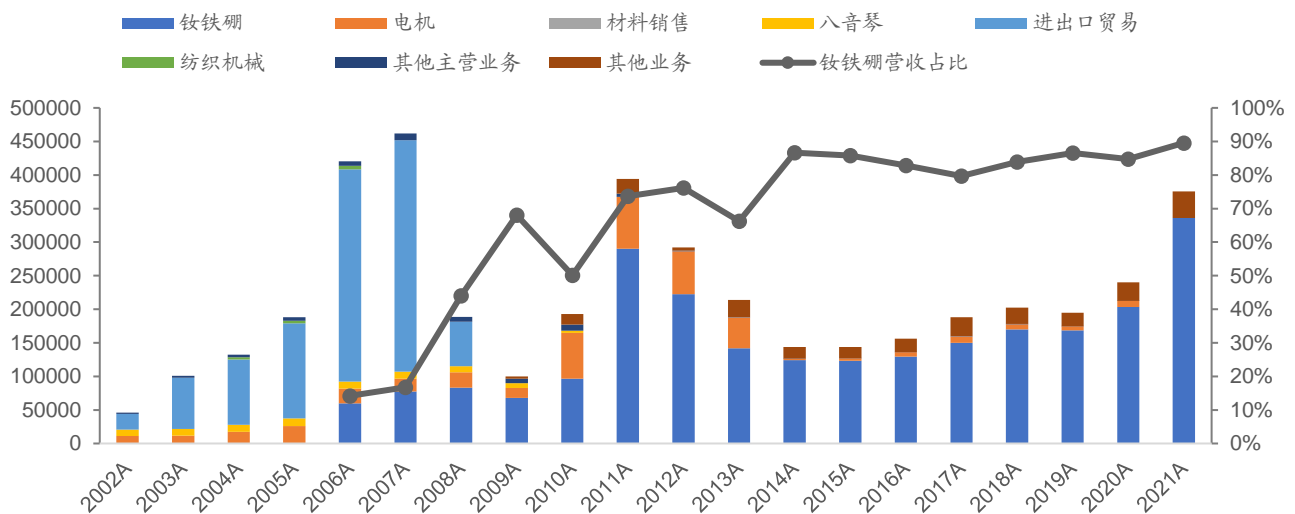
| 公司主要产品 | 产品细分 | 产品图例 | 特性及用途 |
|-------------|--------|---|---|
| 烧结钕铁硼 | 烧结钕铁硼 |  | 烧结钕铁硼磁体具有超越传统永磁材料的优异永磁特性，在各行各业获得越来越广泛的应用，成为现代工业不可或缺的功能材料。 |
| 粘结钕铁硼 | 注塑磁体 |  | 注塑磁体主要采用 PA 及 PPS 等热塑性树脂同铁氧体及钕铁硼磁粉，物料经过混合、混炼、造粒制作粒料，并使用注塑机进行注塑成型。根据产品制作过程中施加取向磁场与否，注塑磁体分为各向同性注塑磁体及各向异性注塑磁体。 |
| | 压制磁体 |  | 压制磁体是一种借鉴粉末冶金工艺，制备粘结磁体的工艺。将磁粉和磁粉胶按比例混合、造粒后进行成型和固化。压制磁体表面一般需要进行涂层防护，一般采用阴极电泳、喷涂等表面处理工艺。 |
| 辐射环拼接组件 | |  | 拼接辐射环组件解决了目前整体稀土永磁辐射环所存在着涡流现象，和大尺寸、高性能方面还不能满足所有电机领域的技术要求，主要用在太阳能发电机设备中，可广泛用于家庭、露营和军队筑营等地方，该产品具有体积小使用简单，操作简便安全可靠，适用范围大等。 |
| 平面转子组件 | |  | 平面转子组件主要应用于航空航天领域，汽车传动系统 |
| 磁组件 | 叠片磁钢组件 |  | 叠片磁钢组件涡流小，同时性能和整体磁钢组件一样甚至优越，电机尤为电动汽车上所使用的绝大多数转子磁钢均可以进行这样的设计，所以绝缘拼接磁钢组件的应用也越来越多 |
| 伺服电机用永磁转子组件 | |  | 主要应用于大功率（超高速），高功能（高温）伺服电机用永磁转子组件，使得稀土永磁电机的应用和开发进入一个新阶段，对与之相配的能够在高速、高温环境下工作的稀土永磁精密转子的制作技术要求也就越来越高。 |
| 高速精密转子组件 | |  | 高速精密转子组件在医学上用在治疗有睡眠呼吸障碍的治疗仪上 |

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

聚焦稀土磁材主业，盈利稳步提升

2015 年之前，公司的业务中包含八音琴、进出口贸易以及电机业务，后续公司根据自身情况逐步剥离，2020 年公司为避免与下游客户的竞争，剥离伺服电机业务，更加专注于钕铁硼磁材业务，有利于强化公司在高端钕铁硼产品的优势。2006-2014 年间，钕铁硼营收占比由 14.2% 稳步提升至 86.67%，2014-2021 年间钕铁硼营收占比趋于稳定，截至 2021 年底，该值为 89.56%。

图 2：宁波韵升业务占比情况（万元）



资料来源:Wind, 信达证券研发中心

公司营业能力稳步提升

2017-2019 年受下游需求疲弱及投资收益下滑影响，公司归母净利大幅下滑。2017-2019 年受到电子行业周期下行、贸易战等因素影响，国内外市场分别出现下滑，影响产品销量和售价，导致主营业务盈利能力出现较大程度下滑，2019 年毛利率下降至 17.75%，净利率下降至 2.3%。投资业务也受到市场行情的影响出现大比例下滑，投资净收益由 2016 年的 8.86 亿元降低至 2019 年的 0.60 亿元，两个因素共同导致公司净利润在 2017-2019 年出现三年连续下滑。

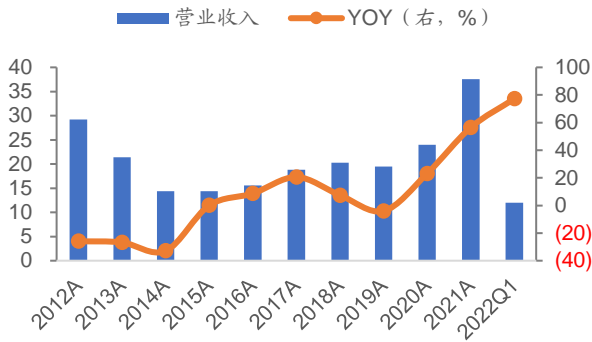
2020 年虽遭受“新冠疫情”的干扰，但公司抓住 TWS 耳机、数据中心投资重回增长以及工业自动化加速渗透的机遇，实现产销量的快速增长，扭转主营业务净利润连续三年下滑的情况。公司利用国内疫情率先得到控制、供应链完备的机会，抢占部分日韩在高端电子钕铁硼产品的市场。

2021 年公司在汽车、消费电子和工业应用三大领域的市场份额持续扩大，叠加产品创新推动，钕铁硼销量大幅增长，实现营业收入 3.54 亿元，同比增长 56.47%；实现归母净利 5.18 亿元，总同比增长 192%，归母净利增速较大主要系公司投资收益增加 1.52 亿元。

2022Q1 面对稀土价格高位震荡，公司顺利实现原材料价格传导，营业收入同比增长 77%

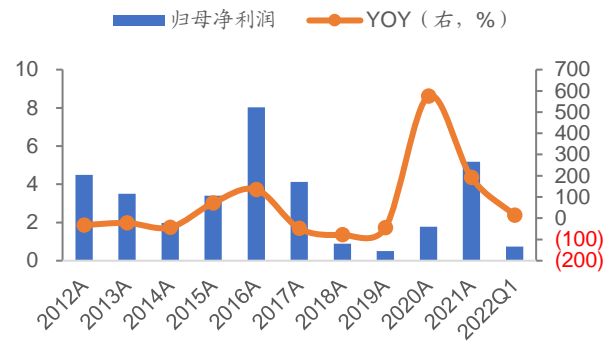
至 12.01 亿元，扣非净利同比增长 94%至 0.91 亿元。公司在新能源汽车领域渗透率持续提升，营业收入同比增长 239%至 2.38 亿元；机械硬盘等领域受益于东南亚疫情放缓，营业收入同比增长 45%至 4.10 亿元；工业电机在《电机能效提升计划（2021-2023）》的带动下营业收入同比增长 77%至 4.11 亿元。

图 3: 公司营业收入情况 (亿元)



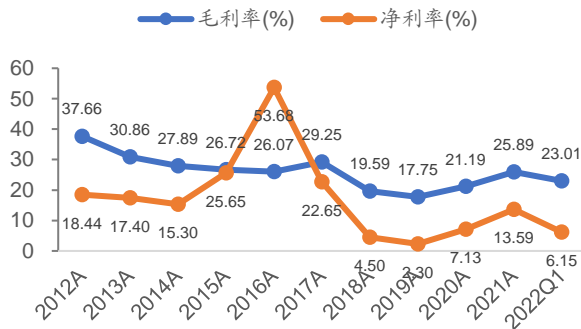
资料来源:wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司归母净利润情况 (亿元)



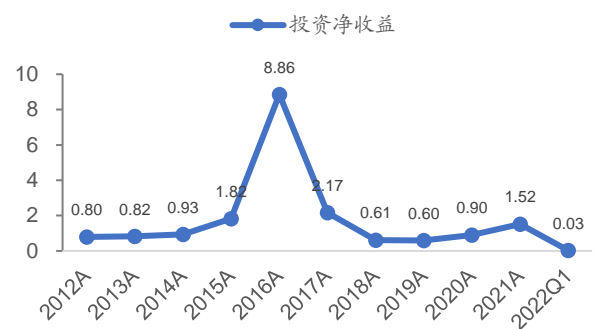
资料来源:wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司盈利水平



资料来源:wind, 信达证券研发中心

图 6: 公司投资净收益 (亿元)

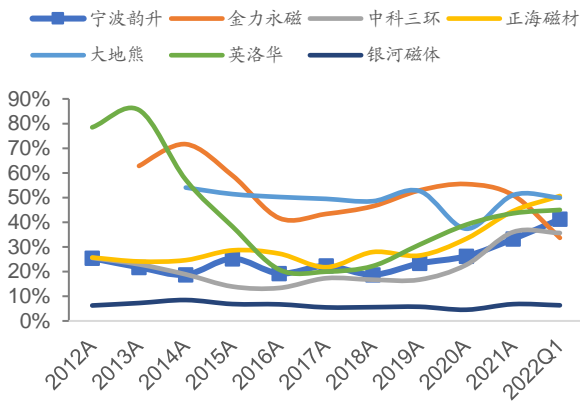


资料来源:wind, 信达证券研发中心

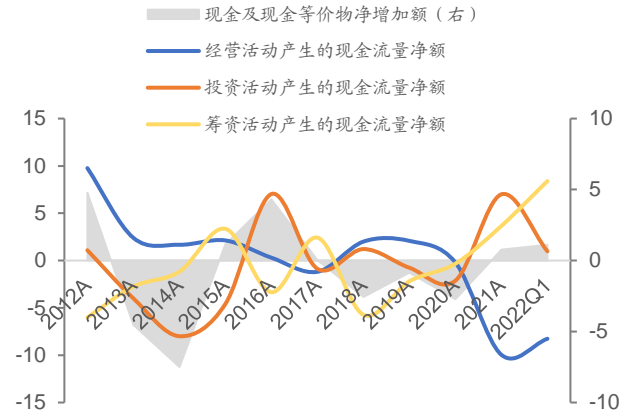
现金充沛，财务状况优异

稀土磁材行业作为“加工类”的高技术行业，整体维持较好的现金流和资产负债表。宁波韵升作为行业龙头，多年来稳健经营，资产负债表优异，2012-2020 年间资产负债率维持在 20%-25% 区间。2021 年资产负债率升高至 33%，主要系为子公司提供担保，短期借款同比增加 66.89%至 13.36 亿元、以银行承兑支付贷款增加导致应付票据同比增长 178%至 3.2 亿元、稀土原材料价格上涨导致应付供货商账款同比增长 74%至 4.39 亿元等因素所致。

受原材料价格波动影响，2021 年及 2022Q1，公司支付原材料贷款增加，经营活动产生的现金流量净额较 2020 年及之前同比减少约 10 亿元；2021 年收回投资收到现金 2.02 亿元，且对外投资支付现金同比减少 7.10 亿元，因此投资活动现金流量净额创 5 年新高；另外公司稳步推进产能扩产，筹资现金流量净额同比增加 3.84 亿元。

图 7：公司资产负债率维持同行业平均水平


资料来源:wind, 信达证券研发中心

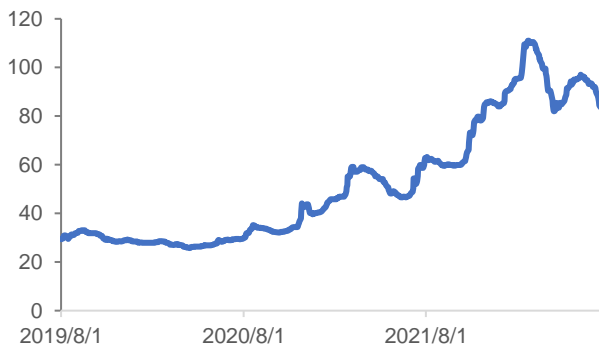
图 8：公司现金流量 (亿元)


资料来源:wind, 信达证券研发中心

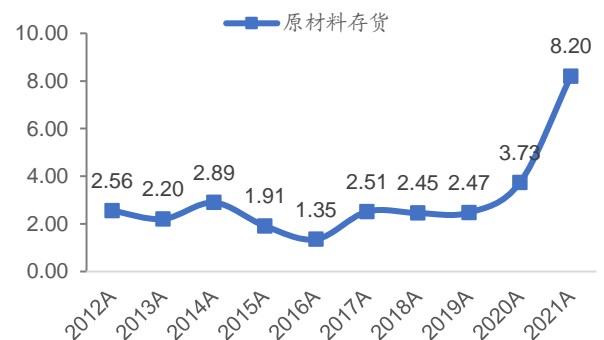
稀土价格上涨带来库存收益，公司成本传导能力较强

稀土作为钕铁硼最重要原材料，成本占比约在 60%，因此稀土价格上涨将抬升生产成本，考验行业成本转嫁能力。公司产品下游集中在电子、新能源、伺服电机等中小型、高技术钕铁硼产品，成本占比相对于风力电机、空调电机等单体较大的产品低，因此下游对钕铁硼价格敏感度相对较低，赋予公司相对较强的成本转嫁能力。在 2018-2019 年稀土价格下降过程中，公司能够维持产品价格相对稳定，在 2016-2017 年稀土价格上涨过程中，公司实现销售价格同步上涨（2017 年包头基地投产，低端产品占比增加拉低销售均价）。

钕铁硼企业为应对稀土价格波动通常备库满足 3 个月生产所需原材料，2020 年以来公司大幅增加原材料库存，从 2019 年底的 2.47 亿元左右提升至 2021 年的 8.20 亿元。在加强成本管控、产能利用率提升摊薄固定成本情况下，公司受益于低成本原材料存库，实现毛利率水平连续回升。

图 9：氧化镨钕价格走势 (万元/吨)


资料来源:百川盈孚, 信达证券研发中心

图 10：公司原材料库存充足 (亿元)


资料来源:wind, 信达证券研发中心

产能有序扩张，吨毛利持续领先

产能有序扩展，龙头地位稳固

公司现拥有钕铁硼胚料 12000 吨/年产能。公司原有宁波、包头、北京和青岛四大生产基地，毛坯生产能力合计 14000 吨/年，2021 年公司出售了经营业绩不佳、无法适应公司战略发展需求的北京盛磁科技有限公司 70% 的股权，减少了北京和青岛 2000 吨/年的产能。

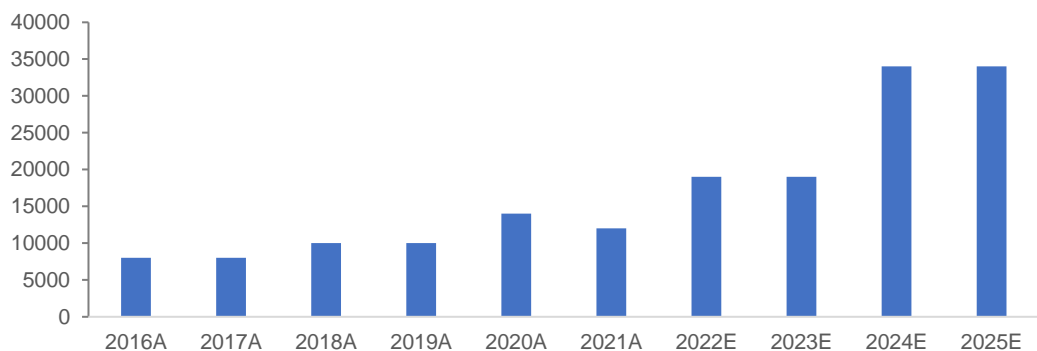
聚焦包头和青岛两大基地，发挥产业集聚优势。其中包头基地利用其原材料运输半径短的优势，主要定位于大批量生产钕铁硼毛坯，而宁波基地依靠其核心技术及工艺专注于生产加工钕铁硼成品。

生产线优化，公司 2022 年底预计新增产能 7000 吨。公司目前在包头基地已建成车间内增加新产线实现快速增加产能 5000 吨/年；在宁波基地通过柔性生产线，增加瓶颈环节的设设备实现整体产能的增加，预计边际产能增加 2000 吨/年。2022 年底公司产能有望达到 19000 吨/年。

包头 1.5 万吨高性能稀土永磁项目已开工，预计 2024 年建设完成。公司积极推进包头韵升科技发展有限公司年产 1.5 万吨的高性能稀土永磁材料智能制造项目，于 2022 年 5 月 17 日举行了奠基仪式，根据可研报告，该项目建设周期 24 个月，建成 36 个月后达产，因此我们预计 2024 年公司整体产能将增加至 3.4 万吨/年。

此外，公司持续推进研发成果的产业化，通过重稀土减量化控制技术、高材料利用率加工技术等的应用，以及过程损耗回收与再利用系统等手段，综合竞争力进一步提升。

图 11：公司钕铁硼产能持续扩张



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

磁材龙头企业聚焦高性能稀土永磁材料扩产。我们梳理了主要稀土磁材公司 2022-2025 年扩产规划，据不完全统计，宁波韵升、金力永磁、中科三环、正海磁材和大地熊 5 家上市公司目前稀土磁材产能合计 6.9 万吨，2022-2025 年间计划扩产 10.95 万吨，其中宁波韵升

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

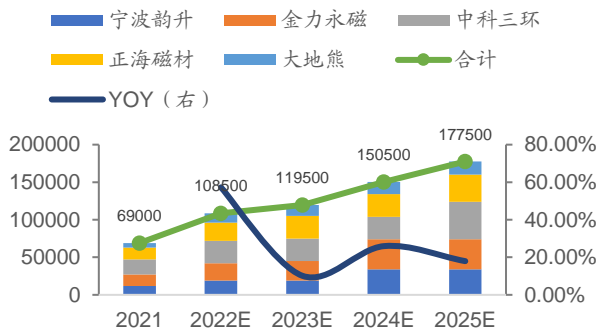
扩产 2.2 万吨，金力永磁计划扩产 2.5 万吨，中科三环计划扩产 3.1 万吨，正海磁材计划扩产 2 万吨，大地熊计划扩产 1.15 万吨。龙头企业扩张集中在 2022 年，产能同比增长超 50%，根据各公司公告，预计 2022 年底将有 3.05 万吨产能投产。乐观情况下我们预计 2022 年 5 大稀土永磁材料企业产能达 10.85 万吨/年，2025 年达 17.75 万吨/年；悲观情况下我们预计 2022 年 5 大稀土永磁材料企业产能达 10.25 万吨/年，2025 年达 14.75 万吨/年。

公司始终处于稀土磁材头部企业地位。从产能角度来看，公司 2021 年 12000 吨/年产能仅次于中科三环（20000 吨/年）和金力永磁（15000 吨/年），正海磁材 2021 年名义产能 16000 吨/年，实际产能 12000 吨/年；从产量角度看，公司 2021 年钕铁硼产量快速提升，同比增长 78.84% 达 8148 吨，赶超英洛华成为行业第三（不考虑中科三环的情况下）。

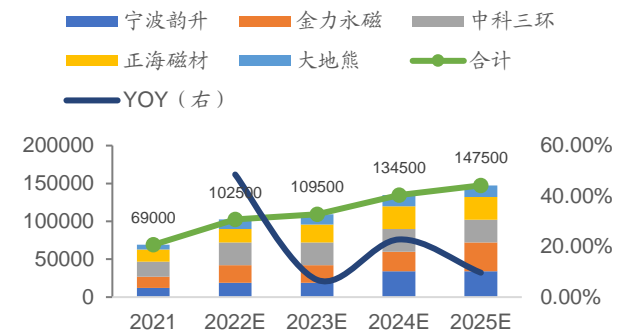
表 2: 主要上市公司稀土磁材扩张规划（截至 2022 年 6 月）

| 上市公司 | 扩产项目 | 项目新增毛坯产能 (吨/年) | 项目状态 | 预计投产时间 |
|------|---------------------------------|-------------------|---------|----------------------------------|
| 宁波韵升 | 包头&宁波现有产线优化 7000 吨 | 7000 | 建设中 | 2022 年底 |
| | 包头韵升科技年产 1.5 万吨高性能稀土永磁材料智能制造项目 | 15000 | 建设中 | 2024.06 |
| 金力永磁 | 包头一期 8000 吨/年的高性能稀土永磁材料 | 8000 | 已完工 | |
| | 宁波 3000 吨高端磁材产品及 1 亿台/套组件项目 | 3000 | 建设中 | 2023-2024 |
| | 包头二期 12000 吨/年的高性能稀土永磁材料 | 12000 | 规划中 | 2024-2025 |
| | 赣州高效节能电机用磁材项目 | 2000 | 规划中 | 2024-2026 |
| 中科三环 | 赣州基地年产 5000 吨高性能烧结钕铁硼磁体建设项目（一期） | 5000 | 建设中 | 2022 年底 |
| | 宁波科宁达工业有限公司高性能稀土永磁材料扩产改建项目 | 1000 | 建设中 | 2022Q3 |
| | 天津三环乐喜（二分厂）年产 4000 吨汽车用高性能永磁项目 | 4000 | 建设中 | 2022Q3 |
| | 2.1 万吨扩产项目 | 21000 | 视市场情况而定 | 2024 年底 |
| 正海磁材 | 福海低重稀土永磁体生产建设项目 | 1000 | 建设中 | 2022 Q4 |
| | 南通高性能钕铁硼永磁材料生产建设项目 | 18000 | 建设中 | 计划 2022 年、 2023 年各投产 6,000 |
| | 东西厂区改造升级及产能提升项目 | 1000 | 建设中 | 2022q1 |
| 大地熊 | 包头年产 5000 吨高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目 | 5000 | 建设中 | 2022 年底 |
| | 年产 1500 吨汽车电机高性能烧结钕铁硼磁体建设项目 | 1500 | 建设中 | 2022 年底 |
| | 宁国公司年产 5000 吨高性能钕铁硼磁性材料 | 5000 | 建设中 | 未来两年部分投产 |
| | 合肥高综合性能烧结钕铁硼永磁体及器件研发与产业化项目 | — | 规划中 | 未来两年部分投产 |
| 合计 | — | 109500 | | |

资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 12: 乐观假设下主要公司产能扩张进度 (吨)


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 悲观假设下主要公司产能扩张进度 (吨)


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

表 3: 主要上市公司稀土磁材产量 (吨)

| 公司名称 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|-------|------|------|------|-------|
| 宁波韵升 | 3662 | 4027 | 3981 | 4556 | 8148 |
| 金力永磁 | 3452 | 4801 | 6632 | 9613 | 10325 |
| 正海磁材 | 2850 | 4160 | 5530 | 6671 | 10921 |
| 英洛华 | 3131 | 3391 | 4363 | 5340 | 5636 |
| 大地熊 | 1034 | 1144 | 1252 | 1522 | 2600 |
| 中科三环 | 13200 | 未披露 | 未披露 | 未披露 | 未披露 |

资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

产销量快速增长, 新能源汽车份额大幅提升

公司 2021 年钕铁硼产量大幅提升, 同比增长 78.84% 至 8148 吨, 成品与毛坯产能比达到 68%。在原材料价格上涨的情况下, 公司钕铁硼单吨成本降低 3 万元至 32 万元/吨, 单吨毛利由 10.27 万元/吨增长至 11.40 万元/吨, 毛利率同比增长 15.90% 至 26.26%。

受益于产量大幅增长, 2021 年钕铁硼营业收入同比增长 65.36% 至 33.62 亿元, 按照下游应用划分, 新能源汽车、消费电子与工业电机营业收入占比分别为 23.10%、31.00% 和 45.90%。

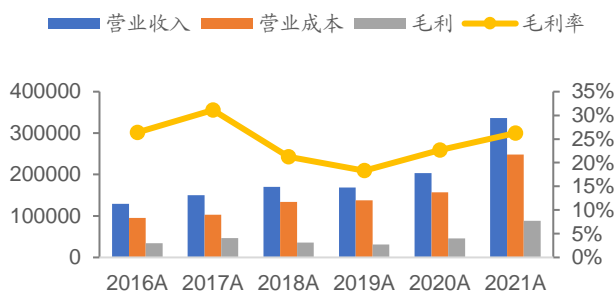
公司在新能源汽车领域坚持大客户、大项目战略, 在该领域的产品销售额快速增长, 2019、2020 年的新能源汽车领域销售收入分别为 0.99、1.55 亿元, 2021 年销售收入超 7 亿元, 据我们推算 2019-2021 年新能源汽车领域销售占比分别为 5%、6% 和 23%, 2020 和 2021 年新能源汽车领域销售收入同比增长 56% 和 400%。国内市场, 公司成功进入比亚迪、小鹏、蔚来等主流供应链, 跻身新能源汽车一线供应商行列; 欧洲市场, 公司是欧洲大陆和德国舍弗勒的主要供应商, 为其批量、稳定的供应新能源汽车驱动电机磁钢, 公司与方正电机、卧龙电驱等电驱动系统制造商达成了战略合作关系并获准进入其供应链体系, 配套

用于多款新能源畅销车型。随着新能源汽车在全球范围内加速渗透，新能源车用磁材需求预计将在未来 5 年内呈现出高速增长态势。

公司在消费电子领域 2021 年实现销售收入超 10 亿元，约占稀土磁材营业收入额的 30%~33%。公司一方面实施保存量拓增量的发展策略，加大了对安卓手机项目的开发力度；另一方面大力实施内部技术提升和降本增效，市场竞争力得到加强，巩固了公司在消费电子应用领域的全球领先地位。在 HDD 硬盘领域，由于新冠疫情以及 SSD 固态硬盘出货受到芯片短缺的影响，HDD 在大数据、云存储应用上继续增长，公司紧跟客户需求，加大了新品开发力度，VCM 产品竞争力进一步提升，2021 年，在全球 HDD 硬盘出货量基本持平的情况下，公司 VCM 业务出货量增长 30%，全球市占率达约 30%，进一步强化了在该领域的领导地位。

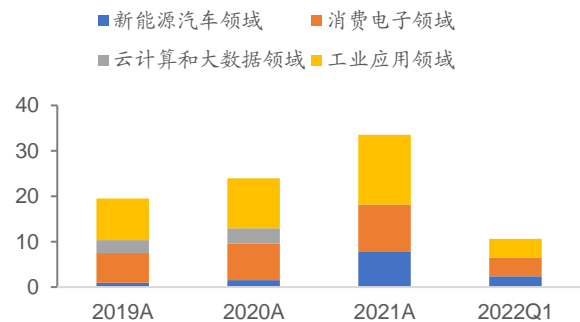
公司在工业电机领域 2021 年实现销售收入超 15 亿元。公司抓住低碳经济和智能制造发展机遇，在工业应用领域多点发力，伺服电机市场份额持续提升，变频空调、风力发电市场实现重大突破，工业节能电机、电梯曳引机市场拓展稳步推进。

图 14: 公司钕铁硼业务营收概况 (万元)



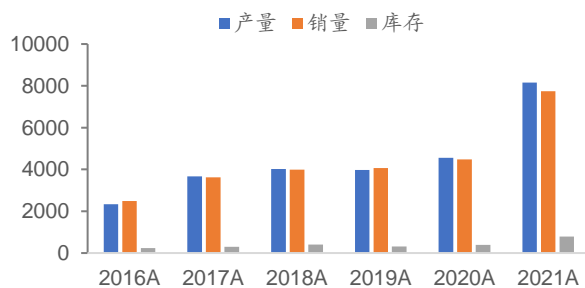
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 公司钕铁硼下游营收占比 (万元)



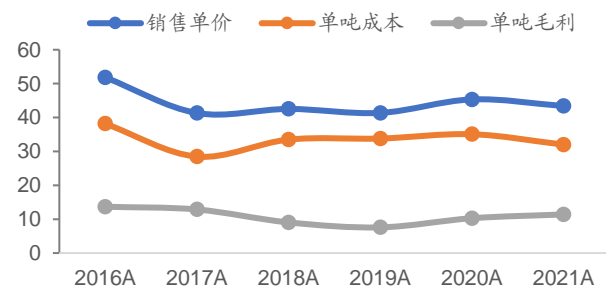
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心 (2021 年营收结构为信达研发中心预测值)

图 16: 公司钕铁硼产销概况 (吨)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 公司钕铁硼单价与单位毛利情况 (万元/吨)



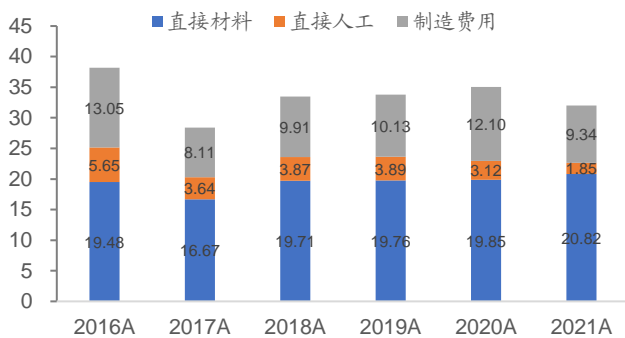
资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

成本控制较强，吨毛利领先

公司持续推进降本增效，通过自主研发或定制自动化设备不断提升生产效率与成品良率，并对生产过程中的人、机、料等因素进行严格控制。2021 年公司吨制造成本同比减少 3.2 万元，吨人工成本同比减少 1.31 万元，成本控制效果显著。公司吨材料成本主要跟随稀土价格波动，采购的主要原材料包括金属镨钕、金属钕、金属镝铁、金属铽等稀土类金属，受稀土价格上涨影响，公司单吨原材料成本略有上涨。

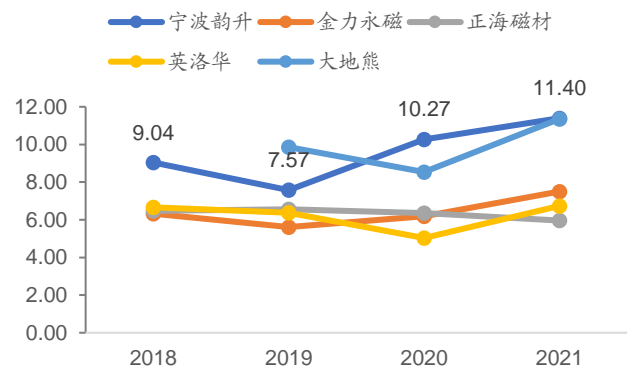
2021 年公司吨毛利由 2019 年的 7.6 万元提升至 11.4 万元，盈利能力增强，吨毛利位于行业首位。随着公司不断优化全工序的低成本制造工艺、提高钕铁硼性能和材料利用率、降低重稀土用量，吨毛利有望进一步提升。

图 18: 宁波韵升钕铁硼单吨成本构成 (万元/吨)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 主要上市公司钕铁硼材料吨毛利比较 (万元/吨)

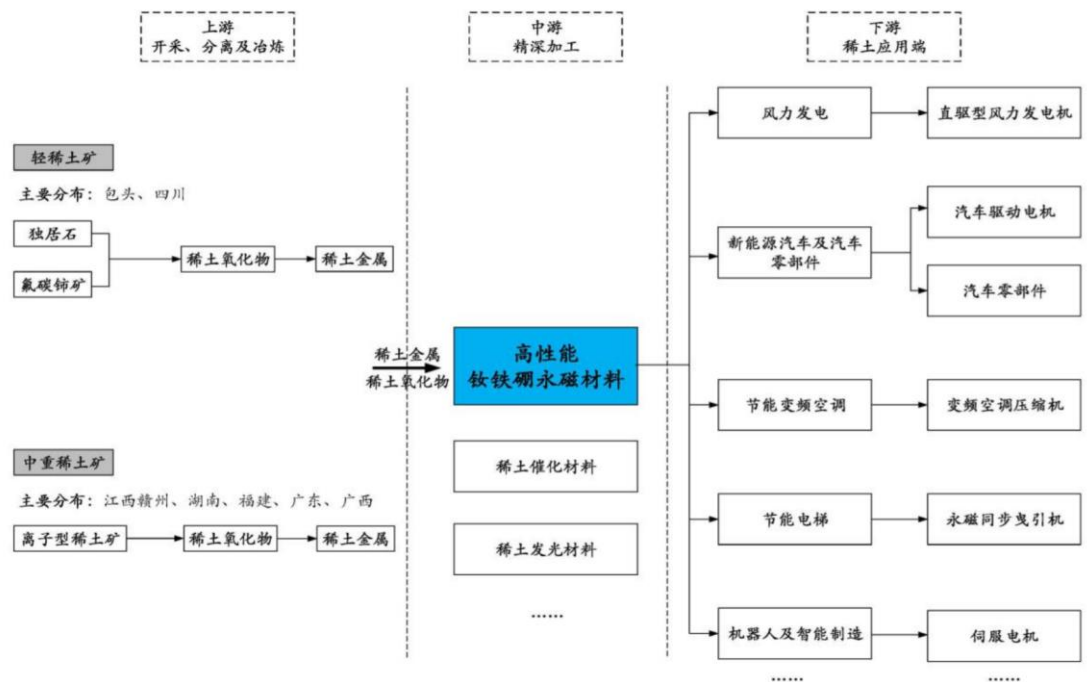


资料来源:各公司公告, 信达证券研发中心

高性能磁材乘碳中和东风，需求空间广阔

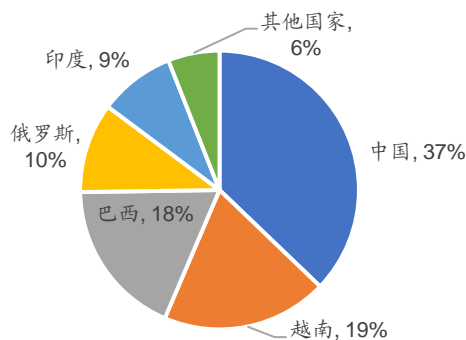
钕铁硼性能优异，中国具备产业链优势

钕铁硼永磁材料产业链上游主要是稀土矿开采、稀土冶炼及能源电力行业，下游是新能源和节能环保等新兴应用领域，以及消费类电子和基础工业等传统应用领域。包括风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造等。

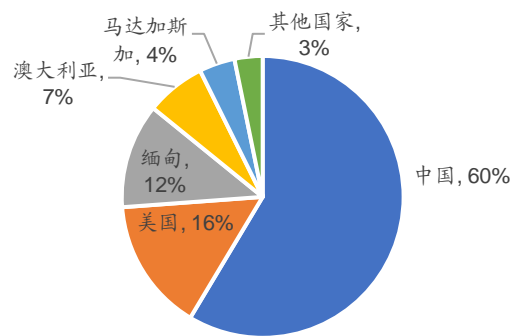
图 20: 稀土磁材产业链


资料来源: 金力永磁招股说明书, 信达证券研发中心

中国稀土储量及产量均为全球第一, 在钕铁硼产业链具备原材料优势。据 USGS 数据, 2021 年全球稀土储量为 1.2 亿吨, 中国储量约为 0.44 亿吨, 全球占比 36.66%。2021 年全球稀土产量为 28 万吨, 中国产量为 16.8 万吨, 全球占比 60%。

图 21: 2021 年全球稀土储量分布


资料来源: Wind, USGS, 信达证券研发中心

图 22: 2021 年全球稀土产量分布


资料来源: Wind, USGS, 信达证券研发中心

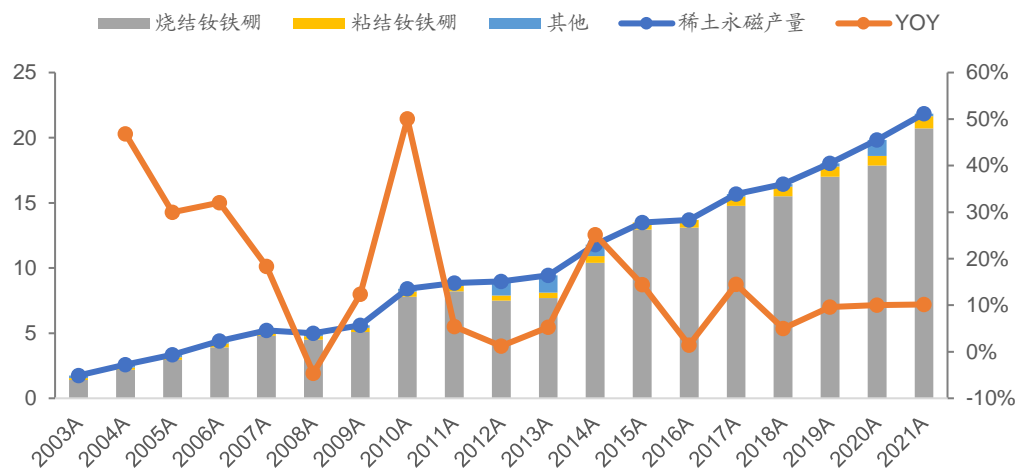
自上世纪 90 年代开始产业化后, 中国钕铁硼永磁体产量快速增长, 依托于上游原材料优势和生产制造能力优势, 中国钕铁硼永磁体产量在 2000 年左右登顶全球第一, 并保持高于全球平均的增速、市占率稳步提升。

根据中国稀土协会数据, 2021 年中国稀土永磁体产量约 22 万吨, 同比增长 10% 左右, 分产品种类方面, 烧结钕铁硼产量为 20.78 万吨, 同比增长 16%; 粘结钕铁硼为 9380 吨,

同比增长 27%，钕钴永磁体约为 2000 吨，烧结钕铁硼占稀土永磁体总产量的 95%左右。

国内钕铁硼产量有三个高速增长期，2002-2007 年为需求快速渗透驱动高增长，国内产量从 2003 年的 1.7 万吨快速增长到 2007 年的 5 万吨，2008 年全球金融危机导致产量下滑。2009-2011 年由于国内经济刺激计划带动国内需求增长，产量重回增长，到 2011 年产量增长到 9 万吨左右；但由于国内政策变化导致稀土价格上涨超 10 倍，高价格影响下游需求，导致产量增速快速下滑。2014-2015 年随着稀土价格下跌至相对较低水平，下游被压制的需求逐步释放，节能电梯、风电产品以及中国汽车产量增长均不同程度带动需求复苏，国内钕铁硼磁体需求量重回中高速增长。2016 年之后稀土价格维持底部震荡，成本端不再对需求产生较大的干扰，钕铁硼永磁体产量进入稳步增长阶段。2020-2021 年在碳中和推动下，新能源汽车、节能空调、工业电机等领域需求大幅增加，但受制于稀土开采指标限制，原料供给有限，钕铁硼永磁体产量维稳上升。

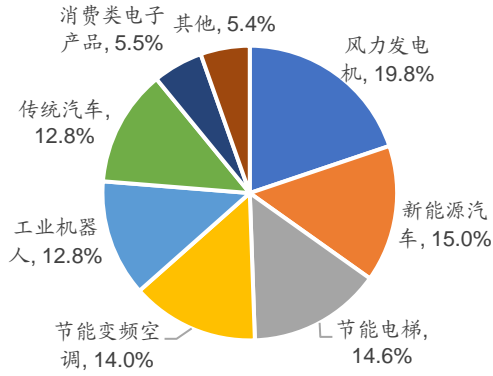
图 23：中国钕铁硼磁体产量进入平稳增长阶段



资料来源:公司公告, 中国稀土工业协会, 信达证券研发中心

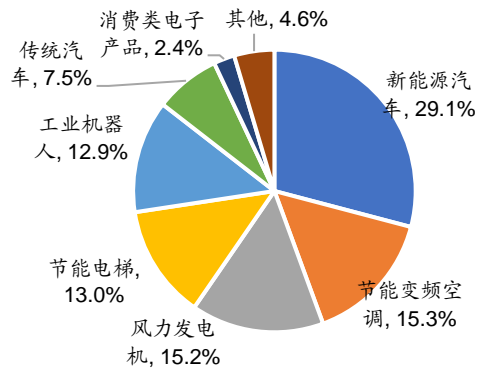
据 Frost & Sullivan，稀土永磁材料的全球消耗量由 2015 年的 14.66 万吨增长至 2020 年的 20.95 万吨，并预期 2025 年将进一步增长至 30.52 万吨。稀土永磁 2020 年下游需求中，风力发电、新能源汽车和节能电梯位列前三，分别占比为 19.8%、15%、14.6%，其次为节能变频空调、工业机器人、传统汽车和消费类电子产品等，占比分别为 14%、12.8%、12.8%和 5.5%。Frost & Sullivan 假设 2025 年全球新能源汽车销量达到 1130 万辆，则该领域高性能钕铁硼需求量将达到 3.75 万吨，占稀土永磁需求量的 29.1%。

图 24：2020 年全球高性能钕铁硼材料下游应用占比



资料来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心

图 25：2025 年全球高性能钕铁硼材料下游应用占比（预测）

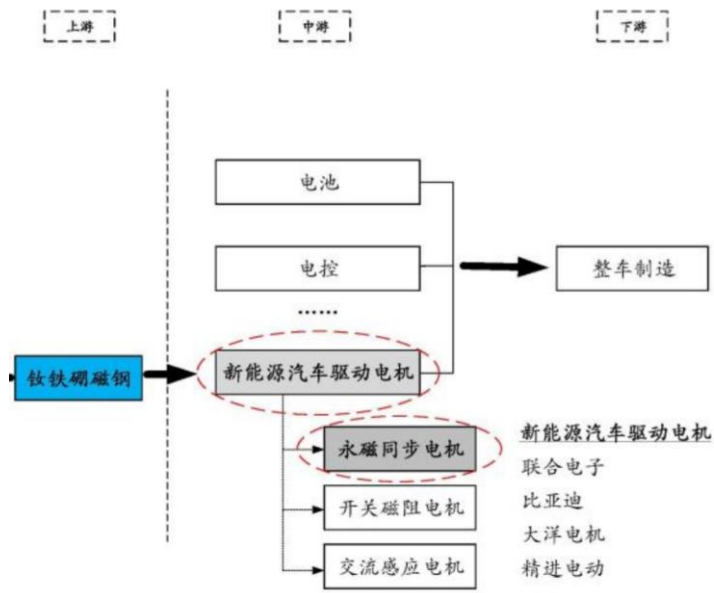


资料来源: Frost & Sullivan, 信达证券研发中心

新能源汽车：需求持续高增

高性能钕铁硼永磁材料主要用于新能源汽车驱动电机。目前新能源汽车驱动电机主要包含永磁同步电机和交流感应电机，其中永磁同步电机具有效率高、转矩密度高、电机尺寸小、重量轻等优点，逐渐成为新能源汽车驱动电机的主流。

图 26：钕铁硼永磁材料在新能源汽车领域的应用

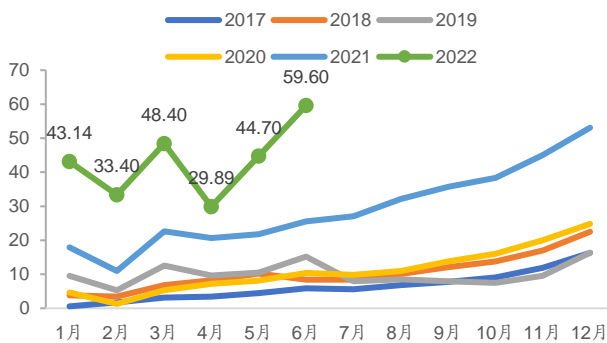


资料来源: 金力永磁招股说明书, 信达证券研发中心

新能源汽车产销量快速增长。据中汽协，2018-2022H1 中国新能源汽车销量分别为 125.62、120.60、136.73、352.05、260.00 万辆，分别同比增长 61.67%、-4%、13.18%、

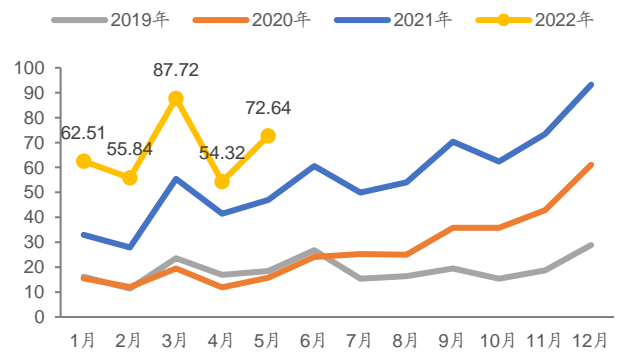
157.48%、115.65%，渗透率分别为 4.47%、4.68%、5.40%、13.40%和 21.56%。据 EV-volumes，全球新能源汽车 2019-2021 年销量分别为 227.53、324.70、668.50 万辆，2022 年 1-5 月销量为 333.03 万辆，销量快速提升。展望 2022 年，中国新能源汽车市场将维持自然高速增长，美国新能源补贴政策有望推动新能源汽车销量爆发，全球新能源汽车有望在更多爆款车型的共同推动下维持销量高速增长和渗透率快速提升，我们预计 2022 年中国和全球的新能源车销量分别同比增长 58%和 50%至 555、1004 万辆，至 2025 年中国与全球的新能源汽车销量或将达到 1300 和 2404 万辆。

图 27: 中国新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Wind, 中汽协, 信达证券研发中心

图 28: 全球新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: EV volumes, 信达证券研发中心

新能源汽车驱动电机钕铁硼永磁体用量在 2.5Kg-3.5Kg。 电动汽车一般使用单电机，部分高性能型号使用双电机，而一般驱动电机需要使用 2.5Kg 钕铁硼永磁体成材（具体用量需要根据汽车扭矩和功率计算，高端车使用量能够达到 3.5Kg）。由于电动车直流永磁电机的钕铁硼磁材的体积相对较大，后端机加工相对简单，因此从毛坯到成材的损耗相对较小，成材率和良品率高于消费电子、VCM 等小型器件产品，我们预计平均将达到 70%左右。

未来 5 年钕铁硼永磁体需求量将跟随新能源汽车高速增长，根据测算我们预计到 2025 年全球仅永磁同步主电机所需的钕铁硼成材数量达到 6.01 万吨，对应钕铁硼毛坯的产量为 8.59 万吨；其中国内需求量将达到 3.25 万吨，对应毛坯的数量在 4.64 万吨，新能源汽车将成为烧结钕铁硼磁材最重要的下游需求增量。

表 4: 新能源汽车对钕铁硼的需求量 (万台, kg/台, 吨)

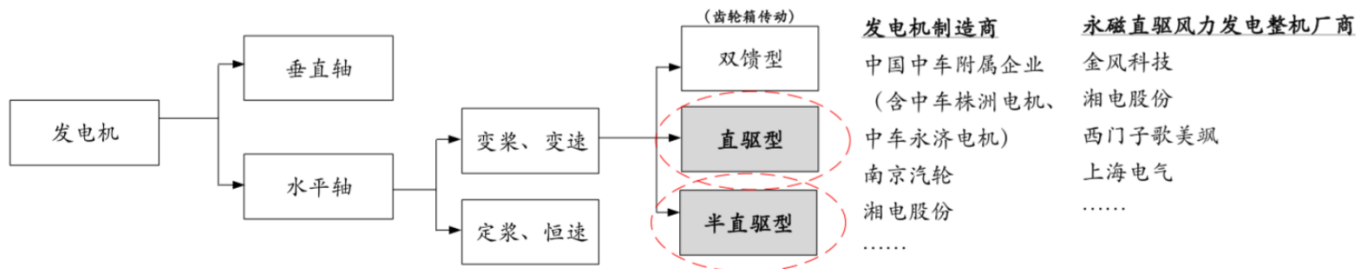
| 指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国新能源汽车销量 | 121 | 132 | 351 | 555 | 760 | 1010 | 1300 |
| YOY | | 10% | 165% | 58% | 37% | 33% | 29% |
| 全球新能源汽车销量 | 228 | 325 | 669 | 1004 | 1389 | 1860 | 2404 |
| YOY | | 43% | 106% | 50% | 38% | 34% | 29% |
| 单位钕铁硼用量 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 中国新能源汽车钕铁硼需求量 | 3025 | 3300 | 8775 | 13875 | 19000 | 25250 | 32500 |
| 全球新能源汽车钕铁硼需求量 | 5700 | 8125 | 16725 | 25100 | 34725 | 46500 | 60100 |

资料来源: 中汽协, EV-volumes, 信达证券研发中心

风电：能源转型的重要支撑，需求持续扩张

高性能钕铁硼材料主要用于生产风电永磁直驱电机。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，因此其市场份额不断提升。

图 29：风力发电机分类以及主要生产厂商



资料来源:金力永磁招股说明书, 信达证券研发中心

风电具有零排放、制造成本相对较低、使用周期较长等优势，是能源结构转型的重要支撑之一，2019 年以来国家不断出台政策予以支持。

表 5：中国风电政策不完全汇总

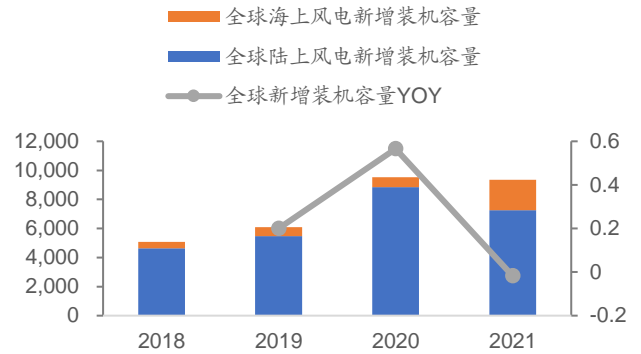
| 日期 | 文件及内容 |
|-------------|---|
| 2021 年 10 月 | 《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》 非化石能源消费比重，到 2025 年达到 20%左右，到 2030 年达到 25%左右，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。 |
| 2022 年 3 月 | 《政府工作报告》(2022 年) 有序推进碳达峰碳中和工作。推进大型风光电基地及其配套调节性电源规划建设，加强抽水蓄能电站建设，提升电网对可再生能源发电的消纳能力。 |
| 2022 年 5 月 | 《关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》 聚焦以风电、光伏发电为代表的新能源大规模、高比例、高质量发展，完善政策措施，为我国如期实现碳达峰碳中和奠定坚实的新能源发展基础。 |
| 2022 年 6 月 | 《“十四五”可再生能源规划》 有序推进海上风电基地建设；开展千乡万村驭风行动、以县域为单元大力推动乡村风电建设。 |

资料来源: 信达证券研发中心汇总整理

2021 年全球风电装机容量达 837.45GW，同比增长 12%；全球新增装机容量为 93.60GW，同比下降 2%。2021 年中国风电装机容量达 338.31GW，同比增长 16%，其中新增装机容量为 47.57GW，同比下降 13%，主要系陆上风电新增装机量下滑 39%至 30.67GW，海上风电装机量依旧强势，2021 年同比增长 340%至 16.9GW。

图 30: 中国风电新增装机容量 (万千瓦)


资料来源:全球风能协会, 信达证券研发中心

图 31: 全球风电新增装机容量 (万千瓦)


资料来源:全球风能协会, 信达证券研发中心

直驱和半直驱型交流永磁同步电机对钕铁硼的消耗量在 0.67 吨/MW 左右, 假设渗透率维持 35%, 中国与海外的风电新增装机容量分别保持每年 15%和 13%的增速, 则中国风电对钕铁硼的需求有望从 2021 年的 1.12 万吨增长至 2025 年的 1.95 万吨, 全球风电对钕铁硼的需求有望从 2021 年的 2.20 万吨增长至 2025 年的 3.71 万吨。

表 6: 风力发电机对钕铁硼的需求量

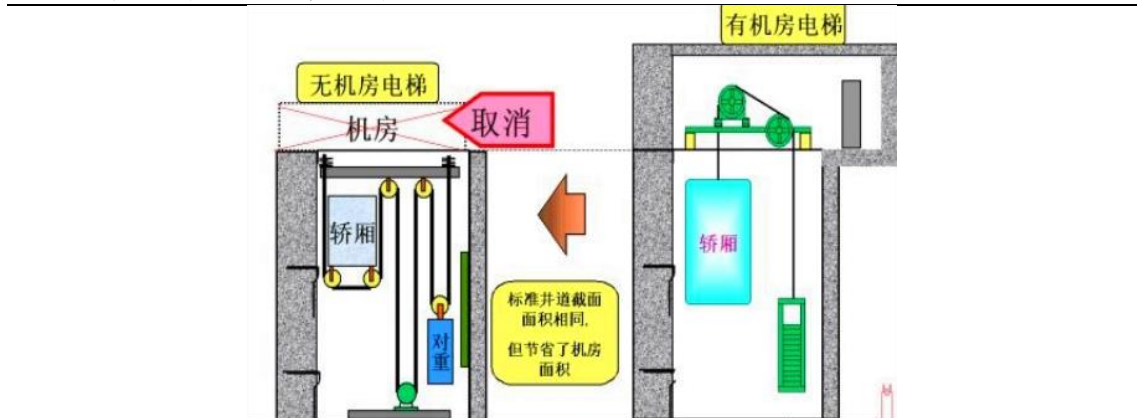
| 指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 中国风电新增装机容量 (GW) | 26.79 | 54.42 | 47.57 | 54.71 | 62.91 | 72.35 | 83.20 |
| YOY | 22.56% | 103.18% | -12.59% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 海外风电新增装机容量(GW) | 34.09 | 40.87 | 46.04 | 52.02 | 58.78 | 66.42 | 75.06 |
| YOY | 18.22% | 19.88% | 12.64% | 13.00% | 13.00% | 13.00% | 13.00% |
| 全球风电新增装机容量 (GW) | 60.88 | 95.29 | 93.61 | 106.73 | 121.69 | 138.77 | 158.26 |
| YOY | 20.09% | 56.53% | -1.77% | 14.02% | 14.03% | 14.03% | 14.04% |
| 永磁直驱风力发电机渗透率 | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% |
| 直驱风力发电机钕铁硼用量 (吨/GW) | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 | 670 |
| 中国风电钕铁硼需求量 (吨) | 6281 | 12762 | 11155 | 12828 | 14753 | 16966 | 19510 |
| 全球风电钕铁硼需求量 (吨) | 14276 | 22345 | 21950 | 25027 | 28537 | 32542 | 37112 |

资料来源:全球风能协会, 信达证券研发中心

节能电梯：受益渗透率提升

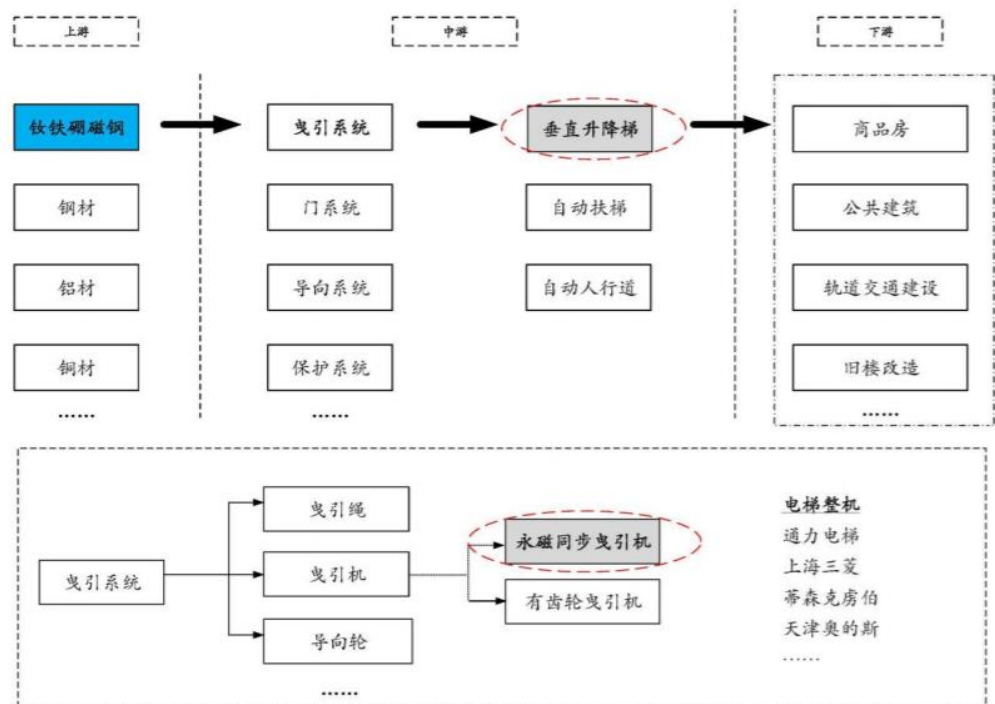
钕铁硼材料在节能电梯中的应用主要是电梯曳引机。电梯曳引机是电梯的动力设备，包括永磁同步曳引机和传统异步曳引机。节能电梯相对于传统电梯的优势集中在两个方面，一是电梯结构改变，不需要机房层，从而提升楼层利用面积；二是通过变频调节电机拖拽运动，从而降低电能消耗。节能电梯拖动系统采用变频技术，驱动系统为钕铁硼永磁同步无齿轮曳引技术，相对于普通的异步电动机可节省 25% 的电能。

图 32：节能电梯（左）和普通电梯（右）



资料来源：中国电梯协会，信达证券研发中心

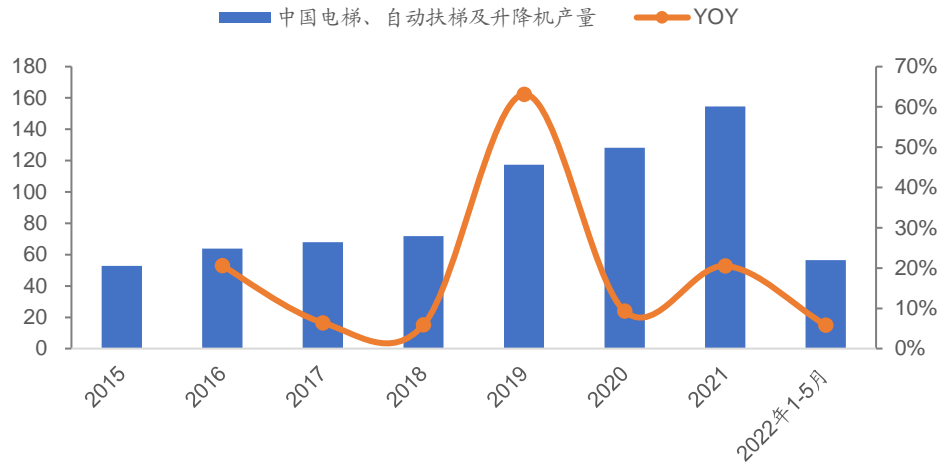
图 33：钕铁硼永磁材料在节能电梯领域的应用



资料来源：金力永磁招股说明书，信达证券研发中心

2020 年至今，中国电梯、自动扶梯及升降机产量受疫情影响增速有所放缓，2021 年产量为 154 万台，同比增长 21%；2022 年 1-5 月产量为 56.50 万台，增速为 6%。随着中国节能减排政策推进以及房地产价格上涨，节能电梯优势愈加明显，占比从 2006 年在 30% 左右提升至 2020 年的 85%，我们预计到 2025 年提升至 90%。按照单台电梯的电机需 6 千克烧结钕铁硼永磁体，则 2025 年电梯消耗烧结钕铁硼永磁体成材的数量约为 9760 吨。

图 34: 国内电梯产量 (万台)



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

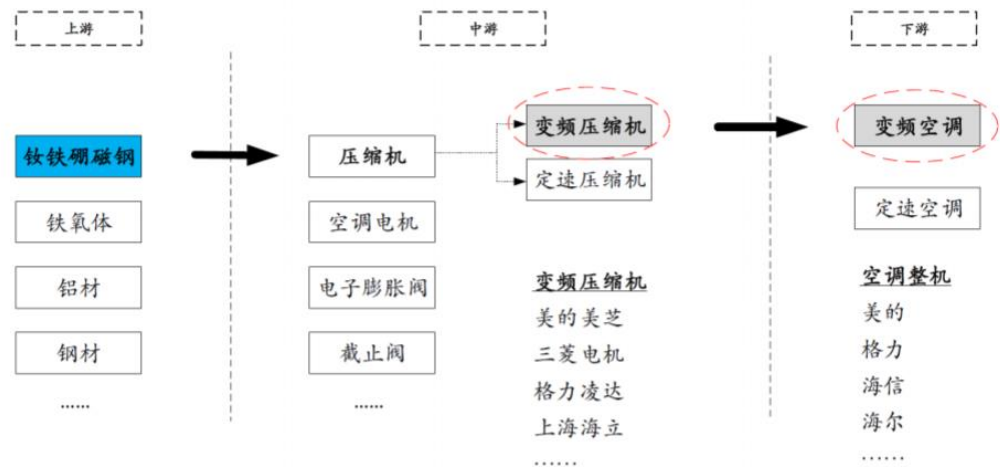
表 7: 中国节能电梯对钕铁硼的需求量 (万台, kg/台, 吨)

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 中国电梯产量 | 117 | 128 | 155 | 161 | 167 | 174 | 181 |
| YOY | 63% | 9% | 21% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 中国节能电梯占比 | 80% | 85% | 86% | 87% | 88% | 89% | 90% |
| 节能电梯用钕铁硼单耗 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 钕铁硼消耗量 | 5630 | 6538 | 7972 | 8387 | 8823 | 9280 | 9760 |

资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

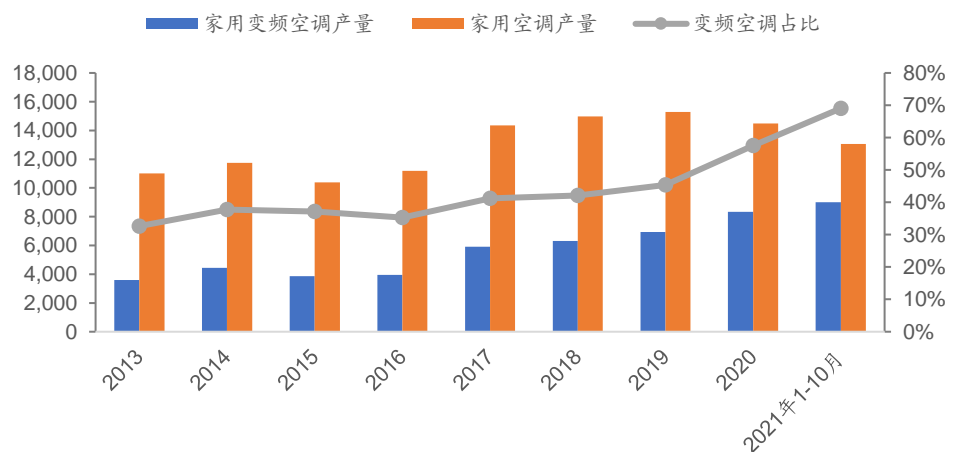
变频空调: 能耗标准颁布催化节能空调渗透率

高性能稀土永磁材料用在变频空调的变频压缩机中。变频空调与常规空调相比增加了一个变频器。变频器可以控制和调整压缩机转速，使之处于最佳的转速状态，从而保证空调的使用效率，提高能效比。因此变频空调具有低频启动、启动电流小、快速制冷制热、节能等优点。

图 35: 钕铁硼永磁材料在变频空调领域的应用


资料来源:金力永磁招股说明书, 信达证券研发中心

随着技术进步以及产量提升带动的成本降低,加之2020年7月国内关于空调能效的新标准GB21455《房间空气调节器能效限定值及能效等级》开始实施,变频空调渗透率快速提升。据产业在线数据,2021年1-10月,中国家用变频空调产量为9011万台,占家用变频空调产量的69%。

图 36: 变频空调销量数据 (万台)


资料来源:产业在线, 信达证券研发中心

按照单台变频空调电机需钕铁硼数量为0.1千克,2021年中国变频空调对钕铁硼的需求量为1201吨,假设2022-2025空调产量增速为4%,国内变频空调每年的渗透率分别为80%、90%、100%和100%,则至2025年国内变频空调生产所消耗的钕铁硼数量为20359吨。

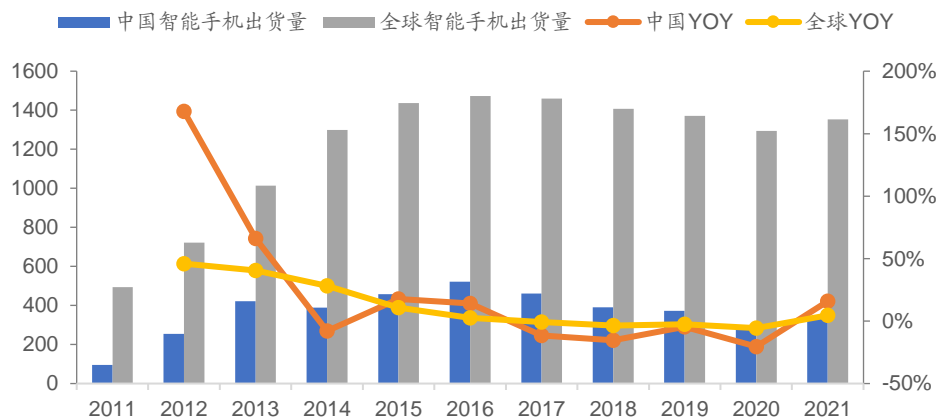
表 8: 中国节能电空调对钕铁硼的需求量 (万台, kg/台, 吨)

| 指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 家用空调产量 | 15,280 | 14491 | 17403 | 18099 | 18823 | 19576 | 20359 |
| YOY | 2% | -5% | 20% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| 家用变频空调产量 | 6,941 | 8336 | 12015 | 14479 | 16941 | 19576 | 20359 |
| 变频空调渗透率 | 45% | 58% | 69% | 80% | 90% | 100% | 100% |
| 单机钕铁硼用量 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 钕铁硼消耗量 | 6941 | 8336 | 12015 | 14479 | 16941 | 19576 | 20359 |

资料来源: 产业在线, 信达证券研发中心

消费电子: 传统市场稳健发力

钕铁硼永磁材料因具有高磁能积、高压实密度等特点, 被广泛应用于智能手机、笔记本电脑、耳机等消费电子产品领域。手机和笔记本电脑贡献了消费电子领域钕铁硼材料主要消费量, 钕铁硼材料在手机、笔记本电脑中的单耗约为 2.5g 和 3g。据 IDC, 2021 年全球智能手机出货量为 13.5 亿部, 扭转颓势同比增长 5%; 笔记本电脑出货量为 2.68 亿部。由于疫情影响及全球经济下行, 以手机和笔记本电脑为主的电子消费将进入低速增长阶段, 我们预计到 2025 年消费电子领域钕铁硼材料需求量可达约 0.7 万吨。

图 37: 中国与全球智能手机出货量 (百万部)


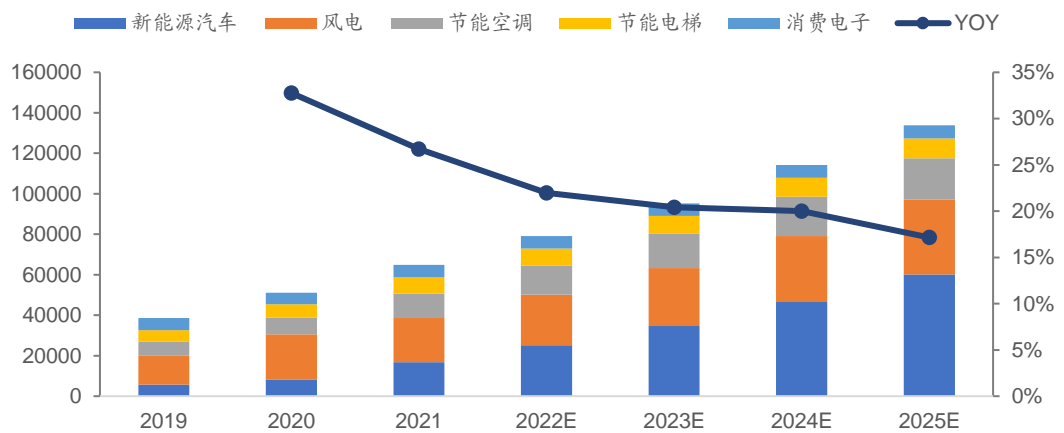
资料来源: IDC, 工业和信息化部, 信达证券研发中心

表 9：全球消费领域对钕铁硼的需求量（亿台，g/台，吨）

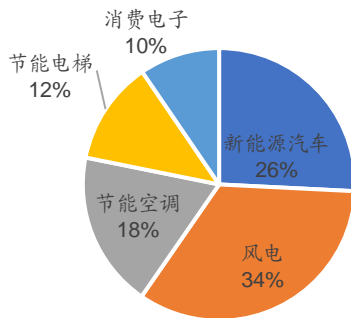
| 指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 手机出货量 | 13.7 | 12.9 | 13.5 | 13.5 | 13.7 | 14 | 14.3 |
| 单位手机钕铁硼用量 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 手机钕铁硼消耗量 | 3425 | 3225 | 3375 | 3375 | 3425 | 3500 | 3575 |
| 笔记本电脑出货量 | 1.9 | 2 | 2.7 | 2.4 | 2.6 | 2.9 | 3.2 |
| 单位笔记本电脑钕铁硼用量 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 笔记本钕铁硼消耗量 | 570 | 600 | 810 | 720 | 780 | 870 | 960 |
| 其他领域钕铁硼消耗量 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 | 2000 |
| 消费领域钕铁硼消耗量 | 5995 | 5825 | 6185 | 6095 | 6205 | 6370 | 6535 |

资料来源：IDC，工业和信息化部，信达证券研发中心

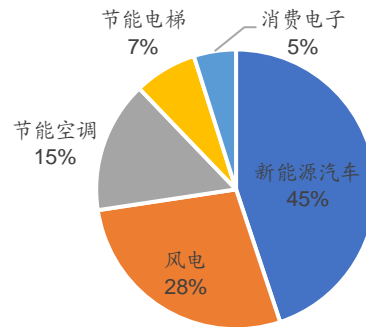
综上所述，根据我们预测，新能源汽车、风电、节能电梯、节能空调以及消费电子五大钕铁硼消费领域 2021 年对钕铁硼的需求量为 6.48 万吨，2025 年将增长至 13.39 万吨，复合增长率为 14.06%。新能源汽车领域需求增长最快，占比将从 2021 年的 26% 提升至 2025 年的 45%。

图 38：下游领域对钕铁硼磁材的需求测算（吨）


资料来源：信达证券研发中心预测

图 39: 钕铁硼下游需求测算 (2021)


资料来源:信达证券研发中心测算

图 40: 钕铁硼下游需求测算 (2025)


资料来源:信达证券研发中心测算

盈利预测、估值与投资评级

公司剥离伺服电机业务之后专注于磁材业务，伴随公司产能扩张以及成本管理能力提升，公司逐步扩大在部分低毛利润业务的出货量，包括新能源汽车、风电等方向，其中新能源汽车是公司最重要的发展方向。公司目前具有 12000 吨/年毛坯产能，到 2022 年底将增加 7000 吨/年至 19000 吨/年，2024 年或将达到 34000 吨/年。我们预计 2022-2024 年公司钕铁硼成材出货量分别为 10970 吨、14924 吨和 20493 吨；销售均价或将随着新能源汽车等高附加值需求领域扩张而维持 44 万元/吨不变，则公司 2022-2024 年营业收入为 52.27、69.66、94.17 亿元，毛利率为 25%、26%和 28%。维持公司“买入”评级。

表 10: 公司盈利关键假设条件

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | |
|-----|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 钕铁硼 | 收入 | 20.33 | 33.62 | 48.27 | 65.66 | 90.17 |
| | YOY | 21% | 65% | 44% | 36% | 37% |
| | 其中: 新能源汽车 | 1.55 | 7.75 | 15.50 | 24.03 | 36.04 |
| | 消费电子 | 8.00 | 10.40 | 13.52 | 17.58 | 22.85 |
| | 工业电机 | 11.00 | 15.40 | 19.25 | 24.06 | 31.28 |
| | 毛利率 | 23% | 26% | 25% | 26% | 28% |
| 其他 | 其他业务收入 | 2.77 | 3.92 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| | YOY | | 42% | 2% | 0% | 0% |
| | 毛利率 | 10% | 23% | 20% | 20% | 20% |
| 合计 | 收入 | 23.99 | 37.54 | 52.27 | 69.66 | 94.17 |
| | YOY | | 56% | 39% | 33% | 35% |
| | 毛利率 | 21% | 26% | 25% | 26% | 28% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

扩产项目进度不及预期，新能源业务拓展不及预期，下游需求不及预期。

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 3,570 | 4,971 | 6,104 | 7,729 | 9,738 |
| 货币资金 | 266 | 366 | 987 | 729 | 1,366 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 635 | 1,004 | 1,278 | 1,764 | 2,347 |
| 预付账款 | 5 | 6 | 8 | 11 | 14 |
| 存货 | 1,013 | 2,249 | 2,370 | 3,690 | 4,300 |
| 其他 | 1,651 | 1,346 | 1,461 | 1,535 | 1,711 |
| 非流动资产 | 2,437 | 2,312 | 2,418 | 2,743 | 2,977 |
| 长期股权投资 | 288 | 217 | 162 | 101 | 43 |
| 固定资产(合计) | 1,313 | 1,271 | 1,386 | 1,732 | 1,983 |
| 无形资产 | 151 | 139 | 143 | 141 | 141 |
| 其他 | 686 | 686 | 728 | 769 | 811 |
| 资产总计 | 6,007 | 7,284 | 8,522 | 10,472 | 12,715 |
| 流动负债 | 1,507 | 2,352 | 3,021 | 4,040 | 4,907 |
| 短期借款 | 801 | 1,336 | 1,872 | 2,407 | 2,943 |
| 应付票据 | 115 | 321 | 297 | 513 | 555 |
| 应付账款 | 252 | 439 | 540 | 744 | 949 |
| 其他 | 339 | 256 | 313 | 375 | 461 |
| 非流动负债 | 70 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| 长期借款 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 其他 | 20 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 负债合计 | 1,577 | 2,418 | 3,087 | 4,107 | 4,973 |
| 少数股东权益 | 46 | 9 | -1 | -16 | -38 |
| 归属母公司股东权益 | 4,384 | 4,856 | 5,436 | 6,381 | 7,780 |
| 负债和股东权益 | 6,007 | 7,284 | 8,522 | 10,472 | 12,715 |

| 会计年度 | 单位:百万 元 | | | | |
|------------|------------|--------|-------|-------|-------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 2,399 | 3,754 | 5,227 | 6,966 | 9,417 |
| 同比(%) | 23.1% | 56.5% | 39.2% | 33.3% | 35.2% |
| 归属母公司净利润 | 178 | 518 | 677 | 945 | 1,398 |
| 同比(%) | 575.8% | 191.5% | 30.7% | 39.6% | 47.9% |
| 毛利率(%) | 21.2% | 25.9% | 24.6% | 25.8% | 27.6% |
| ROE% | 4.1% | 10.7% | 12.5% | 14.8% | 18.0% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.18 | 0.52 | 0.68 | 0.96 | 1.41 |
| P/E | 76.68 | 26.30 | 20.12 | 14.42 | 9.75 |
| P/B | 3.11 | 2.81 | 2.51 | 2.14 | 1.75 |
| EV/EBITDA | 33.11 | 26.73 | 18.51 | 14.05 | 9.65 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业总收入 | 2,399 | 3,754 | 5,227 | 6,966 | 9,417 |
| 营业成本 | 1,891 | 2,782 | 3,940 | 5,170 | 6,816 |
| 营业税金及附加 | 33 | 34 | 47 | 63 | 85 |
| 销售费用 | 65 | 60 | 83 | 111 | 150 |
| 管理费用 | 191 | 179 | 249 | 331 | 448 |
| 研发费用 | 144 | 231 | 321 | 428 | 579 |
| 财务费用 | 35 | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 减值损失合计 | -29 | -72 | -6 | -6 | -6 |
| 投资净收益 | 90 | 152 | 146 | 153 | 160 |
| 其他 | 122 | 118 | 34 | 45 | 61 |
| 营业利润 | 224 | 628 | 761 | 1,056 | 1,554 |
| 营业外收支 | -10 | -58 | -15 | -15 | -15 |
| 利润总额 | 214 | 571 | 746 | 1,041 | 1,539 |
| 所得税 | 43 | 60 | 79 | 110 | 163 |
| 净利润 | 171 | 510 | 667 | 931 | 1,377 |
| 少数股东损益 | -7 | -8 | -10 | -15 | -22 |
| 归属母公司净利润 | 178 | 518 | 677 | 945 | 1,398 |
| EBITDA | 208 | 527 | 787 | 1,093 | 1,581 |
| EPS(当年)(元) | 0.18 | 0.53 | 0.68 | 0.96 | 1.41 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | -21 | -996 | 329 | -416 | 377 |
| 净利润 | 171 | 510 | 667 | 931 | 1,377 |
| 折旧摊销 | 138 | 110 | 164 | 181 | 176 |
| 财务费用 | 32 | 34 | 0 | 0 | 0 |
| 投资损失 | -90 | -152 | -146 | -153 | -160 |
| 营运资金变动 | -223 | -1,534 | -379 | -1,399 | -1,041 |
| 其它 | -49 | 36 | 24 | 24 | 26 |
| 投资活动现金流 | -212 | 700 | -147 | -378 | -276 |
| 资本支出 | -196 | -207 | -221 | -464 | -367 |
| 长期投资 | -189 | 788 | -72 | -67 | -69 |
| 其他 | 173 | 119 | 146 | 153 | 160 |
| 筹资活动现金流 | -33 | 367 | 438 | 536 | 536 |
| 吸收投资 | 24 | 37 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 1,100 | 1,484 | 536 | 536 | 536 |
| 支付利息或股息 | -67 | -137 | -98 | 0 | 0 |
| 现金流净增加额 | -272 | 77 | 621 | -258 | 637 |

研究团队简介

姜永刚，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士。2008 年就职于中国有色金属工业协会，曾任中国有色金属工业协会副处长。2016 年任广发证券有色行业研究员。2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

黄礼恒，金属和新材料行业资深分析师。中国地质大学（北京）矿床学硕士，2017 年任广发证券有色金属行业研究员，2020 年 4 月加入信达证券研究开发中心，从事有色及新能源研究。

云琳，乔治华盛顿大学金融学硕士，2020 年 3 月加入信达证券研究开发中心，从事铝铅锌及贵金属研究。

白紫薇，吉林大学区域经济学硕士，2021 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事钛镁等轻金属及锂钴等新能源金属研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 章嘉婕 | 13693249509 | zhangjiajie@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。