

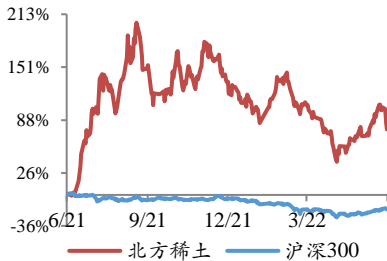
## 精矿涨价仍具备成本优势，兑现行业高景气的量增红利

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-06-23

收盘价(元)	35.63
近12个月最高/最低(元)	61.01/19.95
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)	1,294
流通市值(亿元)	1,294

### 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

1. 低成本独家包销优质资源，供需重塑稀土龙头乘风起 2022-06-09

### 主要观点：

- **事件：**公司于2022年6月23日发布公告，关联方包钢股份将稀土精矿交易价格由26887元/吨上调至39189元/吨，上涨幅度46%。
- **下半年精矿交易价格上调46%，对比之前预期的利润增速有所放缓。**  
我们在此做一个简单的测算：
  - 1) **价：**假设单吨镨钕产品使用精矿11吨，则精矿价格从2.69万元上涨至3.92万元后，单吨镨钕产品成本上涨13.5万元；
  - 2) **量：**假设2022年公司配额增加20%，冶炼配额为10.76万吨，对应镨钕配分为21%，从而对应镨钕数量为2.26万吨，参考历年情况，假设上半年数量占比40%，下半年数量占比60%，从而下半年镨钕数量为1.36万吨；
  - 3) **利：**对应下半年1.36万吨镨钕，以及单吨成本上涨13.5万元，我们预计公司利润下修18.34亿元。
- **与市场采购精矿相比仍具备成本优势，产量为王兑现稀土高景气红利。**  
双方的稀土精矿合同及预案已经提到，每季度根据稀土产品市场价格波动调整稀土精矿交易价格，2021-22H1，精矿单吨交易价格分别为1.26/1.63/2.69万元，而同期氧化镨钕单吨均价分别为30/59/95万元，在稀土高价的背景下，稀土精矿交易价格上调合情合理。同时，与精矿市场价7万元/吨相比( REO=70%；如果包钢股份供应精矿 REO=70%，价格应为5.5万元/吨)，公司的精矿成本上调至3.9万元/吨仍具备成本优势。而单位成本虽有上升，但公司配额占据国内半壁江山，并且22H1配额增长的96%，在稀土高景气的格局下，公司是能最大程度兑现行业红利的稀土标的。
- **投资建议**  
公司在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；下游一体化产业链发展，做大做强下游稀土功能性材料；加强资本运作力度，进一步提升稀土龙头话语权。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18X、16X、14X。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	2021	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	18.12	16.12	14.49
P/B	10.84	5.75	4.24	3.28
EV/EBITDA	22.21	13.71	11.74	10.21

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	26733	32575	41582	51506	<b>营业收入</b>	30408	37185	41584	45642
现金	6493	8616	14831	22017	营业成本	21944	26210	29521	32714
应收账款	3841	4925	5575	6036	营业税金及附加	225	227	262	293
其他应收款	35	164	162	165	销售费用	76	124	116	91
预付账款	553	633	664	768	管理费用	993	1329	1331	1324
存货	10325	12803	14146	15730	财务费用	392	0	0	0
其他流动资产	5488	5433	6204	6790	资产减值损失	-69	-8	-5	-3
<b>非流动资产</b>	7975	8297	8649	9009	公允价值变动收益	-66	0	0	0
长期投资	278	382	501	626	投资净收益	1	24	20	21
固定资产	4170	4384	4616	4850	<b>营业利润</b>	6707	9362	10412	11293
无形资产	789	791	786	780	营业外收入	8	9	10	11
其他非流动资产	2737	2740	2747	2753	营业外支出	19	21	23	25
<b>资产总计</b>	34708	40871	50232	60515	<b>利润总额</b>	6696	9350	10398	11278
<b>流动负债</b>	10042	8490	9141	9759	所得税	1086	1634	1690	1613
短期借款	1580	0	0	0	<b>净利润</b>	5610	7715	8709	9665
应付账款	1815	1810	2143	2391	少数股东损益	480	570	678	733
其他流动负债	6647	6680	6998	7368	<b>归属母公司净利润</b>	5130	7145	8030	8932
<b>非流动负债</b>	5443	5443	5443	5443	EBITDA	7675	9473	10529	11405
长期借款	2401	2401	2401	2401	EPS (元)	1.42	1.97	2.21	2.46
其他非流动负债	3042	3042	3042	3042					
<b>负债合计</b>	15484	13932	14584	15202	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3875	4445	5124	5856	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
股本	3633	3633	3633	3633	<b>成长能力</b>				
资本公积	101	101	101	101	营业收入	38.8%	22.3%	11.8%	9.8%
留存收益	11614	18759	26790	35722	营业利润	420.2%	39.6%	11.2%	8.5%
归属母公司股东权益	15348	22494	30524	39456	归属于母公司净利	462.3%	39.3%	12.4%	11.2%
<b>负债和股东权益</b>	34708	40871	50232	60515	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	27.8%	29.5%	29.0%	28.3%
					净利率 (%)	16.9%	19.2%	19.3%	19.6%
					ROE (%)	33.4%	31.8%	26.3%	22.6%
					ROIC (%)	20.1%	20.9%	19.0%	17.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	44.6%	34.1%	29.0%	25.1%
					净负债比率 (%)	80.5%	51.7%	40.9%	33.5%
					流动比率	2.66	3.84	4.55	5.28
					速动比率	1.58	2.25	2.93	3.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.88	0.91	0.83	0.75
					应收账款周转率	7.92	7.55	7.46	7.56
					应付账款周转率	12.09	14.48	13.77	13.68
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.42	1.97	2.21	2.46
					每股经营现金流(薄)	1.04	1.21	1.92	2.19
					每股净资产	4.22	6.19	8.40	10.86
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.27	18.12	16.12	14.49
					P/B	10.84	5.75	4.24	3.28
					EV/EBITDA	22.21	13.71	11.74	10.21

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 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达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。