

## 公司深度报告

2022年06月26日

東亞前海證券有限公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 资源壁垒高铸，稀土寻索北方

——北方稀土（600111.SH）首次覆盖报告

## 核心观点

**深耕行业造就全球最大轻稀土集团。**公司主营轻稀土产品，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，可生产稀土产品11大类、50余种、近千个规格，当前已形成“原料产品-功能材料-终端应用产品”全产业链布局。2021年公司稀土盐类、稀土金属、稀土氧化物、磁性材料、抛光材料、贮氢材料产量分别同比上涨6%、17%、20%、11%、34%、6%。业绩方面，2022年Q1公司实现归母净利润15.6亿，同比增长88.5%，维持高速增长趋势。

**能源转型引发需求放量，稀土行业景气提升。**供给方面，我国稀土矿储量及产量均位居全球第一，我国就稀土矿开采实行严格总量控制，2022第一批稀土矿、轻稀土矿开采指标同比增长20%、23%。在市场结构中，2021年北方稀土在稀土市场、轻稀土市场份额分别为58%、67%。需求方面，稀土永磁材料中，钕铁硼永磁材料应用最为广泛，而钕铁硼下游结构中，传统汽车、新能源汽车、工业应用和风电占比分别为38%、12%、11%、10%。在双碳政策的带动下，新能源汽车、风电和工业电机有望高效拉动钕铁硼永磁材料需求。

**公司一体化叠加资源优势构建成本端竞争力，形成竞争壁垒。**一体化方面，公司已形成全产业链布局。以镨钕类产品为例，公司冶炼稀土原矿形成氧化镨钕等稀土原料产品，进一步加工形成稀土磁性材料，在终端应用产品中，公司涉足稀土永磁磁共振仪、永磁电机等。资源方面，包钢集团拥有的白云鄂博矿稀土REO储量占我国总储量约80%。包钢集团通过包钢股份将稀土矿排他性供给公司。公司凭借成本优势和资源优势形成较强竞争力。2021年及2022年第一批轻稀土总量控制指标中，较去年同期的增量的96%由公司获得。

## 投资建议

伴随产品量价齐升，公司未来业绩将持续放量。我们预期2022/2023/2024年公司归母净利润分别为85.41/102.06/120.91亿元，对应的EPS分别为2.35/2.81/3.33元。以2022年6月24日收盘价35.21元为基准，对应PE分别14.98/12.53/10.58倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 风险提示

国内稀土开采政策收紧；新能源汽车需求增长不及预期；国外稀土供给超预期增长。

## 盈利预测

项目(单位：百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30408.40	40865.10	48099.07	56362.95
增长率(%)	38.83	34.39	17.70	17.18
归母净利润	5130.04	8540.88	10205.63	12090.56
增长率(%)	462.32	66.49	19.49	18.47
EPS(元/股)	1.42	2.35	2.81	3.33
市盈率(P/E)	32.27	14.98	12.53	10.58
市净率(P/B)	10.84	5.74	3.94	2.87

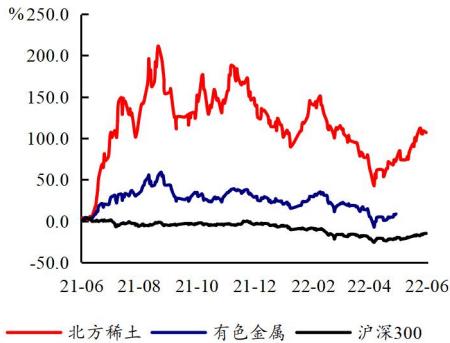
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所预测，股价基准为2022年6月24日收盘价35.21元

## 评级 推荐（首次覆盖）

## 报告作者

作者姓名	李子卓
资格证书	S1710521020003
电子邮箱	lizz@easec.com.cn
联系人	高嘉麒
电子邮箱	gaojq700@easec.com.cn
联系人	丁俊波
电子邮箱	dingib@easec.com.cn

## 股价走势



## 基础数据

总股本(百万股)	3633.07
流通A股/B股(百万股)	3633.07/0.00
资产负债率(%)	39.75
每股净资产(元)	3.35
市净率(倍)	12.10
净资产收益率(加权)	17.84
12个月内最高/最低价	61.01/19.67

## 相关研究

## 正文目录

1. 公司：全球轻稀土龙头，业绩高速增长.....	4
1.1. 深耕稀土行业，造就全球稀土龙头.....	4
1.2. 产品覆盖齐全，产销规模持续提升.....	5
1.3. 业绩表现优异，利润水平大幅增长.....	6
2. 行业：能源转型加政策约束，稀土景气度提升.....	8
2.1. 概述：稀土应用广泛，景气周期已然来临.....	8
2.2. 供给：行业高度集中，镨钕库存持续下滑.....	11
2.3. 需求：受磁材驱动，能源转型引爆需求.....	14
2.3.1. 新能源车：增长空间显著，永磁电机逐步替代.....	15
2.3.2. 风电：未来增长明确，永磁直驱不断渗透.....	17
2.3.3. 工业电机：替代空间广阔，永磁电机优势显著.....	18
3. 趋势：成本优势结合配额提升，业绩增长可期.....	19
3.1. 多项优势加持，成本端竞争力充足.....	19
3.1.1. 全面产业布局，实现产业链一体化.....	19
3.1.2. 资源优势突出，与包钢合作降低成本.....	20
3.2. 配额持续倾斜，保障公司未来增长.....	22
4. 盈利预测.....	24
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1. 公司稀土产品种类丰富.....	4
图表 2. 公司在发展过程中产业链不断延伸.....	4
图表 3. 北方稀土股权结构.....	5
图表 4. 公司主要产品分为稀土原料类、稀土功能材料类及稀土终端应用类.....	5
图表 5. 除稀土氧化物外，2019-2021 年各产品产量均逐年提升.....	6
图表 6. 2019-2021 年各产品均呈上升趋势.....	6
图表 7. 2022 年 Q1 营收 98.1 亿，同比上升 49.7%.....	6
图表 8. 2021 年稀土产品为公司主要收入来源.....	6
图表 9. 2022Q1 毛利润 28.2 亿元，同比上升 102.2%.....	7
图表 10. 2022 年 Q1 公司毛利率继续上行.....	7
图表 11. 公司费用因经营规模扩大略有增长.....	7
图表 12. 2022 年 Q1 公司费用率继续下行.....	7
图表 13. 2022Q1 归母净利润 15.6 亿，YOY 为 88.5%.....	8
图表 14. 2022 年 Q1 公司净利率保持上行.....	8
图表 15. 稀土元素种类及应用.....	9
图表 16. 稀土产业链概览.....	10
图表 17. 2021 年起稀土价格指数大幅上涨.....	10
图表 18. 2021 年起除镧铈外，主要稀土产品涨价.....	10
图表 19. 2021 年中国稀土矿储量为 4400 万吨.....	11
图表 20. 2021 年中国稀土矿储量位居全球第一.....	11
图表 21. 2021 年中国稀土矿产量为 16.8 万吨.....	11
图表 22. 2021 年中国稀土矿产量位居全球第一.....	11
图表 23. 2022 第一批稀土矿产品指标 YOY 达 20%.....	12
图表 24. 2022 第一批轻稀土矿产品指标 YOY23%.....	12
图表 25. 2021 年我国稀土出口量大幅提升.....	12
图表 26. 2021 年我国出口产品以稀土化合物为主.....	12

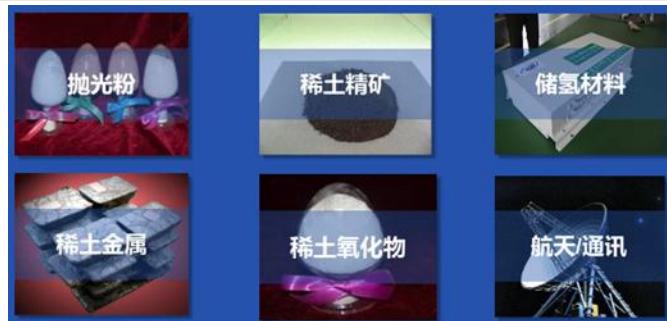
图表 27. 内蒙古、山东与四川稀土合计储量占我国总储量 94%.....	错误！未定义书签。
图表 28. 2021 年北方稀土分配指标合计为 19 万吨.....	13
图表 29. 2021 年北方稀土市场份额达 58%.....	13
图表 30. 2021 年北方稀土分配岩矿型稀土矿产品指标为 10 万吨.....	13
图表 31. 2021 年北方稀土在岩矿型稀土市场中份额约 67%.....	13
图表 32. 2020 年第二季度起我国氧化镨钕去库存.....	14
图表 33. 2020 年下半年起我国金属镨钕去库存.....	14
图表 34. 2021 年永磁材料占据稀土下游 42% 份额.....	14
图表 35. 钕铁硼形态.....	15
图表 36. 钕铁硼永磁材料为第三代稀土永磁材料.....	15
图表 37. 2020 年钕铁硼应用于汽车、新能源汽车、工业应用和风电等.....	15
图表 38. 永磁同步电机具有可靠性高、质轻、控制器性能好等优点.....	16
图表 39. 主要国家的汽车电动化转型目标.....	16
图表 40. 预计 2025 年全球新能源车销量达 1800 万辆.....	17
图表 41. 永磁直驱电机系统效率更高、价格较高.....	17
图表 42. 未来 5 年风电新增装机量维持高景气.....	18
图表 43. 传统电机与永磁电机效率对比曲线图.....	19
图表 44. 传统电机与永磁电机温升对比图.....	19
图表 45. 2021 年公司主要产品年产能充足.....	19
图表 46. 公司实现稀土产业链上中下游一体化.....	20
图表 47. 白云鄂博矿区位于内蒙古自治区包头市.....	21
图表 48. 白云鄂博矿是全国最大铁铌稀土综合矿床.....	21
图表 49. 白云鄂博尾矿库俯视图.....	21
图表 50. 稀土等在鄂博矿开采中被转移到尾矿库.....	21
图表 51. 白云鄂博尾矿库资源储量丰富.....	22
图表 52. 公司稀土精矿协议价较市场价更低.....	22
图表 53. 我国就稀土产业发展出台的政策和主要内容.....	23
图表 54. 2021 年度轻稀土年度增量指标中，公司占比 96%.....	23
图表 55. 2022 年第一批指标轻稀土增量继续向公司倾斜.....	24
图表 56. 主要业务板块业绩情况预测.....	24

## 1. 公司：全球轻稀土龙头，业绩高速增长

### 1.1. 深耕稀土行业，造就全球稀土龙头

深耕行业造就全球最大轻稀土集团。公司主营轻稀土产品，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，可生产稀土产品11个大类、50余种、近千个规格。随着产业结构与规模持续优化提升，公司已成为全球最大的轻稀土供应商，同时也是我国六大稀土集团中规模最大、产值最高、效益最好的稀土集团。

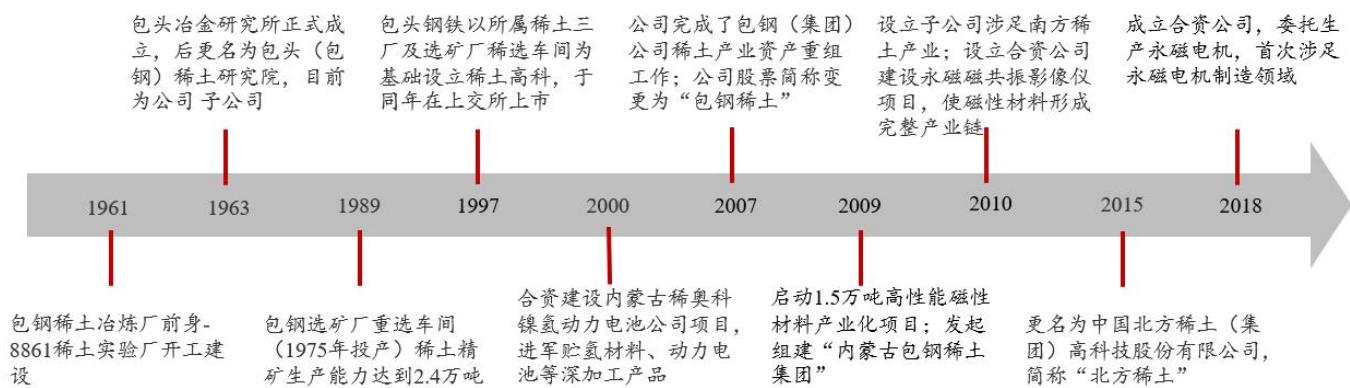
图表1. 公司稀土产品种类丰富



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

公司历史悠久，产业链不断延伸。1961年公司前身8861稀土实验厂成立；1997年包头钢铁公司以所属稀土三厂、选矿厂稀选车间为基础设立内蒙古包钢稀土科技股份有限公司，其于同年在上交所上市；2015年公司更名为北方稀土。在发展过程中，公司产业链不断延伸。2000年公司向贮氢材料、动力电池等深加工产品进军；2010、2018年分别涉足两种磁性材料应用终端，延伸磁性材料产业链。

图表2. 公司在发展过程中产业链不断延伸

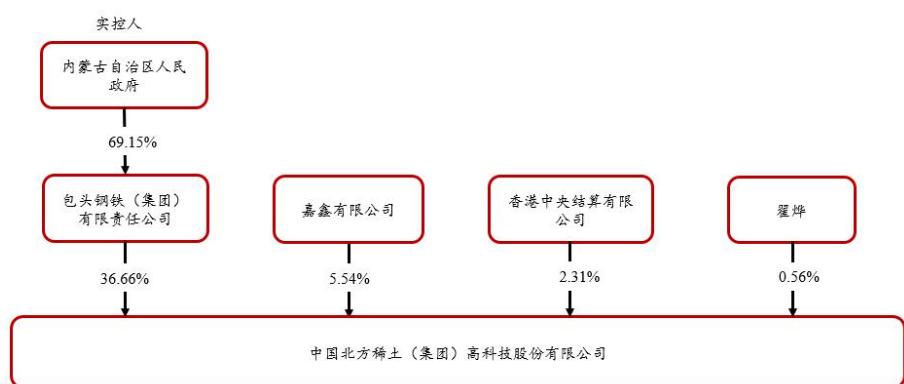


资料来源：公司官网，公司公告，东亚前海证券研究所

包钢集团为公司控股股东，内蒙古自治区政府为实控人。公司2022年一季报信息显示，目前公司的前三大股东分别为包头钢铁（集团）有限责任公司、嘉鑫有限公司以及香港中央结算有限公司，持股比例分别为

36.66%、5.54%以及2.31%。包钢集团为公司控股股东，截至2021年末，内蒙古自治区政府持股包钢集团69.15%，为公司实控人。

图表3. 北方稀土股权结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

## 1.2. 产品覆盖齐全，产销规模持续提升

“原料产品-功能材料-终端应用产品”全产业链布局，产品种类丰富。公司产品包括稀土原料产品、稀土功能材料产品及部分稀土终端应用产品。其中，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生产加工的主要原料。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，主要用于生产所属产业领域内的应用产品，如磁体、抛光粉（液）、镍氢电池等。稀土终端应用产品包括稀土永磁磁共振仪等。

图表4. 公司主要产品分为稀土原料类、稀土功能材料类及稀土终端应用类

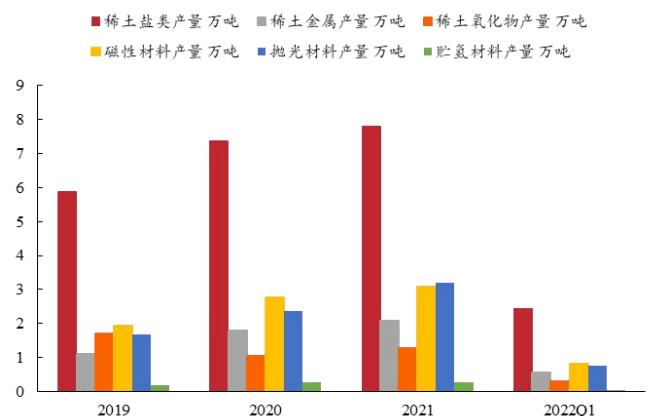
类别	产品名称	应用领域
原料类	氧化镧	制造特种合金、精密光学玻璃、高折射光学纤维板、制造陶瓷电容器
	氧化铈	稀土催化材料、稀土着色剂、稀土热稳定剂、稀土磁性材料
	碳酸镧铈	稀土抛光材料
	氧化镨钕	高性能稀土永磁材料
材料类	磁性材料	驱动电机、伺服电机、微特电机；钐钴永磁为神州系列飞船导航设备元器件
	贮氢材料	新能源储能系统
	抛光材料	液晶基板、导电玻璃、光学玻璃、玻璃壳、镜片、电脑光盘、芯片、光掩膜、装饰玻璃、饰品等领域的抛光
应用产品	催化材料	工业炉窑脱硫脱硝
	稀土永磁核磁共振仪	医疗核磁共振仪等
	镍氢动力电池	动力电源、混动汽车等
	永磁电机	风电、新能源汽车、电子通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

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司持续扩大业务规模，主要产品除稀土氧化物外产销量齐升。公司产品产量方面，除稀土氧化物外，2019-2021年公司产品产量均逐年提升。

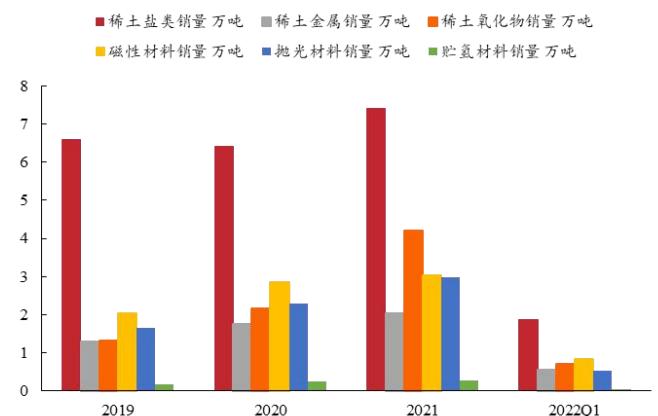
2021年公司稀土盐类、稀土金属、稀土氧化物、磁性材料、抛光材料、贮氢材料产量分别同比上涨6%、17%、20%、11%、34%、6%。销量方面，2019-2021年各产品均呈上升趋势。2021年公司稀土盐类、稀土金属、稀土氧化物、磁性材料、抛光材料、贮氢材料销量分别同比上涨16%、16%、96%、6%、30%、8%。

图表5. 除稀土氧化物外，2019-2021年各产品产量均逐年提升



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表6. 2019-2021年各产品均呈上升趋势

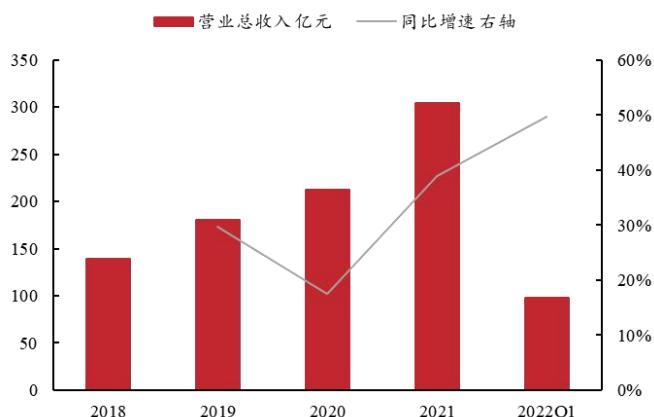


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

### 1.3. 业绩表现优异，利润水平大幅增长

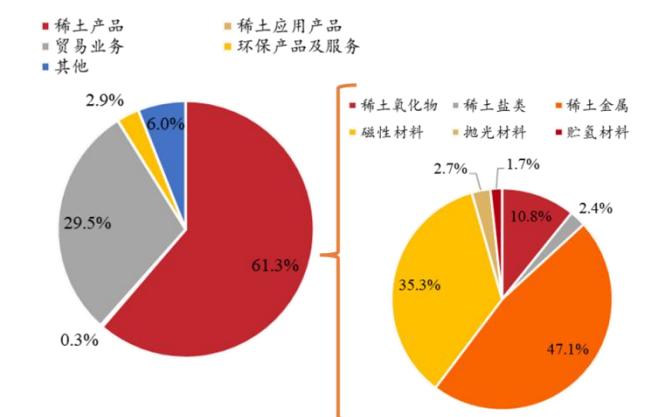
2022年Q1营收提升，主流产品高景气。营业收入方面，2022年Q1公司实现营业收入98.1亿，同比上升49.7%。公司营业收入的增长主要受益于稀土产品价格高景气以及销量提升。营收结构方面，2021年公司营收主要来源为主营产品和贸易业务，营收结构占比分别为61.6%（稀土产品和稀土应用产品分别为61.3%和0.3%）和29.5%。在稀土产品中，稀土金属和磁性材料为主流产品，占比分别为47.1%和35.3%。随着未来公司产能持续提升，预计公司收入规模有望进一步提升。

图表7. 2022年Q1营收98.1亿，同比上升49.7%



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表8. 2021年稀土产品为公司主要收入来源

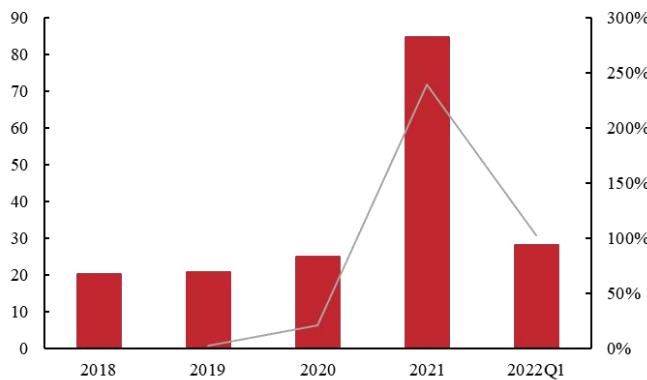


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

**2021 年起公司毛利率大幅提升。**毛利润方面，2022 年 Q1 公司实现毛利润 28.2 亿元，同比上升 102.2%。2021 年公司实现毛利润 84.7 亿元，同比上升 239.4%。毛利率方面，2022 年 Q1 毛利率为 28.73%，较去年同期大幅增长。2018-2021 年公司毛利率分别为 14.5%、11.4%、11.7% 和 27.8%，自 2019 年以来公司毛利率呈上行趋势，且自 2021 年起大幅提升，提升原因主要是产品价格回升，同时公司成本优势及规模效应明显。

图表 9. 2022Q1 毛利润 28.2 亿元，同比上升 102.2%

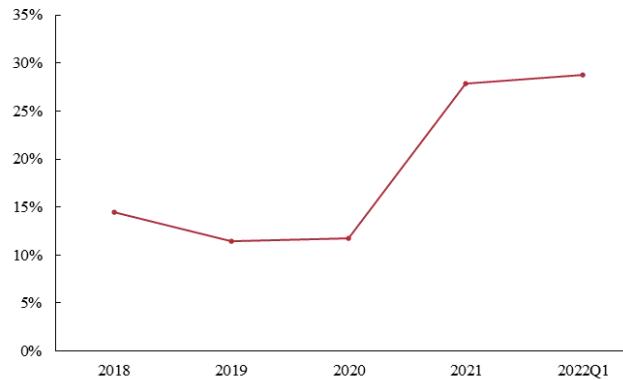
毛利润亿元 同比增速右轴



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 10. 2022 年 Q1 公司毛利率继续上行

毛利率

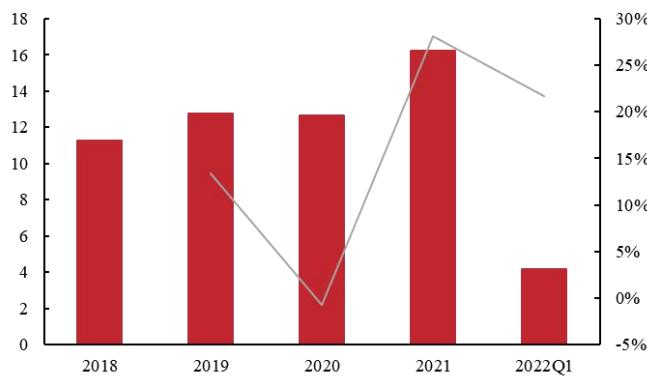


资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

**公司费用总额略有增长，费用率持续下行。**从费用的绝对规模来看，2022 年 Q1 公司费用总额为 4.16 亿，同比增长 21.7%。公司费用整体规模的提升主要是因研发费用和管理费用随经营规模扩大而提升所致。从费用率的变动情况来看，2022 年 Q1 费用率为 4.2%，较去年同期的 5.2% 有明显下行。

图表 11. 公司费用因经营规模扩大略有增长

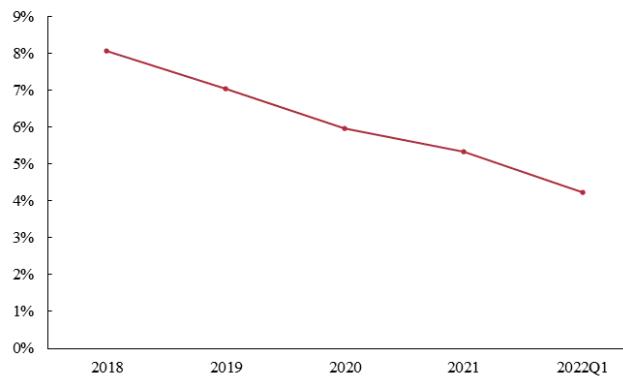
费用总额亿元 同比增速右轴



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 12. 2022 年 Q1 公司费用率继续下行

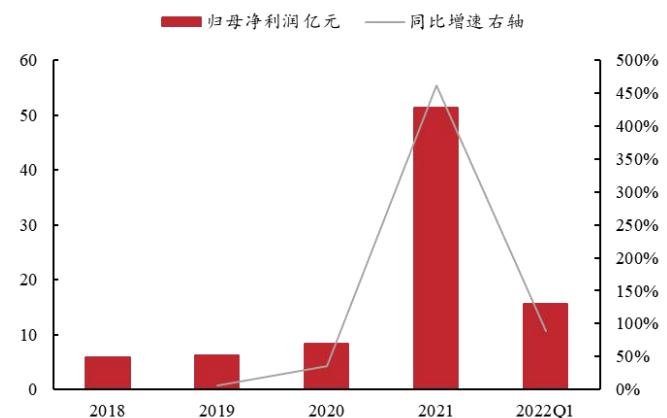
整体费用率



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

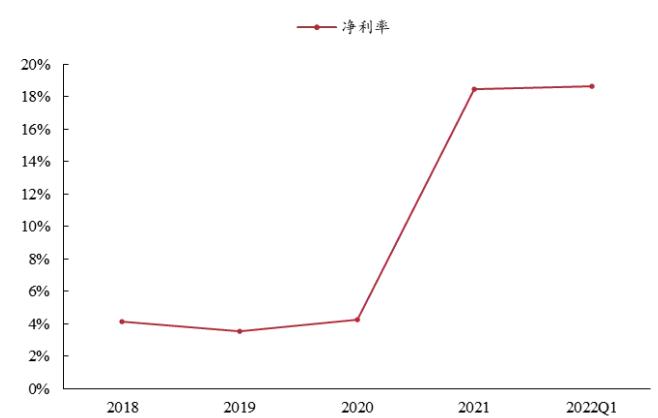
**2021 年公司归母净利润大幅增长，盈利能力提升显著。**归母净利润总额方面，2022 年 Q1 公司实现归母净利润 15.6 亿，同比增长 88.5%。2021 年公司归母净利润为 51.3 亿，同比增长 462.3%，公司净利润规模的高速增长主要受价格高位、成本优势和规模效应带动。净利率方面，2022 年 Q1 公司净利率为 18.6%，净利率水平创近 5 年来新高。

图表 13. 2022Q1 归母净利润 15.6 亿, YOY 为 88.5%



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

图表 14. 2022 年 Q1 公司净利率保持上行



资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

## 2. 行业：能源转型加政策约束，稀土景气度提升

### 2.1. 概述：稀土应用广泛，景气周期已然来临

稀土包括 17 种元素，稀土功能材料是实施制造强国战略的关键材料之一。稀土元素是 17 种元素统称，根据原子电子层结构、离子半径、物化性质及在矿物中的共生情况可划分为轻、重稀土两个亚族，轻稀土元素是具有较低的原子序数和较小质量的七种元素；重稀土元素具有较高的原子序数和较大质量，为其他十种元素。稀土元素具有优异的热学、光学、磁学等性质，以稀土磁性材料、稀土储氢材料、稀土催化材料、稀土光功能材料等为代表的稀土功能材料被列为实施制造强国战略的 9 种关键材料之一。

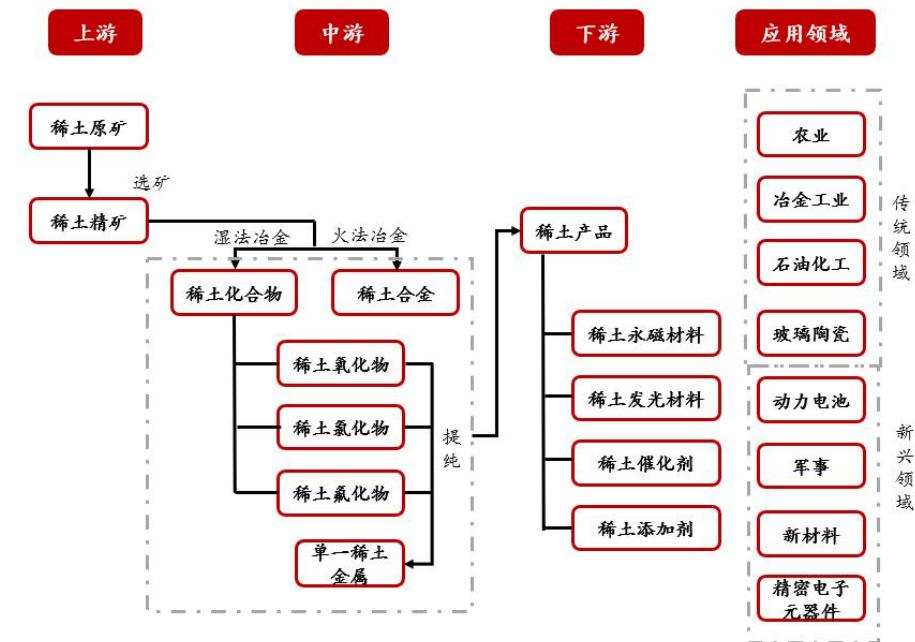
图表 15. 稀土元素种类及应用

	稀土元素	原子系数	应用
轻稀土 (铈族稀 土)	La 钷	57	摄影机、照相机、显微镜头和高级光学仪器棱镜
	Ce 钕	58	汽车玻璃、汽车尾气净化和美容防护品添加剂
	Pr 镨	59	有色玻璃、搪瓷和陶瓷等
	Nd 钕	60	稀土永磁材料, 新能源汽车、风力发电和航空航天材料, 钕铁硼磁体磁能极高, 被称作当代“永磁之王”
	Pm 钷	61	荧光粉、航标灯
	Sm 钕	62	激光材料、微波和红外器材
	Eu 钇	63	镜片和液晶显示屏, 用于荧光粉
重稀土 (钆族稀 土)	Gd 钇	64	医疗核磁共振成像、原子反应堆中吸收中子的材料
	Tb 钇	65	燃料喷射系统、微定位和飞机太空望远镜等领域
	Dy 钇	66	电影、印刷等照明光源
	Ho 钇	67	制作光纤激光器等光通讯器件
	Er 钇	68	军用便携式激光测距仪
	Tm 钇	69	不需电源的手提式 X 射线机
	Yb 钇	70	电脑记忆元件添加剂和光纤通讯的光纤放大材料
	Lu 钇	71	荧光粉激活剂、能源电池技术等领域
	Sc 钇	21	制造特种玻璃、轻质高温合金等
	Y 钇	39	陶瓷、催化剂、发光材料等领域、可用作催化剂

资料来源：南交所稀土交易中心，东亚前海证券研究所

产业链下游应用丰富，新兴领域应用价值凸显。上游原矿采选方面，主要的稀土矿物有氟碳铈（镧）矿、独居石等。中游冶炼加工方面，开采的矿石经过冶炼、提纯后可制成氧化镨、氧化钕等稀土化合物。下游应用方面，经进一步制作生产，可形成催化材料、永磁材料等。最终应用方面，应用领域包括传统产业如农业、冶金工业等，也应用于新兴产业，如显示器的发光材料、动力电池、军事、精密电子元器件等。随经济发展，稀土应用领域不断拓宽，在新能源汽车、稀土永磁电机、工业机器人、国防科工装备等应用价值逐步凸显。

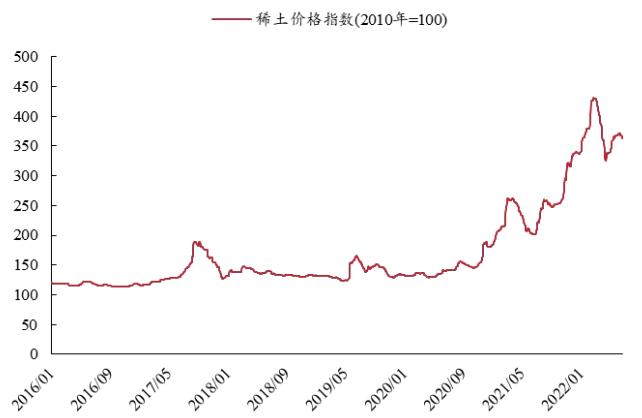
图表 16. 稀土产业链概览



资料来源：《稀土的产业链结构》，CIB Research，东亚前海证券研究所

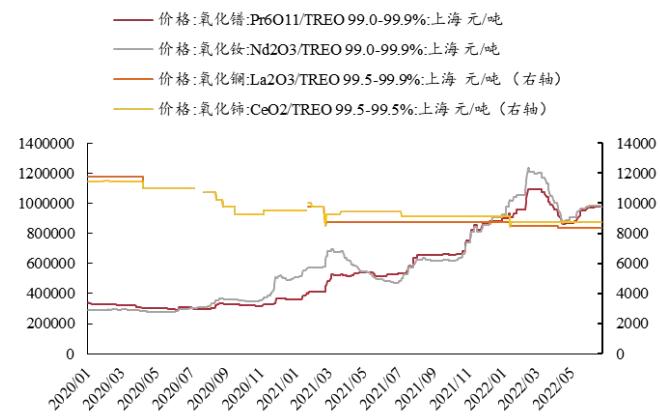
2021 年起除镧铈类产品外，主要稀土产品价格上行。稀土价格指数方面，截至 2022 年 6 月 23 日，稀土价格指数为 363，较去年同期上涨 80%。从历史趋势来看，2016-2020 年价格指数走势较为平稳，2021 年起，需求端旺盛拉动价格大幅上涨，直至 2022 年 3 月，在工信部就价格问题约谈重点企业情况下，价格稍有回调。就细分品种来看，截至 2022 年 6 月 23 日，氧化镨、氧化钕、氧化镧、氧化铈价格报 98、98、0.84、0.88 万元/吨，镨钕类价格上涨明显，镧铈类产品价格下调原因是下游石油裂化催化、发光等行业需求萎缩。

图表 17. 2021 年起稀土价格指数大幅上涨



资料来源：中国稀土行业协会，东亚前海证券研究所

图表 18. 2021 年起除镧铈外，主要稀土产品涨价

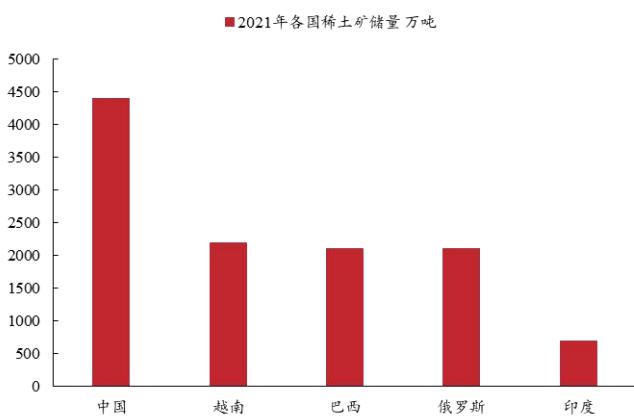


资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

## 2.2. 供给：行业高度集中，镨钕库存持续下滑

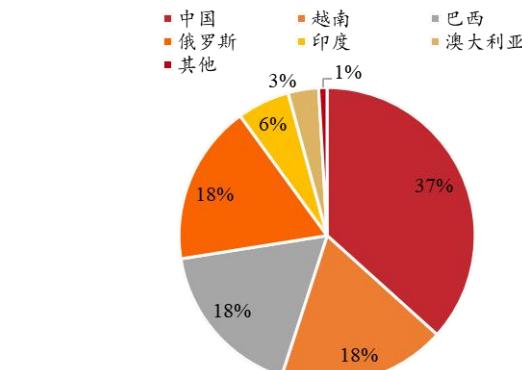
我国稀土资源充足，稀土矿储量约占全球总量的37%。截至2021年末，根据美国地质调查局(USGS)数据，中国稀土矿储量为4400万吨，储量位居全球第一，占全球储量36.7%；除中国外，稀土矿储量较为丰富的国家依次为越南、巴西、俄罗斯以及印度，2021年稀土矿储量分别为2200、2100、2100、690万吨，占比分别为18%、18%、18%、6%。

图表 19. 2021 年中国稀土矿储量为 4400 万吨



资料来源：USGS, 东亚前海证券研究所

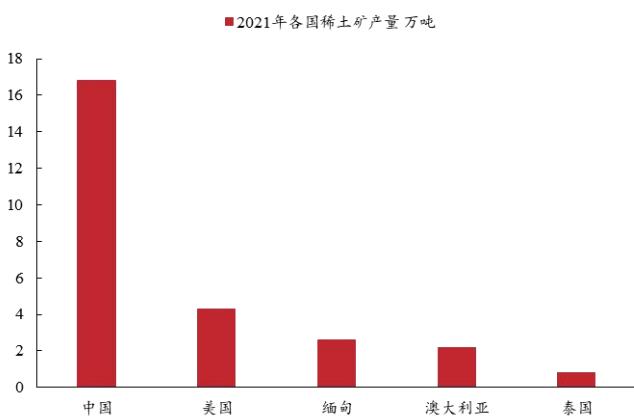
图表 20. 2021 年中国稀土矿储量位居全球第一



资料来源：USGS, 东亚前海证券研究所

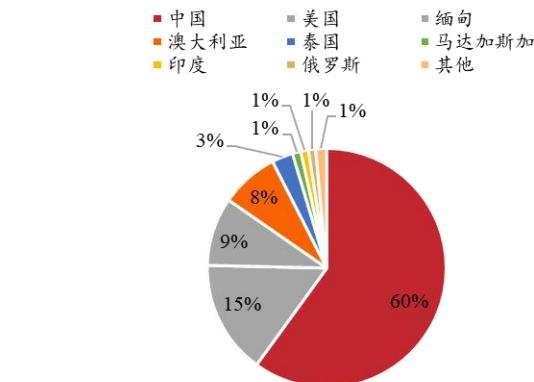
我国是稀土矿第一大生产国，占全球总产量60%。截至2021年末，据美国地质调查局数据，中国稀土矿产量为16.8万吨，产量位居全球第一，占全球总产量60%；除中国外，全球其他稀土矿产量大国依次为美国、缅甸、澳大利亚以及泰国，2021年稀土矿产量分别为4.3、2.6、2.2以及0.8万吨，占比分别为15%、9%、8%以及3%。

图表 21. 2021 年中国稀土矿产量为 16.8 万吨



资料来源：USGS, 东亚前海证券研究所

图表 22. 2021 年中国稀土矿产量位居全球第一

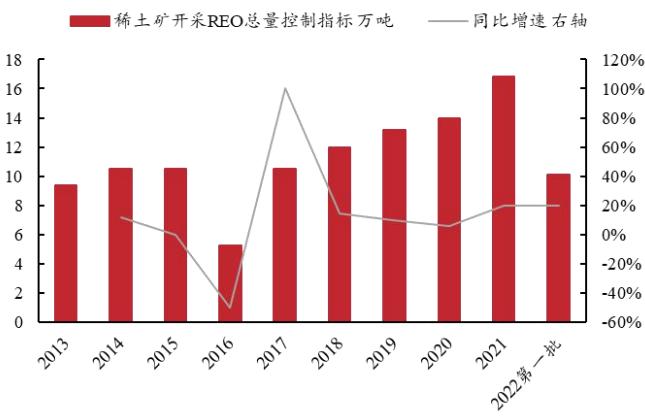


资料来源：USGS, 东亚前海证券研究所

2017年起我国稀土矿开采呈高速增长趋势，2022年第一批稀土开采指标创历年新高。我国对开采和冶炼分离采取总量控制措施，严格控制稀土矿产量，每年指标分两次下达。产量方面，2022年第一批稀土矿产品REO指标为10.08万吨，同比去年增长20%，其中，轻稀土来看，2022年第一批岩矿型稀土矿(轻稀土矿)产品REO指标为8.9万吨，同比去年增长23%。

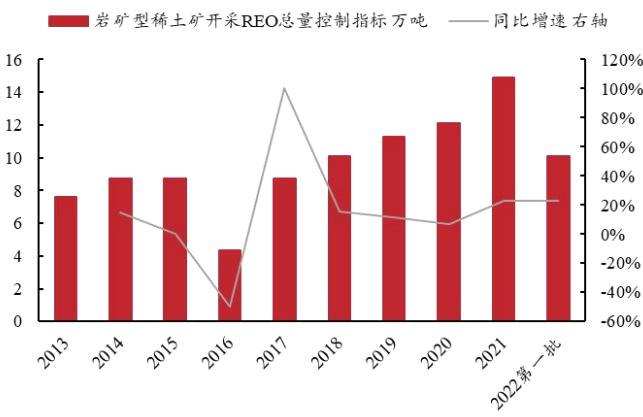
历史数据来看，自 2017 年起，我国稀土矿及轻稀土矿开采呈高速增长趋势。

图表 23. 2022 第一批稀土矿产品指标 YOY 达 20%



资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

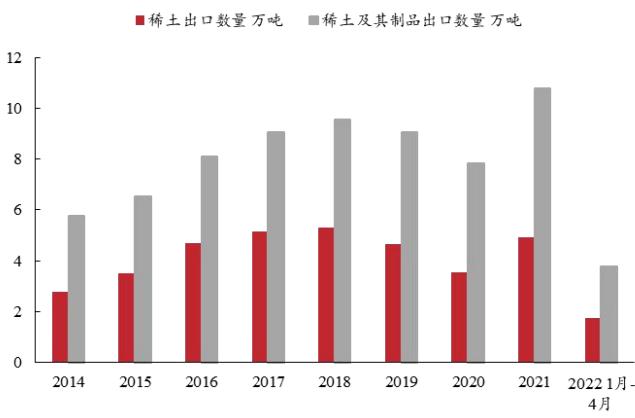
图表 24. 2022 第一批轻稀土矿产品指标 YOY23%



资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

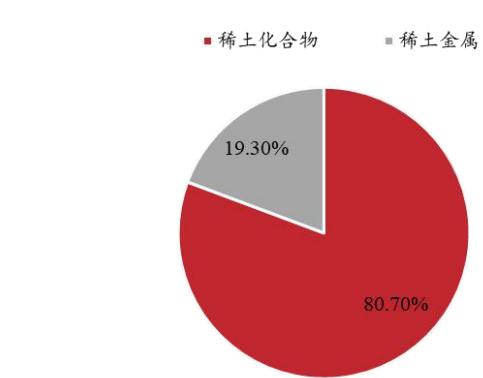
**2021 年稀土产品出口量创历年新高。**稀土出口方面，2021 年我国稀土及其制品出口 10.8 万吨，其中稀土产品出口 4.9 万吨，稀土及其制品出口量创历年新高，主要原因系 2021 年海外疫情恢复及下游高景气。历史趋势来看，自 2014 年我国稀土出口量逐年提升并在 2018 年达到顶峰，2020 年的大幅下降是因疫情影响下海外市场受抑制严重。出口产品种类方面，据海关总署统计，目前我国稀土出口产品主要以稀土化合物为主，2021 年稀土化合物出口量为 3.95 万吨，占总量 80.7%；稀土金属出口量为 0.94 万吨，占总量 19.3%。

图表 25. 2021 年我国稀土出口量大幅提升



资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

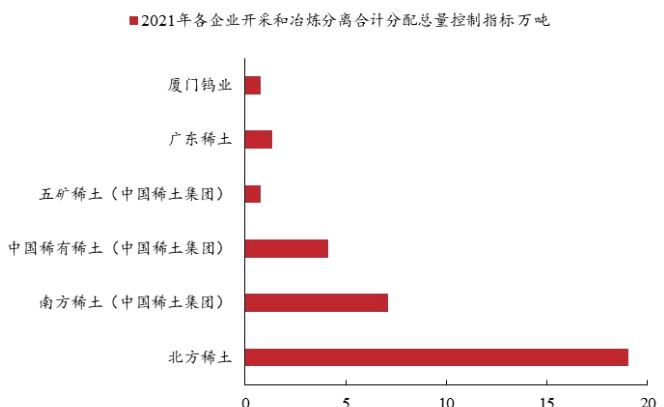
图表 26. 2021 年我国出口产品以稀土化合物为主



资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

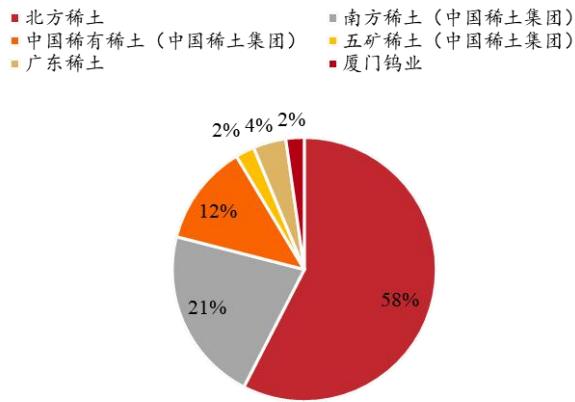
**六大稀土企业参与市场，2021 年北方稀土市场份额达 58%。**行业参与者方面，我国稀土开采具有严格的准入资质，国家规定全国稀土矿产开采由北方稀土、中国稀土集团、广东稀土和厦门钨业四大稀土集团进行。市场格局方面，根据轻、重稀土的开采和冶炼分离 REO 合计指标，2021 年北方稀土分配指标最多，稀土矿开采与冶炼分离产品总量 REO 合计为 19 万吨，市场份额达 58%。除公司外，南方稀土、中国稀有稀土市场份额分别为 21%、12%。

图表 27. 2021 年北方稀土分配指标合计为 19 万吨



资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

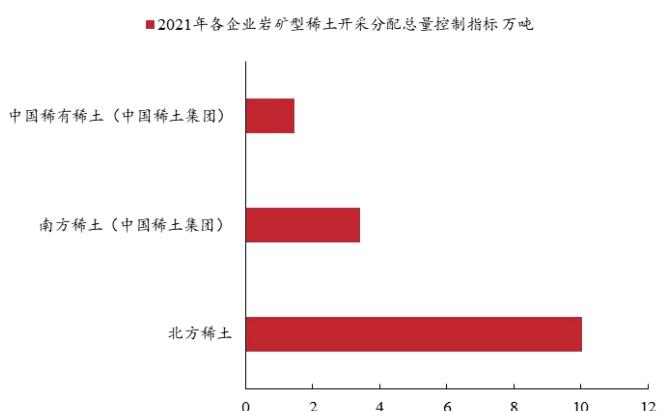
图表 28. 2021 年北方稀土市场份额达 58%



资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

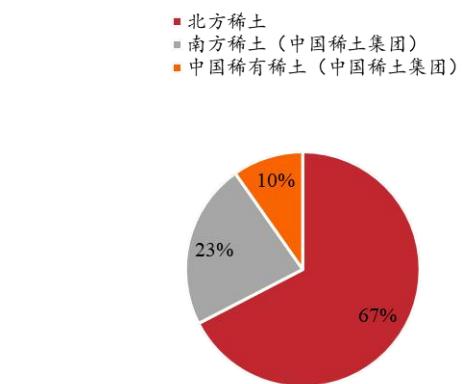
从轻稀土市场来看，公司市场份额达 67%。在轻稀土方面，行业参与者为北方稀土、南方稀土和中国稀有稀土。根据 2021 年岩矿型稀土（轻稀土）开采 REO 分配总量控制指标，北方稀土矿产品指标为 10 万吨，市场份额约 67%；南方稀土指标数为 3.4 万吨，占总量 23%；中国稀有稀土指标数为 1.5 万吨，占比 10%。

图表 29. 2021 年北方稀土分配岩矿型稀土矿产品指标为 10 万吨



资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

图表 30. 2021 年北方稀土在岩矿型稀土市场中份额约 67%



资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

2020 年下半年起镨钕类稀土去库存。库存方面，以镨钕类稀土为例，截至 2022 年 6 月 10 日，我国氧化镨钕总库存为 0.33 万吨，同比下降 12%；金属镨钕总库存为 0.16 万吨，同比下降 14%。从历史趋势来看，2020 年下半年起，我国镨钕类稀土库存量大幅降低，原因主要为需求高企，而缅甸矿进口不足和限电影响供应。

图表 31. 2020 年第二季度起我国氧化镨钕去库存



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

图表 32. 2020 年下半年起我国金属镨钕去库存



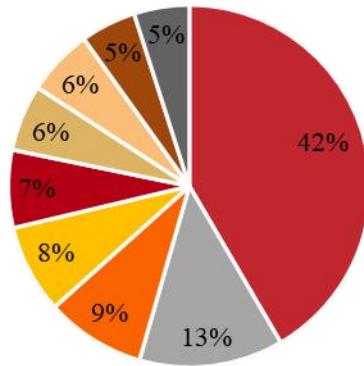
资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

## 2.3. 需求：受磁材驱动，能源转型引爆需求

永磁材料在稀土消费结构中占比 42%，应用领域丰富。下游应用方面，2021 年我国稀土主要应用在永磁材料、冶金/机械、石油石化等领域。其中永磁材料是稀土下游最大消费板块，2021 年在消费结构中占比 42%。

图表 33. 2021 年永磁材料占据稀土下游 42% 份额

应用领域	占比
永磁材料	42%
冶金/机械	13%
玻璃陶瓷	9%
储氢材料	8%
农业轻纺	7%
抛光材料	6%
石油化工	6%
发光材料	5%
催化材料	5%



资料来源：SMM，东亚前海证券研究所

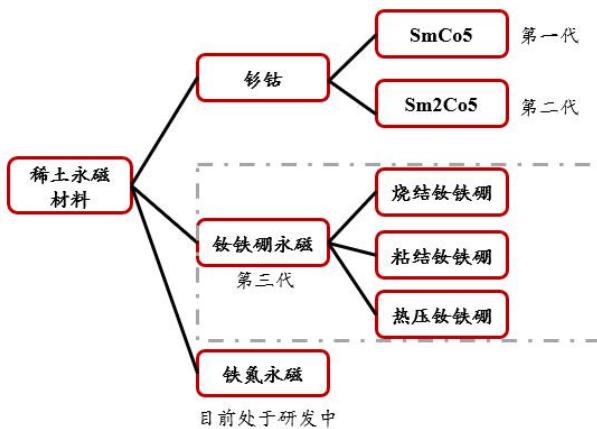
稀土永磁材料中，钕铁硼永磁材料应用最为广泛。稀土永磁材料是通过将钐、钕等混合稀土金属与过渡金属组合形成合金，再经磁场充磁后制得的一种磁性材料。稀土永磁材料分为钐钴永磁体和钕铁硼永磁体，钕铁硼永磁材料是第三代材料，在永磁材料中磁性最高、应用最为广泛，其主要原料为氧化镨钕。

图表 34. 钕铁硼形态



资料来源：百川盈孚，东亚前海证券研究所

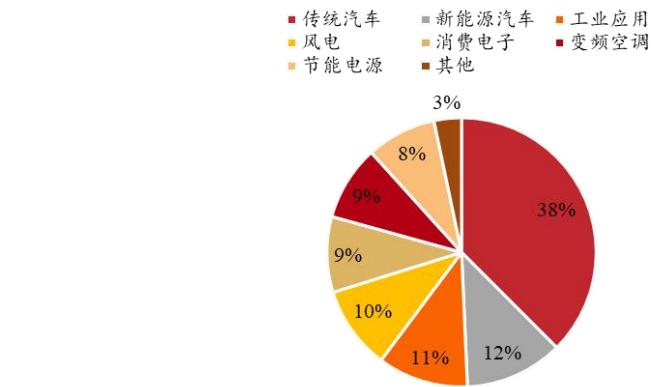
图表 35. 钕铁硼永磁材料为第三代稀土永磁材料



资料来源：东亚前海证券研究所

节能趋势下，新能源汽车、风电和工业电机有望高效拉动钕铁硼永磁材料需求。钕铁硼下游结构中，传统汽车占比38%；除汽车外，主要应用领域为新能源汽车、工业应用和风电，占比分别为12%、11%、10%，高性能钕铁硼永磁材料主要应用于风力发电机和新能源汽车等。目前国家高度重视节能环保建设，钕铁硼所应用的风电、新能源汽车、永磁工业电机对于节能环保意义重大，未来随下游高速发展，钕铁硼永磁材料需求有望快速提升。

图表 36. 2020 年钕铁硼应用于汽车、新能源汽车、工业应用和风电等



资料来源：Global market monitor，东亚前海证券研究所

### 2.3.1. 新能源车：增长空间显著，永磁电机逐步替代

钕铁硼用于制造永磁同步电机，在新能源车中用量大。电动车电机主流电机为永磁同步电机与感性异步电机，相比较而言，永磁同步电机具有可靠性高、质轻、控制器性能好等优点，目前新能源汽车普遍采用永磁同步电机。钕铁硼作为永磁同步电机核心材料，在新能源汽车中发挥重要作用。高性能钕铁硼永磁材料被用于制造永磁同步电机中的核心零部件永磁转子以及其他微小电机，作用重大。据正海磁材，新能源汽车单车钕铁硼

用量约为 2 千克。而在传统汽车中,高性能钕铁硼主要应用在微电机和 EPS,用量较小。

图表 37. 永磁同步电机具有可靠性高、质轻、控制器性能好等优点

	直流电机	交流三相异步电机	永磁直 流电机	开关磁阻 电机
功率密度	低	中	高	较高
峰值效率 %	85-89	90-95	95-97	<90
负荷效率 %	80-87	90-92	85-87	78-86
可靠性	一般	好	优秀	好
结构坚固性	差	好	一般	优秀
外形尺寸	大	中	小	小
质量	重	中	轻	轻
控制器性能	好	好	好	好
成本	低	较好	高	一般

资料来源：驱动视界，东亚前海证券研究所

**环保压力下各国推动汽车电动化转型。**新能源车采用非常规的车用燃料，可有效减少尾气排放、降低对石油资源的消耗，环保压力下，各国出台汽车电动化转型目标大力发展新能源车行业。我国方面，目前来看，新能源购车补贴将于 2022 年年底结束，《2030 年前碳达峰行动方案》中目标为 2030 年新能源汽车渗透率达到 40%。

图表 38. 主要国家的汽车电动化转型目标

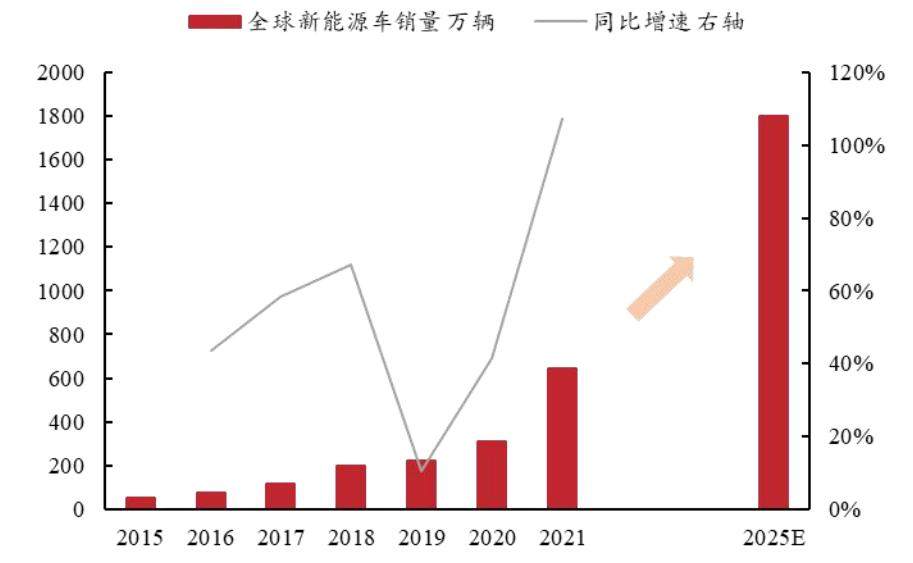
政府	目标车辆类型	目标年份	新车销量目标/新能源车渗透率
加拿大	汽车	2040	100%电动汽车
中国	汽车	2030	40%电动汽车（渗透率）
丹麦	乘用轿车	2030	无汽油车、柴油车
		2035	无汽油车、柴油车、插电式混合动力汽车
法国	乘用轿车和轻型商用车	2040	无使用化石燃料的汽车
德国	乘用车	2050	100%电动汽车
印度	乘用轿车	2030	30%电动汽车
爱尔兰	乘用轿车	2030	无化石燃料汽车
日本	乘用车	2030	23%-33%电动汽车
荷兰	乘用轿车	2030	100%电动汽车
新加坡	汽车	2040	无内燃机汽车
韩国	乘用轿车	2030	33%电动汽车
英国	乘用轿车和厢式货车	2035	无汽油车、柴油车、混合动力汽车、插电式混合动力汽车
美国	乘用车和轻卡新车	2030	50%电动汽车

资料来源：《全球汽车电动化转型之路》（崔洪阳），东亚前海证券研究所

预计 2021-2025 年新能源车销量 CAGR 为 29%，是钕铁硼需求增长的主要因素。根据 EV Sales 数据，2021 年全球新能源车销量同比增长 107% 达 644 万辆。新能源车处于成长期，未来长期需求向好，据 EV Tank，预计 2025 年全球新能源车销量为 1800 万辆，CAGR 为 29%，新能源车高景气有

望强势拉动钕铁硼需求。

图表 39. 预计 2025 年全球新能源车销量达 1800 万辆



资料来源：EV Sales, EV Tank, 东亚前海证券研究所

### 2.3.2. 风电：未来增长明确，永磁直驱不断渗透

钕铁硼用于生产风电中永磁直驱电机，其渗透率有望提升。风力发电机主要有异步发电机与同步发电机，其中，同步发电机包括励磁直驱和永磁直驱，高性能钕铁硼主要用于生产永磁直驱发电机。当前风电机组主要使用双馈型发电机，但其存在齿轮箱的运行维护成本高、机械运行损耗问题，而永磁直驱电机因没有齿轮箱可避免机械故障点、系统效率更高，但目前来看价格较高。永磁直驱电机是今后风电技术发展方向，未来市场渗透率有望不断提高。

图表 40. 永磁直驱电机系统效率更高、价格较高

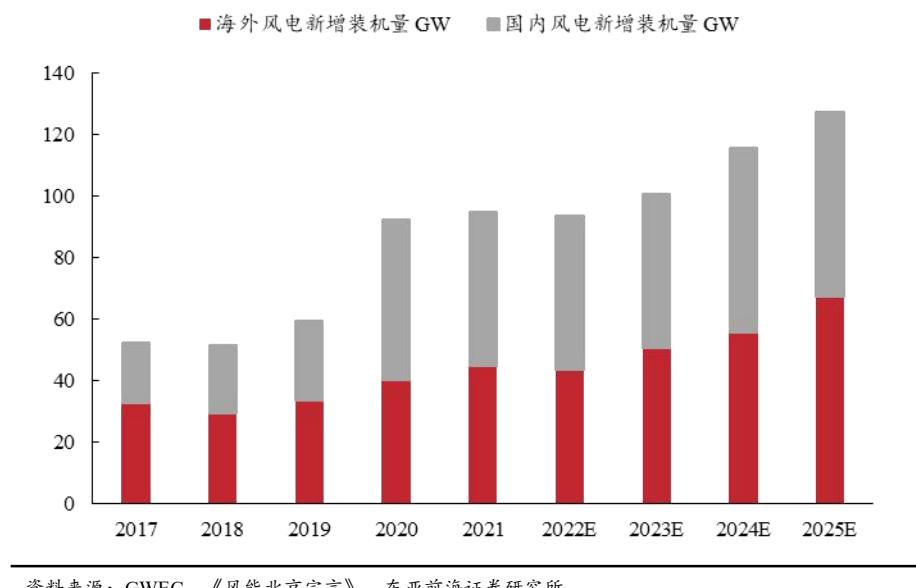
	双馈机组	永磁直驱机组
结构差异	齿轮箱+双馈发电机+变频器	永磁同步发电机+变频器
尺寸重量	较轻	较大
受风速限制	中	较小（电磁感应原理发电，在额定低转速下输出功率较大）
电能品质	基本无电流冲击	基本无电流冲击；发电机与电网彼此独立避免了失步问题，但会有高频电流流入电网
系统价格	中	高
系统效率	较高	高
维护成本	高（故障点多）	低（故障点少，但永磁体在高温、振动等环境下易失磁）
噪音	大	小

资料来源：磁材在线，新能源网，《双馈型与直驱型风力发电机组产业化能力对比与分析》（闫凌宇），东亚前海证券研究所

作为清洁能源的一种，风电装机或维持高景气。风电装机量方面，2021 年全球风电新增装机量达 108GW，风电对于环保作用大，未来长期发展前

景较好。国内方面，据《风能北京宣言》，宣言中提到发展目标为在“十四五”期间保证年均新增装机 5,000 万千瓦以上；海外方面，GWEC 预测海外新增装机量不断提升，2025 年有望达 67GW。总体来看，根据《风能北京宣言》和 GWEC，预计 2022-2025 年全球风电新增装机量为 95、101、116、127GW。永磁直驱电机渗透率提升叠加风电装机高景气拉动钕铁硼需求。

图表 41. 未来 5 年风电新增装机量维持高景气

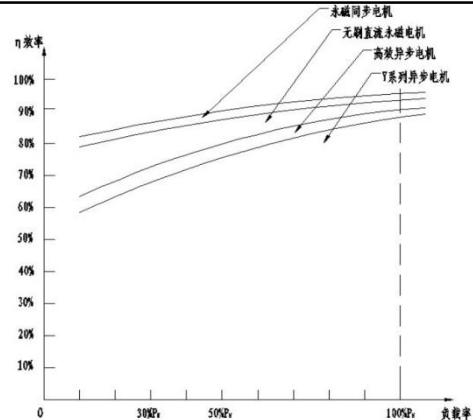


资料来源：GWEC，《风能北京宣言》，东亚前海证券研究所

### 2.3.3. 工业电机：替代空间广阔，永磁电机优势显著

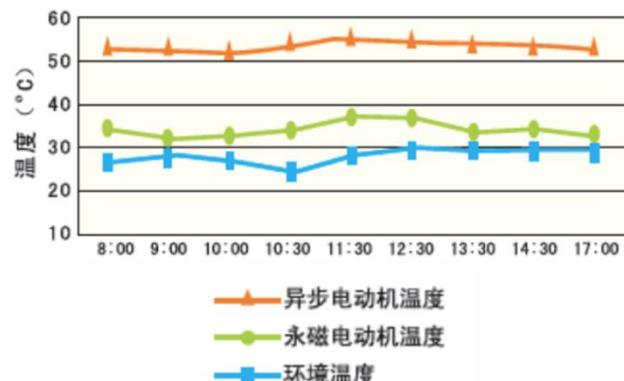
稀土永磁工业电机节能优势显著，空间广阔。稀土永磁电机广泛应用于工业，包括纺织、化纤、石油、采矿等。与传统三相异步电动机相比，稀土永磁同步电动机的电阻损耗小，因此电动机的温升和总损耗得以大幅降低，节电率约 10%-40%、温升低 15-20℃。目前全球面临着资源压力，为此，我国实行能耗双控政策、提出碳中和、碳达峰目标。稀土永磁电机有助于工业节能，未来空间广阔。

图表 42. 传统电机与永磁电机效率对比曲线图



资料来源：森奥达科技有限公司官网，东亚前海证券研究所

图表 43. 传统电机与永磁电机温升对比图



资料来源：森奥达科技有限公司官网，东亚前海证券研究所

### 3. 趋势：成本优势结合配额提升，业绩增长可期

#### 3.1. 多项优势加持，成本端竞争力充足

##### 3.1.1. 全面产业布局，实现产业链一体化

公司产品种类全面，原料产品、功能材料产能充足。截至 2021 年，原料产品中，公司冶炼分离产能 12 万吨/年（折氧化物）、稀土金属产能 1.6 万吨/年。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 万吨/年、稀土基烟气脱硝催化剂 1.2 万立方米/年、发光材料 0.1 万吨/年。稀土终端应用方面，公司现拥有磁性材料稀土永磁电机的稀土终端应用布局、稀土永磁磁共振成像仪产能 100 台/年、混合汽车用圆形镍氢动力电池产能 100 万只/年、LED 封装产能 60 亿颗/年。

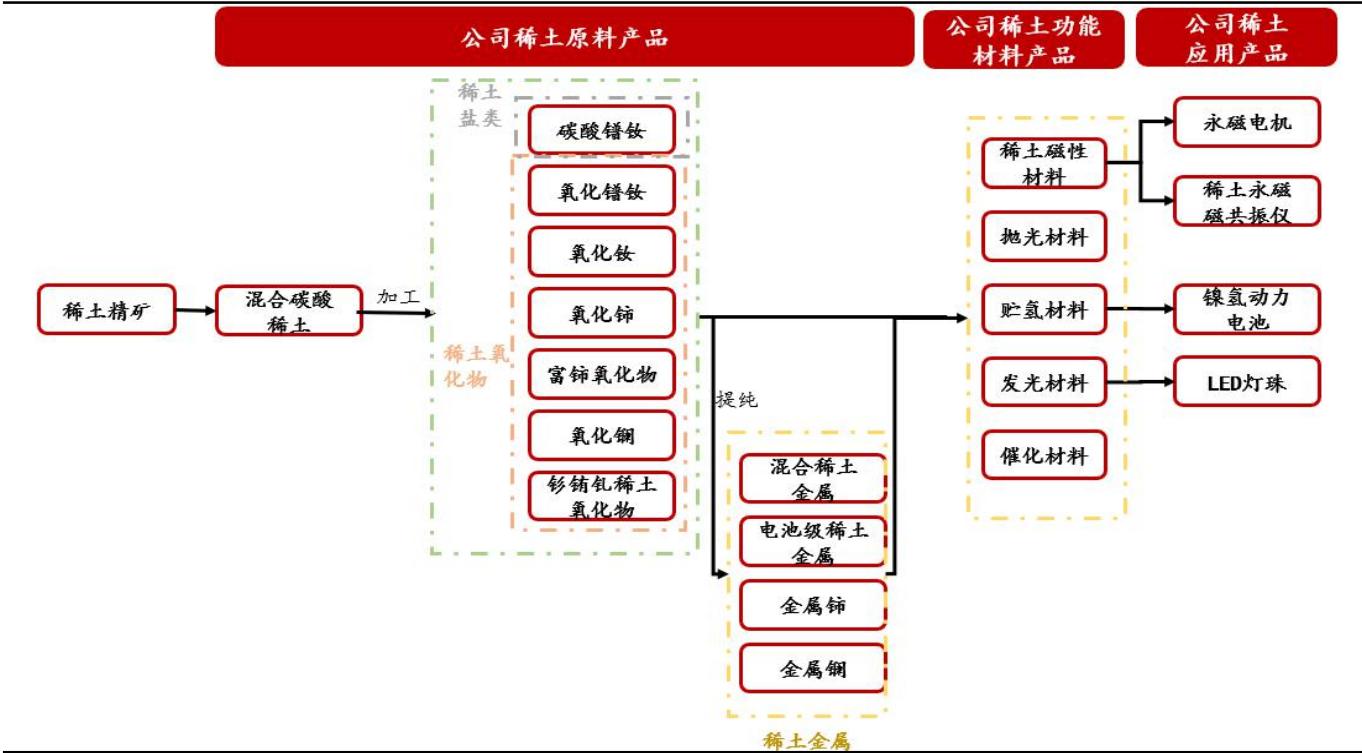
图表 44. 2021 年公司主要产品年产能充足

产品类型	稀土原料产品			稀土功能材料产品			稀土终端应用产品				
产品名称	冶炼分离产品（折氧化物）	稀土金属	磁性材料合金	抛光材料	贮氢合金	发光材料	稀土基烟气脱硝催化剂	稀土永磁电机	稀土永磁磁共振成像仪	镍氢动力电池	LED 封装
年产能万吨	12	1.6	4.1	3.2	0.83	0.1	1.2 万立方米	-	100 台	100 万只	60 亿颗

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司全产业链覆盖，形成一体化竞争优势。公司实现稀土产业链上中下游一体化发展，产品包含稀土原料产品、稀土功能材料产品及部分稀土终端应用产品，构建了全产业链竞争优势。以镨钕类产品为例，公司冶炼稀土原矿形成氧化镨钕、碳酸镨钕、氧化钕、金属钕等稀土原料产品，进一步加工形成稀土磁性材料，在终端应用产品中，公司涉足稀土永磁磁共振仪、永磁电机等，形成镨钕类产品全产业链覆盖。

图表 45. 公司实现稀土产业链上中下游一体化



### 3.1.2. 资源优势突出，与包钢合作降低成本

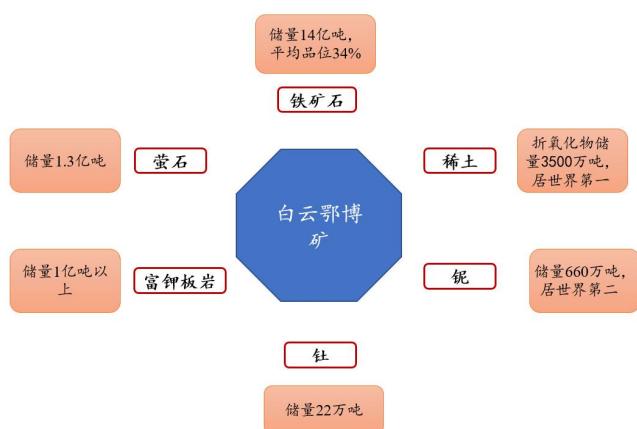
白云鄂博矿是全国最大的“铁-铌-稀土”综合矿床。白云鄂博矿区位于内蒙古自治区包头市，地处乌兰察布草原西北部，面积约 248 平方公里，矿区分为主矿区、东矿区、西矿区、东介格勒格勒矿区和东部接触带等，是全国最大的“铁-铌-稀土”综合矿床，包钢集团拥有其独家开采权。矿藏 71 种元素、175 种矿物，已探明的铁矿石储量为 14 亿吨，平均品位 34%；稀土折氧化物储量 3500 万吨，居世界第一，占我国总储量约 80%，其中轻稀土占比 98%；铌储量 660 万吨，居世界第二；钍储量 22 万吨，萤石储量约 1.3 亿吨；富钾板岩储量约 1 亿吨以上。

图表 46. 白云鄂博矿区位于内蒙古自治区包头市



资料来源：《白云鄂博矿绿色矿山动态监测及清洁生产研究》（吴凯建），  
东亚前海证券研究所

图表 47. 白云鄂博矿是全国最大铁铌稀土综合矿床



资料来源：包头市白云鄂博矿区人民政府网站，东亚前海证券研究所

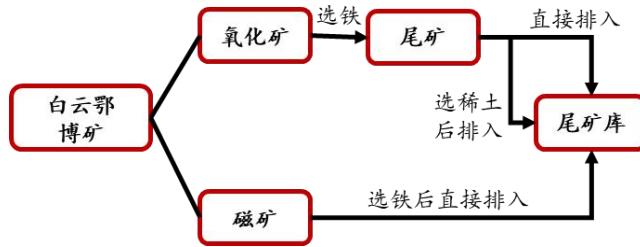
稀土、萤石等资源在白云鄂博矿开采过程中被逐步转移到尾矿库。白云鄂博尾矿库主要用来储备和保护前期生产抛弃的尾渣和近年来选矿后的尾矿，占地面积为 11 平方公里，为稀土矿的贮存地。尾矿库主要接收的是选铁尾矿和选稀土尾矿，开采方面，白云鄂博矿可分为氧化矿和磁矿，氧化矿经选铁后的尾矿一部分直接排尾矿库，另一部分用来选稀土，选完稀土后排尾矿库；磁矿经选铁后尾矿直接排入尾矿库，因此，稀土等资源由白云鄂博矿山逐渐转移到尾矿库，尾矿坝富集大量萤石、铌等，也是稀土矿的贮存地。

图表 48. 白云鄂博尾矿库俯视图



资料来源：包钢股份公告，东亚前海证券研究所

图表 49. 稀土等在鄂博矿开采中被转移到尾矿库



资料来源：《白云鄂博尾矿库及其资源利用研究概况》（包头稀土研究院  
白云鄂博稀土资源研究与综合利用国家重点实验室），东亚前海证券研究所

尾矿库储量丰富，稀土与原矿品位相当。根据内蒙古自治区第五地质矿产勘查开发院编制的《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 2013 年 11 月 30 日，尾矿库的尾矿资源储量为 1.97 亿吨，其中，稀土折氧化物储量约 1382 万吨，萤石储量 4392 万吨。尾矿中稀土的平均品位 (REO) 在 7% 左右，与原矿品位相当，可供生产服务年限约为 53 年。

图表 50. 白云鄂博尾矿库资源储量丰富

储量级别	尾矿量		铁 (Tfe)		稀土氧化物 (REO)		铌金属氧化物 (Nb <sub>2</sub> O <sub>5</sub> )		氟化钙 (CaF <sub>2</sub> )	
	/万吨	尾矿量 /万吨	品位	氧化物量/万吨	品位	氧化物量/万吨	品位	氧化物量/万吨	品位	
122b (控制的经济基础储量)	17661	17661	15.9%	1238	7.0%	24	0.1%	3935	22.3%	
333 (推断的内蕴经济资源量)	2051	2051	15.9%	144	7.0%	3	0.1%	457	22.3%	
合计	19712	19712	15.9%	1382	7.0%	27	0.1%	4392	22.3%	

资料来源：《白云鄂博铁矿尾矿库铁矿稀土多金属矿资源储量核实报告》（内蒙古自治区第五地质矿产勘查开发院），东亚前海证券研究所

包钢股份将稀土精矿排他性供应公司形成资源优势。2015年包钢股份收购包钢集团的尾矿库、开展稀土精矿业务；包钢集团开采的白云鄂博矿石排他性供应，所生产的稀土精矿排他性供给包钢股份。包钢股份将稀土精矿排他性供应公司，排他性供应及丰富储量为公司生产经营提供原料保障。成本方面，公司稀土精矿协议价较市场价更低且具有滞后性。公司与包钢股份签订《稀土精矿供应合同》，约定2022年7月起稀土精矿（干量，REO=50%）交易价格为39189元/吨（不含税），REO每增减1%，交易价格增减783.78元/吨（不含税，干量），尽管协议价上调，但仍显著低于市场价。

图表 51. 公司稀土精矿协议价较市场价更低



资料来源：公司公告，上海有色，东亚前海证券研究所（22年7月价格为REO=50%）

### 3.2. 配额持续倾斜，保障公司未来增长

国家重视稀土产业健康有序发展，就稀土产业实行总量控制。近年来，随着稀土产业发展，国家不断出台政策，推动行业健康、有序发展。其中，总量控制是一项重大规定，2005年，国务院将保护性开采特定矿种从离子

型稀土矿扩展为国内所有稀土矿，并从 2006 年起，开始对全国稀土矿开采企业下达稀土开采总量控制指标。

图表 52. 我国就稀土产业发展出台的政策和主要内容

时间	政策	发布单位	内容
1991	《关于将钨锡锦离子型稀土矿产列为国家实行保护性开采特定矿种的通知》	国务院	明确了离子型稀土矿为国家实行保护性开采的特定矿种，规定实行矿产品的生产总量控制计划管理
2005	《关于全面整顿和规范矿产资源开发秩序的通知》	国务院	将保护性开采特定矿种从离子型稀土矿扩展为国内所有稀土矿，从 2006 年起，开始对全国稀土矿开采企业下达稀土开采总量控制指标
2012	《稀土行业准入条件》	工信部	对稀土矿山、冶炼分离和金属加工三类企业，在规模上设置了准入门槛
2012	《稀土指令性生产计划管理暂行办法》	工信部	明确了稀土指令性生产计划从稀土矿产品和稀土冶炼分离产品两方面进行管理，对稀土矿产品和稀土冶炼分离产品向各省下达指令性生产计划
2016	《关于商请组织开展打击稀土违法违规行为专项行动的函》	工信部	自 2016 年 12 月至 2017 年 4 月在全国开展打击稀土违法违规行为专项行动
2020	《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见（试行）》	自然资源部	全面推进竞争性出让、严格控制协议出让，将绝大部分矿业权交给市场主体。积极推进“净矿”出让，即在矿业权出让前，政府主动把工作再往前延伸一个链条，做好各项前期准备工作，优化出让流程，以便企业在拿到矿业权后可以迅速开展勘查开采等工作
2021	《稀土管理条例（征求意见稿）》	工信部	对稀土产业链的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用以及销售流通等各环节进行规范。做好与矿产资源管理、环境保护、企业投资项目核准备案、进出口管理等法律法规的衔接。遵守环境保护、清洁生产法律法规，按照国家规定履行生态环境恢复治理义务。

资料来源：中国稀土行业协会，工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

**2021 年度轻稀土年度增量指标向公司集中配给。**轻稀土矿产品指标分配方面，根据岩矿型稀土矿产品 REO 总量控制指标，2021 年度公司增量为 26800 吨，在轻稀土总体增量中占比 96%，同比去年占比 35% 增长 61pct，2021 年度轻稀土年度增量指标向公司集中配给。

图表 53. 2021 年度轻稀土年度增量指标中，公司占比 96%

岩矿型稀土矿产品指标 REO 吨	2019	2020	2019-2020		2021	2020-2021	
			同比增长	增长占比		同比增长	增长占比
归属中 国稀土 集团	北方稀土	70750	73550	2800	35.0%	100350	26800 95.7%
	南方稀土	27750	32750	5000	62.5%	33950	1200 4.3%
	中国稀有稀土	14350	14550	200	2.5%	14550	0 0.0%
合计	112850	120850	8000	100%	148850	28000	100%

资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

**2022 年第一批指标中轻稀土增量继续向公司倾斜。**2022 年 2 月，自然

资源部下达 2022 年度第一批稀土矿开采总量控制指标。根据岩矿型稀土矿产品 REO 总量控制指标，公司 2022 年第一批指标较去年同期增量为 16080 吨，在轻稀土总体增量中占比维持去年水平，占比为 96%。

图表 54. 2022 年第一批指标轻稀土增量继续向公司倾斜

岩矿型稀土矿产品指标 REO 吨	2021 第一 批	2022 第 一批	同比 增长	增长占 比
北方稀土	44130	60210	16080	95.7%
归属中国稀 土集团	南方稀土 中国稀有稀土	19650 8730	29100 720	4.3%
合计	72510	89310	16800	100.0%

资料来源：工信部，自然资源部，东亚前海证券研究所

## 4. 盈利预测

当前国内稀土市场景气度高，叠加公司配额指标持续提升，预期公司业绩水平将持续上行。我们假设：（1）稀土产品价格 2022 年保持当前水平，并在后续保持稳定的增长趋势；（2）公司产品销量达到公司对市场的指引目标；（3）后续公司持续获得新的稀土配额。则公司 2022 年稀土原料、稀土功能材料两大主要业务板块的毛利水平将分别为 103.12 亿元、21.56 亿元。

图表 55. 主要业务板块业绩情况预测

	单位：亿元	2021A	2022E	2023E	2024E
稀土原料	营业收入	112.34	177.20	213.11	253.18
	毛利	43.17	103.12	121.99	143.84
稀土功能材料	营业收入	73.98	107.80	138.05	174.13
	毛利	30.69	21.56	27.61	34.83

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

伴随产品量价齐升，公司未来业绩将持续放量。我们预期 2022/2023/2024 年公司归母净利润分别为 85.41/102.06/120.91 亿元，对应的 EPS 分别为 2.35/2.81/3.33 元。以 2022 年 6 月 24 日收盘价 35.21 元为基准，对应 PE 分别 14.98/12.53/10.58 倍。结合行业景气度，看好公司发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 5. 风险提示

**国内稀土开采政策收紧；新能源汽车需求增长不及预期；国外稀土供给超预期增长。**

**国内稀土开采政策收紧：**若未来国内稀土开采政策收紧，或将对公司产品产销情况带来一定影响。

**新能源汽车需求增长不及预期：**若未来受疫情等因素影响新能源汽车产销增速放缓，则或将导致稀土需求下滑。

**国外稀土供给超预期增长：**若国外稀土资源供给超预期增长，则或将对整体稀土价格带来一定影响，影响公司产品销售价格。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30408	40865	48099	56363
%同比增速	39%	34%	18%	17%
营业成本	21944	27700	32407	37729
毛利	8465	13165	15692	18634
%营业收入	28%	32%	33%	33%
税金及附加	225	221	270	338
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	76	108	118	130
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	993	1261	1588	1934
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	161	182	224	257
%营业收入	1%	0%	0%	0%
财务费用	392	312	362	362
%营业收入	1%	1%	1%	1%
资产减值损失	-69	-11	1	-5
信用减值损失	20	0	0	0
其他收益	167	256	282	342
投资收益	1	20	12	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-66	0	0	0
资产处置收益	37	-33	10	-17
营业利润	6707	11314	13436	15954
%营业收入	22%	28%	28%	28%
营业外收支	-11	-41	-41	-41
利润总额	6696	11273	13395	15913
%营业收入	22%	28%	28%	28%
所得税费用	1086	1989	2268	2751
净利润	5610	9284	11127	13162
%营业收入	18%	23%	23%	23%
归属于母公司的净利润	5130	8541	10206	12091
%同比增速	462%	66%	19%	18%
少数股东损益	480	743	921	1072
EPS (元/股)	1.42	2.35	2.81	3.33

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.42	2.35	2.81	3.33
BVPS	4.22	6.13	8.94	12.27
PE	32.27	14.98	12.53	10.58
PEG	0.07	0.23	0.64	0.57
PB	10.84	5.74	3.94	2.87
EV/EBITDA	22.21	10.98	8.91	7.23
ROE	33%	38%	31%	27%
ROIC	20%	25%	22%	21%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6493	7931	14313	21038
交易性金融资产	734	734	734	734
应收账款及应收票据	4167	5895	7600	9153
存货	10325	14022	17485	22340
预付账款	553	698	816	950
其他流动资产	4462	6097	6925	8267
流动资产合计	26733	35377	47872	62482
长期股权投资	278	386	534	661
投资性房地产	78	70	61	53
固定资产合计	4170	4463	4846	5132
无形资产	789	786	770	761
商誉	21	21	21	21
递延所得税资产	569	569	569	569
其他非流动资产	2070	2020	1994	1979
资产总计	34708	43690	56667	71656
短期借款	1580	1780	1980	2180
应付票据及应付账款	2523	2829	3252	3619
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	171	216	252	294
应交税费	750	340	400	469
其他流动负债	5018	5215	5376	5558
流动负债合计	10042	10380	11261	12119
长期借款	2401	3369	4338	5307
应付债券	2540	2540	2540	2540
递延所得税负债	85	85	85	85
其他非流动负债	417	417	417	417
负债合计	15484	16791	18641	20468
归属于母公司的所有者权益	15348	22280	32486	44577
少数股东权益	3875	4619	5540	6612
股东权益	19224	26899	38026	51189
负债及股东权益	34708	43690	56667	71656

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量净额	3794	3005	6575	6897
投资	-1650	-130	-169	-150
资本性支出	-283	-640	-764	-707
其他	74	20	12	21
投资活动现金流量净额	-1859	-749	-921	-836
债权融资	-1571	0	0	0
股权融资	61	0	0	0
银行贷款增加(减少)	2643	1169	1169	1169
筹资成本	-688	-1985	-441	-505
其他	-202	0	0	0
筹资活动现金流量净额	243	-817	728	664
现金净流量	2172	1438	6382	6725

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**李子卓**，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%~-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层 邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>