

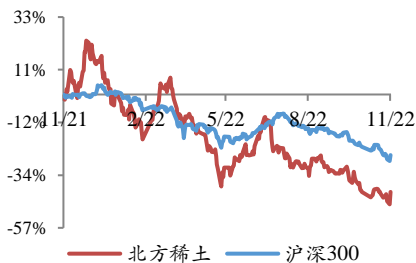
## 扣非环比增长，稀土价格企稳有望驱动业绩提升

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-01

收盘价(元)	26.62
近12个月最高/最低(元)	55.76/24.20
总股本(百万股)	3,633
流通股本(百万股)	3,633
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	967
流通市值(亿元)	967

### 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：xuyq@hazq.com

### 联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

### 联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixq@hazq.com

### 相关报告

1. 精矿涨价仍具备成本优势，兑现行业高景气的量增红利 2022-06-23
2. 低成本独家包销优质资源，供需重塑稀土龙头乘风起 2022-06-09

### 主要观点：

#### ● 事件：公司披露 2022 三季报

2022 年前三季度营业收入 279.98 亿元，yoy+16.22%；实现归母净利润 46.31 亿元，yoy+47.07%。单季度看，Q3 实现营业收入 78.69 亿元，yoy-16.02%，qoq-23.74%；实现归母净利润 15.04 亿元，yoy+35.13%，qoq-4.12%；实现扣非利润 15.97 亿元，yoy+54.82%，qoq+15.23%。

#### ● 量价双降，营收及净利环比下降

量：根据产品经营数据，Q3 稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属销量分别为 4175、11106、5227 吨，同比分别-48%、-42%、+21%，环比分别-49%、-29%、-9%。

价：Q3 氧化镨钕均价 73 万元/吨，yoy+23%，qoq-20%；金属镨钕均价 89 万元/吨，yoy+21%，qoq-20%。

通过量价数据不难看出，环比量价双降，且降幅较高，因此表现出营收和归母环比下降，但通过毛利率反而环比有所提升，我们推测是产品结构中销售了更多镨钕类稀土产品，由于经营数据仅披露整体氧化物和金属数据，包含较大部分的价格较低的镧铈产品，所以仅以销量数据来测算业绩稍有出入。

#### ● 第二批配额增量中 98%流向北方稀土，量价皆企稳

根据第二批配额，整体看，全年指标 21 万吨，增加 4.2 万吨，同比增 25%；而去年增量 2.8 万吨，增速为 20%。分集团看，北方稀土全年获得配额 14.17 万吨，占整体配额的 74%；配额较去年增加 4.13 万吨，占整体增量的 98%。

我们认为前期产销量有所下滑主要是与市场整体景气程度有关，首先是买涨不买跌，稀土价格快速下跌的情况下贸易商和加工企业进货保持观望、谨慎购买；其次，受宏观经济形势及疫情影响，空调、消费电子等传统磁材应用领域增速不及预期，对需求量和价格也产生一定压制，中低档产品和规模较小的磁材厂采购有所下滑，随着价格在经历 7-8 月快速下滑后在 9 月开始有所企稳，市场交易相对更加活跃，叠加新能源等需求带动，价格中枢持续上移，我们认为量增优势叠加价格企稳有望驱动 Q4 业绩向好。

#### ● 精矿成本可能有所提升，展望业绩仍具有不确定因素

在 6 月 22 日时，公司曾公告称，拟从 7 月 1 日开始，与包钢股份的稀土精矿交易价格将提升至 39189 元/吨 (REO=50%)，但此后被临时股东大会否决。但 10 月 26 日公司再次公告，稀土精矿价格自 7 月 1 日起调整

为 37230 元/吨 (REO=50%)，2022 年交易量仍不超过 23 万吨，以此测算的稀土精矿交易成本预计将由年初的 70 亿元提升至 85 亿元 (含税)，我们预计精矿涨价是大概率事件，因为年度业绩存在一定的不确定性。

- **投资建议：**公司在冶炼端独家采购白云鄂博尾矿库打造资源+成本优势，配额高占比驱动稀土产品放量；下游一体化产业链发展，做大做强下游稀土功能性材料；加强资本运作力度，进一步提升稀土龙头话语权。我们预计 2022-2024 年，公司分别实现营收 372 亿元、416 亿元、456 亿元，同比分别+22%、+12%、+10%；实现归母净利润 71 亿元、80 亿元、89 亿元，同比分别+39%、+12%、+11%；对应当前股价的 PE 分别为 14X、12X、11X。维持“买入”评级。
- **风险提示：**稀土价格不及预期风险，配额指标不及预期风险，稀土磁材的下游新能源汽车及风电等领域需求不及预期风险。

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	30408	37185	41584	45642
收入同比 (%)	38.8%	22.3%	11.8%	9.8%
归属母公司净利润	5130	7145	8030	8932
净利润同比 (%)	462.3%	39.3%	12.4%	11.2%
毛利率 (%)	27.8%	29.5%	29.0%	28.3%
ROE (%)	33.4%	31.8%	26.3%	22.6%
每股收益 (元)	1.42	1.97	2.21	2.46
P/E	32.27	13.53	12.04	10.83
P/B	10.84	4.30	3.17	2.45
EV/EBITDA	22.21	10.25	8.63	7.34

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	26733	32575	41582	51506	
现金	6493	8616	14831	22017	
应收账款	3841	4925	5575	6036	
其他应收款	35	164	162	165	
预付账款	553	633	664	768	
存货	10325	12803	14146	15730	
其他流动资产	5488	5433	6204	6790	
<b>非流动资产</b>	7975	8297	8649	9009	
长期投资	278	382	501	626	
固定资产	4170	4384	4616	4850	
无形资产	789	791	786	780	
其他非流动资产	2737	2740	2747	2753	
<b>资产总计</b>	34708	40871	50232	60515	
<b>流动负债</b>	10042	8490	9141	9759	
短期借款	1580	0	0	0	
应付账款	1815	1810	2143	2391	
其他流动负债	6647	6680	6998	7368	
<b>非流动负债</b>	5443	5443	5443	5443	
长期借款	2401	2401	2401	2401	
其他非流动负债	3042	3042	3042	3042	
<b>负债合计</b>	15484	13932	14584	15202	
少数股东权益	3875	4445	5124	5856	
股本	3633	3633	3633	3633	
资本公积	101	101	101	101	
留存收益	11614	18759	26790	35722	
归属母公司股东权益	15348	22494	30524	39456	
<b>负债和股东权益</b>	34708	40871	50232	60515	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	3794	4396	6961	7960	
净利润	5130	7145	8030	8932	
折旧摊销	512	363	386	418	
财务费用	447	0	0	0	
投资损失	-1	-24	-20	-21	
营运资金变动	-2821	-3690	-2141	-2119	
其他经营现金流	8477	11437	10878	11803	
<b>投资活动现金流</b>	-1859	-693	-746	-775	
资本支出	-283	-621	-656	-679	
长期投资	-1650	-96	-111	-117	
其他投资现金流	74	24	20	21	
<b>筹资活动现金流</b>	243	-1580	0	0	
短期借款	-635	-1580	0	0	
长期借款	191	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-838	0	0	0	
其他筹资现金流	1525	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	2172	2123	6215	7186	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	30408	37185	41584	45642	
营业成本	21944	26210	29521	32714	
营业税金及附加	225	227	262	293	
销售费用	76	124	116	91	
管理费用	993	1329	1331	1324	
财务费用	392	0	0	0	
资产减值损失	-69	-8	-5	-3	
公允价值变动收益	-66	0	0	0	
投资净收益	1	24	20	21	
<b>营业利润</b>	6707	9362	10412	11293	
营业外收入	8	9	10	11	
营业外支出	19	21	23	25	
<b>利润总额</b>	6696	9350	10398	11278	
所得税	1086	1634	1690	1613	
<b>净利润</b>	5610	7715	8709	9665	
少数股东损益	480	570	678	733	
<b>归属母公司净利润</b>	5130	7145	8030	8932	
EBITDA	7675	9473	10529	11405	
EPS (元)	1.42	1.97	2.21	2.46	

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.8%	22.3%	11.8%	9.8%
营业利润	420.2%	39.6%	11.2%	8.5%
归属于母公司净利	462.3%	39.3%	12.4%	11.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	27.8%	29.5%	29.0%	28.3%
净利率 (%)	16.9%	19.2%	19.3%	19.6%
ROE (%)	33.4%	31.8%	26.3%	22.6%
ROIC (%)	20.1%	20.9%	19.0%	17.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	44.6%	34.1%	29.0%	25.1%
净负债比率 (%)	80.5%	51.7%	40.9%	33.5%
流动比率	2.66	3.84	4.55	5.28
速动比率	1.58	2.25	2.93	3.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.88	0.91	0.83	0.75
应收账款周转率	7.92	7.55	7.46	7.56
应付账款周转率	12.09	14.48	13.77	13.68
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.42	1.97	2.21	2.46
每股经营现金流薄)	1.04	1.21	1.92	2.19
每股净资产	4.22	6.19	8.40	10.86
<b>估值比率</b>				
P/E	32.27	13.53	12.04	10.83
P/B	10.84	4.30	3.17	2.45
EV/EBITDA	22.21	10.25	8.63	7.34

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。