

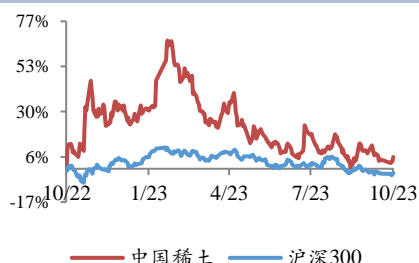
中重稀土领军企业，资源整合大幕开启

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-10-12

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 29.16 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 45.74/27.69 |
| 总股本（百万股） | 981 |
| 流通股本（百万股） | 981 |
| 流通股比例（%） | 100.00 |
| 总市值（亿元） | 286 |
| 流通市值（亿元） | 286 |

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：汪浚哲

执业证书号：S0010121070002

邮箱：wangjz@hazq.com

联系人：黄玺

执业证书号：S0010122060011

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **中重稀土领军企业，中国稀土集团旗下唯一上市平台。**公司自成立以来专注于稀土产业运营，主要从事中重稀土原矿加工与稀土氧化物等产品的生产经营及稀土技术研发等服务。其中，稀土氧化物为公司核心产品，2022 年营收占比超 85%。公司股权集中，背靠中国稀土集团，最终控制人为国资委。作为集团旗下唯一上市平台，公司未来有望进一步承接集团稀土资源整合，完善稀土全产业链布局。
- **稀土行业：供给刚性格局优化，需求持续向上。****供给端：**供给刚性格局持续优化，我国资源禀赋突出。2022 年全球稀土矿总储量/开采量分别为 13000/30 万吨，我国稀土矿储量/开采量分别占比 33.85%/70%。当前，我国稀土行业步入新阶段，南重北轻格局形成，配额制下供给刚性，增量主要为轻稀土。**需求端：**应用广泛，稀土永磁增长势能充足。稀土功能材料可进一步分为磁性材料、催化材料、发光材料、储氢材料及抛光材料等，其中我国/全球稀土永磁材料需求占比达 42%/25%。稀土永磁材料成为节能降耗、绿色环保的核心功能材料，是自动化、智能化必不可少的要素，拥有广阔的发展空间。在新能源汽车、新能源发电、工业机器人等领域将持续发挥重要作用。
- **公司：集团资源注入逐步兑现。**中国稀土集团旗下稀土矿山资源及冶炼分离产能丰富，同时还在进一步整合稀土资源。公司背靠中国稀土集团，受益优质稀土资源倾斜，进一步补足稀土矿山资源，完善产业链条，其中矿山资源主要有：1）江华县稀土矿注入、2）赣南稀土矿复产、3）圣功寨、肥田稀土矿探转采等；冶炼分离端新建项目则有兴华新材料 5000t/a 稀土分离加工项目。
- **投资建议。**作为国内中重稀土领军企业，集团优质稀土资源注入逐步兑现，中重稀土长期稀缺性及高成长前景将助力业绩持续释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.19/3.35/4.26 亿元，同比分别增长-71.3%/180.9%/27.2%。对应 PE 分别为 234.4X/83.5X/65.6X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示** 稀土价格大幅波动。资源注入、新增产能投放不及预期等。

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 营业收入 | 3786 | 3505 | 4114 | 4727 |
| 收入同比（%） | 27.3% | -7.4% | 17.4% | 14.9% |
| 归属母公司净利润 | 416 | 119 | 335 | 426 |
| 净利润同比（%） | 112.7% | -71.3% | 180.9% | 27.2% |
| 毛利率（%） | 17.1% | 11.8% | 12.0% | 13.0% |
| ROE（%） | 13.8% | 3.9% | 9.8% | 11.0% |
| 每股收益（元） | 0.42 | 0.12 | 0.34 | 0.43 |
| P/E | 77.60 | 234.42 | 83.45 | 65.59 |
| P/B | 10.69 | 9.03 | 8.15 | 7.25 |
| EV/EBITDA | 53.79 | 73.14 | 61.90 | 49.59 |

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1 中国稀土：中重稀土领军企业 | 5 |
| 1.1 聚焦主业，业绩增长稳健 | 5 |
| 1.2 中国稀土集团旗下唯一上市平台 | 7 |
| 2 稀土行业：供给刚性格局优化，需求持续向上 | 9 |
| 2.1 供给端：供给刚性格局持续优化，我国资源禀赋突出 | 9 |
| 2.2 需求端：应用广泛，稀土永磁增长势能充足 | 13 |
| 3 公司：集团资源注入逐步兑现 | 16 |
| 3.1 矿山资源注入与复产，完善产业链条 | 16 |
| 3.2 冶炼分离产能有序释放 | 18 |
| 4 盈利预测 | 20 |
| 风险提示： | 22 |
| 财务报表与盈利预测 | 23 |

图表目录

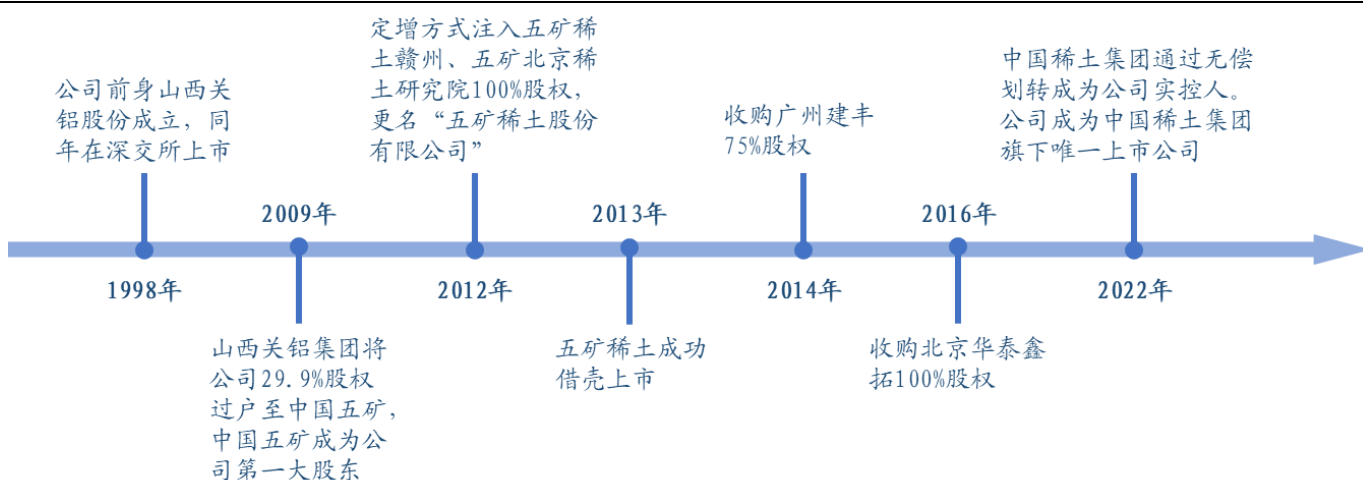
| | |
|--|----|
| 图表 1 公司主要发展历程 | 5 |
| 图表 2 公司营收 (亿元) 及增速 | 6 |
| 图表 3 公司归母净利润 (亿元) 及增速 | 6 |
| 图表 4 公司历年分产品营收 (百万元) | 6 |
| 图表 5 稀土氧化物为公司主要营收来源 | 6 |
| 图表 6 公司历年毛利率、净利率 | 7 |
| 图表 7 公司稀土氧化物及稀土金属毛利率 | 7 |
| 图表 8 公司历年期间费用率 | 7 |
| 图表 9 公司期间费用率处于行业低位 | 7 |
| 图表 10 公司股权结构 | 8 |
| 图表 11 公司核心管理层履历 | 8 |
| 图表 12 稀土产业链一览 | 9 |
| 图表 13 2022 年全球稀土矿储量 (万吨) | 10 |
| 图表 14 2022 年全球稀土矿储量占比 | 10 |
| 图表 15 2022 年全球稀土矿开采产量 (万吨) | 10 |
| 图表 16 2022 年全球稀土矿开采产量占比 | 10 |
| 图表 17 我国稀土产量占全球主导地位 | 10 |
| 图表 18 我国稀土产业逐渐步入良性发展新阶段 | 11 |
| 图表 19 近 5 年我国稀土开采指标 | 12 |
| 图表 20 我国稀土开采指标结构占比 | 12 |
| 图表 21 近 3 年我国四大稀土企业开采指标 | 12 |
| 图表 22 北方稀土、中国稀土开采指标合计超 95% | 12 |
| 图表 23 近 5 年我国稀土冶炼指标 | 12 |
| 图表 24 北方稀土、中国稀土冶炼指标合计超 90% | 12 |
| 图表 25 我国稀土下游需求分布情况 | 13 |
| 图表 26 世界稀土消费结构 | 13 |
| 图表 27 我国主要稀土功能材料产量情况 | 13 |
| 图表 28 几类磁性材料性能对比 | 14 |
| 图表 29 三类钕铁硼永磁材料对比 | 14 |
| 图表 30 全球新能源汽车销量预期 | 15 |
| 图表 31 2030E 新能源汽车对应钕铁硼需求量测算 | 15 |
| 图表 32 2021-2026 年全球新增风电装机规模 | 15 |
| 图表 33 我国工业机器人产量 (万套/万台) | 15 |
| 图表 34 中国稀土集团所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业名单 (仅列示下达计划、在产企业) | 16 |
| 图表 35 江华县稀土矿资源情况 | 17 |
| 图表 36 三丘田稀土矿山矿资源情况 | 17 |
| 图表 37 肥田、圣功寨矿山矿资源情况 | 17 |
| 图表 38 公司稀土行业产量 (吨) | 18 |
| 图表 39 公司稀土行业销量 (吨) | 18 |

| | |
|--------------------------|----|
| 图表 40 定南大华营收及增速..... | 18 |
| 图表 41 定南大华净利润及增速..... | 18 |
| 图表 42 广州建丰营收及增速..... | 19 |
| 图表 43 广州建丰净利润及增速..... | 19 |
| 图表 44 项目稀土分离产品方案表..... | 19 |
| 图表 45 公司分产品盈利预测..... | 20 |
| 图表 46 可比公司一致预期对应 PE..... | 21 |

1 中国稀土：中重稀土领军企业

我国中重稀土领军企业，中国稀土集团旗下唯一上市平台。公司自成立以来专注于稀土产业运营，主要从事中重稀土原矿加工与稀土氧化物等产品的生产经营及稀土技术研发等服务。公司前身山西关铝成立于 1998 年，2009 年中国五矿成为公司第一大股东，2012 年以定增方式注入五矿稀土赣州、五矿北京稀土研究院，并正式更名为五矿稀土股份有限公司，2013 年公司成功借壳上市。2014 年起公司先后收购广州建丰、北京华泰鑫拓等，不断注入优质资源。2022 年，中国稀土集团通过无偿划转成为公司实控人，公司成为中国稀土集团旗下唯一上市平台。

图表 1 公司主要发展历程



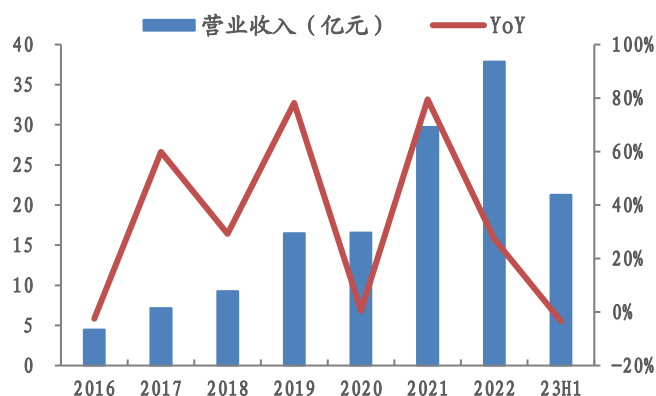
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 聚焦主业，业绩增长稳健

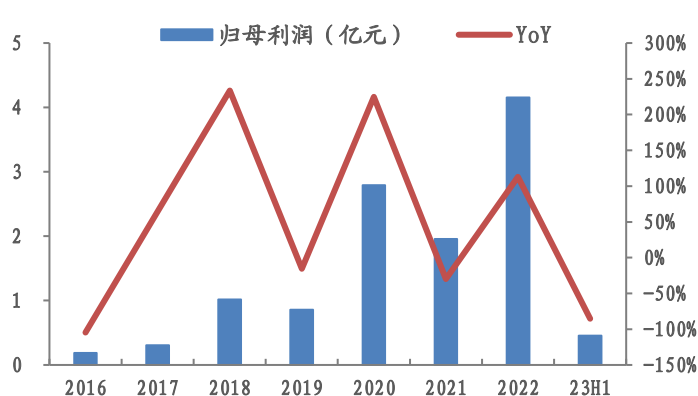
受益稀土价格增长，公司近五年营收、归母净利润 CAGR 分别为 40%/69%。公司专注于稀土主业，2021 年以来，下游景气度带动稀土价格大幅提升，公司营收规模及业绩随之增长。2022 年公司营收 37.86 亿元，同比+27.3%，归母净利润实现 4.16 亿元，同比+112.7%。2017-2022 年公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 39.53%/68.6%。2023 年初以来，由于镨钕阶段性供应宽松，稀土价格出现回调，公司 23H1 业绩随之下滑，23H1 公司营收、归母净利润分别下滑 3.4%/85.13%至 21.27/0.45 亿元。随下游需求回暖，中重稀土供应偏紧，中重稀土价格自 23 年 8 月起小幅回升，有望带动公司盈利修复。

图表 2 公司营收 (亿元) 及增速

图表 3 公司归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

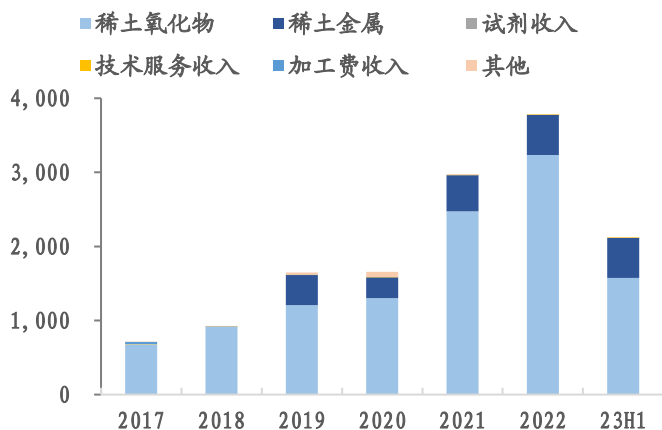


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

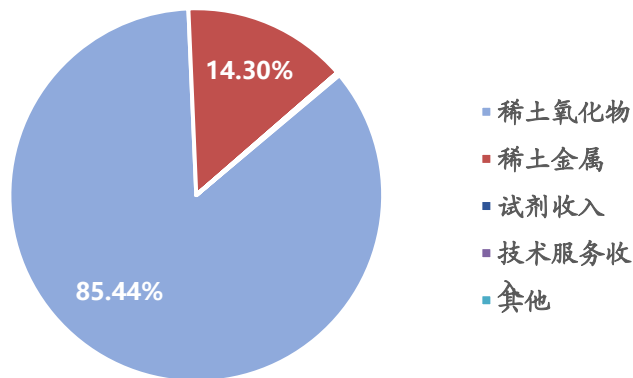
稀土氧化物为公司核心产品, 营收占比超 85%。稀土氧化物为公司营收占比最大的产品, 2022 年稀土氧化物实现营收 32.35 亿元, 同比+30.8%, 营收占比 85.44%。公司第二大营收来源为稀土金属, 2022 年实现营收 5.41 亿元, 同比+10.75%, 营收占比 14.3%。23H1 公司稀土氧化物、稀土金属营收分别 15.77/5.39 亿元, 同比分别-17.11%/+85.72%。

图表 4 公司历年分产品营收 (百万元)

图表 5 稀土氧化物为公司主要营收来源



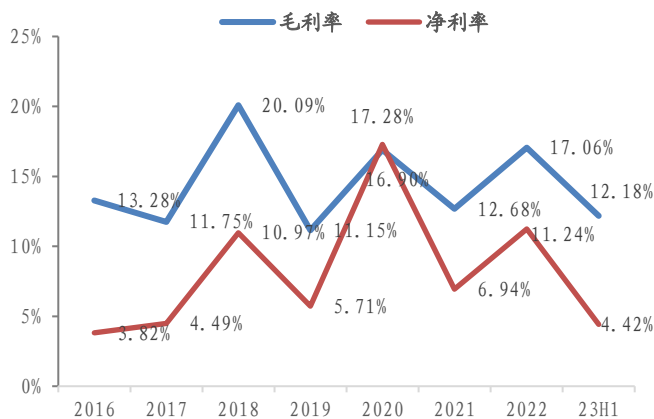
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

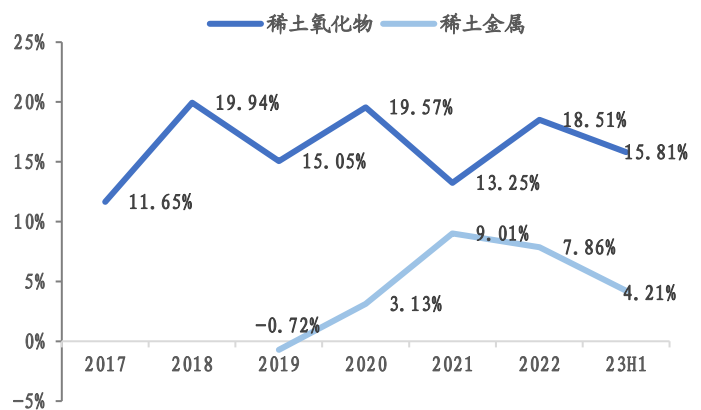
毛利率整体维持区间震荡。公司整体毛利率水平保持区间震荡, 2022 年稀土价格上涨, 公司毛利率 17.06%, 同比提升 4.9pct。公司整体毛利率波动与营收占比最大的稀土氧化物盈利波动一致, 2022 年稀土氧化物毛利率 18.51%。公司稀土金属营收占比较小, 随后续规模增长盈利能力有望进一步提升。23H1 受稀土价格下行、下游需求增速放缓影响, 公司毛利率下滑至 12.2%, 其中稀土氧化物、稀土金属毛利率分别 15.81%/4.21%。

图表 6 公司历年毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

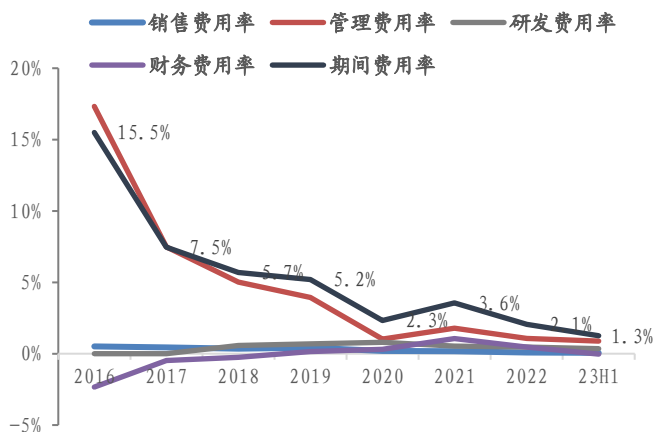
图表 7 公司稀土氧化物及稀土金属毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

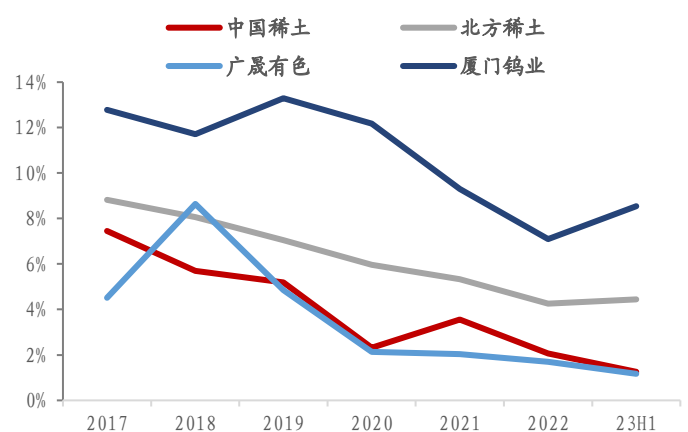
费用管控良好，期间费用率处于行业低位。公司费用管控良好，期间费用率由 2016 年的 15.5% 降至 2022 年的 2.1%，主要系管理费用开支优化。与可比公司相比，公司期间费用率处于行业低位。

图表 8 公司历年期间费用率



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 公司期间费用率处于行业低位



资料来源：wind，华安证券研究所

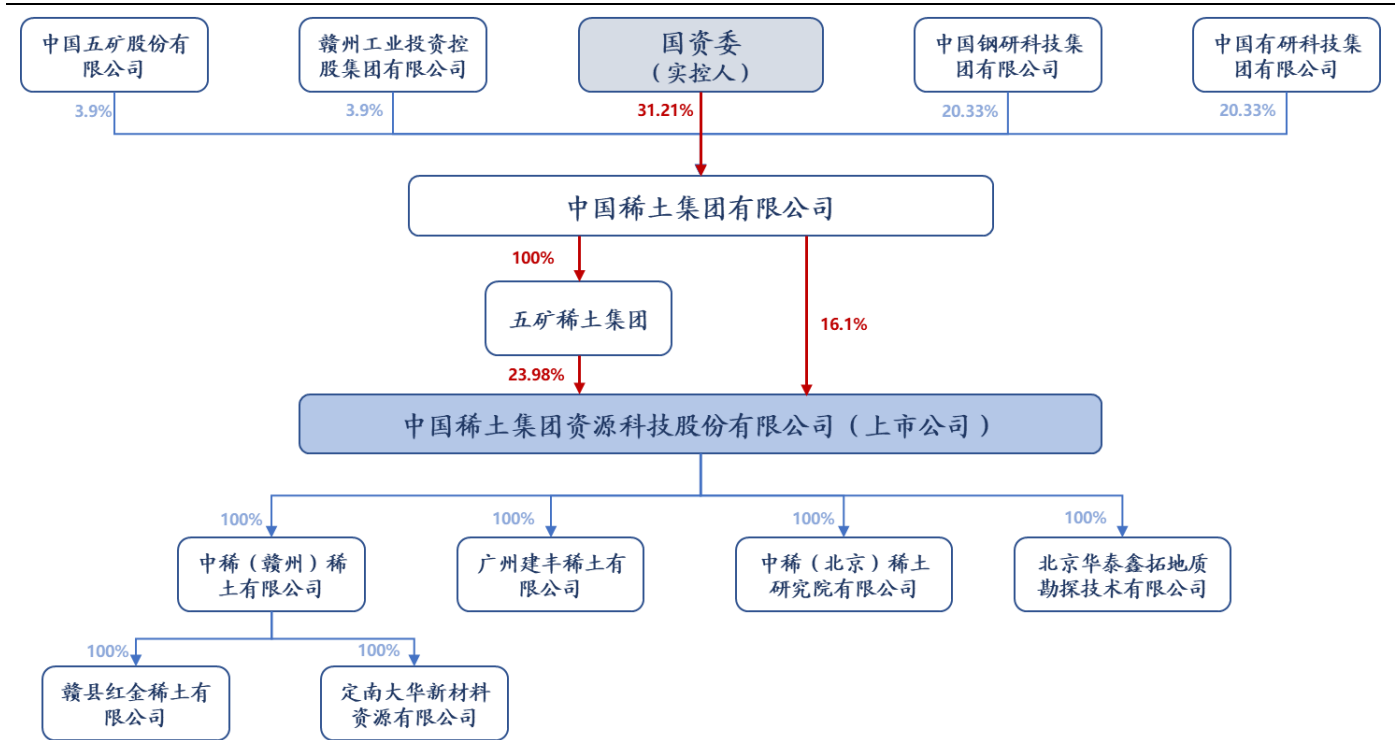
1.2 中国稀土集团旗下唯一上市平台

公司股权集中，背靠中国稀土集团，最终控制人为国资委。公司实控人为中国稀土集团，中国稀土集团直接和间接合计持有公司约 40% 股权。公司最终控制人为国务院国资委，国资委持有中国稀土集团 31.21% 股份，间接持有公司约 12.5% 股权。

公司旗下四家全资控股子公司，涉及采矿（北京华泰鑫拓）、稀土冶炼（中稀北京稀土研究院）及稀土氧化物、稀土金属（中稀赣州旗下定南大华、广州建丰）生产。作为集团旗下唯一上市平台，公司未来有望进一步承接集团稀土资源整合，完善稀土全产业链布局。

公司核心管理层资历丰富。公司核心管理层具备多年稀土及相关行业从业经验，对稀土行业发展战略理解深刻。

图表 10 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 11 公司核心管理层履历

| 姓名 | 职业 | 履历 |
|-----|---------|---|
| 杨国安 | 董事长, 董事 | 1971年生, 曾任江西省国有资产监督管理委员会综合处(研究室)副处长, 调研员, 政策法规处处长, 企业改革改组处处长, 党委委员, 副主任. 现任中国稀土集团有限公司党委副书记, 董事, 工会主席. |
| 董贤庭 | 董事 | 1964年生, 曾任山西华圣铝业有限公司计划发展部经理, 中铝山东依诺威强磁材料有限公司副总经理, 中稀依诺威(山东)磁性材料有限公司副总经理. 现任中国稀土集团有限公司专职外部董事, 中国稀土集团资源科技股份有限公司董事. |
| 郭惠洪 | 董事 | 1964年生, 曾任赣州稀土矿业有限公司常务副总经理, 工会主席, 赣州稀土集团有限公司党委委员, 纪委副书记, 副总经理, 工会主席. 现任中国稀土集团有限公司专职外部董事, 中国稀土集团资源科技股份有限公司董事. |
| 闫绳健 | 董事、总经理 | 1968年生, 曾任中冶南亚投资发展有限公司董事, 总经理. 现任中国稀土集团资源科技股份有限公司副总经理, 陇川云龙稀土开发有限公司董事长, 五矿稀土(怒江)有限公司董事长, 中稀(腾冲)稀土有限公司董事长, 云南保山稀有稀土有限公司执行董事. |
| 贾江涛 | 副总经理 | 1969年生, 曾任国核维科锆铪有限公司专家委员会委员, 咨询顾问, EHS总监, 总工程师. 现任中国稀土集团资源科技股份有限公司副总经理, 定南大华新材料资源有限公司总经理. |
| 廖春生 | 副总经理 | 1965年生, 曾任北京大学化学与分子工程学院教师, 北京铜素创新科技有限公司总经理. 现任中国稀土集团资源科技股份有限公司副总经理, 中稀(北京)稀土研究院有限公司执行董事, 总经理. |
| 齐书勇 | 财务总监 | 1977年生, 曾任中国五矿股份有限公司审计部经济效益审计部部门经理, 工程项目审计部部门经理, 中国五矿股份有限公司审计部副总经理, 中国五矿集团有限公司审计部副部长. |
| 王宏源 | 董事会秘书 | 1971年生, 曾任五矿有色金属股份有限公司财务部预算管理部部长, 现任五矿稀土股份有限公司财务总监兼董事会秘书, 五矿稀土(赣州)有限公司财务总监, 北京华泰鑫拓地质勘探技术有限公司执行董事, 总经理, 北京华夏纪元财务咨询有限公司董事长. |

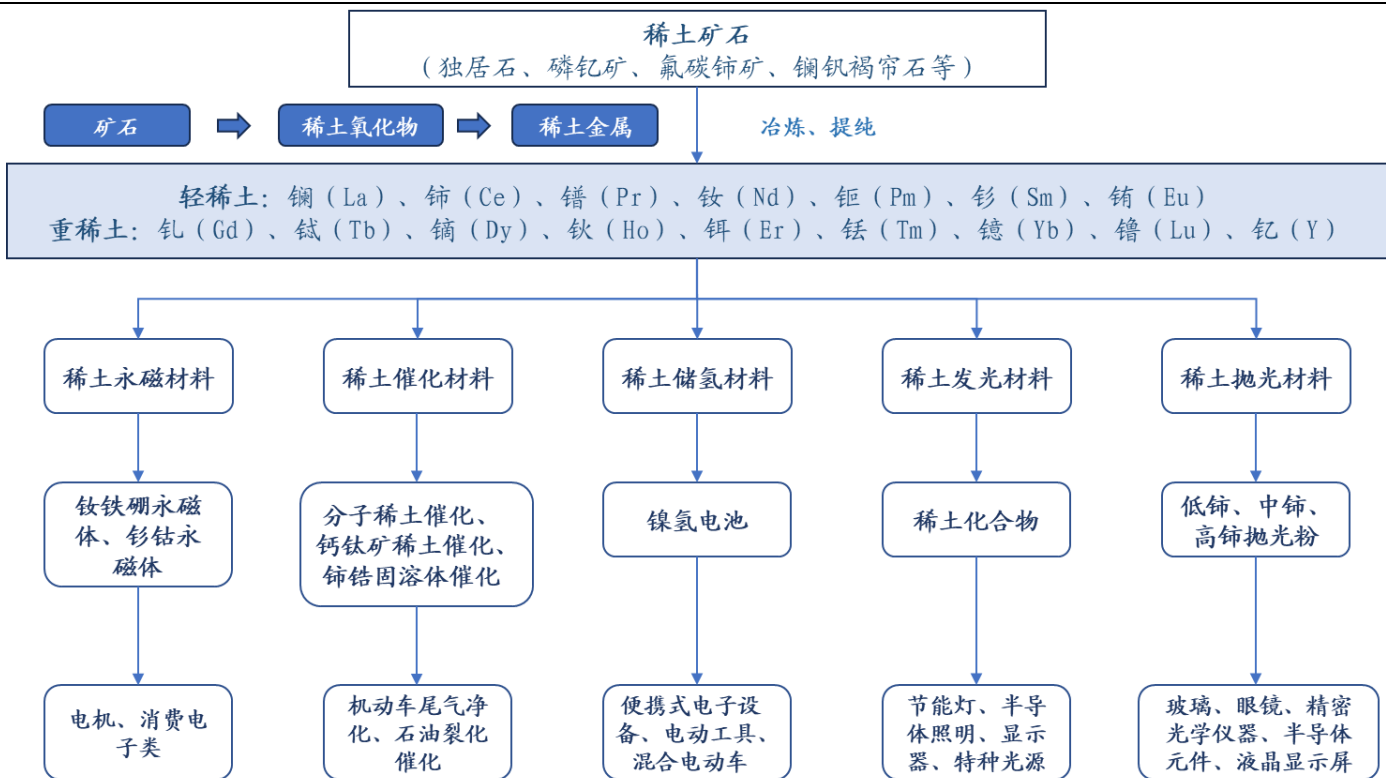
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 稀土行业：供给刚性格局优化，需求持续向上

“工业的维生素”——稀土。稀土是元素周期表中的 15 种镧系元素和钪、钇的总称，其中镧、铈、镨、钕等七种元素被称为轻稀土，其余为中重稀土，稀土具有无法取代的优异磁、光、电性能，对改善产品性能、增加产品品种。提高生产效率起到巨大作用。

从最初的开发到下游应用，稀土产业链可分为开采、冶炼分离、加工等环节。首先从稀土矿山开采得到原矿，经冶炼分离得到稀土氧化物、稀土金属，通过进一步精密加工成稀土磁性材料、稀土发光材料、稀土催化材料、稀土合金材料和稀土储氢多种下游材料，可广泛应用于新能源汽车、工业机器人、变频空调、尾气净化催化剂及石油裂化催化剂以及稀土发光材料等。

图表 12 稀土产业链一览

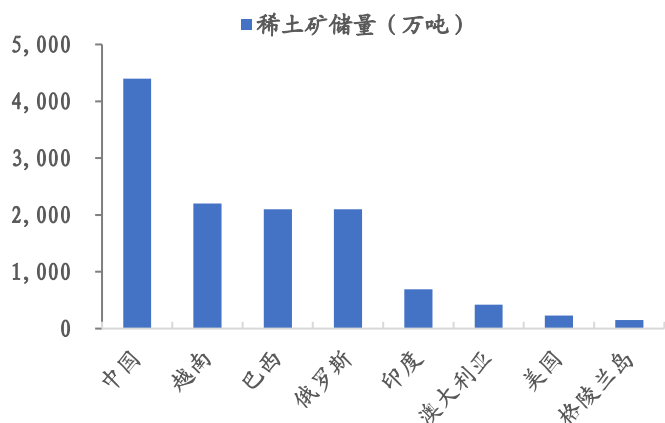


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.1 供给端：供给刚性格局持续优化，我国资源禀赋突出

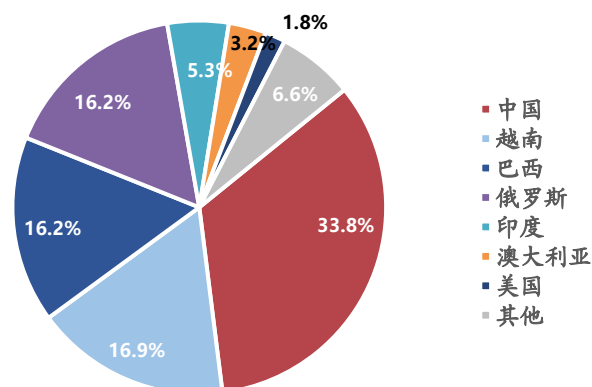
我国稀土矿储量及开采量领先，资源禀赋突出。根据 USGS 数据，2022 年全球稀土矿总储量为 13000 万吨，其中我国稀土矿储量为 4400 万吨，占全球稀土矿储量比例为 33.85%，世界主要稀土矿储量集中于中国、越南、巴西和俄罗斯，四国合计储量占比超 80%。此外，我国还是世界最大的稀土开采国，2022 年全球稀土矿开采量合计 30 万吨，其中我国稀土矿开采量 21 万吨，占全球开采量的 70%。

图表 13 2022 年全球稀土矿储量 (万吨)



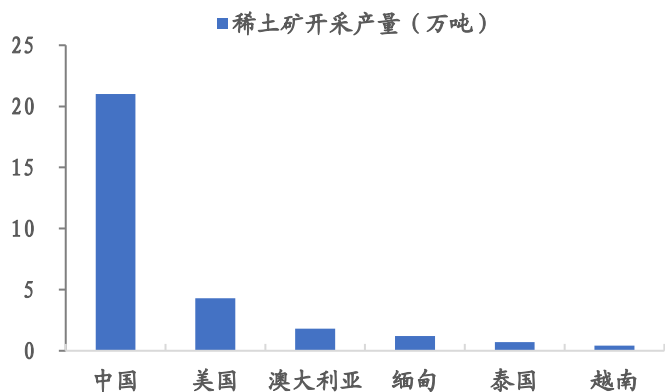
资料来源: USGS, 华安证券研究所

图表 14 2022 年全球稀土矿储量占比



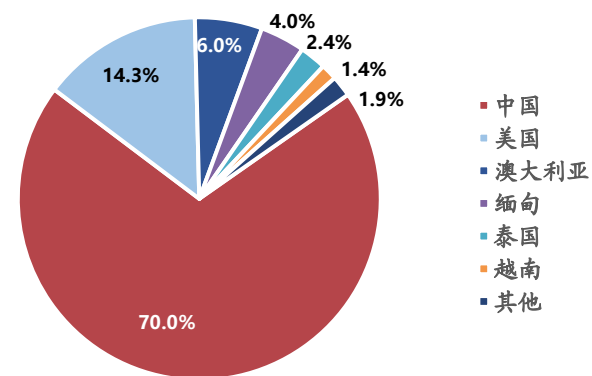
资料来源: USGS, 华安证券研究所

图表 15 2022 年全球稀土矿开采产量 (万吨)



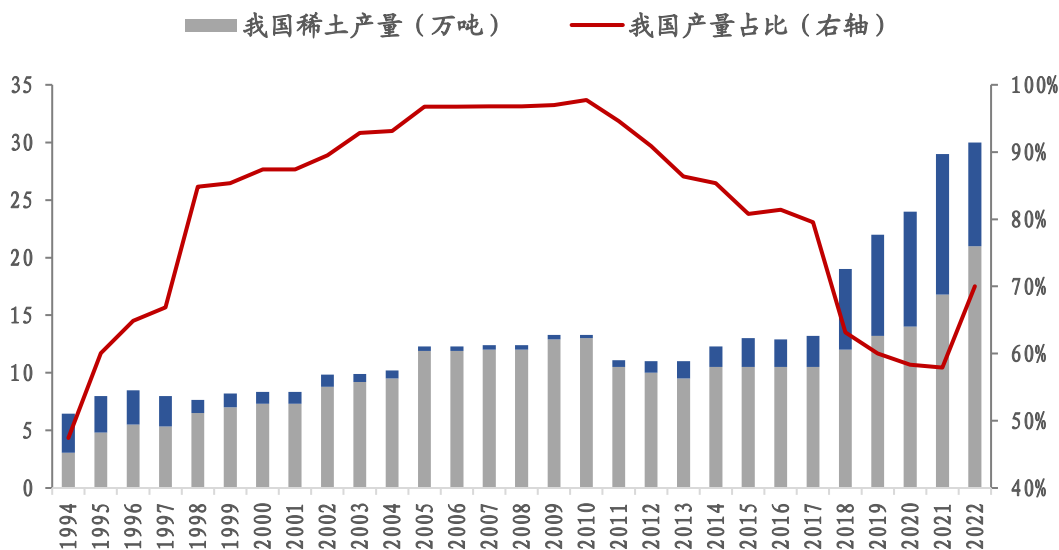
资料来源: USGS, 华安证券研究所

图表 16 2022 年全球稀土矿开采产量占比



资料来源: USGS, 华安证券研究所

图表 17 我国稀土产量占全球主导地位



资料来源: USGS, 华安证券研究所

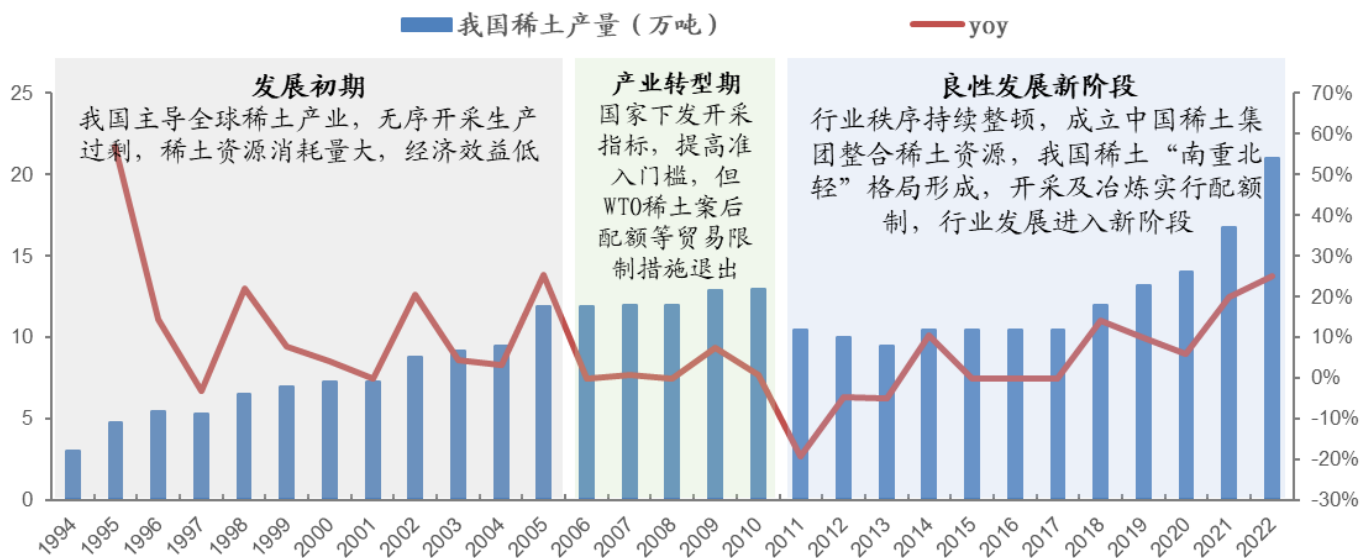
我国稀土行业步入新阶段，南重北轻格局形成，配额制下供给刚性。自上世纪 80 年代起，我国逐渐主导全球稀土产业，90 年代至今，我国稀土行业主要经历三段发展期：

1990-2005 年：发展初期，我国依托稀土资源禀赋优势，逐渐主导全球稀土供给，1985 年起我国稀土实行出口退税政策，大量低价稀土资源出口至海外，我国稀土占全球产量比例由 1994 年的 48% 提升至 2004 年的 95%。但行业无序开采也使得稀土资源浪费量大，同时带来一系列环境污染问题；

2006-2010 年：政策干预强化管控，稀土产量增速放缓。2005 年起我国取消稀土出口退税政策，2006 年国土资源部制定稀土开采总量控制指标，2005-2010 年我国稀土出口配额由 6.56 万吨降至 3.03 万吨，但仍存非法开采及走私行为，且一系列出口限制政策在 WTO 稀土案后逐渐退出；

2011 年至今：行业秩序持续整顿，进入发展新阶段，2011 年第一轮稀土资源整合大幕开启，构建起 5+1 南北稀土格局，2015 年底，中铝公司、厦门钨业、北方稀土、中国五矿、广东稀土、南方稀土六大集团基本整合完毕。2021 年成立中国稀土集团，行业格局持续优化，开采及冶炼实行配额制，供给刚性。

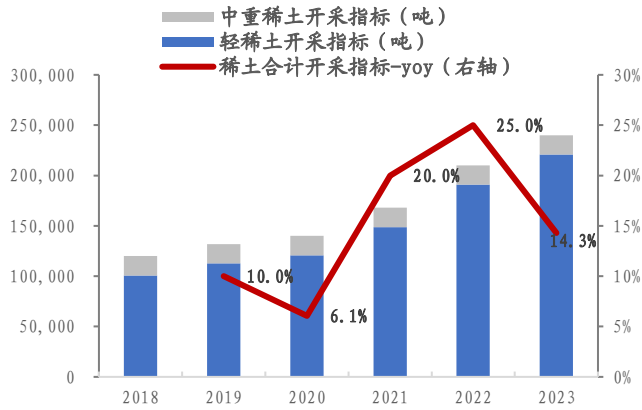
图表 18 我国稀土产业逐渐步入良性发展新阶段



资料来源：USGS，华安证券研究所绘制

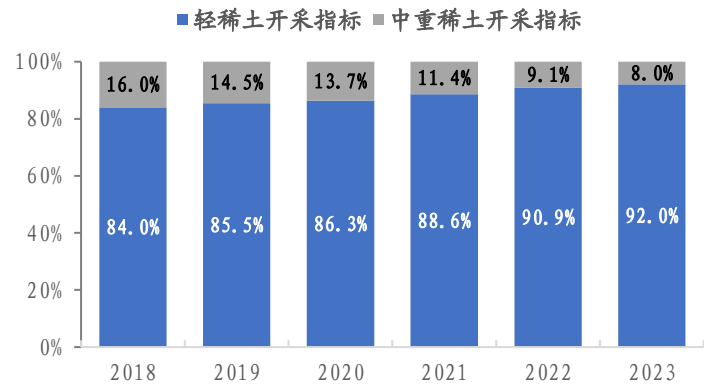
配额制下我国稀土开采冶炼总量指标稳步增长，增量主要为轻稀土。根据工信部，自然资源部，近年来我国稀土开采指标增长稳健，开采指标由 2018 年的 120000 吨增长至 2023 年的 240000 吨，近五年开采指标翻倍。从结构上看，增量主要为轻稀土，轻稀土开采指标占比由 2018 年的 84% 提升至 2023 年的 92%；从企业分布来看，2023 年北方稀土、中国稀土、厦门钨业、广东稀土开采指标分别 166650、67210、3440、2700 吨，占比分别 69.4%/28%/1.4%/1.1%。北方稀土（轻稀土）、中国稀土（中重稀土为主）开采指标合计超 95%。

图表 19 近 5 年我国稀土开采指标



资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

图表 20 我国稀土开采指标结构占比



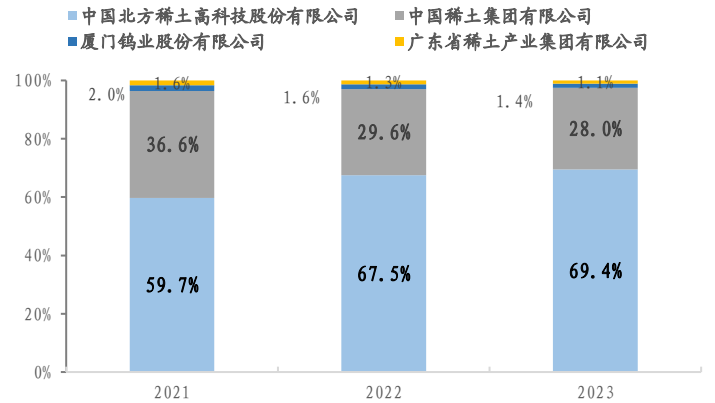
资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

图表 21 近 3 年我国四大稀土企业开采指标

| 稀土开采指标 (单位: 吨) | 2021 | 2022 | 2023 |
|-----------------------|--------|--------|--------|
| 中国北方稀土高科技股份有限公司 | 100350 | 141650 | 166650 |
| 中国稀土集团有限公司 | 61510 | 62210 | 67210 |
| 其中: 湖南、广西、江西赣州 (离子型矿) | 13010 | 13010 | 13010 |
| 四川、山东 (轻稀土矿) | 48500 | 49200 | 54200 |
| 厦门钨业股份有限公司 | 3440 | 3440 | 3440 |
| 广东省稀土产业集团有限公司 | 2700 | 2700 | 2700 |

资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

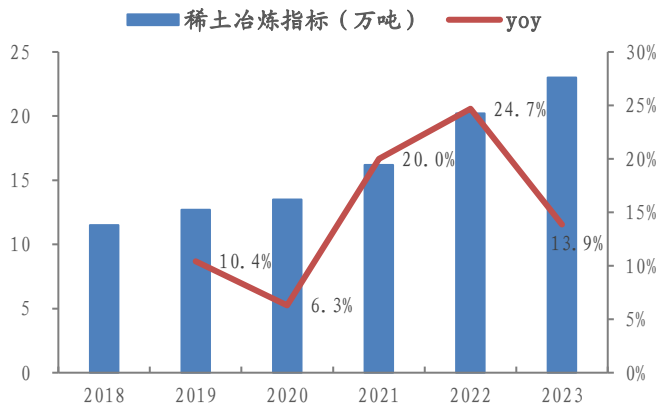
图表 22 北方稀土、中国稀土开采指标合计超 95%



资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

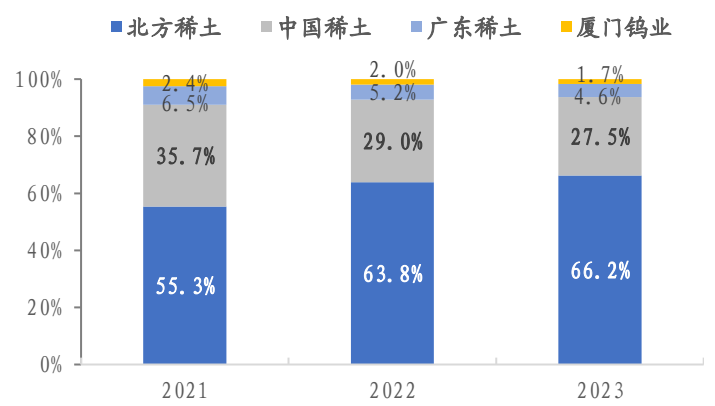
冶炼指标跟随开采指标同步增长，北方稀土、中国稀土冶炼指标合计超 90%。我国稀土冶炼指标由 2018 年的 11.5 万吨提升至 2023 年的 23 万吨，每年增速与开采指标保持一致。分企业来看，2023 年北方稀土、中国稀土、广东稀土、厦门钨业冶炼指标占比分别 66.2%/27.5%/4.6%/1.7%。

图表 23 近 5 年我国稀土冶炼指标



资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

图表 24 北方稀土、中国稀土冶炼指标合计超 90%

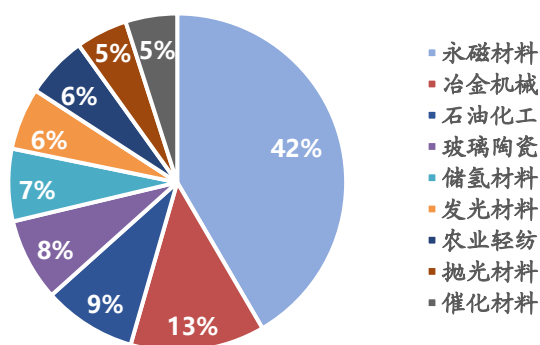


资料来源：工信部，自然资源部，华安证券研究所

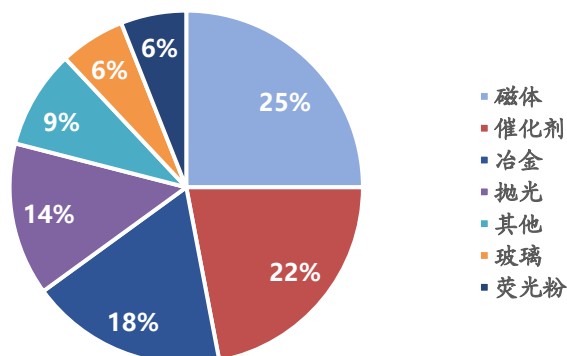
2.2 需求端：应用广泛，稀土永磁增长势能充足

稀土下游应用广泛，稀土永磁增长势能充足。稀土功能材料可进一步分为磁性材料、催化材料、发光材料、储氢材料及抛光材料等，其中在我国稀土永磁材料需求占比最大，根据华经产业研究院，2021 年我国稀土永磁材料需求占比达 42%。根据 USGS，世界稀土消费结构中，磁体/催化剂/冶金占比分别为 25%/22%18%。根据我国稀土行业协会，2021 年我国稀土永磁材料中的烧结钕铁硼毛坯、粘结钕铁硼、钕钴磁体产量分别为 20.71 万吨、9380 吨、2930 吨，同比分别+16%/+27.2%/+31.2%，增速靓丽。

图表 25 我国稀土下游需求分布情况



图表 26 世界稀土消费结构



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

资料来源：USGS，华安证券研究所

图表 27 我国主要稀土功能材料产量情况

| 产品 | 单位 | 2020 | 2021 | 22H1 |
|---------------|----|-------|-------|-------|
| 稀土磁性材料 | | | | |
| 烧结钕铁硼毛坯 | 万吨 | 17.85 | 20.71 | 11.6 |
| 粘结钕铁硼 | 吨 | 7374 | 9380 | 4490 |
| 钕钴磁体 | 吨 | 2233 | 2930 | 1490 |
| 稀土催化材料 | | | | |
| 石油催化裂化催化剂 | 万吨 | 20 | 23 | 10.9 |
| 机动车尾气净化剂 | 万升 | 1449 | 1440 | 975 |
| 稀土发光材料 | | | | |
| LED 荧光粉 | 吨 | 439 | 698 | 289.5 |
| 三基色荧光粉 | 吨 | 1246 | 931 | 36 |
| 长余辉荧光粉 | 吨 | 243 | 262.5 | 120.5 |
| 稀土储氢材料 | 吨 | 9236 | 10778 | 4398 |
| 稀土抛光材料 | 吨 | 34056 | 44170 | 16000 |

资料来源：工信部，华安证券研究所

钕铁硼为第三代稀土永磁材料，具备极高磁能积及矫顽力、能量密度高。永磁材料是稀土最主要和最具发展潜力的下游应用领域，自 20 世纪 60 年代以来，稀土永磁材料经历 50 多年的发展，形成了具有实用价值的三代稀土永磁材料，磁性能不断突破。其中，第一代和第二代稀土永磁材料统称为钕钴永磁材料，第三代统称为

钕铁硼永磁材料。钕铁硼具有极高的磁能积和矫顽力，同时高能量密度的优点使钕铁硼永磁材料在现代工业和电子技术中获得了广泛应用，从而使仪器仪表、电声电机、磁选磁化等设备的小型化、轻量化、薄型化成为可能。

图表 28 几类磁性材料性能对比

| 磁性材料 | 钕铁硼 | 铁氧体 | 钐钴 | 铝镍钴 |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 磁力大小 | 最高 | 中低 | 较高 | 中低 |
| 价格 | 适中 | 最低 | 最高 | 适中 |
| 耐温性 | 不耐高温 | 温度特性良 | 温度特性优 | 温度特性优 |
| 是否耐腐蚀 | 不耐腐蚀 | 耐腐蚀 | 耐腐蚀 | 耐腐蚀 |

资料来源：中国稀土行业协会，华安证券研究所

图表 29 三类钕铁硼永磁材料对比

| | 最大磁能积 kJ/m ³ | 内禀矫顽力 kOe | 剩磁 kGs | 最高工作温度 | 优缺点 |
|-------|----------------------------|--------------|-----------|--------|--|
| 烧结钕铁硼 | 33-35 | 12-35 | 11-15 | 200℃ | 优点：磁性能极高； 缺点：含高价值中重稀土（镨、钕等），成本高，加工过程损耗高 |
| 粘结钕铁硼 | 6-12 | 7-18 | 6-8 | 160℃ | 优点：形状灵活、精度高；加工损耗低，不含中重稀土成本低； 缺点：磁性能低、工作温度低等 |
| 热压钕铁硼 | 28-43 | 10-25 | 12-14 | 200℃ | 优点：低成本高性能，加工过程损耗低； 缺点：形状单一，专利壁垒 |

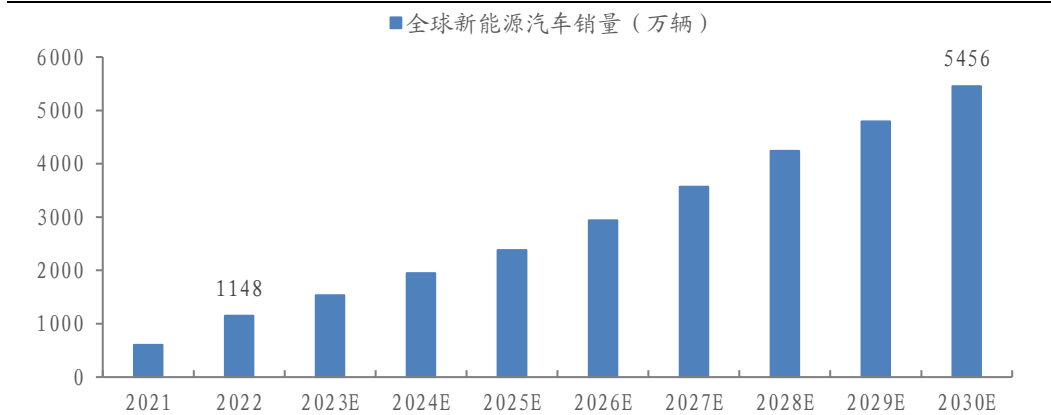
资料来源：中国稀土行业协会，华安证券研究所

稀土永磁材料成为节能降耗、绿色环保的核心功能材料，是自动化、智能化必不可少的要素，拥有广阔的发展空间。具体来看，稀土永磁在新能源汽车、新能源发电、工业机器人等领域将持续发挥重要作用。

（1）新能源汽车：应用于新能源汽车的主要两种驱动电机为永磁同步电机和交流异步电机，其中永磁驱动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，高性能烧结钕铁硼为驱动电机的核心材料。此外，新能源汽车对钕铁硼消耗量高于普通汽车电机，新能源汽车每辆纯电动车消耗钕铁硼 5-10kg，每辆插电式混合动力汽车消耗 2-3kg。

根据起点研究院（SPIR），2022 年全球新能源汽车销量为 1148 万辆，同比增长 89.1%，预计到 2030 年全球新能源汽车销量将达到 5456 万辆，同比增长 13.9%。若按单车消耗 7.5kg 钕铁硼来计，对应 2030 年钕铁硼磁材约 41 万吨。

图表 30 全球新能源汽车销量预期



资料来源: SPIR, 华安证券研究所

图表 31 2030E 新能源汽车对应钕铁硼需求量测算

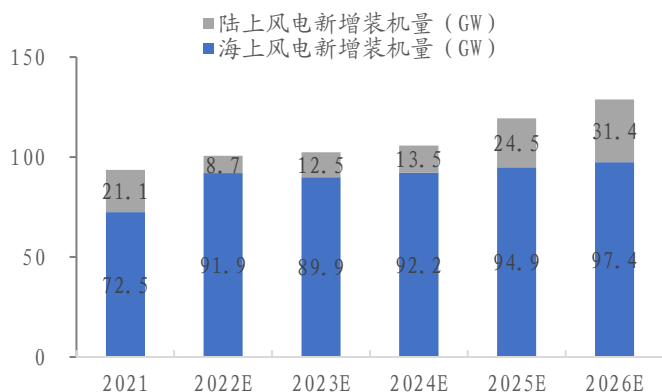
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球新能源汽车销量 (万辆) | 607 | 1148 | 1535 | 1951 | 2378 | 2940 | 3569 | 4243 | 4792 | 5456 |
| yoy | | 89.1% | 33.7% | 27.1% | 21.9% | 23.6% | 21.4% | 18.9% | 12.9% | 13.9% |
| 单车消耗钕铁硼 (千克) | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| 对应钕铁硼需求 (万吨) | 4.55 | 8.61 | 11.51 | 14.63 | 17.84 | 22.05 | 26.77 | 31.82 | 35.94 | 40.92 |

资料来源: SPIR, 华安证券研究所

(2) 新能源发电: 风力发电机分为永磁直驱式、半直驱式和双馈异步式, 其中永磁直驱式和半直驱式使用高性能钕铁硼磁钢, 碳中和下, 全球风电行业有望提速, 带动稀土永磁材料需求持续释放。根据全球风能理事会 GWEC, 2022 年全球新增风电装机预计约 100.6GW, 2026 年预计达 128.8GW。随着风机大型化趋势发展, 应用高性能钕铁硼磁钢的直驱和半直驱永磁电机渗透率将实现持续提升, 为稀土永磁材料需求打开增长空间。

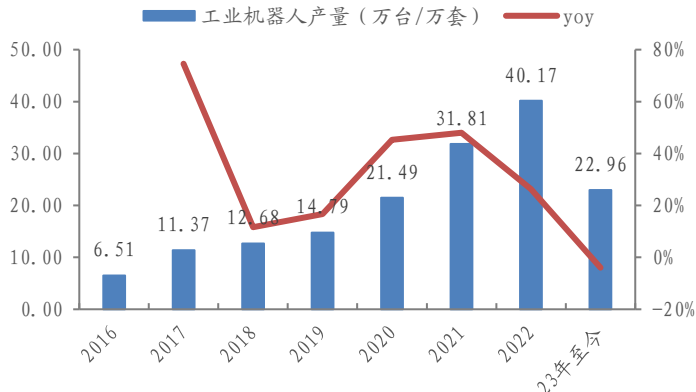
(3) 工业机器人: 伺服电机是控制机器人关节灵活运动的关键设备, 对精度、转速、抗过载能力、稳定性、速度相应能力等方面具有较高的要求, 因此高性能钕铁硼磁材成为其理想材料, 有助于在快速反应、提高功率密度的同时, 减小体积, 实现轻量化。根据国家统计局, 2022 年我国工业机器人产量 40.17 万台, 同比+26.3%, 2016-2022 年工业机器人产量 CAGR 为 35.4%。

图表 32 2021-2026 年全球新增风电装机规模



资料来源: GWEC, 华安证券研究所

图表 33 我国工业机器人产量 (万台/万台)



资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

3 公司：集团资源注入逐步兑现

中国稀土集团旗下唯一上市平台，集团优质资源注入逐步兑现。2022 年 12 月 29 日，公司控股股东五矿稀土集团、实际控制人中国稀土集团有限公司出具《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》，承诺对于同业竞争，将自承诺出具之日起五年内，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 2022 年的《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》，中国稀土集团旗下稀土矿山资源及冶炼分离产能丰富，同时集团还在进一步整合稀土资源。公司背靠中国稀土集团，受益优质稀土资源倾斜，进一步补足稀土矿山资源，完善产业链条。

图表 34 中国稀土集团所属、代管及整合合作稀土矿山、冶炼分离企业名单（仅列示下达计划、在产企业）

| 稀土矿（下达计划） | | | 冶炼分离（在产） | | |
|-----------|-----|--------------------------|----------|-----|--------------------------|
| 序号 | 所在地 | 企业名称 | 序号 | 所在地 | 企业名称 |
| 1 | 云南省 | 陇川县龙安稀土矿 | 1 | | 乐山盛和稀土股份有限公司 |
| 2 | | 四川和地矿业发展有限公司大陆槽稀土矿 | 2 | | 四川省乐山锐丰冶金有限公司 |
| 3 | | 冕宁县里里稀土选矿有限责任公司羊房稀土矿 | 3 | 四川省 | 漫水湾稀土冶炼分离厂（四川江铜稀土有限责任公司） |
| 4 | 四川省 | 德昌厚地稀土矿业有限公司大陆槽稀土矿 | 4 | | 四川省冕宁县方兴稀土有限公司 |
| 5 | | 四川江铜稀土有限责任公司牦牛坪稀土矿山 | 5 | | 冕宁县飞天实业有限责任公司 |
| 6 | | 冕宁县万凯丰稀土矿业有限公司木洛郑家梁子稀土矿山 | 6 | | 德昌县志能稀土有限责任公司 |
| 7 | | 冕宁县友盛稀土开发有限公司木洛矿区碉楼山稀土矿 | 7 | | 淄博加华新材料资源有限公司 |
| 8 | 山东省 | 山东微山湖稀土有限公司微山湖稀土矿 | 8 | 山东省 | 山东中凯稀土材料有限公司 |
| 9 | 广西省 | 广西国兴稀土矿业有限公司六汤稀土矿 | 9 | | 钢研集团稀土科技有限公司 |
| 10 | | 广西钟山-富川花山稀土矿区南矿段稀土矿 | 10 | 广东省 | 广州建丰五矿稀土有限公司 |
| 11 | | 赣州稀土矿业有限公司甲子背稀土矿 | 11 | | 广西国盛稀土新材料有限公司 |
| 12 | | 赣州稀土矿业有限公司开子崇稀土矿 | 12 | 广西省 | 广西域满西骏稀土功能材料有限公司 |
| 13 | 江西省 | 赣州稀土矿业有限公司三丘田稀土矿 | 13 | | 中稀（广西）有色金源稀土新材料有限公司 |
| 14 | | 赣州稀土矿业有限公司足洞稀土矿 | 14 | | 中稀（宜兴）稀土新材料有限公司 |
| 15 | | 江西江钨万安稀土矿 | 15 | 江苏省 | 中稀（常州）稀土新材料有限公司 |
| 16 | 湖南省 | 五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿 | 16 | | 中稀（常熟）稀土新材料有限公司 |
| 17 | 福建省 | 福建省三明稀土材料有限公司中山稀土矿 | 17 | | 江阴加华新材料资源有限公司 |
| | | | 18 | | 江西金世纪新材料股份有限公司 |
| | | | 19 | | 全南县新资源稀土有限责任公司 |
| | | | 20 | | 定南大华新材料资源有限公司 |
| | | | 21 | 江西省 | 江西明达功能材料有限责任公司 |
| | | | 22 | | 赣州稀土龙南冶炼分离有限公司 |
| | | | 23 | | 龙南龙钇重稀土科技股份有限公司 |
| | | | 24 | | 赣州稀土（龙南）有色金属有限公司 |
| | | | 25 | | 汨罗市恒锋新材料有限公司 |
| | | | 26 | | 永州市湘江稀土有限责任公司 |
| | | | 27 | 湖南省 | 益阳鸿源稀土有限责任公司 |
| | | | 28 | | 湖南稀土金属材料研究院 |
| | | | 29 | | 五矿稀土江华兴华新材料有限公司 |

资料来源：中国稀有稀土官网，华安证券研究所

3.1 矿山资源注入与复产，完善产业链条

（1）江华县稀土矿注入。五矿稀土集团旗下中稀湖南矿山项目（江华县稀土矿）为全国单本离子型稀土开采指标最大的矿山项目，预期中稀湖南股权注入后，将加快矿山及配套项目建设，完善公司产业链条，同时亦解决公司与控股股东五矿稀土

间的同业竞争。公司拟发行定增项目募集资金不超过 20.97 亿元，其中 14.97 亿元用于收购五矿稀土集团持有的中稀湖南 94.67% 的股权，截至 9 月 29 日，定增项目获批。

根据公司公告，江华稀土矿矿山保有量 (332+333) 合计 3542 万吨，稀土氧化物含量 37890 吨，平均品位 0.11%，生产规模为 302 万吨/年。

图表 35 江华县稀土矿资源情况

| 矿山 | 开采矿种 | 开采方式 | 矿山保有量 (332+333) 万吨 | 稀土氧化物含量 (吨) | 稀土氧化物 平均品位 | 生产规模 (万吨/年) |
|------------------|------|------|-----------------------|----------------|---------------|----------------|
| 五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿 | 稀土矿 | 露天 | 3542 | 37890 | 0.11% | 302 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 赣南稀土矿复产。2022 年 5 月，中国稀土集团所属赣州市定南县岭北镇三丘田稀土矿山，解决了赣南矿山环保治理、资源开采“三权分立”及规模化集约化开采等历史难题，结束了长达 6 年的停产，正式升级改造实现复产。根据三丘田稀土采矿权评估报告，三丘田稀土矿年 REO 生产规模为 500 万吨/年。

图表 36 三丘田稀土矿山矿资源情况

| 矿山 | 矿石保有量 | | | | REO 生产规模 (万吨/年) |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------------|--------------------|
| | 333 矿石量 (万吨) | 332 矿石量 (万吨) | 122b 矿石量 (万吨) | 低品位 333 矿石量 (万吨) | |
| 定南县岭北镇三丘田稀土矿山 | 367.6 | 101.45 | 66.65 | 371.53 | 500 |

资料来源：三丘田稀土矿采矿权评估报告，华安证券研究所

(3) 圣功寨、肥田稀土矿探转采。2016 年，公司收购北京华泰鑫拓 100% 股权，通过华泰鑫拓参股华夏纪元，参与其下属圣功寨稀土矿探矿权和肥田稀土矿探矿权的运营实施，并积极推进探转采办理工作。根据公告，圣功寨、肥田两矿总评估利用资源储量：矿石量 18214.96 万吨，离子相 RE₂O₃ 资源量 103114.8 吨，平均 (REO) 品位 0.062%，精矿 (92% REO) 生产能力 1800 吨/年。

图表 37 肥田、圣功寨矿山矿资源情况

| 资源储量类别 | | 资源储量级别 | 肥田矿区 | | | 圣功寨矿区 | | |
|--------|-----|----------|------------|--------------|---------------|------------|--------------|---------------|
| | | | 矿石量 (吨) | 全相REO (吨) | 离子相REO (吨) | 矿石量 (吨) | 全相REO (吨) | 离子相REO (吨) |
| 工业品位 | 332 | 2960.11 | 31894 | 21573 | 2977.43 | 32309 | 21841 | |
| | 333 | 4706.27 | 45670 | 30877 | 2514.8 | 24321 | 16438 | |
| | 小计 | 7666.38 | 77564 | 52450 | 5492.33 | 56630 | 38279 | |
| 低品位 | 332 | 822.8 | 5054 | 2738 | 1784.14 | 8971 | 6058 | |
| | 333 | 3091.65 | 15195 | 10265 | 1775.37 | 8958 | 6051 | |
| | 小计 | 3914.45 | 19249 | 13003 | 3559.51 | 17928 | 12109 | |
| 合计 | | 11580.83 | 96813 | 65453 | 9051.74 | 74558 | 50388 | |

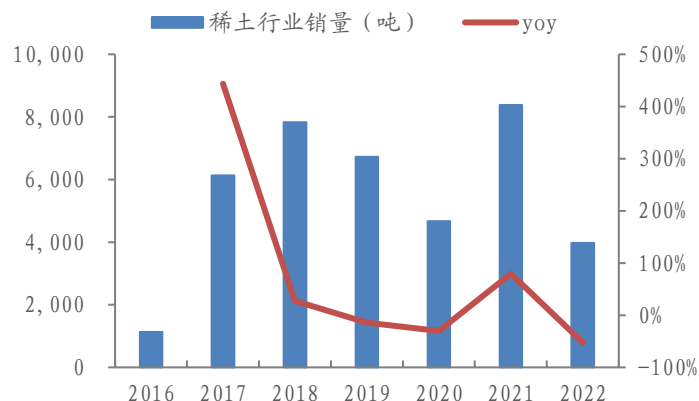
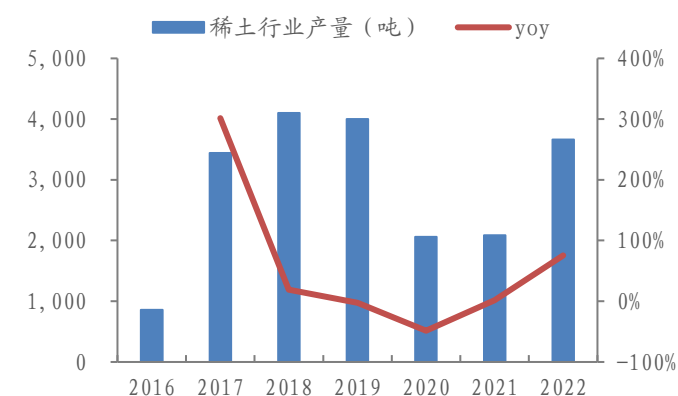
资料来源：肥田矿、圣功寨稀土矿采矿权评估报告，华安证券研究所

3.2 冶炼分离产能有序释放

公司旗下拥有定南大华、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，依托公司先进的技术以及研发支持，其生产的部分单一稀土氧化物纯度可达到 99.999% 以上，资源利用率达到 98.5% 以上。公司稀土类产品产能利用率饱和，2022 年产量、销量分别 3664.42 吨、3978.76 吨，产能利用率 108.58%。

图表 38 公司稀土行业产量 (吨)

图表 39 公司稀土行业销量 (吨)



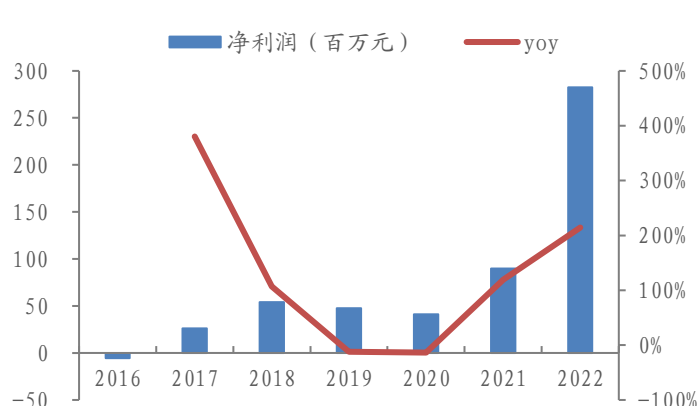
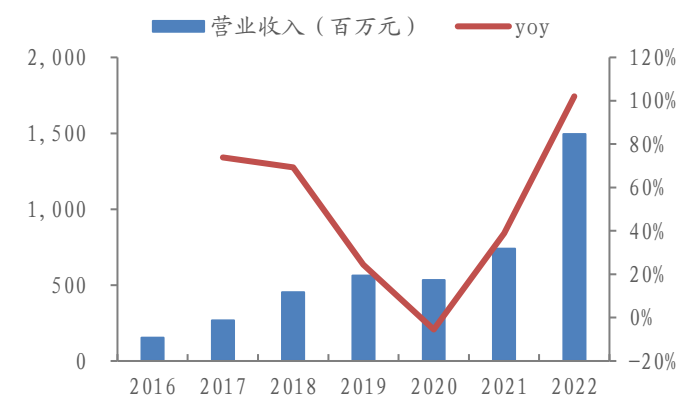
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司子公司定南大华技改提效后营收稳健增长，2022 年实现营收 14.95 亿元，同比+102%，实现净利润 2.83 亿元，同比+214%。广州建丰专注于将稀土氧化物进一步精加工成定制化高端产品，2019 年以来净利润显著改善，2022 年实现营收 1.83 亿元，同比-14%，实现净利润 0.4 亿元，同比-11%。

图表 40 定南大华营收及增速

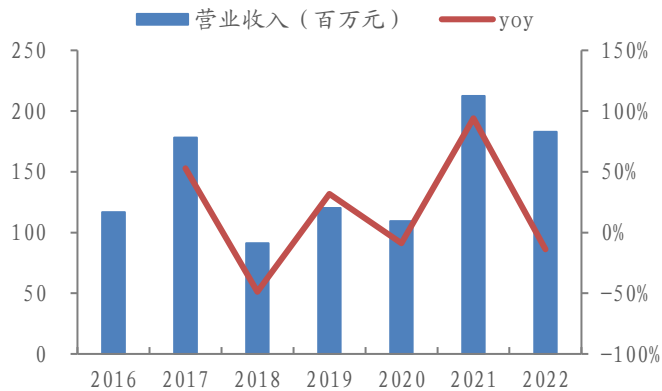
图表 41 定南大华净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

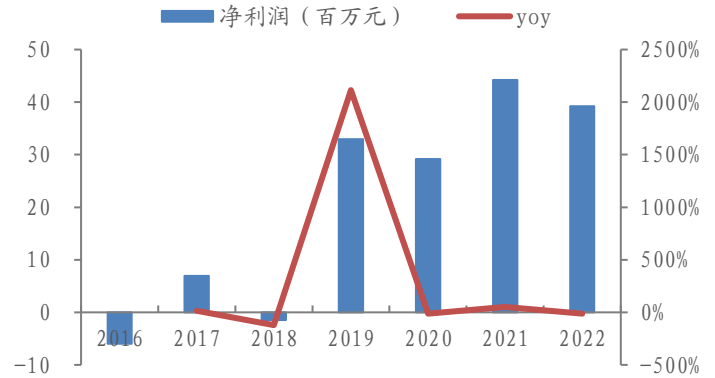
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 42 广州建丰营收及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 43 广州建丰净利润及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在建项目：兴华新材料 5000t/a 稀土分离加工项目。随着中稀湖南的稀土开采产出等外部条件逐渐成熟，中稀永州新材于 2020 年在原有稀土冶炼分离项目的基础上开始建设“五矿稀土江华兴华新材料有限公司 5000t/a 稀土分离加工项目”，目前尚处于在建阶段。根据环评，该项目将利用江华稀土自有矿区和缅甸进口的稀土矿原料，建设规模为 5000t/a（以 REO 计）南方离子型稀土矿分离厂，其中 2000t/a（以 REO 计）为江华矿，3000t/a（以 REO 计）为进口缅甸矿。

图表 44 项目稀土分离产品方案表

| 序号 | 产品名称 | 规格 | 产量 t/a |
|----|---------------------------------|------------------|---------|
| 1 | La ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 1127.31 |
| 2 | CeO ₂ | 99.9%~99.99% | 105.57 |
| 3 | Pr ₆ O ₁₁ | 99.5%~99.9% | 264.6 |
| 4 | Nd ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 1006.3 |
| 5 | Sm ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 213.07 |
| 6 | Eu ₂ O ₃ | 100.00% | 22.195 |
| 7 | Gd ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 229.09 |
| 8 | Tb ₄ O ₇ | 99.99% | 35.71 |
| 9 | Dy ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 203.81 |
| 10 | Ho ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 39.57 |
| 11 | Er ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 87.43 |
| 12 | 铽镱富集物 | 富集物灼烧后 REO > 98% | 105 |
| | Tm ₂ O ₃ | | 14.09 |
| | Yb ₂ O ₃ | | 78.94 |
| | Lu ₂ O ₃ | | 11.97 |
| 13 | Y ₂ O ₃ | 99.5%~99.9% | 1385.35 |
| 合计 | | — | 4825 |

资料来源：兴华新材料有限公司 5000 t/a 稀土分离加工项目环评，华安证券研究所

4 盈利预测

盈利假设与预测：1) 稀土行业：23H1 稀土氧化物价格持续下行，镨钕氧化物、氧化镨、氧化铽 23H1 均价同比下滑 40%/23%/26%，自 8 月起稀土氧化物价格止跌企稳，并小幅回暖，预计 24-25 年在政策有效调控下，稀土价格仍将保持平稳运行，故我们预期公司稀土产品 23-25 年平均销售均价变动幅度分别为-38%/+4.8%/+3%，其余业务占公司营收规模较小，且常年保持稳定，我们预期 23-25 年其他业务营收基本保持稳健；

2) 产销量方面，由于公司产能利用率饱和，且新增项目及矿山资源注入仍未落地，根据目前公司产能情况，预期未来几年公司稀土产品产量及销量均保持平稳并小幅增长，23-25 年公司稀土销量增长 49%/12%/12%；

3) 成本及毛利率方面，随技改提效与管理的持续改善，我们预期公司稀土产品生产整体跟随营收波动，但幅度略小，公司稀土产品毛利率也将稳步上行。

图表 45 公司分产品盈利预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 总营收 (百万元) | 924.81 | 1647.29 | 1656.43 | 2973.36 | 3785.96 | 3504.87 | 4113.74 | 4727.11 |
| yoy | 29.19% | 78.12% | 0.55% | 79.50% | 27.33% | -7.42% | 17.37% | 14.91% |
| 营业成本 (百万元) | 739.04 | 1463.65 | 1376.58 | 2596.48 | 3140.14 | 3093.00 | 3619.73 | 4110.82 |
| yoy | 16.98% | 98.05% | -5.95% | 88.62% | 20.94% | -1.50% | 17.03% | 13.57% |
| 毛利率 | 20.09% | 11.15% | 16.89% | 12.68% | 17.06% | 11.75% | 12.01% | 13.04% |
| 分产品营收 | | | | | | | | |
| 稀土行业合计 | 918.32 | 1614.70 | 1584.66 | 2961.57 | 3775.83 | 3492.82 | 4099.74 | 4710.98 |
| yoy | 35.43% | 75.83% | -1.86% | 86.89% | 27.49% | -7.50% | 17.38% | 14.91% |
| 试剂收入 | 0.24 | 0.09 | 0.23 | 0.10 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.09 |
| yoy | 0.00% | -63.50% | 159.09% | -56.93% | -21.94% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 技术服务收入 | 1.83 | 2.83 | 4.19 | 4.11 | 6.05 | 7.56 | 9.07 | 10.70 |
| yoy | -19.00% | 54.64% | 48.00% | -1.80% | 46.97% | 25.00% | 20.00% | 18.00% |
| 其他 | 2.93 | 29.38 | 67.36 | 7.58 | 4.01 | 4.41 | 4.85 | 5.33 |
| yoy | -14.89% | 901.09% | 129.27% | -88.75% | -47.14% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

我们选取主营业务为稀土三家公司作为可比，其中北方稀土主要为轻稀土产品的研发销售，厦门钨业与广晟有色主要以重稀土产品为主。与可比公司相比，公司 PE 较高，我们认为基于公司股东背景及潜在资源注入预期，公司中重稀土冶炼分离产能行业领先、中重稀土长期成长空间广阔等，从而给予一定估值溢价。公司通过资源注入、老矿山复产、现有矿山探转采等持续丰富稀土矿山资源，两家子公司（定南大华、广州建丰）业务覆盖稀土氧化物及高端定制化产品生产，产业链持续完善。

我们预期公司 2023-2025 年营收分别为 35.05/41.14/47.27 亿元，同比分别增长-7.4%/17.4%/14.9%，归母净利润分别为 1.19/3.35/4.26 亿元，同比分别增长

-71.3%/180.9%/27.2%。对应 PE 分别为 234.42X/83.45X/65.59X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 46 可比公司一致预期对应 PE

| 公司 | 股价 | EPS | | | | PE | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 北方稀土 | 22.18 | 1.66 | 1.21 | 1.51 | 1.84 | 15.13 | 18.29 | 14.66 | 12.08 |
| 厦门钨业 | 17.28 | 1.02 | 2.42 | 2.84 | 3.42 | 19.18 | 7.14 | 6.08 | 5.05 |
| 广晟有色 | 34.79 | 0.69 | 0.84 | 1.48 | 1.81 | 58.22 | 41.36 | 23.48 | 19.26 |
| 平均值 | | | | | | 30.84 | 22.26 | 14.74 | 12.13 |
| 中国稀土 | 29.16 | 0.20 | 0.12 | 0.34 | 0.43 | 77.60 | 234.42 | 83.45 | 65.59 |

资料来源：wind，华安证券研究所；股价为 23/10/12 收盘价，中国稀土 EPS 为华安证券预测值，可比公司为 WIND 一致预期

风险提示：

- 1) 稀土价格大幅波动：稀土价格受国家开采及冶炼分离指标、下游需求等共同决定，若配额与下游需求发生大幅波动将会影响稀土价格从而对公司业绩形成影响；
- 2) 稀土资源注入不及预期：当前公司正有序推进江华稀土收购，若进程不及预期，或影响公司中长期业绩表现；
- 3) 新增产能投放不及预期：公司在建项目有兴华 5000t/a 稀土分离项目，若投产进度放缓，则会影响公司稀土产品冶炼分离产量，从而对公司业绩造成影响。

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 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 2887 | 3444 | 3668 | 4713 | 营业收入 | 3786 | 3505 | 4114 | 4727 |
| 现金 | 471 | 1059 | 1249 | 1591 | 营业成本 | 3140 | 3093 | 3620 | 4111 |
| 应收账款 | 2 | 12 | 5 | 21 | 营业税金及附加 | 9 | 7 | 9 | 10 |
| 其他应收款 | 0 | 2 | 0 | 3 | 销售费用 | 3 | 3 | 3 | 4 |
| 预付账款 | 185 | 31 | 72 | 82 | 管理费用 | 40 | 35 | 42 | 48 |
| 存货 | 1954 | 1616 | 1794 | 2622 | 财务费用 | 18 | -4 | -8 | -6 |
| 其他流动资产 | 274 | 724 | 548 | 394 | 资产减值损失 | -5 | -210 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 493 | 503 | 510 | 517 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 345 | 347 | 348 | 350 | 投资净收益 | -5 | -2 | -3 | -3 |
| 固定资产 | 108 | 120 | 131 | 141 | 营业利润 | 556 | 143 | 432 | 543 |
| 无形资产 | 6 | 6 | 6 | 5 | 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 33 | 30 | 25 | 21 | 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 3380 | 3947 | 4178 | 5230 | 利润总额 | 556 | 143 | 432 | 543 |
| 流动负债 | 229 | 713 | 598 | 1210 | 所得税 | 131 | 20 | 86 | 103 |
| 短期借款 | 38 | 188 | 308 | 908 | 净利润 | 425 | 123 | 345 | 440 |
| 应付账款 | 13 | 21 | 17 | 27 | 少数股东损益 | 10 | 4 | 10 | 14 |
| 其他流动负债 | 179 | 503 | 274 | 275 | 归属母公司净利润 | 416 | 119 | 335 | 426 |
| 非流动负债 | 30 | 30 | 30 | 30 | EBITDA | 592 | 370 | 437 | 550 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.42 | 0.12 | 0.34 | 0.43 |
| 其他非流动负债 | 30 | 30 | 30 | 30 | | | | | |
| 负债合计 | 259 | 743 | 628 | 1241 | | | | | |
| 少数股东权益 | 104 | 108 | 118 | 132 | | | | | |
| 股本 | 981 | 981 | 981 | 981 | | | | | |
| 资本公积 | 740 | 740 | 740 | 740 | | | | | |
| 留存收益 | 1295 | 1375 | 1710 | 2137 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3016 | 3096 | 3431 | 3858 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3380 | 3947 | 4178 | 5230 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 经营活动现金流 | 994 | 499 | 93 | -231 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 425 | 123 | 345 | 440 | 营业收入 | 27.3% | -7.4% | 17.4% | 14.9% |
| 折旧摊销 | 13 | 8 | 10 | 10 | 营业利润 | 114.5% | -74.2% | 200.9% | 25.8% |
| 财务费用 | 23 | 1 | 2 | 6 | 归属于母公司净利 | 112.7% | -71.3% | 180.9% | 27.2% |
| 投资损失 | 5 | 2 | 3 | 3 | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | 531 | 149 | -268 | -690 | 毛利率(%) | 17.1% | 11.8% | 12.0% | 13.0% |
| 其他经营现金流 | -109 | 189 | 613 | 1130 | 净利率(%) | 11.0% | 3.4% | 8.1% | 9.0% |
| 投资活动现金流 | -14 | -20 | -20 | -21 | ROE(%) | 13.8% | 3.9% | 9.8% | 11.0% |
| 资本支出 | -17 | -17 | -15 | -16 | ROIC(%) | 14.0% | 9.2% | 8.8% | 8.9% |
| 长期投资 | 0 | -2 | -2 | -2 | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 3 | -2 | -3 | -3 | 资产负债率(%) | 7.7% | 18.8% | 15.0% | 23.7% |
| 筹资活动现金流 | -722 | 110 | 118 | 594 | 净负债比率(%) | 8.3% | 23.2% | 17.7% | 31.1% |
| 短期借款 | -1033 | 150 | 120 | 600 | 流动比率 | 12.58 | 4.83 | 6.13 | 3.89 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 速动比率 | 3.15 | 2.49 | 2.97 | 1.64 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 1.04 | 0.96 | 1.01 | 1.00 |
| 其他筹资现金流 | 312 | -40 | -2 | -6 | 应收账款周转率 | 397.77 | 360.00 | 371.77 | 367.76 |
| 现金净增加额 | 259 | 588 | 190 | 342 | 应付账款周转率 | 209.39 | 180.00 | 188.84 | 185.80 |

| 每股指标(元) | | | | | 估值比率 | | | | |
|-----------|------|------|------|-------|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 每股收益 | 0.42 | 0.12 | 0.34 | 0.43 | P/E | 77.60 | 234.42 | 83.45 | 65.59 |
| 每股经营现金流薄) | 1.01 | 0.51 | 0.09 | -0.24 | P/B | 10.69 | 9.03 | 8.15 | 7.25 |
| 每股净资产 | 3.08 | 3.16 | 3.50 | 3.93 | EV/EBITDA | 53.79 | 73.14 | 61.90 | 49.59 |

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。