

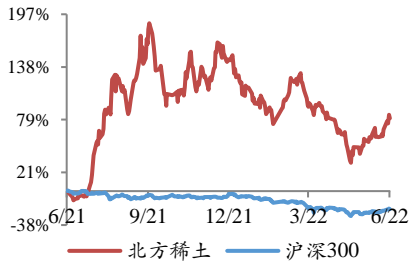
## 低成本独家包销优质资源，供需重塑稀土龙头乘风起

### 投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-06-09

收盘价(元)	38.55
近12个月最高/最低(元)	61.01/19.10
总股本(百万股)	3,633
流通股本(百万股)	3,633
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,401
流通市值(亿元)	1,401

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

### 联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

### 联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 稀土供需格局向好，价格有望维持高位。

作为资源端的绝对龙头，讨论北方稀土的投资价值离不开对稀土行业整体景气度的讨论。

从供给侧看，海外难有增量，美国芒廷帕斯和澳大利亚莱纳斯产能利用率均处于高位，难以贡献更多增量，缅甸受无序开采造成资源品位下降、疫情封关导致国内进口锐减、政局变动等不确定因素影响也难以持续贡献原料，南方的稀土集团已经开始启动南方矿的生产；国内供应的产量受指标控制，产能受环保限制也难有较大增量。之前几个月的高价回落我们认为主要有两个催化剂：一是国家约谈后稀土集团主动控价，二是价格在Q1大幅波动的情况下，磁材厂价格传导受到一定压力，导致采购有所放缓。

从需求侧看，随着各地疫情好转，复工复产有序推进，磁材厂下游订单旺盛（一是年内补贴抢装带来的新能源汽车需求，二是海风推进拉动风电需求），并且经过一定时间磁材厂已经能够将高价向下游顺利传导，因此我们认为磁材厂在二季度产销向好。

整体来讲，稀土行业受益供给端增量有限和需求端量增逻辑，是新能源金属中难得的在未来几年不会出现供给大量释放的赛道，并且受限于配额仅释放给稀土集团，能在稀土高景气中受益的标的只会是现有玩家。

#### ● 做强冶炼端并延伸下游材料产业链

**冶炼端独家采购白云鄂博尾矿库打造资源+成本优势，配额高占比驱动稀土产品放量。**1) 集团旗下包钢股份排他性独家供应稀土精矿，尾矿库存有稀土氧化物1381.85万吨。公司与包钢股份签署供应合同确定精矿价格，2022年为2.7万元/千吨，与市场价7.6万元/吨相比成本优势显著。2) 公司22H1冶炼端配额5.4万吨，占比55%，同比增41%，占据整体增量的96%。

**下游一体化产业链发展，做大做强下游稀土功能性材料。**公司是行业内率先发展成为集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易一体化的上市公司。磁材是功能材料的主要收入来源和近两年重点发力方向，但目前产品结构中钕铁硼占比相对低，公司梳理体系内磁材企业，并与头部磁材企业合作争取钕铁硼产品放量。

**加强资本运作力度，进一步提升稀土龙头话语权。**对内通过债转股或增加现金出资的方式，对产业链上下游有着密切关联的磁材公司与贮氢公司进行大额投资；对外进一步增强公司资本运作力度的同时确保金融投资的收益。

#### ● 投资建议

我们预计2022-2024年，公司分别实现营收372亿元、416亿元、456

亿元，同比分别+22%、+12%、+10%；实现归母净利润 71 亿元、80 亿元、89 亿元，同比分别+39%、+12%、+11%；对应当前股价的 PE 分别为 20X、17X、16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

稀土价格不及预期风险，配额指标不及预期风险，稀土磁材的下游新能源汽车及风电等领域需求不及预期风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30408	37185	41584	45642
收入同比 (%)	38.8%	22.3%	11.8%	9.8%
归属母公司净利润	5130	7145	8030	8932
净利润同比 (%)	462.3%	39.3%	12.4%	11.2%
毛利率 (%)	27.8%	29.5%	29.0%	28.3%
ROE (%)	33.4%	31.8%	26.3%	22.6%
每股收益 (元)	1.42	1.97	2.21	2.46
P/E	32.27	19.60	17.44	15.68
P/B	10.84	6.23	4.59	3.55
EV/EBITDA	22.21	14.83	12.75	11.14

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 包头矿成就稀土龙头，受益行业高景气 .....	6
1.1 中华稀土第一股，做强冶炼端并延伸下游材料端产业链 .....	6
1.2 公司主要产品和基本情况介绍 .....	7
1.3 公司营收情况 .....	9
2 一体化产业链+资源成本优势，夯实行业地位 .....	13
2.1 独家采购尾矿库打造资源+成本优势 .....	13
2.2 配额指标长期居六大稀土集团之首 .....	16
2.3 一体化产业链发展，做大做强下游稀土功能性材料 .....	17
2.4 加强资本运作力度，进一步提升稀土龙头话语权 .....	20
3 盈利预测与投资建议 .....	21
3.1 盈利预测 .....	21
3.2 投资建议 .....	24
风险提示: .....	25
财务报表与盈利预测 .....	26

## 图表目录

图表 1 北方稀土股权结构	6
图表 2 北方稀土历史沿革	7
图表 3 公司主要产品	8
图表 4 公司稀土原材料产量 (单位: 万吨)	8
图表 5 公司稀土功能性材料产量 (单位: 万吨)	8
图表 6 公司产业链布局 (单位: 万吨, 亿元)	9
图表 7 公司营业及增速 (单位: 亿元, %)	9
图表 8 公司分产品营收构成	9
图表 9 公司毛利情况 (单位: %)	10
图表 10 公司毛利细分 (单位: 亿元)	10
图表 11 公司期间费用率管控良好 (单位: 亿元, %)	10
图表 12 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)	11
图表 13 公司毛利率及净利率变化	11
图表 14 公司主要产品产量 (单位: 万吨)	11
图表 15 公司主要产品销量 (单位: 万吨)	11
图表 16 稀土市场主要产品价格 (单位: 万元/吨)	11
图表 17 稀土市场主要产品价格 (单位: 万元/吨)	11
图表 18 公司经营性净现金流 (单位: 亿元, %)	12
图表 19 公司经营性净现金流占营业收入比例	12
图表 20 资产负债率情况	12
图表 21 公司 ROE 水平	12
图表 22 全球稀土储量 (2021 年)	13
图表 23 全球稀土矿产量 (2021 年)	13
图表 24 白云鄂博矿矿区简图	13
图表 25 白云鄂博矿主矿区主要矿石类型稀土配分 (%)	14
图表 26 白云鄂博矿东矿区主要矿石类型稀土配分 (%)	14
图表 27 白云鄂博尾矿库资源储量 (万吨)	15
图表 28 包钢股份稀土供应价格及供应量	15
图表 29 北方稀土精矿采购协议价远低于市场价	15
图表 30 公司稀土氧化物业务毛利率领先行业	15
图表 31 2022 年第一批稀土配额指标	16
图表 32 公司稀土矿采指标配额情况 (单位: 吨)	16
图表 33 公司稀土冶炼配额情况 (单位: 吨)	16
图表 34 稀土上中下游产业链	17
图表 35 公司磁性材料营收情况	17
图表 36 公司磁材业务情况	18
图表 37 公司抛光材料营收及毛利 (单位: 亿元, %)	18
图表 38 公司功能性材料毛利情况	18
图表 39 公司稀土抛光粉业务情况	19

图表 40 5G 手机出货量 (单位: 万台) .....	19
图表 41 5G 移动电话用户数 (单位: 百万户) .....	19
图表 42 公司稀土贮氢材料业务情况 .....	20
图表 43 稀土原料价格假设 (单位: 万元/吨) .....	21
图表 44 稀土原料销量拆分 (单位: 吨) .....	21
图表 45 稀土原料销量预测 (单位: 吨) .....	22
图表 46 稀土原料盈利预测 .....	23
图表 47 稀土功能材料盈利预测 .....	23

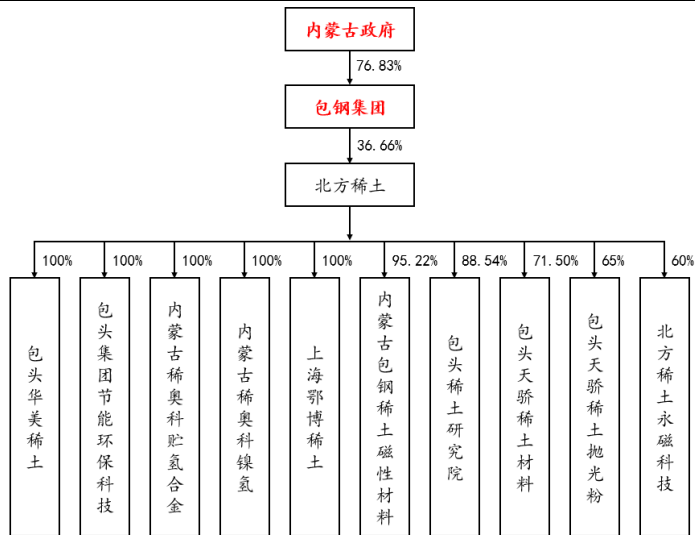
# 1 包头矿成就稀土龙头，受益行业高景气

## 1.1 中华稀土第一股，做强冶炼端并延伸下游材料端产业链

60年风雨沉淀，北方稀土成为全球最大的轻稀土供应商。北方稀土作为六大稀土集团之一，稀土冶炼分离指标占比长期保持在50%以上。资源端背靠控股股东包钢集团，包钢集团拥有白云鄂博矿的开采权，北方稀土排他性独家采购集团旗下包钢股份尾矿库进行稀土加工，拥有内蒙古稀土产品的专营权。经过多年发展，公司率先在行业内形成集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易上中下游一体化发展体系。

公司控股股东为包钢集团，持股比例为36.66%。实际控制人为内蒙古自治区人民政府，通过持股包钢集团76.83%，间接持股公司的股权比例为28.16%。公司下属子公司35家，控股参股公司合计40余家，布局稀土行业全产业链，对我国乃至世界的稀土行业都有着重要的影响力。

图表 1 北方稀土股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

北方稀土是中国最早建立并发展壮大的国有控股稀土企业，北方稀土六十年风雨历程，见证着中国稀土行业的成长与壮大：

1) 1961-1996：从稀土基本工艺流程的完善到串级萃取理论的创建，稀土产量跃居全球第一。

工艺技术方面，北方稀土前身包头 8861 钢铁公司稀土三厂成立于 1961 年，三厂在 1970 年已具备采选、前处理、提取、分离等基本工艺流程；同时，1963 年成立的包头稀土研究院前身包头冶金研究所等科研院所开始研究稀土萃取技术，徐光宪院士结合包钢稀土生产实践创建的稀土串级萃取计算理论，使我国稀土萃取技术达到了世界先进水平，有力推动了包头乃至我国稀土产业的发展。

生产能力方面，包钢选矿厂重选车间于 1975 年投产，年产稀土精矿产能 1 万吨，1989 年产能扩至 2.4 万吨；1986 年中国稀土总产量超越美国成为全球第一。

**2) 1997-2014: 从稀土高科到包钢稀土，并购整合做大做强稀土产业链。**1997年9月，以稀土三厂及选矿厂稀选车间为基础的稀土高科于A股挂牌上市。上市后，公司在加强管理、苦练内功的同时，逐渐明晰控制资源与发展应用产品并举的思路：

2003年控股包头华美、包钢灵芝，在资源整合上更上一层楼；

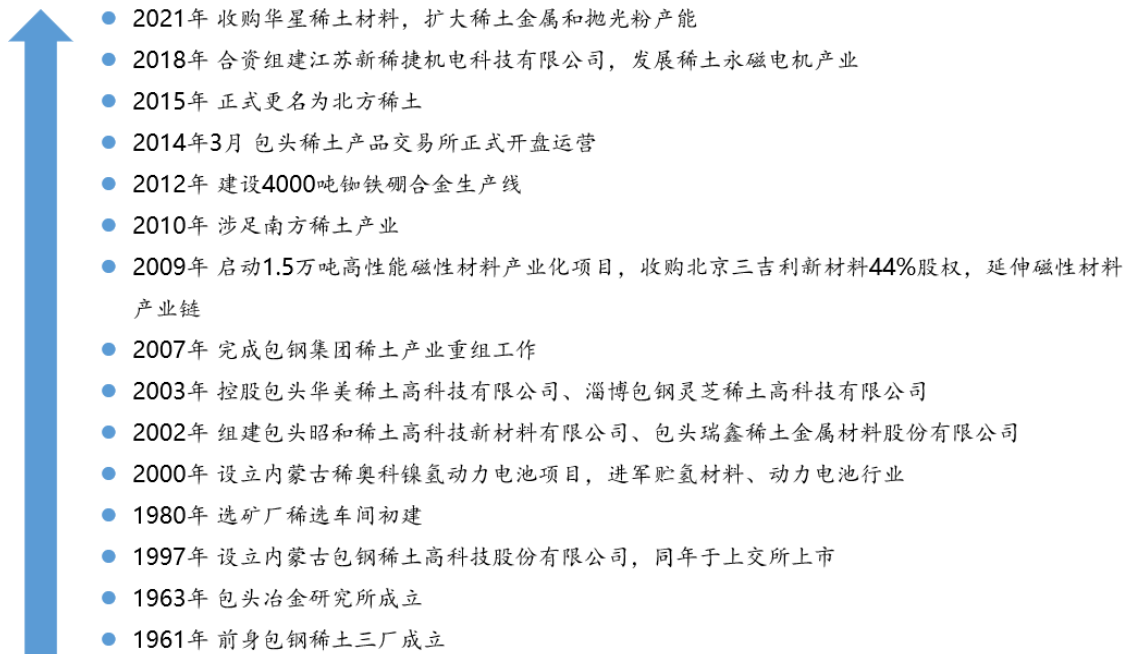
2007年完成包钢集团稀土产业资产重组，以稀土高科为载体，整合包头稀土研究院以及天骄清美、中山天骄等稀土材料企业和选矿类资产，上市主体更名为“包钢稀土”；

2009年启动1.5万吨磁材产业化项目，并购三吉利，向稀土下游产业链中市场空间最大的领域进发；2010年建设稀宝博为300台永磁磁共振影像仪项目，磁性材料板块形成完整产业链；

2014年包头稀土产品交易所开盘运营，时至今日已成为市场观察稀土行情的重要风向标。

**3) 2015-2022: 进击的北方稀土，行业重组格局向好，稀土龙头扬帆起航。**2015年公司正式更名为中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司，简称北方稀土。目前，北方稀土已经成为全球最大的轻稀土供应商，是集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研贸易一体化的上市公司。历经风雨飘摇，稀土龙头扬帆起航。

图表 2 北方稀土历史沿革



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1.2 公司主要产品和基本情况介绍

公司目前形成了稀土资源、稀土冶炼分离、稀土功能材料上中下游一体化协同发展的格局。可以生产各类稀土产品 11 个大类、50 余种、近千个规格。公司的主要产品可以分为

**1) 稀土原材料产品**，主要包括稀土盐类、稀土氧化物及稀土金属；

2) 稀土功能材料类, 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;

3) 终端应用产品, 包括镍氢动力电池、稀土永磁磁共振仪, 稀土永磁电机等。

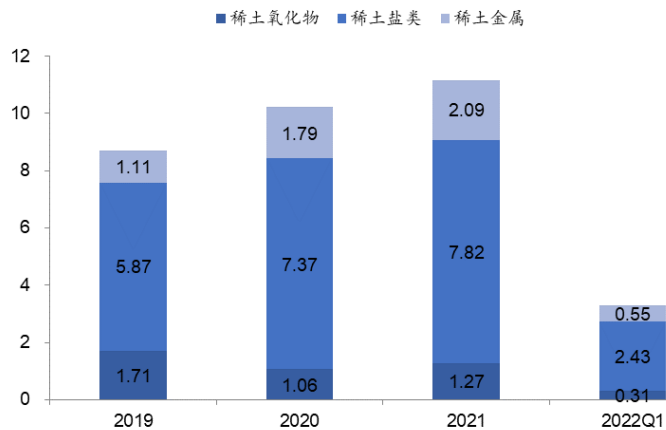
图表 3 公司主要产品

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。钕钴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, 华安证券研究所

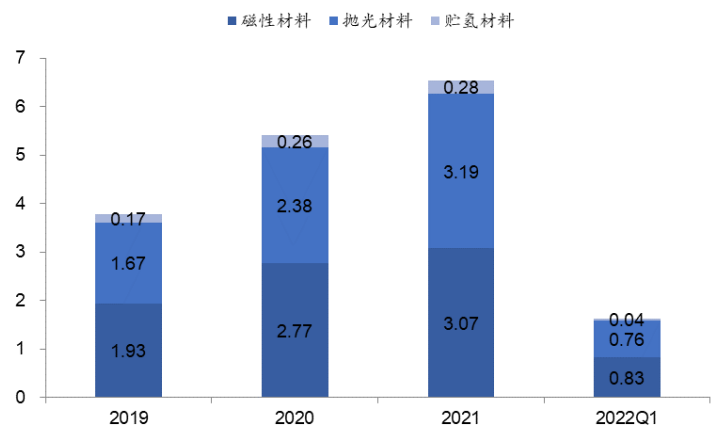
公司冶炼分离产能 12 万吨, 2021 年产量 9.1 万吨, 2022 年计划产量 12.5 万吨; 稀土金属产能 1.6 万吨/年, 2021 年产量 2.1 万吨, 2022 年计划产量 1.8 万吨。稀土功能材料中磁性材料合金产能 4.1 万吨/年、抛光材料产能 3.2 万吨/年、贮氢合金 0.83 吨/年、稀土基烟气脱硝催化剂 1.2 万立方米/年。

图表 4 公司稀土原材料产量 (单位: 万吨)



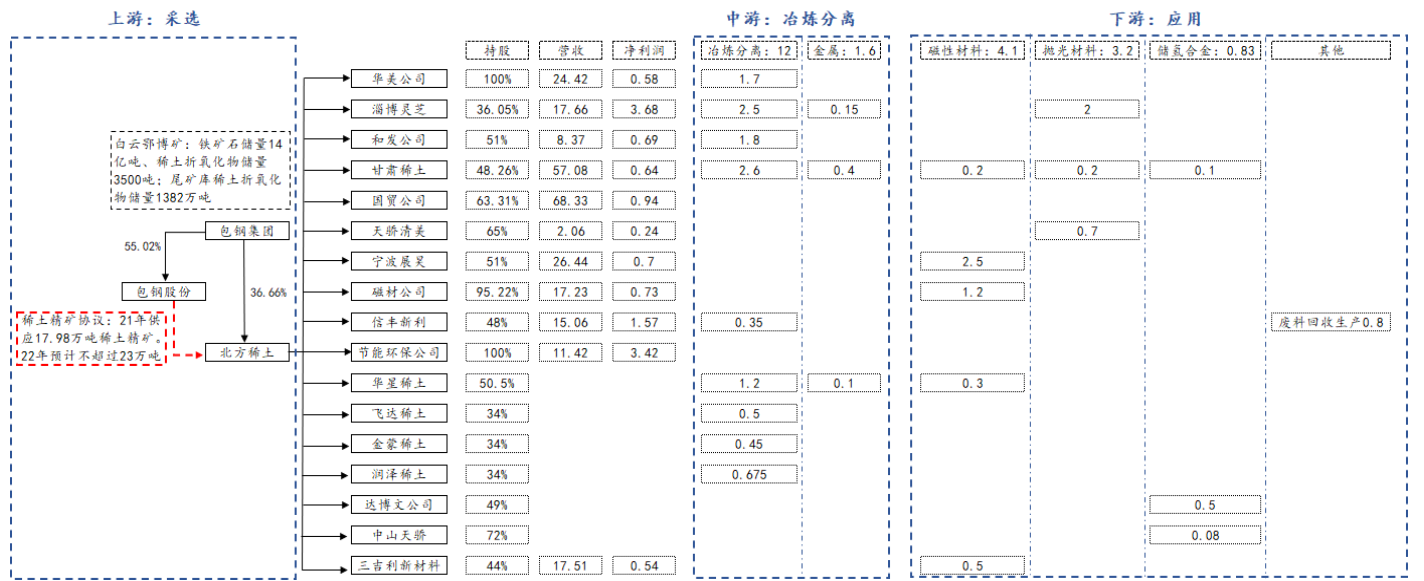
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 5 公司稀土功能性材料产量 (单位: 万吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 6 公司产业链布局 (单位: 万吨, 亿元)

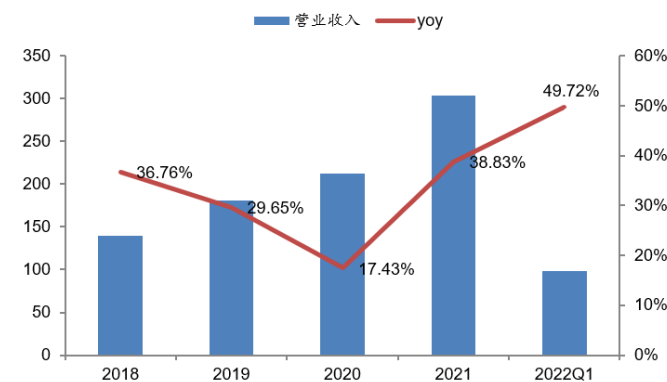


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 1.3 公司营收情况

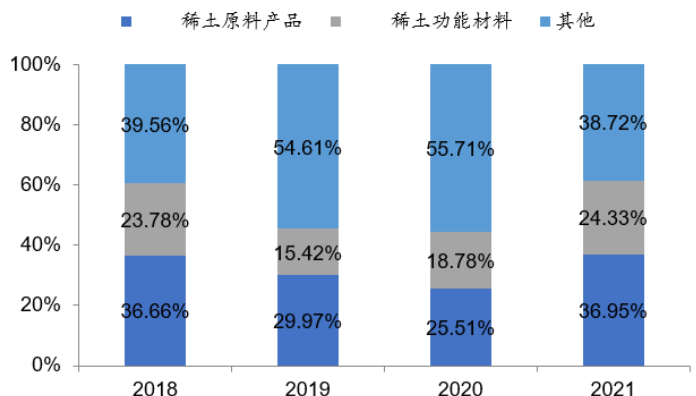
2022 年 Q1 实现营业收入 98.1 亿元, 同比增长 49.72%。2018 年以来, 公司营收一直保持稳步增长, 2021 年实现营收 304.08 亿元, 同比增长 38.83%, 主要得益于公司主要稀土产品的销量增加, 销售价格上涨所致。细分行业来看, 稀土原料产品贡献公司主要营收, 2021 年稀土原料产品贡献 36.95% 营收。2019 年之后, 随着公司磁性材料业务的逐步扩张, 稀土功能材料贡献的营收占总营业收入比例逐步增加, 到 2021 年, 稀土功能材料贡献 24.33% 的营收。

图表 7 公司营业及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分产品营收构成

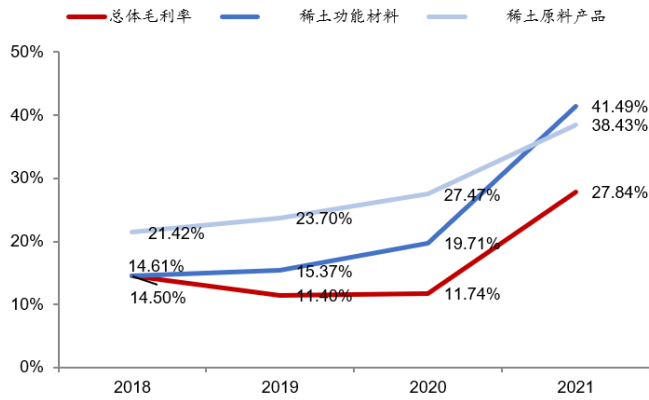


资料来源: Wind, 华安证券研究所

公司 2021 年实现毛利 84.65 亿元, 毛利率 27.84%。从总体上来看, 公司毛利主要随着镨钕价格波动, 2020 年来, 受益于镨钕价格走高, 公司盈利能力持续攀升, 2021 年公司毛利同比增 239.41%。细分公司盈利结构, 稀土原料产品贡献公司主要毛利, 近年来毛利率一直保持在 20% 以上, 2021 年稀土原料产品贡献毛利 43.17 亿元, 同比增 189.95%。同时, 伴随着稀土功能材料价格走高, 稀土功能性材料毛利率 2021 年首次突破 20%, 达到 41.49%; 毛利突破 10 亿元, 2021 年稀土功能材

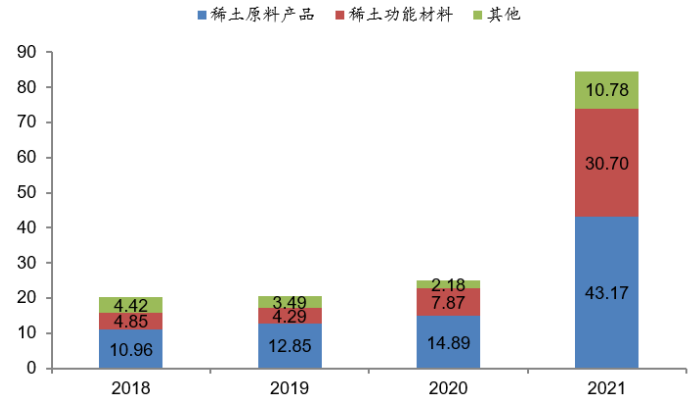
料贡献毛利 30.70 亿元。未来随着公司积极降本增效叠加稀土价格走高，我们相信公司毛利率即将迎来新一轮的突破。

图表 9 公司毛利情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

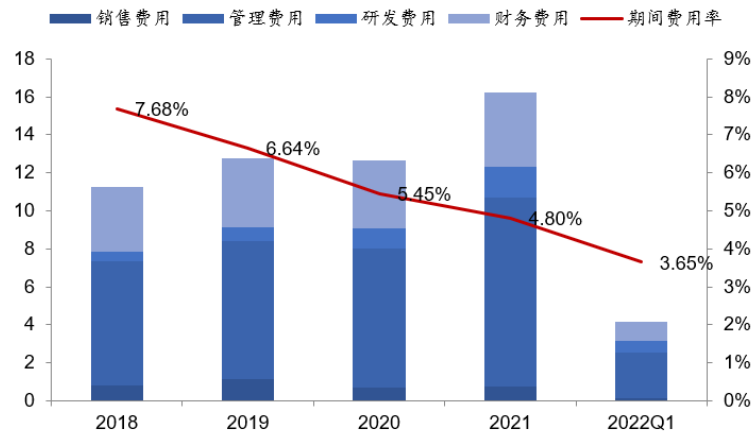
图表 10 公司毛利细分 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司费用管控优化, 期间费用率一直保持在 10% 以下且近年来逐年下降。2022 年 Q1, 公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.14 亿元、2.42 亿元、1.02 亿元, 期间费用率下降至 3.64%。

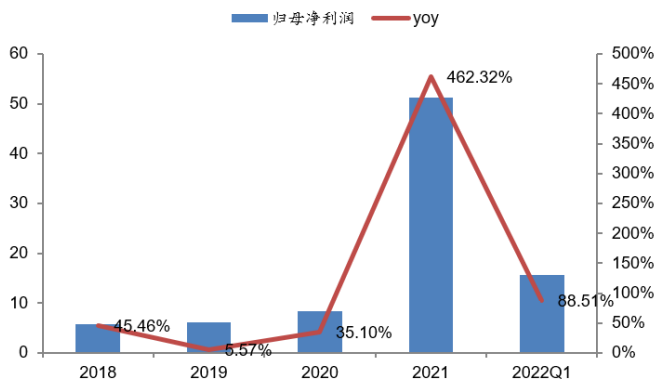
图表 11 公司期间费用率管控良好 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

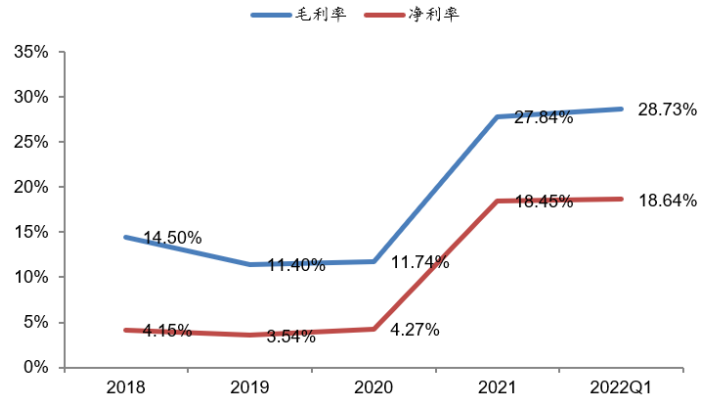
2021 公司实现归母净利润 51.3 亿元, 同比增长 462.32%, 创历年来最大增幅。2018 年至 2020 年, 公司归母净利润保持在 6 亿元附近, 2021 年得益于公司稀土氧化物和稀土盐类销量的增加叠加稀土价格走高, 公司归母净利润大幅上涨创历史新高, 净利率明显抬升, 由 20 年的 4.27% 上涨至 18.45%。2022 年 Q1 实现归母净利润 15.58 亿元, 同比增 88.51%, 实现销售毛利率 28.73%, 净利率 18.64%。

图表 12 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



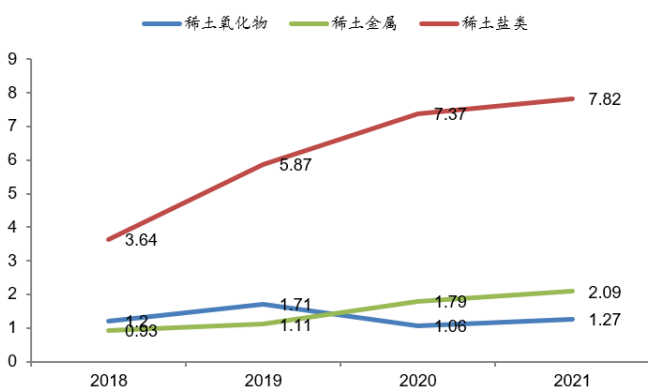
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 13 公司毛利率及净利率变化



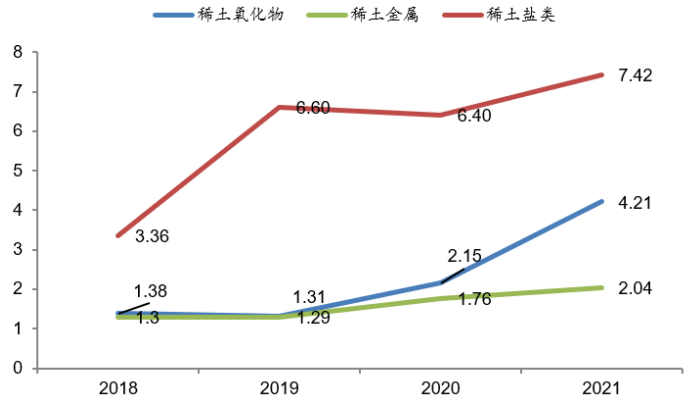
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 14 公司主要产品产量 (单位: 万吨)



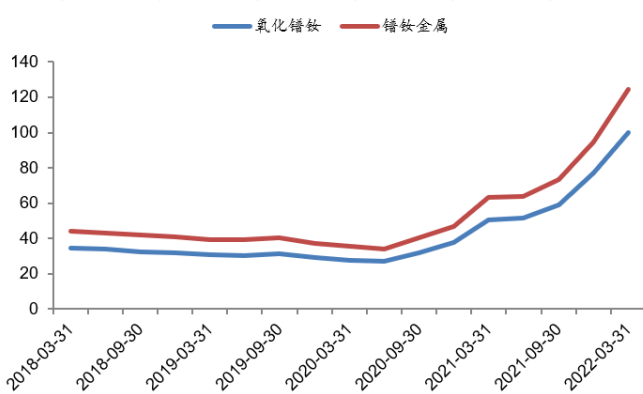
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 15 公司主要产品销量 (单位: 万吨)



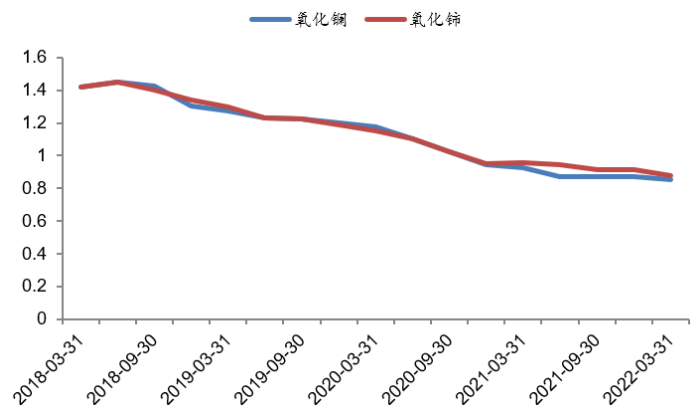
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 16 稀土市场主要产品价格 (单位: 万元/吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 17 稀土市场主要产品价格 (单位: 万元/吨)

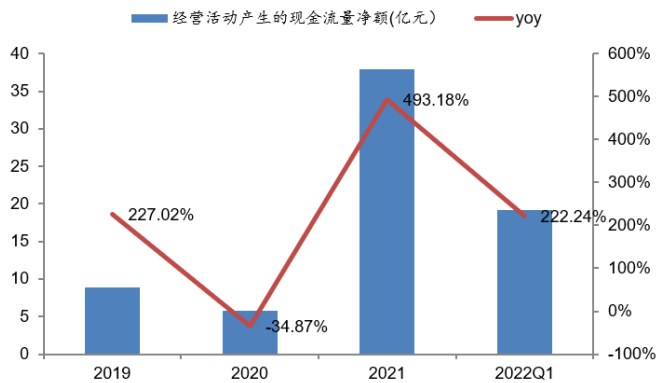


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**2022 年 Q1 公司经营性净现金流 19.18 亿元, 同比增 222.24%。**2019、2020 年稀土行业相关产品价格走高之前, 公司营收处于较低水平, 但是经营性净现金流保持在 5 亿元以上, 有充沛的现金流保障公司的生产经营活动。2021 年伴随着稀土价格走高, 公司经营性净现金流大幅上涨, 同比增 493.18%。同时可以看到公司经营性净现金流与营业收入规模相匹配, 经营性净现金流占营业收入比例相对稳定,

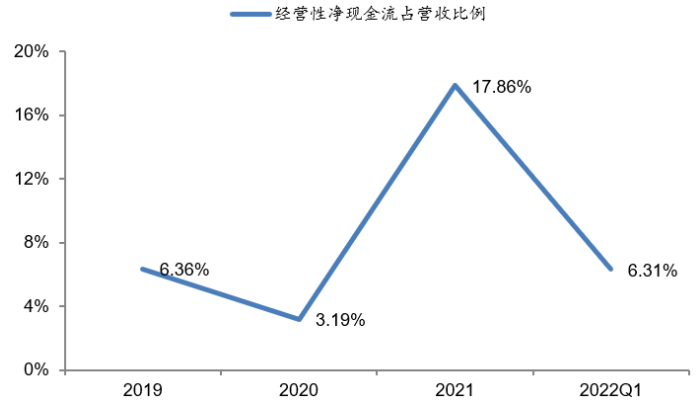
公司现金流状况相对健康。

图表 18 公司经营性净现金流 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

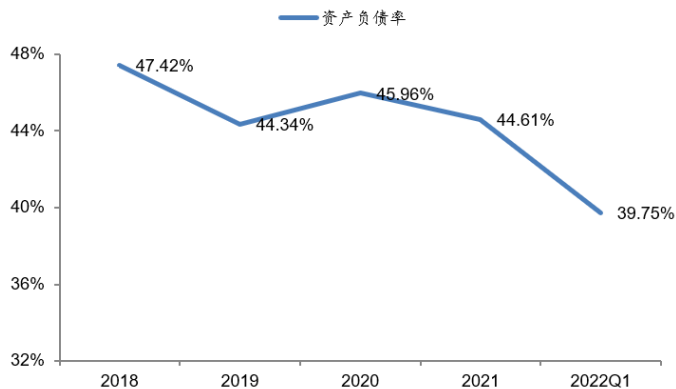
图表 19 公司经营性净现金流占营业收入比例



资料来源: Wind, 华安证券研究所

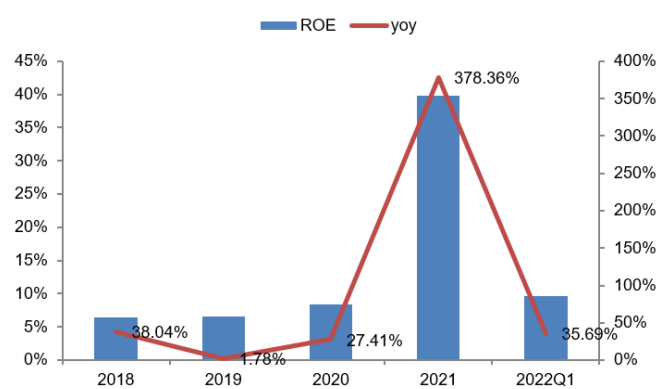
近三年公司资产负债率连续下降, 稀土价格回暖后 ROE 显著上升。公司资产负债情况较为健康, 2018-2021 年一直处于 45% 左右较为稳定, 2022Q1 首次降至 40% 以下。同时净资产收益率在稀土价格回暖之后显著爬坡, 2021 年公司 ROE 39.81%, 同比增 378.36%。公司能够在有效的控制资产负债的同时抓住机遇, 提升营运能力。

图表 20 资产负债率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 公司 ROE 水平



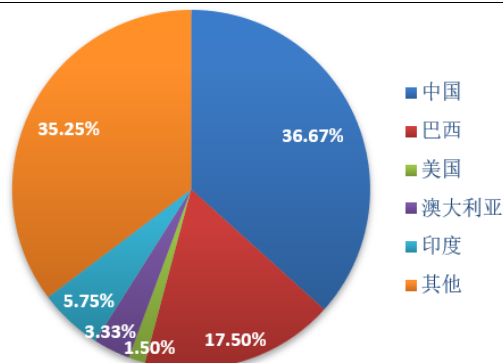
资料来源: Wind, 华安证券研究所

## 2 一体化产业链+资源成本优势，夯实行业地位

### 2.1 独家采购尾矿库打造资源+成本优势

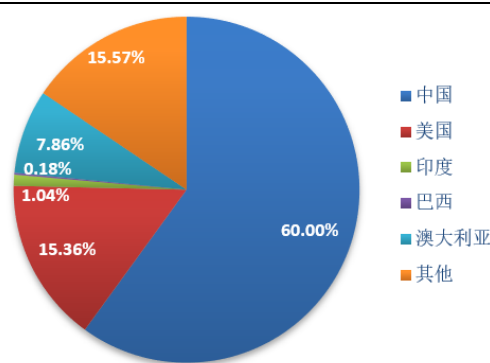
世界稀土在中国，中国稀土在包头。中国稀土储量和矿产量位居全球第一，根据 2021 年 USGS 数据，我国稀土储量达 4400 万吨 REO，占比 36.67%；精矿产量达 16.80 万吨，占比 60.00%。中国稀土资源 83%分布在包头的白云鄂博矿，其他分布在山东微山（8%）、四川凉山（3%）和南方七省（3%）等地。

图表 22 全球稀土储量（2021 年）



资料来源：USGS，华安证券研究所

图表 23 全球稀土矿产量（2021 年）



资料来源：USGS，华安证券研究所

控股股东包钢集团拥有白云鄂博矿主矿及东矿独家开采权。白云鄂博矿是一座大型的铁、稀土、铈等多种金属共生矿床，总面积 48 平方公里，已探明的铁矿石储量为 14 亿吨，稀土氧化物储量 3500 万吨，居世界第一；萤石储量 1.3 亿吨，居世界第二；铈储量 660 万吨，居世界第二。其中白云鄂博尾矿库，资源储量 2 亿吨，稀土氧化物储量约 1382 万吨，居世界第二。

白云鄂博矿分为主矿、东矿和西矿，集团层面控制主东矿，并由白云铁矿完成采矿，主东矿经浮选后年产铁精矿、稀土尾矿分别为 400 万吨、800 万吨，矿石排他性供应包钢股份；西矿为包钢股份所有，主要产品为铁精矿。

图表 24 白云鄂博矿矿区简图



资料来源：天地图，华安证券研究所

主矿平均稀土品味为 4.44%，各矿石类型的稀土总量关系为：萤石型钕稀土铁矿石(9.1%)>萤石型钕稀土铁矿石(8.1%)>白云石型钕稀土铁矿石(7.74%)>萤石型钕稀土矿石(7.64%)>钠闪石型钕稀土铁矿石(4.58%)>白云石型钕稀土矿石(4.36%)>块状钕稀土铁矿石(3.12%)>云母型钕稀土铁矿石(2.03%)>云母型钕稀土矿石(1.24%)。

图表 25 白云鄂博矿主矿区主要矿石类型稀土配分 (%)

矿石类型	Sc <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	La <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	CeO <sub>2</sub>	Pr <sub>6</sub> O <sub>11</sub>	Nd <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Sm <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Eu <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Gd <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Tb <sub>4</sub> O <sub>7</sub>	Dy <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	TFe	REO
萤石型钕稀土铁矿石	0.011	0.034	2.08	4.23	0.4	1.22	0.085	0.014	0.038	0.001	0.0028	28.4	8.1
白云石型钕稀土铁矿石	0.0061	0.028	2.2	4	0.36	1.03	0.076	0.017	0.028	0.0012	0.004	37.66	7.74
萤石型钕稀土铁矿石	0.011	0.029	2.67	4.6	0.42	1.22	0.094	0.018	0.047	0.0004	0.001	29.19	9.1
块状钕稀土铁矿石	0.013	0.0068	0.5	1.55	0.2	0.8	0.048	0.0062	0.0098	0.0007	0.002	51.19	3.12
钠闪石型钕稀土铁矿石	0.026	0.023	1.08	2.18	0.25	0.93	0.066	0.014	0.03	0.0006	0.0023	36.85	4.58
云母型钕稀土铁矿石	0.018	0.046	0.3	0.98	0.11	0.49	0.06	<0.005	0.042	0.0004	0.001	38.77	2.03
白云石型钕稀土矿石	0.0059	0.0086	1.17	2.27	0.2	0.62	0.045	0.0086	0.034	0.0008	0.0026	8.83	4.36
萤石型钕稀土矿石	0.0084	0.026	2.19	3.9	0.36	1.04	0.077	0.016	0.027	0.0013	0.0045	13.91	7.64
云母型钕稀土矿石	0.01	<0.005	0.21	0.68	0.067	0.27	0.011	<0.005	<0.005	<0.0003	0.0005	18.85	1.24

资料来源：包头稀土研究院，华安证券研究所

东矿平均稀土品味为 3.88%，各类矿石类型的稀土总量关系为：萤石型钕稀土矿石(8.67%)>萤石型钕稀土铁矿石(7.06%)>萤石型钕稀土铁矿石(6.3%)>白云石型钕稀土铁矿石(4.84%)>钠闪石型钕稀土铁矿石(3.87%)>云母型钕稀土铁矿石(3.66%)>白云石型钕稀土矿石(3.30%)>云母型钕稀土矿石(1.69%)>块状钕稀土铁矿石(0.74%)。

图表 26 白云鄂博矿东矿区主要矿石类型稀土配分 (%)

矿石类型	Sc <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Y <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	La <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	CeO <sub>2</sub>	Pr <sub>6</sub> O <sub>11</sub>	Nd <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Sm <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Eu <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Gd <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Tb <sub>4</sub> O <sub>7</sub>	Dy <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	TFe	REO
萤石型钕稀土铁矿石	0.0081	0.031	1.62	3.29	0.3	0.94	0.066	0.017	0.031	0.0009	0.0025	29.38	6.3
白云石型钕稀土铁矿石	0.0095	0.024	1.29	2.48	0.23	0.73	0.045	0.012	0.021	0.0008	0.0025	28.24	4.84
萤石型钕稀土铁矿石	0.018	0.033	1.43	3.91	0.39	1.15	0.082	0.021	0.036	0.0015	0.005	21.04	7.06
块状钕稀土铁矿石	0.0036	0.0092	0.046	0.26	0.056	0.33	0.019	0.005	0.007	0.0008	0.0022	47.82	0.74
钠闪石型钕稀土铁矿石	0.012	0.04	0.88	1.94	0.21	0.70	0.071	0.0076	0.019	0.0008	0.002	27.48	3.87
云母型钕稀土铁矿石	0.009	0.017	0.88	1.86	0.19	0.64	0.041	0.1	0.014	0.001	0.0031	25.94	3.66
白云石型钕稀土矿石	0.005	0.0066	0.85	1.71	0.17	0.51	0.033	0.0066	0.011	0.0007	0.0018	11.12	3.30
萤石型钕稀土矿石	0.015	0.043	2.31	4.51	0.41	1.24	0.092	0.023	0.042	0.0012	0.003	13.78	8.67
云母型钕稀土矿石	0.0057	<0.005	0.44	0.92	0.077	0.25	<0.005	<0.005	<0.005	<0.0003	<0.0003	10.39	1.69

资料来源：包头稀土研究院，华安证券研究所

集团旗下包钢股份排他性独家供应稀土精矿，公司原料端具备无可比拟的优势：

1) 资源量优势：尾矿库存有稀土氧化物 1381.85 万吨。包钢选矿厂自投产至今，进入尾矿库中的稀土氧化物已达千万吨。由于选铁后稀土的相对富集，尾矿中稀土的平均品位在 7% 左右，根据《白云鄂博铁矿尾矿库铁稀土多金属矿资源储量核实报告》，截至 2014 年尾矿库封闭，尾矿资源储量为 1.97 亿吨，按照品位 7.01% 测算得稀土氧化物储量 1381.85 万吨。集团旗下包钢股份于 2015 年完成对尾矿库的收购，并向公司独家提供稀土精矿。

图表 27 白云鄂博尾矿库资源储量 (万吨)

储量	尾矿量	铁 (TFe)		稀土氧化物(REO)		铌金属氧化物(Nb2O5)		氟化钙(CaF2)	
		尾矿量	品位	金属氧化物量	品位	金属氧化物量	品位	氟化物量	品位
122b	17661.27	17661.27	15.88%	1238.06	7.01%	24.37	0.138%	3934.93	22.28%
333	2051.22	2051.22	15.88%	143.79	7.01%	2.83	0.138%	457.01	22.28%
合计	<b>19712.49</b>	19712.49	15.88%	<b>1381.85</b>	7.01%	27.2	0.138%	4391.94	22.28%

资料来源:《白云鄂博铁矿尾矿库铁稀土多金属矿资源储量核实报告》,华安证券研究所

注:122b 为探明,333 为推断

## 2) 成本优势:

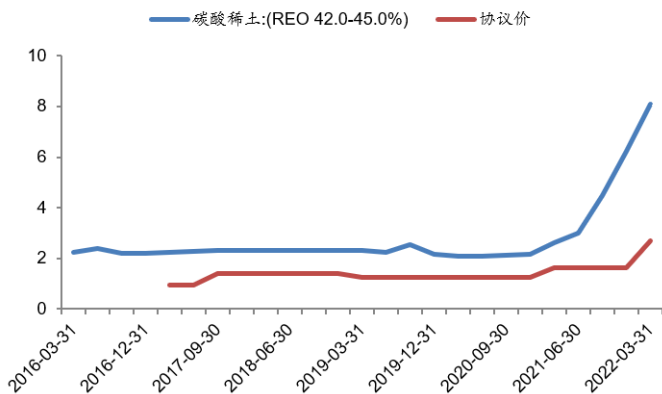
公司与包钢股份签署《稀土精矿供应合同》确定精矿价格,2022 年调整为 2.7 万元/干吨。截至 2022 年 5 月 20 日,稀土精矿市场含税价格约为 7.6 万元/吨,公司背靠包钢集团依托白云鄂博稀土资源,具有很大的成本优势。

图表 28 包钢股份稀土供应价格及供应量

时间	交易价格 (不含税)	预计供应量	实际供应量
2017.01.01-2017.08.31	9250 元/吨	不超过 30 万吨	17.6 万吨
2017.09.01-2017.12.31	14000 元/吨	不超过 30 万吨	28.3 万吨
2018.01.01-2018.12.31	14000 元/吨		
2019.01.01-2019.12.31	12600 元/吨	不超过 20 万吨	16.3 万吨
2020.01.01-2020.12.31	12600 元/吨 (干量, REO=51%); REO 每增减 1%, 不含税价格增减 217 元/吨 (干量)	不超过 12 万吨	11.99 万吨
2021.01.01-2021.12.31	16269 元/吨 (干量, REO=51%); REO 每增减 1%, 不含税价格增减 319 元/吨 (干量)	不超过 18 万吨	17.98 万吨
2022.01.01-2022.12.31	26887.20 元/吨 (干量, REO=51%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 527.20 元/吨 (干量)	不超过 23 万吨	-

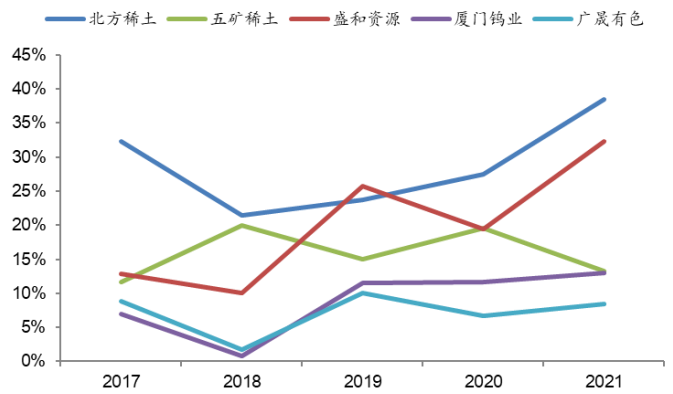
资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 29 北方稀土精矿采购协议价远低于市场价



资料来源:亚洲金属网,华安证券研究所

图表 30 公司稀土氧化物业务毛利率领先行业



资料来源:iFinD,华安证券研究所

## 2.2 配额指标长期居六大稀土集团之首

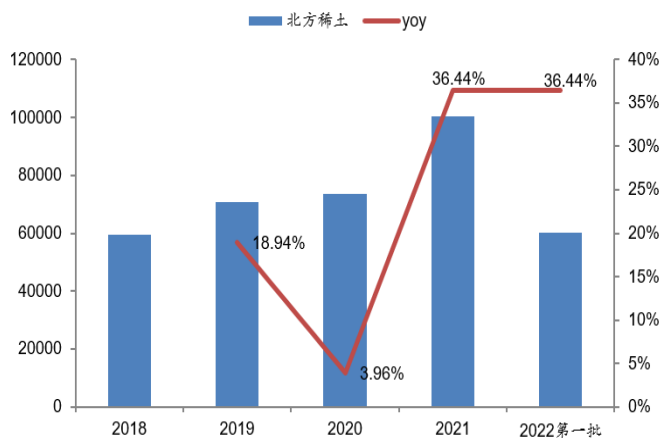
公司 22H1 冶炼端配额 5.4 万吨, 占比 55%, 同比增 41%, 占据整体增量的 96%。近年来稀土行业供给格局逐渐规范, 国内稀土供给由各大稀土集团根据配额进行生产。从竞争格局来看, 稀土供给集中于各大稀土集团, 2021 年行业整合持续推进, 五矿、南方、中铝三家集团整合为中国稀土集团, 至今形成了轻稀土以北方稀土为主、中重稀土以中国稀土集团为主的配额格局。从供给数量来看, 2021 年和 22H1 配额均同比增长 20%, 并且配额增长只集中于轻稀土, 而且增量中的 96% 均分配给北方稀土。

图表 31 2022 年第一批稀土配额指标

稀土集团	对应标的	矿产品			冶炼分离产品		
		数量(吨)	占比	同比	数量(吨)	占比	同比
北方稀土(集团)	北方稀土	60210	60%	36%	53780	55%	41%
中国稀土集团	五矿稀土	36906	37%	2%	34680	36%	2%
厦门钨业	厦门钨业	2064	2%	0%	2378	2%	0%
广东省稀土产业集团	广晟有色	1620	2%	0%	6362	7%	0%
合计		100800		20%	97200		20%

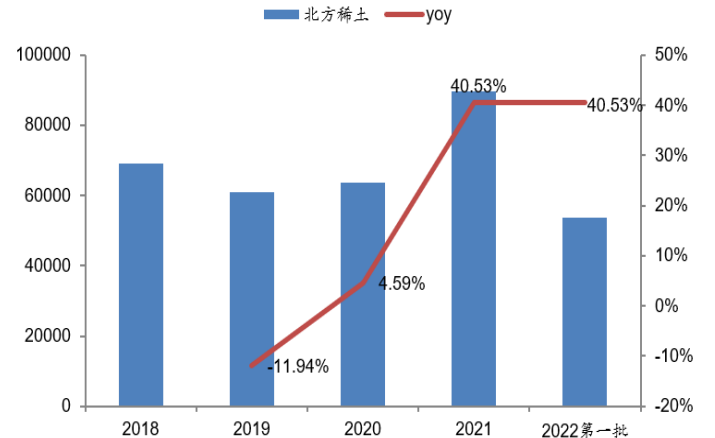
资料来源: 工信部, 华安证券研究所

图表 32 公司稀土矿采指标配额情况(单位: 吨)



资料来源: 工信部, 华安证券研究所

图表 33 公司稀土冶炼配额情况(单位: 吨)



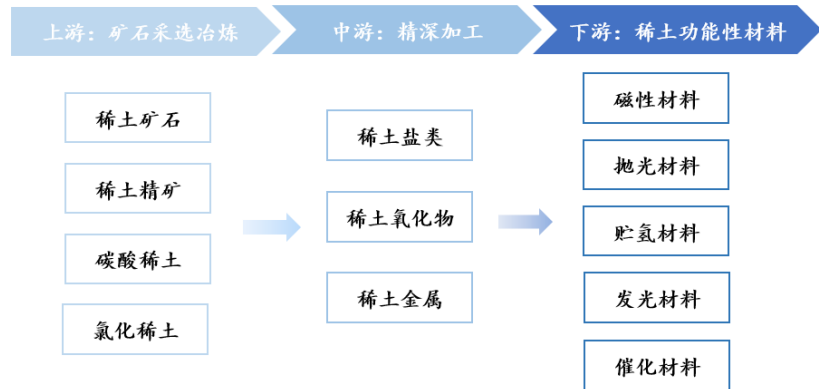
资料来源: 工信部, 华安证券研究所

在最直观的配额指标基础上, 我们继续讨论稀土产量对公司业绩的贡献。白云鄂博稀土矿以氟碳铈矿和独居石为主, 主要以 2:1 的比例混合伴生形式存在, 而稀土氧化物中的配分情况是铈铈占比约 75%, 镨钕占比约 21%, 由于配额的数字是折合成稀土氧化物的量, 因此可以将配额\*21%作为公司镨钕的大致产量, 由此计算得 **2021 年镨钕产量约为 1.88 万吨, 假设公司 2022 年配额维持 40.53% 的增速, 由此测算得到 2022 年镨钕产量约为 2.65 万吨**, 公司具体的稀土氧化物、稀土金属中并未拆分镨钕、铈铈, 这里仅仅做一个数量上的简单测算, 详细的氧化镨钕、金属镨钕等对公司业绩产生重大影响的产销量分析将在第三章盈利预测中基于详细的展开。

## 2.3 一体化产业链发展，做大做强下游稀土功能性材料

公司是行业内率先发展成为集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易一体化的上市公司。公司依靠控股股东包钢集团，采购其子公司包钢股份生产的稀土精矿，将稀土精矿加工成为混合碳酸稀土或者混合氯化稀土溶液。再由公司控股或者参股公司将混合碳酸稀土分离成为稀土盐类、稀土氧化物及稀土金属产品。公司充分的发挥自己的资源优势，发展一体化的稀土产业链，推动稀土产业向下游高端高附加值的领域延伸，做强做大下游稀土功能性材料。

图表 34 稀土上中下游产业链

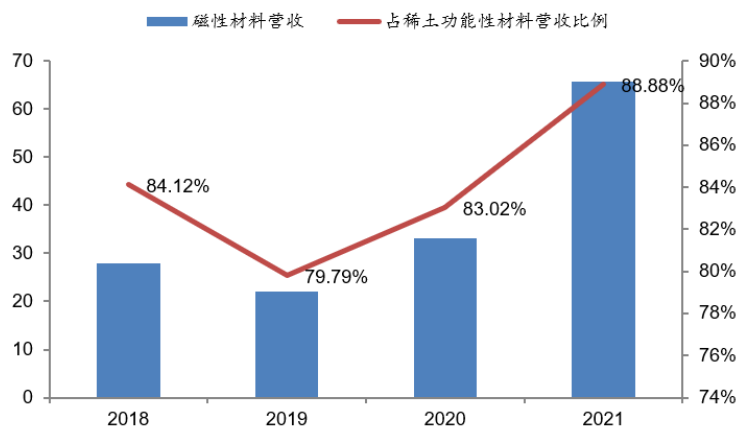


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 1) 磁材：功能材料的主要收入来源和近两年重点发力方向

稀土磁性材料是公司功能材料的主要利润来源，量价齐升助推公司功能性材料业务业绩攀升。2021 年公司稀土磁性材料产量 3.07 万吨，销量 3.02 万吨。实现营业收入 65.76 亿元，同比增 98.54%，占磁性材料业务营收 88.88%，实现毛利率 43.91%，同比增 23.72%。

图表 35 公司磁性材料营收情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

产品结构升级，扩大高端钕铁硼产能，增资扩产持续优化公司磁性材料产业布局。2022 年 3 月，公司发布公告拟出资 1470 万元与青岛中加特共同出资成立包头北方中加特电气有限公司，以新公司为主体建设稀土永磁高效电机项目，北方稀土

持有新公司 49%的股权。项目投资建设期半年, 计划 2022 年第四季度建成, 建成之后形成年产 90 台(套)永磁智能高效电机及配套服务能力。此外, 公司还在 2021 年 10 月和 8 月, 分别拟与安泰科技及其控股子公司内蒙古包钢稀土磁材合资组建年产 5000 吨稀土永磁产品新公司、拟以现金方式向控股子公司安徽永磁增资, 用于成立包头分公司建设年产 8000 吨高性能钕铁硼合金薄片项目。梳理公司的磁材业务, 不难发现, 虽然整体产能数字较大, 但公司的磁材产品大多数为甩带片(钕铁硼的半成品, 利润率相对较低), 而钕铁硼产能较低, 通过与下游钕铁硼头部厂商合资建厂, 公司有望提升高端钕铁硼销量, 充分发挥上游原材料优势, 做大做强磁材业务,

图表 36 公司磁材业务情况

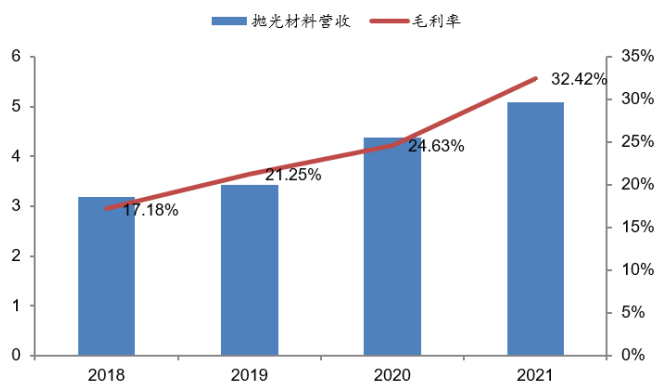
子公司	持股比例	现有产能	规划
磁材公司	95.22%	年产 1.2 万吨磁性材料	
安徽永磁	60.00%	4000 吨钕铁硼甩带片	建设年产 8000 吨高性能钕铁硼合金薄片产能
宁波展昊	51.00%	年产 2.5 万吨磁性材料	
甘肃稀土	48.26%	年产 2000 吨永磁材料	
三吉利	44.00%	5000 吨钕铁硼合金薄带	
安泰北方	48.60%		5000 吨磁材产能, 预计 23Q4 建成
包头北方中加特	49.00%		年产 90 台永磁智能高效电机及配套服务, 预计 22Q4 建成

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2) 稀土抛光粉业务: 功能性材料毛利最高

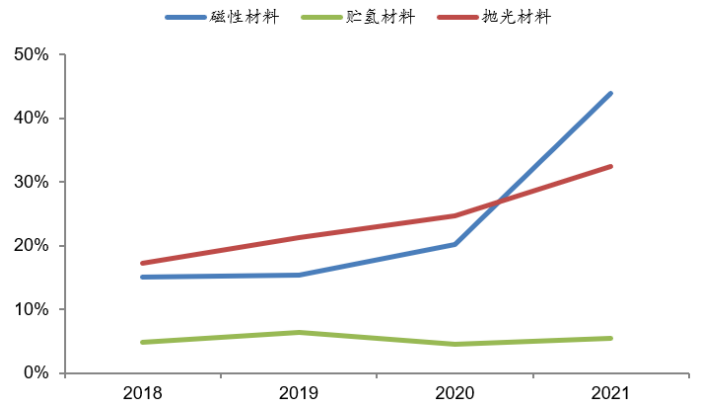
抛光材料是公司近年功能性材料中毛利率最高的产品, 21 年由于磁性材料量价齐升, 毛利率大幅上涨超过抛光材料。2021 年公司抛光材料产量 3.19 万吨, 销量 2.98 万吨, 实现营收 5.08 亿元, 同比增 16.05%, 实现毛利率 32.42%, 比 20 年增加 7.79 个百分点。

图表 37 公司抛光材料营收及毛利(单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 38 公司功能性材料毛利情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**持续扩张产能迈进高端稀土抛光材料业务。**目前公司的稀土抛光材料业务主要是通过包钢灵芝、包头天骄、甘肃稀土新材料及华星稀土四家子公司进行的。目前包钢灵芝拥有年产 2.5 万吨冶炼分离产品(折氧化物)、2 万吨抛光材料产能, 同时计划扩充的 9000 吨/年产能二期计划 23 年 7 月投产。包头天骄拥有年产 7000 吨抛光材料生产力, 计划扩充 9000 吨/年产能, 预计 25 年 5 月建成。此外甘肃稀土新材

料、华星稀土分别拥有抛光粉产能 3000 吨/年、3000 吨/年。

图表 39 公司稀土抛光粉业务情况

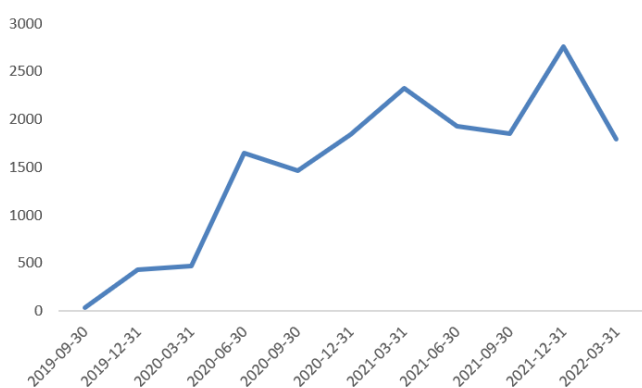
子公司	持股比例	现有产能	扩产计划
包钢灵芝	36.05%	2 万吨	计划扩充的 9000 吨/年产能二期计划 23 年 7 月投产
甘肃稀土新材料	48.26%	3000 吨	-
包头天骄清美	65%	7000 吨	计划扩充 9000 吨/年产能, 预计 25 年 5 月建成
华星稀土	50.5%	3000 吨	-

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

稀土抛光粉是一种以氧化铈为主要成分的混合轻稀土氧化物粉末, 广泛应用于光学玻璃、手机盖板、液晶玻璃基板等领域的抛光。根据抛光粉中的氧化铈含量可以分为低、中、高铈抛光粉三大类。低铈抛光粉目前应用最广泛, 成本低, 初始抛光能力与高铈抛光粉几乎无差别只是使用寿命短, 而高铈抛光粉氧化铈品味更高, 使用寿命更长, 主要用于精密仪器的抛光。

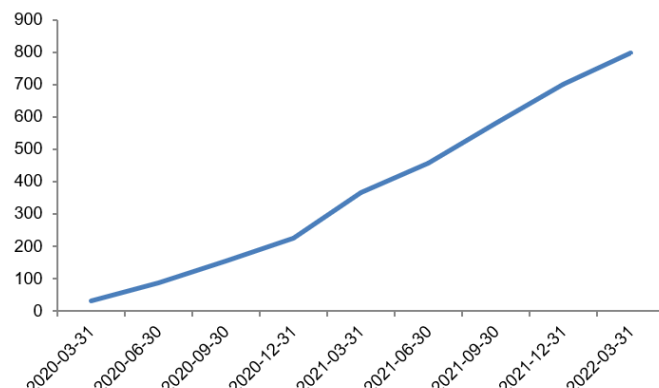
**5G 换机潮将进一步拉高抛光粉需求。**我国目前的抛光粉需求量中手机盖板领域需求最高, 占比接近 80%。而随着 5G 的腾飞, 带来的是新一波换机潮, 推动智能手机行业向前发展。根据工信部公布的数据, 近三年智能手机出货量稳定上涨, 5G 时代的来临有望带动抛光材料需求的稳增长。

图表 40 5G 手机出货量 (单位: 万台)



资料来源: 工信部, 华安证券研究所

图表 41 5G 移动电话用户数 (单位: 百万户)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3) 稀土贮氢材料业务: 乘绿色清洁能源之风

氢被认为是最理想的高密度清洁能源, 但是如果氢气储存处理不好会有爆炸的风险, 而使用贮氢材料储存氢不仅便捷安全, 还可贮存时间长而无损耗。目前已经使用和研究发展的贮氢材料主要有镁系贮氢合金、稀土贮氢合金、钛系贮氢合金等。其中稀土贮氢合金主要是镧镍合金, 具有吸氢性好, 容易活化, 在 40 摄氏度以上放氢速度好等优点。

公司生产的贮氢材料包包括 LaNi5 型贮氢合金和 La-Mg-Ni 系贮氢合金, 具有容量高、快速充电、无污染寿命长等优点, 可以有效的解决氢气的安全贮存和运输问题。公司的贮氢材料业务主要通过甘肃稀土新材料、中山天骄稀土、四会市达博文等展开。目前分别拥有贮氢材料产能 1000 吨/年、800 吨/年、5000 吨/年。

**图表 42 公司稀土贮氢材料业务情况**

子公司	持股比例	现有产能
甘肃稀土	48.26%	1000 吨
中山天骄	49%	800 吨
达博文	71.5%	5000

资料来源：公司公告，华安证券研究所

碳中和背景下，新能源汽车的快速发展将带动贮氢材料业务的稳步增长。贮氢材料最广泛的应用是镍氢电池，主要用于混合动力汽车的 HEV 中。伴随着双碳目标的提出，全球汽车开始更新迭代，新能源汽车快速发展，或将拉高贮氢材料的需求。为公司业绩带来新一轮的东风。

## 2.4 加强资本运作力度，进一步提升稀土龙头话语权

**对内：通过债转股或增加现金出资的方式，对产业链上下游有着密切关联的磁材公司与贮氢公司进行了大额投资。**

a) 磁材公司将 2 亿元的债权转入股权，同时出资 3200 万元收购稀土院对磁材公司 11% 的持股比例。北方稀土对磁材公司的持股比例显著上升。

b) 贮氢公司将 7000 万元的债权转入股权，同时增资 4000 万现金，进一步提升下游产业子公司的竞争和盈利能力。

c) 北方稀土（安徽）永磁公司二期改扩建，公司增资 5400 万现金，进一步提升企业的竞争能力以及产品的规模与档次。

**对外：进一步增强公司资本运作力度的同时确保金融投资的收益。**

a) 出资 8300 万元收购华星稀土，为公司进一步提升金属冶炼能力奠定基础。

b) 积极践行国家碳中和理念，投资 8.4 亿元收购环保产业公司。环保产业公司上半年实现 1.5 亿元净利润。

c) 准备出资 6-8 亿元增持宝钢股份股票，同时将减持盛和资源 1800 万股

### 3 盈利预测与投资建议

#### 3.1 盈利预测

##### 3.1.1 稀土原料业务——稀土氧化物和稀土金属

作为公司主业，财报中仅将稀土冶炼分离产品划分为稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属。但财报中产销量数据并未作划分，虽然轻稀土中镧铈/镨钕元素占比分别约为 75%/21%，但镨钕价格在 100 万元/吨的水平，镧铈价格在 1 万元/吨以下，因此实际上镨钕贡献主要业绩，所以对各类稀土冶炼分离产品中镨钕和镧铈的拆分较为关键。

##### 1) 价格假设:

首先，历年价格我们采用北方稀土挂牌价中的氧化镨钕、氧化镧/铈、金属镨钕，金属镧/铈并未披露挂牌价，市场价金属镧/铈为氧化镧/铈的 1.2 倍，因此我们简单假设金属镧/铈的价格为氧化镧/铈挂牌价的 1.2 倍。

价格预测方面，我们假设镨钕类产品价格维持高位，假设今年氧化镨钕 70 万元/吨，金属镨钕 90 万元/吨，后续年份假设供应增加后价格下调 10%；镧铈类产品，假设氧化镧/铈 1 万元/吨，金属镧/铈 1.3 万元/吨。

图表 43 稀土原料价格假设 (单位: 万元/吨)

	氧化镨钕	氧化镧/铈	金属镨钕	金属镧/铈
2019	32.90	1.33	41.17	1.59
2020	33.76	1.18	42.21	1.41
2021	59.10	1.08	72.46	1.30
2022E	70	1	90	1.30
2023E	63	1	81	1.3
2024E	56.7	1	72.9	1.3

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

##### 2) 销量假设:

首先，我们假设镨钕产品销量为  $x$ ，镧铈产品销量为  $y$ ，再根据上述价格假设，我们有如下公式：

$$\begin{cases} \text{整体销量} = x + y \\ \text{整体收入} = p_x * x + p_y * y \end{cases}$$

从而我们可以将稀土氧化物和稀土金属中的镨钕、镧铈销量拆分如下表：

图表 44 稀土原料销量拆分 (单位: 吨)

	氧化镨钕	氧化镧/铈	金属镨钕	金属镧/铈
2019	5443.11	7645.56	7230.09	5671.84
2020	2945.75	18585.58	9074.87	8505.71
2021	2687.58	39417.70	11959.92	8480.68

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

根据拆分结果,我们发现镨钕在氧化物销量中占比下滑,2019-2021年分别占比42%/14%/6%;而在金属销量中占比相对稳定,2019-2021年分别占比56%/52%/59%。因此,如果我们预测了稀土金属的销量,以及一个相对固定的金属镨钕占比,我们首先可以拆分清楚金属产品的结构;

其次,由于配额固定(保守测算,2022-2024年增速分别为20%/15%/10%),根据镨钕配分得到每年固定的镨钕量,这样我们通过镨钕量减去镨钕金属所耗用的氧化镨钕量(稀土金属是利用稀土氧化物进行生产,我们假设公司通过稀土精矿冶炼分离得到的稀土氧化物中,一部分直接体现为销量,另一部分作为稀土金属的原料进入下一步生产,同时假设生产1吨金属镨钕耗用1.2吨氧化镨钕),就能得到一个相对合理的氧化镨钕销量,进而根据预测的氧化物销量减去氧化镨钕销量得到氧化镧/铈销量,由此我们便可以将整体的稀土氧化物及稀土金属的结构完全拆分清楚。

图45 稀土原料销量预测(单位:吨)

	2021	2022E	2023E	2024E
冶炼配额	89634	107561	123695	136064
对应镨钕量	18823	22588	25976	28574
<b>金属销量</b>	<b>20441</b>	<b>20849</b>	<b>21266</b>	<b>21692</b>
镨钕	11960	11467	11697	11930
镧铈	8481	9382	9570	9761
<b>氧化物销量</b>	<b>42105</b>	<b>44211</b>	<b>46421</b>	<b>48742</b>
镨钕	4471	8827	11940	14257
镧铈	37634	35383	34481	34485

资料来源:公司公告,华安证券研究所

### 3) 成本假设:

**原料成本:**包钢股份销售精矿的稀土氧化物的标准含量为51%,假设2吨精矿出1吨稀土氧化物,1.2吨稀土氧化物出1吨稀土金属。2022年精矿协议价格为26887.20元/吨,假设后续每年协议价增长10%。同时,由于镨钕是主要的有价稀土元素,我们测算精矿用量时以镨钕为准,即:根据氧化镨钕/金属镨钕的销量为基础,测算单位镨钕所需精矿数量,据此测算得原料成本。

**冶炼成本:**将氧化物和金属的营业成本中减去精矿采购成本,然后剩余的成本除以稀土氧化物和稀土金属的销量作为单位冶炼成本。

#### 3.1.1 稀土原料业务——稀土盐类

虽然公司在稀土原料类产品中划分了稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属三类产品,但稀土盐类和另外两类产品之间有较明显的差异,氧化物和金属存在工序上的先后顺序,可以说公司的基本盘是冶炼分离的镨钕产品,但镨钕产品的销售有两种方式,一是直接以氧化镨钕形式出售给贸易公司再外销往金属厂,另外一种则是内部耗用,将氧化镨钕加工为金属镨钕再进行外销,因此我们在上面不厌其烦地对稀土氧化物和稀土金属两类产品中镨钕的占比进行详细的分析。

从公司稀土冶炼分离的工艺路线可知,稀土盐类是从稀土精矿采用硫酸法进行冶炼的中间产品,也就是稀土氧化物前端,应用并不广泛,从营收占比角度来

看，与氧化物和金属相比，盐类营收占比较小。因此我们简单假设销量每年增长15%，单位收入和单位营业成本每年增长5%。

**图表 46 稀土原料盈利预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
稀土氧化物营收 (亿元)	12.14	30.49	65.33	78.67	84.29
稀土氧化物营业成本 (亿元)	8.77	12.39	33.62	46.15	58.17
稀土金属营收 (亿元)	39.50	87.76	104.42	95.99	88.24
稀土金属营业成本 (亿元)	28.69	54.05	59.48	64.61	70.33
稀土盐类营收 (亿元)	2.55	4.45	5.37	6.48	7.83
稀土盐类营业成本 (亿元)	1.84	2.72	3.29	3.97	4.80
稀土原料营收 (亿元)	54.20	122.70	175.12	181.14	180.35
稀土原料营业成本 (亿元)	39.30	69.17	96.39	114.74	133.29

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.1.2 稀土功能业务

2021 年，磁性材料、抛光材料、贮氢材料的价格分别同比+88%、-10%、+22%，我们简单假设磁性材料的价格在 2022-2024 年之间分别+10%、+8%、+5%；抛光材料的价格在 2022-2024 年之间分别+5%、+3%、+2%；贮氢材料的价格在 2022-2024 年之间分别+15%、+10%、+5%。

2021 年，磁性材料、抛光材料、贮氢材料的销量分别同比+6%、+30%、+8%，我们简单假设磁性材料的销量在 2022-2024 年之间分别+15%、+12%、+10%；抛光材料的销量在 2022-2024 年之间分别+20%、+15%、+10%；贮氢材料的销量在 2022-2024 年之间分别+6%、+4%、+3%。

**图表 47 稀土功能材料盈利预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
磁性材料				
营业收入 (亿元)	65.76	83.18	100.61	116.21
营业成本 (亿元)	36.88	44.53	51.87	58.77
销量 (吨)	30244.75	34781.46	38955.24	42850.76
单位营业收入 (亿元)	21.74	23.92	25.83	27.12
单位营业成本 (亿元)	12.19	12.80	13.32	13.72
抛光材料				
营业收入 (亿元)	5.08	6.40	7.58	8.50
营业成本 (亿元)	3.43	4.24	5.02	5.69
销量 (吨)	29800.40	35760.48	41124.55	45237.01
单位营业收入 (亿元)	1.70	1.79	1.84	1.88
单位营业成本 (亿元)	1.15	1.19	1.22	1.26
贮氢材料				
营业收入 (亿元)	3.15	3.84	4.39	4.75
营业成本 (亿元)	2.98	3.57	4.00	4.45
销量 (吨)	2792.67	2960.23	3078.64	3171.00

单位营业收入 (亿元)	11.27	12.97	14.26	14.98
单位营业成本 (亿元)	10.66	12.04	13.01	14.05
应用产品				
营业收入 (亿元)	0.92	0.94	0.95	0.97
营业成本 (亿元)	0.81	0.83	0.85	0.86
稀土功能材料				
营业收入 (亿元)	74.90	94.35	113.54	130.44
营业成本 (亿元)	44.10	53.17	61.75	69.78

资料来源：公司公告，华安证券研究所

综上，我们预计 2022-2024 年，公司分别实现营收 372 亿元、416 亿元、456 亿元，同比分别+22%、+12%、+10%；实现归母净利润 71 亿元、80 亿元、89 亿元，同比分别+39%、+12%、+11%；对应当前股价的 PE 分别为 20X、17X、16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 3.2 投资建议

### 稀土供需格局向好，价格有望维持高位。

作为资源端的绝对龙头，讨论北方稀土的投资价值离不开对稀土行业整体景气度的讨论。

从供给侧看，海外难有增量，美国芒廷帕斯和澳大利亚莱纳斯产能利用率均处于高位，难以贡献更多增量，缅甸受无序开采造成资源品位下降、疫情封关导致国内进口锐减、政局变动等不确定因素影响也难以持续贡献原料，南方的稀土集团已经开始启动南方矿的生产；国内供应的产量受指标控制，产能受环保限制也难有较大增量。之前几个月的高价回落我们认为主要有两个催化剂：一是国家约谈后稀土集团主动控价，二是价格在 Q1 大幅波动的情况下，磁材厂价格传导受到一定压力，导致采购有所放缓。

从需求侧看，随着各地疫情好转，复工复产有序推进，磁材厂下游订单旺盛（一是年内补贴抢装带来的新能源汽车需求，二是海风推进拉动风电需求），并且经过一定时间磁材厂已经能够将高价向下游顺利传导，因此我们认为磁材厂在二季度产销量向好。

整体来讲，稀土行业受益供给端增量有限和需求端量增逻辑，是新能源金属中难得的在未来几年不会出现供给大量释放的赛道，并且受限于配额仅释放给稀土集团，能够在稀土高景气中受益的标的只会是现有玩家。

### 做强冶炼端并延伸下游材料产业链。

冶炼端独家采购白云鄂博尾矿库打造资源+成本优势，配额高占比驱动稀土产品放量。 1) 集团旗下包钢股份排他性独家供应稀土精矿，尾矿库存有稀土氧化物 1381.85 万吨。公司与包钢股份签署供应合同确定精矿价格，2022 年为 2.7 万元/干吨，与市场价 7.6 万元/吨相比成本优势显著。2) 公司 22H1 冶炼端配额 5.4 万吨，占比 55%，同比增 41%，占据整体增量的 96%。

下游一体化产业链发展，做大做强下游稀土功能性材料。 公司是行业内率先发展成为集稀土冶炼分离、功能材料、应用产品、科研和贸易一体化的上市公司。磁材是功能材料的主要收入来源和近两年重点发力方向，但目前产品结构中钕铁

硼占比相对低，公司梳理体系内磁材企业，并与头部磁材企业合作争取钕铁硼产品放量。

**加强资本运作力度，进一步提升稀土龙头话语权。**对内通过债转股或增加现金出资的方式，对产业链上下游有着密切关联的磁材公司与贮氢公司进行大额投资；对外进一步增强公司资本运作力度的同时确保金融投资的收益。

## 风险提示：

稀土价格不及预期风险，配额指标不及预期风险，稀土磁材的下游新能源汽车及风电等领域需求不及预期风险。



## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。