

龙磁科技

300835

审慎增持 (首次)

高性能永磁铁氧体领域领先企业

2020年05月15日

市场数据

市场数据日期

收盘价(元)

总股本(百万股)

流通股本(百万股)

总市值(百万元)

流通市值(百万元)

净资产(百万元)

总资产(百万元)

每股净资产

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	551	538	646	797
同比增长(%)	3.7%	-2.3%	20.0%	23.4%
净利润(百万元)	85	82	97	119
同比增长(%)	4.7%	-2.8%	17.6%	22.6%
毛利率(%)	36.6%	35.1%	34.4%	33.9%
净利率(%)	15.4%	15.3%	15.0%	14.9%
净资产收益率(%)	15.8%	13.3%	13.8%	14.8%
每股收益(元)	1.60	1.55	1.82	2.24
每股经营现金流(元)	1.06	3.92	1.18	1.63

相关报告

分析师:

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

苏东

sudong@xyzq.com.cn

S0190519090002

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

投资要点

- 公司是国内高性能永磁铁氧体湿压磁瓦领先企业。公司成立于1988年，自设立以来一直从事永磁铁氧体功能材料技术开发及相关产品生产销售。中国是最主要的湿压磁瓦生产国家，2017年中国湿压磁瓦产能为30万吨，占全球比例为70%；而2019年公司永磁铁氧体湿压磁瓦产能为2.5万吨，值得注意的是，国内10000吨以上的企业仅占9%左右。
- 下游市场需求为永磁铁氧体提供发展空间。1) 微特电机：湿压磁瓦是永磁微特电机的核心部件，2012-2016年，微特电机产销量的CAGR分别为16.75%和18.09%。永磁铁氧体下游应用领域中，汽车行业和家电行业分别约占65%和25%。2) 汽车领域：永磁铁氧体应用在汽车发动机、底盘和车身三大部件及附件中。汽车产量增长较快，2008-2019年的CAGR为9.64%；另外我国汽车千人保有量2019年为174辆，而同期美国为837辆，汽车行业仍有较大的发展空间。3) 家电行业：变频技术可解决家电产品节能问题，随着变频技术的应用和普及，高性能永磁铁氧体湿压磁瓦作为直流变频电机重要的功能部件，发展空间得以进一步提升。
- 募投项目：公司募资3.53亿元，其中1.79亿元用于“年产8000吨高性能永磁铁氧体湿压磁瓦项目”，该产线的主要产品为SM-9以上系列高性能湿压磁瓦；另外，1.00亿元用于补充营运资金。
- 盈利预测与评级：考虑募投项目建设期为18个月以及下游需求受到全球公共卫生事件的影响，预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.82、0.97、1.19亿元，EPS分别为1.55、1.82、2.24元。首次覆盖，给予公司“审慎增持”评级。

风险提示：下游需求不达预期；汇率波动；贸易政策变动风险；项目进程不达预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、国内高性能永磁铁氧体领先企业	- 4 -
2、下游需求旺盛，湿压磁瓦前景广阔	- 5 -
2.1、永磁材料具有节能和价格优势，湿压磁瓦应用广泛	- 5 -
2.2、政策助力材料行业发展	- 7 -
2.3、中国湿压磁瓦产能占比接近 70%，公司产量水平为全国前 9%	- 8 -
2.4、下游应用为永磁铁氧体湿压磁瓦提供发展空间	- 10 -
3、湿压磁瓦营收占比近 9 成，毛利率在同行业中处在较高水平	- 13 -
3.1、湿压磁瓦量价齐增叠加费用控制合理，公司净利率提高	- 13 -
3.2、国内华东地区和国外欧美地区是公司主营产品销售的主要区域	- 17 -
3.3、公司磁性材料业务毛利率在同行业中较高	- 17 -
3.4、产品性能优越，客户优质	- 18 -
4、募投项目：募资 3.5 亿元，用于产能提升和营运资金补充	- 20 -
5、盈利预测	- 21 -
6、风险提示	- 21 -

图表目录

图 1、公司股权结构	- 4 -
图 2、2019 年，将军磁业净利润为 3115 万元	- 5 -
图 3、湿压磁瓦作为电机定子应用广泛	- 6 -
图 4、湿压磁瓦在汽车电机中的应用	- 6 -
图 5、永磁铁氧体工艺流程	- 7 -
图 6、磁性材料属于电子功能材料	- 8 -
图 7、中国永磁铁氧体湿压磁瓦产能占全球比例为 70%（单位：吨）	- 9 -
图 8、国内永磁铁氧体产量在 10000 吨以上的有 9%	- 9 -
图 9、2019 年，公司产能为 2.5 万吨	- 9 -
图 10、2017 年，微电机行业销售收入达 2834.5 亿元	- 10 -
图 11、2019 年，微特电机产量为 68.3 亿个	- 10 -
图 12、永磁铁氧体下游中，汽车行业占比为 65%	- 11 -
图 13、全球汽车产量呈增长趋势	- 11 -
图 14、我国汽车千人保有量 173 辆	- 11 -
图 15、2019 年，我国电冰箱产量为 7904 万台	- 12 -
图 16、全球电动工具规模预计可达 464.7 亿美元	- 12 -
图 17、亚太地区电动工具规模可达 84.2 亿美元	- 12 -
图 18、2019 年，公司营业收入达 55102 万元	- 13 -
图 19、2019 年，公司实现归母净利 8463 万元	- 13 -
图 20、2020Q1，公司实现营收 11404 万元	- 13 -
图 21、2020Q1，公司实现扣非净利 862 万元	- 13 -
图 22、2019 年，湿压磁瓦营收为 4.87 亿元（单位：万元）	- 14 -
图 23、2019 年，湿压磁瓦营收占比为 88.4%	- 14 -
图 24、2019 年，湿压磁瓦毛利为 1.86 亿元（单位：万元）	- 14 -
图 25、2019 年，湿压磁瓦毛利占比为 92.3%	- 14 -
图 26、2019 年，湿压磁瓦毛利率为 38%	- 15 -
图 27、2019 年，公司毛利率为 36.56%	- 15 -
图 28、2019 年，公司湿压磁瓦销量为 2.29 万吨	- 15 -
图 29、湿压磁瓦高端产品占营收比例增大	- 15 -
图 30、2019 年，湿压磁瓦营收占比为 88.41%	- 15 -

图 31、2019 年，公司湿压磁瓦单位成本中直接材料占比为 38%（单位：元/吨）	- 16 -
图 32、2019 年，铁红均价同比上升 35.28%	- 16 -
图 33、2019 年，三费占比为 15.8%	- 16 -
图 34、2019 年，公司销售费用率为 6.5%	- 16 -
图 35、2019 年，公司研发费用率为 4.91%	- 16 -
图 36、2019 年，公司资产减值损失为 35 万元	- 16 -
图 37、2019 年，公司主营外销占比为 43%（单位：万元）	- 17 -
图 38、2019 年，欧美地区主营销占比为 28.1%	- 17 -
图 39、公司湿压磁瓦毛利率达 38.17%	- 18 -
图 40、横店东磁销售单价高于公司（单位：元/吨）	- 18 -
图 41、2019 年前五大客户销售占比为 37.71%（单位：万元）	- 20 -

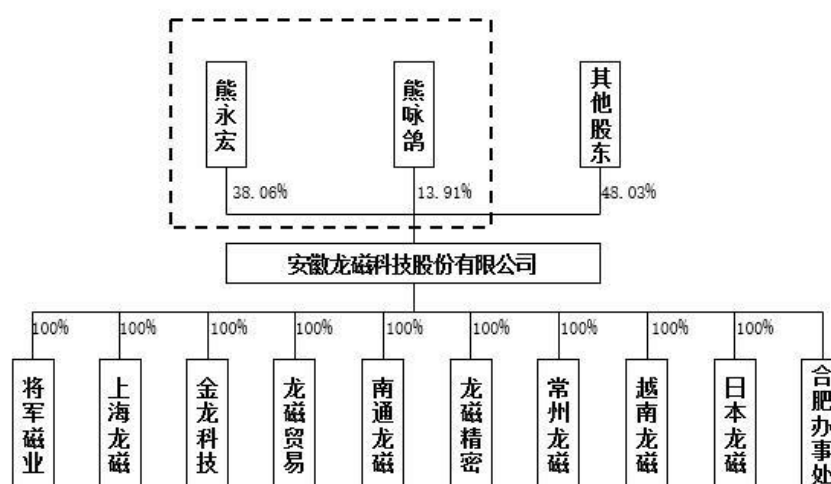
表 1、公司主要子公司及其业务范围	- 4 -
表 2、永磁铁氧体主要生产商	- 10 -
表 3、公司磁性材料产品仅由湿压磁瓦组成	- 18 -
表 4、公司湿压磁瓦性能参数表	- 19 -
表 5、公司募资金中的 1.8 亿元将用于增加高性能湿压磁瓦产能	- 20 -
附表	- 22 -

报告正文

1、国内高性能永磁铁氧体领先企业

- 公司是国内高性能永磁铁氧体领先企业，实际控制人为熊永宏和熊咏鸽。公司成立于1988年，自设立以来一直从事永磁铁氧体功能材料技术开发及相关产品生产销售。熊永宏、熊咏鸽合计控制公司51.97%的股份，为公司实际控制人。其中熊永宏持有公司38.06%的股份，熊咏鸽持有公司13.91%的股份，其他持股人共同持有余下48.03%的股份。

图 1、公司股权结构



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司拥有9家全资子公司，无其他参股公司。9家公司分别承揽公司产品的生产销售等业务，其中注册地在国外的有位于德国的金龙科技、越南的龙磁科技（越南）和日本的龙磁日本株式会社。2019年，公司全资子公司将军磁业、上海龙磁、金龙科技、龙磁贸易、南通龙磁、龙磁精密、常州龙磁和越南龙磁的净利润分别为3115、1258、83、44、173、-105、-165和-330万元，龙磁日本株式会社于2020年2月成立，暂无2019年的利润数据。

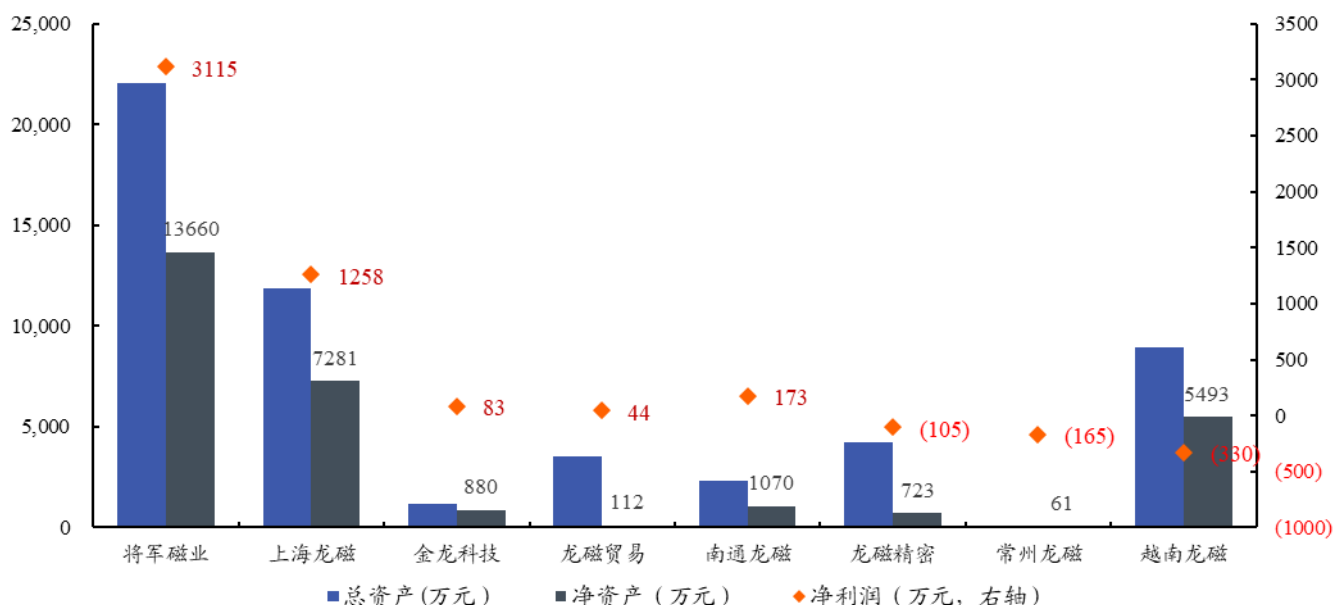
表 1、公司主要子公司及其业务范围

序号	子公司名称	公司性质	业务分工	注册地	成立日期
1	将军磁业	全资子公司	高性能永磁铁氧体湿压磁瓦生产、销售	安徽	1997年8月8日
2	上海龙磁	全资子公司	高性能永磁铁氧体湿压磁瓦生产、销售	上海	2003年3月19日
3	金龙科技	全资子公司	磁铁销售	德国	2007年8月16日
4	龙磁贸易	全资子公司	磁材销售	上海	2013年5月3日
5	南通龙磁	全资子公司	永磁铁氧体电机磁瓦生产	海安	2013年7月19日
6	龙磁精密	全资子公司	电机换向器生产	安徽	2013年4月26日
7	常州龙磁	全资子公司	永磁铁氧体电机磁瓦生产	常州	2015年7月7日
8	龙磁科技（越南）	全资子公司	湿压磁瓦的生产、销售	越南	2016年12月29日
9	龙磁日本株式会社	全资子公司	磁性材料相关的事务	日本	2020年2月18日

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2019 年，将军磁业净利润为 3115 万元



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

注：已按年均汇率换算成人民币

2、下游需求旺盛，湿压磁瓦前景广阔

2.1、永磁材料具有节能和价格优势，湿压磁瓦应用广泛

- **永磁铁氧体只需外部提供一次充磁能量，就能产生稳定磁场。**永磁铁氧体又称为硬磁铁氧体，是一种新型非金属磁性材料，它只需外部提供一次充磁能量，就能产生稳定磁场，从而向外部持续提供磁能。永磁铁氧体是以 SrO 或 BaO 及 Fe_2O_3 为原料，通过陶瓷工艺（预烧、破碎、制粉、压制成型、烧结和磨加工）制造而成，具有宽磁滞回线、高矫顽力、高剩磁，一经磁化即能保持恒定磁性的功能性材料。永磁铁氧体材料的生产工艺主要有烧结和粘结两种方式，烧结分干压成型和湿压成型，粘结分挤出成型、压制成型和注射成型
- **铁氧体永磁材料具有节能和价格优势，永磁铁氧体湿压磁瓦是下游微特电机的核心部件。**高性能永磁铁氧体是指高剩磁、高矫顽力、高磁能积的湿压永磁铁氧体。1) 节能：永磁材料可提供稳定持久的磁通量，不需要消耗电能，是节约能源的重要手段之一。永磁电机是典型的高效、节能低碳工业产品，广泛用于各类工业传动和转动装置。2) 价格优势：铁氧体永磁材料资源丰富，价格低廉，其价格是铝镍钴磁钢的十分之一，钕铁硼永磁体的百分之一，在微电机中的应用日益广泛。永磁铁氧体湿压磁瓦作为下游微特电机的核心部件，广泛应用于汽车摩托车、家用电器、电动工具等行业。在直流电机中，永磁

铁氧体是必不可少的关键材料。一台直流电机至少需要2片永磁铁氧体，多则可以达到几十片。

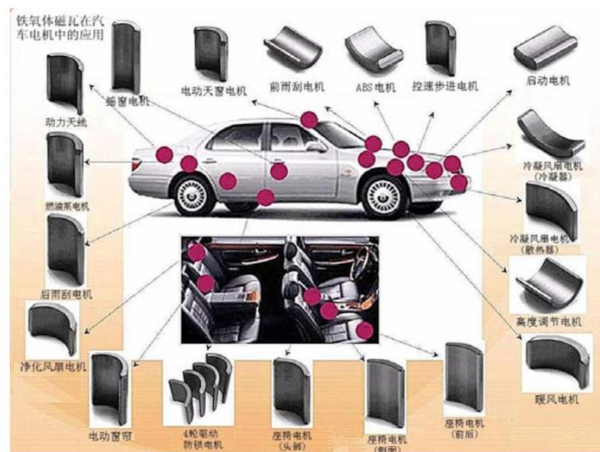
- **高性能湿压磁瓦应用广泛。**湿压磁瓦是永磁微特电机的核心部件，一般作为电机定子，主要应用于汽车、摩托车、家电、电动工具及健身器材等各类电机，其中应用最广泛的是汽车、摩托车和变频家电行业。在金融危机之后，公司主动调整产品结构，面向高端客户，研制高性能永磁铁氧体湿压磁瓦产品，技术水平相当于日本TDK公司FB6、FB9、FB12系列，重点开发汽车、变频家电和电动工具等行业电机用高性能铁氧体湿压磁瓦，逐渐成为湿压磁瓦行业主要生产企业之一。目前公司主要产品是高性能湿压磁瓦，应用于汽车启动电机、ABS电机、座椅电机、摇窗电机，以及直流变频洗衣机滚筒电机和空调、冰箱压缩机电机等。

图 3、湿压磁瓦作为电机定子应用广泛



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、湿压磁瓦在汽车电机中的应用



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- 湿压磁瓦的主要原材料为铁红、碳酸锶和预烧料等，通过对原材料进行混磨、煅烧、球磨、浓缩、成型、二次烧结、磨加工以及清洗、分检、包装等工艺后，即可制成湿压磁瓦成品：
 - ✓ **混磨：**将铁红、碳酸锶等按配方，经化浆、混合、磨细、浓缩，得到满足工艺要求的浆料。本工序主要设备为：化浆机、砂磨机、搅拌储料罐、卧螺离心机、浓料储罐及软管泵、隔膜泵等；
 - ✓ **煅烧：**将合格料浆按要求的流速注入回转窑加料口，经回转窑高温煅烧成粒料，再经冷却管降温，送入储料仓。本工序的主要设备为：回转窑、引风除尘系统、燃烧及控制系统、冷却管、斗式提升机及储料仓等；
 - ✓ **球磨：**按照不同性能要求的工艺配比，将主料、辅料、水三者混合，研磨适当的时间以达到材料性能要求的原料制备过程。本工序主要设备为湿式球磨机；

- ✓ **浓缩**：去除球磨后料浆中所含的一部分水，以达到成型工艺要求的料浆含水量的过程。本工序主要设备为沉淀塔及脱水机；
- ✓ **成型**：在合适的工艺条件下使用模具将料浆压制成坯体的过程。本工序主要设备为成型压机、不导磁硬质合金模具、充磁系统、真空吸水、自动注浆系统；
- ✓ **二次烧结**：将成型好的坯体送入电窑炉进行烧结，完成固化反应，使之成为具有良好微观结构的过程。本工序主要设备为多温点、分段智能控制工业烧结窑炉；
- ✓ **磨加工**：对产品各部位进行研磨以达到装配尺寸要求的加工过程。本工序主要设备为全自动多工位磨床；
- ✓ **清洗、分检、包装**：去除产品表面的残留物，检验合格后进行装箱的过程。本工序主要设备为超声波清洗、烘干生产线。

图 5、永磁铁氧体工艺流程



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、政策助力材料行业发展

- **电子材料行业是我国长期鼓励和扶持的产业，发展空间较大。**2012 年，国务院《“十二五”节能环保产业发展规划》、《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》把永磁无铁芯电机作为节能发展的重要内容。而随着我国电子信息

产业快速发展，与之相关的电子材料产业也迎来高速发展，成为新材料领域最具活力的产业之一。据工信部发布的《电子基础材料和关键元器件“十二五”规划》、《电子材料行业“十三五”发展研究》数据显示，“十一五”期间我国电子材料行业销售收入从2005年的540亿元增长至1730亿元，年均增长率为26%；“十二五”期间材料年均增长率8%，2015年销售收入达2500亿元。在《中国制造2025》等国家战略推进实施的背景下，电子材料将迎来广阔市场机遇。国内电子材料产品市场占有率低，且多在中低端市场领域，进口依存度仍大。但随着国内下游市场需求量增加，下游电子信息产业向国内转移，国产成本优势及地域优势为电子材料国产化提供了发展空间。

图 6、磁性材料属于电子功能材料

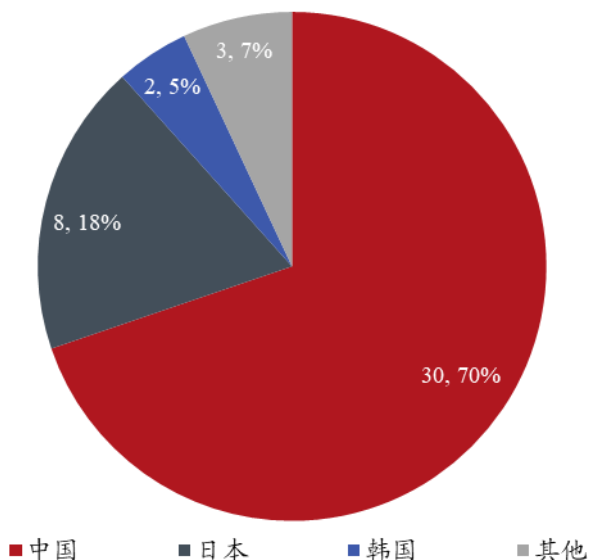


资料来源：《电子材料行业“十三五”发展研究》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、中国湿压磁瓦产能占比接近 70%，公司产量水平为全国前 9%

- **2017 年，中国湿压磁瓦产能为 30 万吨，占全球比例为 70%。**据中电元协磁性材料与器件行业协会统计，全球永磁铁氧体湿压磁瓦产能主要分布在中国、日本和韩国。2015 年至 2017 年全球总产能分别约为 36 万吨、39 万吨、43 万吨。2017 年，日本、韩国和中国的产能分别约为 8、2 和 30 万吨，占比分别为 18.6%、4.7%和 69.8%。中国是全球主要永磁铁氧体湿压磁瓦生产国家。

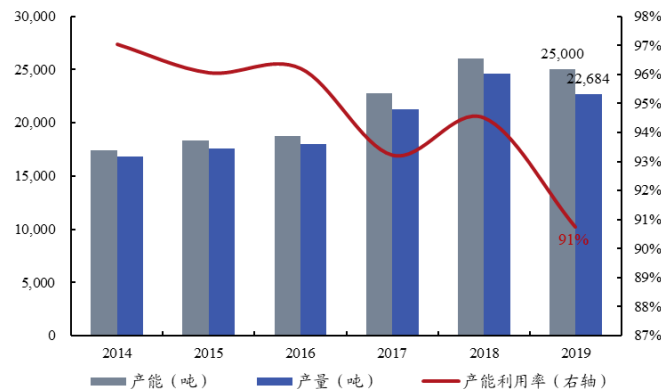
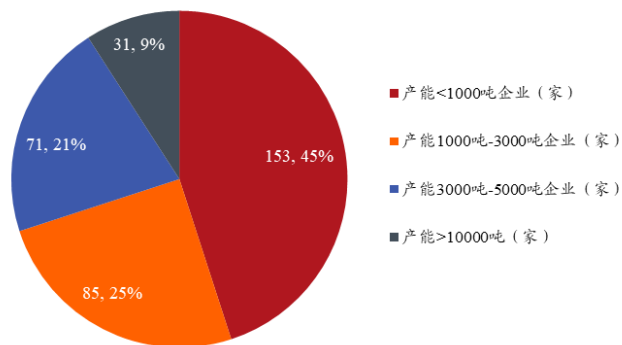
图 7、中国永磁铁氧体湿压磁瓦产能占全球比例为 70%（单位：吨）



资料来源：中国电子元件行业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

- **2019 年公司产能为 2.5 万吨，为国内永磁铁氧体湿压磁瓦生产企业前 9%。**
 中国永磁铁氧体生产企业有 340 余家，其中中年生产能力在 1000 吨以下的企业占 45% 左右，1000-3000 吨企业约占 25% 左右，3000-5000 吨企业约占 21%，10000 吨以上的企业约占 9%，国内永磁铁氧体的主要生产为企业为横店东磁、江粉磁材（领益智造）以及公司。而 2019 年公司永磁铁氧体产能为 2.5 万吨，位于国内前 9%。从全国范围来看，随着近些年国家环保政策不断出台，行业面临洗牌，大量小企业因环保要求不合格而退出，预计未来产能将会集中在几家大企业手中，行业集中度不断提升。
- ✓ **TDK 株式会社：**成立于 1935 年，主要从事被动元件、磁性材料、薄膜产品等业务，2018 财年其合并销售额为 13,818 亿日元（约合 688.34 亿人民币）。
- ✓ **双龙金属：**总部设在韩国大邱，主要从事永磁铁氧体和精密陶瓷等业务，2019 财年其收入为 1,091.10 亿韩元（约合 6.07 亿人民币）。
- ✓ **横店东磁：**成立于 1999 年，目前主要从事永磁铁氧体，软磁铁氧体和光伏产品等业务，2019 年度其磁性材料业务收入为 31.96 亿元。
- ✓ **领益智造：**前身为江门市粉末冶金厂，成立于 1975 年，目前主要从事永磁铁氧体、软磁铁氧体、电线电缆和贸易物流服务等业务。2018 年，通过重大资产重组，购买领益科技 100% 股权，主营业务由原来的磁性材料生产和销售变更为新型电子元器件、手机及电脑配件的生产和销售等，2017 年度其永磁铁氧体业务收入为 7.11 亿元。
- ✓ **龙磁科技：**主要从事永磁铁氧体新型功能材料的研发、生产和销售，2019 年营业收入 5.51 亿元。

图 8、国内永磁铁氧体产量在 10000 吨以上的有 9% 图 9、2019 年，公司产能为 2.5 万吨



资料来源：中国粉体网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、永磁铁氧体主要生产商

序号	公司名称	国家	永磁铁氧体营收	主要业务
1	TDK 株式会社	日本	13818 亿日元 (827.70 亿元)	被动元件、磁性材料、薄膜产品
2	双龙金属	韩国	1091.1 亿韩元 (6.22 亿元)	永磁铁氧体、精密陶瓷
3	横店东磁	中国	31.96 亿元	永磁铁氧体、软磁铁氧体、光伏产品
4	领益智造	中国	7.11 亿元	永磁铁氧体、软磁铁氧体、电线电缆、贸易物流服务
5	龙磁科技	中国	5.51 亿元	永磁铁氧体、换向器等

资料来源：招股说明书，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：汇率按照当年平均汇率转换

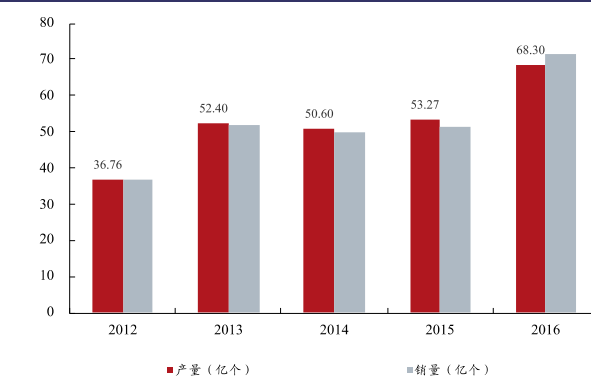
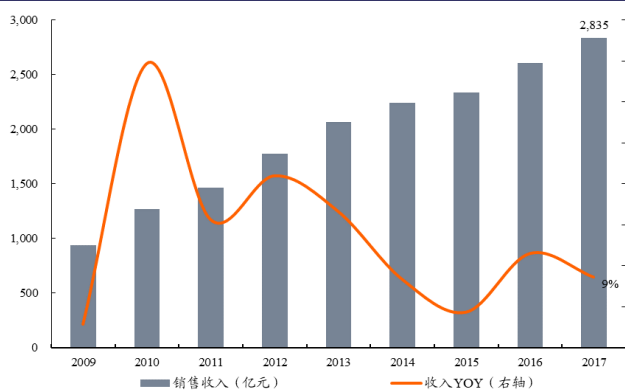
注 2：永磁铁氧体营收数据除 TDK 株式会社为 2018 年、领益智造为 2017 年数据，其他均为 2019 年

2.4、下游应用为永磁铁氧体湿压磁瓦提供发展空间

- **2008-2017 年，微特电机销售收入 CAGR 为 13.4%。**湿压磁瓦是永磁微特电机的核心部件，一般作为电机定子。我国微电机销售收入发展迅猛，2008 年微电机销售收入为 913.93 亿元，2017 年达到 2834.5 亿元，2008-2017 年的年均复合增长率为 13.40%。微特电机产销量从 2012 年至 2016 年基本持平且同步呈增长趋势，产量从 2012 年 36 亿台增长至 2016 年 68.3 亿台，销量从 12 年 36.78 亿台增长至 16 年的 71.53 亿台；2012-2016 年，微特电机产销量的 CAGR 分别为 16.75% 和 18.09%。

图 10、2017 年，微电机行业销售收入达 2834.5 亿元

图 11、2019 年，微特电机产量为 68.3 亿个

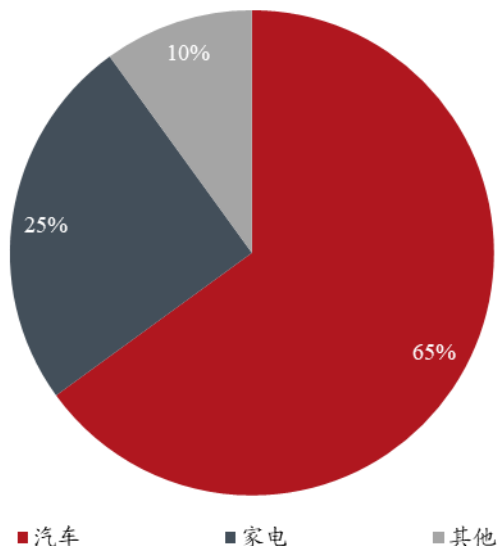


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司永磁铁氧体的下游应用领域主要为汽车、家电等行业，其中汽车行业约占 65%、家电行业约占 25%。

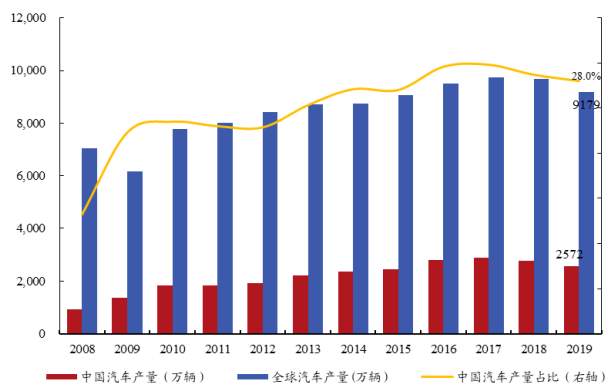
图 12、永磁铁氧体下游中，汽车行业占比为 65%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

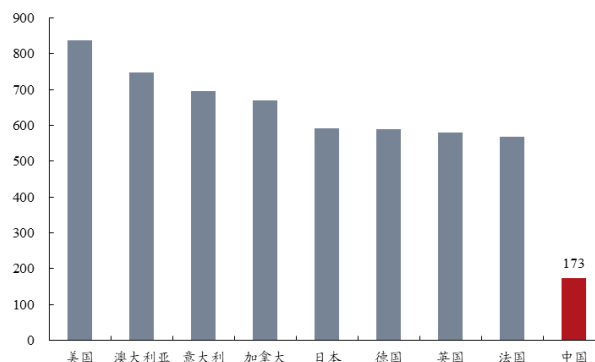
- 2008-2019 年，我国汽车产量 CAGR 为 9.64%；叠加我国汽车保有量较低，汽车行业仍有发展空间。1) 永磁铁氧体在汽车中应用较多，永磁铁氧体由于具有温度适应性好、耐腐蚀等优异特性，已大量应用到汽车发动机、底盘和车身三大部件及附件中，如启动电机、电动天线电机、雨刮器电机、摇窗电机、空气净化电机、电动座椅、ABS 电机、风机电机等。据统计，每辆经济型汽车配备 20 台以上小电机，高级轿车配备 50 台以上小电机，豪华型轿车配备近百台小电机。2) 汽车产量增长较快，2019 年，汽车产量为 2572.1 万辆，而 2008-2019 年的 CAGR 为 9.64%，发展速度较快。3) 汽车保有量与发达国家相比差距较大，我国汽车千人保有量 2019 年为 173 辆，而同期美国为 837 辆，与主要发达国家还存在很大差距。汽车行业仍有较大的发展空间。

图 13、全球汽车产量呈增长趋势



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

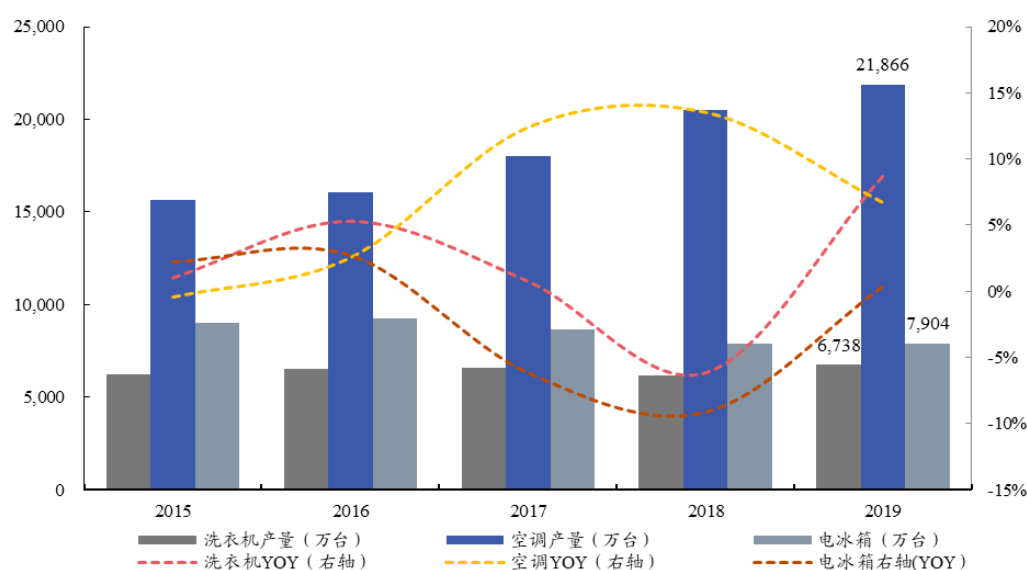
图 14、我国汽车千人保有量 173 辆



资料来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

- **家电行业产业升级为湿压磁瓦提供发展空间。**公司永磁铁氧体湿压磁瓦产品是家用电器的重要组件，将在节能环保的产业升级中发挥不可替代作用。我国家电行业中，空调产量约占全球产量 80%，电冰箱、洗衣机产量约占全球产量的 40%。2019 年洗衣机产量同比增长 8.7%至 6738 万台，空调同比增长 6.7%至 21866 万台，电冰箱同比增加 0.4%至 7904 万台。2010 年国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》将节能环保列为七大战略性新兴产业之一，而变频技术可解决家电产品节能问题。随着变频技术的应用和普及，高性能永磁铁氧体湿压磁瓦作为直流变频电机重要的功能部件，将在节能环保的产业升级中发挥不可替代的作用。

图 15、2019 年，我国电冰箱产量为 7904 万台

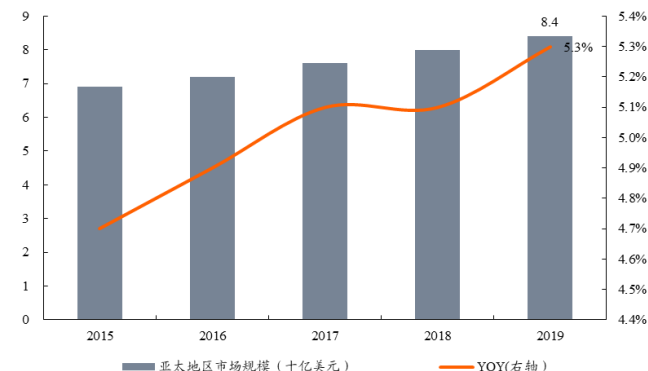
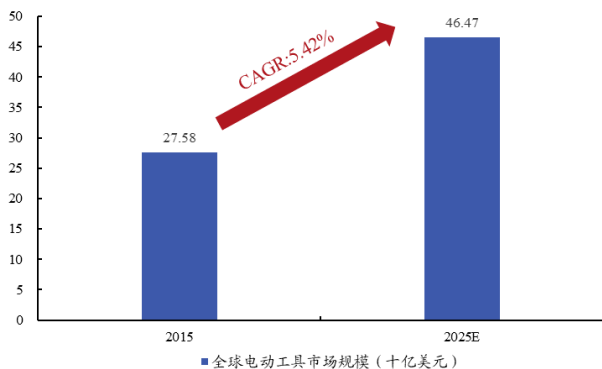


资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **动力工具领域预计到 2025 年市场规模可达 464.7 亿美元。**根据《2016 中国电动工具市场白皮书》，2019 年亚太地区动力工具市场规模可达 84.2 亿美元，其中 70% 为电动工具。而中国电动工具行业在承接国际产业转移中不断发展，已成为国际电动工具市场主要供应国之一。中国目前成为世界上最主要的电动工具生产国和出口国（整机和零部件出口率达到 80% 以上）。电动工具运用小容量电动机活电磁铁通过传动机构驱动工作头工作，是公司产品下游重要领域之一，随着国内和全球电动市场规模的发展壮大，公司产品发展前景可期。

图 16、全球电动工具规模预计可达 464.7 亿美元

图 17、亚太地区电动工具规模可达 84.2 亿美元



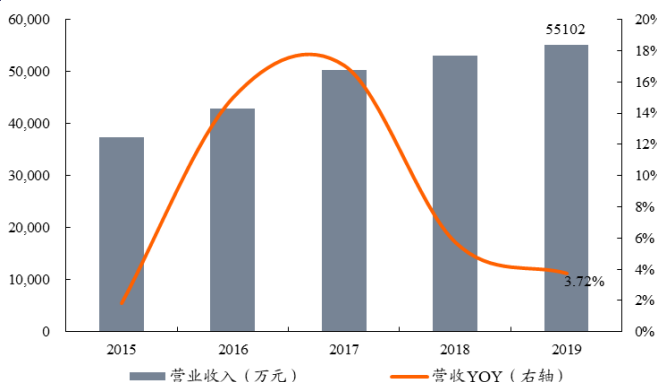
资料来源:《2016 中国电动工具市场白皮书》兴业证券经济与金融研究院整理

3、湿压磁瓦营收占比近 9 成，毛利率在同行业中处在较高水平

3.1、湿压磁瓦量价齐增叠加费用控制合理，公司净利率提高

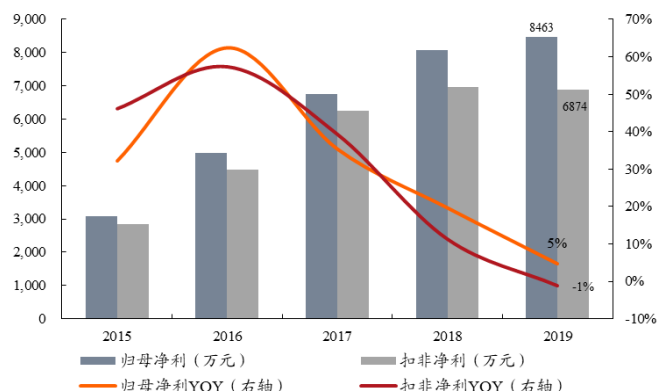
- **湿压磁瓦占公司营收比例超 85%。**2019 年，公司营收同比增长 3.72% 至 5.51 亿元，而 2015-2019 年，营收的年均复合增长率为 10.21%。2019 年，公司实现归母净利润 8463 万元，同比增加 4.68%；扣非净利 6874 万元，同比减少 1.16%。2020 年一季度，公司实现营收 1.14 亿元，同比降 9%、环比降 79%；归母净利 1155 万元，同比降 28%、环比降 86%；扣非净利 862 万元，同比降 23%、环比降 87%。而非产品来看，2016-2019 年，湿压磁瓦营收占比分别为 85.2%、85.9%、86.9% 和 88.4%，湿压磁瓦为公司的主要产品。

图 18、2019 年，公司营业收入达 55102 万元



资料来源:招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

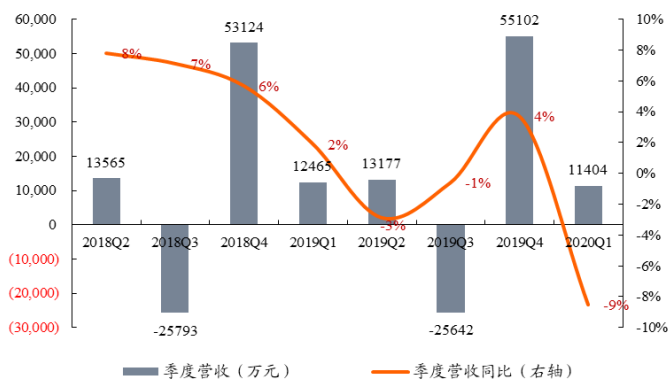
图 19、2019 年，公司实现归母净利润 8463 万元



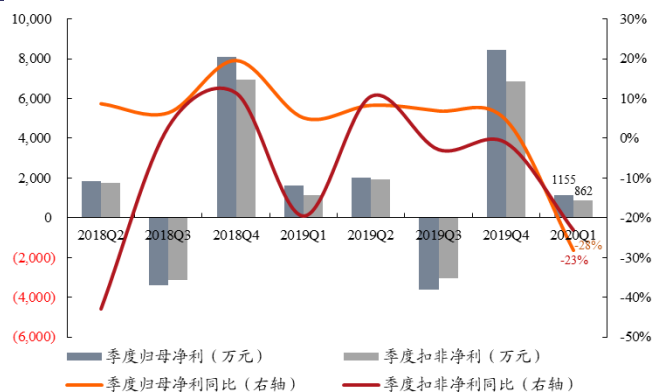
资料来源:招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、2020Q1，公司实现营收 11404 万元

图 21、2020Q1，公司实现扣非净利 862 万元



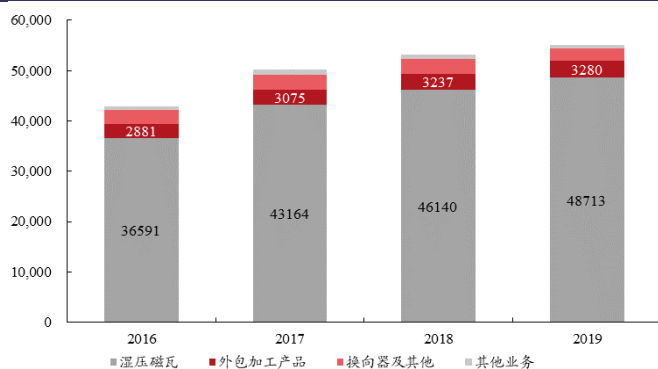
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理



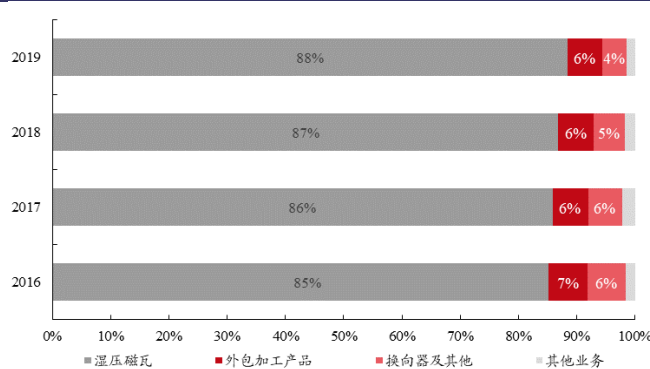
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2019 年，湿压磁瓦营收为 4.87 亿元（单位：万元）

图 23、2019 年，湿压磁瓦营收占比为 88.4%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

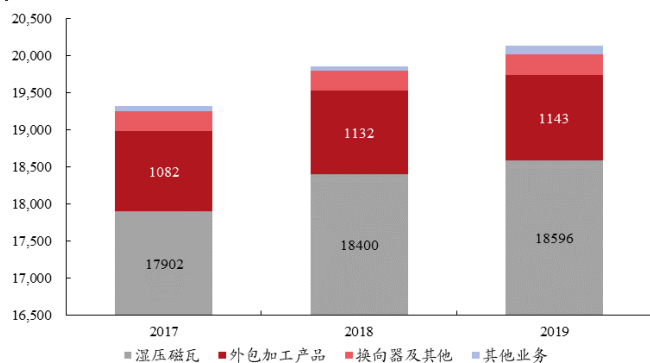


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

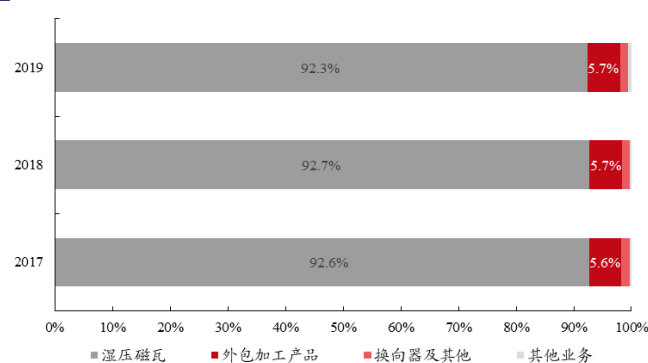
- **湿压磁瓦毛利占比超 90%。**2019 年，公司湿压磁瓦、外包加工产品、换向器及其他和其他业务的毛利分别为 18596、1143、283 和 121 万元，占总毛利的比例分别为 92.3%、5.7%、1.4%和 0.6%，湿压磁瓦为公司最主要的毛利来源。从毛利率来看，2019 年，湿压磁瓦、外包加工产品、换向器及其他和其他业务的毛利率分别为 38.17%、34.85%、12.07%和 15.85%，毛利率分别同比变化-1.71pct、-0.12pct、+2.52pct 和 10.04pct，但由于湿压磁瓦毛利占比较大，湿压磁瓦毛利率下降使得总的毛利率同比下降 0.82pct 至 36.56%。

图 24、2019 年，湿压磁瓦毛利为 1.86 亿元（单位：万元）

图 25、2019 年，湿压磁瓦毛利占比为 92.3%

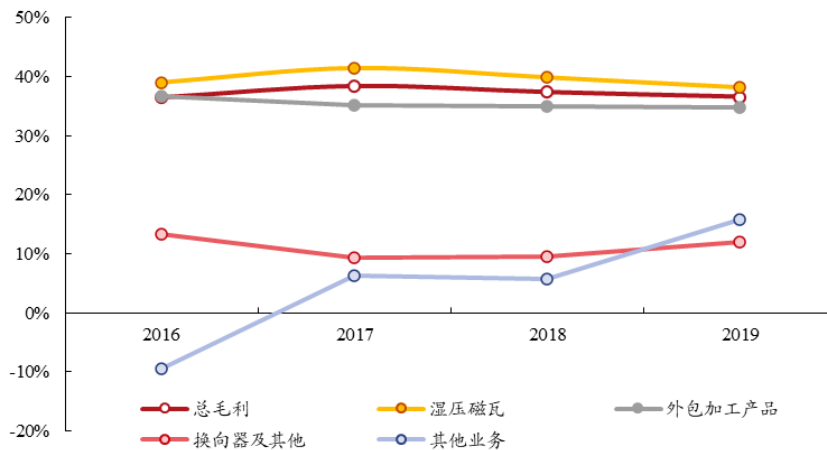


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

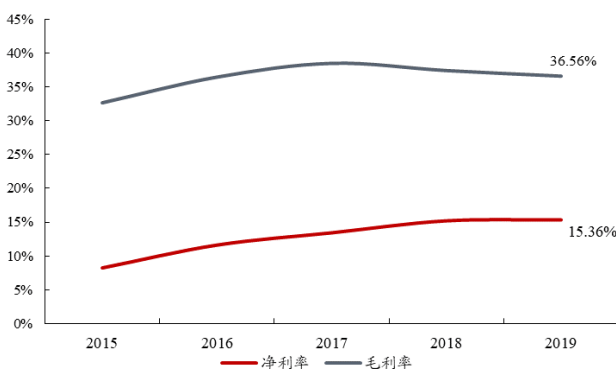
图 26、2019 年，湿压磁瓦毛利率为 38%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

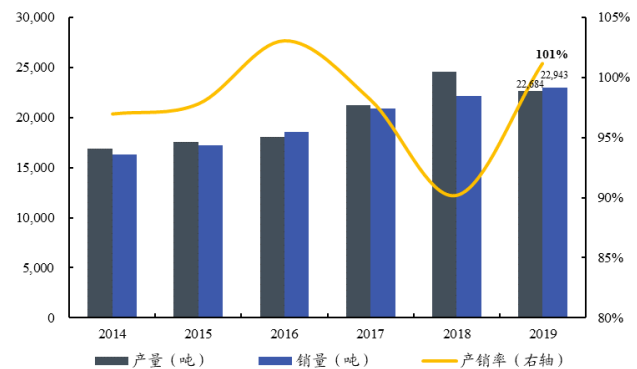
- **2019 营收增加来自于湿压磁瓦量价齐增，但原材料价格上涨使得毛利率小幅下降。**1)湿压磁瓦销量增加，2019 年湿压磁瓦销量同比增加 3.53%至 2.23 万吨，2)湿压磁瓦均价上升，2019 年，湿压磁瓦高端产品占湿压磁瓦营收比例为 88.41%，同比增加 1.55pct；而 2019 年湿压磁瓦均价格同比增 1.97%至 2.12 万元/吨湿压磁瓦量价齐增，2019 公司营收同比上升 3.72%。3)原材料价格上升，公司湿压磁瓦的主要原材料为铁红、预烧料等，2019 年湿压磁瓦直接材料成本占比为 38%；换向器产品的主要原材料为铜材。2019 年铁红、预烧料、铜材和电力的年度均价分别同比变化为+35.28%、+26.88%、+4.20%和-1.64%，原材料价格上涨，致使 2019 年公司毛利率同比减少 0.82pct 至 36.56%。

图 27、2019 年，公司毛利率为 36.56%



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

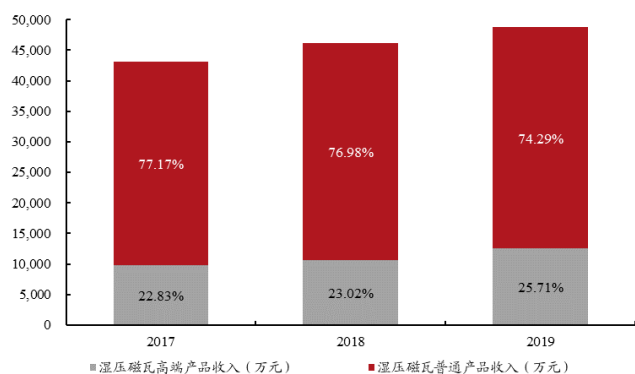
图 28、2019 年，公司湿压磁瓦销量为 2.29 万吨



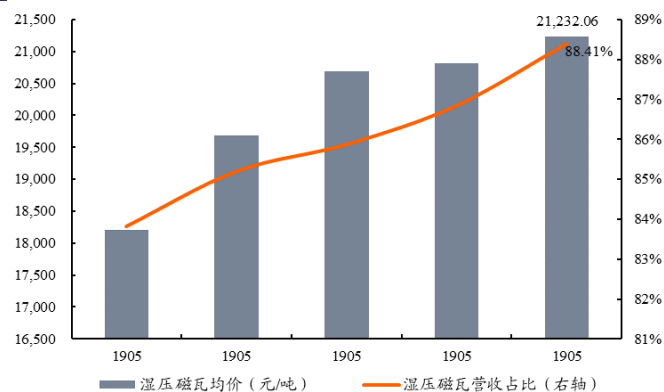
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、湿压磁瓦高端产品占营收比例增大

图 30、2019 年，湿压磁瓦营收占比为 88.41%



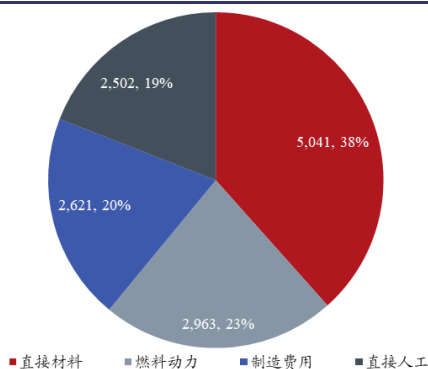
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理



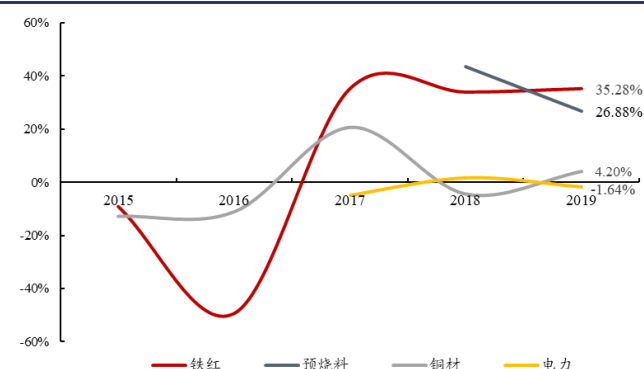
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、2019 年，公司湿压磁瓦单位成本中直接材料占比为 38% (单位: 元/吨)

图 32、2019 年，铁红均价同比上升 35.28%



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

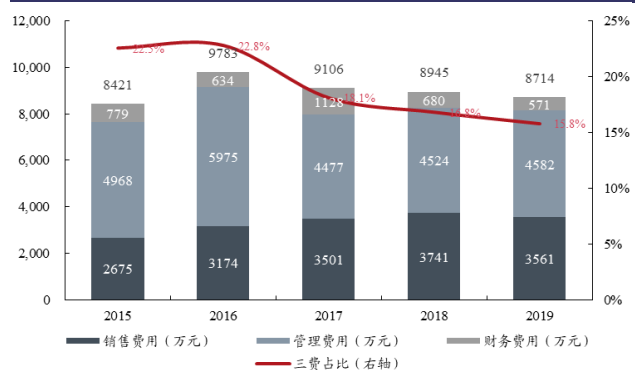


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

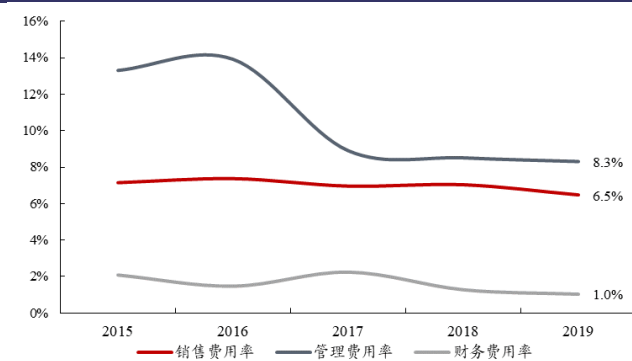
- 公司费用控制得当，2019 净利率同比小幅上涨。2019 年，公司三费同比降 1.02pct 至 15.8%，研发费用同比增 0.78pct 至 4.91%，在 2019 年公司毛利率同比下降 0.82pct 的情况下，公司净利率仍同比增 0.14pct 至 15.36%。

图 33、2019 年，三费占比为 15.8%

图 34、2019 年，公司销售费用率为 6.5%



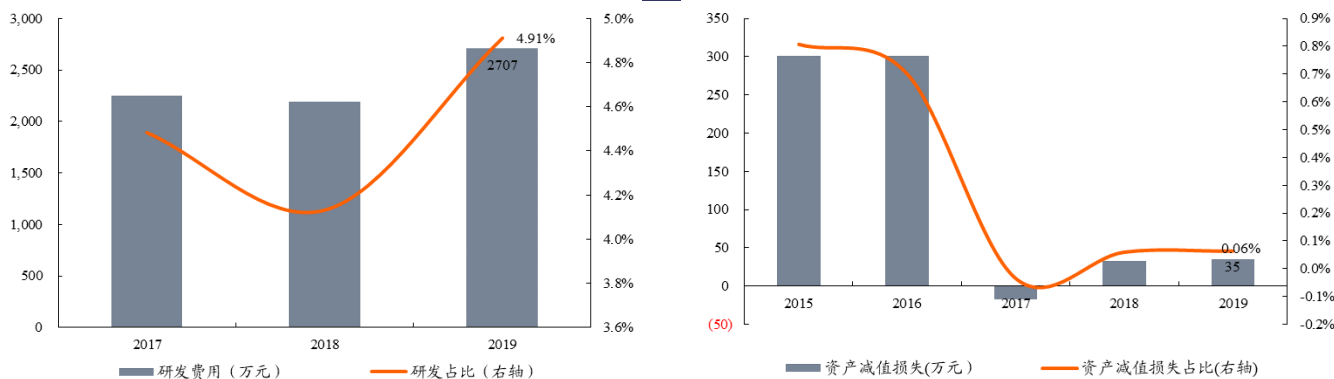
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、2019 年，公司研发费用率为 4.91%

图 36、2019 年，公司资产减值损失为 35 万元



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

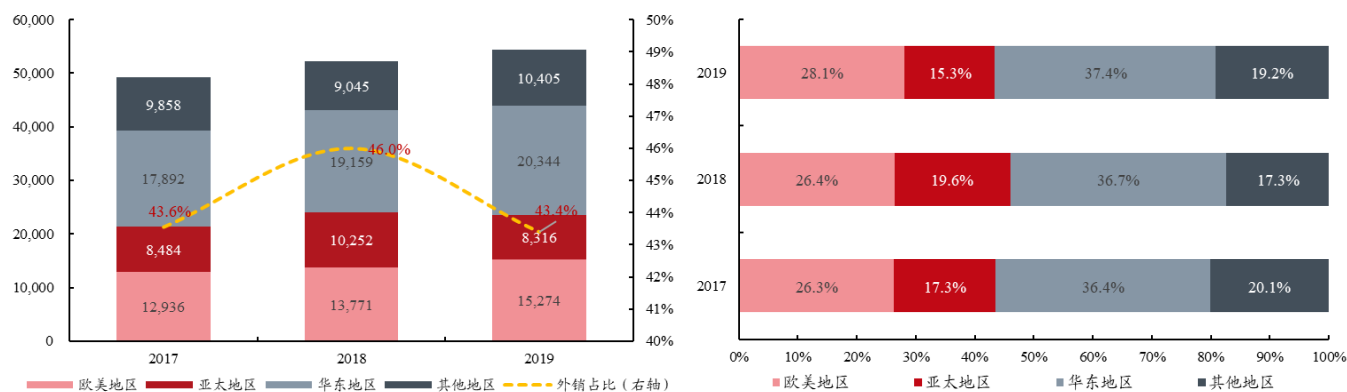
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、国内华东地区和国外欧美地区是公司主营产品销售的主要区域

- 公司主营外销比例超 40%，国内的华东地区和国外的欧美地区是主营产品主要的销售区域。2017-2019，公司主营外销比例在 43% 以上。据招股说明书披露，公司的永磁铁氧体湿压磁瓦主要出口到欧美、日韩、印度等多个国家和地区，出口占比达 50% 左右。而 2019 年，公司主营产品外销收入为 2.36 亿元，占主营收入比例为 43.4%，其中欧美和亚太地区的销售占比分别为 28.1% 和 15.3%；2019 年主营产品内销收入为 3.07 亿元，占主营收入比例为 56.6%，其中华东和其他地区的销售占比分别为 37.4% 和 19.2%。国内的华东地区和国外的欧美地区是公司主营产品销售的主要区域，2019 年合计销售占比为 65.6%。

图 37、2019 年，公司主营外销占比为 43%（单位：万元）

图 38、2019 年，欧美地区主营销售占比为 28.1%



资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

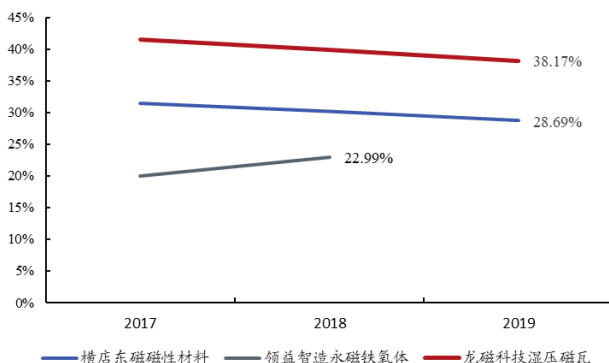
3.3、公司磁性材料业务毛利率在同行业中较高

- 公司磁性材料业务毛利率高于同业公司水平。2019 年，公司湿压磁瓦毛利率为 38.17%，同期横店东磁磁性材料毛利率为 28.69%，2018 年领益智造（江粉磁材）永磁铁氧体毛利率为 22.99%；整体来看，公司毛利率优势明显，原因在于公司与横店东磁、领益智造的磁性材料的产品构成不同。1) 领益智造

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

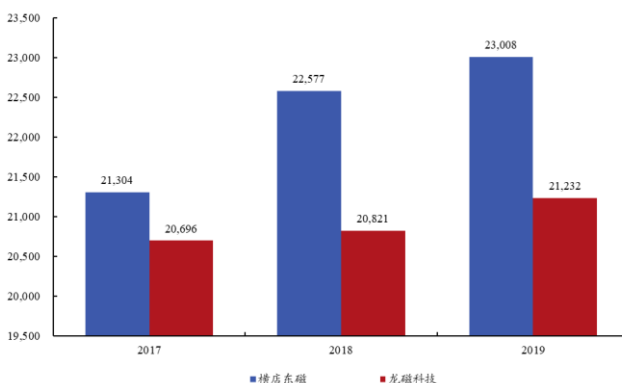
(江粉磁材)永磁铁氧体产品主要有湿压磁瓦、干压同性异性瓦、橡胶磁等,由于领益智造(江粉磁材)永磁铁氧体业务中附加值较低的干压同性异性瓦占比较大,导致其永磁铁氧体毛利率整体偏低,远低于公司和横店东磁。2)横店东磁磁性材料销售单价较高,但毛利仍低于公司。2019年,横店东磁磁性材料销售单价为2.3万元/吨,公司湿压磁瓦的销售单位为2.1万元/吨,略低于横店东磁,但由于单位成本较低,公司毛利率仍高于横店东磁磁性材料业务的总体毛利率。

图 39、公司湿压磁瓦毛利率达 38.17%



资料来源:招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、横店东磁销售单价高于公司(单位:元/吨)



资料来源:招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、公司磁性材料产品仅由湿压磁瓦组成

公司	磁性材料产品构成
横店东磁	喇叭磁钢、电机磁瓦(湿压磁瓦)、微波炉磁钢、塑磁、软磁等
领益智造(江粉磁材)	湿压磁瓦、干压同性异性瓦、橡胶磁等
龙磁科技	湿压磁瓦

资料来源:招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、产品性能优越,客户优质

- **原材料丰富:**我国是全球最大的钢铁生产国和钢铁消费国,永磁铁氧体的主要原材料铁红、铁鳞为钢铁生产过程中产生的副产品,以年产1,000万吨钢铁企业为例,热轧工序产生的铁红、铁鳞每年约9万吨。永磁铁氧体的主要原材料不但来源充足,价格低廉,而且还符合国家资源综合利用的鼓励政策。原材料供应充足、价格较低且相对稳定,有利于永磁铁氧体行业健康稳定发展。
- **产品性能优越。**国内仅少数企业能够生产相当于日本TDK公司FB9及以上水平的高性能铁氧体产品,公司生产的SM-9和SM-12材料性能与日本TDK公司的FB9及FB12系列水平相当,为国内性能领先的磁瓦材料牌号;另外,公司湿压磁瓦SM-9及SM-12高性能指标及大弧度、高拱高磁瓦成型技术等处于行业前列。衡量永磁铁氧体技术水平的主要指标有:磁性能、尺寸精度和产品一致性。其中磁性能是最重要的技术指标,永磁铁氧体材料的重要使

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

用价值在于其对特定的需求空间提供恒定的、一定强度的磁作用场，并在需求环境中具有保持这种磁作用场的能力。衡量磁性能的指标有：剩余磁感应强度 Br、内禀矫顽力 Hcj 和最大磁能积(BH)max。

- ✓ **剩余磁感应强度 Br:** 其大小将决定磁体对使用空间所提供的磁场强度和磁通量的大小。永磁铁氧体材料的剩余磁感应强度大，使得电机的特性更好，主要表现为力矩大、负载转速高、空载和负载电流小等
- ✓ **内禀矫顽力 Hcj:** 其大小决定了磁体在使用环境中受到各种不利因素（如温度、电流的反复变化、振动冲击等）的影响和作用时，保持磁场强度相对稳定的程度。矫顽力大，则电机在工作状态下的表现更为稳定可靠，反之，电机的品质特性会慢慢地恶化，如力矩变小、电流增加等
- ✓ **最大磁能积(BH)max:** 其表示磁体在气隙空间所形成的能量密度的大小。磁能积的数值是由磁感应强度和矫顽力的大小决定的。材料的最大磁能积值越大，在一定空气隙中产生同样大小的磁场强度所需要的材料体积就越小。

表 4、公司湿压磁瓦性能参数表

龙磁牌号	剩磁 BR(MT)	矫顽力 HCB(KA/M)	内禀矫顽力 HCJ(KA/M)	最大磁能积 (BH) MAX(MGOE)	对应 TDK 牌号
SM-6N	410-430	250-274	258-282	4.1-4.4	FB5N
SM-6B	400-420	270-294	295-318	4.0-4.3	FB5B
SM-6H	390-410	286-310	310-334	3.8-4.1	FB5H
SM-7N	420-440	246-270	251-275	4.3-4.7	FB6N
SM-7B	410-430	290-313	306-330	4.1-4.4	FB6B
SM-7H	390-410	290-314	346-370	3.7-4.1	FB6H
SM-9N	430-450	270-294	275-299	4.4-4.8	FB9N
SM-9B	420-440	302-342	342-366	4.2-4.6	FB9B
SM-9H	410-430	294-334	380-406	4.1-4.4	FB9H
SM-12N	450-470	278-302	298-322	4.8-5.2	FB12N
SM-12B	440-460	302-342	342-366	4.4-4.8	FB12B
SM-12H	430-450	302-342	380-406	4.2-4.6	FB12H

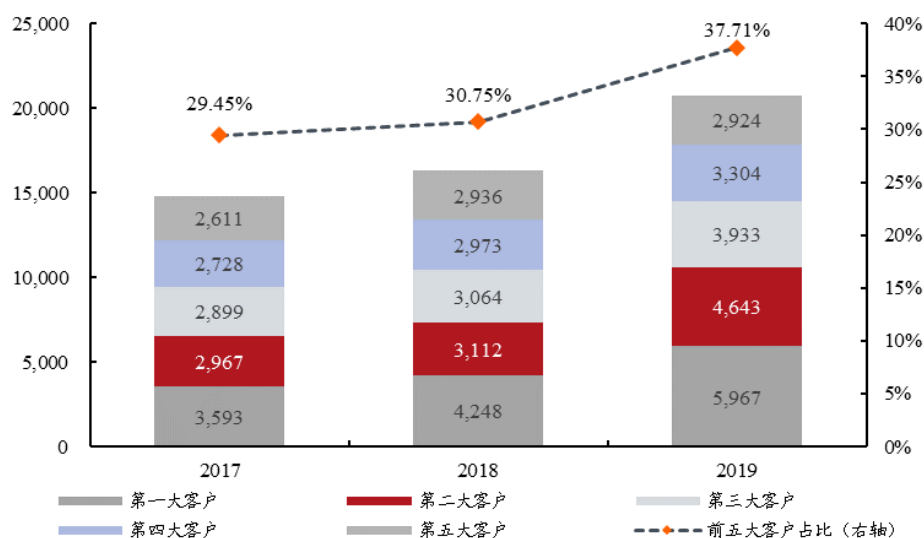
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

- **客户优质。**行业主流市场进入门槛高，不但要通过国际质量体系认证，还要通过客户严格的现场评审，方能进入客户供应商体系，在通过严格的样件试验、小批量供货合格后，方可批量产品。在成为合格供应商、确定合作关系后，客户为保证产品品质及维护供货的稳定性，一般不会轻易改变供应商。公司主要客户包括法国 VALEO（法雷奥）、日本 M（三叶）、德国 BROSE（博泽）、BOSCH（博世）、CONTINENTAL（大陆）和格力电器、韩国 LG，三星等。
- **2019 年，公司前五大客户销售占比为 37.71%。**2019 年公司五大客户分别为 NIDEC（电产）、VALEO（法雷奥）、凌达压缩机（格力电器）、南京金熊

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

猫电器有限公司和 BOSCH(博世), 销售收入分别为 5967.0、4643.1、3933.3、3303.8 和 2923.8 万元, 占营收比例分别为 10.83%、8.43%、7.14%、6.00% 和 5.31%, 合计占总营收比例 37.71%。

图 41、2019 年前五大客户销售占比为 37.71% (单位: 万元)



资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、募投项目: 募资 3.5 亿元, 用于产能提升和营运资金补充

- 公司拟向社会公众公开发行人民币普通股 1,767 万股, 占本次发行后总股本的 25.00%, 预计募集资金总额约为 35340 万元, 用于年产 8000 吨高性能永磁铁氧体湿压磁瓦项目以及补充营运资金:
 - ✓ 总投资 1.84 亿元建设年产 8,000 吨高性能永磁铁氧体湿压磁瓦生产线。公司以将军磁业为实施主体, 建设年产 8000 吨高性能永磁铁氧体湿压磁瓦生产线, 主要产品为 SM-9 以上系列高性能湿压磁瓦。募投项目计划总投资 18413.60 万元, 其中建设投资 15424.70 万元, 流动资金 2988.90 万元。
 - ✓ 募集资金中 1.00 亿元用于补充营运资金。公司营运资金主要来源于经营性现金流入和银行借款, 随着业务规模不断增加, 公司营运资金需求也将持续增加。

表 5、公司募资资金中的 1.8 亿元将用于增加高性能湿压磁瓦产能

项目名称	投资总额 (万元)	使用募集资金金额 (万元)	建设期
年产 8000 吨高性能永磁铁氧体湿压磁瓦	18,413.60	17,945.60	18 个月
补充运营资金	10,000.00	10,000.00	-
合计	28,413.60	27,945.60	-

资料来源: 招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测

- 考虑募投项目建设期为 18 个月以及下游需求受到全球公共卫生事件的影响，预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 0.82、0.97、1.19 亿元，EPS 分别为 1.55、1.82、2.24 元。首次覆盖，给予公司“审慎增持”评级。

6、风险提示

- 下游需求不达预期；
- 汇率波动风险；
- 贸易政策变动风险；
- 项目进程不达预期等。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	392	337	415	580
货币资金	45	34	40	104
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	154	133	163	206
其他应收款	2	2	3	3
存货	178	157	196	250
非流动资产	435	599	602	571
可供出售金融资产	0	6	3	4
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7
固定资产	318	417	464	461
在建工程	19	109	65	32
油气资产	0	0	0	0
无形资产	40	40	39	38
资产总计	827	937	1017	1151
流动负债	255	300	284	312
短期借款	131	138	131	131
应付票据	0	0	0	0
应付账款	78	78	94	117
其他	46	84	59	64
非流动负债	37	19	31	35
长期借款	14	19	24	30
其他	23	0	7	6
负债合计	292	319	315	347
股本	53	53	53	53
资本公积	36	36	36	36
未分配利润	388	495	574	669
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	536	618	702	804
负债及权益合计	827	937	1017	1151

现金流量表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	85	82	97	119
折旧和摊销	30	27	34	38
资产减值准备	1	2	-1	1
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	10	9	9
投资损失	-1	-1	-1	-1
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-70	-77	79	72
经营活动产生现金流	56	208	62	86
投资活动产生现金流	-54	-221	-32	-2
融资活动产生现金流	19	3	-24	-20
现金净变动	22	-11	6	64
现金的期初余额	23	45	34	40
现金的期末余额	45	34	40	104

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	551	538	646	797
营业成本	350	349	423	527
营业税金及附加	5	5	7	8
销售费用	36	35	43	52
管理费用	46	45	53	65
财务费用	6	10	9	9
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	1	1	1
营业利润	97	95	112	137
营业外收入	2	1	1	2
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	98	96	113	138
所得税	14	13	16	19
净利润	85	82	97	119
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	85	82	97	119
EPS (元)	1.60	1.55	1.82	2.24

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性 (%)				
营业收入增长率	3.7%	-2.3%	20.0%	23.4%
营业利润增长率	1.2%	-1.8%	17.8%	22.6%
净利润增长率	4.7%	-2.8%	17.6%	22.6%
盈利能力 (%)				
毛利率	36.6%	35.1%	34.4%	33.9%
净利率	15.4%	15.3%	15.0%	14.9%
ROE	15.8%	13.3%	13.8%	14.8%

偿债能力 (%)

资产负债率	35.3%	34.0%	31.0%	30.2%
流动比率	1.54	1.12	1.46	1.86
速动比率	0.84	0.60	0.77	1.05

营运能力 (次)

资产周转率	0.73	0.61	0.66	0.74
应收帐款周转率	3.93	3.72	4.29	4.25

每股资料 (元)

每股收益	1.60	1.55	1.82	2.24
每股经营现金	1.06	3.92	1.18	1.63
每股净资产	10.10	11.66	13.25	15.16

估值比率 (倍)

PE	-	-	-	-
PB	-	-	-	-

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn