

评级：增持（维持）

市场价格：46.24 元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

研究助理：胡十尹

Email: husy01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	81
流通股本(百万股)	45
市价(元)	46.24
市值(百万元)	3,735
流通市值(百万元)	2,083

股价与行业-市场走势对



相关报告

公司盈利预测及估值

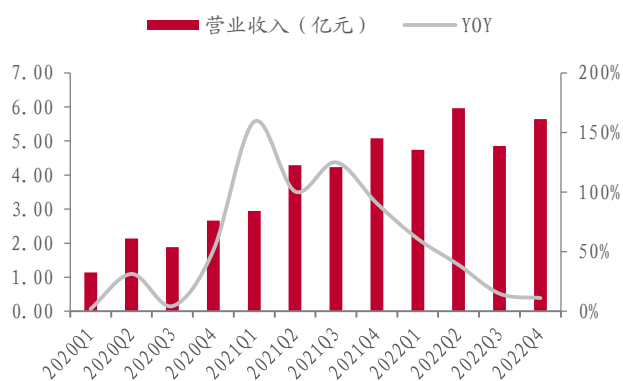
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,655	2,119	2,684	3,514	5,234
增长率 yoy%	112%	28%	27%	31%	49%
净利润(百万元)	152	150	210	282	405
增长率 yoy%	191%	-1%	40%	34%	44%
每股收益(元)	1.88	1.85	2.60	3.49	5.02
每股现金流量	-1.60	-1.61	7.57	5.56	4.38
净资产收益率	14%	12%	15%	17%	20%
P/E	24.6	24.9	17.76	13.2	9.2
P/B	3.6	3.2	2.7	2.3	1.8

备注：股价选取 2023 年 04 月 03 日收盘价

投资要点

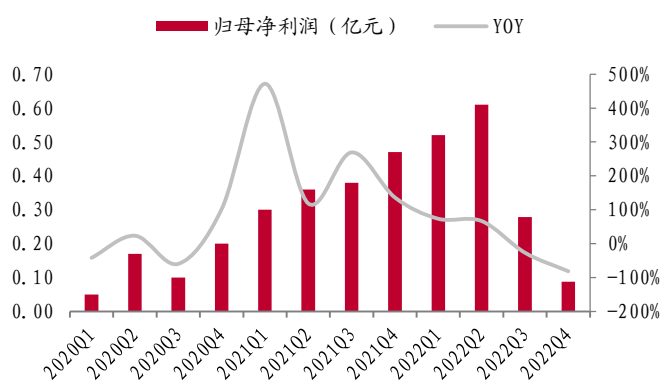
- 事件：**大地熊披露 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 21.19 亿元，同比增长 28.10%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.50 亿元，同比减少 1.39%。其中 2022Q4 营收为 5.64 亿元，同比增长 11.11%，环比增长 16.13%；归母净利润为 0.09 亿元，同比减少 81.26%，环比减少 68.51%；2022Q4 实现扣非净利润-0.09 亿元，同比减少 125.34%。
- 公司高性能钕铁硼业务稳健发展。**1) 量：公司当前具备毛坯产能 8000 吨，同比增加 33.33%。2022 年公司实现烧结钕铁硼永磁材料毛坯产量 4130 吨，同比增长 4.44%；实现烧结钕铁硼成品销量 2727 吨，同比增长 7.97%。2) 价：公司钕铁硼产品均价从约 54 万元/吨→63 万元/吨，同比增长 17%。3) 盈利：由于稀土在 2022 年内波动较大，并且叠加公司业务结构调整（毛利率较高的工业电机领域营收占比降低）使得公司毛利率小幅回落至 18.70%，同比减少 2pcts，其中 2022 年 Q4 毛利率为 11.41%（同比-10.79pcts，环比-7.04%）；从单吨盈利角度看，按毛坯产量计算 2022 年公司钕铁硼永磁材料毛坯单吨净利润约为 3.6 万元/吨，2021 年约为 3.8 万元/吨，单吨盈利小幅下降。
- 汽车领域占比提高约 10 个百分点。**分业务板块来看，2022 年公司工业电机领域实现营业收入 6.95 亿元（同比+3.58%），占比由 49%下降到 39%，工业电机领域毛利率为 21.51%，同比减少 3.81pcts；汽车工业领域收入增幅较大，实现营业收入 5.59 亿元（同比+82.13%），汽车领域毛利率为 19.48%，同比增加 1.34pcts，营收占比由 22%→32%（其中新能源汽车占比 15%）；消费类电子实现营业收入 3.77 亿元，同比+25.32%，营收占比约为 21%。
- 稳步推进产能建设。**公司目前具有合肥、宁国和包头三大生产基地，当前具备毛坯产能 8000 吨。报告期内，公司募集资金投资项目“年产 1500 吨汽车电机高性能烧结钕铁硼磁体建设项目”于 2022 年末建成投产；包头公司年产 5000 吨“高端制造高性能稀土永磁材料及器件项目”各栋单体厂房及辅助用房、配套设施工程已基本建设完成；宁国公司“年产 5000 吨高性能钕铁硼磁性材料项目”自 2022 年 3 月开工建设以来，现已完成部分厂房工程建设，预计 2023 年逐步建成投产，项目建设完成后产能有望提升至 18000 吨，较当前增加 125%。
- 盈利预测及投资建议：**假设 23/24/25 年钕铁硼磁材毛坯销量分别为 6000/8000/12000 吨，钕铁硼成品售价分别为 57/58/60 万元/吨；预计公司 23/24/25 年总收入分别为 26.84/35.14/52.34 亿元，同比增长 27%/31%/49%；归母净利润分别为 2.10/2.82/4.05 亿元，同比增长 40%/34%/44%。当前股价对应 23/24/25 年 PE 估值为 18x/13x/9x。综上，维持“增持”评级。
- 风险提示事件：**主营产品价格波动、原料成本波动、产业政策变动、项目进展不及预期、需求不及预期、需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后的风险等。

图表 1: 公司 2022Q4 营收同比增长 11.11%



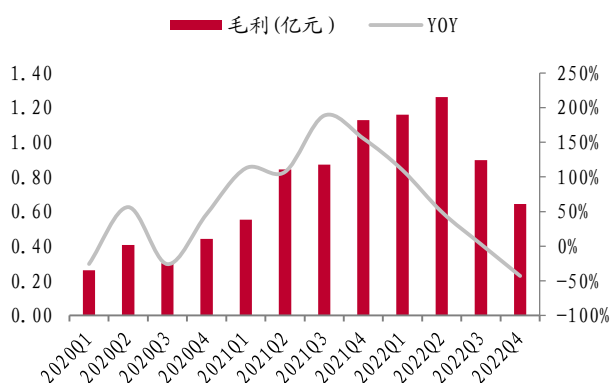
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 22Q4 归母净利润同比-81.26%



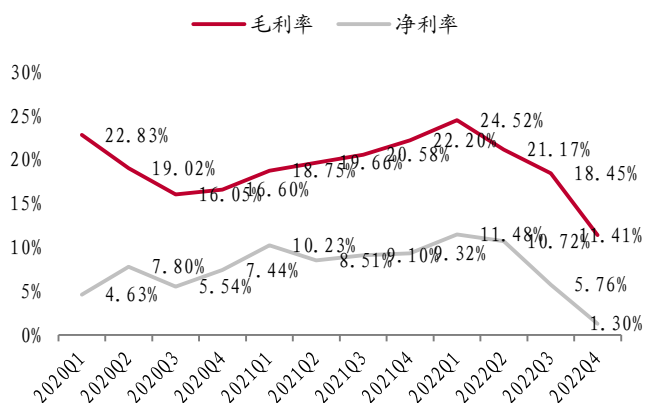
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 2022Q4 毛利同比-42.90%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司 2022Q4 毛利率同比-10.79pcts



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2021Q4	2022Q3	2022Q4	环比	同比	2021	2022	同比	指标变动原因
营业收入	5.08	4.86	5.64	16.13%	11.11%	16.55	21.19	28%	主要系报告期内产品售价及销量增长, 销售收入增长所致。
营业成本	3.95	3.96	5.00	26.16%	26.52%	13.15	17.23	31%	主要系报告期内原材料成本增长所致。
毛利	1.13	0.90	0.64	-28.18%	-42.90%	3.39	3.96	17%	
毛利率	22.20%	18.45%	11.41%	-7.04%	-10.79%	21%	19%	-2%	
销售费用	0.09	0.08	0.19	126.83%	105.06%	0.30	0.47	55%	主要系报告期内市场开拓费用增加所致。
销售费用率	1.84%	1.74%	3.40%	1.66%	1.56%	1.84%	2.22%	0.39%	
管理费用	0.18	0.13	0.15	17.67%	-14.76%	0.51	0.59	16%	主要系股权激励导致人员薪酬增加所致。
管理费用率	3.53%	2.67%	2.71%	0.04%	-0.82%	3.09%	2.80%	-0.29%	
财务费用	0.04	0.07	0.06	-12.50%	44.57%	0.06	0.17	-	主要系报告期内借款增加, 利息支出增加所致。
财务费用率	0.84%	1.45%	1.09%	-0.36%	0.25%	0.37%	0.82%	0.45%	
研发费用	0.33	0.22	0.21	-6.33%	-35.82%	0.96	1.05	9%	主要系报告期内研发项目增加及材料费增加所致。
研发费用率	6.45%	4.62%	3.73%	-0.89%	-2.73%	5.83%	4.97%	-0.86%	
期间费用	0.64	0.51	0.62	21.06%	-4.13%	1.84	2.29	24%	
期间费用率	12.66%	10.48%	10.92%	0.44%	-1.74%	11.13%	10.81%	-0.31%	
投资收益	0.00	0.01	0.08	774.37%	1507.09%	0.10	0.11	1%	
资产减值损失	0.01	-0.12	-0.20	69.74%	-2438.96%	-0.03	-0.32	-872%	
营业利润	0.52	0.30	0.01	-97.11%	-98.31%	1.60	1.57	-2%	
利润总额	0.51	0.30	0.00	-99.90%	-99.94%	1.62	1.55	-4%	
所得税费用	0.04	0.02	-0.07	-525.33%	-284.00%	0.10	0.05	-49%	
归母净利润	0.47	0.28	0.09	-68.51%	-81.26%	1.52	1.50	-1%	
扣非净利润	0.37	0.25	-0.09	-136.98%	-125.34%	1.29	1.24	-4%	
经营活动产生的现金流量净额	0.16	-0.12	1.36	-1215.10%	733.08%	-1.29	-1.30	0%	主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。
投资活动产生的现金流量净额	-1.05	-0.61	-1.07	73.47%	1.60%	-0.50	-1.71	244%	主要系报告期内购建固定资产等长期资产增加所致。
筹资活动产生的现金流量净额	1.41	0.41	-0.45	-208.40%	-131.80%	2.70	4.19	55%	主要系报告期内银行借款增加所致。

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	414	805	1,054	1,570	营业收入	2,119	2,684	3,514	5,234
应收票据	104	27	35	52	营业成本	1,723	2,140	2,788	4,084
应收账款	557	662	833	1,235	税金及附加	9	12	18	26
预付账款	5	32	42	61	销售费用	47	54	91	183
存货	587	809	959	1,465	管理费用	59	75	116	178
合同资产	0	0	0	0	研发费用	105	126	179	288
其他流动资产	161	196	204	231	财务费用	17	28	33	51
流动资产合计	1,828	2,531	3,127	4,614	信用减值损失	-3	0	0	0
其他长期投资	11	11	11	11	资产减值损失	-32	-20	0	0
长期股权投资	98	98	98	98	公允价值变动收益	3	1	1	2
固定资产	412	775	1,157	1,556	投资收益	11	2	4	6
在建工程	283	383	383	283	其他收益	20	20	20	20
无形资产	93	107	126	150	营业利润	157	253	314	451
其他非流动资产	102	42	42	43	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	998	1,416	1,819	2,141	营业外支出	2	0	0	0
资产合计	2,826	3,947	4,946	6,756	利润总额	155	253	314	451
短期借款	691	985	1,330	2,019	所得税	5	42	31	45
应付票据	290	440	573	804	净利润	150	211	283	406
应付账款	206	642	845	1,250	少数股东损益	0	0	1	1
预收款项	0	2	1	1	归属母公司净利润	150	210	282	405
合同负债	4	27	35	52	NOPLAT	167	253	313	452
其他应付款	20	20	20	20	EPS (按最新股本摊薄)	1.85	2.60	3.49	5.02
一年内到期的非流动负债	40	40	40	40					
其他流动负债	96	118	162	238	主要财务比率				
流动负债合计	1,346	2,273	3,005	4,425	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	146	146	146	146	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	28.1%	26.6%	30.9%	49.0%
其他非流动负债	116	116	116	116	EBIT增长率	2.4%	62.5%	23.8%	44.7%
非流动负债合计	263	263	263	263	归母公司净利润增长率	-1.4%	40.3%	34.2%	43.6%
负债合计	1,609	2,536	3,268	4,687	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,179	1,373	1,639	2,028	毛利率	18.7%	20.3%	20.7%	22.0%
少数股东权益	38	39	39	40	净利率	7.1%	7.8%	8.0%	7.8%
所有者权益合计	1,217	1,412	1,678	2,068	ROE	12.3%	14.9%	16.8%	19.6%
负债和股东权益	2,826	3,947	4,946	6,756	ROIC	9.4%	11.7%	11.5%	12.3%
					偿债能力				
					资产负债率	56.9%	64.2%	66.1%	69.4%
					债务权益比	81.6%	91.2%	97.3%	112.3%
					流动比率	1.4	1.1	1.0	1.0
					速动比率	0.9	0.8	0.7	0.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
					应收账款周转天数	92	82	77	71
					应付账款周转天数	56	71	96	92
					存货周转天数	112	117	114	107
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.85	2.60	3.49	5.02
					每股经营现金流	-1.61	7.56	5.56	4.37
					每股净资产	14.60	17.00	20.29	25.11
					估值比率				
					P/E	25	18	13	9
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	5	3	2	2

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。