

Q4 业绩环比大涨，稀土龙头量本优势显著

2022 年 04 月 17 日

► **事件：2022 年 4 月 14 日，公司发布 2021 年报：**2021 年，公司实现营业收入 304.08 亿元，同比增长 43.1%；归母净利润 51.3 亿元，同比增长 516.1%；扣非归母净利润 49.67 亿元，同比增长 516.4%。2021Q4，公司实现营业收入 63.17 亿元，同比增长 10.5%、环比减少 32.6%；归母净利润 19.81 亿元，同比增长 510%、环比增长 77.9%；扣非归母净利润 20.08 亿元，同比增长 490.3%、环比增长 94.6%。业绩符合此前业绩预增公告。

► **归母净利润同比增长或得益于报告期内主要产品量价齐升。**①**产销量：**稀土产品产销量均同比增长。得益于稀土指标的大幅增长（矿产品/冶炼分离指标同比分别增长 36.44%和 40.53%），2021 年公司稀土氧化物产量同比增长 19.7%至 12675 吨，销量同比增长 95.6%至 42105 吨。稀土氧化物的销量增长远大于产量的增长，存在较多库存销售，因此稀土氧化物的库存同比减少 32.5%至 61109 吨。②**价：**受益于下游需求增长，稀土产品供不应求，年内价格上涨。镨钕氧化物 2021 年全年均价达到 59.1 万元，同比增长 90.64%。③**成本：**2021 年公司与包钢股份协商后稀土精矿不含税价格为 16269 元/吨（干量，REO=51%），同比增长 29.12%，远小于轻重稀土氧化物价格的涨幅。

► **公司 2021Q4 归母净利润环比提升主要来自于毛利的提升（+10.82 亿元），而毛利的提升主要受益于稀土产品量价齐升。**①**产销量：**2021Q4，公司稀土氧化物销量环比增加 69.25%至 13499 吨，产量环比减少 64.06%至 1202 吨。销量大幅超过产量或反映公司四季度以销售库存为主。②**价格：**镨钕氧化物 2021 年 Q4 均价达到 77.37 万元，同比增长 107%，环比增长 31.1%。

► **公司作为稀土行业龙头企业，存在较多亮点：**①2022 年第一批指标中，北方稀土的冶炼分离产品指标同比增长 40.53%至 53780 吨，北方稀土一家新增的冶炼分离产品指标占总增量的 96%，一定程度上保证了 2022 年的产品增量。②与包钢签订采购协议，尽管 2022 年采购价格有所调整（上涨 65.27%至 26887.2 元/吨），但仍显著低于市场价（仅为市场价的 50%），具备成本优势。③加快清理低效资产，营运效率有望持续提升。2021 年公司总资产周转率同比提升 16.1%至 1.01。随着公司对低效资产进行清理，营运效率仍有进一步提升空间。④稀土下游磁材行业需求旺盛，2022 年初以来公司产品挂牌价高位持稳，锚定稀土售价，稀土价格或趋向稳定，公司作为行业龙头有望充分享受行业景气度提升。

► **投资建议：**公司通过采购包钢股份的低价稀土精矿获得较强的成本优势，产销量增长确定，有望受益于稀土行业景气。我们上调公司 2022-2024 年归母净利润至 79.63、102.20 和 127.43 亿元，EPS 分别为 2.19、2.81 和 3.51 元；对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别为 16、12 和 10 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，指标过快增长，海外矿山项目进展超预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	30,408	44,787	53,551	62,628
增长率（%）	38.8	47.3	19.6	16.9
归属母公司股东净利润（百万元）	5,130	7,963	10,220	12,743
增长率（%）	462.3	55.2	28.3	24.7
每股收益（元）	1.41	2.19	2.81	3.51
PE	25	16	12	10
PB	8.2	6.0	4.4	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

34.72 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.【民生金属·公司点评】北方稀土：稀土产品量价齐升，Q4 业绩环比大涨

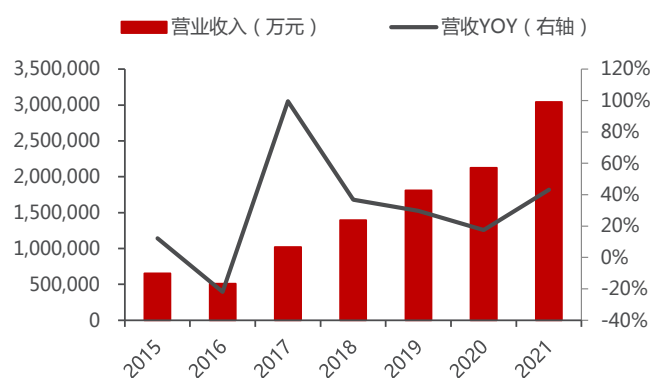
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 分析：稀土产品量价齐升，业绩亮眼	4
2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩	4
2.2 2021Q4 业绩：镨钕高位运行，业绩充分释放	7
2.3 加快清理低效资产，营运效率逐年提升	9
2.4 成本优势仍在，稀土价格或高位持稳	10
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 盈利预测	12
3.2 估值分析	12
3.3 投资建议	12
4 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 事件：公司发布 2021 年年报

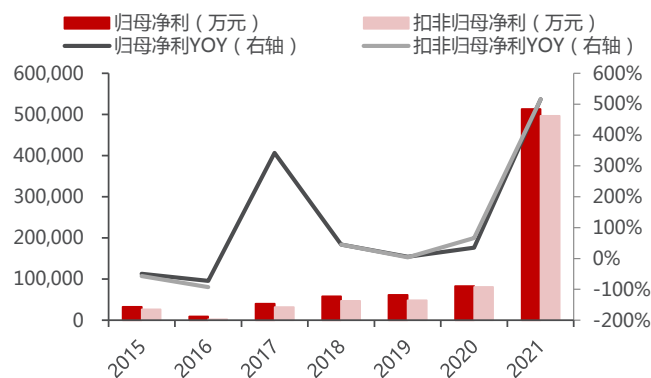
公司发布 2021 年报：2021 年，公司实现营收 304.08 亿元，同比增长 43.1%；归母净利润 51.3 亿元，同比增长 516.1%；扣非归母净利润 49.67 亿元，同比增长 516.4%。2021Q4 公司实现营收 63.17 亿元，同比增长 10.5%、环比减少 32.6%；归母净利润 19.81 亿元，同比增长 510%、环比增长 77.9%；扣非归母净利润 20.08 亿元，同比增长 490.3%、环比增长 94.6%。业绩符合此前业绩预增公告。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 43.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

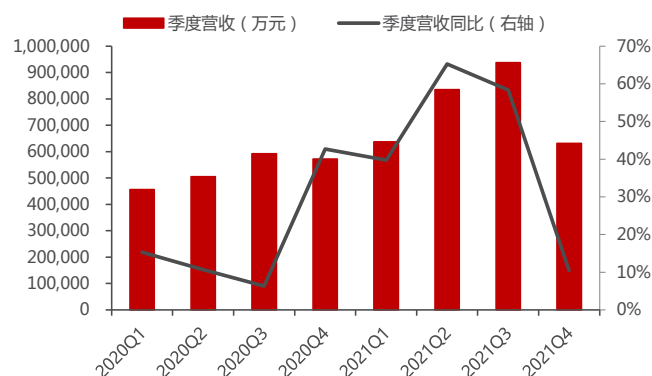
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 516.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

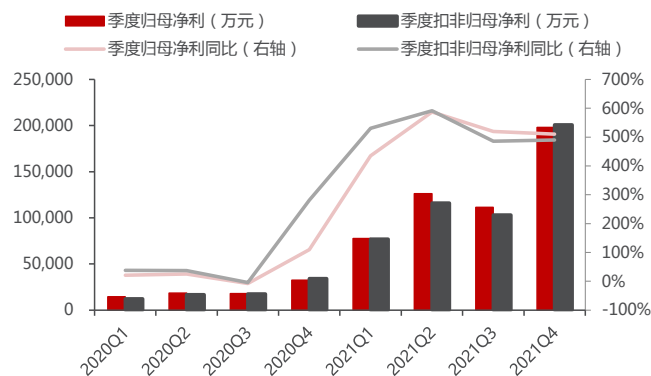
注：2017 年扣非归母净利润增速为 1573%，主要由于 2016 年基数较低，与其他年份差异较大，故图中未予以展示

图 3：2021Q4，公司营收环比减少 32.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润环比增加 94.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年 3 月 29 日，公司发布 2022 年一季度业绩预增公告：Q1 归母净利润预计为 15.3-17.3 亿元，同比增加 7.5-9.5 亿元，同比增长 97%-123%，扣非净利润预计为 16.7-18.7 亿元，同比增加 9-11 亿元，同比增长 117%-143%。

2 分析：稀土产品量价齐升，业绩亮眼

2.1 2021 年度业绩：受益于行业景气，创历史最佳业绩

公司产品主要分为稀土原料产品、稀土功能材料产品及部分稀土终端应用产品。其中，公司稀土原料产品包括稀土盐类、稀土氧化物及稀土金属，是下游稀土功能材料及新材料产品生产加工企业的主要生产原料，公司冶炼分离产能 12 万吨/年、稀土金属产能 1.6 万吨/年；稀土功能材料产品包括稀土磁性材料、抛光材料、贮氢材料、催化材料，主要用于生产制造所属产业领域内的应用产品，如磁体、抛光粉（液）、镍氢电池、催化剂等，公司稀土功能材料中磁性材料合金产能 4.1 万吨/年、抛光材料产能 3.2 万吨/年、贮氢合金 8300 吨/年、稀土基烟气脱硝催化剂 1.2 万立方米/年；公司稀土终端应用产品包括镍氢动力电池、稀土永磁磁共振仪，进军稀土永磁高效节能电机产业，积极开展市场推广应用。

表 1：公司主要产品

类别及名称		应用领域
原料类	氧化镧	制造特种合金、精密光学玻璃、高折射光学纤维板、制造陶瓷电容器
	氧化铈	稀土催化材料、稀土着色剂、稀土热稳定剂、稀土磁性材料
	碳酸镧铈	稀土抛光材料
	氧化镨钕	高性能稀土永磁材料
材料类	磁性材料	驱动电机、伺服电机、微特电机。钕铁硼永磁为神州系列飞船导航设备元器件
	贮氢材料	新能源储能系统
	抛光材料	液晶基板、导电玻璃、光学玻璃、玻壳、镜片、电脑光盘、芯片、光掩膜、装饰玻璃、饰品等领域的抛光
	催化材料	工业炉窑脱硫脱硝
应用产品	稀土永磁核磁共振仪	医疗核磁共振仪等
	镍氢动力电池	动力电源、混动汽车等
	永磁电机	风电、新能源汽车、电子通信、高端医疗

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年归母净利润同比增长得益于报告期内主要产品量价齐升。

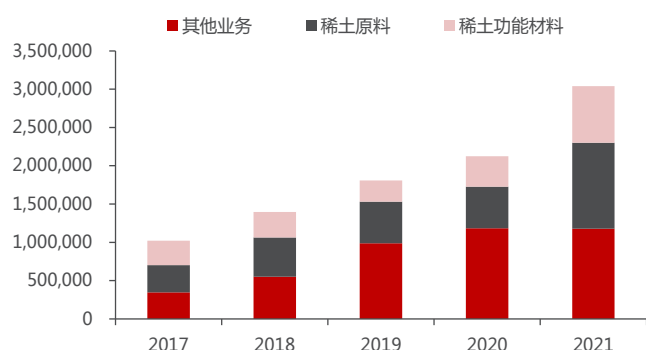
量：受益于指标增长，公司稀土原料产品产销量同比均有较大增长。2021 年北方稀土集团矿产品指标为 10.04 万吨 REO，冶炼分离产品指标为 8.96 万吨 REO，同比分别增长 36.44%和 40.53%。得益于稀土指标的大幅增长，2021 年公司稀土氧化物/稀土盐类/稀土金属产量分别同比增长 19.7%/6.1%/16.7%至 12675/78156/20868 吨，销量分别同比增长 95.6%/15.9%/16.3%至 42105/74187/20441 吨。稀土氧化物的销量增长远大于产量的增长，存在较多库存销售，因此稀土氧化物的库存同比减少 32.5%至 61109 吨，而稀土盐类和稀土金属的库存分别同比增加 11.3%和 30.7%至 39141 和 1821 吨。

值得注意的是，北方稀土 2022 年或仍有较大增量。2022 年第一批稀土开采分离指标已下达，北方稀土的稀土矿产品指标同比增长 36.44%至 60210 吨，冶炼分离产品指标同比增长 40.53%至 53780 吨，北方稀土一家新增的矿产品/冶炼分离产品指标占总增量的 95.71%/95.74%，一定程度上保证了 2022 年的产品增量。

价格：受益于下游需求增长，稀土产品供不应求，年内价格大幅上涨。镨钕氧化物 2021 年全年均价达到 59.1 万元，同比增长 90.64%，镨钕混合金属 2021 年全年均价达到 71.8 万元，同比增长 88.23%。

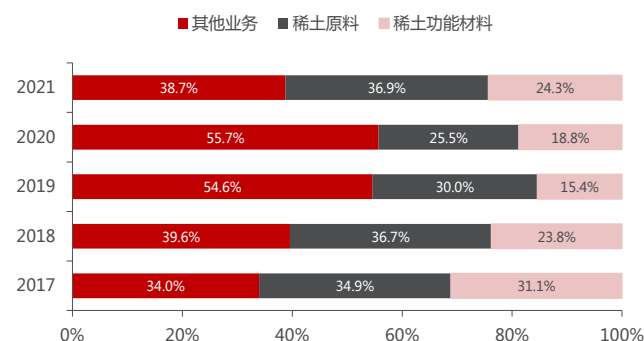
成本：公司通过协议价采购包钢股份稀土精矿，成本优势较大。2021 年年初公司与包钢股份签订了《稀土精矿供应合同》，稀土精矿交易价格为不含税 16269 元/吨（干量，REO=51%），并首次约定每季度可根据稀土市场产品价格波动情况协商调整交易价格。但实际 2021 年全年均未对稀土精矿采购价格进行调整。2021 年内蒙古稀土精矿（REO 含量 70%）的市场价年均价为 40329 元/吨，而经过调整的稀土精矿协议价格仅为 22330 元/吨（合同规定 REO 每增减 1%，不含税价格增减 319 元/吨（干量）），低于市场价格，具备显著成本优势。

图 5：2017-2021 年公司分产品营收（单位：万元）



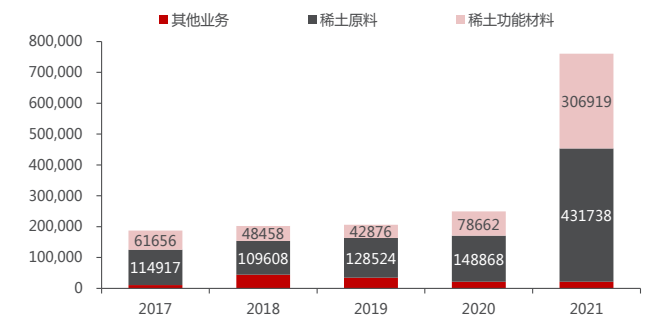
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2017-2021 年公司分产品营收占比



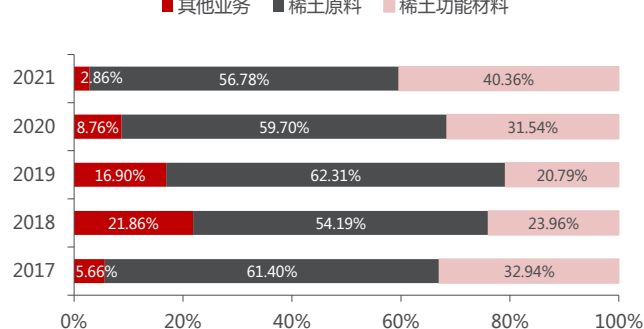
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2017-2021 年公司分产品毛利（单位：万元）



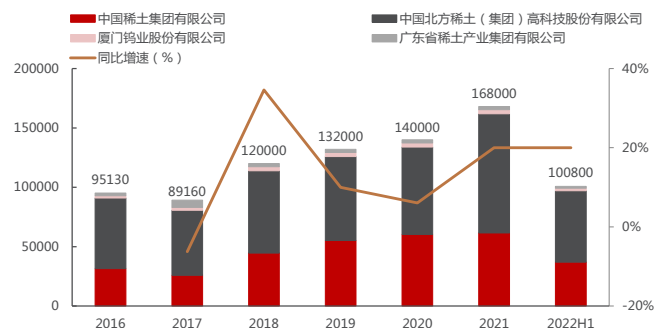
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2017-2021 年公司分产品毛利占比



资料来源：wind，民生证券研究院

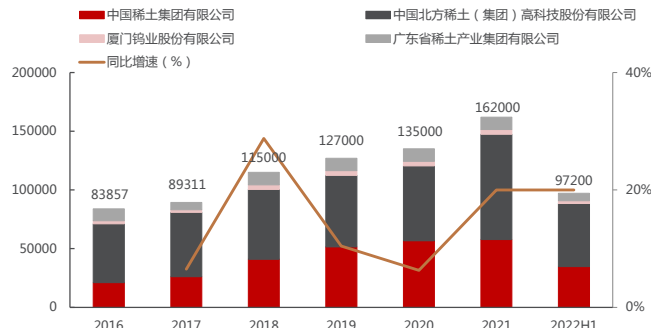
图 9 : 2016-2022H1 四大稀土集团稀土矿产品指标 (单位: 折 REO, 吨)



资料来源: 工信部, 民生证券研究院

注: 其中 2016-2021 中国稀土集团有限公司的指标为中国稀有稀土股份有限公司、五矿稀土集团有限公司和中国南方稀土集团有限公司的指标之和

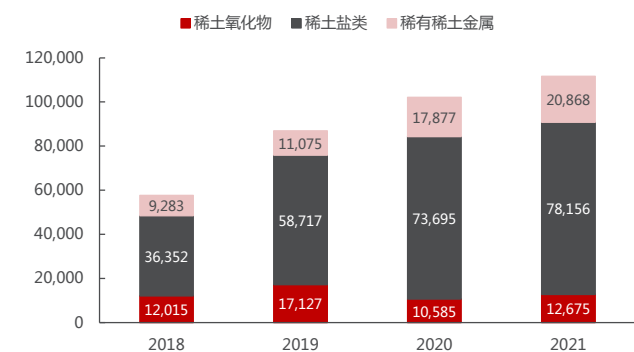
图 10 : 2016-2022H1, 四大稀土集团稀土分离产品指标 (单位: 折 REO, 吨)



资料来源: 工信部, 民生证券研究院

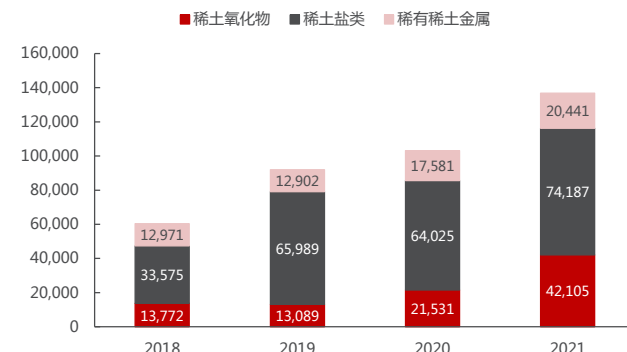
注: 其中 2016-2021 中国稀土集团有限公司的指标为中国稀有稀土股份有限公司、五矿稀土集团有限公司和中国南方稀土集团有限公司的指标之和

图 11 : 2018-2021 年公司稀土原料产量 (单位: 万吨)



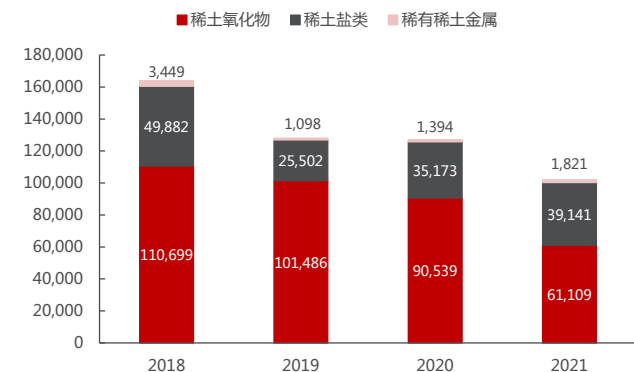
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 12 : 2018-2021 年公司稀土原料销量 (单位: 万吨)



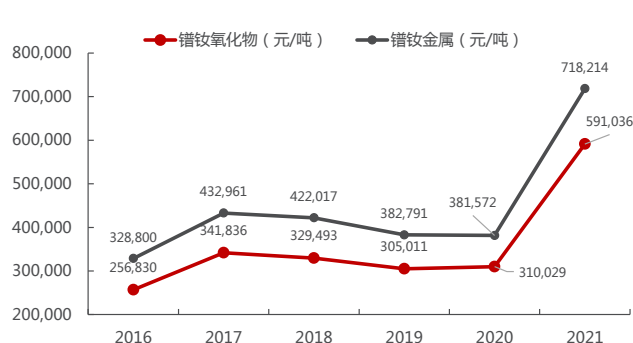
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13 : 2018-2021 年公司稀土原料库存 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 14 : 2021 年镨钕氧化物价格同比上涨 90.64%



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩：镨钕高位运行，业绩充分释放

2021Q4，公司归母净利润同比环比均有所增长，分拆来看，归母净利润的增长主

要是由于毛利的增长。毛利的增长或主要是因为稀土产品量价齐升。①产销量：

2021Q4，公司稀土氧化物销量环比增加 69.25%至 13499 吨，产量环比减少 64.06%

至 1202 吨。销量大幅超过产量或反映公司四季度以销售库存为主。②价格：

2021Q4，镨钕氧化物均价为 77.37 万元，同比增长 107%，环比增长 31.1%。环

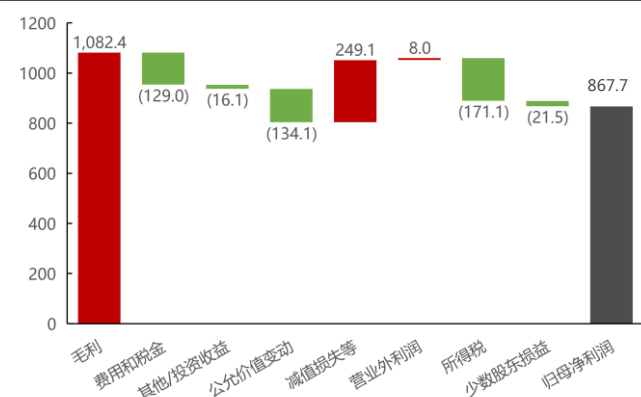
比来看，除了毛利（+10.82 亿元）之外，其他增利点还有减值损失（2.49 亿元）

营业外利润（804 万元），主要的减利点在于所得税（-1.71 亿元）、公允价值变动

（-1.34 亿元）、费用和税金（-1.29 亿元）、少数股东权益（-2147 万元）、其他/

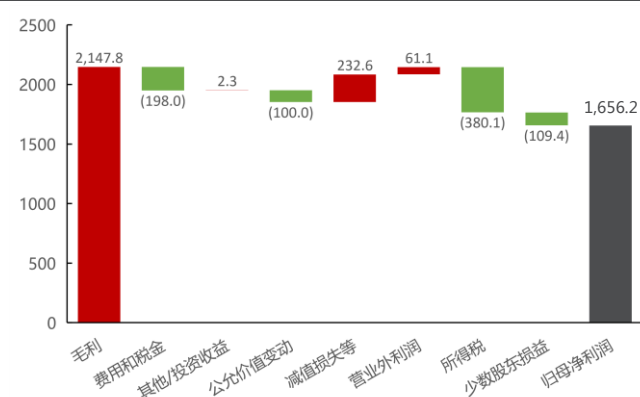
投资收益（-1609 万元）等。

图 15：2021Q4，公司归母净利润环比增加 8.68 亿元
（单位：百万元）



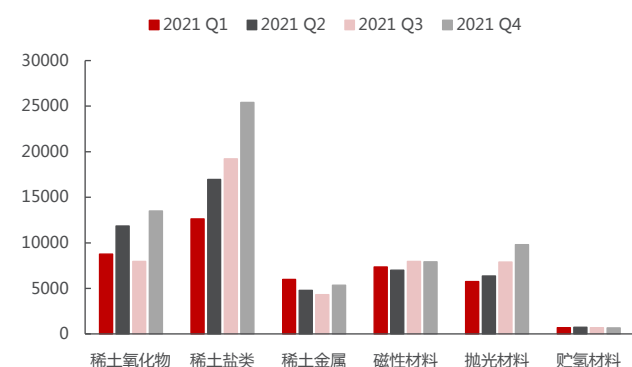
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021Q4，公司归母净利润同比增加 16.56 亿元
（单位：百万元）



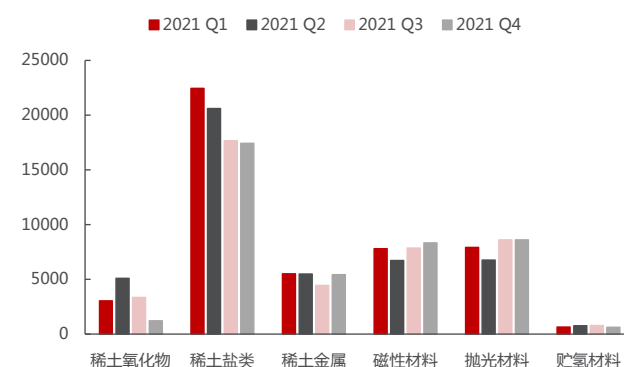
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17 2021Q4，公司稀土氧化物销量环比增加 69.25%
至 13499 吨



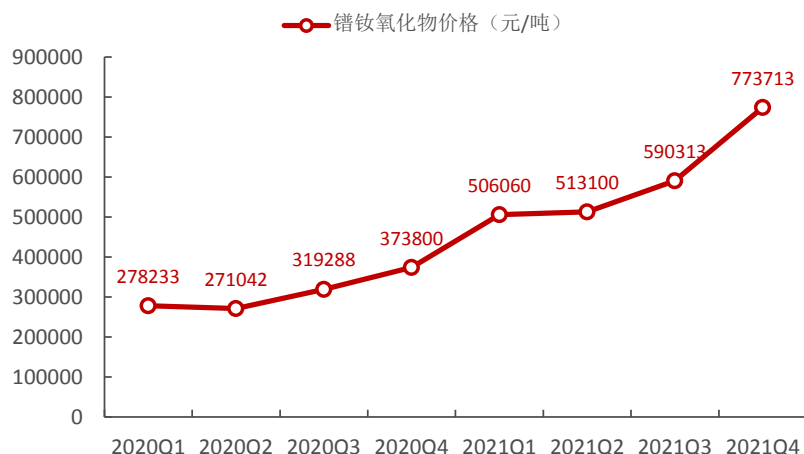
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18 2021Q4，公司稀土氧化物产量环比减少 64.06%
至 1202 吨



资料来源：公司公告，民生证券研究院

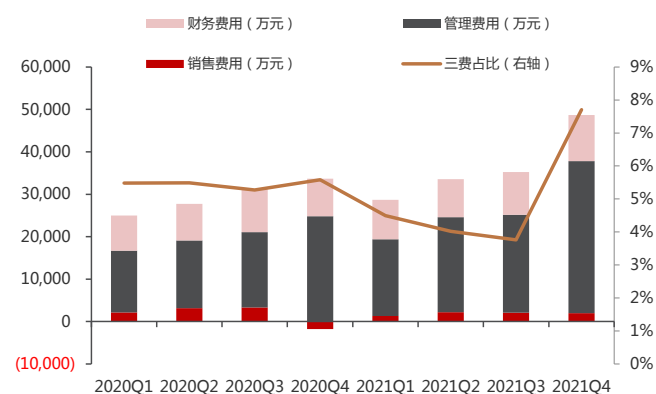
图 19：2021Q4，镨钕氧化物均价为 77.37 万元，同比增长 107%，环比增长 31.1%



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

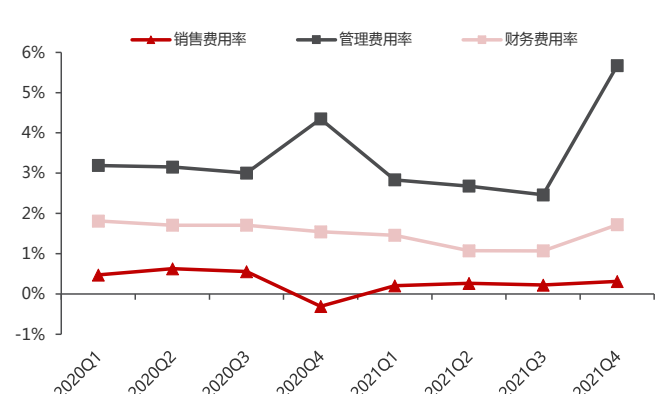
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比增长 0.1 pct、增长 3.2pct 和增加 0.6pct，至 0.3%、5.7%和 1.7%。近一年费用率较为稳定。Q4 研发费用为 3006 万元，环比下降 0.1%，研发费用率达到 0.5%，研发费用的持续增长一方面是因为公司不断持续投入科研，提高产品质量和技术工艺水平，新增科技开发项目 123 项，其中国家、省部级项目 22 项；授权专利 72 项，2 项获国际专利授权；制修订各类标准 58 项，发布行业标准 13 项，进一步推进稀土标准国际化；首创稀土钢用稀土铁合金制备技术，获得“稀鑫”商标授权；“稀土多彩反射隔热涂料技术”突破国外技术垄断，填补国内空白，并建成年产百吨示范线；自主研发稀土超磁致伸缩促动器，解决了天文望远镜核心部件“卡脖子”问题。

图 20：2021Q4，公司三费占比为 7.7%

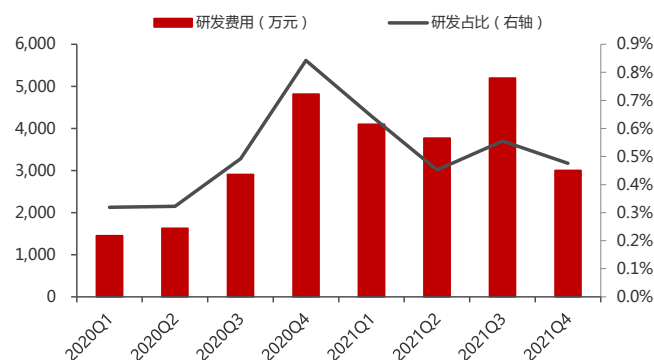


资料来源：wind，民生证券研究院

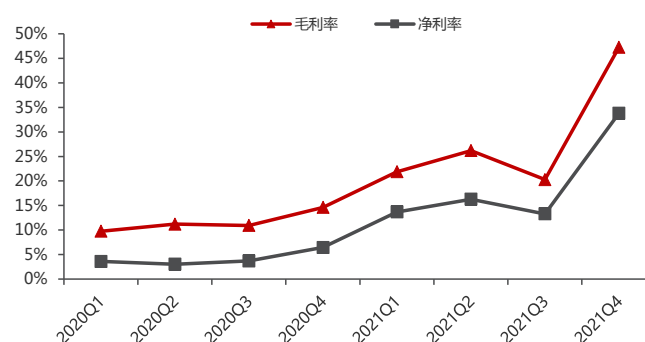
图 21：2021Q4，公司财务费用率为 1.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2021Q4，公司研发费用为 3006 万元


资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：2021Q4，公司净利率为 33.8%


资料来源：wind，民生证券研究院

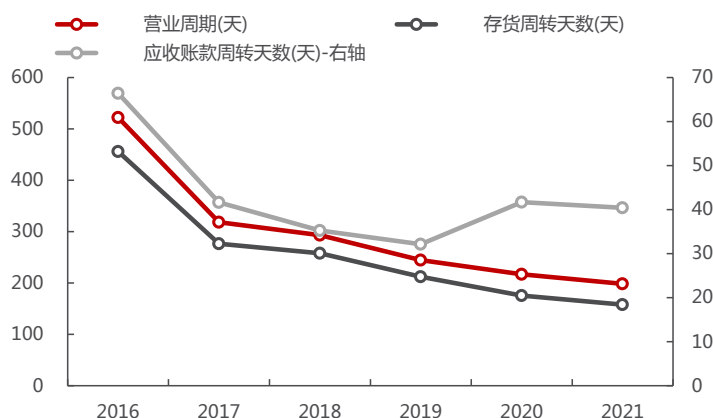
2.3 加快清理低效资产，营运效率逐年提升

公司坚持“做精做优稀土原料，做强做大稀土功能材料，做专做特终端应用产品”的发展思路。

2021 年，公司在合资合作和重点项目建设方面发力：①与上市公司安泰科技合资建设高端磁体项目，丰富磁体产品结构，抢抓高端市场；②收购控股股东所属节能环保产业公司，进一步提升绿色制造及绿色发展水平，巩固提升公司竞争优势；③完成对磁材公司、安徽永磁、稀宝方元三家公司增资扩股，助力子公司扩大经营规模，增强竞争力；④控股华星稀土，提升稀土金属产能，为产业链发展提供原料保障。推进整合稀交所前期工作。

同时公司加快清理低效无效资产，营运效率大幅提升。2021 年公司营业周期、存货周转天数、应收账款周转天数同比下降 8.6%、9.9%、3.1%至 198、158、40 天，总资产周转率同比提升 16.1%至 1.01。营运效率的大幅提升离不开公司对无效低效资产的清理，2021 年公司处僵治困加压推进，压实减亏治亏责任，实施一企一策。①电池公司通过新产品开发、降低生产成本、加大市场开拓力度等举措，实现扭亏为盈；②飞达稀土启动搬迁重建工程，配合压缩费用、降低管理成本等措施，完成减亏任务；③加快清理低效无效资产，盘活闲置产线 17 条，实现闲置产线清零，处置闲置设备 1142 项，压减企业层级 3 家，资产运营效率进一步提高。

图 24：公司营运效率逐年提升

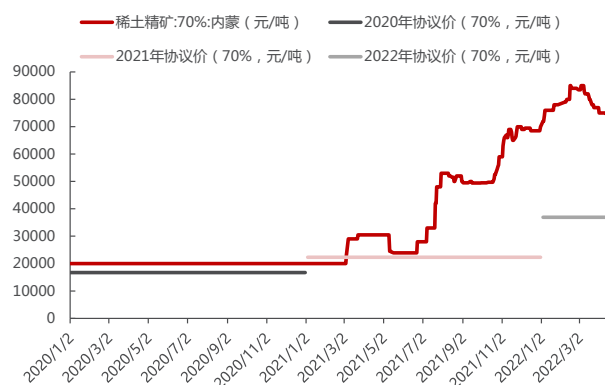


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

2.4 成本优势仍在，稀土价格或高位持稳

2022 年稀土精矿采购协议签订，成本优势依旧。由于 Q4 稀土氧化物价格抬升明显，根据公司与包钢股份的协议规定，双方进行了 2022 年精矿价格的调整，约定 2022 年 1 月 1 日起稀土精矿销售价格调整为不含税 26887.2 元/吨，同比提升 65.27%。尽管价格上涨幅度较大，但若考虑以下两点，北方稀土仍具备行业领先的成本优势。①**精矿价格涨幅小于稀土产品全年价格涨幅。**本次调价实际上考虑了 2021 年四个季度的稀土价格上涨，根据亚洲金属网报价，年底镨钕氧化物价格为 84.8 万元/吨，较年初 41.15 万元/吨上涨 106%，远大于稀土精矿价格上涨幅度。②**协议价与市场价相比仍有折扣。**2021 年全年稀土精矿（内蒙古，REO 含量 70%）的均价为 40329 元/吨，而北方稀土采购该品味的稀土精矿协议价仅为 36904 元/吨，有 8.5%的折扣，若与当前稀土精矿（内蒙古，REO 含量 70%）的价格 7.6 万元/吨对比，协议价有 51.44%的折扣。

图 25：公司采购稀土精矿协议价相比于市场价仍具备成本优势



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

表 2：2018-2022 年稀土精矿采购协议

项目	单位	2018	2019	2020	2021	2022
稀土精矿价格	元/吨，不含税，干量， REO=51%	14000	12600	12600	16269	26887.2
REO 增减 1%，不含税价格增减	元/吨，干量	-	-	217	319	527.2
交易总量上限	万吨，干量，REO=50%	30	20	12	18	23
交易总金额上限	亿元，含税	41	29	21	33	70
实际交易量	万吨，干量，REO≥50%	28.35	16.31	11.99	17.98	-
实际交易总金额	亿元，不含税	39.69	20.55	16.93	28.68	-
实际交易量对应矿石品位	%，REO	51.00	51.00	58.02	50.00	-

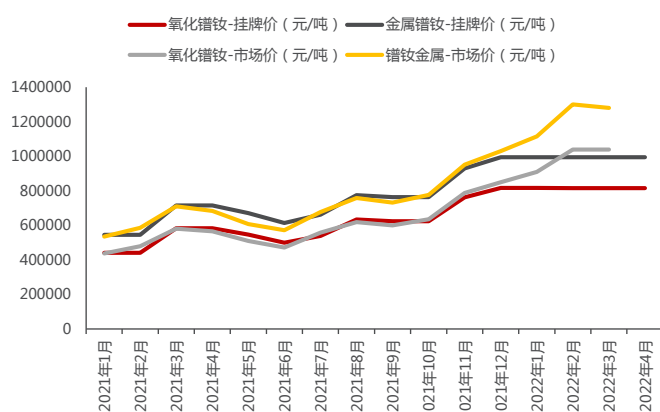
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注 1：2018 年交易金额未设置上限，41 亿元为年初预测值，实际交易总金额超过 41 亿元，2019-2022 年均设置交易总量与交易金额的上限

注 2：2018-2019 年实际交易量为测算值，通过假设矿石品位为 51%，以及披露的实际交易总金额测算，2020-2021 实际交易量为披露值

2022 年初以来公司产品挂牌价高位持稳，锚定稀土售价，稀土价格或趋向稳定。

针对稀土产品市场价格持续上涨、居高不下的情况，3 月 3 日，稀土办公室约谈中国稀土集团、北方稀土集团、盛和资源公司等重点稀土企业。北方稀土挂牌价在 2022 年之前总体走势与市场价趋近，2022 年初以来公司产品挂牌价几乎保持不变，1 月公司氧化镨钕/金属镨钕挂牌价分别为 81.69/99.5 万元/吨，2-4 月氧化镨钕/金属镨钕挂牌价保持 81.6/99.45 万元/吨不变。而 1-3 月氧化镨钕市场价月均价分别为 90.9/103.9/103.9 万元/吨，金属镨钕市场价月均价分别为 111.5/130.1/128.0 万元/吨，大幅超过挂牌价。在稀土办公室约谈之后，涨价情绪受阻，稀土价格有所回落，正逐渐趋近于挂牌价，根据亚洲金属网报价，截至 2022 年 4 月 14 日，氧化镨钕/金属镨钕价格已回落到 82/103.5 万元/吨，接近公司 4 月挂牌价。预计后续稀土价格下跌空间有限，公司挂牌价有望锚定稀土售价，稀土价格或趋于高位持稳。

图 26：公司产品挂牌价与市场价对比


资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

根据 2022 年第一批指标增速，假设 2022-2024 年公司稀土原料总销量增速分别为 40%/30%/20%（增速降低主要考虑到基数在增加），稀土功能材料销量增速分别为 25%/20%/15%，稀土原料产品单价均为 11.3 万元/吨，稀土功能材料单价均为 16.3 万元/吨。稀土精矿采购价 2022-2024 均假设为 26887.2 元/吨，对应原料产品单位成本 2022-2024 年均为 6.8 万元/吨，稀土功能材料单位成本均为 10.9 万元/吨。公司总营业收入为 447.87/535.51/626.28 亿元，总营业成本为 322.30/376.68/432.80 亿元，毛利率分别为 28.04%/29.66%/30.89%。预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 79.63、102.20 和 127.43 亿元，EPS 分别为 2.19、2.81 和 3.51 元。

3.2 估值分析

目前公司主营业务稀土产品的生产与销售，我们选择三家主营也为稀土产品生产销售的公司盛和资源、厦门钨业与广晟有色作为可比公司，其中厦门钨业有稀土业务，但利润占比较低，但考虑到其为国内重要的稀土生产商之一，因此我们也将列入可比公司。可比公司的 2022 年 PE 均值为 23 倍，公司估值水平低于行业均值，且公司作为龙头，国内轻稀土产量指标增量 90%以上均给到北方稀土，成长性较强，因此我们认为公司估值仍有一定提升空间。

表 3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600392.SH	盛和资源*	15.93	0.61	0.89	1.00	26	18	16
600549.SH	厦门钨业	17.32	1.28	1.52	1.69	14	11	10
600259.SH	广晟有色*	36.24	0.76	0.89	1.28	48	41	28
可比公司平均 PE						29	23	18
600111.SH	北方稀土	34.72	1.41	2.19	2.81	25	16	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：标*公司业绩预测为 wind 一致预期，其中盛和资源 and 广晟有色 2021 年数据为预测值，股价时间为 2022 年 04 月 15 日

3.3 投资建议

公司通过采购包钢股份的低价稀土精矿获得较强的成本优势，产销量增长确定，有望受益于稀土行业景气。我们上调公司 2022-2024 年归母净利至 79.63、102.20

和 127.43 亿元，EPS 分别为 2.19、2.81 和 3.51 元；对应 4 月 15 日收盘价的 PE 分别为 16、12 和 10 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司产销量的快速增长以及产品价格的上涨很大程度上是因为下游需求快速增长,若下游需求因某些不可抗力增长乏力,则会影响公司的产品销售以及营收利润空间。

2) 指标增长过快。公司目前获取了绝大多数的指标增量,若工信部下达新的指标时指标增速过快,或对稀土产品价格产生不利影响,进而影响公司的利润。

3) 海外矿山项目进展超预期等。行业目前的产量增长主要靠国内的指标增长,若海外的矿山项目进展超预期提前投产,释放过多的增量,则稀土价格会受到冲击,进而影响公司的利润。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	30,408	44,787	53,551	62,628
营业成本	21,944	32,230	37,668	43,280
营业税金及附加	225	269	335	398
销售费用	76	112	139	160
管理费用	993	1,299	1,699	1,940
研发费用	161	269	300	356
EBIT	7,163	10,609	13,410	16,494
财务费用	392	340	327	156
资产减值损失	-69	-8	-5	-3
投资收益	1	22	22	24
营业利润	6,707	10,373	13,311	16,593
营业外收支	-11	-12	-14	-14
利润总额	6,696	10,360	13,297	16,580
所得税	1,086	1,658	2,128	2,653
净利润	5,610	8,703	11,170	13,927
归属于母公司净利润	5,130	7,963	10,220	12,743
EBITDA	7,675	10,982	13,807	16,925

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,493	7,467	8,587	14,365
应收账款及票据	4,167	6,239	7,581	8,772
预付款项	553	778	847	1,016
存货	10,325	15,744	18,050	20,811
其他流动资产	5,196	6,728	8,505	10,176
流动资产合计	26,733	36,955	43,570	55,140
长期股权投资	278	382	501	626
固定资产	4,170	4,478	4,782	5,074
无形资产	789	791	786	780
非流动资产合计	7,975	8,395	8,738	9,087
资产合计	34,708	45,350	52,308	64,228
短期借款	1,580	3,876	322	0
应付账款及票据	2,523	3,180	3,793	4,432
其他流动负债	5,939	6,213	6,652	7,095
流动负债合计	10,042	13,268	10,768	11,527
长期借款	2,401	3,401	4,380	5,103
其他长期负债	3,042	2,940	2,950	2,960
非流动负债合计	5,443	6,341	7,330	8,063
负债合计	15,484.1	19,609.0	18,097.2	19,590.2
股本	3,633	3,648	3,648	3,648
少数股东权益	3,875	4,615	5,565	6,748
股东权益合计	19,223.7	25,741.1	34,210.8	44,637.6
负债和股东权益合计	34,708	45,350	52,308	64,228

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	38.83	47.29	19.57	16.95
EBIT 增长率	311.53	48.11	26.40	23.00
净利润增长率	462.32	55.22	28.35	24.68
盈利能力 (%)				
毛利率	27.84	28.04	29.66	30.89
净利润率	18.45	19.43	20.86	22.24
总资产收益率 ROA	14.78	17.56	19.54	19.84
净资产收益率 ROE	33.42	37.69	35.68	33.63
偿债能力				
流动比率	2.66	2.79	4.05	4.78
速动比率	1.58	1.54	2.29	2.89
现金比率	0.65	0.56	0.80	1.25
资产负债率 (%)	44.61	43.24	34.60	30.50
经营效率				
应收账款周转天数	46.10	48.35	48.94	48.27
存货周转天数	171.73	178.30	174.90	175.51
总资产周转率	0.88	0.99	1.02	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	1.41	2.19	2.81	3.51
每股净资产	4.22	5.81	7.88	10.43
每股经营现金流	1.04	0.39	2.12	2.79
每股股利	0.45	0.60	0.74	0.96
估值分析				
PE	25	16	12	10
PB	8.2	6.0	4.4	3.3
EV/EBITDA	16.97	12.06	9.33	7.29
股息收益率 (%)	1.28	1.74	2.13	2.76

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	5,610	8,703	11,170	13,927
折旧和摊销	512	373	398	431
营运资金变动	-2,821	-8,268	-4,442	-4,710
经营活动现金流	3,794	1,411	7,706	10,146
资本开支	-283	-705	-706	-743
投资	-1,650	-198	-111	-117
投资活动现金流	-1,859	-880	-794	-836
股权募资	61	15	0	0
债务募资	1,072	3,144	-2,565	412
筹资活动现金流	243	444	-5,792	-3,532
现金净流量	2,172	974	1,120	5,779

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 43.1%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 516.1%	3
图 3：2021Q4，公司营收环比减少 32.6%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润环比增加 94.6%	3
图 5：2017-2021 年公司分产品营收（单位：万元）	5
图 6：2017-2021 年公司分产品营收占比	5
图 7：2017-2021 年公司分产品毛利（单位：万元）	5
图 8：2017-2021 年公司分产品毛利占比	5
图 9：2016-2022H1，四大稀土集团稀土矿产品指标（单位：折 REO，吨）	6
图 10：2016-2022H1，四大稀土集团稀土分离产品指标（单位：折 REO，吨）	6
图 11：2018-2021 年公司稀土原料产量（单位：万吨）	6
图 12：2018-2021 年公司稀土原料销量（单位：万吨）	6
图 13：2018-2021 年公司稀土原料库存（单位：万吨）	6
图 14：2021 年镨钕氧化物价格同比上涨 90.64%	6
图 15：2021Q4，公司归母净利润环比增加 8.68 亿元（单位：百万元）	7
图 16：2021Q4，公司归母净利润同比增加 16.56 亿元（单位：百万元）	7
图 17：2021Q4，公司稀土氧化物销量环比增加 69.25%至 13499 吨	7
图 18：2021Q4，公司稀土氧化物产量环比减少 64.06%至 1202 吨	7
图 19：2021Q4，镨钕氧化物均价为 77.37 万元，同比增长 107%，环比增长 31.1%	8
图 20：2021Q4，公司三费占比为 7.7%	8
图 21：2021Q4，公司财务费用率为 1.7%	8
图 22：2021Q4，公司研发费用为 3006 万元	9
图 23：2021Q4，公司净利率为 33.8%	9
图 24：公司营运效率逐年提升	10
图 24：公司采购稀土精矿协议价相比于市场价仍具备成本优势	10
图 25：公司产品挂牌价与市场价对比	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司主要产品	4
表 2：2018-2022 年稀土精矿采购协议	11
表 3：可比公司 PE 数据对比	12
公司财务报表数据预测汇总	15

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001