

有色金属

证券研究报告/行业报告简版

2021 年 08 月 09 日

分析师：谢鸿鹤

电话：021-20315185

邮件：xiehh@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740517080003

联系人：郭中伟

电话：0755-22660869

邮件：guozw@r.qlzq.com.cn

联系人：安永超

电话：0755-22660869

邮件：anyc@r.qlzq.com.cn

投资要点

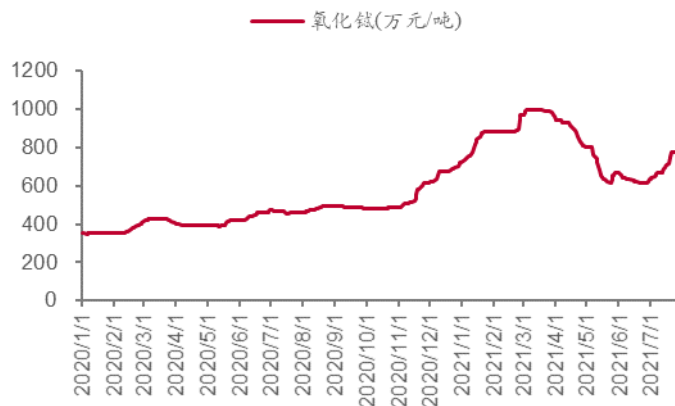
- 近期，稀土价格快速上行，氧化镨钕价格由 46.55→61.85 万元/吨，涨幅达到 33%；氧化铽由 612.5→787.5 万元/吨，涨幅达到 29%。部分投资者较为担心稀土磁材企业是否会受损，但历史数据表现与这一担心迥异。

图表 1：氧化镨钕价格走势



来源：百川资讯，中泰证券研究所

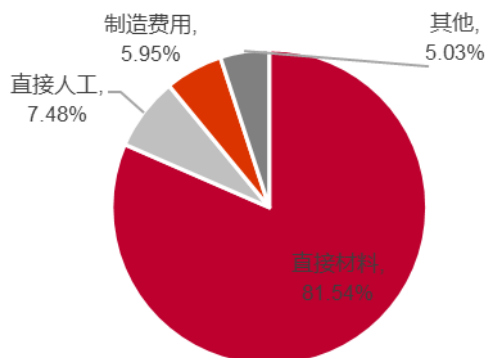
图表 2：氧化铽价格走势



来源：百川资讯，中泰证券研究所

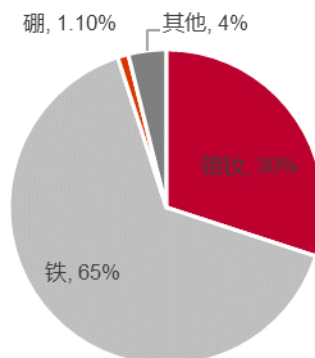
- 先从钕铁硼材料配分入手，钕铁硼主要成分为镨钕（29%-32.5%）、铁（63.95%-68.95%）、硼（1.1-1.2%）等，原材料成本约占 80%左右，其中稀土元素（镨钕、镓、铽）占原材料成本的 90%以上，稀土元素的价格上涨会对钕铁硼企业的原料成本产生直接影响。

图表 3：磁材成本构成（2020 年）



来源：金力永磁公告，中泰证券研究所

图表 4：钕铁硼主要成分



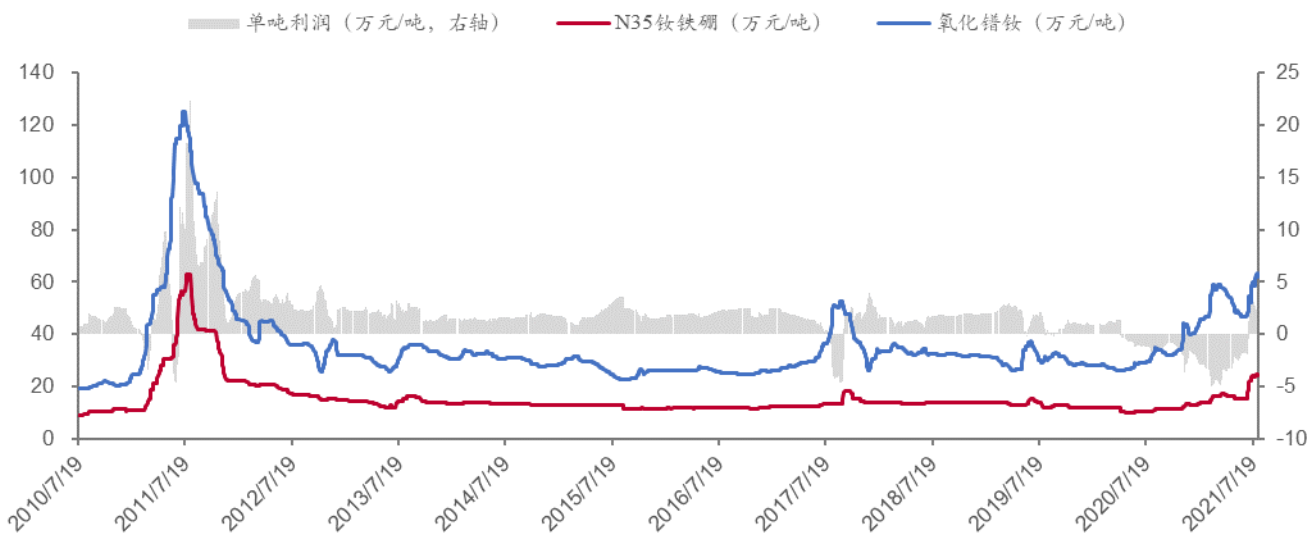
来源：中国知网，中泰证券研究所

- 但我们发现，稀土价格持续一个季度及以上的上漲，钕铁硼也会进入一轮涨价周期，并且利润也会不断改善。如图表 5 所示，1) 2010-2011 年上行周期，稀土价格较钕铁硼提前约一个季度上涨，钕铁硼价格由 10.75→62.8 万元/

吨，涨幅接近 5 倍，钕铁硼企业单吨利润最高点接近 20 万元/吨；2）2017 年 6 月-2017 年 9 月稀土上行周期，钕铁硼价格上涨同样滞后于稀土价格约 3 个月左右，钕铁硼由 13.5→17.5 万元/吨，涨幅约 30%，由于稀土上行周期持续较短，磁材价格上涨持续性同样较差；3）2020 年 10 月-至今稀土上行周期，与之前周期类似，钕铁硼价格由 11.35 →24.0 万元/吨，涨幅为 111%，随着磁材价格的上涨，钕铁硼企业单吨利润也逐渐得到扩大。

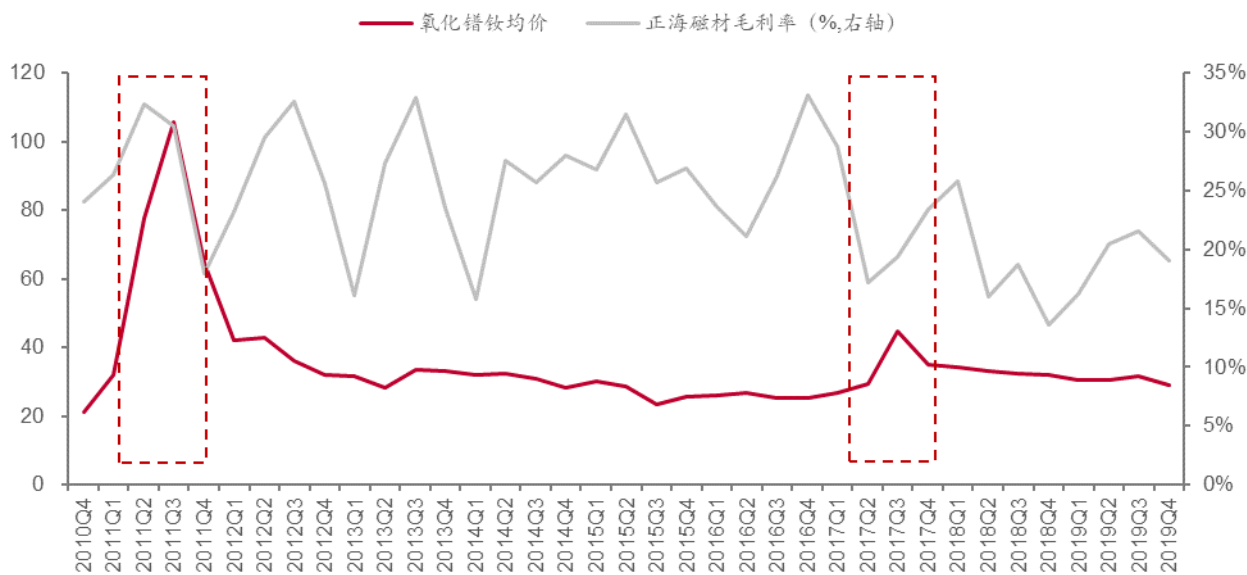
- 这是因为，磁材价格一般按照前一月稀土原料成本和毛利率水平核定售价，并且采用月度或者季度调价的模式，即钕铁硼价格变动略滞后于稀土价格一个季度左右时间，且受益于低价稀土原材料库存的影响，磁材企业在稀土价格上行周期，毛利率同样会放大（例如正海磁材 2011 年和 2017 年 Q2-Q3 毛利率变动）。

图表 5：钕铁硼毛坯盈利测算



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 6：正海磁材毛利率 VS 稀土价格



资料来源：公司公告、百川资讯、中泰证券研究所

- 当然，对于稀土永磁企业来说，最核心的还是产品结构的丰富和改善。但无须担心稀土价格上涨对永磁企业的影响，

由于稀土永磁对下游是无可替代的功能性材料，并且成本占比较低；依靠较强的成本传导能力和毛利率定价模式，钕铁硼企业不仅仅会受益于量，也会进入价的高景气周期。

图表 7：稀土成本占比测算

		氧化镨钕（上）及氧化镨（下，万元/吨）						下游测算				
产品	钕铁硼净 用量 （kg）	平均镨 钕稀土 配比	平均镨 钕配 比	30	60	80	100	下游售价 （元）	30	60	80	100
				200	250	300	400		200	250	300	400
新能源汽车	3.26	30%	2%	424.5	750.6	979.0	1,240.1	200,000	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
节能电梯	6.00	30%	5.5%	1,200.0	1,905.0	2,430.0	3,120.0	200,000	0.6%	1.0%	1.2%	1.6%
变频空调	0.15	30%	1.2%	17.1	31.5	41.4	52.2	3,000	0.6%	1.1%	1.4%	1.7%
工业及服务机器人	25.00	30%	2.5%	3,500.0	6,062.5	7,875.0	10,000.0	180,000	1.9%	3.4%	4.4%	5.6%
个人机器人	0.50	30%	2.0%	65.0	115.0	150.0	190.0	10,000	0.7%	1.2%	1.5%	1.9%
电力机车（12节）	130.00	30%	2.5%	18,200.0	31,525.0	40,950.0	52,000.0	170,000,000	0.1%	0.2%	0.3%	0.0%
动车组（12节）	27.00	30%	2.5%	3,780.0	6,547.5	8,505.0	10,800.0	130,000,000	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
地铁	20.00	30%	2.5%	2,800.0	4,850.0	6,300.0	8,000.0	5,940,000	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
风电（perkw）	0.70	30%	0.5%	70.0	134.8	178.5	224.0	2,467	2.8%	5.5%	7.2%	9.1%
机械硬盘	0.01	30%	1.0%	1.1	2.1	2.7	3.4	500	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%
手机	0.00	30%	1.0%	0.3	0.6	0.8	1.0	3,000	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：百川资讯等、中泰证券研究所

■ 风险提示：疫情风险、产业政策波动风险、稀土价格大幅波动风险、竞争格局恶化风险、成本占比测算风险等。

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。但本公司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，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。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。