

中国稀土(000831.SZ)

聚焦中重稀土，昂首迈向新征程

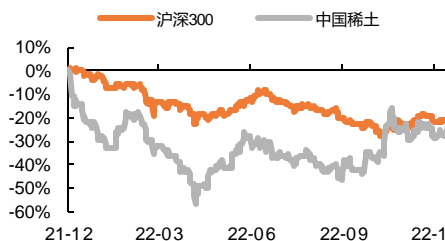
推荐（首次）

2月1日：43.79元

主要数据

行业	有色金属
公司网址	www.cmreltd.com
大股东/持股	五矿稀土集团有限公司/23.98%
实际控制人	中国稀土集团有限公司
总股本(百万股)	981
流通A股(百万股)	981
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	430
流通A股市值(亿元)	430
每股净资产(元)	3.03
资产负债率(%)	12.25

行情走势图



证券分析师

陈骁
投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiaozhao397@pingan.com.cn

研究助理

陈潇榕
一般证券业务资格编号
S1060122080021
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾
一般证券业务资格编号
S1060122070024
Mashulei362@pingan.com.cn

平安观点：

■ 专注中重稀土产业，为中国稀土集团旗下唯一上市平台。中国稀土是国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一，是中国稀土集团旗下唯一上市平台。受益于稀土价格中枢提升，公司2022年业绩实现显著增长。江华稀土矿注入在即，参股稀土矿探转采持续推进，公司将补齐稀土资源短板，实现稀土矿冶一体化发展；冶炼端兴华新材料5000吨/年稀土分离项目在建设进程当中，预计2023年年中投产。背靠中国稀土集团的稀土资源优势及行业主导地位，公司有望进入快速发展的新阶段。

■ 集团稀土资源持续整合，主导地位逐步凸显。2021年底中国稀土集团成立，通过对南方稀土产业进一步整合，以江西、广西、湖南等地为代表的中重稀土资源实现进一步集中，2022年共72家稀土矿山企业、33家冶炼分离企业为集团所属、代管及整合，中国稀土集团同期稀土开采配额合计6.22万吨，其中岩矿型稀土4.92万吨，离子型稀土1.30万吨，离子型稀土配额全国占比67.9%，集团在南方中重稀土产业中的主导地位逐步凸显。

■ 稀土行业格局优化，战略价值凸显。我国稀土资源丰富，稀土产业链发展成熟，在全球具有绝对领先地位。节能降耗背景下，稀土永磁材料应用空间打开，稀土需求已进入高速增长的新时期，供应刚性增长或仍将持续，我国稀土产业将充分受益。整体来看，需求高速增长推动稀土价格中枢提升与国内供应格局持续优化是未来我国稀土行业的两条逻辑主线，供需两端双重驱动有望推动我国稀土企业实现量价齐升。

■ 盈利预测及投资评级。随着稀土产品价格持续高位，产品产量逐步增长，预计公司业绩将实现持续增长，预计2022-2024年营业收入分别为38.42、45.02、51.24亿元，归母净利润为4.39、5.33、6.56亿元。对应PE为97.9、80.6、65.5倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,656	2,973	3,842	4,502	5,124
YOY(%)	0.6	79.5	29.2	17.2	13.8
归母净利润(百万元)	279	195	439	533	656
YOY(%)	224.8	-30.0	124.4	21.6	23.0
毛利率(%)	16.9	12.7	17.5	18.6	20.1
净利率(%)	17.3	6.9	12.0	12.5	13.5
ROE(%)	11.3	7.5	14.7	15.4	16.2
EPS(摊薄/元)	0.28	0.20	0.45	0.54	0.67
P/E(倍)	154.0	219.8	97.9	80.6	65.5
P/B(倍)	17.5	16.5	14.4	12.4	10.6

- **风险提示：**（1）稀土价格不及预期。终端需求若大幅不及预期，则拖累钕铁硼等稀土下游需求，供应稳步释放下稀土一定程度将出现过剩可能，稀土供需格局转向或带来价格承压。（2）矿山探转采进度不及预期。若公司参股稀土矿圣功寨稀土矿和肥田稀土矿探转采进度不及预期，一定程度上将对公司未来的稀土资源布局造成影响，从而进一步影响公司业绩增长。（3）集团资产注入不及预期。根据中国稀土集团相关承诺，五年内需解决下属子公司存在的同业竞争问题，若集团资产注入进度不及预期，一定程度上可能削弱公司未来的业绩增长。

正文目录

一、公司简介：专注中重稀土产业，中国稀土集团旗下唯一上市平台	6
1.1 发展历程：集团助力，稀土业务逐步进阶	6
1.2 股权结构：中国稀土集团当前唯一上市平台	6
二、公司业务：乘行业东风，集团资源助力公司发展	7
2.1 深耕稀土行业，盈利能力持续改善	7
2.2 整合优质矿山补齐资源短板，探转采项目持续推进	9
2.3 冶炼布局完善，在建产能增量可期	11
2.4 背靠中国稀土集团，优质资产有望持续助力	12
三、集团优势：稀土资源持续整合，主导地位逐步凸显	12
3.1 南方稀土集团：整合江西重稀土资源	13
3.2 中国稀有稀土：整合山东、四川、广西稀土资源	14
3.3 五矿稀土集团：整合湖南、福建、云南稀土资源	17
四、稀土行业：行业格局优化，战略价值凸显	17
4.1 供应：全球资源刚性增长，我国主导地位显著	17
4.2 需求：全球能源结构调整，永磁打开需求空间	20
4.3 行业展望：价格中枢抬升，行业格局优化，稀土投资价值显现	21
五、投资逻辑与盈利预测	22
5.1 投资逻辑	22
5.2 盈利预测	22
5.3 估值分析	23
六、风险提示	24

图表目录

图表 1	公司稀土业务逐步进阶	6
图表 2	中国稀土集团合计持股 40.08% (截至 2022.9.30)	7
图表 3	子公司稀土产业链各环节业务协同 (截至 2022.9.30)	8
图表 4	2021 年后公司营收实现大幅抬升	8
图表 5	稀土氧化物营收占比逐步提升	8
图表 6	2022 年前三季度公司归母净利润大幅增长	9
图表 7	稀土业务毛利占比持续高位	9
图表 8	2022 年前三季度公司 ROE 中枢抬升	9
图表 9	2022 年上半年稀土氧化物毛利率提升	9
图表 10	江华稀土矿采矿权情况	9
图表 11	五矿稀土江华有限公司股权结构 (截至 2022.9.30)	10
图表 12	募集资金投向	10
图表 13	圣功寨稀土矿勘查许可证范围内查明资源储量	11
图表 14	肥田稀土矿勘查许可证范围内查明资源储量	11
图表 15	2021 年稀土产品产量同比增长 1.41%	12
图表 16	2021 年稀土产品销量同比增长 79.44%	12
图表 17	2022 年中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业梳理	13
图表 18	2022 年稀土开采指标结构	13
图表 19	赣南离子吸附型稀土矿床分布	13
图表 20	2021 年江西稀土矿开采量分布	13
图表 21	江西主要稀土矿资源情况梳理	14
图表 22	中国稀土集团有限公司广西地区所属、代管及整合合作稀土矿山	14
图表 23	广西稀土矿分布示意图	15
图表 24	2022 广西第一批稀土矿开采总量控制指标分配	15
图表 25	山东省主要稀土矿分类	15
图表 26	微山湖稀土矿历年开采控制指标	15
图表 27	四川省轻稀土矿产地及开发情况	16
图表 28	2022 年四川省第一批稀土矿开采分配情况	16
图表 29	五矿稀土集团整合稀土矿山	17
图表 30	全球稀土储量分布格局	18
图表 31	2021 年全球稀土产量分布格局	18
图表 32	2020 年稀土产业链各环节产能分布格局	18
图表 33	2006-2013 我国稀土矿指标与产品实际产量	19
图表 34	2018-2022 年轻稀土开采指标总体稳步增长	19
图表 35	2018-2022 年重稀土开采指标持稳	19
图表 36	全球稀土矿生产集中度图示	20

图表 37	海外主要大型稀土矿项目梳理	20
图表 38	稀土永磁电机特点	20
图表 39	2021 年我国新能源汽车驱动电机结构	21
图表 40	2012-2021 年各国新能源汽车销量	21
图表 41	2025 直驱及半直驱风机渗透率提升	21
图表 42	2016-2022 我国直驱式风机新增装机规模	21
图表 43	氧化铽、氧化镝历年价格走势	22
图表 44	公司主营业务盈利预测（百万元）	23
图表 45	可比公司估值情况	24

一、公司简介：专注中重稀土产业，中国稀土集团旗下唯一上市平台

中国稀土是国内最大的南方离子型稀土分离加工企业之一，是中国稀土集团旗下唯一上市平台，主营中重稀土原矿加工与稀土氧化物生产，作为中重稀土分离行业的重要企业，公司近年所获得的中重离子型稀土冶炼分离总量控制计划指标居行业前列，产品质量处于行业领先水平。

1.1 发展历程：集团助力，稀土业务逐步进阶

公司前身为山西关铝股份有限公司，组建于1998年，并于同年在深交所上市，主营铝锭、铝杆、铝箔的生产和销售。2009年3月，中国五矿集团公司通过受让关铝股份原第一大股东山西关铝集团有限公司持有的29.9%股权成为新实控人。2012年9月，五矿集团向关铝股份注入旗下大型离子型稀土分离企业五矿赣州稀土及稀土研究院，公司主营业务自此由电解铝及其深加工业务转变为稀土冶炼分离及技术服务业务。

2013年，公司更名为“五矿稀土股份有限公司”，为五矿集团唯一的稀土资产上市平台。2014年9月，公司收购五矿稀土集团持有的广州建丰五矿稀土有限公司75%股权，成为国内产能规模最大的中重稀土分离企业。2022年10月，公司更名为“中国稀土集团资源科技股份有限公司”。

图表1 公司稀土业务逐步进阶



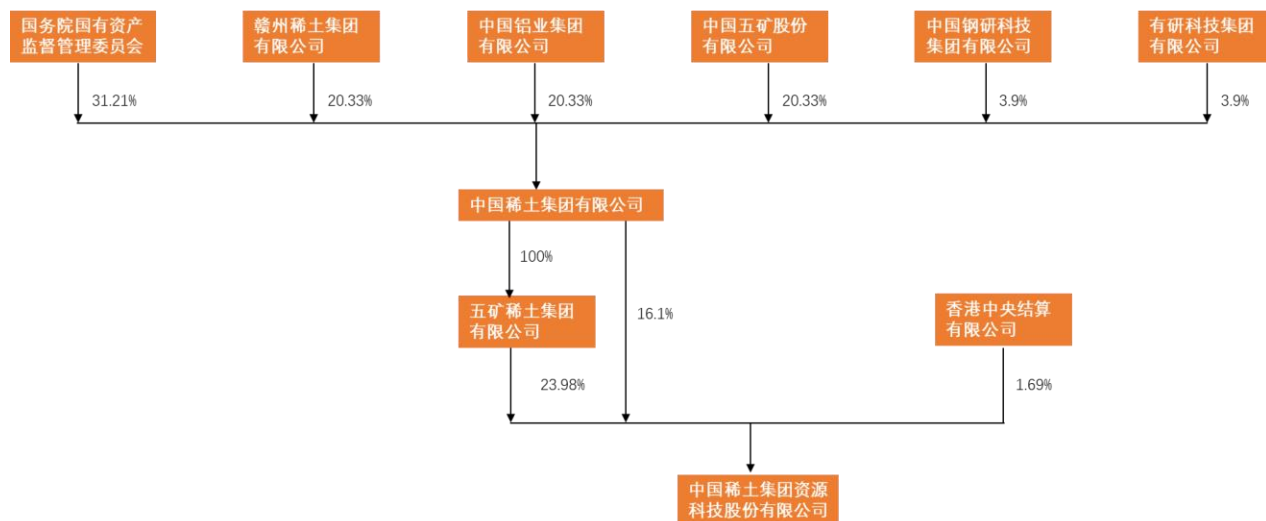
资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 股权结构：中国稀土集团当前唯一上市平台

为进一步优化稀土资源配置，推动专业化整合，2021年底中国稀土集团成立，将以下三部分股权划转至集团：一是中国铝业集团有限公司持有的中国稀有稀土股份有限公司的股权，二是中国五矿集团有限公司所属企业持有的五矿稀土股份有限公司、五矿稀土集团有限公司的股权，三是赣州稀土集团有限公司及所属企业持有的中国南方稀土集团有限公司、江西赣州稀有金属交易所有限责任公司、赣州中蓝稀土新材料科技有限公司的股权。中国稀土集团有限公司由国务院国资委直接监管。

相关股权划转完成后，中国稀土集团直接持有公司股权的16.10%，并通过全资子公司五矿稀土集团持有公司股权的23.98%，合计持有公司股权的40.08%。公司控股股东仍为五矿稀土集团，实际控制人由中国五矿变更为中国稀土集团，最终实际控制人仍为国务院国资委。自此，公司成为中国稀土集团当前唯一上市平台。

图表2 中国稀土集团合计持股40.08% (截至2022.9.30)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

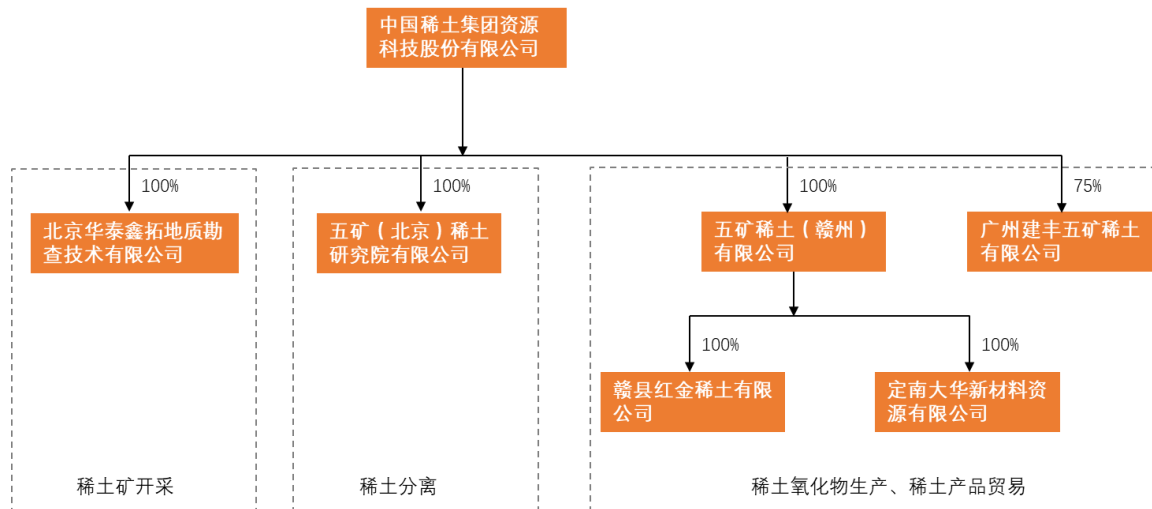
二、公司业务：乘行业东风，集团资源助力公司发展

受益于稀土价格中枢提升，公司2022年业绩实现显著增长。原料端集团稀土资源保障公司供应，冶炼端先进技术及成熟产能助力公司经营。未来随着在产优质稀土矿产资源的注入，参股稀土矿探转采持续推进，依托中国稀土集团资源优势及行业主导地位，公司有望进入快速发展的新阶段。

2.1 深耕稀土行业，盈利能力持续改善

公司主营中重稀土原矿加工与稀土氧化物生产，主要产品包括高纯的单一稀土氧化物及稀土富集物等，公司旗下各子公司实现产业链各环节业务协同。其中：**稀土研究院**主要从事稀土开采分离环节资源综合利用和工艺改进，已形成稀土分离工艺优化设计系统、溶剂萃取法分离生产超高纯稀土技术等核心技术。**定南大华**与**广州建丰**主要从事高纯单一稀土氧化物、稀土富集物及稀土盐类产品的生产和销售，在产品质量、产品定制化供给等方面在国内中重稀土冶炼分离行业具有显著竞争优势。2022年12月，公司公告拟收购五矿稀土集团持有的江华稀土94.67%股权，此次收购完成后，公司将新增稀土矿山开采业务，实现稀土采冶一体化布局。

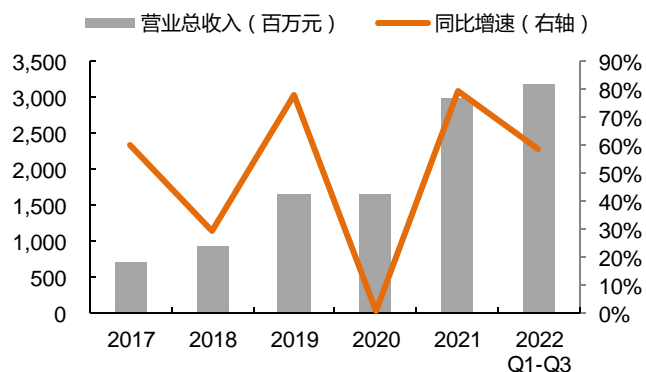
图表3 子公司稀土产业链各环节业务协同（截至 2022.9.30）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

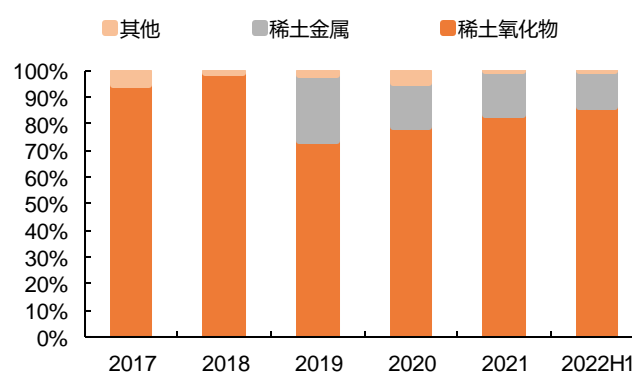
2021 年以来，受益于稀土产品价格走高，公司营收规模实现大幅抬升，2022 年前三季度营收达 31.69 亿元，同比增长 58.2%，稀土产品营收占比进一步提升至 99.6%。2022 年上半年稀土氧化物板块毛利率大幅提升至 23.8%，稀土产品盈利能力提升推动公司业绩实现显著增长，归母净利润达 3.68 亿，同比增长 86.0%，上半年稀土氧化物及稀土金属毛利占比分别为 95.3%及 3.2%。

图表4 2021 年后公司营收实现大幅抬升



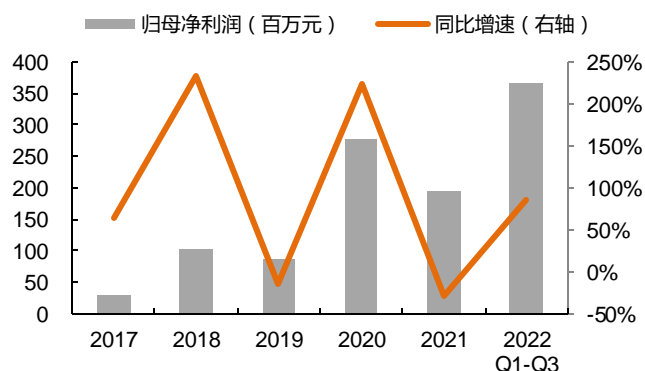
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 稀土氧化物营收占比逐步提升



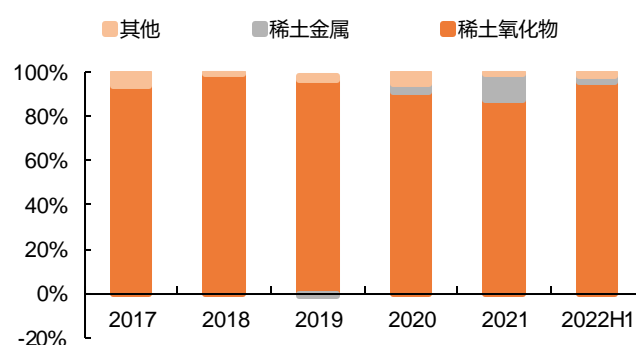
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 2022年前三季度公司归母净利润大幅增长



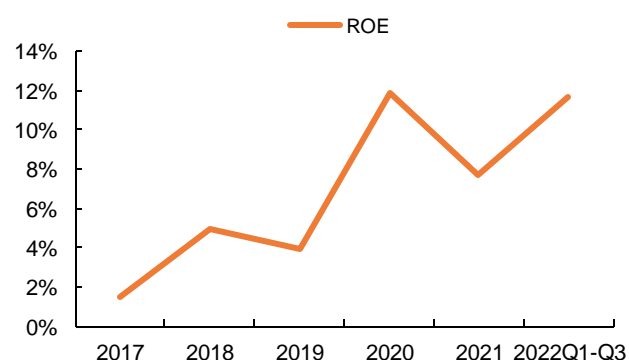
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 稀土业务毛利占比持续高位



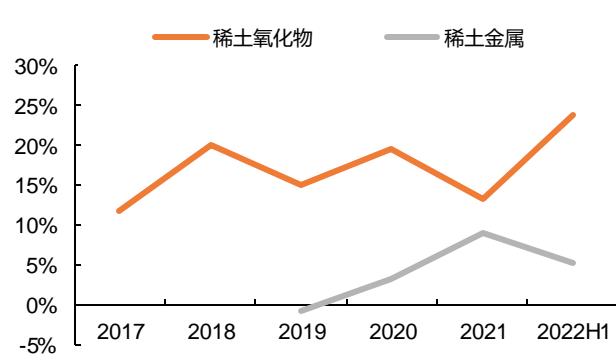
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 2022年前三季度公司ROE中枢抬升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表9 2022年上半年稀土氧化物毛利率提升



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.2 整合优质矿山补齐资源短板，探转采项目持续推进

■ 江华稀土注入在即，稀土资源短板补齐

公司稀土原料供应主要来自五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿（以下简称“江华稀土”）。江华稀土为全国单本离子型稀土开采指标最大的矿山项目，是“国家级绿色矿山试点单位”中第一家离子型稀土矿，拥有湖南省唯一稀土采矿权证。截至稀土矿资源储量评审基准日2010年8月31日，湖江华瑶族自治县姑婆山矿区第一期开采区采矿许可证范围内保有资源储量为3542万吨矿石量，37890吨稀土氧化物量，稀土品位(REO)0.11%，达到大型离子稀土矿藏规模。

2020年，江华稀土矿项目投产，设计年产能2000吨（折REO）。此外，东南亚国家（如缅甸等）同时提供部分稀土原料，稀土年供应量可达3000吨/年。

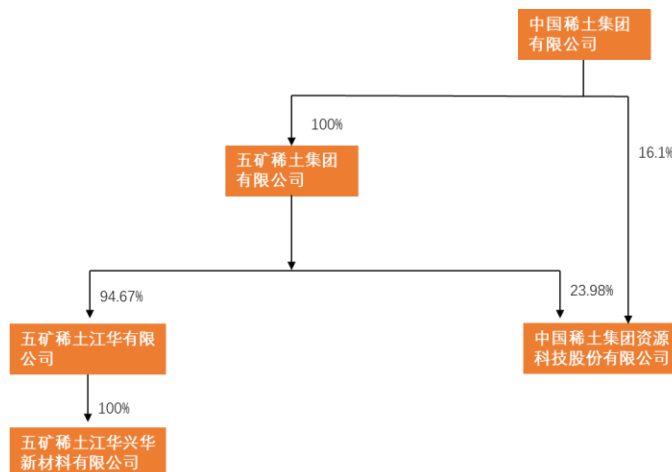
图表10 江华稀土矿采矿权情况

序号	采矿权证号	矿山名称	有效期限	开采矿种	生产规模(万吨/年)	矿区面积(平方公里)
1	C4300002010115120085243	五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿	2015年6月17日至2024年6月17日	稀土矿	302	11.7436

资料来源：公司公告，平安证券研究所

五矿稀土江华有限公司此前为公司控股股东五矿稀土集团控股子公司，股权占比 94.67%，实控人为中国稀土集团。2022 年 1 月 18 日，中国稀土集团于出具《关于避免与五矿稀土股份有限公司同业竞争的承诺函》，承诺对于与五矿稀土存在同业竞争的五矿稀土江华兴华新材料有限公司，如该公司连续两年归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润为正（以经审计确定的数值为准）且满足上市条件时，在同等条件下优先将其注入上市公司，并在满足上述条件之日起一年之内启动资产注入程序。

图表11 五矿稀土江华有限公司股权结构（截至 2022.9.30）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

2022 年 12 月 30 日，公司公告拟通过非公开发行股票募集资金收购五矿稀土集团持有的江华稀土 94.67% 股权，此次募集资金总额（含发行费用）不超过 20.3 亿元，其中 14.3 亿元用于江华稀土股权收购，剩余 6 亿用于补充流动资金。

此次股权注入完成后，五矿稀土江华有限公司将成为公司控股子公司，公司新增稀土矿山开采业务，上游稀土矿资源短板就此补齐，实现稀土产品矿冶一体化生产。借助公司平台，江华稀土有望进一步加快矿山及配套项目建设，助推公司稀土产业链的高质量发展。

图表12 募集资金投向

序号	募集资金投资项目	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入额（万元）
1	收购五矿稀土集团持有的江华稀土 94.67% 股权	142,951.70	142,951.70
2	补充流动资金	60,000.00	60,000.00
	合计	202,951.70	202,951.70

资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 公司参股的稀土矿项目探转采持续推进

公司通过华泰鑫拓参股华夏纪元持有圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权的 42% 股权，两矿山合计 REO 资源量达 14.89 万吨，其中离子相资源量达 10.14 万吨。当前公司正优先开展圣功寨稀土矿探转采办理工作，圣功寨稀土矿矿山地质环境保护与土地复垦方案已通过自然资源部的审查，为公司后续进一步实现资源的开发利用、提升公司在稀土产业发展中的综合实力和竞争优势奠定较好基础。

图表13 圣功寨稀土矿勘查许可证范围内查明资源储量

矿产名称	资源量类型	矿石量(万吨)	全相平均品位 (%)	全相(RE ₂ O ₃)资源量(吨)	离子相平均品位 (%)	离子相(RE ₂ O ₃)资源量(吨)
	(332)	3611.36	0.109	36020	0.070	23053
稀土矿	(333)	2307.53	0.118	24913	0.076	15944
	合计	5918.89	0.113	60933	0.072	38997

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表14 肥田稀土矿勘查许可证范围内查明资源储量

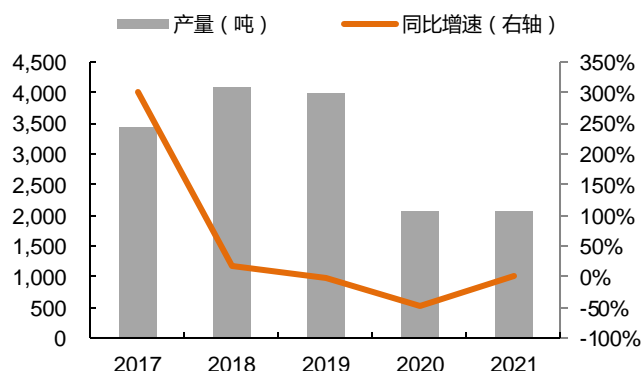
矿产名称	资源量类型	矿石量(万吨)	全相平均品位 (%)	全相(RE ₂ O ₃)资源量(吨)	离子相平均品位 (%)	离子相(RE ₂ O ₃)资源量(吨)
	(332)	3729.96	0.112	38100	0.080	27131
稀土矿	(333)	5024.95	0.109	49883	0.077	35306
	合计	8754.91	0.110	87983	0.078	62437

资料来源：公司公告，平安证券研究所

2.3 冶炼布局完善，在建产能增量可期

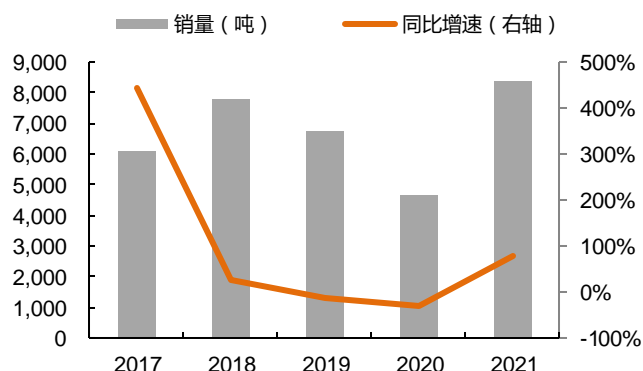
稀土冶炼分离环节公司当前主要布局定南大华及广州建丰两家冶炼厂。目前公司已可实现十五种单一高纯稀土元素的全分离，主导产品高纯单一稀土氧化物及稀土共沉物产品 80% 以上产品纯度超过 99.99%，高纯氧化镧、高纯氧化钇等部分稀土氧化物纯度可达 99.9999% 以上，冶炼分离技术综合水平全国领先。2021 年，公司稀土产品产量 2088.73 吨，同比增长 1.41%；销售量 8378.53 吨，同比大幅增长 79.44%。

图表15 2021年稀土产品产量同比增长1.41%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表16 2021年稀土产品销量同比增长79.44%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

5000吨/年稀土分离项目在建设进程当中。五矿稀土江华兴华新材料有限公司是江华稀土全资子公司，为江华稀土的稀土分离生产中心，兴华新材料拟建5000吨/年稀土分离项目（按投产REO量计），具体包括原有3000吨/年产能、赣县红金稀土退出产能中的1100吨/年产能及广州建丰未使用的900吨/年产能，项目环境影响评价征求意见稿已于2022年12月公示，预计于2023年6月投产。

随着江华稀土股权的注入，兴华新材料5000吨/年稀土冶炼项目建设持续推进，公司稀土分离冶炼业务进一步强化，稀土产业链布局得到持续完善。

2.4 背靠中国稀土集团，优质资产有望持续助力

中国稀土集团所属稀土资源及冶炼分离产能众多，存在与公司构成同业竞争的相关业务经营，根据相关监管部门要求，集团需按照监管要求在一定时期内解决同业竞争问题。

公司实控人中国稀土集团于2022年12月29日出具了《中国稀土集团有限公司关于避免与中国稀土集团资源科技股份有限公司同业竞争的承诺函》，承诺“根据中国稀土本次非公开发行股票完成后的情况，就本公司及本公司所控制的其他企业避免与中国稀土构成同业竞争事宜，本公司承诺继续履行2022年1月18日出具的《关于避免与五矿稀土股份有限公司同业竞争的承诺》的其他承诺事项”，对于中国稀土集团下属企业与中国稀土的同业竞争，将自承诺出具日起五年内，按照相关证券监管部门的要求，在适当的法律法规及相关监管规则允许的前提下，本着有利于中国稀土发展和维护股东利益尤其是中小股东利益的原则，综合运用委托管理、资产重组、股权置换/转让、业务调整或其他合法方式，稳妥推进相关业务调整或整合以解决同业竞争问题。

根据中国稀土集团承诺函，集团所属相关稀土业务资产注入或将持续推进，随着集团稀土资源不断整合，产业链配套建设进一步完善，公司作为集团旗下唯一上市平台，有望持续受益于集团优质稀土产业资产助力，进入快速发展的新阶段。

三、集团优势：稀土资源持续整合，主导地位逐步凸显

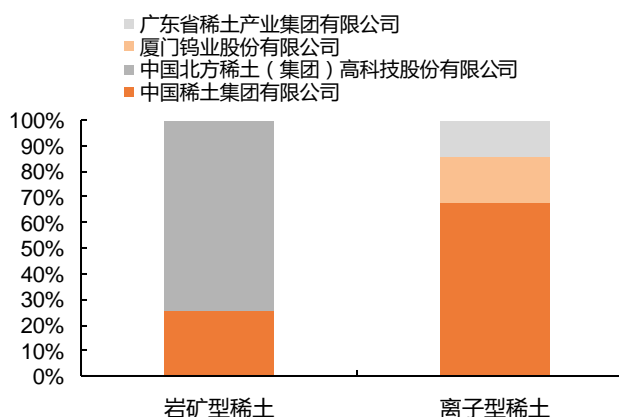
2021年12月，中国稀土集团成立，中国稀土集团的成立意味着我国南方中重稀土资源的加速整合，以江西、广西、湖南等地为代表的中重稀土资源实现进一步集中，根据《中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业名单》，2022年共72家稀土矿山企业、33家冶炼分离企业为集团所属、代管及整合，其中17家矿山企业、29家冶炼企业下达计划。2022年中国稀土集团稀土开采配额合计6.22万吨，其中岩矿型稀土4.92万吨，离子型稀土1.30万吨，离子型稀土配额全国占比67.9%。

图表17 2022年中国稀土集团有限公司所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业梳理

区域	所属、代管及整合合作稀土矿山数量	下达计划矿山企业数量	所属、代管及整合合作稀土冶炼分离企业	下达计划冶炼企业数量
江西省	56	5	10	7
四川省	7	6	6	6
广西省	5	2	3	3
湖南省	1	1	5	5
福建省	1	1		
云南省	1	1		
山东省	1	1	3	3
江苏省			5	4
广东省			1	1

资料来源：中国稀有稀土股份有限公司官网，平安证券研究所

图表18 2022年稀土开采指标结构



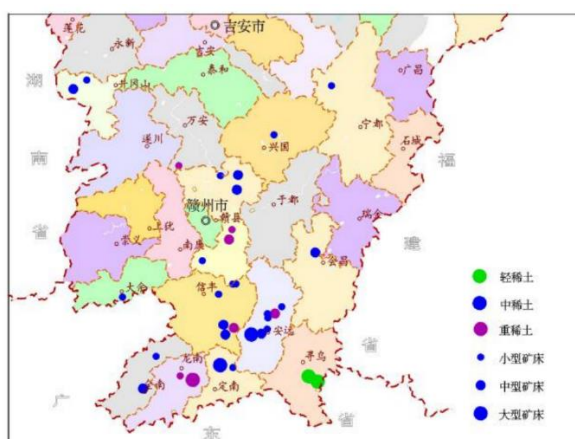
资料来源：工信部，平安证券研究所

3.1 南方稀土集团：整合江西重稀土资源

江西重稀土资源丰富，是我国最先发现离子型稀土矿并实现工业化开采的省份，江西赣南地区占有全国同类资源的 2/3，目前赣南离子型稀土产销量均居全国首位，占全国同类矿产品 70%以上。江西离子型稀土资源包括以寻乌为代表的离子吸附型稀土、以信丰为代表的富钨中钷型稀土，以及以龙南为代表的富钷重稀土三种类型，2021 年江西省稀土矿开采指标达 8500 吨，均为离子型稀土指标，全国占比约 44.4%，为离子型稀土开采指标最多的省份。

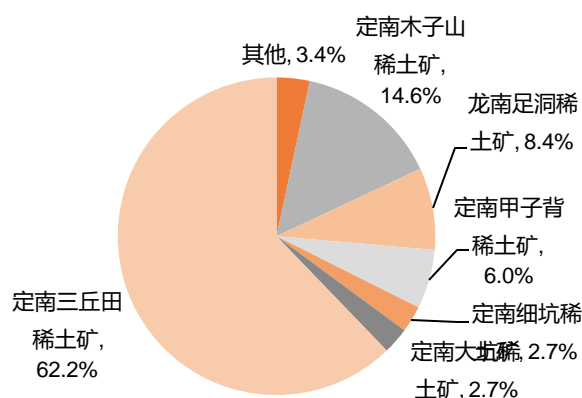
江西省稀土采矿权总计 56 个，全部集中于赣州稀土矿业有限公司及其所属子公司，由南方稀土集团整合。赣南稀土矿多分布于安远县、定南县及龙南县等地，2021 年江西稀土产量相对集中，其中定南三丘田稀土矿贡献全省主要稀土产量，全年产量占比超 60%。

图表19 赣南离子吸附型稀土矿床分布



资料来源：《赣南离子吸附型稀土矿的发现与勘查开发》-邓茂春，平安证券研究所

图表20 2021年江西稀土矿开采量分布



资料来源：中钨在线，平安证券研究所

图表21 江西主要稀土矿资源情况梳理

矿山	《储量核实报告》保有资源储量			品位 (%)		浸取率 (%)
	矿石量 (千吨)	TRE ₂ O ₃ (吨)	SRE ₂ O ₃ (吨)	TRE ₂ O ₃	SRE ₂ O ₃	
寻乌柯树塘稀土矿	39067.5	45342	36041	0.12%	0.09%	79.49%
定南木子山稀土矿	29114.6	26552	19383	0.09%	0.07%	73.00%
龙南足洞稀土矿	24565.2	25652	18197	0.10%	0.07%	70.94%
定南甲子背稀土矿	24073.7	20995	15532	0.09%	0.06%	73.98%
定南细坑稀土矿	23,032.1	19,254	13,819	0.08%	0.06%	71.77%
定南大坑稀土矿	20296.1	14162	9364	0.07%	0.05%	66.12%
寻乌双茶亭稀土矿	14959.7	16107	12878	0.12%	0.09%	79.95%
全南玉坑稀土矿	14823.7	16506	11859	0.11%	0.08%	71.85%
定南长坑尾稀土矿	14553.5	12273	8629	0.08%	0.06%	70.31%
信丰烂泥坑稀土矿	12782.2	11170	6515	0.09%	0.06%	58.33%
信丰窑下稀土矿	12781.4	10834	7679	0.08%	0.06%	70.88%
信丰虎山稀土矿	12697.1	10066	7582	0.08%	0.06%	75.32%

资料来源：威华股份公告，平安证券研究所

3.2 中国稀有稀土：整合山东、四川、广西稀土资源

中国稀土集团所属及整合的山东、四川及广西等地稀土矿山此前主要由中国稀有稀土布局，其中山东及四川以轻稀土资源为主，是国内除内蒙古以外主要的轻稀土来源，广西地区则以重稀土资源为主。

■ 广西重稀土资源

广西稀土资源丰富，主要以重稀土为主，稀土元素多达 15 种，主要以离子吸附型稀土、独居石、磷钇矿和伴生在钛铁矿、锰矿和铝土矿中的伴生矿等形式存在，其中离子吸附型稀土矿资源分布面积超过 1.5 万平方公里，占全国的 10%，预测资源量超过 600 万吨以上，主要分布在贺州、梧州、玉林及崇左等地。

全区共有 5 本采矿权，其中六汤稀土矿和广西钟山-富川花山稀土矿区南矿段稀土矿两个矿山下达计划，六汤稀土矿是全区开发最早的稀土矿山，面积达 4.05 平方公里，保有资源量 18270.5 吨稀土氧化物、生产规模达 1000 吨/年（REO）。

图表22 中国稀土集团有限公司广西地区所属、代管及整合合作稀土矿山

矿山名称（含回收项目名称）	采矿证号（含批复文号）	所在地	是否下达计划
广西国兴稀土矿业有限公司六汤稀土矿	C4500002011035120108357	广西壮族自治区崇左市	是
广西钟山-富川花山稀土矿区南矿段稀土矿	C1000002019115120149203	广西壮族自治区贺州市	是
广西岑溪市糯垌稀土矿	T1000002021035028000353	广西壮族自治区岑溪市	否

广西荔浦至玉林高速公路兴业段压覆稀土资源抢救性回收利用项目	桂国土资函[2017]609号	广西壮族自治区玉林市	否
梧州港藤县东胜作业区配套工程及藤县城东新区压覆稀土资源抢救性回收项目	桂国土资函[2018]2689号	广西壮族自治区梧州市	否

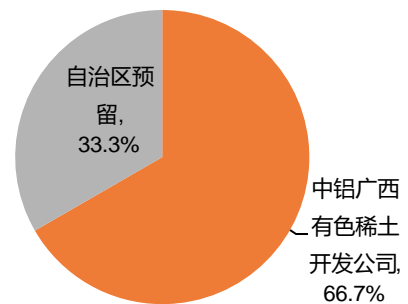
资料来源：凉山州自然资源局，平安证券研究所

图表23 广西稀土矿分布示意图



资料来源：《广西稀土产业发展分析研究》-马朝阳等，平安证券研究所

图表24 2022 广西第一批稀土矿开采总量控制指标分配



资料来源：凉山州自然资源局，平安证券研究所

■ 山东轻稀土资源

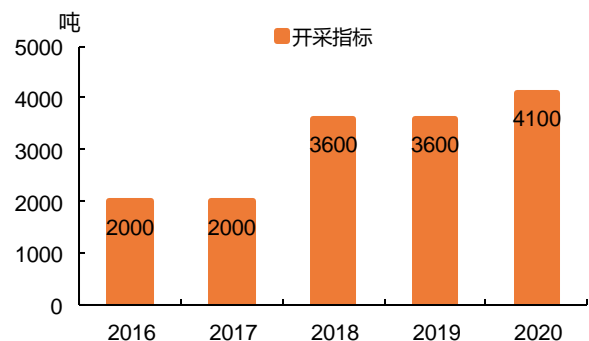
微山湖稀土矿是华东地区唯一的轻稀土矿产地，稀土元素以铈、镧、镨、钕为主，拥有山东省内唯一一本采矿权证，以往该矿床仅为中型，经 2018-2020 年山东省第五地质矿产勘察院勘查评价后，矿床规模达到大型。矿体中矿物种类繁多，共有 11 大类 56 种矿物。矿石矿物为氟碳铈矿、氟碳钙铈矿、碳酸铈钠矿、菱钙铈矿和铈磷灰石等。截止 2020 年，矿山累计查明资源储量 567.1 万吨矿石量，保有资源储量 465.0 万吨矿石量，21.1 万吨稀土氧化物。2018 年以来，微山湖稀土矿开采指标实现显著增长，当地轻稀土资源利用空间有望进一步打开。

图表25 山东省主要稀土矿分类

矿山	区域	矿产	矿体特征
微山稀土矿	微山县	镧、铈、镨、钕、铊、铟	矿体主要为含稀土石英重晶石碳酸盐脉含稀土碱性岩体
龙宝山稀土矿	兰陵县	镧、铈、金	位于龙宝山西南侧，平均品位 2.84%
沙沟稀土矿	枣庄市	镧、铈	矿体呈网脉状赋存于含磷灰石黑云母角闪石岩裂隙中，平均品位 1.08%

资料来源：《山东省稀土矿产资源特征及找矿方向研究初探》-张鹏等，平安证券研究所

图表26 微山湖稀土矿历年开采控制指标



资料来源：《山东省微山县郯山内生型轻稀土矿找矿及研究新进展》-张云峰等，平安证券研究所

■ 四川省轻稀土资源

四川稀土资源丰富，以轻稀土为主，主要分布于凉山州的冕宁县及德昌县。截至 2011 年底，四川省共查明稀土氧化物(REO)资源储量共 440.43 万吨，保有稀土氧化物资源储量共 328.25 万吨，预测远景储量超 500 万吨，主要稀土矿床有冕宁县牦牛坪稀土矿床、三叉河稀土矿床、木洛稀土矿床、洋房沟稀土矿床，稀土矿物主要为氟碳铈矿、硅钽铈矿、氟碳钙铈矿和少量独居石。

四川省稀土采矿证总计 7 本，其中 5 本位于冕宁县，2 本位于德昌县，2022 年四川省第一批稀土矿开采总量控制指标合计 26520 吨，均为轻稀土指标，其中冕宁县牦牛坪稀土矿开采指标达 18770 吨，全省占比超 70%。

图表27 四川省轻稀土矿产地及开发情况

地区	开发利用情况	规模	平均品位(R EO) /%	查明资源储量(REO)/万 吨	保有资源储量(REO)/ 万吨
冕宁三岔河	已利用	小型	2.14	1.09	0.97
冕宁牦牛坪	已利用	大型	2.95	179.40	161.70
冕宁木洛碉楼山 (阴山)	已利用	中型	4.49	76.70	13.18
冕宁木洛郑家梁子	已利用	中型	2.21	7.86	1.91
冕宁里庄洋房沟	已利用	中型	2.39	13.13	13.04
德昌大陆乡	已利用	大型	2.70	162.25	137.45
合计				440.43	328.25

资料来源：《四川稀土矿开发利用现状》-陈福林，平安证券研究所

图表28 2022 年四川省第一批稀土矿开采分配情况

序号	采矿权名称	采矿权人	分解指标(吨、REO)
1	冕宁县友盛稀土开发有限公司木洛矿区碉楼山稀土矿	冕宁县友盛稀土开发有限公司	1000
2	冕宁县冕里稀土选矿有限责任公司洋房稀土矿	冕宁县冕里稀土选矿有限责任公司	300
3	冕宁县万凯丰稀土矿业有限公司木洛郑家梁子稀土矿	冕宁县万凯丰稀土矿业有限公司	600
4	四川冕宁矿业有限公司三岔河稀土矿	四川冕宁矿业有限公司	0
5	四川江铜稀土有限责任公司冕宁县牦牛坪稀土矿	四川江铜稀土有限责任公司	18770
6	西昌志能实业有限责任公司(德昌县大陆槽稀土矿)	西昌志能实业有限责任公司	500
7	四川和地矿业发展有限公司大陆槽稀土矿	四川和地矿业发展有限公司	5350
	合计		26520

资料来源：凉山州自然资源局，平安证券研究所

3.3 五矿稀土集团：整合湖南、福建、云南稀土资源

五矿稀土集团通过所属子公司主要整合江华县稀土矿、三明中山稀土矿和陇川县龙安稀土矿，分别位于湖南、福建、云南，2022 年均下达计划，其中江华县稀土矿是中国稀土主要稀土原料来源之一。

龙安稀土矿位于云南省德宏州陇川县，矿区全区累计查明 122b+332+333 类矿石量 9666.8 千吨、稀土氧化物（REO）13770 吨。其中工业矿石量 7520.4 千吨、稀土氧化物（REO）12062 吨；低品位矿石量 2146.4 千吨、稀土氧化物（REO）1708 吨。332+333 类工业矿石量 7520.4 千吨、稀土氧化物（REO）12062 吨。

三明市已探明储量的各类矿产有 79 种，其中稀土资源已探明资源储量（轻稀土氧化物）约 15 万吨，远景资源量超过 200 万吨；萤石资源已探明资源储量矿石 1794.43 万吨。

图表29 五矿稀土集团整合稀土矿山

矿山名称（含回收项目名称）	采矿证号（含批复文号）	所在地	是否下达计划
五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿	C4300002010115120085243	湖南省永州市	是
福建省三明稀土材料有限公司中山稀土矿	C3500002011035120109912	福建省三明市宁化县	是
陇川县龙安稀土矿	C5300002011015130106177 (正在办理延证)	云南省德宏州陇川县	是

资料来源：中国稀有稀土有限公司官网，平安证券研究所

四、稀土行业：行业格局优化，战略价值凸显

我国稀土资源丰富，稀土产业链发展成熟，在全球具有绝对领先地位。节能降耗背景下，稀土永磁材料应用空间打开，稀土需求已进入高速增长的新时期，供应刚性增长或仍将持续，我国稀土产业将充分受益，随着国内稀土供应格局的逐步优化，稀土龙头企业有望进入量价齐升的新阶段。

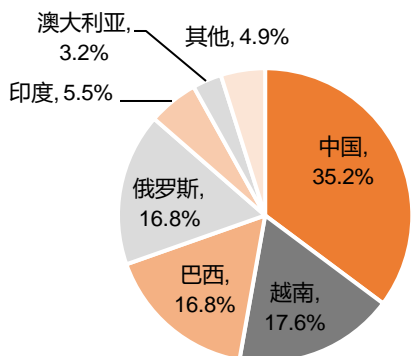
4.1 供应：全球资源刚性增长，我国主导地位显著

■ 资源技术并举，中国掌握全球稀土话语权

世界稀土资源丰富，但分布不均。根据 USGS，2021 年全球稀土储量 1.24 亿吨，其中我国储量 4400 万吨，占比超 35%，为全球稀土储量最丰富的国家。产量方面来看，2021 年全球稀土产量 27.71 万吨（折 REO），我国产量 16.8 万吨，全球占比超 60%。

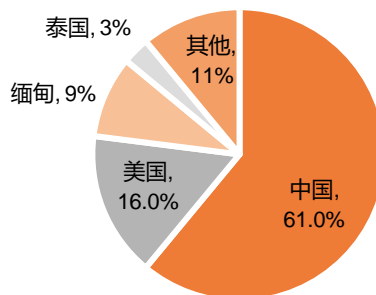
2021 年我国稀土产品出口量 4.89 万吨，主要出口对象为日本、美国及荷兰等国家。从各国稀土进口结构来看，2017-2020 年美国稀土金属及化合物进口量近 80% 来自中国，日本 2021 年从我国进口稀土产品占进口总量近 70%。我国为海外稀土市场主要进口依赖国。

图表30 全球稀土储量分布格局



资料来源: USGS, 平安证券研究所

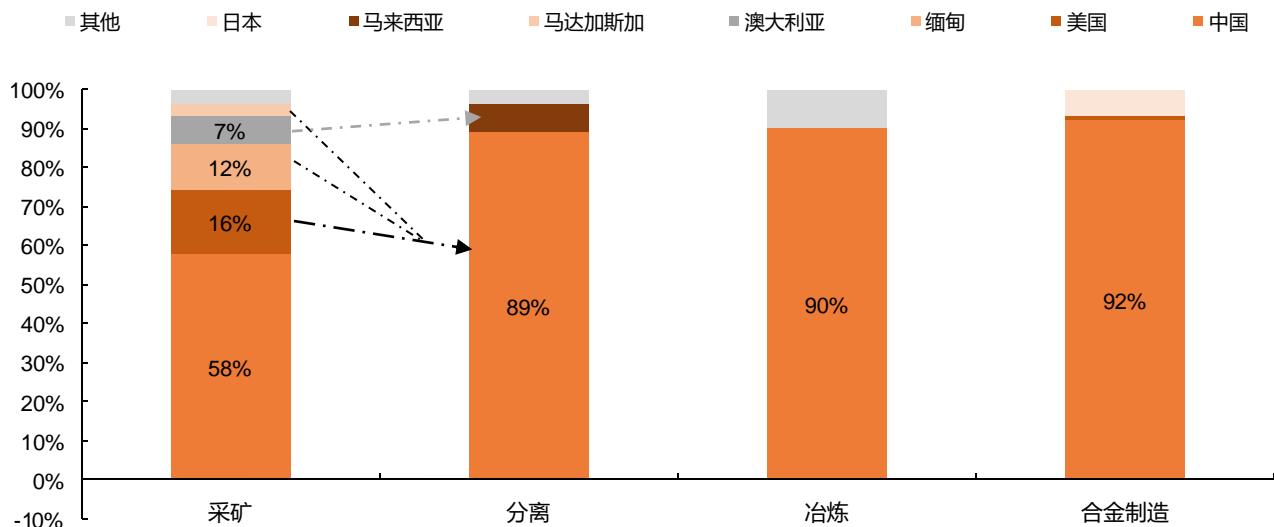
图表31 2021年全球稀土产量分布格局



资料来源: USGS, 平安证券研究所

依托上游资源禀赋的显著优势及冶炼端的技术发展,我国稀土下游深加工逐步实现转型升级,从稀土产业链采矿、分离、冶炼、合金制造各环节市占率水平来看,2020年我国稀土矿产量全球占比近60%;分离及金属冶炼环节占比均约90%,下游磁铁合金制造占比达90%以上。整体来看,我国稀土产业链在全球具有显著优势,在资源丰度、产能规模、技术成熟度及产业链完整性各个方面均占据绝对领先地位。

图表32 2020年稀土产业链各环节产能分布格局



资料来源:《Neodymium Magnets Supply Chain Report - Final》, 平安证券研究所

■ 国内总量管控,海外开发缓慢,全球稀土供应刚性增长

自2006年起,我国开始实行稀土开采总量控制,十余年来,稀土行业经过总量管控、制度规范、产业链打黑以及组建大型稀土集团等行政化和市场化举措实现了资源持续整合,进入有序发展的新阶段。未来随着行业整合持续推进,供应集中度进一步提升,预计未来国内稀土供应在总量管控政策下整体呈稳步增长态势。

非法稀土开采式微。我国实行稀土总量开采控制初期,游离于监管之外的稀土滥采行为依然存在,非法开采导致国内稀土

资源供应远超计划规模，2006 年矿产品实际产量超出计划指标达 50%以上。随着稀土开采管控趋严，政策效果显著，非法开采现象逐步得到遏制，超指标开采量逐年下降，2010 年国内实际稀土矿产量与总量指标基本一致。2017 年后，稀土战略资源地位凸显，稀土行业持续整合，国内非法稀土开采受到严厉打击，“黑稀土”对国内整体稀土供应影响逐步式微。

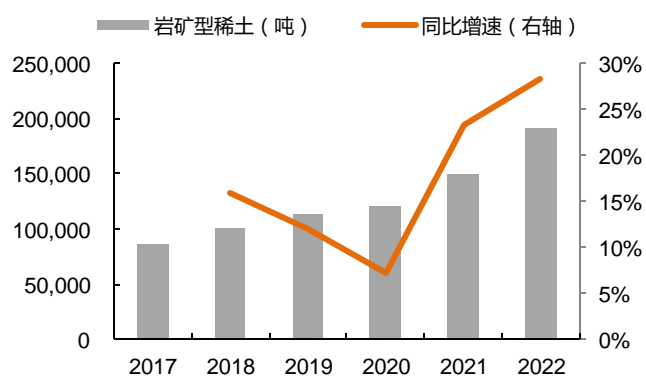
图表33 2006-2013 我国稀土矿指标与产品实际产量

	轻稀土 (吨)	中重稀土 (吨)	稀土矿开采指标 (吨)	矿产品实际产量 (吨)	超出指标占比
2006	78200	8320	86520	132506	53.2%
2007	78200	8820	87020	120800	38.8%
2008	78500	9120	87620	124800	42.4%
2009	72300	10020	82320	129405	57.2%
2010	77000	12200	89200	89259	0.1%
2011	80400	13400	93800	84943	-9.44%
2012	75900	17900	93800	76029	-18.95%
2013	75900	17900	93800	80423	-14.26%

资料来源：自然资源部，平安证券研究所

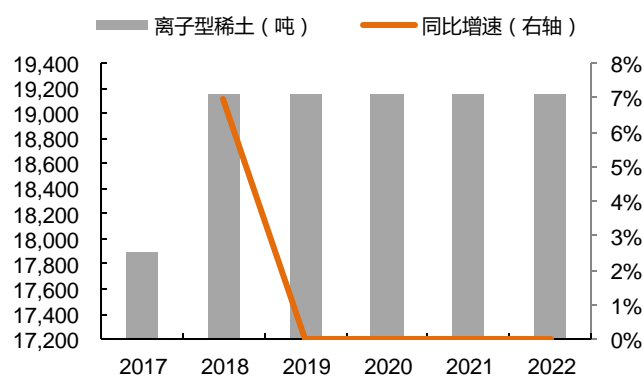
国内总量指标稳步增长。我国自 2006 年起实行稀土开采冶炼总量控制政策，2018 年以来开采总量指标整体稳步增长，其中中重稀土由于资源相对稀缺，开采指标自 2018 年起维持稳定水平。整体来看，海外受制于资源及技术因素制约，稀土需求依赖中国出口的产业格局预计在未来 2-3 年内仍将持续，与此同时，坚定稀土战略资源地位，进一步提升我国稀土产业链的国际话语权预计仍将是未来我国稀土产业发展的核心逻辑之一。作为全球稀土产品的主要供应国，在国内总量管控政策背景下，预计未来国内稀土供应总体仍将呈现稳步增长态势。

图表34 2018-2022 年轻稀土开采指标总体稳步增长



资料来源：工信部，平安证券研究所

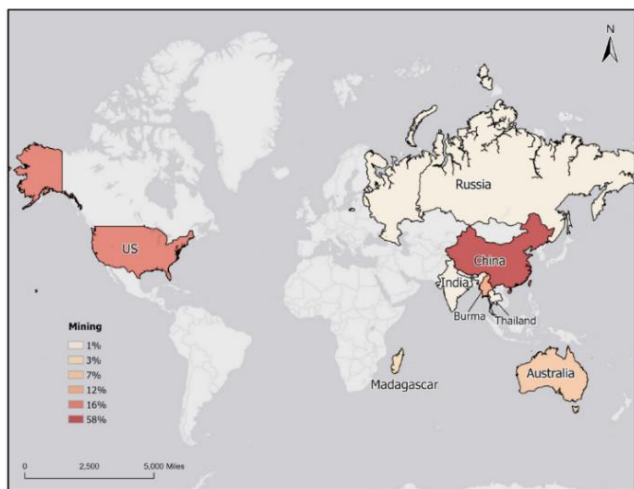
图表35 2018-2022 年重稀土开采指标持稳



资料来源：工信部，平安证券研究所

海外稀土资源短期难现大规模增量。海外在产大规模稀土矿仅有美国的 Mountain Pass 以及澳大利亚 Mount Weld 两处，产能分别为 4 万吨/年及 2.5 万吨/年。此外，布隆迪、加拿大、印度及缅甸等国亦有稀土矿山项目分布，总体产能规模较小且项目分散，产品多以伴生为主。在建较大型稀土矿项目主要有安哥拉的 Longonjo 及澳大利亚的 Yangibana，当前预计投产时间均在 2024 年，其余多数规划项目均处于设计施工周期前端，未来 2-3 年内较难形成实物量供应。

图表36 全球稀土矿生产集中度图示



资料来源: USGS, 平安证券研究所

图表37 海外主要大型稀土矿项目梳理

项目所在地	公司	项目	产能 (吨 REO/年)	项目状态
美国	MP materials	MountainPass	40000	在产
澳大利亚	Lynas	Mt Weld	25000	在产
印度	印度稀土公司	伴生矿山项目	4500	在产
俄罗斯	Lovozesky	Lovozero	2000	在产
安哥拉	Pensana	Longonjo	25300	在建
澳大利亚	Hastings Technology Metals	Yangibana	8500	在建

资料来源: 各公司公告, 平安证券研究所

4.2 需求: 全球能源结构调整, 永磁打开需求空间

稀土需求方面, 在全球能源结构调整背景下, 钕铁硼永磁材料将以其优异的磁性能打开永磁电机领域的增长空间, 有效实现工业领域节能降耗, 以新能源汽车及风电为代表的终端增长将持续推动钕铁硼需求, 稀土作为钕铁硼核心功能元素将迎来新的增长点。

图表38 稀土永磁电机特点

特点	简述
效率高	能够有效减少在工作过程中对永磁电机的磨损和破坏, 提高电机旋转效率。
功率因数高	稀土永磁电动机内部的子系统能够呈现阻性负载的趋势, 能够有效提高稀土永磁电动机的功率因素
力能指标好	能够在低负载率的情况下, 仍能保持较高的力能指标, 能够达到满负荷状况下的 80%左右, 运行效率大大高出其他普通的电机

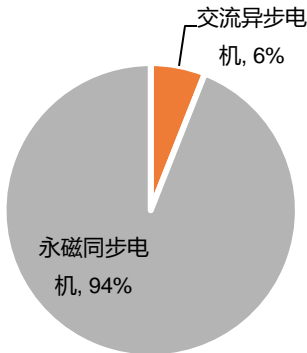
资料来源: 《稀土永磁电机的节能特性分析》-胡凯波等, 平安证券研究所

■ 新能源汽车: 贡献主要永磁需求增量

永磁同步电机是钕铁硼在新能源汽车终端中的主要应用领域, 相较于交流异步电机, 永磁电机以其具有尽可能宽广的弱磁调速范围、高功率密度比、高效率、高可靠性等性能优势可在有效降低整车的重量的同时提高能量转换效率, 在新能源汽车市场中逐步占据主流地位。

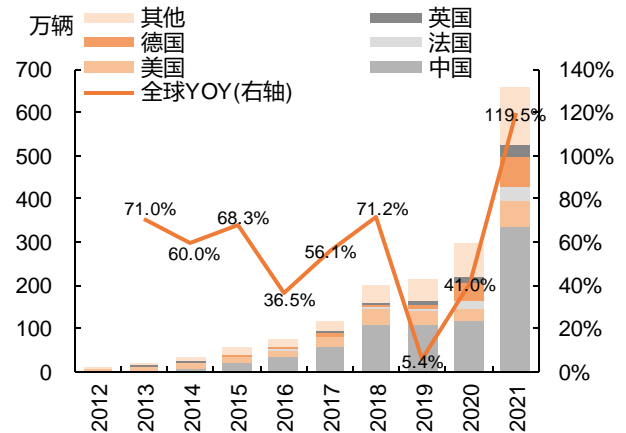
近年来新能源汽车销量实现高速增长, 2017 年-2021 年全球销量年均复合增速达 53.7%。随着技术升级和产品丰富度提升, 我国新能源汽车已经由最初的政策驱动逐步转变为市场驱动, 德法等部分欧洲国家渗透率加速提升。预计 2025 年全球新能源汽车销量或超 2200 万辆, 作为新能源汽车核心部件之一, 以永磁电机为代表的驱动电机需求将受到持续提振。

图表39 2021年我国新能源汽车驱动电机结构



资料来源：第一电动网，平安证券研究所

图表40 2012-2021年各国新能源汽车销量



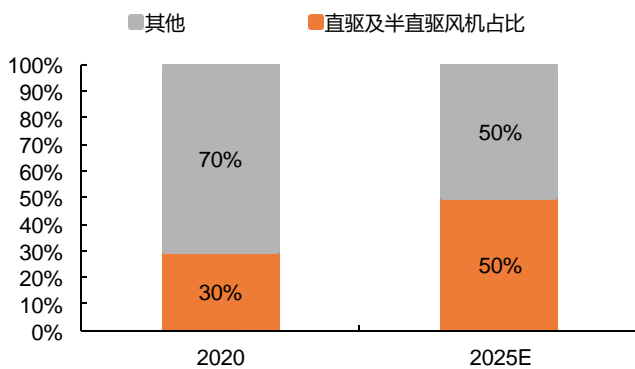
资料来源：IEA，平安证券研究所

■ 风电：规模扩张叠加直驱渗透率提升开启永磁材料第二增长极

风电领域永磁直驱、半直驱风机将驱动永磁材料需求加速释放。从技术角度来看，当前风电机组主要分为双馈、永磁直驱、永磁半直驱三种类型。其中双馈式风电机组多采用转子交流励磁双馈发电机；永磁直驱机取消了增速齿轮箱，将叶轮与发电机直接相连，无需外部提供励磁电源；半直驱综合双馈和直驱机型的特点，配以较双馈式机组更低的传动齿轮箱，提升机组可靠性。

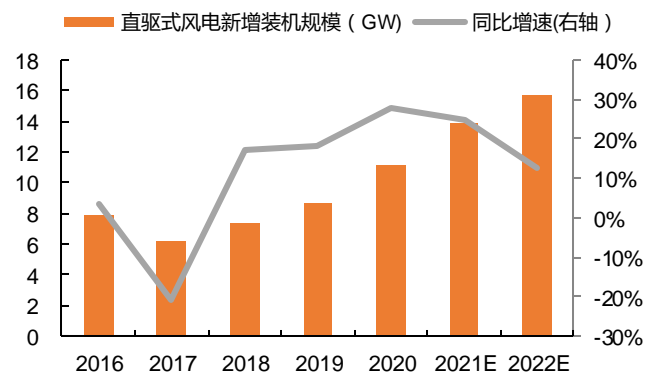
相对于双馈式机组，永磁直驱风机由于无齿轮箱，减少传动损耗的同时简化了传动结构，从而提升了发电效率与机组可靠性，降低了运维成本。半直驱风机则在一定程度上结合了双馈机组与直驱机组的优势，在实现提高齿轮箱的可靠性的同时实现了对大功率直驱发电机设计与制造条件的改善。据 GWEC，2020 年全球直驱及半直驱占比约 30%，预计 2025 年将达到 50%左右。随着风机大型化趋势发展，直驱和半直驱永磁电机渗透率将实现持续提升，永磁材料需求打开增长空间。

图表41 2025直驱及半直驱风机渗透率提升



资料来源：GWEC，平安证券研究所

图表42 2016-2022我国直驱式风机新增装机规模



资料来源：GWEC，平安证券研究所

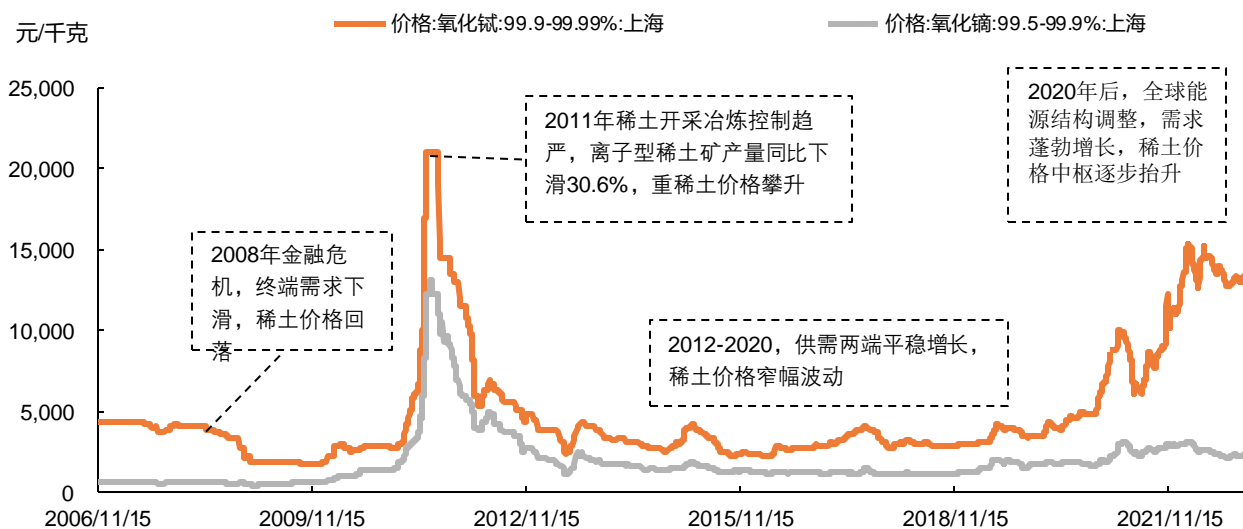
4.3 行业展望：价格中枢抬升，行业格局优化，稀土投资价值显现

2006 年是我国稀土行业总量管控元年，此后十余年内行业政策陆续出台，国内稀土行业逐步进入资源集约化发展、行业集中度提升的新阶段。回顾十余年来的价格变化，不难发现除 2008 年全球经济增速下滑带来的需求疲软之外，稀土基本面变化多由供给端主导，需求端整体呈现平稳增长态势。

2020 年之后，全球能源结构调整背景下，凭借优异的节能降耗属性，稀土磁材应用空间完全打开，稀土需求已进入高速增长

长的新阶段，稀土价格由供给主导逐步转换为需求驱动。相对于需求端的高增速，供应整体呈现相对刚性的特点，尤其以镨钕为代表的重稀土资源稀缺逐步凸显，我国重稀土矿开采指标多年维持稳定水平；缅甸作为海外重稀土的主要来源国，受储量限制及当地政策影响未来或难有大规模增量，全球重稀土供应增长预计相对平缓。

图表43 氧化铽、氧化镨历年价格走势



资料来源：wind，平安证券研究所

产业结构方面，近年来我国稀土行业格局持续优化，2021年底中国稀土集团成立，稀土产业集中度进一步提升。2022下半年中国稀土集团相继与广东省广晟控股集团有限公司及湖南省签署相关战略合作协议，我国南方稀土资源有望加速实现产业整合，“南重北轻”行业格局加速形成。

整体来看，需求高速增长推动稀土价格中枢提升与国内供应格局持续优化是未来我国稀土行业的两条逻辑主线，供需两端双重驱动有望推动我国稀土企业实现量价齐升。

五、投资逻辑与盈利预测

5.1 投资逻辑

行业层面，2022年上半年全球需求受疫情扰动走弱对稀土价格的影响已完全释放，随着四季度需求逐步回暖，稀土基本面进一步确定。随着未来全球稀土需求空间逐步打开，供应刚性增长下，预计未来全球稀土偏紧格局持续。结构上来看，我国稀土行业国际话语权或将持续抬升，稀土资源的战略属性或将进一步凸显，稀土价值中枢有望持续维持高位。同时国内稀土供应格局持续优化，行业整合加速推进，我国稀土产业有望迎来高速发展的新阶段。

公司作为南方稀土整合主体中国稀土集团旗下唯一上市平台，有望借助集团优势加速拓展稀土业务板块布局，稀土行业高景气背景下，公司业绩有望实现量价齐升。

5.2 盈利预测

■ 基本假设

1、稀土产品价格：随着稀土需求进入高速增长的新阶段，供应刚性增长下预计稀土产品价格中枢持续处于较高区间，根据

南方离子稀土矿配分及各氧化物价格加权计算，2022年稀土氧化物平均价格同比上涨30%，假设未来两年仍将维持较高增速，同比上涨5%、3%。

2、公司产品销量：2021年公司稀土产品产量约2089吨，产能利用率有较大提升空间，随着稀土行业景气度不断提升，公司冶炼分离稀土氧化物产量及贸易量预计持续放量。

■ 各业务板块盈利预测

- 1、稀土板块业务：公司稀土氧化物有望实现量价齐升，预计2022-2024年对应营收达31.70、37.96、43.83亿元；稀土金属对应营收预计达6.60、6.93、7.27亿。
- 2、其他业务：公司技术服务收入、试剂收入等业务占比相对较小，预计未来几年整体呈稳步增长态势，2022-2024年对应营收达0.13、0.14、0.14亿元。

图表44 公司主营业务盈利预测（百万元）

主要业务		2021	2022E	2023E	2024E
稀土氧化物	销售收入	2,472.90	3,169.61	3,795.87	4,383.27
	成本	2,145.31	2,535.69	2,998.74	3,397.04
	毛利率	13.25%	20.00%	21.00%	22.50%
稀土金属	销售收入	488.67	659.70	692.69	727.32
	成本	444.62	626.72	658.05	690.95
	毛利率	9.01%	5.00%	5.00%	5.00%
技术服务收入	销售收入	4.11	4.52	4.75	4.75
	成本	1.24	1.37	1.44	1.44
	毛利率	69.76%	69.76%	69.76%	69.76%
试剂收入	销售收入	0.10	0.11	0.11	0.11
	成本	0.05	0.06	0.06	0.06
	毛利率	48.27%	48.27%	48.27%	48.27%
其他业务	销售收入	7.58	8.34	8.75	8.75
	成本	5.25	5.78	6.07	6.07
	毛利率	30.71%	30.71%	30.71%	30.71%
合计	营业收入	2,973.36	3,842.29	4,502.17	5,124.21
	营业成本	2,596.48	3,169.61	3,664.35	4,095.55
	毛利率	12.68%	17.51%	18.61%	20.07%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

5.3 估值分析

随着稀土产品价格持续高位，产品产量逐步增长，预计公司业绩将实现持续增长，预计2022-2024年营业收入分别为

38.42、45.02、51.24 亿元，归母净利润为 4.39、5.33、6.56 亿元。对应 PE 为 97.9、80.6、65.5 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表45 可比公司估值情况

代码	公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
000831.SZ	中国稀土	43.79	0.20	0.45	0.54	0.67	219.0	97.9	80.6	65.5
600111.SH	北方稀土	30.80	1.41	1.87	2.22	2.61	21.8	16.5	13.9	11.8
600259.SH	广晟有色	49.31	0.46	0.76	1.49	2.10	107.2	64.9	33.1	23.5
600549.SH	厦门钨业	23.48	0.83	1.03	1.69	2.13	28.3	22.8	13.9	11.0
600392.SH	盛和资源	17.35	0.61	1.02	0.99	1.24	28.4	16.9	17.5	14.0
可比公司平均值							46.4	30.3	19.6	15.1

资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 股价为 2023.2.1 收盘价, 可比公司预测采用 wind 一致性预期

六、风险提示

- 1、稀土价格不及预期。终端需求若大幅不及预期，则拖累钕铁硼等稀土下游需求，供应稳步释放下稀土一定程度将出现过剩可能，稀土供需格局转向或带来价格承压。
- 2、矿山探转采进度不及预期。若公司参股稀土矿圣功寨稀土矿和肥田稀土矿探转采进度不及预期，一定程度上将对公司未来的稀土资源布局造成影响，从而进一步影响公司业绩增长。
- 3、集团资产注入不及预期。根据中国稀土集团相关承诺，五年内需解决下属子公司存在的同业竞争问题，若集团资产注入进度不及预期，一定程度上可能削弱公司未来的业绩增长。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,390	4,063	4,720	5,505
现金	212	663	1,213	1,796
应收票据及应收账款	660	515	432	491
其他应收款	1	6	6	6
预付账款	52	158	123	140
存货	2,381	2,605	2,811	2,917
其他流动资产	84	115	135	154
非流动资产	487	505	519	526
长期投资	344	347	349	352
固定资产	99	93	94	100
无形资产	7	6	6	5
其他非流动资产	37	59	70	69
资产总计	3,877	4,568	5,239	6,031
流动负债	1,166	1,420	1,569	1,739
短期借款	1,071	1,121	1,221	1,371
应付票据及应付账款	17	157	182	203
其他流动负债	77	142	166	165
非流动负债	10	30	49	49
长期借款	5	25	43	44
其他非流动负债	5	5	5	5
负债合计	1,175	1,451	1,617	1,788
少数股东权益	101	124	152	187
股本	981	981	981	981
资本公积	740	740	740	740
留存收益	879	1,272	1,749	2,335
归属母公司股东权益	2,600	2,993	3,470	4,056
负债和股东权益	3,877	4,568	5,239	6,031

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-746	511	580	600
净利润	206	462	561	690
折旧摊销	10	21	29	37
财务费用	32	48	53	58
投资损失	-2	-4	-4	-4
营运资金变动	-1014	-17	-59	-181
其他经营现金流	22	17	14	10
投资活动现金流	-24	-35	-39	-39
资本支出	29	36	40	41
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	6	1	1	2
筹资活动现金流	695	-24	9	23
短期借款	672	50	100	150
长期借款	5	21	18	0
普通股增加	18	-95	-109	-128
资本公积增加	-75	451	550	583
其他筹资现金流	-746	511	580	600
现金净增加额	206	462	561	690

利润表

单位：百万元

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,973	3,842	4,502	5,124
营业成本	2,596	3,170	3,664	4,096
营业税金及附加	4	12	14	20
营业费用	5	10	14	20
管理费用	53	65	90	102
研发费用	15	19	32	36
财务费用	32	48	53	58
资产减值损失	-18	-8	-9	-10
其他收益	3	3	3	3
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	2	4	4	4
资产处置收益	2	2	2	2
营业利润	259	519	636	788
营业外收入	1	16	14	10
营业外支出	4	6	7	8
利润总额	257	529	643	791
所得税	50	68	82	101
净利润	206	462	561	690
少数股东损益	11	23	28	35
归属母公司净利润	195	439	533	656
EBITDA	298	599	725	886
EPS(元)	0.20	0.45	0.54	0.67

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入(%)	79.5	29.2	17.2	13.8
营业利润(%)	-10.9	100.0	22.5	24.1
归属于母公司净利润(%)	-30.0	124.4	21.6	23.0
获利能力				
毛利率(%)	12.7	17.5	18.6	20.1
净利率(%)	6.9	12.0	12.5	13.5
ROE(%)	7.5	14.7	15.4	16.2
ROIC(%)	8.2	7.9	13.1	14.1
偿债能力				
资产负债率(%)	30.3	31.8	30.9	29.6
净负债比率(%)	32.0	15.5	1.4	-9.0
流动比率	2.9	2.9	3.0	3.2
速动比率	0.7	0.8	1.1	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.8
应收账款周转率	6.5	9.1	12.2	12.2
应付账款周转率	151.8	27.6	27.6	27.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.45	0.54	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.76	0.52	0.59	0.61
每股净资产(最新摊薄)	2.65	3.05	3.54	4.14
估值比率				
P/E	219.8	97.9	80.6	65.5
P/B	16.5	14.4	12.4	10.6
EV/EBITDA	132.4	73.8	61.2	49.9

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033