



新材料

2015.09.07

评级:

增持

上次评级:

增持

主业探底，外延加速

——稀土永磁行业中报综述和行业更新

细分行业评级

稀土永磁

增持



刘华峰（分析师）



0755-23976751



liuhuafeng@gtjas.com

证书编号 S0880515060003

本报告导读:

钕铁硼价格底部逐步探明。下半年高端钕铁硼供需有望改善，主业业绩有望见底。同时，上市公司转型开始兑现，为公司未来成长进一步打开空间。

摘要:

- **业绩符合预期，维持行业增持评级。** 稀土永磁材料（烧结钕铁硼）上市公司 2015 上半年实现营业收入、归母净利 30.5、4.6 亿元，同比增长 1.3%、29%；其中钕铁硼主业实现营业收入 28 亿元，同比下滑 2%，行业毛利率 24%，同比减少 2%，营业收入和业绩增长主要来自正海磁材收购上海大郡并表，以及宁波韵升置换上海电驱动股权实现投资收益。报告期内上市公司开展行业整合和主业外延并逐步落地，进度符合市场预期。维持行业增持评级，推荐标的：正海磁材、中科三环、宁波韵升。
- **主业量增价跌，市场份额保持稳定。** 由于专利授权企业范围扩大，钕铁硼毛坯和低端产品继续保持供给过剩状态。上半年稀土永磁上市公司降低加工费用保持市场份额，中科三环、宁波韵升、正海磁材钕铁硼营业收入同比变动-9%、-4%、38%，毛利率同比变化-2%、-7%、5%，销量同比变动约 6%、15%、57%。其中，正海磁材募投项目产能释放、海外订单突破与开工率提升，因而销量大幅增长且毛利水平提升。上市公司市场份额和产能利用率保持平稳，显示较强的下游客户黏性。预计下半年市场格局将保持现状。
- **下游需求复苏，业绩见底。** 预计 2015 年风电装机量、新能源车产量同比增长 50%、300%，由此将带动钕铁硼需求恢复增长。其中高端钕铁硼需求增量约为 1800 吨/年，供需情况将有所改善。另一方面，由于原材料镨钕和镝价格下滑和加工费减少，钕铁硼售价较年初大幅下滑 13%，对传统磁材的替代需求亦将对钕铁硼价格形成支撑。
- **在手现金充裕，转型各显神通，产业外延加速。** 报告期内，正海磁材完成对上海大郡并表，带动合并口径营业收入同比增长 74.9%，归母净利增长 102.6%，预计未来将依托卧龙 ATB 与海外汽车配套商的合作关系进一步开拓合资车电机市场。宁波韵升在手现金类资产超过 10 亿元，报告期内完成上海电驱动股权置换并整合集团下磁性材料企业，预计未来将依托集团优势和充裕的在手现金，加速业务向消费电子和伺服电机领域渗透。中科三环在手现金 15 亿元，报告期内承接日立金属高端钕铁硼产能，预计未来将不断延伸钕铁硼高端应用，同时非晶软磁材料研发逐步推进。
- **风险提示：** 主业外延进度不及预期。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

1. 报告综述.....	3
2. 主业毛利继续下滑，业绩或已筑底.....	3
2.1. 行业竞争加剧，降价保持市场份额.....	3
2.2. 毛利收窄，未来或随高端产品增长有所回升.....	4
2.3. 费用保持稳定，应收占款增长.....	5
3. 需求复苏初现端倪，主业有望见底.....	7
3.1. 下游需求恢复增长.....	7
3.2. 主业业绩进一步下行空间有限.....	8
4. 转型各显神通，主业外延加速.....	9
4.1. 中科三环：承接高端产能，打开国际市场.....	9
4.2. 宁波韵升：整合集团业务，聚焦电机外延.....	10
4.3. 正海磁材：大郡业绩释放加速，加速电机市场扩张.....	11
5. 盈利预测和估值.....	11

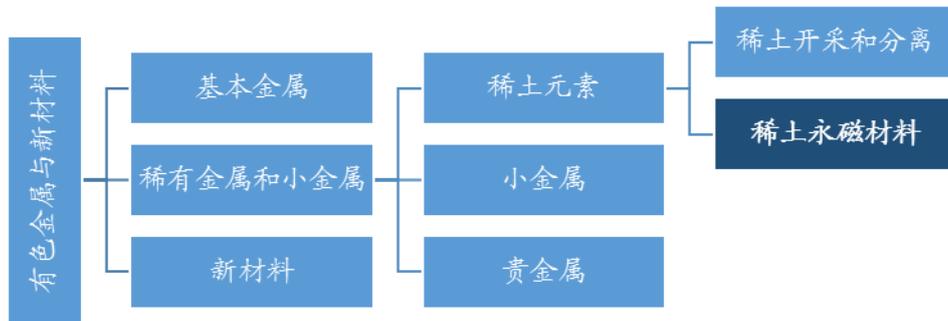
图表目录

表 1: 上市公司 2015 年上半年业绩汇总.....	3
表 2: 宁波韵升置换持有大洋电机 5.17% 股份.....	10
表 3: 宁波韵升拟增发收购整合集团内磁电业务.....	10
表 4: 盈利预测和估值.....	11
图 1: 本文研究的范围涵盖稀土永磁材料子行业.....	3
图 2: 报告期内钕铁硼销售收入保持平稳.....	4
图 3: 钕铁硼价格较 2014 年同期下滑 12.2%.....	4
图 4: 报告期内上市公司钕铁硼销量提升.....	4
图 5: 金属镨钕价格波动导致钕铁硼单位成本变动.....	5
图 6: 钕铁硼吨加工成本继续下滑.....	5
图 7: 加工费下滑致钕铁硼毛利率继续下行.....	5
图 8: 客户相对固定，销售费用率保持平稳.....	6
图 9: 并购活动增加，未来管理费用率或将提升.....	6
图 10: 负债较少，在手现金充裕，财务费用较低.....	6
图 11: 研发费用将随转型落实逐步增加.....	6
图 12: 应收周转率继续走低.....	7
图 13: 存货周转率保持稳定.....	7
图 14: 新能源车产量快速增加带动高端钕铁硼需求.....	7
图 15: 2015 年风电装机量逐步回升.....	8
图 16: 高端钕铁硼产能扩张有限.....	8
图 17: 2015 年上市公司钕铁硼业务业绩受加工费下滑影响较大.....	9
图 18: 数次扩产后中科三环产能弹性充足.....	9
图 19: 公司通过合资和技术引进持续拓展高端磁体应用.....	10
图 20: 公司产业链外延并购实现双主业布局.....	11

1. 报告综述

我们重点覆盖的 A 股稀土永磁生产企业为正海磁材、宁波韵升和中科三环，主营业务均为烧结钕铁硼生产和销售。本文主要以稀土永磁上市公司为研究对象，对 2015 年中期主要信息披露进行解读和分析，结合金属价格和下游需求趋势，探寻稀土永磁行业的投资机会。

图 1: 本文研究的范围涵盖稀土永磁材料子行业



数据来源：国泰君安证券研究

我们认为，在专利壁垒已被逐步破除，行业产能大量投放阶段之后，钕铁硼生产和加工毛利收窄，但是市场格局已经逐步稳定。未来中低端钕铁硼将成为现金型业务，而高端钕铁硼加工和产业外延将成为相关上市公司的增长动力。

表 1: 上市公司 2015 年上半年业绩汇总

	中科三环	宁波韵升	正海磁材
营业收入（万元）	173,259	71,470	62,039
同比:	-9.7%	-4.6%	74.9%
其中：钕铁硼	172,880	58,518	48,802
占比	100%	82%	79%
净利润（万元）	15,577	23,451	9,748
其中：钕铁硼	15,699	8,380	8,115
占比	101%	36%	83%
扣非后净利润（万元）	12,014	15,984	9,578
同比:	-23%	55%	104%
市值（亿元）	136.6	81.7	98.0

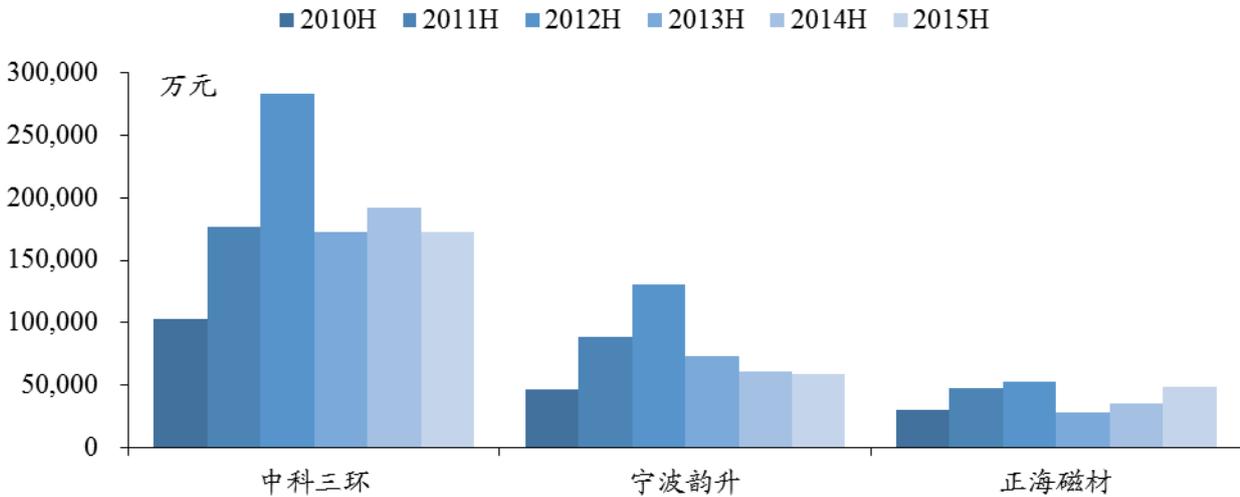
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 主业毛利继续下滑，业绩或已筑底

2.1. 行业竞争加剧，降价保持市场份额

营业收入整体小幅下滑，预计下半年将企稳。受钕铁硼价格下降影响，2015 上半年行业钕铁硼销售收入 28.8 亿元，同比下滑 2%。其中，中科三环实现钕铁硼销售收入 17.3 亿元，同比下滑 9.8%。宁波韵升实现销售收入 5.85 亿元，同比下滑 4.4%。正海磁材钕铁硼销售收入 4.9 亿元，同比增长 38.4%。我们预计，随着行业钕铁硼新增产能投放放缓，市场格局将趋于稳定，上市公司营业收入将逐步企稳。

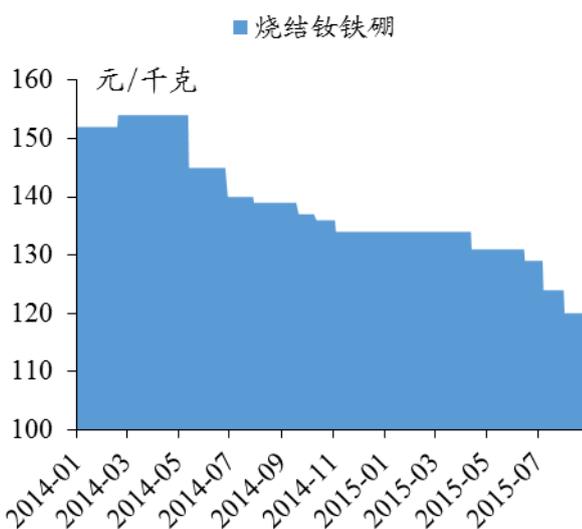
图 2: 报告期内钕铁硼销售收入保持平稳



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

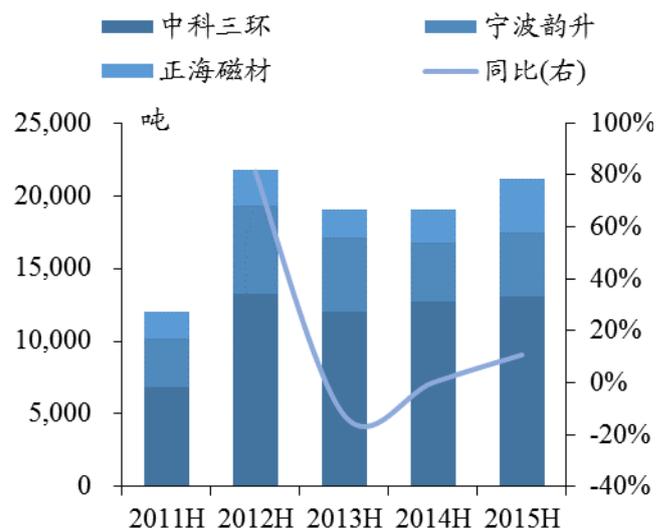
钕铁硼销量保持增长, 产能利用率保持稳定。上半年钕铁硼均价较 2014 年同期下滑约 12.2%。按照报告期内钕铁硼均价换算, 上市公司销量同比增长 10.9%, 与产能投放增幅持平。在行业钕铁硼产能投放过剩的背景下, 上市稀土永磁企业通过降价保量维持市场份额, 其中, 中科三环按均价换算销量同比增长 2.8%, 与 2014 年同期持平; 宁波韵升公告销量增长 15.5%, 增幅同步于厂房搬迁带来的产能提升; 正海磁材按均价换算销量同比增长 57.7%, 显示新增 2000 吨/年生产线达产顺利。

图 3: 钕铁硼价格较 2014 年同期下滑 12.2%



数据来源: 百川资讯, 国泰君安证券研究

图 4: 报告期内上市公司钕铁硼销量提升



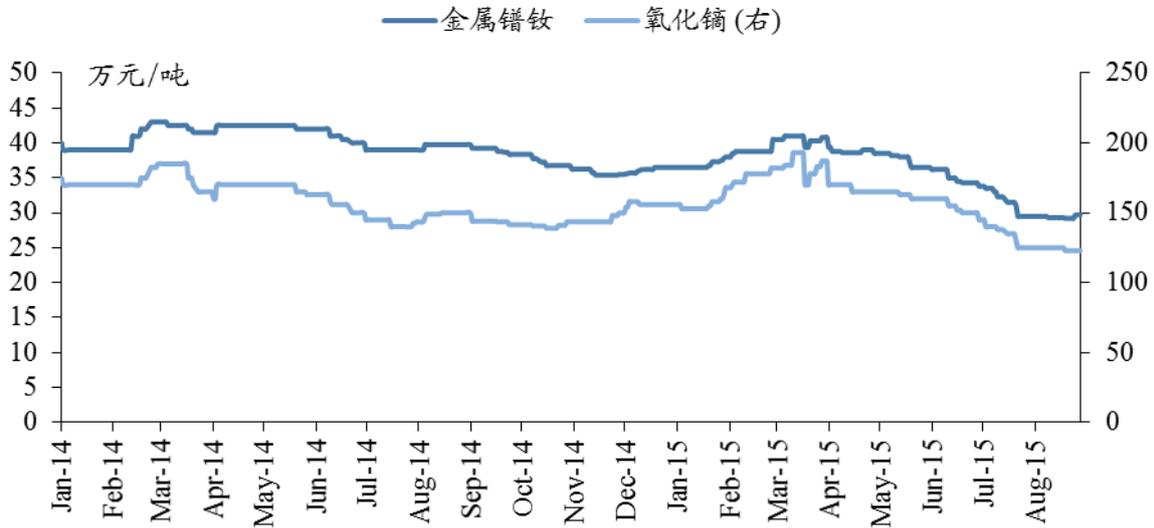
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 毛利收窄, 未来或随高端产品增长有所回升

销量增加导致成本上升, 单位成本因库存销售确认因素有所下滑。钕铁硼生产企业原材料库存周期约为 3 个月, 按照加权平均确认原材料成本。

报告期内上市公司钕铁硼生产单位综合制造成本同比下降约 10%，主要系确认成本的原材料存货价格明显降低所致。2015 钕铁硼生产的主要原料金属镨钕均价与 2014 年同期持平，氧化镨均价下滑约 16%。预计下半年销售成本将略有下降。

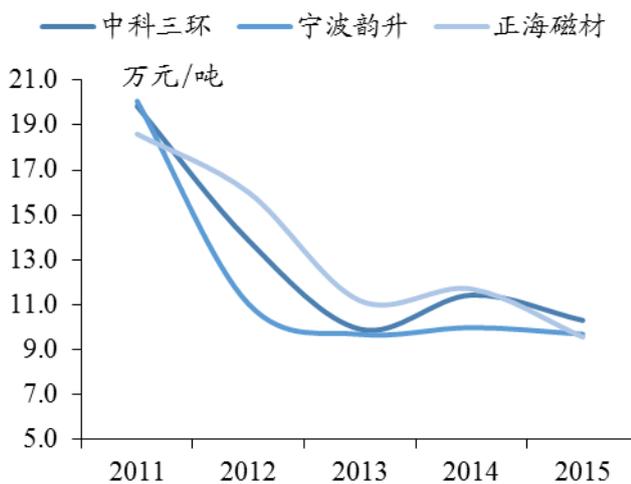
图 5: 金属镨钕价格波动导致钕铁硼单位成本变动



数据来源: 百川资讯, 国泰君安证券研究

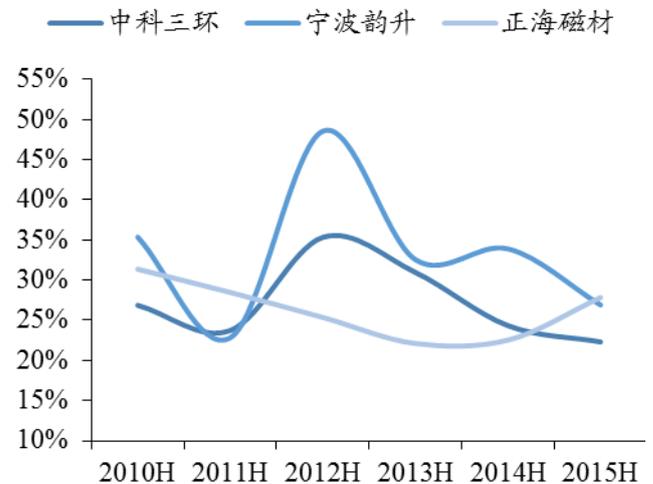
毛利率继续收窄, 未来或随高端产品增长实现回升。报告期内行业稀土永磁业务毛利率 24%, 同比下滑 2%。其中, 中科三环、宁波韵升毛利率 22%、27%, 同比下滑 2%、7%。由于出口产品增长, 以及汽车用钕铁硼生产线投产, 正海磁材钕铁硼业务毛利 28%, 同比增加 5%。我们预计随着新能源车和节能车带动车用电机需求增长, 下半年高端钕铁硼需求将继续提升, 产品毛利率合并口径有望企稳。

图 6: 钕铁硼吨加工成本继续下滑



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 7: 加工费下滑致钕铁硼毛利率继续下行



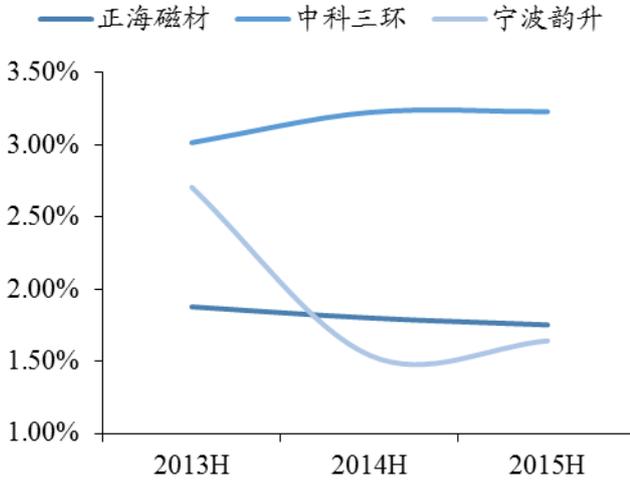
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.3. 费用保持稳定, 应收占款增长

费用保持稳定, 研发投入增长。报告期内, 公司销售费用、管理费用总

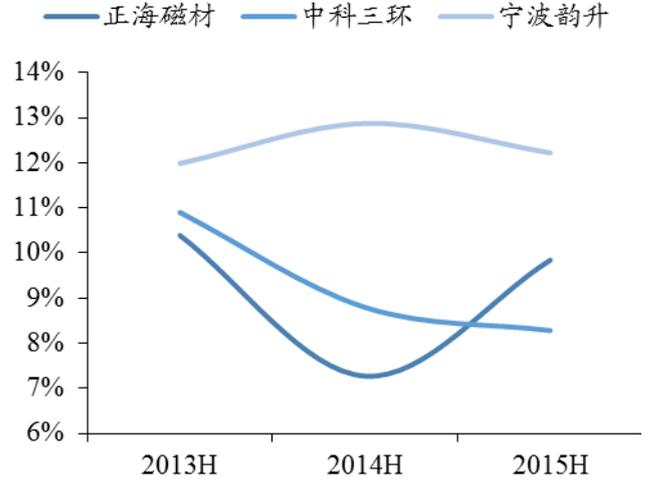
体保持稳定。由于公司在手现金较多，负债结构合理，公司财务收益较高。报告期内，中科三环、宁波韵升研发投入占销售比重 3.9%、2.2%，较 2014 年同期下滑 0.1%、0.6%。正海磁材研发投入占销售比重为 5.2%，较 2014 年同期上升 1.3%。随着上市公司主业外延和转型，未来研发费用占公司销售收入比重将进一步上升。

图 8: 客户相对固定，销售费用率保持平稳



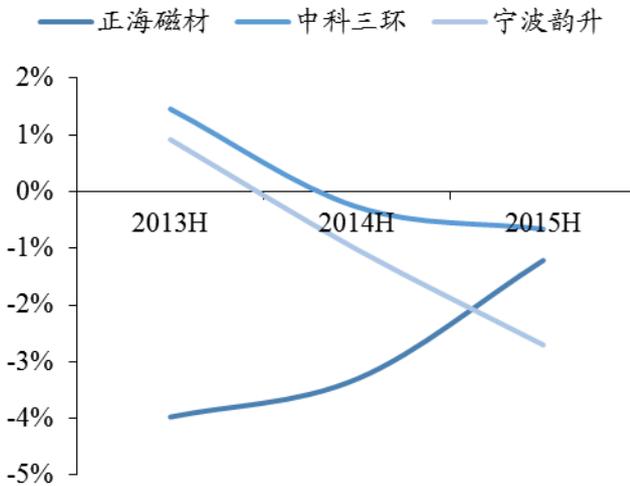
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9: 并购活动增加，未来管理费用率或将提升



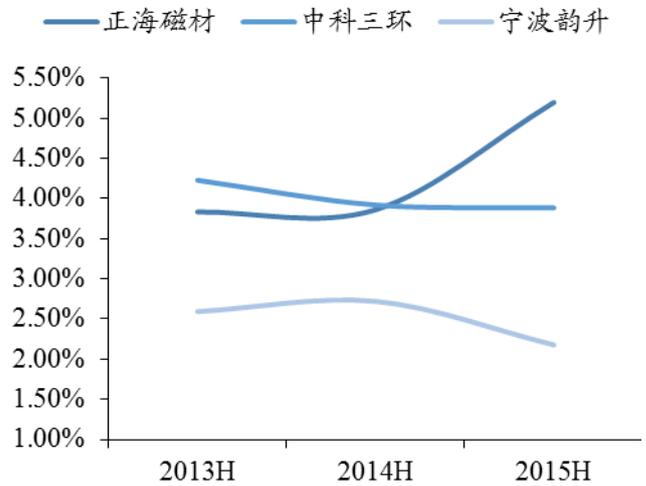
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 10: 负债较少，在手现金充裕，财务费用较低



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

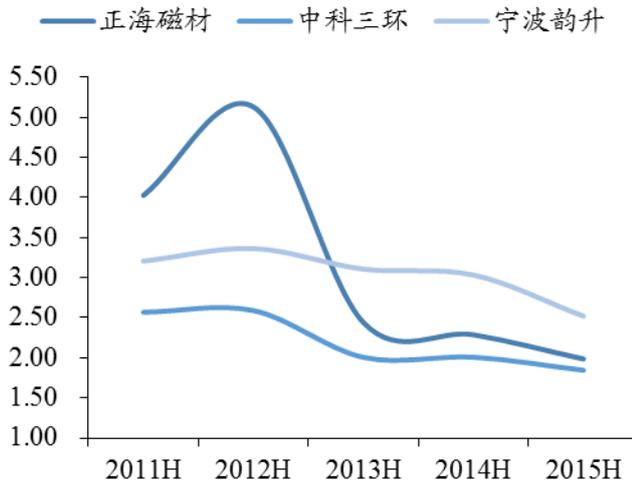
图 11: 研发费用将随转型落实逐步增加



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

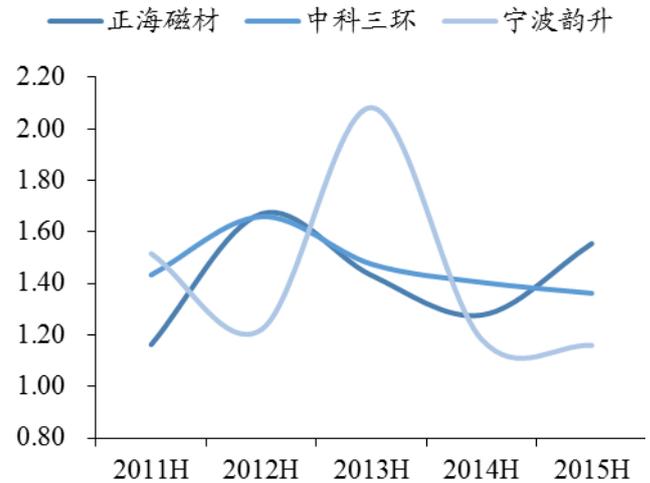
应收占款增长，资金压力或将显现。报告期内，中科三环、宁波韵升和正海磁材（母公司口径）应收账款 9.4、3.0、2.7 亿元，较期初增长 62%、0%、25%，上海大郡的应收账款余额为 1.9 亿元。上市公司应收账款龄在 1 年以内，考虑到下游客户信用水平良好，公司应收风险可控，但是资金占用压力进一步增大，下半年或将进一步夯实资金需求。

图 12: 应收周转率继续走低



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 13: 存货周转率保持稳定



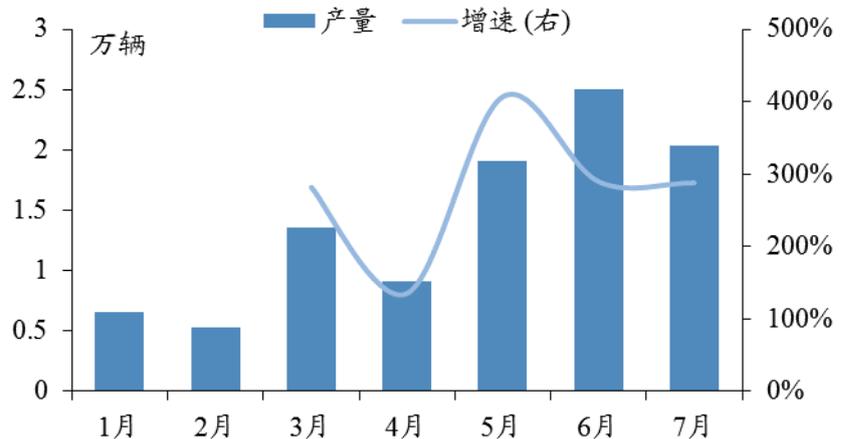
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 需求复苏初现端倪, 主业有望见底

3.1. 下游需求恢复增长

汽车电子化拉动高端钕铁硼需求大幅增长。2015年1-7月新能源车产量同比增长281%。我们预计2015年全年新能源车销量25万辆,增幅约300%;传统汽车EPS/起停渗透率达到10%,由此测算高端钕铁硼约为1800吨/年。

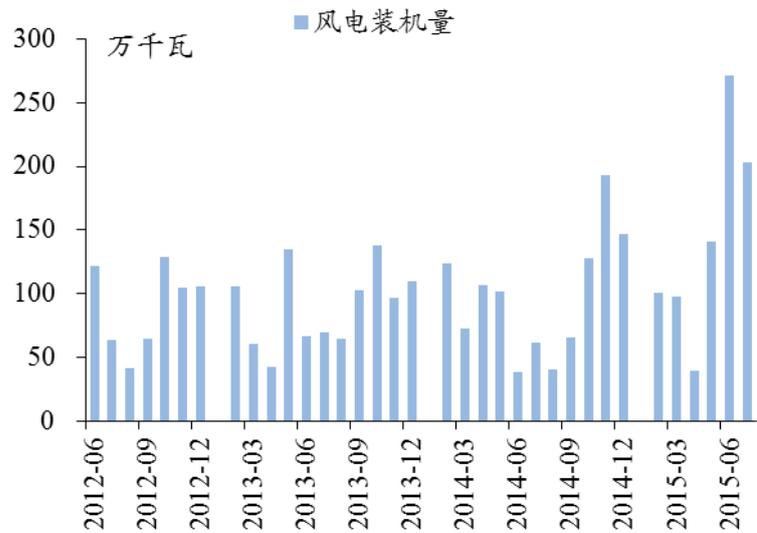
图 14: 新能源车产量快速增加带动高端钕铁硼需求



数据来源: 工信部, 国泰君安证券研究

此外,我们预计2015年全年风电装机量30GWh,增幅约50%,由此将带动低端钕铁硼需求复苏。钕铁硼价格下跌亦将带来家电和工业电机领域对于铁氧体的替代需求。

图 15: 2015 年风电装机量逐步回升

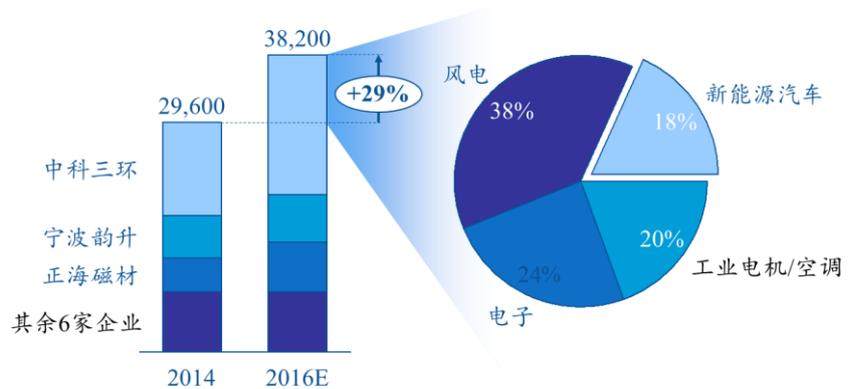


数据来源: 工信部, 国泰君安证券研究

3.2. 主业业绩进一步下行空间有限

高端钕铁硼供需有望改善。根据我们对国内主要新建钕铁硼项目的跟踪, 我们认为高端钕铁硼 (主要用于汽车、电子产品) 新增产能有限, 而需求攀升较快。供需情况将有所改善。

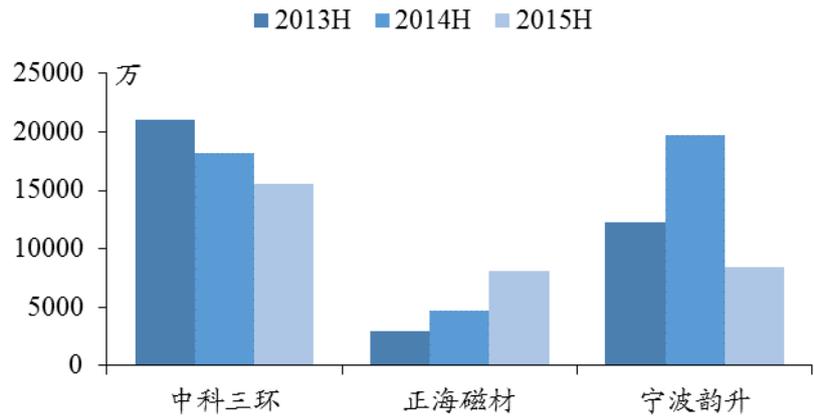
图 16: 高端钕铁硼产能扩张有限



数据来源: 公司公告和网站, 国泰君安证券研究

主业业绩触底, 未来或随销量增长和高端产品占比提高实现回升。上市公司钕铁硼业务业绩表现主要依靠销量提升, 净利率则持续下行。受钕铁硼产能投放放缓, 市场格局趋于稳定, 以及供需改善因素的影响, 未来钕铁硼净利率有望企稳, 主业业绩或将触底。

图 17: 2015 年上市公司钕铁硼业务业绩受加工费下滑影响较大



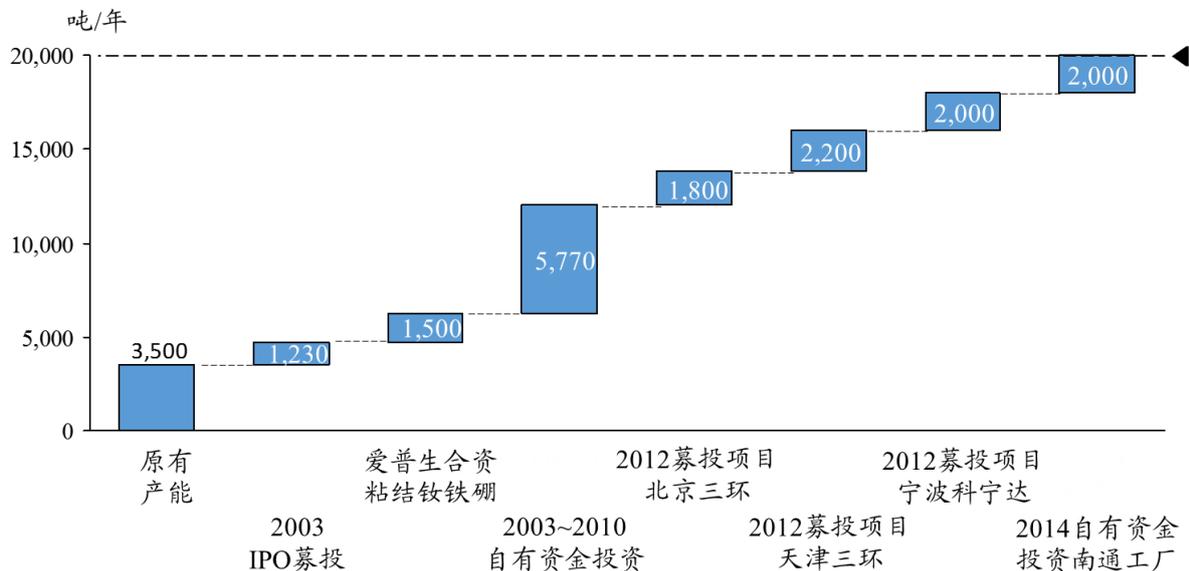
数据来源: 公司公告和网站, 国泰君安证券研究

4. 转型各显神通, 主业外延加速

4.1. 中科三环: 承接高端产能, 打开国际市场

产能、资金俱全, 承接高端稀土永磁产能转移能力充足。公司在手现金 15.1 亿元, 钕铁硼产能约为 1.7 万吨/年, 其中高端车用电机等钕铁硼等募投项目已经投资建设完毕。产能和资金可以支持海外高端产能转移, 并承接高端钕铁硼产品出口订单。

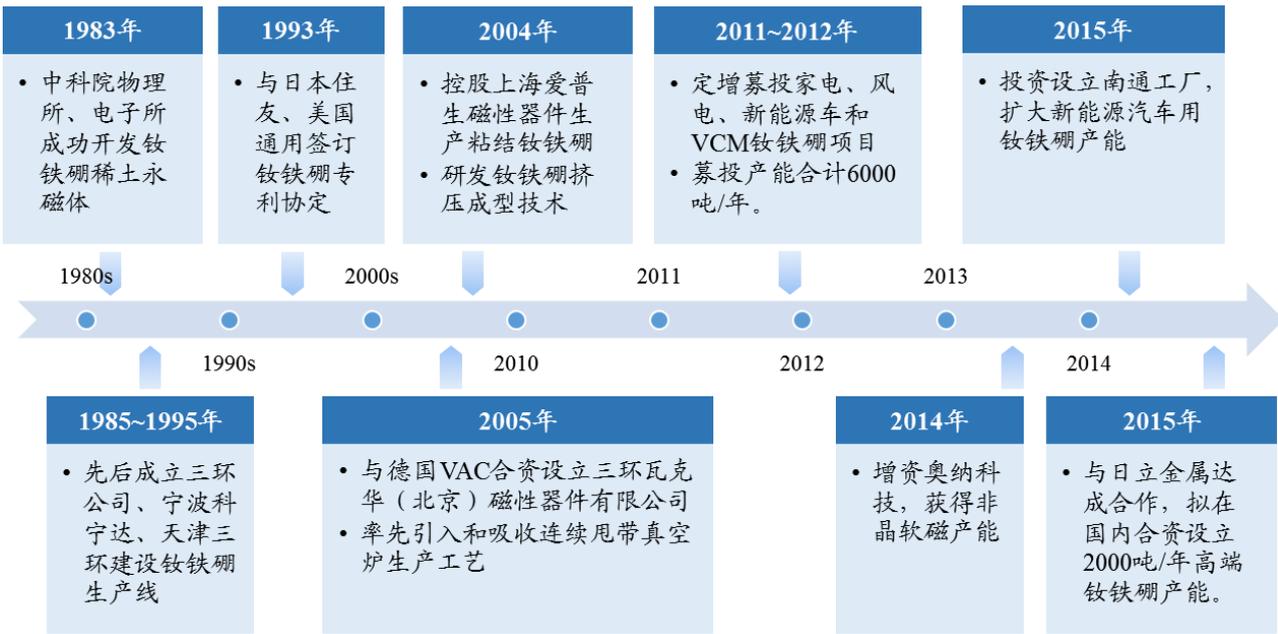
图 18: 数次扩产后公司已经拥有超过 1.7 万吨/年烧结钕铁硼产能和 1500 吨/年粘结钕铁硼产能



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

技术实力雄厚, 承接产能转移有助于打开高端磁体市场。公司依托中国科学院, 在稀土永磁和铁氧体软磁领域技术积淀较深, 于 1993 年就与日立实现钕铁硼专利技术交叉授权, 后续技术开发亦处于领先地位。报告期内公司与日立金属达成合作意向, 国际合作将有效帮助公司打开包括车用 EPS 电机、高铁电机等高端应用领域市场, 产品升级和转型承诺有望在下半年持续兑现。

图 19: 公司通过合资和技术引进持续拓展高端磁体应用



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2. 宁波韵升：整合集团业务，聚焦电机外延

报告期内实现持有上海电驱动权益置换带来较高投资收益。通过大洋电机非公开发行收购上海电驱动，宁波韵升出售持有的上海电驱动15.1%股份取得1.1亿大洋电机股份和2.2亿元现金对价，实际上获得了上海电驱动股权投资的变现选择权。

表 2: 宁波韵升置换持有大洋电机 5.17%股份

交易标的	上海电驱动 26.46%股份
交易方式	大洋电机定向增发+现金支付
现金对价	22,222 万元
股权对价	70,370 万元
发行数量和价格	11099 万股，每股 6.34 元，占发行后大洋电机 5.17%股份
股权锁定期	12 个月

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

拟整合集团内磁电资产，加速向伺服电机领域外延。公司拟整合韵升集团公司旗下磁体元件、高科磁业 100%股权，以及北京盛磁科技 70%股权。整合后公司将获得空心杯磁钢加工能力，以及下游客户拓展渠道。预计未来公司将加速向下游微电机和伺服电机领域渗透，进入消费电子和工业机器人领域。

表 3: 拟增发收购整合集团内磁电业务并向伺服和电子领域延伸

主营业务	2014 产量	业绩承诺 (万元)			
		2015	2016	2017	
磁体元件	钕铁硼 VCM 磁钢	23475 万片	6748	10005	10005
高科磁业	钕铁硼毛坯和组件	2556 吨毛坯/156 万片组件	3420	958	958
盛磁科技	钕铁硼毛坯和微电机磁钢	68.7 吨毛坯/48.1 吨成品	1492	1806	1806

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.3. 正海磁材：大郡业绩释放加速，加速电机市场扩张

上海大郡上半年业绩符合市场预期。2015年4月上海大郡实现并表，当期中报上海大郡实现营业收入1.29亿元，净利润1633万元，约占上半年上市公司净利润的20%，符合此前我们对2015年业绩将远超承诺数的判断。上海大郡为新能源车明星车型北汽E150、东风E30、广汽传祺GA5等供货，直接受益于新能源车销量大幅增长。

图 20：公司产业链外延并购实现双主业布局

钕铁硼业务	新能源车电机电控
<ul style="list-style-type: none"> 产能：2015年提高至约6000吨 海外订单开始出现 	<ul style="list-style-type: none"> 2014年收购上海大郡电机，以2015年上半年销售估算市场占有率12% 拟与卧龙电机合作进一步扩充产能

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

拟投资电机业务进军海外可期。报告期内，上海大郡拟与卧龙电气、绍兴澳特彼共同出资设立浙江卧龙大郡新能源电机有限公司。上海大郡以货币出资人民币600万元，占注册资本30%。合资方卧龙电气和绍兴澳特比长期为博世、戴姆勒等跨国汽车配套厂商提供电气产品。公司此次合作有望借道卧龙电气的生产管理经验和国际合作关系，拓展电机在合资车型中的应用，进一步打开电机产品的市场空间。

5. 盈利预测和估值

维持行业增持评级，推荐标的：正海磁材、中科三环、宁波韵升。

表 4：稀土永磁上市公司盈利预测和估值

公司	当前股价 (元/股)	PE (TTM)	EPS 预测 (元/股)			PE 预测			评级
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
中科三环	12.69	51	0.31	0.35	0.39	41	36	33	增持
正海磁材	20.45	64	0.69	0.88	1.06	30	23	19	增持
宁波韵升	14.90	28	0.68	0.76	0.85	22	20	18	增持

数据来源：Wind，国泰君安证券研究，股价取自2015年9月2日

风险提示：主业外延进度不及预期风险。宁波韵升和中科三环转型进度若低于预期，或将对公司成长性造成影响。正海磁材受新能源车销量影响较大，若新能源车推广低于预期可能对公司业绩造成影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		