

# 磁材龙头发力新能源，光伏锂电进入发展快车道

横店东磁 (002056)

## “磁材+新能源”双轮驱动，光伏、锂电业务共同发力

公司业务布局涵盖“磁材+新能源”两大方向，其中磁材业务能够为公司提供稳定现金流，新能源业务贡献未来业绩主要增量。尤其是光伏业务上公司专注电池、组件方向，在品牌、渠道、技术方面已较为成熟。

## 光伏管理团队优秀，以欧洲为基点布局全球

公司2009年进入光伏行业，2011年开始重点布局欧洲市场。近年来，公司不断引进业内资深人士，再叠加自身亦在持续培养人才，已组建了较为完善的光伏管理团队，完成了大尺寸产品升级，并战略转型组件业务、拓展海外销售渠道。经过多年积累，公司在欧洲渠道布局方面领先，2022年80%以上组件销往欧洲。同时，公司也不断向其他区域市场开拓，包括日本、韩国、澳洲、拉美、非洲等。

## 差异化竞争带来高盈利能力，2023年电池组件盈利弹性较大

公司光伏业务团队优秀，对行业理解深刻，在行业竞争中一方面通过大力进行渠道开拓，使得分销客户占比领先同行，组件溢价明显高于行业平均；另一方面通过黑组件以及未来将会投产的TOPCon等新型电池技术，寻求差异化竞争。在这一策略下，公司组件业务单瓦毛利与头部厂商基本持平。

另外，光伏产业链目前已进入上游让利的阶段，我们认为电池、组件环节在利润重新分配过程中将截留部分硅料降价带来的利润空间。预计2022年底公司电池、组件产能分别为8GW、7GW，这一过程中公司组件业务盈利弹性较大。

## 锂电业务有望实现高增，磁材业务提供稳定现金流

锂电业务方面，公司主要聚焦小动力领域。2021年底公司锂电池产能2.5GWh，2022年底预计新投6GW产能，总产能达到7GWh，助力2023年锂电池出货高增。磁材业务方面，公司是国内磁材龙头，市占率提升的同时不断开拓新的产品品类。该业务毛利率稳定，能够为公司带来稳定现金流。

## 首次覆盖给予公司“买入”评级

我们预计2022-2024年公司将分别实现归母净利润16.21、21.76、26.68亿元，对应2023年1月6日PE为21.16、15.76、12.85倍。当前公司估值处于低位，首次覆盖基于“买入”评级。

首次评级

买入

朱玥

zhuyue@csc.com.cn

18600687712

SAC 执证编号：s1440521100008

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号：S1440520070012

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

18701680190

SAC 执证编号：s1440521110005

发布日期：2023年01月10日

当前股价：22.01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
	16.95/16.42	11.22/4.99	27.67/47.84

12月最高/最低价(元) 28.0/12.51

总股本(万股) 162,671.21

流通A股(万股) 159,705.87

总市值(亿元) 358.04

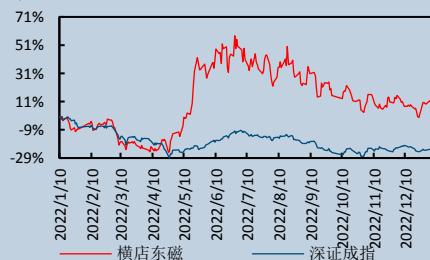
流通市值(亿元) 351.51

近3月日均成交量(万股) 3,060.35

主要股东

横店集团控股有限公司 50.59%

## 股价表现



## 相关研究报告

## 目录

一、“磁材+新能源”双轮驱动，光伏、锂电进入发展快车道.....	1
二、光伏业务：立足欧洲放眼全球，差异化竞争下保持高速增长.....	3
2.1 光伏业务团队优秀，电池技术成熟.....	3
2.2 立足欧洲市场，不断向其他区域进行横向拓展.....	5
2.3 重点覆盖分销客户，差异化竞争中盈利能力对标头部组件企业.....	7
2.4 光伏产业链上游进入让利周期，电池、组件环节有望受益.....	10
三、锂电业务：聚焦小动力，步入高速成长期.....	12
四、磁材业务：稳中求进，不断巩固龙头地位.....	15
五、盈利预测及投资建议.....	17
六、风险提示.....	18
七、报表预测.....	19

## 图表目录

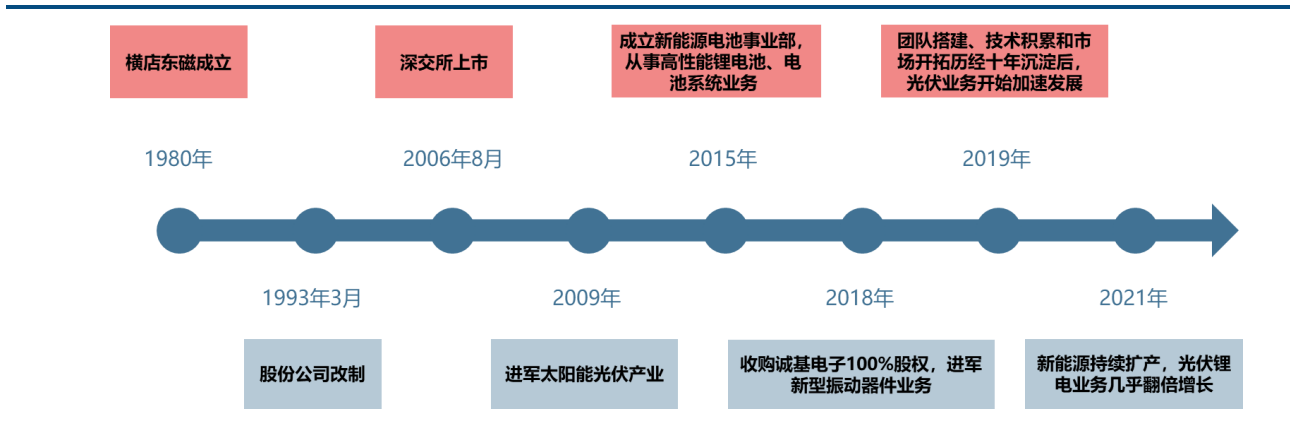
图表 1：横店东磁近几年新能源业务进入快速成长期.....	1
图表 2：公司背靠横店集团，业务范围涵盖光伏、锂电、磁材等.....	1
图表 3：公司布局磁材、光伏、锂电、器件等业务.....	2
图表 4：太阳能光伏业务快速增长（亿元）.....	3
图表 5：横店东磁分业务毛利率.....	3
图表 6：公司光伏业务发展历史.....	3
图表 7：自 2013 年后，公司光伏业务始终保持正盈利.....	4
图表 8：公司电池组件产能进入扩张期（GW）.....	4
图表 9：关于 TOPCon 的发明专利.....	4
图表 10：关于 p-IBC 的发明专利.....	4
图表 11：公司组件业务以欧洲市场为支撑点，向全球其他区域加速布局.....	5
图表 12：公司连续两年被 PVEL 评为最佳表现组件制造商.....	6
图表 13：公司被 EUPD Research 授予欧洲顶级品牌.....	6
图表 14：欧洲天然气价格维持高位（便士/色姆）.....	6
图表 15：欧洲新签光伏电站项目 PPA 电价大幅上涨.....	6
图表 16：Repower EU 计划加速欧盟光伏电站建设.....	7
图表 17：2023 年欧洲新增光伏装机预计达到 70GW，同比增长 50%-60%（GW）.....	7
图表 18：公司 54 片 182 全黑组件功率档位位于 395-410W.....	8
图表 19：北欧建筑屋顶以黑色或灰色为主.....	9
图表 20：全黑组件与欧洲建筑屋顶能够更好融合.....	9
图表 21：公司组件售价明显高于头部厂商（元/W）.....	9
图表 22：公司组件单瓦毛利与头部厂商差距不大（元/W）.....	9

图表 23: 公司单瓦成本高于头部组件厂 (元/W) .....	10
图表 24: 公司与头部组件企业单瓦毛利对比 (元/W) .....	10
图表 25: 硅料降价是否能带来制造端盈利能力改善的关键在于需求.....	10
图表 26: 硅料降价后组件一体化组件将迎来一定利润弹性.....	11
图表 27: 电池产能相对主材其他环节更小, 需求起量后硅料降价, 电池盈利有望提升 (GW) .....	11
图表 28: 锂电业务发展历程 .....	12
图表 29: 动力锂电池 INR18650 .....	12
图表 30: 锂电业务下游业务占比 .....	12
图表 31: 自 2020 年起, 锂电业务收入高速增长 (亿元) .....	13
图表 32: 2020 年锂电业务扭亏为盈 (亿元) .....	13
图表 33: 全球锂电池出货量 (GW) .....	13
图表 34: 中国不同类别锂电池出货量占全球比重 .....	14
图表 35: 2021 年软磁铁氧体需求结构 .....	15
图表 36: 2021 年永磁铁氧体需求结构 .....	15
图表 37: 拓宽磁材体系, 延伸器件产业 .....	15
图表 38: 公司磁材业务稳定增长 .....	16
图表 39: 公司磁材毛利率稳定, 竞争格局好 .....	16
图表 40: 横店东磁分板块收入、成本情况 (亿元) .....	17

## 一、“磁材+新能源”双轮驱动，光伏、锂电进入发展快车道

横店东磁最初成立于 1980 年，股份公司改制设立于 1999 年 3 月。2006 年 8 月在深圳证券交易所成功上市。2009 年，进军太阳能光伏产业。2015 年，成立新能源电池事业部专注从事高性能锂电池、电池系统业务。2019 年，光伏业务的团队搭建、技术积累和市场开拓历经十年沉淀后，开始加速发展。目前公司拥有“磁材+新能源”两大产业板块，并且光伏、锂电两大新能源业务正处于加速成长期。

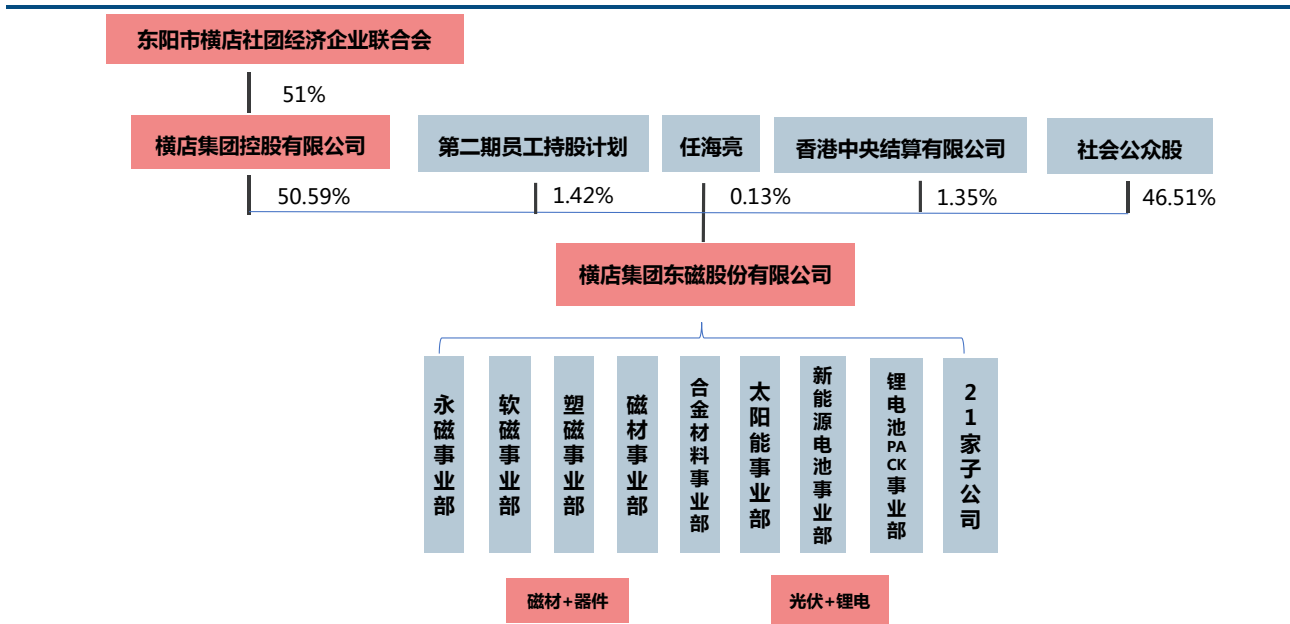
图1：横店东磁近几年新能源业务进入快速成长期



资料来源：公司公告，中信建投

公司控股股东横店集团对公司持股比例 50.59%，是中国特大型民营企业。横店集团创立于 1975 年，资产超千亿，涉及电子电器、医药、化工、影视旅游等，一级子公司有 50-60 家，上市公司有 6 家，拟上市公司 1 家。横店集团与横店东磁均是多元化产业，专业化经营的团队，子公司独立运营。

图2：公司背靠横店集团，业务范围涵盖光伏、锂电、磁材等



资料来源：公司公告，中信建投

产能方面，2022 年底公司电池/组件产能分别达到 8/7GW，锂电池产能预计达到 7GWh，目前市场定位为电动二轮车、便携式储能、电动工具等小动力市场。公司磁性材料产品包括永磁、软磁、磁材、塑磁，其中永磁产能 16.5 万吨，软磁 5 万吨，永磁铁氧体预烧料 22 万吨以上。

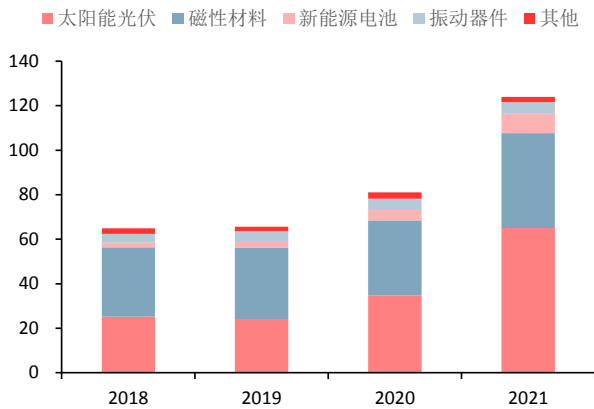
**图表3：公司布局磁材、光伏、锂电、器件等业务**

产业	细分产业	事业部	产品情况	年产能情况
磁性材料	磁性材料	永磁	主要研发生产永磁铁氧体系列产品，如 DM4350、DM4545，微波炉磁钢	2022 年底，预计公司拥有永磁产能 16.5 万吨
		软磁	主要研发生产软磁，主要生产各种锰锌铁氧体、镍锌铁氧体、金属磁粉心、偏转磁心四大系列近万种不同规格的产品	2022 年底，预计公司拥有软磁产能 5 万吨
		磁材	主要研发生产永磁铁、钕铁氧体烧结磁粉、粘结磁粉和微波炉磁体专用磁粉	永磁铁氧体预烧料年产量 22 万吨以上
		塑磁	主要生产粘结铁氧体，主要有电机用马达磁条、挤出门封条、工艺品用卷材、橡胶软磁片、橡胶钕铁硼、精密马达用电机磁环、变频用电机转子、注塑磁环、注塑钕铁硼、塑磁颗粒料等	2022 年底，预计公司拥有塑磁产能 2.5 万吨
新能源	太阳能光伏	太阳能	硅片、电池片、组件	2022 年底，预计公司拥有年产 8GW perc 电池片、7GW 组件产能。
	新能源电池	新能源电池	圆柱型 18650、21700	2022 年底，预计公司锂电池产能达到 7GWh
器件	器件	器件	振动器件、音圈模组、隔离器/环形器、无线充电模组	振动器件 4 亿只 隔离器/环形器：月产几百万只

资料来源：公司公告，中信建投

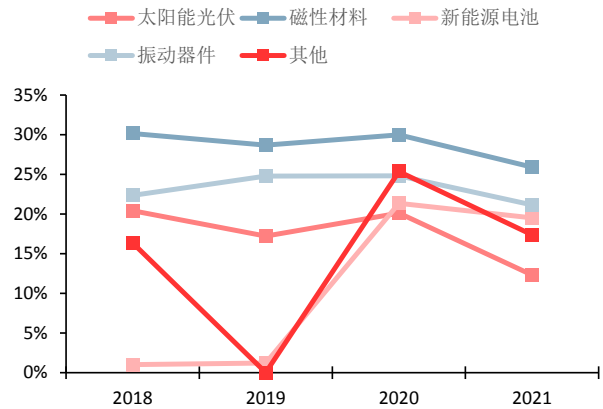
**磁材业务提供稳定现金流，光伏业务贡献主要业绩增量。**公司收入结构中，磁性材料业务是公司的基本盘，收入保持稳定增长，为公司带来稳定的现金流支撑。公司太阳能光伏业务和新能源电池业务近三年增速较快，为公司提供了核心增量。毛利率方面，新能源电池业务在公司战略性从大动力转向小动力市场后 19-20 年快速增长，21 年，公司根据新收入准则的规定将运输装卸费作为履约成本列示于营业成本，对毛利造成了一定的影响，另一方面，太阳能光伏业务和新能源电池业务由于原材料涨价影响，毛利率亦有所下降。磁性材料业务和振动器件业务毛利率虽有下降但仍保持了较稳定水平。

图表4： 太阳能光伏业务快速增长（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 横店东磁分业务毛利率



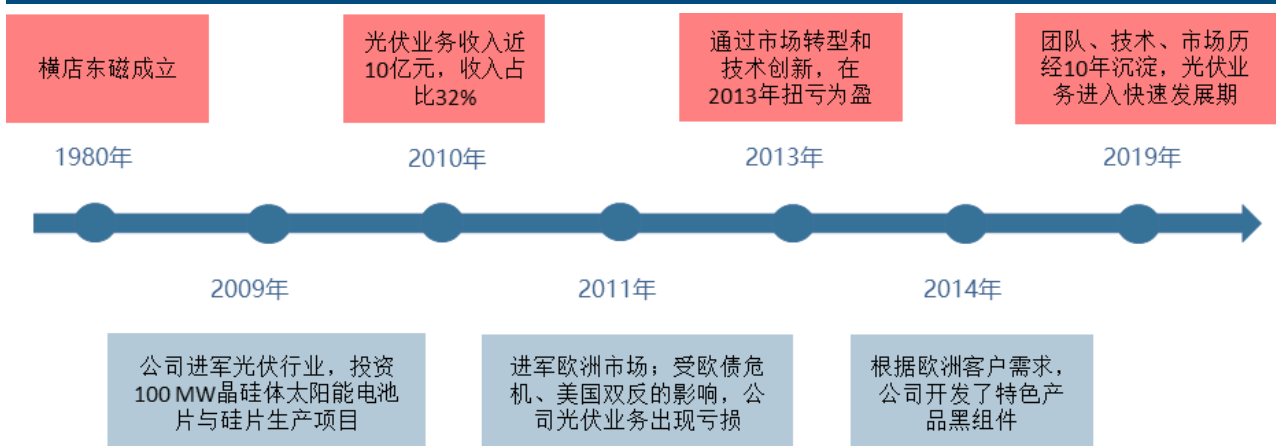
资料来源：公司公告，中信建投

## 二、光伏业务：立足欧洲放眼全球，差异化竞争下保持高速增长

### 2.1 光伏业务团队优秀，电池技术成熟

公司 2009 年进入光伏行业，2011 年开始重点布局欧洲市场，2011-12 年欧美双反导致光伏亏损，2013 年通过市场转型和技术创新实现扭亏为盈，2014 年开发特色产品黑组件。近年来，公司不断引进业内资深人士，再叠加自身亦在持续培养人才，已组建了较为完善的光伏管理团队，完成了大尺寸产品升级、战略转型组件业务、拓展海外销售渠道。

图表6： 公司光伏业务发展历史

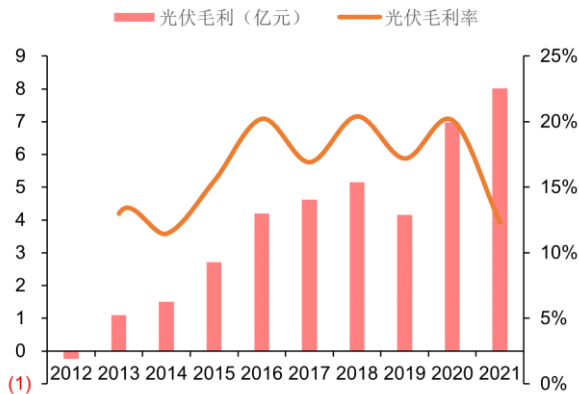


资料来源：公司公告，中信建投



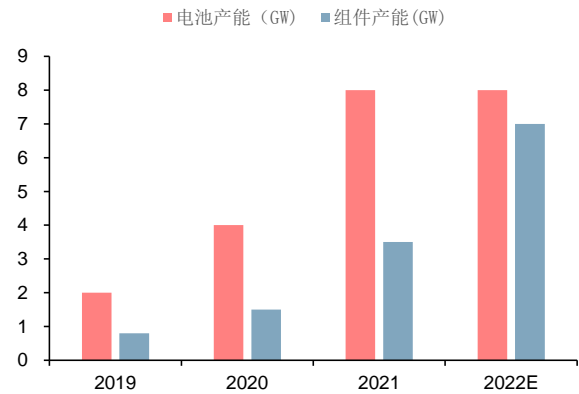
公司自 2019 年以来持续进行光伏产品和产能的布局。公司抓住市场对大尺寸产品的热情，完成了大尺寸产品的升级，2022 年 182mm&166mm 尺寸合计占比超过 90%。2020 年公司光伏电池组件产能同步进入扩张期，依靠战略眼光和管理水平加速向电池-组件一体化方向转型，电池产能从 2GW 提升到 8GW。预计 2022 年底公司产能规模将达到组件 7GW、电池 8GW。

图表7：自 2013 年后，公司光伏业务始终保持正盈利



资料来源：公司公告，中信建投

图表8：公司电池组件产能进入扩张期 (GW)



资料来源：公司公告，中信建投

2022-2023 年，公司光伏业务进入加速发展第二阶段，将依靠技术实力扩产 TOPCon 优势产能。公司在电池技术方面具有深厚积累，以何悦博士为首的管理团队在 TOPCon 以及 BC 技术方面已布局并拥有了多项专利。

目前 TOPCon 已成为下一代主流电池技术，行业内扩产规模较大。但真正具备技术实力和人才储备的二线组件品牌较少，公司技术实力优秀，有望在新一轮技术变革中通过电池技术竞争力超越其他二线品牌。

图表9：关于 TOPCon 的发明专利

一种TOPCon钝化结构及其制备方法

专利类型：发明专利  
 申请(专利)号：CN202210578420.2  
 申请公布号：CN114664979A  
 申请人：横店集团东磁股份有限公司  
 地址：322118 浙江省金华市东阳市横店镇湖头陆工业区  
 发明人：陈伟康; 任勇; 陈德奕; 何悦; 任海亮  
 专利：信息科技  
 专利：无线电电子学  
 分类号：H01L31/18; H01L31/0216; C23C16/24; C23C16/56  
 主分类号：H01L31/18  
 页数：16  
 代理机构：广州市华学知识产权代理有限公司  
 申请日：2022-05-26  
 公开公告日：2022-06-24  
 国省代码：33  
 代理人：张金刚

资料来源：国家知识产权局，中信建投

图表10：关于 p-IBC 的发明专利

一种叉指背接触太阳能电池的制作方法及其制得的叉指背接触太阳能电池

专利类型：发明专利  
 申请(专利)号：CN202210624546.9  
 申请公布号：CN115020513A  
 申请人：横店集团东磁股份有限公司  
 地址：322118 浙江省金华市东阳市横店镇湖头陆工业区  
 发明人：陈伟康; 任勇; 陈德奕; 彭杰杰; 何悦; 任海亮  
 专利：信息科技  
 专利：无线电电子学  
 分类号：H01L31/0224; C23C16/34; C23C16/505; H01L31/0236; H01L31/18  
 主分类号：H01L31/0224  
 页数：21  
 代理机构：北京品源专利代理有限公司  
 申请日：2022-06-02  
 公开公告日：2022-09-06  
 国省代码：33  
 代理人：边人洲

资料来源：国家知识产权局，中信建投

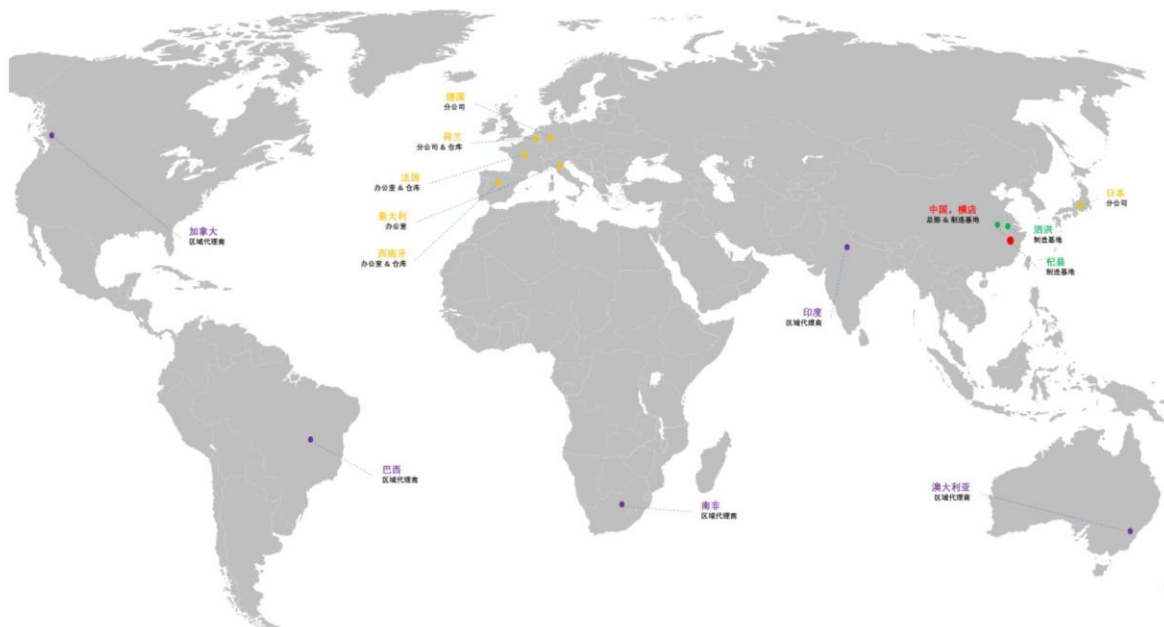
2022 年 11 月，公司公告拟在四川省宜宾市设立子公司并分布投资 20GW 新型高效电池项目，项目总投资 100 亿元。其中一、二期项目产能均为 6GW，并都将采用 TOPCon 技术，一期项目预计将在 2023 年 Q3 建成投产，并有望在 23 年贡献 1GW+ TOPCon 产出。

## 2.2 立足欧洲市场，不断向其他区域进行横向拓展

公司自 2011 年开始进军欧洲光伏市场，深耕欧洲市场多年，并逐步进行全球布局。公司在德国、荷兰设有子公司，在欧洲的英国、法国和西班牙等地设立了办事处，并在多个地区设立了专门的光伏产品仓储点，便于在整个欧洲市场进行产品的及时供给和分配。**2022 年公司光伏业务欧洲区域占比达到 80%以上。**

公司也在日本设立了子公司，在加拿大、巴西、印度、南非和澳大利亚设有区域代理商，使得光伏业务覆盖范围横跨全球六大洲。未来公司将在巩固并深化欧洲、日本、韩国等市场的基础上，进一步加大澳洲、拉美、非洲等国家的市场开发力度，做强分布式市场，并同步加大国内市场的开发力度。

图表11： 公司组件业务以欧洲市场为支撑点，向全球其他区域加速布局

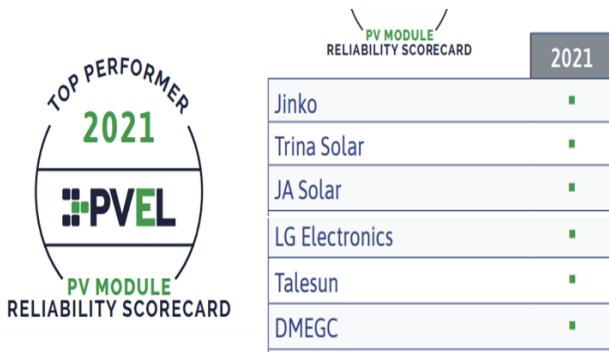


资料来源：公司官网，中信建投

公司深耕欧洲市场 10 年，品牌认可度高。公司的特色产品黑组件多数出口到欧洲，在欧洲分布式市场品牌力强、客户认可度高。公司是全球最早通过法国低碳认证的光伏组件制造商，位列彭博全球光伏组件制造商第一梯队，连续 5 年被 EUPD Research 授予欧洲顶级品牌；连续 4 年 BNEF Tier1 组件供应商。



图表12: 公司连续两年被 PVEL 评为最佳表现组件制造商



资料来源: PVEL, 中信建投

图表13: 公司被 EUPD Research 授予欧洲顶级品牌

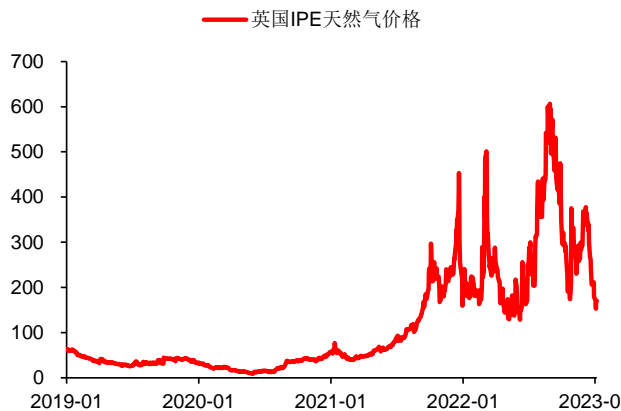


资料来源: EUPD Research, 中信建投

近两年来欧洲能源短缺问题严重, 能源价格持续上涨, 使得欧洲能源独立诉求更为强烈。在这一背景下, 欧洲天然气价格 2021 年以来大幅上涨, 并且带动当地新签光伏项目 PPA 电价快速上涨。2022 年, 欧盟发布 Repower EU, 将 2030 年可再生能源比例目标提升至 45%, 并且提出光伏累计装机达到 740GW。

我们判断 2023 年欧洲能源价格将依然维持高位, 叠加 2022 年新签光伏 PPA 电价较高, 有望带动欧洲光伏装机需求依然维持高增速。预计 2022-2023 年欧洲新增光伏装机分别达到 45、70GW。

图表14: 欧洲天然气价格维持高位 (便士/色姆)



资料来源: Wind, 中信建投

图表15: 欧洲新签光伏电站项目 PPA 电价大幅上涨



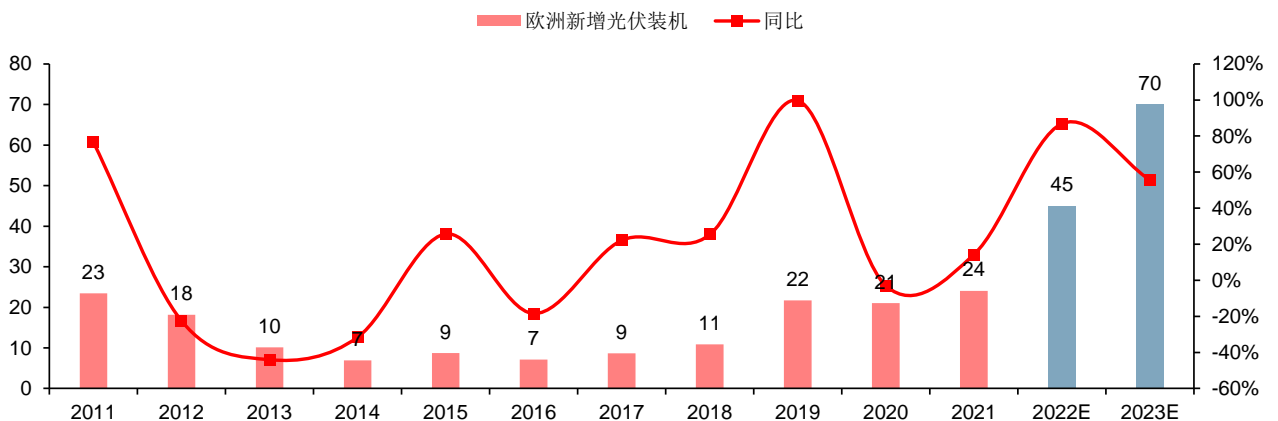
资料来源: pexapark, 中信建投

图表16: Repower EU 计划加速欧盟光伏电站建设

规划	具体实施路径
太阳能屋顶光伏	①屋顶太阳能装置（包括大型装置）的审批期限为最长 3 个月 ②逐步将屋顶安装太阳能列为义务：到 2026 年，所有实用建筑面积大于 250 平方米的新建公共和商业建筑；到 2027 年，所有现有公共和商业建筑的有用建筑面积大于 250 平方米；到 2029 年所有新建住宅楼
多场景光伏应用	①发展建筑集成光伏（BIPV）、车载集成光伏 ②利用多重空间发展光伏：农光互补，水面浮动光伏，高速公路、铁路轨道等交通基础设施光伏部署
劳动力培训融资支持	支持劳动力技能再培训和技能提升，以及劳动力市场向太阳能等成长型行业的过渡
融资支持	①到 2027 年，REPower EU 对太阳能光伏的额外投资将达到 260 亿欧元 ②设立欧盟太阳能光伏产业联盟，提供风险融资、识别和协调投资机会、项目管道和技术组合，并为欧洲的太阳能工业生态系统建立路径 ③发展本土光伏制造，计划于 2025 年实现 20GW 光伏制造能力，预计所需投资额超过 80 亿欧元
促进安装光伏系统的法律法规	在 2023 年上半年提出两项适用于在欧盟销售的太阳能光伏组件、逆变器和系统的强制性内部市场工具：生态设计法规、能源标签法规
基础设施建设	利用欧盟资金消除配电和输电网中太阳能扩张的瓶颈，包括 INTERREG 或恢复与复原力基金，后者已经预见将有 96 亿欧元用于能源网络和基础设施

资料来源：欧盟委员会，中信建投

图表17: 2023 年欧洲新增光伏装机预计达到 70GW，同比增长 50%-60%（GW）



资料来源：BP，中信建投

## 2.3 重点覆盖分销客户，差异化竞争中盈利能力对标头部组件企业

2014 年，公司应欧洲客户的需求，研发出特色黑组件产品。黑组件是指正面使用光伏玻璃，反面使用光伏黑背板、黑边框、黑硅胶进行制程工艺封装整片电池片的组件产品。黑组件相比于一般的组件产品而言，外观更具观赏性，满足安装在房屋屋顶的外观需求，其主要用于家庭屋顶分布式。

公司拥有组件相关专利 51 个，其中主要是针对黑组件和分布式应用上的改进。**针对黑组件封装损失大的问题，公司有相应的专利技术进行解决，在保证美观的同时，提升发电效率。**黑组件在生产的单一环节上与常规组件差异不大，难点主要在于产品工艺控制以及产品均一性，以及在销售端的渠道和服务。公司的优势在于黑组件的电池和组件物料可以进行更好的匹配，所以颜色一致性更好。同时，公司出色物料管控能力使得可以准确调整黑组件需要的电池工艺和组件物料，对前后整个生产进行集中管控。

图表18： 公司 54 片 182 全黑组件功率档位位于 395-410W

MONO-FACIAL MODULE

## 395 / 400 / 405 / 410

DM395M10-54HBB  
DM400M10-54HBB  
DM405M10-54HBB  
DM410M10-54HBB



**Aesthetics**  
Ultimate look of black modules, perfectly matching the owner's aesthetic pursuit



**Quality**  
Over 40 years of manufacturing experience in house wafer, cell and module



**Guarantee**  
Warranty comes from one of the most financially healthy PV providers



**Service**  
Customer-oriented and local services



资料来源：公司官网，中信建投

北欧地区，由于当地建筑风格往往以纯色系为主，并且屋顶多是黑色或者灰色等深色系，因此黑色组件与当地建筑能够更好地融合，该产品也更受当地居民欢迎，并且在实际销售过程中，**黑色组件由于更贴合当地居民的个性化需求，因此当地客户也会为此支付一定溢价。**

图表19： 北欧建筑屋顶以黑色或灰色为主



资料来源： 中信建投

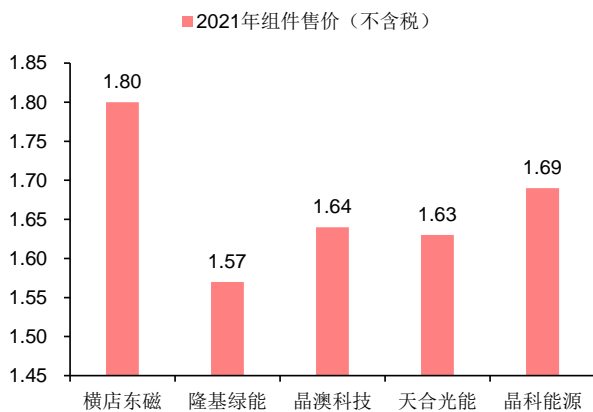
图表20： 全黑组件与欧洲建筑屋顶能够更好融合



资料来源： 中信建投

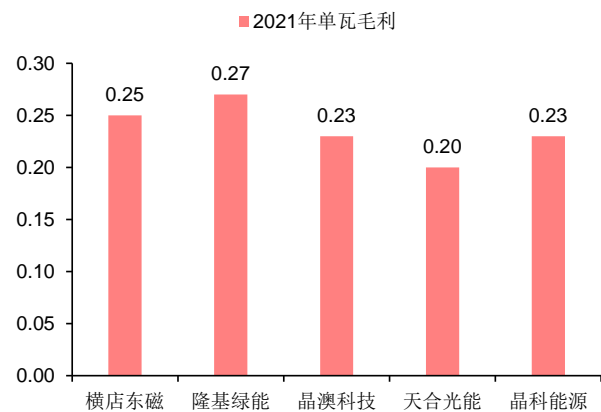
除了全黑组件以外，公司在销售端同样以差异化竞争为理念，做强分布式市场，单瓦毛利高于行业平均水平。公司搭建差异化的组件系统和创立专门的组件设计团队，做强分布式市场的思路清晰。公司的特色组件产品黑组件在市场上溢价高，平均售价高于普通 perc 组件。公司主攻欧洲分布式市场，分销订单占比高，黑组件的分销价格较普通组件约高 0.5-1 欧分，价格消纳能力强，传导更快。

图表21： 公司组件售价明显高于头部厂商（元/W）



资料来源： 各公司公告， 中信建投

图表22： 公司组件单瓦毛利与头部厂商差距不大（元/W）

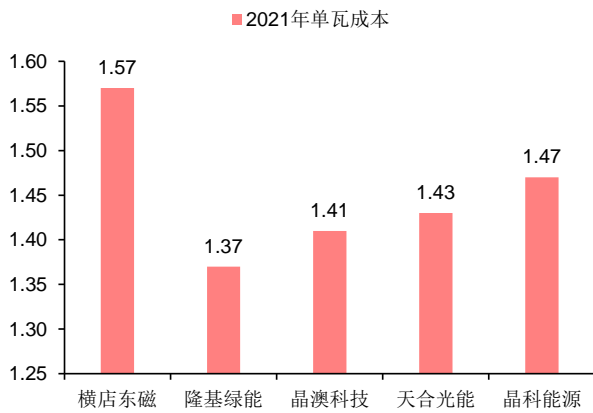


资料来源： 各公司公告， 中信建投

**公司成本管理能力强。**由于材料成本占收入的比重较高，公司通过实施差异化经营战略，适当地进行材料储备并通过内部挖潜降本提效等措施，较好的克服了近年来原材料涨价、远洋物流成本暴涨和人民币升值等困难。但由于公司总部位处浙江中部，电费成本较高，且近 3 成的产品是黑组件，生产成本要高于常规组件，以及公司主攻欧洲市场，单瓦运费也高于出口其他区域。

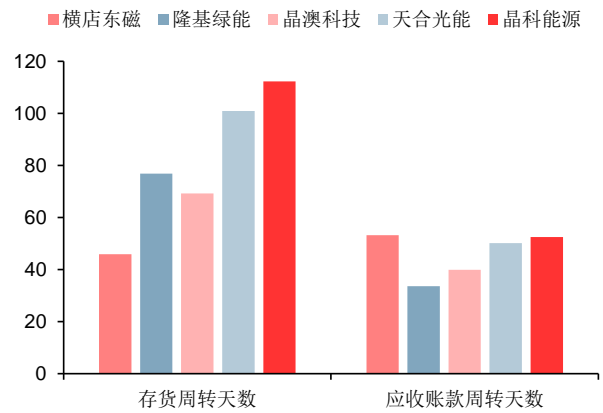
在与同行业其他公司对比时，没有显示出绝对的优势。但公司凭借 40 年以上的制造业经验，拥有较高的管理水平，公司的资产周转速度与同行业头部企业对比没有明显差距。

图表23： 公司单瓦成本高于头部组件厂（元/W）



资料来源：各公司公告，中信建投

图表24： 公司与头部组件企业单瓦毛利对比（元/W）



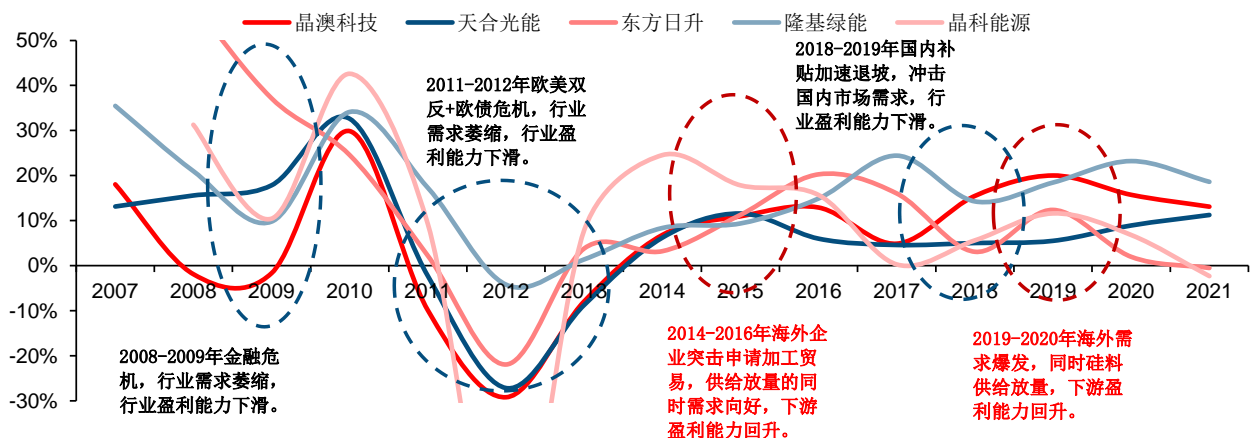
资料来源：各公司公告，中信建投

## 2.4 光伏产业链上游进入让利周期，电池、组件环节有望受益

过去两年在硅料供给受限，同时光伏行业需求快速释放的背景下，硅料价格大幅上涨。22年以来，硅料产能不断释放，近期硅料供给已十分充足，并且价格也已进入下行通道。

根据我们在《需求就是硬道理——深度复盘及推演光伏硅料降价后的产业链发展趋势》中的结论，在行业需求维持高速增长的同时，如果供给放量导致硅料降价，这时组件-硅料价差有望小幅提升或者维持稳定，一体化盈利将提升；如果硅料降价的原因是需求萎缩，那么组件-硅料价差将缩小，制造端盈利也将承压。

图表25： 硅料降价是否能带来制造端盈利能力改善的关键在于需求



资料来源：Wind，中信建投

2023 年行业需求有望维持高速增长，硅料降价的原因在于供给放量，类似于 14-15 年以及 2019 年的情景，光伏制造端盈利有望回升。其中，组件环节由于具有期货属性，尤其是海外客户在签单时往往会对价格进行提前锁定，我们预计硅料降价过程中组件环节盈利将有所修复。

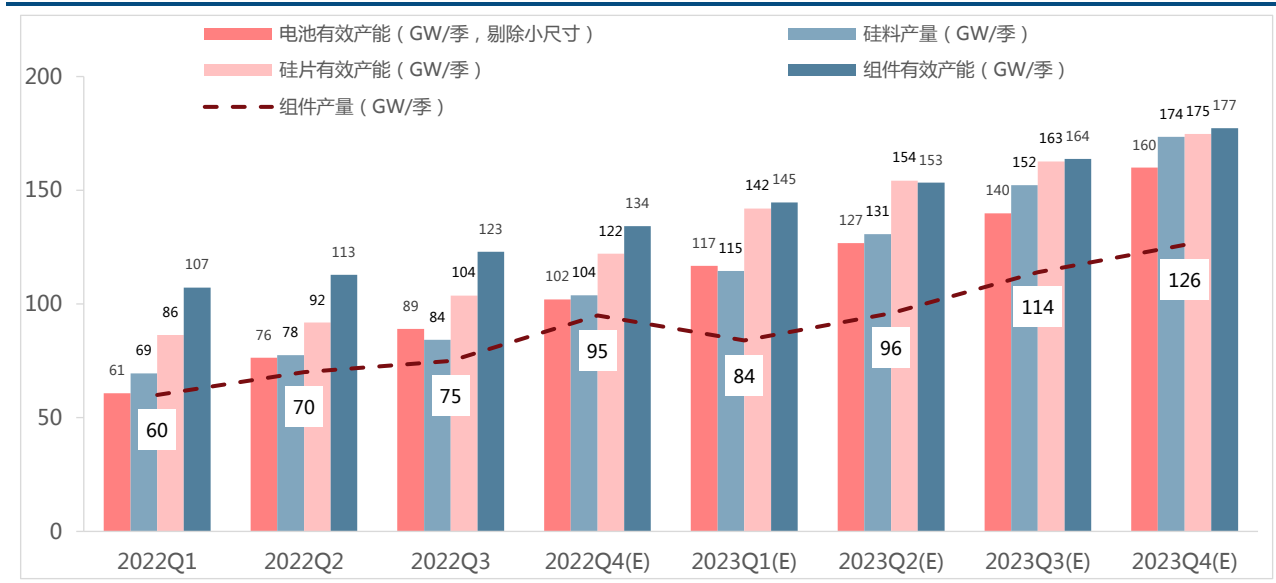
图表26： 硅料降价后组件一体化组件将迎来一定利润弹性

	硅料价格（元/kg）									
	100	120	140	160	180	200	220	240	260	
组件价格 (元/W)	1.5	0.137	0.098	0.059	0.020	-0.020	-0.059	-0.098	-0.137	-0.176
	1.6	0.207	0.168	0.129	0.090	0.051	0.012	-0.027	-0.067	-0.106
	1.7	0.278	0.238	0.199	0.160	0.121	0.082	0.043	0.004	-0.035
	1.8	0.348	0.309	0.270	0.231	0.191	0.152	0.113	0.074	0.035
	1.9	0.418	0.379	0.340	0.301	0.262	0.223	0.184	0.144	0.105
	2.0	0.489	0.449	0.410	0.371	0.332	0.293	0.254	0.215	0.176

资料来源： 中信建投

而在其他环节中，硅料放量后硅片环节目前盈利已处于低位，硅片产能相对较大，预计难以留存利润。电池环节目前产能小于硅料、硅片，预计在硅料供给放量且行业需求快速增长的情境下，**电池盈利水平也将有所提升。**

图表27： 电池产能相对主材其他环节更小，需求起量后硅料降价，电池盈利有望提升（GW）



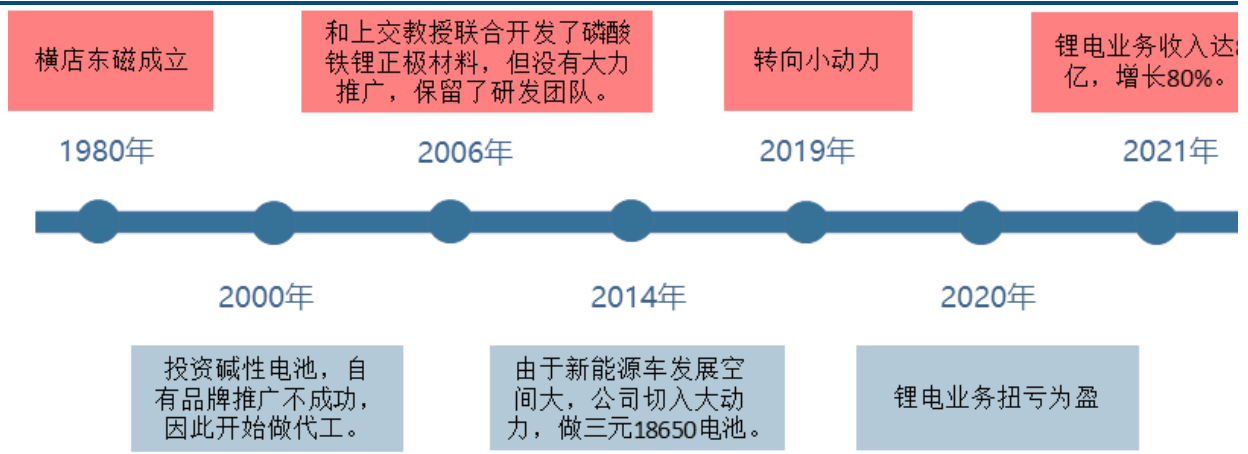
资料来源： PVinfolink， 中信建投



### 三、锂电业务：聚焦小动力，步入高速成长期

2000 年，公司投资碱性电池；2006 年，公司和上海交大教授联合开发了磷酸铁锂正极材料，虽未切入锂电业务，但一直保留研发团队。2015 年，公司评估新能源车增长空间大，由于大动力 18650 电池是特斯拉等头部企业的方向，公司切入三元 18650 电池，正式进军锂电。之后公司不断加大技术研发力度，提升现有材料体系的高倍率、长寿命性能指标，丰富产品类别。2020 年扭亏为盈，2021 年收入达 8 亿，增长 80%。

图表28： 锂电业务发展历程



资料来源：公司公告，中信建投

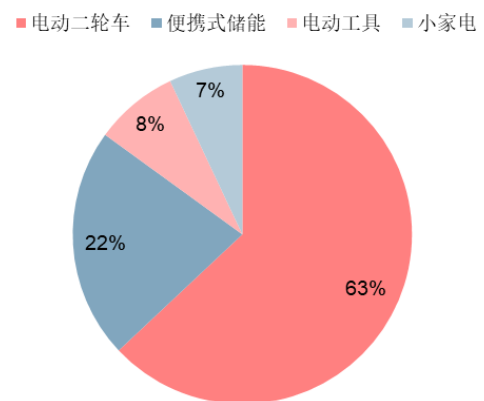
公司主要产品包括 18650 电芯和 21700 电芯，下游涵盖电动二轮车、便携式储能、电动工具和小家电。

图表29： 动力锂电池 INR18650



资料来源：公司官网，中信建投

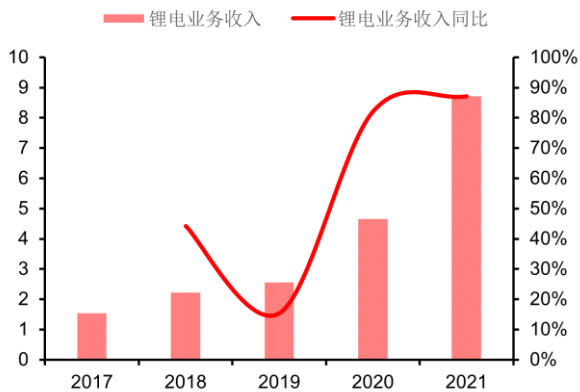
图表30： 锂电业务下游业务占比



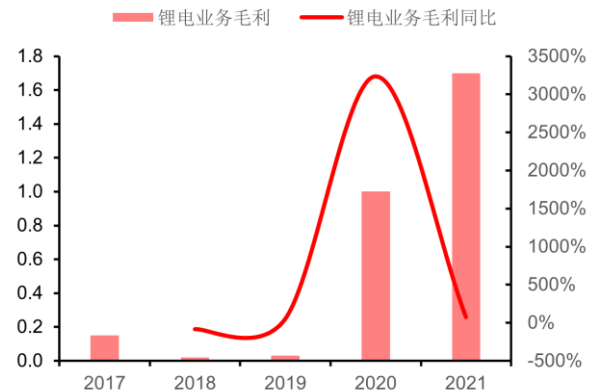
资料来源：公司公告，中信建投

随着新项目落地, 预计 2022 年和 2023 年锂电业务将连续翻倍增长。目前公司锂电业务聚焦于小动力, 2021 年年底产能为 2.5GWh, 2022 年年底预计达到 7GWh。虽然上游材料大幅涨价, 但公司存在材料的战略储备和价格传导, 净利率较为稳定。

图表31: 自 2020 年起, 锂电业务收入高速增长 (亿元)



图表32: 2020 年锂电业务扭亏为盈 (亿元)

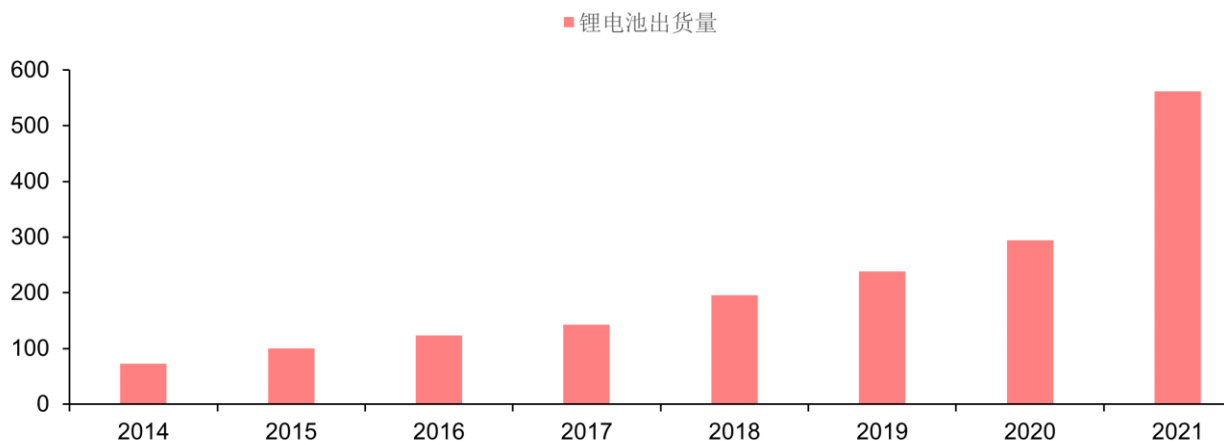


资料来源: 公司公告, 中信建投

资料来源: 公司公告, 中信建投

2021 年, 全球锂离子电池总体出货量 562.4GWh, 同比大幅增长 91.0%。从结构来看, 全球汽车动力电池出货量为 371.0GWh, 同比增长 134.7%; 储能电池出货量 66.3GWh, 同比增长 132.6%; 小型电池出货量 125.1GWh, 同比增长 16.1%。

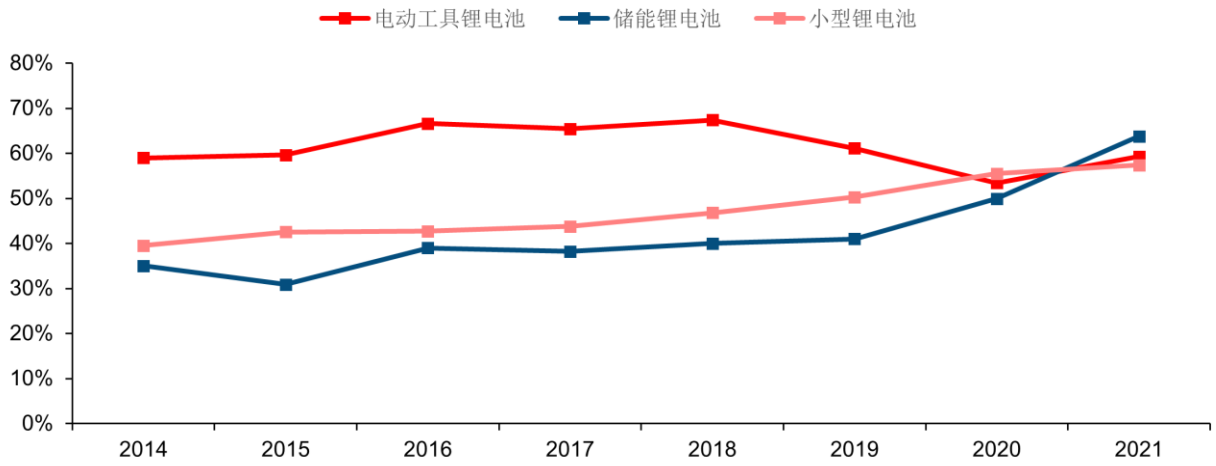
图表33: 全球锂电池出货量 (GW)



资料来源: EVTank, 中信建投

小动力电池的生产企业主要集中在中国、日本和韩国。其中中国企业凭借完善的中上游产业链布局、出色的制造和成本控制能力, 市场份额正在逐步扩大。

图表34： 中国不同类别锂电池出货量占全球比重

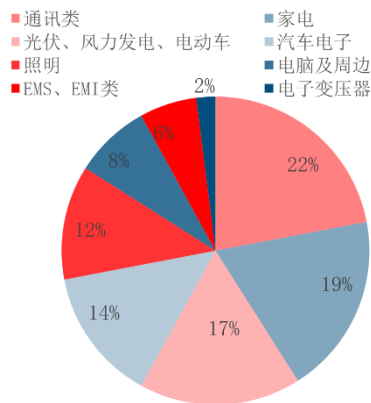


资料来源: EVTank, 中信建投

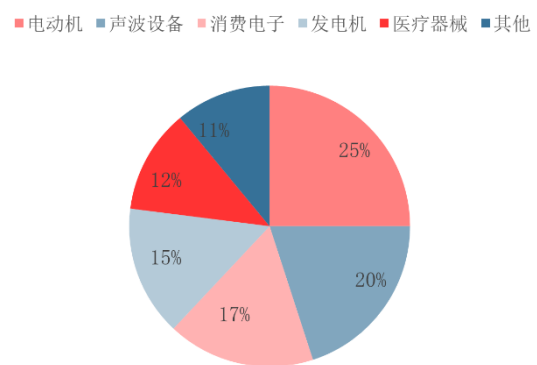
## 四、磁材业务：稳中求进，不断巩固龙头地位

磁性材料是应用广泛、品种繁多的重要功能材料，按其被磁化的难易程度大致可分为软磁、永磁等材料。软磁材料是具有低矫顽力和高磁导率的磁性材料，易于磁化，也易于退磁。其主要功能是导磁、电磁能量的转换与传输，广泛用于如电感、变压器等各种电能变换设备中。永磁，又称“硬磁材料”，指的是一经磁化即能保持恒定磁性的材料。永磁材料广泛应用于电声、电子电器、电机、机械设备等领域。

图表35： 2021 年软磁铁氧体需求结构



图表36： 2021 年永磁铁氧体需求结构

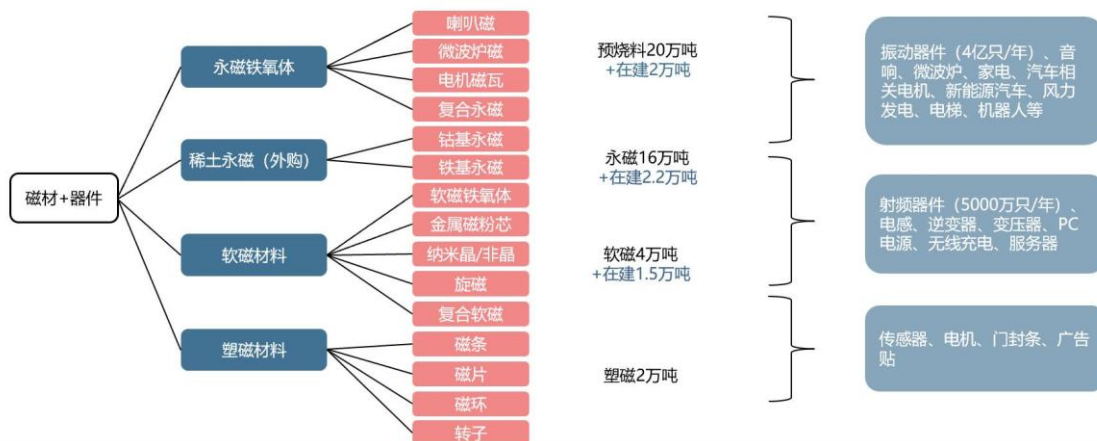


资料来源：中国磁性材料行业协会，中信建投

资料来源：中国磁性材料行业协会，中信建投

铁氧体永磁和软磁作为公司的初始业务，为公司研发及新业务拓展提供稳定持续的现金流。公司是当今世界上规模最大、产品规格最齐全、技术力量雄厚的永磁铁氧体生产企业，自主开发的 DM4350、DM4545 等产品具备国际领先水平。下辖 20 多家生产分厂，拥有国内先进的自动化生产线。同时，公司是目前国内生产规模最大、品种最全的软磁产品生产出口基地，自主开发的锰锌 DMR47、DMR95、DMR24 和镍锌 ND5H、DN120L 以及金属磁粉 DF 系列等材料。下辖 10 多家生产分厂，拥有世界上先进的软磁系列产品生产和检测设备。公司横向拓宽材料体系，构建独特竞争力，纵向延伸电感、振动电机、射频器件等产业，市场空间广阔。

图表37： 拓宽磁材体系，延伸器件产业

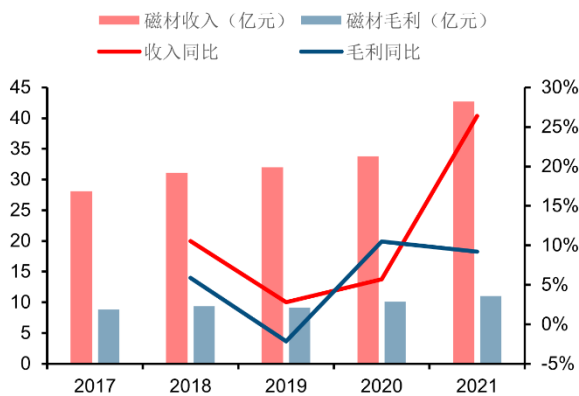


资料来源：公司公告，中信建投

磁材作为基础材料，市场会稳定存在，永磁+软磁市场空间预计大约在 350 亿元左右。随着集中度提升，公司的市占率会进一步提升，预计公司未来将保持 10%左右的稳定增长。

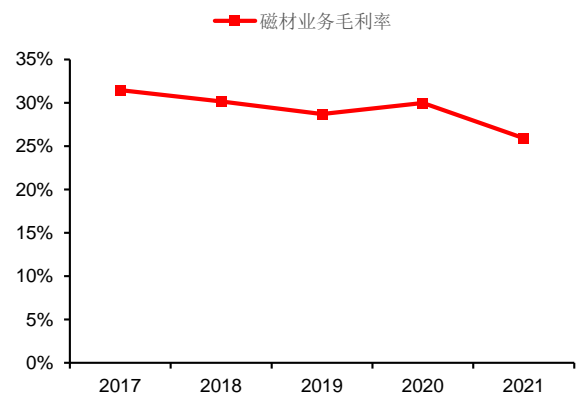
同时，公司持续横向拓宽材料体系到金属磁粉芯、复合永磁软磁、纳米晶等，纵向延伸至电感、振动器件等。永磁产品的下游为家电、汽车行业，随着汽车智能化、自动化提升，各类小电机需求会有所提升，预计行业维持稳定发展，公司凭借其领先优势，增速可高于行业平均水平。

图表38： 公司磁材业务稳定增长



资料来源：公司公告，中信建投

图表39： 公司磁材毛利率稳定，竞争格局好



资料来源：公司公告，中信建投

## 五、盈利预测及投资建议

公司电池组件业务已进入加速成长期，产能快速提升，预计 2022 年公司组件出货将达到 4.5GW 左右，电池外销 3.5GW，2023 年两者有望分别达到 9GW、2GW。同时，硅料、硅片目前已进入让利周期，2023 年电池、组件有望受益于产业链利润重新分配，公司光伏业务毛利率也有望提升。

其他业务中，公司锂电业务聚焦于小动力领域。2022 年扩产提速，2023 年出货有望实现高增。磁材业务整体稳中求进，未来收入有望维持 10% 左右增速，并能够为公司提供稳定现金流。

我们预计 2022-2024 年公司将分别实现归母净利润 16.21、21.76、26.68 亿元，对应 2023 年 1 月 6 日 PE 为 21.16、15.76、12.85 倍。当前公司估值处于低位，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表40：横店东磁分板块收入、成本情况（亿元）**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>光伏业务</b>					
营业收入	34.68	64.99	125.49	158.76	191.77
营业成本	27.70	56.98	107.20	132.20	158.40
毛利率	20.1%	12.3%	14.6%	16.7%	17.4%
<b>锂电池业务</b>					
营业收入	4.66	8.72	15.58	23.54	31.64
营业成本	3.67	7.02	12.77	19.07	25.31
毛利率	21.2%	19.5%	18.0%	19.0%	20.0%
<b>磁材业务</b>					
营业收入	33.78	42.69	43.54	47.90	52.69
营业成本	23.65	31.63	31.79	34.97	38.46
毛利率	30.0%	25.9%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>器件业务</b>					
营业收入	5.07	5.14	5.40	5.67	5.95
营业成本	3.81	4.05	4.21	4.42	4.64
毛利率	24.9%	21.2%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>其他</b>					
营业收入	2.87	4.53	7.00	7.00	7.00
营业成本	2.14	3.48	5.32	5.32	5.32
毛利率	25.4%	23.2%	24.0%	24.0%	24.0%

资料来源：公司公告，中信建投



## 六、风险提示

**1、行业需求不及预期的风险。**我们判断公司电池、组件盈利提升，关键前提假设是行业需求维持高速增长，如果增速不及预期，那么将会对公司组件出货以及盈利能力都造成较大影响。

**2、组件业务份额被头部企业挤占的风险。**目前组件环节头部企业竞争力较强，品牌、渠道、技术能力领先。而头部组件企业目前对于 23 年的出货规划增速都在 50% 以上，市场份额预计都将有所提升，在此情境下公司将面临较为激烈的行业竞争。

**3、光伏电池技术进展不及预期的风险。**光伏产业链正处于电池技术的迭代期，TOPCon 技术目前仍处于快速进步阶段，头部企业在研发人员、资金方面具有优势。如果电池技术落后于一线企业，那么公司的盈利能力以及产品竞争力上将受到负面影响。

## 七、报表预测

### 资产负债表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6800	8348	9474	12099	15555
现金	3768	3445	3824	5875	7883
应收票据及应收账款合计	1796	2014	2057	2153	2857
其他应收款	47	72	113	115	157
预付账款	91	220	265	333	379
存货	885	1745	2367	2629	3289
其他流动资产	215	852	847	994	990
<b>非流动资产</b>	3440	4830	6258	6749	7057
长期投资	1	14	27	40	53
固定资产	2673	3978	5352	5824	6112
无形资产	315	340	335	332	331
其他非流动资产	451	497	545	554	561
<b>资产总计</b>	10240	13177	15732	18847	22612
<b>流动负债</b>	3848	5961	7227	8297	9651
短期借款	869	588	600	600	600
应付票据及应付账款合计	2353	4623	5861	6877	8212
其他流动负债	626	750	766	820	839
<b>非流动负债</b>	352	448	449	446	442
长期借款	20	18	18	15	12
其他非流动负债	332	430	430	430	430
<b>负债合计</b>	4200	6409	7676	8743	10093
少数股东权益	28	39	41	43	45
股本	1644	1627	1627	1627	1627
资本公积	22	0	0	0	0
留存收益	4322	5022	6320	8063	10199
归属母公司股东权益	6012	6730	8015	10062	12474
<b>负债和股东权益</b>	10240	13177	15732	18847	22612

### 现金流量表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1197	1285	2621	3417	3308
净利润	1015	1120	1623	2178	2670
折旧摊销	393	407	484	624	725
财务费用	-116	-10	-10	-10	-10
投资损失	18	-107	-50	-50	-50
经营性应收项目的减少	-689	-1160	-88	-163	-751
经营性应付项目的增加	625	1758	1255	1070	1353
其他经营现金流	577	1036	662	838	724
<b>投资活动现金流</b>	-1190	-1168	-1871	-1065	-983
资本支出	683	1013	1437	478	295
长期投资	-9	-417	-13	-13	-13
其他投资现金流	-515	-572	-448	-600	-701
<b>筹资活动现金流</b>	53	-363	-371	-300	-318
短期借款	546	-281	12	0	0
长期借款	-2	-3	1	-3	-4
普通股增加	0	-17	0	0	0
资本公积增加	8	-22	0	0	0
其他筹资现金流	-498	-41	-383	-298	-314
<b>现金净增加额</b>	54	-329	379	2051	2007

资料来源：公司公告，中信建投

### 利润表（百万元）

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	8106	12607	19701	24287	28905
营业成本	6097	10316	16129	19598	23214
营业税金及附加	36	35	55	67	80
销售费用	279	189	295	364	433
管理费用	386	436	681	840	1000
研发费用	390	603	942	1162	1383
财务费用	-116	-10	-10	-10	-10
资产减值损失	-7	-3	10	10	10
公允价值变动收益	1	2	0	0	0
其他收益	169	147	150	100	100
投资净收益	-18	107	50	50	50
<b>营业利润</b>	1148	1241	1778	2386	2926
营业外收入	3	8	0	0	0
营业外支出	30	22	0	0	0
<b>利润总额</b>	1120	1227	1778	2386	2926
所得税	105	107	155	208	255
<b>净利润</b>	1015	1120	1623	2178	2670
少数股东损益	2	-1	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	1014	1120	1621	2176	2668
EBITDA	1454	1567	2189	2902	3481
EPS（元）	0.62	0.69	1.00	1.34	1.64

### 主要财务比率

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.5	55.5	56.3	23.3	19.0
营业利润(%)	49.0	8.1	43.3	34.2	22.6
归属于母公司净利润(%)	46.7	10.5	44.7	34.3	22.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.8	18.2	18.1	19.3	19.7
净利率(%)	12.5	8.9	8.2	9.0	9.2
ROE(%)	16.8	16.5	20.3	22.1	21.9
ROIC(%)	32.7	32.1	37.5	52.6	58.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.0	48.6	48.8	46.4	44.6
净负债比率(%)	-47.5	-41.8	-39.9	-53.2	-59.4
流动比率	1.8	1.4	1.3	1.5	1.6
速动比率	1.5	1.1	1.0	1.1	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.1	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	5.1	6.8	10.0	12.0	12.0
应付账款周转率	4.4	4.8	5.0	5.0	5.0
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.69	1.00	1.34	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.67	1.61	2.10	2.03
每股净资产(最新摊薄)	3.54	4.04	4.79	5.94	7.38
<b>估值比率</b>					
P/E	34.2	30.6	21.2	15.8	12.9
P/B	6.0	5.2	4.4	3.6	2.9
EV/EBITDA	21.6	19.8	14.0	9.9	7.6

## 分析师介绍

**朱玥：**中信建投证券电力设备新能源行业首席分析师。2021 年加入中信建投证券研究发展部，2016-2021 年任兴业证券电新团队首席分析师，2011-2015 年任《财经》新能源行业高级记者。专注于新能源产业链研究和国家政策解读跟踪，获 2020 年新财富评选第四名，金麒麟第三名，水晶球评选第三名。

**任佳玮：**中信建投证券研究发展部电力设备及新能源团队成员。南京大学经济学学士，复旦大学金融硕士，2018 年加入中信建投证券，历任电力公用及电新行业研究员。2018-2020 年新财富入围团队成员。

**王介超：**建投金属新材料首席分析师

高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）。实业工作 8 年，金融行业工作 5 年，主编国标 GB/T 18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利技术，擅长金属及建筑产业链研究，曾获得 wind 金牌分析师，水晶球奖钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色行业最佳分析师等。

## 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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(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所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