

# 中科三环 (000970.SZ)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 聚焦高性能稀土永磁,全球化布局加速

### 投资逻辑

中国科学院控股的稀土永磁龙头企业。公司专注于烧结和粘结钕铁硼的产销,营收占比在95%以上,实控人为中国科学院,生产基地主要聚集在宁波、天津、北京、上海和赣州。23上半年公司实现营收43.04亿元,同降8.50%;实现归母净利润1.63亿元,同降59.86%,主因需求下滑稀土价格下跌导致公司资产减值损失达0.69亿元,同增152%。22年2月公司按照每股人民币4.5元的价格,以每10股配1.5股的比例配售1.5亿股,认购金额6.77亿元,用于宁波和赣州基地改扩建项目。

**稀土短期价格承压,中长期需求空间广阔。**新能源车、风电、节能家电与电梯、机器人等领域对钕铁硼需求持续增长,我们预计25年全球高性能钕铁硼需求超20万吨,3年CAGR=20.5%。23年第一批稀土开采指标为12万吨,同增19.05%;冶炼分离产品11.5万吨,同增18.21%。23上半年受需求下滑影响,氧化镨钕价格从年初到目前跌幅超30%,7月以来企稳回升,目前氧化镨钕在49万元/吨,三季度关注第二批指标释放量,预计短期内价格以震荡为主,中期价格预计在40-50万/吨。我国稀土永磁产量占全球超过90%,高端产品资金门槛、技术壁垒高,龙头企业积极扩产,集中度将进一步提升。

**海外市场加速拓展,新能源领域占比提升。**目前公司烧结钕铁硼的毛坯产能为2.5万吨/年,宁波和赣州募投项目投产后,预计在24年底达到3万吨/年。原料上公司与南方稀土集团等合作,保障供应。公司产品下游应用主要包括新能源汽车、传统汽车、消费电子、工业机器人、节能家电、风电和计算机等领域,23上半年新能源车占比持续提升。公司背靠科学院研发优势显著,此前与日立金属签订的《专利许可协议》为公司大规模开展国际业务提供了支持,23上半年公司海外业务营收占比达到71%,较22年增加12pcts,覆盖北美、欧洲、东南亚等主要海外市场。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司23-25年营收分别为80.65亿元、95.83亿元、102.11亿元,归母净利润分别为4.00亿元、6.01亿元、7.13亿元,EPS为0.33元、0.50元、0.59元,PE为34倍、22倍、19倍。给予24年25倍PE,对应市值150.25亿元,目标价12.38元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

原材料价格波动风险;下游需求波动风险;行业竞争加剧风险;汇率波动风险;对国际市场依赖的风险。

### 金属材料组

分析师:李超 (执业S1130522120001)

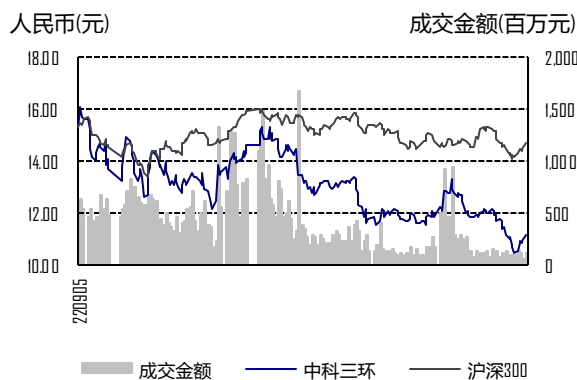
lichao3@gjzq.com.cn

分析师:宋洋 (执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 11.15元

目标价 (人民币): 12.38元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,146	9,716	8,065	9,583	10,211
营业收入增长率	53.60%	35.97%	-16.99%	18.83%	6.55%
归母净利润 (百万元)	399	848	400	601	713
归母净利润增长率	208.44%	112.56%	-52.86%	50.49%	18.51%
摊薄每股盈利 (元)	0.374	0.697	0.329	0.495	0.586
每股经营性现金流净额	-0.61	-0.32	1.17	0.50	1.12
净资产收益率	8.00%	13.17%	5.99%	8.55%	9.55%
市盈率 (倍)	42.86	19.56	33.61	22.33	18.85
市净率 (倍)	3.43	2.58	2.01	1.91	1.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

一、聚焦高性能钕铁硼永磁业务，深耕多年打造行业龙头.....	4
二、第三代钕铁硼永磁性能优异，需求空间广阔.....	7
2.1 能源转型趋势不改，钕铁硼需求稳步上升.....	7
2.2 龙头企业产能扩张，集中度进一步提升.....	8
三、原料保障+产能扩张，巩固优势拓展新兴领域.....	11
3.1 生产工艺持续创新，核心产品性能卓越.....	11
3.2 原材料供应保障，产能扩张稳步推进.....	12
3.3 下游结构持续优化，海外业务占比提升.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	14
五、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：公司的实际控制人为中国科学院（截至 2022.12）.....	4
图表 2：公司主要产品为烧结钕铁硼和粘结钕铁硼永磁材料.....	4
图表 3：公司 23 上半年营收同降 8.5%.....	5
图表 4：公司主要利润来源为磁材产品.....	5
图表 5：公司 23 上半年归母净利润同降 59.86%.....	5
图表 6：公司 23 上半年综合毛利率为 14.82%.....	5
图表 7：公司磁材产品成本主要来自原材料.....	6
图表 8：公司 22 年 2 月配股募资 6.77 亿元.....	6
图表 9：稀土永磁材料经历四次迭代.....	7
图表 10：公司烧结钕铁硼产品系列及应用领域.....	7
图表 11：预计到 25 年全球总体高性能钕铁硼需求 21.71 万吨.....	8
图表 12：18-22H1 中国钕铁硼永磁产量（万吨）.....	8
图表 13：15-20 年全球及中国高性能钕铁硼产量（万吨）.....	8
图表 14：国外主要稀土永磁企业为日立金属、TDK、信越化学、德国 VAC 等.....	8
图表 15：国内主要稀土永磁企业积极扩产.....	9
图表 16：稀土价格历史上经历四次波动.....	10
图表 17：工信部每年发布两次稀土开采冶炼和指标.....	11
图表 18：公司钕铁硼产品生产工艺流程与核心技术.....	12
图表 19：公司烧结钕铁硼永磁材料的性能领先.....	12
图表 20：公司配股募集资金用于建设宁波和赣州基地项目.....	13
图表 21：22 年公司 10.83%的采购额来自关联企业.....	13

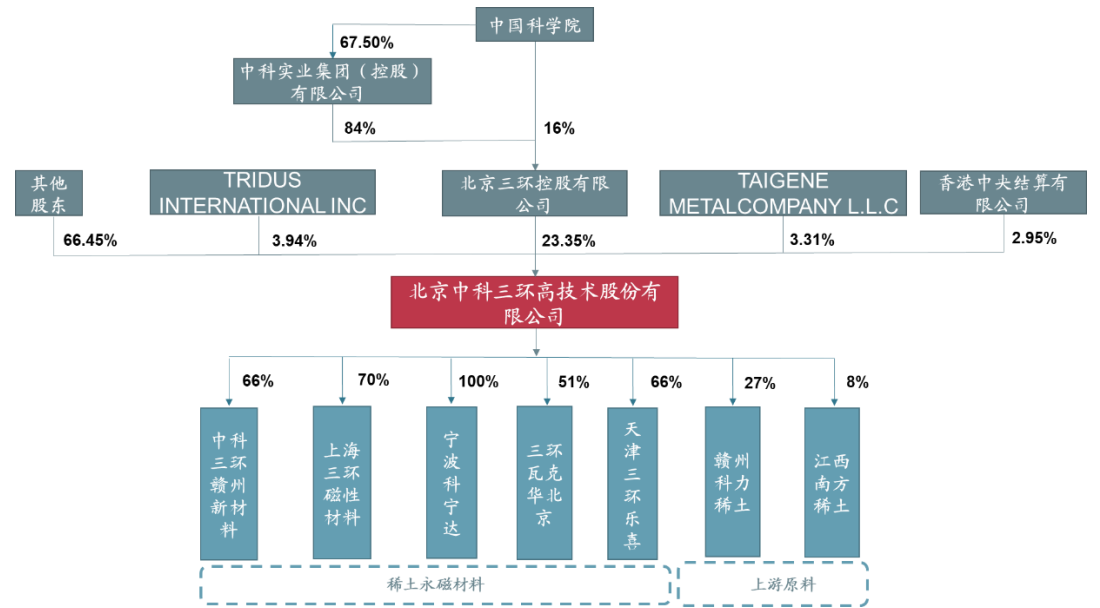
图表 22: 公司海外营收持续增长 .....	14
图表 23: 公司 23 上半年海外营收占比达到 71% .....	14
图表 24: 分业务盈利预测 .....	15
图表 25: 可比公司估值 .....	15

## 一、聚焦高性能钕铁硼永磁业务，深耕多年打造行业龙头

公司成立于1999年，由北京三环新材料高技术公司、宁波电子信息集团有限公司、宁波联合集团股份有限公司、TRIDUS INTERNATIONAL INC、TAIGENE METALCOMPANY L.L.C和联想控股有限公司六家公司共同发起设立。2000年公司于深交所上市，专注于生产和销售烧结钕铁硼和粘结钕铁硼。

目前公司的控股股东为北京三环控股有限公司，其持有公司23.35%股份。公司的实际控制人为中国科学院，现任董事长为中国工程院院士王震西先生。公司参控股多家子公司，目前生产基地主要聚集在宁波、天津、北京、上海和赣州。

图表1：公司的实际控制人为中国科学院（截至2023半年报）



来源：wind，国金证券研究所

公司专注于烧结钕铁硼和粘结钕铁硼永磁材料业务

**烧结钕铁硼：**公司主要产品为高性能烧结钕铁硼永磁材料，产品具有高磁能积、高矫顽力、高服役特性，是新能源汽车驱动电机、汽车EPS、风力发电、节能家电、工业机器人、5G、3C等产品的重要功能材料，已经成为生产和生活中不可或缺的重要功能材料。公司的烧结钕铁硼产品出口欧美和亚太的多个国家和地区，最终用户多为欧美跨国公司。

**粘结钕铁硼：**粘结钕铁硼是将永磁体粉碎后与粘接剂混合，在磁场中压制成型，它有着成本低、尺寸精度高、形状自由度大、机械强度高、比重轻等优点。粘结钕铁硼磁体主要应用于信息技术产业如计算机硬盘和光盘驱动器主轴电机、打印机电机和磁辊，以及变频节能家电和消费电子的驱动和控制元器件等。

图表2：公司主要产品为烧结钕铁硼和粘结钕铁硼永磁材料

种类	优点	应用领域	系列分类
烧结钕铁硼	永磁特性优异	汽车、风力发电、信息产业、消	N系列
	稳定性卓越	费电子、家用电器、电梯直电	
	性价比高	机、核磁共振成像仪、智能制造、	G系列
	可靠的机械及耐腐蚀性	智能驾驶、智能服务等	
粘结钕铁硼	易于一体化成形	信息技术产业，如计算机硬盘和	压缩成形
	充磁方式多样	光盘驱动器主轴电机、打印机/复	注射成形
	磁性均匀性好	印机电机和磁辊，以及变频节能	
	耐腐蚀性强	家电和消费电子的驱动和控制元	挤压成形
		器件等	

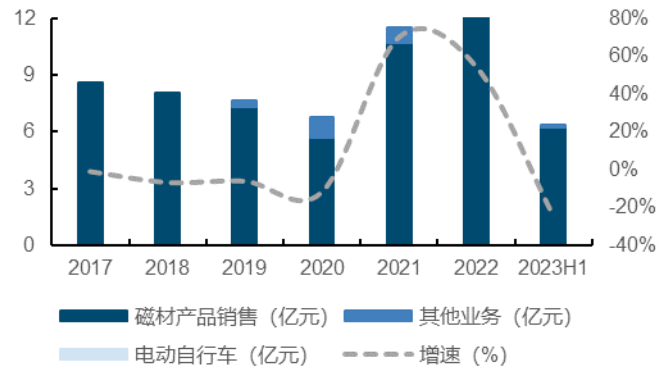
来源：公司官网，国金证券研究所

磁材产品销售是公司营收和毛利的主要来源。22年公司磁材产品营收占比96.24%，毛利占比94.39%，毛利率18.33%，同增2.17pcts。公司烧结钕铁硼磁体和粘结钕铁硼磁体采取成本加成的定价方式，以产品配方、材料利用率、人工等制造成本、相关费用和税金以及合理利润空间来确定对外销售基准报价。

图表3: 公司23上半年营收同降8.5%



图表4: 公司主要利润来源为磁材产品

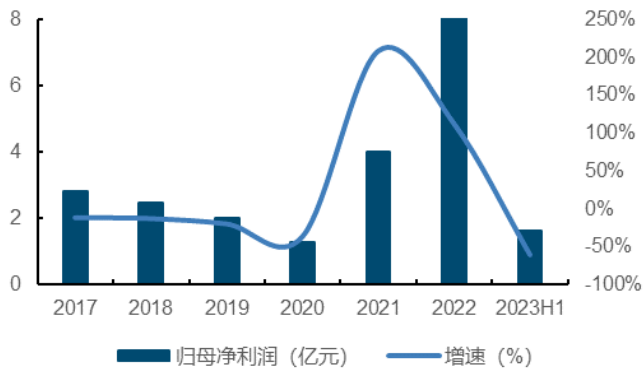


来源: wind, 国金证券研究所

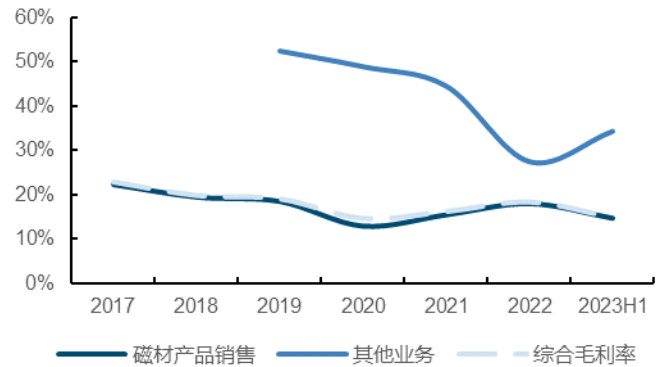
来源: wind, 国金证券研究所

22年公司抓住产品需求变化,努力开拓市场以及公司产品价格同比提高,实现营收97.16亿元,同增35.96%;实现归母净利润8.48亿元,同增112.56%。23上半年公司实现营收43.04亿元,同降8.50%,实现归母净利润1.63亿元,同降59.86%,主因需求下滑稀土价格下跌导致公司资产减值损失达0.69亿元,同增152%。

图表5: 公司23上半年归母净利润同降59.86%



图表6: 公司23上半年综合毛利率为14.82%

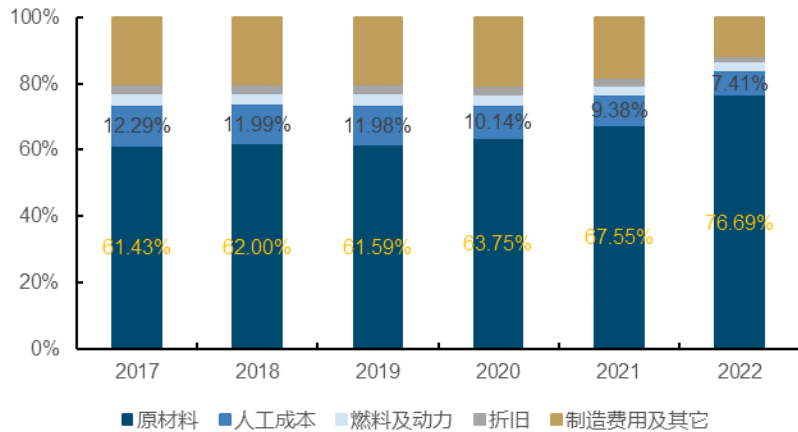


来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

公司磁材产品业务的营业成本主要来自原材料和人工成本,合计占比超过70%。22年原材料成本为39.77亿元,占比67.55%,人工成本为5.7亿元,占比7.41%。由于原材料价格持续上涨等原因,自19年以来,原材料成本占比逐年提升。

图表7: 公司磁材产品成本主要来自原材料



来源: 公司年报, 国金证券研究所

研发优势显著, 获日立金属专利授权

1) 22 年公司的研发投入 1.29 亿元, 同增 11.21%, 占营收比例为 1.33%; 研发人员共有 275 人, 占比 4.83%。23 上半年公司研发投入为 0.60 亿元, 同降 7.69%, 占营收比例为 1.39%。公司拥有一支高素质的研发队伍, 研究骨干源自中科院物理磁学实验室。公司创始人、董事长王震西院士早年曾在法国国家磁学实验室师从诺贝尔奖获得者、世界著名科学家奈尔教授, 回国后一直致力于稀土磁性材料的研究。公司技术人才涵盖了金属材料、物理、化学、机械、电机、自动化等各个学科领域。

2) 同时, 公司一直与国家磁学重点实验室、中科院物理所、北京大学、北京航空航天大学等院校和科研机构保持广泛和深入的产学研合作关系, 提高了公司研究开发工作的理论深度, 丰富了公司的创新资源。基于突出的研发实力, 公司多次承担国家“高档稀土永磁钕铁硼产业化”、“高性能稀土永磁材料、制备工艺及产业化关键技术”和“新型耐高温、高矫顽力稀土永磁材料”等“863”重大科研项目。

3) 2013 年 3 月, 公司与日立金属签订《专利许可协议》, 约定日立金属以专利打包的形式授权公司有偿使用专利包内全部相关专利及后续更新专利。截至 13 年, 国内共有中科三环、安泰科技、北京京磁、银钠金科、宁波韵升、正海磁材、金鸡强磁和大地熊 8 家烧结钕铁硼企业获得日立金属专利许可。2020 年更新后的专利列表中共包含 326 件已授权的许可专利、5 件在申请的许可专利, 专利授权涉及全球 15 个国家或地区。受到专利的影响, 大部分国内钕铁硼永磁材料生产企业无法直接向国际市场大规模出口产品, 同时下游客户特别是知名企业出于法律风险的考虑, 亦不愿冒险采用无专利授权的钕铁硼磁体及其组件。此《专利许可协议》为公司大规模开展国际业务提供了支持, 根据公司配股说明书, 专利许可协议的失效期将不会早于 2038 年 6 月 27 日。

配股募资 6.77 亿元新建产能

22 年 2 月公司发布配股说明书, 按照每股人民币 4.50 元的价格, 以每 10 股配售 1.5 股的比例配售 1.5 亿股, 最终获认购金额 6.77 亿元, 募集资金的目的主要包括两方面: 一是在赣州与南方稀土集团合资成立三环(赣州)新材料公司, 设立高性能稀土永磁磁体生产基地, 充分发挥投资双方各自优势; 二是计划对宁波生产基地现有工厂进行适当产能提升、改造和工艺配套能力的建设, 计划实施宁波科宁达基地新建及技改项目。

图表8: 公司 22 年 2 月配股募资 6.77 亿元

种类和面值	发行方式	配股基数、比例和数量	配股价格	募集资金的用途
本次发行的股票种类为境内上市的人民币普通股(A股), 每股面值为人民币 1.00 元	本次发行采用向原股东配售股份(配股)方式发行	按每 10 股配售 1.5 股的比例向全体股东配售, 合计 150,525,773 股	本次配股价格为 4.50 元/股	宁波科宁达基地新建及技改项目; 中科三环赣州基地新建项目

来源: 公司配股说明书, 国金证券研究所



## 二、第三代钕铁硼永磁性能优异，需求空间广阔

### 2.1 能源转型趋势不改，钕铁硼需求稳步上升

常见的永磁材料通常分为三类，即金属永磁、铁氧体永磁和稀土永磁，其中稀土永磁材料和铁氧体永磁材料现在仍广泛使用。稀土永磁材料是将钕、钐、铈等稀土金属与钴、铁等过渡金属组成的合金，通过烧结、粘结等不同制备方法生产成型，再经磁场充磁后制得的一种具有较强磁性性能和综合性能的磁性材料。

钕铁硼永磁材料是金属钕、铁、硼和其他微量金属元素的合金磁体，作为第三代稀土永磁材料，具有体积小、重量轻和磁性强的特点，是迄今为止磁性能最佳的磁性材料。钕铁硼永磁材料按生产工艺不同，可分为烧结、粘结和热压三种，其在性能和应用上各具特色，下游应用领域重叠范围比较少，相互之间起到功能互补而非替代或挤占的作用。

图表9：稀土永磁材料经历四次迭代

稀土永磁	化学式	迭代阶段	发明时间	发明时间	现状
钐钴永磁	SmCo <sub>5</sub>	第一代	1967年	美国	原材料贵，目前主要用于航空航天、国防军事、通信领域
钐钴永磁	SmCo <sub>17</sub>	第二代	1977年	日本	目前应用范围最广、综合性能最优的稀土永磁材料
钕铁硼永磁	Nd <sub>2</sub> Fe <sub>14</sub> B	第三代	1983年	美国、日本	正在研发
稀土铁氮	Re-Fe-N	第四代	-	-	

来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

烧结钕铁硼是第三代稀土永磁材料，号称“磁王”，是当今世界上磁性最强的永磁材料，具有优异的磁性能。广泛应用于汽车工业、工业电机、消费类电子、清洁能源、航空航天等各个领域。磁体主要成份为Nd<sub>2</sub>Fe<sub>14</sub>B，拥有极高的磁性能，其最大磁能积(BH)<sub>max</sub> 高过铁氧体(Ferrite)10倍以上，最高工作温度可达250℃。

根据《烧结钕铁硼永磁材料》，烧结钕铁硼磁材按照矫顽力高低划分，分为低矫顽力(N)、中等矫顽力(M)、高矫顽力(H)、特高矫顽力(SH)、超高矫顽力(UH)、极高矫顽力(EH)、至高矫顽力(TH)七大类。根据行业惯例，内禀矫顽力(kOe)和最大磁能积(MGOe)之和大于75的烧结钕铁硼永磁材料，属于高性能钕铁硼永磁材料。高性能钕铁硼永磁材料主要应用于高技术壁垒领域的各种型号的电机、压缩机、传感器。根据产品在下游应用上划分，包括新能源汽车、风力发电、变频空调、工业电机、消费电子、智能制造等领域。低性能钕铁硼主要应用于磁吸附、磁选、电动自行车、箱包扣、门扣、玩具等领域。

图表10：公司烧结钕铁硼产品系列及应用领域

产品系列	最高使用温度	内禀矫顽力(Hc <sub>j</sub> )	主要应用领域	
N系列	80℃	Hc <sub>j</sub> ≥11K0e	MRI、音响家电系列产品	
M系列	100℃	Hc <sub>j</sub> ≥14K0e	VCM、MRI、磁选机、通讯和IT系列产品	
H系列	120℃	Hc <sub>j</sub> ≥16K0e	VCM、线性电机、微型电机和传感器等领域	
烧结钕铁硼永磁材料	SH系列	150℃	Hc <sub>j</sub> ≥20K0e	普通电机、工业电机、风力发电机、汽车传感器等领域
	UH系列	180℃	Hc <sub>j</sub> ≥25K0e	工业电机、风力发电机、汽车传感器、汽车电机等领域
	EH系列	200℃	Hc <sub>j</sub> ≥30K0e	特种电机、汽车电机、汽车电磁阀门和高温下使用的传感器等领域
	TH系列、AH系列	250℃	Hc <sub>j</sub> ≥35K0e	主要代替部分SmCo的使用领域，如高温下使用特种电机、电磁阀门和传感器等领域

来源：《烧结钕铁硼永磁材料》GB/T 13560-2017，国金证券研究所

近年来，我国磁性材料应用水平明显提升，产品结构逐步优化，产品档次明显提高。受双碳、智能制造、绿色节能政策推动影响，风力发电、新能源汽车、节能家电与电梯、高端消费品电子、机器人与工业自动化等领域需求迅速增长，高性能永磁体需求逐步提升，根据测算，预计到25年全球总体高性能钕铁硼需求21.71万吨，20-25年CAGR为25.51%。

图表11: 预计到 25 年全球总体高性能钕铁硼需求 21.71 万吨

应用领域	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
新能源车用钕铁硼	9805	21030	34308	44600	56803	72397
风电领域用钕铁硼	20834	21004	18061	23606	26303	28944
变频空调用钕铁硼	10518	13647	16685	20050	23602	27349
工业电机用钕铁硼(国内)	7168	8853	9955	18008	27342	38016
消费电子用钕铁硼	6840	7179	6655	6814	6981	7155
其他领域用钕铁硼	32297	36573	38416	39879	41477	43210
全球高性能钕铁硼需求合计	87462	108285	124081	152957	182509	217071
全球钕铁硼需求合计	218655	270713	282002	332516	380228	434142
单位钕铁硼氧化镨钕质量分数	30%	30%	30%	30%	30%	30%
全球氧化镨钕需求(吨)	65596	81214	84601	99755	114068	130243

来源: 中汽协, GWEC, wind, 智研咨询, 国金证券研究所

## 2.2 龙头企业产能扩张, 集中度进一步提升

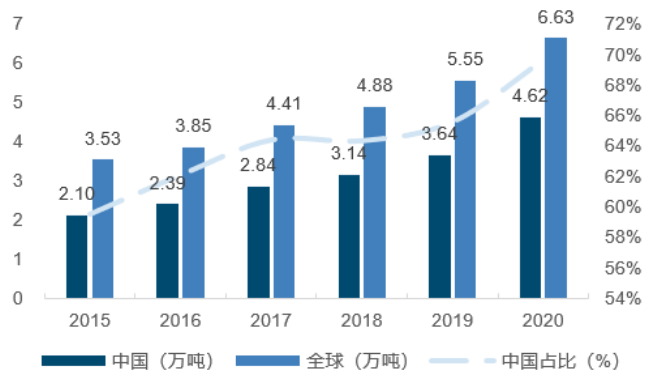
据中国稀土行业协会数据, 中国烧结钕铁硼毛坯产量和钕铁硼永磁产量自 18 年 15.50/16.45 万吨, 稳步增长至 21 年 20.71/21.94 万吨, 3 年 CAGR 分别为 10.1%/10.1%。产品结构来看, 国家相关政策的支持拉动高性能稀土永磁材料在新能源汽车配套产品领域、节能电机领域、3C 领域等相关的市场需求, 中国高性能钕铁硼产量全球占比从 15 年 59.5% 提升至 20 年 69.7%。展望未来, 国家“双碳”政策叠加新能源行业兴盛, 中国高性能钕铁硼产量有望进一步提升。

图表12: 18-22H1 中国钕铁硼永磁产量(万吨)



来源: 中国稀土行业协会, 智研咨询, 工信部, 国金证券研究所

图表13: 15-20 年全球及中国高性能钕铁硼产量(万吨)



来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

高端钕铁硼永磁制造工艺复杂, 客户认证程序繁琐, 具有较高的技术门槛和市场壁垒。在产业发展之初, 日本、欧美等国在钕铁硼永磁材料的研发、生产和推广应用等方面一直位居世界前列, 长期垄断高端市场, 借助快速发展的市场需求, 形成了日立金属、TDK、信越化学、德国 VAC 等数家竞争力极强的企业。

图表14: 国外主要稀土永磁企业为日立金属、TDK、信越化学、德国 VAC 等

名称	基本信息	工艺	产品类型
日立金属株式会社	日立金属株式会社成立于 1956 年, 是世界顶级的钕铁硼磁体制造商, 掌握多项全球最先进的钕铁硼制造技术	烧结、粘结	烧结钕铁硼磁体、超高密度粘结磁体、添加 La、Co 成分的铁氧体磁体
TDK 株式会社	TDK 株式会社成立于 1935 年, 从 1950 年开始研发磁性材料, 并致力于开发不含重稀土的高性能稀土永磁材料	烧结	烧结钕铁硼磁体、添加 La、Co 成分的铁氧体磁体
信越化学工业株式会社	信越化学工业株式会社成立于 1926 年, 在日本富山县设立磁性材料研究所, 能够生产完整系列的高性能	烧结	烧结钕铁硼磁体



名称	基本信息	工艺	产品类型
	能钕铁硼永磁材料		
德国 VAC	德国 VAC 历史可追溯至 1914 年，作为欧洲第一大磁性材料生产商，产品涉及从软磁到高性能钕铁硼永磁材料	烧结、粘结	烧结钕铁硼磁体、烧结钕钴磁体
麦格昆磁	麦格昆磁现为加拿大 Neo 高性能材料公司的子公司，是全球粘结钕铁硼磁性材料研发和制造领域的领军企业	粘结、热压	MQP 系列不含 Dy 粘结钕铁硼磁粉；MQ3 热变形磁体用磁粉

来源：华经产业研究院，国金证券研究所

随着国内行业龙头积极引进海外高性能磁材技术，通过深度研发逐步在高端产品市场形成了以公司、中科三环、正海磁材、金力永磁、大地熊、英洛华等为代表的国内领先企业与数家国际先进企业分庭抗礼的格局。

目前全国约有 200 多家生产企业，绝大部分企业的年产量在 2000 吨以下，技术水平低、工艺设备落后，产品为中低端制品，同质化严重，竞争激烈。高端市场具有较高的技术、资金准入门槛，未来发展空间广阔。行业龙头公司将通过扩产进一步提升高性能钕铁硼产能，以低重稀土、无重稀土为代表的新技术得到快速推广，以满足不断增长的市场需求；凭借在技术、资金、管理、客户等方面的良好积累，行业头部企业竞争优势有望进一步增强，行业集中度呈现逐步提升的格局。

图表 15：国内主要稀土永磁企业积极扩产

公司	介绍	现有产能 (万吨)	规划总产能 (万吨)	进度
金力永磁	国内新能源和节能环保领域核心应用材料的领先供应商，产品被广泛应用于风力发电、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、3C 等领域。	2.3	4	2023 年达到 26000 吨，到 2025 达到 40000 吨
中科三环	国内率先进入钕铁硼高端市场的钕铁硼生产企业，打破了美、欧、日等产业巨头的长期垄断。公司主要产品为应用于电子元器件的钕铁硼永磁材料，广泛应用于计算机、家电、风电、通讯、医疗、汽车等领域。	2.5	3	2024 年底前达到 3 万吨
宁波韵升	1995 年进入稀土永磁材料行业，公司在宁波、包头有两大生产基地，主要业务是为客户提供高端稀土永磁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，是全球领先的稀土永磁材料应用方案供应商。	2.1	3.6	2022 年产能 2.1 万吨，到 2025 年中旬公司将形成年产 3.6 万吨的高性能钕铁硼生产能力
大地熊	成立于 2003 年，主要产品是“大地熊”牌烧结钕铁硼永磁材料，经过多年的产品研发和产业化的关键技术创新，公司在烧结钕铁硼永磁产品的磁体制备、机械加工、表面防护和再生制造等方面取得了较多优秀成果，技术创新能力和产业化能力较强。	0.8	2.1	2022 年末产能 8000 吨，2025 年达到 2.1 万吨
正海磁材	成立于 2000 年，公司致力于高端稀土永磁材料及元器件的研发和制造，在国内建立了 5 处生产基地，在德国、日本、韩国、美国、马来西亚设立子公司。2015 年 3 月，收购上海大郡，进入新能源汽车电机驱动系统领域，形成双主业发展模式。	1.65	3.6	2026 年达到 3.6 万吨
英洛华	成立于 2003 年的浙江英洛华磁业有限公司（原横店集团稀土永磁材料总厂，创始于 1986 年）是国内领先的集研发、生产、销售为一体的磁性材料专业公司，是国家级高新技术企业，专业生产高性能烧结钕铁硼、粘结钕铁硼等稀土永磁产品及钨合金产品。	1.3	1.5	2023 年新增 2000 吨左右的产能

来源：各公司年报、官网，国金证券研究所

历史上，稀土发生过四轮涨价：2010-2011 年、2013-2014 年、2017-2018 年以及 2021-2022 年，前三波上涨行情均为政策短期驱动，缺少长期增长逻辑。第四波上涨主要因下游需求

旺盛，稀土有明确性需求增量。

1) 第一波 (2010-2011 年): 金融危机后经济逐渐复苏, 我国首次提出了“国家实施稀土战略储备”的正式意见, 坚持控制稀土总量和优化存量, 大幅提高稀土资源税收标准, 进一步提高行业集中度。政策控制力度加大, 供给急速缩减, 稀土价格飙升至历史最高点。

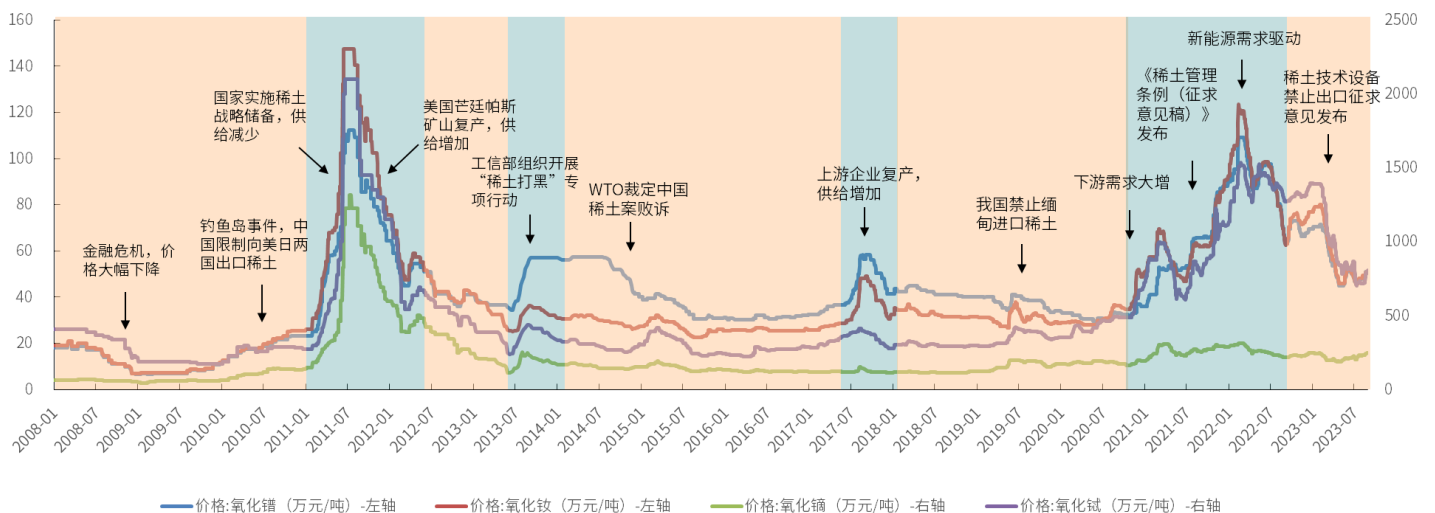
2) 第二波 (2013-2014 年): 工信部组织开展“稀土打黑”专项行动, 要着重打击非法稀土生产背后的黑色利益链。2012 年以来, 稀土价格因为黑稀土泛滥而持续下跌, 黑稀土产业既严重干扰市场秩序, 又加剧稀土资源破坏、流失。打黑专项行动控制黑稀土产量, 稀土价格回升。

3) 第三波 (2017-2018 年): 稀土打黑持续深入, 政策逐步严格。2017 年三轮国储招标, 频次增多但每次的收储规模缩减, 随着收储价格均逐步提高, 每次微幅溢价。行业的发展及价格走势依旧对国家政策的依赖性较大。

4) 第四波 (2021-2022 年): 主要为需求驱动, 受双碳、智能制造、绿色节能化政策推动影响, 风力发电、新能源汽车、节能家电与电梯、高端消费品电子、机器人与工业自动化等领域需求迅速增长, 高性能永磁体需求逐步提升, 下游迎来了不同幅度的上涨行情, 且持续性和确定性较强。

23 上半年受需求下滑影响, 稀土价格走势较弱, 主要表现在第二季度末的镨钕镱钽价格较年初明显下降, 氧化镨钕、氧化钕、镨钕金属和氧化钽价格下降幅度均达到 35% 左右, 实际成交量偏少。7 月以来, 稀土价格企稳, 并逐渐上升。下半年关注第二批指标释放量, 预计短期内稀土价格以震荡为主, 中期价格预计在 40-50 万/吨。

图表16: 稀土价格历史上经历四次波动



来源: wind, 国金证券研究所

我国稀土总量控制指标区分轻重稀土资源进行管控, 新一轮行业整合大势开启

21 年 12 月, 中铝集团、中国五矿、赣州市人民政府等进行相关稀土资产的战略重组为中国稀土集团, 股权结构为: 国务院持股 31.21%, 中国铝业集团、中国五矿和赣州稀土集团分别持股 20.33%, 中国钢研科技集团、有研科技集团分别持股 3.9%。

22 年 9 月, 中国稀土集团合计持有五矿稀土 3.93 亿股股份, 占其总股本的 40.08%, 五矿稀土实际控制人已由五矿集团变更为中国稀土集团, 最终实际控制人仍为国务院国资委, 因此五矿稀土更名为中国稀土。重组后的中国稀土集团中重稀土开采指标占我国中重稀土开采总量的近 70%, 与北方稀土南北呼应, 塑造了一南一北两大稀土集团的新格局。

22 年 10 月, 广晟有色间接控股股东广晟集团与中国稀土集团将实现战略合作, 随着两大稀土集团之间联手, 国内稀土资源整合进度将会提速, 从而促进稀土定价话语权重塑。

23 年第一批稀土开采指标为 12 万吨, 同比增加 19.05%; 冶炼分离产品 11.5 万吨, 同比增长 18.21%。

图表17: 工信部每年发布两次稀土开采冶炼和指标

	2018		2019		2020		2021		2022		2023E		
	折 REO	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批	第一批	第二批
中国稀有稀土	8645	5705	7175	9675	8425	8625	10230	6820					
同比			-17%	70%	17%	-11%	21%	-21%					
五矿稀土集团	1582	428	1005	1005	1005	1005	1206	804	36906	25304	35548		
同比			-36%	135%	0%	0%	20%	-20%					
中国南方稀土集团	18725	9525	14125	22125	18125	23125	24750	17700					
同比			-25%	132%	28%	5%	37%	-23%					
稀土集团合计	28952	15658	22305	32805	27555	32755	36186	25324					
同比			-23%	110%	24%	0%	31%	-23%	2%	0%	-4%		
北方稀土	41650	27600	34625	36125	35375	38175	44130	56220	60210	81440	80943		
同比			-17%	31%	2%	6%	25%	47%	36%	45%	34%		
厦门钨业	1358	2082	1720	1720	1720	1720	2064	1376	2064	1376	1966		
同比			27%	-17%	0%	0%	20%	-20%	0%	0%	-5%		
广东省稀土产业集团	1540	1160	1350	1350	1350	1350	1620	1080	1620	1080	1543		
同比			-12%	16%	0%	0%	20%	-20%	0%	0%	-5%		
半年合计	73500	46500	60000	72000	66000	74000	84000	84000	100800	109200	120000		
同比			-18%	55%	10%	3%	27%	14%	20%	30%	19%		
全年合计	120000		132000		140000		168000		210000				
同比			10%		6%		20%		25%				

来源: 工信部, 国金证券研究所

### 三、原料保障+产能扩张, 巩固优势拓展新兴领域

#### 3.1 生产工艺持续创新, 核心产品性能卓越

公司主要产品为烧结钕铁硼磁材, 其主要生产流程包括毛坯生产、机械加工、表面处理和检验包装四阶段。其中, 毛坯生产主要包括合金生产、破碎制粉、磁场取向成型、烧结热处理等工艺。烧结后的钕铁硼磁体一般均为毛坯, 需要进一步的机械加工处理; 由于钕铁硼磁体耐腐蚀性较差, 因此需要经过进一步的表面防腐处理; 最后, 需要采用机械自动外观检验检查、人工目视外观检查等方法检验包装, 才能发运或进入仓库暂存。

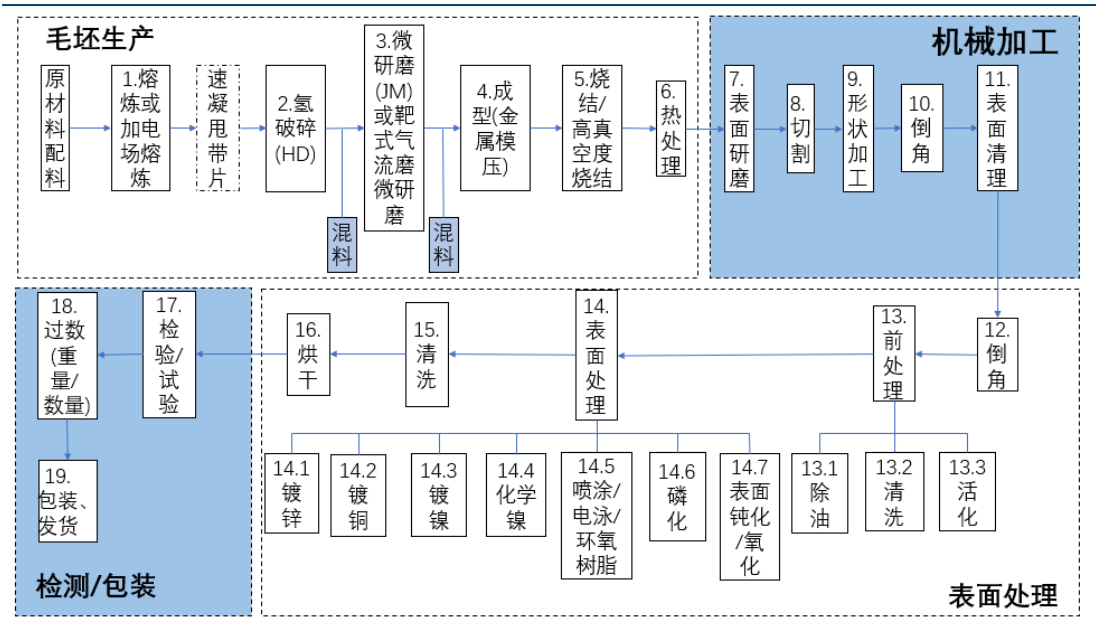
技术研发方面, 公司对两种钕铁硼生产工艺的改进兼具前瞻性与商业实用性

在烧结钕铁硼磁体研发方面, 针对新能源汽车用磁体的高温、高转速、复杂油品环境使用等特殊需求, 开发出高性能、高强度、高可靠性烧结钕铁硼磁体; 针对高端电子消费应用领域对烧结钕铁硼磁体的特殊需求, 开发了材料、加工、表面处理、磁化等全产业链流程的相关配套技术。

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。由于镨、铽等重稀土资源稀缺、价格昂贵, 降低烧结钕铁硼永磁材料的重稀土含量, 有助于降低高矫顽力系列烧结钕铁硼永磁材料的配方成本、节约宝贵的重稀土资源。公司在批量生产中广泛运用晶粒细化、晶界扩散技术和晶界调控技术等重稀土减量化技术, 降低了重稀土铽和镨的用量, 从而降低了产品的原材料成本。

在粘结钕铁硼磁体研发方面, 公司研发成功大型真空快淬设备和配套生产线, 实现了高性能快淬钕铁硼磁粉的稳定批量生产, 其性能达到国际先进产品的同等水平。与此同时, 公司还拓展了压缩成形、注射成形的产品适应性, 开发了磁体-金属/塑料件一体成形的新技术, 成功运用于新能源汽车、节能家电微特电机和传感器应用等领域, 开拓了粘结钕铁硼磁体应用的新市场。

图表18: 公司钕铁硼产品生产工艺流程与核心技术



来源: 公司配股说明书, 国金证券研究所

公司钕铁硼产品性能已达到国际一流水平。烧结钕铁硼永磁材料的最重要性能指标为磁性能, 包括剩磁、内禀矫顽力和最大磁能积。根据国家级法定计量技术机构中国计量科学研究院测试报告, 公司生产的烧结钕铁硼永磁体内禀矫顽力 (kOe) 和最大磁能积 (MG0e) 数值之和最高可达到 79 (20°C), 属于超高磁性能烧结钕铁硼。并且产品工作温度可大于 200°C, 具有卓越的高温稳定性。与国内同行业上市公司相比, 公司烧结钕铁硼永磁材料的性能在各方面都处于领先的位置。

图表19: 公司烧结钕铁硼永磁材料的性能领先

项目	中科三环	国家标准	大地熊	宁波韵升	金力永磁	正海磁材	英洛华	信越化学	日立金属
磁性能-单类产品									
中最高剩磁 (kGs)	14.5-15.0	≥14.5	14.5-15.0	14.6-15.2	14.5-15.0	≥14.7	≥14.4	14.1-14.7	14.2-14.8
磁性能-单类产品									
中最高内禀矫顽力 (kOe)	≥40	≥35	≥40	≥34	≥39	≥40	≥35	≥35	≥28
磁性能-单类产品									
中最高最大磁能积 (MG0e)	51-55	51-55	51-54	52-56	51-55	≥52	51-55	47-53	48-53
磁性能-单类产品									
中最高内禀矫顽力与最大磁能积数值之和	79	72	79.5	78	78	80	76	77	74
服役特性-最高工作温度 (°C)	大于 200	-	250	240	250	250	220	-	-

来源: 大地熊招股说明书, 国金证券研究所

### 3.2 原材料供应保障, 产能扩张稳步推进

目前烧结钕铁硼毛坯年产能 2.5 万吨, 24 年底前计划扩至 3 万吨/年

根据公司 23 年 8 月 21-22 日投资者调研纪要, 目前公司烧结钕铁硼的毛坯产能为 2.5 万吨/年, 预计在 24 年底达到 3 万吨/年; 粘结钕铁硼磁体的产能为 1500 吨/年。公司产能主要聚焦于天津、宁波、北京、上海和赣州五地, 并且会为客户大批量供货设置专线。22 年 2 月公司通过配股募集资金总额 6.77 亿元, 净额 6.65 亿元, 募集资金用于宁波科宁



达基地新建及技改项目和中科三环赣州基地新建项目。

图表20: 公司配股募集资金用于建设宁波和赣州基地项目

建设项目	项目具体名称	项目投资总额 (万元)	募集资金拟投资金额 (万元)	建设周期	项目主要内容
宁波科宁达基地新建及技改项目	宁波科宁达工业有限公司高性能稀土永磁材料扩产改造项目	9,492.10	9,492.10	3年	本项目建成后,可形成新增年产各类规格的烧结钕铁硼磁体合金毛坯1,575.00吨(可加工成合格成品1,008.00吨)生产能力。
	宁波科宁达和丰新材料有限公司高性能稀土永磁材料扩产改造项目	7,929.32	7,929.32	3年	本项目建成后,可形成年产各类规格的烧结钕铁硼磁体合金毛坯1,687.50吨(可加工成合格成品1,080.00吨)生产能力。
	宁波科宁达鑫丰精密制造有限公司磁性材料机加工项目	7,365.58	7,365.58	3年	本项目建成后,可形成年产2,088.00吨烧结钕铁硼磁体成品的机加工生产能力。
	宁波科宁达日丰磁材有限公司磁性材料电镀园区项目	14,213.00	14,213.00	2.5年	本项目实施完成后,可形成高性能稀土永磁材料电镀表面处理能力2,088.00吨/年生产能力。
中科三环赣州基地新建项目	年产5,000吨高性能烧结钕铁硼磁体建设项目(一期)	50,000.0	27,578.84	3年	项目建成后,可年产各类规格的烧结钕铁硼毛坯5,000.00吨,并最终形成年产烧结钕铁硼磁体成品3,200.00吨的生产能力。

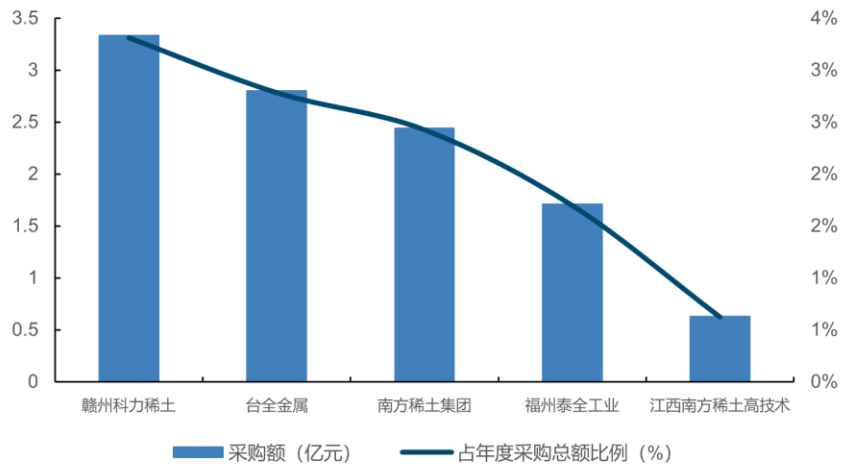
来源: 公司配股说明书, 国金证券研究所

注重上游产业布局, 保障原材料供应

01年, 公司参股江西南方稀土高技术 and 赣州科力稀土两家稀土原料企业, 使自己拥有稳定的稀土原料供应渠道。目前公司持有江西南方高技术8%的股权以及赣州科力稀土27%的股权。公司为赣州科力稀土第二大股东, 其他两个股东为度东稀土集团股份有限公司和MAGNEQUENCH, L. L. C, 分别持有48%和25%的股权。22年赣州科力稀土在公司关联方采购额中居首位, 采购额超过3.33亿元, 占年度采购额比例3.31%。

22年公司10.83%的采购额来自关联企业。通过积极强化与上游企业的战略合作, 公司能够更好地应对我国稀土产业整合政策的落实、开采总量控制措施和出口配额制度的逐步推进, 稀土金属价格波动加剧, 供应趋紧等情况。

图表21: 22年公司10.83%的采购额来自关联企业



来源: 公司年报, 国金证券研究所



### 3.3 下游结构持续优化，海外业务占比提升

#### 1) 下游应用广泛，新能源车占比逐步提升

公司钕铁硼产品应用领域主要包括传统汽车、新能源汽车、消费电子、工业机器人、节能家电、计算机和风电等领域。汽车电机主要为电动助力转向系统（EPS）、防抱死制动系统（ABS）、电机油泵、点火线圈产品；消费类电子主要为电声类产品；风电主要为风电驱动电机产品。此外，公司是率先进入国际钕铁硼高端应用领域-VCM 的国内稀土永磁企业，打破了美、欧、日等企业在该领域的长期垄断。

公司继续围绕新能源汽车、高端电子消费市场、先进轨道交通装备、节能家电、高档数控机床和机器人等关键应用领域开拓市场的同时，也积极进军其他磁性材料领域。公司目前已经布局非晶和纳米晶金属软磁材料和热压和热变形稀土永磁材料的研发，未来将构成对烧结磁体市场的有效补充。

#### 2) 客户资源优质，合作关系稳定

公司是国内最早从事钕铁硼磁性材料研究和生产的企业之一，多年来一直深耕于全球主要市场，目前公司已开拓出了庞大的客户群体，最终使用客户涵盖新能源汽车、消费电子等各个领域内国际知名企业。

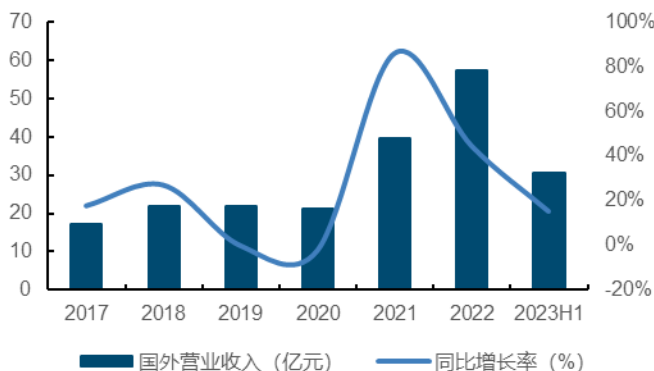
经过多年的发展，公司已建立较为完善的销售网络。在国内市场，公司以各子公司为起始点，形成了以直销为主的销售网络。公司持有钕铁硼专利销售许可，产品可以销往专利权覆盖区域，通过与国外客户和少量代理商合作，使产品销售覆盖北美、欧洲、东南亚等主要海外市场。公司与主要客户合作稳定，多数客户与公司合作历史超过 5 年，部分客户与公司合作历史超过 15 年。22 年前五名客户合计销售金额为 21.21 亿元，占年度销售总额比例为 21.83%。

#### 3) 海外业务发展成熟，循序渐进推进公司国际化

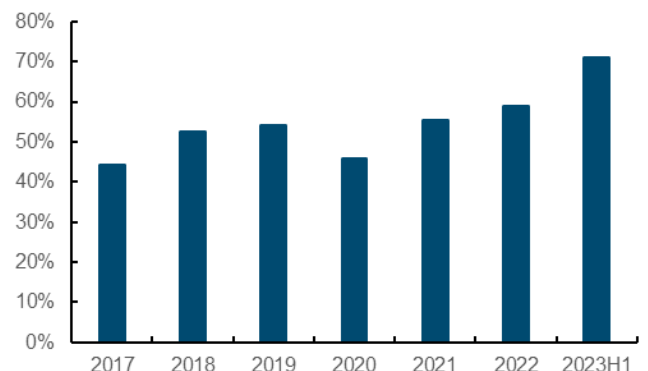
公司属出口外向型企业，最终用户多为欧美跨国公司。22 年公司海外营收为 57.26 亿元，占比 59%，同增 44.41%（未考虑内部抵消），23 上半年海外营收 30.56 亿元，占比达到 71%。公司一直注重提升产品质量，持续适应市场发展的需求，以此来推动公司综合实力达到世界先进水平，开拓海外市场。凭借恪守商业信誉、严把产品质量关的经营理念，公司产品得到了国外客户的广泛认同，目前产品销售覆盖北美、欧洲和东南亚等主要海外市场。

公司与斯洛文尼亚科莱特集团公司合资成立了德国科莱特磁技术股份有限公司，以加强与经销商合作，顺利开拓高端钕铁硼永磁材料国际市场。德国科莱特注册和主要经营地为德国埃森市，主营业务为磁性材料、磁性组件、磁性器件、磁性设备、分马力电机零件及其他相关产品的生产、销售，注册资本 3.5278 万美元，目前公司持有该公司股权比例为 24.99%。

图表22：公司海外营收持续增长



图表23：公司 23 上半年海外营收占比达到 71%



来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

来源：公司年报、半年报，国金证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

预计 23-25 年公司烧结钕铁硼业务营收分别为 79.65 亿元、94.83 亿元、101.11 亿元，毛利率分别为 15.00%、15.70%、16.39%。

毛坯产能：目前公司拥有烧结钕铁硼毛坯年产能 2.5 万吨，粘结钕铁硼磁体年产能 1500

吨，24 年底计划扩产至 3 万吨。预计 23-25 年产能分别为 2.5 万吨/年、3 万吨/年、3 万吨/年。根据过去几年毛坯产量情况，预计 23-25 年毛坯产能利用率分别为 80%、80%、85%，因此毛坯产量分别为 2 万吨、2.4 万吨、2.55 万吨。

成品：预计公司毛坯到成品平均转换率稳定在 60%左右，且产销比为 100%，因此预计 23-25 年成品销量分别为 1.33 万吨、1.57 万吨、1.66 万吨。

毛利率：22 年因下游需求不足，行业竞争加剧，公司毛利率出现短期下滑。23-25 年，公司占据龙头地位，积极扩张产能，行业格局趋向集中，毛利水平有望增长。预计 23-25 年毛利率分别为 15%、15.7%、16.39%。

预计 23-25 年公司其他业务营收均为 1.00 亿元，毛利率参考 23 年半年报，均为 35%。

图表24：分业务盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	46.52	71.46	97.16	80.65	95.83	102.11
Yoy (%)	15.31%	53.60%	35.97%	-16.99%	18.83%	6.55%
毛利 (亿元)	6.79	11.55	17.81	12.30	15.24	16.93
毛利率 (%)	14.60%	16.16%	18.33%	15.25%	15.90%	16.58%
<b>磁材产品</b>						
营收 (亿元)	44.28	69.61	93.51	79.65	94.83	101.11
Yoy (%)	11.63%	57.19%	34.34%	-14.82%	19.06%	6.62%
毛利 (亿元)	5.70	10.73	16.81	11.95	14.89	16.58
毛利率 (%)	12.87%	15.42%	17.97%	15.00%	15.70%	16.39%
<b>其他业务</b>						
营收 (亿元)	2.24	1.83	3.65	1.00	1.00	1.00
Yoy (%)	231.22%	-18.07%	99.05%	-72.58%	0.00%	0.00%
毛利 (亿元)	1.09	0.82	1.01	0.35	0.35	0.35
毛利率 (%)	48.89%	44.53%	27.56%	35.00%	35.00%	35.00%

来源：Wind，公司年报，国金证券研究所

预计公司 23-25 年营收分别为 80.65 亿元、95.83 亿元、102.11 亿元，归母净利润分别为 4.00 亿元、6.01 亿元、7.13 亿元，EPS 为 0.33 元、0.50 元、0.59 元，PE 为 34 倍、22 倍、19 倍。

估值采用 PE 法，选取 A 股稀土永磁同行业公司金力永磁、正海磁材、宁波韵升、大地熊和英洛华，考虑到公司行业龙头地位，盈利能力行业领先，海外市场占比较高，给予 24 年 25 倍 PE，对应市值 150.25 亿元，目标价 12.38 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表25：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)					PE				
			2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E
300748	金力永磁	18.08	0.64	0.84	0.71	0.93	1.15	70.44	34.89	24.21	18.29	14.86
300224	正海磁材	12.05	0.32	0.49	0.79	1.03	1.16	52.86	25.43	14.82	11.33	10.04
600366	宁波韵升	7.37	0.52	0.32	0.49	0.60	0.77	25.21	32.99	15.48	12.83	9.90
688077	大地熊	25.88	1.90	1.85	0.97	1.60	2.22	40.64	26.77	25.17	15.30	11.03
000795	英洛华	6.55	0.12	0.23	0.25	0.29	0.34	71.57	28.46	25.50	21.89	18.47
	中位数									24.21	15.30	11.03
	平均数									21.04	15.92	12.86
000970	中科三环	11.15	0.37	0.70	0.33	0.49	0.59	42.86	19.56	33.61	22.33	18.85

来源：wind，国金证券研究所

注：股价截至 2023.9.4

## 五、风险提示

稀土原材料价格波动的风险。目前，我国稀土开采和冶炼分离总量受到严格管控，稀土产业政策和行业供需情况变化对稀土原材料的价格走势产生较大影响。虽然公司与客户会参考原材料价格波动情况按照成本加成原则进行定价，从而将原材料价格波动的部分风险转移至下游，但如果稀土价格频繁大幅变动，或公司与客户约定方式以锁价合同为主，则一定时期内可能会对公司业绩产生较大影响。

下游需求增长不及预期。公司的高性能钕铁硼永磁材料业务未来发展依赖于下游行业的市场需求。近几年，宏观经济总体呈现增速放缓态势；若未来经济增长速度进一步放缓甚至停滞、衰退，会影响公司产品及下游应用领域行业的经营情况和未来发展，对公司增长产生不利影响。

行业竞争加剧风险。20 年末国内约有 200 余家烧结钕铁硼永磁生产企业，行业中生产中低端产品的市场壁垒较低，行业竞争激烈。高性能钕铁硼新进入者难以在短时间内积累研发经验和快速获得下游大型客户的长期供应商资质，部分钕铁硼厂商不断采取低价竞争以争取下游优质客户，若未来我国钕铁硼主要企业间竞争态势进一步加剧，公司可能面临产品盈利下降、重要客户流失的风险。

汇率波动风险。22 年公司出口业务收入占比例 59%（未考虑内部抵消），人民币汇率的波动一方面将直接影响公司汇兑损益，另一方面可能会提高公司出口产品的国际标价，从而影响公司产品在国际市场上的竞争力，在一定程度上影响公司经营业绩。

对国际市场依赖的风险。公司属出口外向型企业，最终用户多为欧美跨国公司，使用领域大多集中在汽车、通信、消费类电子、信息等科技领域。未来一旦国际经济形势发生变化或国际贸易摩擦升级，将会给公司的经营带来影响。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,652</b>	<b>7,146</b>	<b>9,716</b>	<b>8,065</b>	<b>9,583</b>	<b>10,211</b>	货币资金	1,733	1,460	2,106	2,002	1,932	1,904
增长率	53.6%	36.0%	-17.0%	18.8%	6.6%		应收款项	1,820	2,479	3,301	2,954	3,247	3,180
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,973</b>	<b>-5,991</b>	<b>-7,935</b>	<b>-6,835</b>	<b>-8,059</b>	<b>-8,519</b>	存货	1,505	2,982	3,514	3,120	3,462	3,431
%销售收入	85.4%	83.8%	81.7%	84.8%	84.1%	83.4%	其他流动资产	102	200	212	210	215	217
毛利	679	1,155	1,781	1,230	1,524	1,693	流动资产	5,160	7,120	9,132	8,286	8,856	8,732
%销售收入	14.6%	16.2%	18.3%	15.2%	15.9%	16.6%	总资产	72.8%	76.8%	78.0%	74.6%	74.7%	73.5%
营业税金及附加	-24	-24	-34	-40	-47	-50	长期投资	369	366	423	423	423	423
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,324	1,433	1,733	1,923	2,087	2,225
销售费用	-73	-99	-136	-121	-144	-153	总资产	18.7%	15.5%	14.8%	17.3%	17.6%	18.7%
%销售收入	1.6%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	180	231	217	233	249	264
管理费用	-237	-262	-345	-339	-403	-429	非流动资产	1,932	2,147	2,581	2,824	3,002	3,154
%销售收入	5.1%	3.7%	3.6%	4.2%	4.2%	4.2%	总资产	27.2%	23.2%	22.0%	25.4%	25.3%	26.5%
研发费用	-83	-116	-129	-112	-134	-142	<b>资产总计</b>	<b>7,092</b>	<b>9,266</b>	<b>11,713</b>	<b>11,110</b>	<b>11,858</b>	<b>11,886</b>
%销售收入	1.8%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	短期借款	336	905	1,725	873	891	219
息税前利润 (EBIT)	263	654	1,137	618	797	918	应付款项	967	1,937	1,529	1,446	1,594	1,685
%销售收入	5.7%	9.2%	11.7%	7.7%	8.3%	9.0%	其他流动负债	223	251	378	328	403	437
财务费用	-69	-82	121	83	99	110	流动负债	1,525	3,093	3,633	2,646	2,888	2,341
%销售收入	1.5%	1.1%	-1.2%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	长期贷款	39	163	388	388	388	388
资产减值损失	-3	-17	-67	-64	-7	1	其他长期负债	51	83	73	67	63	60
公允价值变动收益	4	13	-21	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,614</b>	<b>3,338</b>	<b>4,094</b>	<b>3,101</b>	<b>3,339</b>	<b>2,789</b>
投资收益	-10	5	53	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,639</b>	<b>4,986</b>	<b>6,437</b>	<b>6,676</b>	<b>7,037</b>	<b>7,465</b>
%税前利润	n.a	0.9%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,065	1,065	1,216	1,216	1,216	1,216
营业利润	217	608	1,275	687	939	1,079	未分配利润	2,868	3,206	3,913	4,153	4,513	4,941
%营业收入	4.7%	8.5%	13.1%	8.5%	9.8%	10.6%	少数股东权益	839	942	1,182	1,332	1,482	1,632
营业外收支	-4	-1	0	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,092</b>	<b>9,266</b>	<b>11,713</b>	<b>11,110</b>	<b>11,858</b>	<b>11,886</b>
<b>税前利润</b>	<b>213</b>	<b>607</b>	<b>1,274</b>	<b>687</b>	<b>939</b>	<b>1,079</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	4.6%	8.5%	13.1%	8.5%	9.8%	10.6%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-56	-130	-268	-137	-188	-216	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.3%	21.4%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	每股收益	0.121	0.374	0.697	0.329	0.495	0.586
净利润	157	477	1,006	550	751	863	每股净资产	4.355	4.681	5.294	5.492	5.788	6.140
少数股东损益	27	78	159	150	150	150	每股经营现金净流	0.146	-0.614	-0.320	1.172	0.503	1.124
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>129</b>	<b>399</b>	<b>848</b>	<b>400</b>	<b>601</b>	<b>713</b>	每股股利	0.050	0.080	0.100	0.132	0.198	0.235
净利率	2.8%	5.6%	8.7%	5.0%	6.3%	7.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	2.79%	8.00%	13.17%	5.99%	8.55%	9.55%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.82%	4.30%	7.24%	3.60%	5.07%	6.00%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	3.31%	7.35%	9.22%	5.33%	6.50%	7.56%
净利润	157	477	1,006	550	751	863	<b>增长率</b>						
少数股东损益	27	78	159	150	150	150	主营业务收入增长率	15.31%	53.60%	35.97%	-16.99%	18.83%	6.55%
非现金支出	129	158	233	233	203	221	EBIT 增长率	-6.24%	148.87%	73.78%	-45.65%	29.00%	15.16%
非经营收益	61	75	-5	97	81	60	净利润增长率	-35.66%	208.44%	112.56%	-52.86%	50.49%	18.51%
营运资金变动	-191	-1,363	-1,625	545	-425	223	总资产增长率	9.67%	30.65%	26.41%	-5.15%	6.74%	0.24%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>156</b>	<b>-654</b>	<b>-390</b>	<b>1,424</b>	<b>611</b>	<b>1,366</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-250	-335	-559	-400	-374	-374	应收账款周转天数	114.8	104.2	100.4	120.0	110.0	100.0
投资	-8	1	95	0	0	0	存货周转天数	134.5	136.7	149.4	170.0	160.0	150.0
其他	0	-30	-25	0	0	0	应付账款周转天数	62.1	67.2	55.0	55.0	50.0	50.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-259</b>	<b>-364</b>	<b>-490</b>	<b>-400</b>	<b>-374</b>	<b>-374</b>	固定资产周转天数	85.1	58.2	54.4	69.6	61.0	58.6
股权募资	24	39	772	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	62	663	1,032	-853	18	-672	净负债/股东权益	-24.87%	-7.36%	-0.26%	-9.61%	-7.99%	-14.56%
其他	-91	-115	-165	-269	-322	-345	EBIT 利息保障倍数	3.8	8.0	-9.4	-7.4	-8.0	-8.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>588</b>	<b>1,639</b>	<b>-1,122</b>	<b>-304</b>	<b>-1,017</b>	资产负债率	22.76%	36.03%	34.96%	27.92%	28.16%	23.47%
<b>现金净流量</b>	<b>-140</b>	<b>-456</b>	<b>814</b>	<b>-98</b>	<b>-67</b>	<b>-25</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806