

稀土资源价值重估，钢铁业务景气回升 买入（首次）

2021年02月24日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

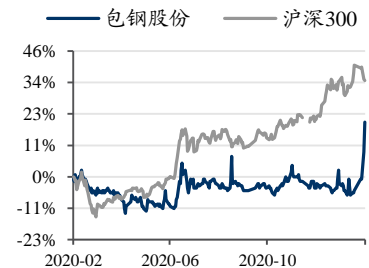
yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	63,397	65,299	77,053	84,759
同比（%）	-5.6%	3.0%	18.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	668	420	2,784	3,541
同比（%）	-79.9%	-37.1%	563.0%	27.2%
每股收益（元/股）	0.01	0.01	0.06	0.08
P/E（倍）	98.96	157.40	23.74	18.67

投资要点

- **北方钢铁与稀土资源巨头。**公司是西北地区最大的钢铁工业基地，目前已形成年产 1650 万吨铁、钢、材配套能力。集团拥有的白云鄂博矿尾矿库，资源储量 2 亿吨，稀土储量（折氧化物）约 1280 万吨，稀土储量居世界第二。2015 年公司收购包钢集团白云鄂博矿资源综合利用工程项目、包钢集团选矿厂和尾矿库，转型为资源型企业。
- **钢铁业务景气回升。**2021 年钢铁行业预计供需好转，其中供给端产能置换导致新增产能 1.5% 左右，需求端受益制造业复苏和海外经济回升，预计增长 4.8% 左右，由此产能利用率预计小幅抬升 1.7 个百分点至 90.4%；另外很重要的一点，随着焦炭限产逐步放松，以及高矿价诱发非主流矿大幅增长，预计成本端将再次贡献红利，故钢铁利润将较大幅度增长。
- **掌控集团尾矿库与选矿厂，定位资源型企业。**2015 年公司完成了对包钢集团尾矿库、白云鄂博矿资源综合利用工程项目和包钢集团选矿厂的收购。公司尾矿资源开发生产的稀土精矿稀土产品仅供北方稀土，交易价格根据市场价格调整。每半年可根据实际情况进行调整。
- **稀土精矿涨价弹性较大。**公司 2020 年稀土业务净利润我们测算在 8.4 亿元左右；未来稀土精矿关联交易调价幅度假设 30、50、90%，则对应稀土利润增幅分别为 40.3、67.1%、120%，弹性较大；且随着集团稀土配额增长，精矿供应量亦会增加，从而给盈利增长带来双重弹性。
- **稀土行业供需紧张，景气上行。**全球范围内稀土需求端集中在传统汽车（38%）、新能源汽车（12%）、风电（10%）和变频空调（8.4%），其它包括节能电梯、工业机器人、消费电子等等。随着新能源汽车及电动二轮车产量高速增长、风电长期装机容量增长、消费电子需求复苏等，稀土行业景气上行。目前稀土产业链库存较低，供给增量可控，供需紧张格局将具备较强持续性。
- **投资建议。**预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 653/771/848 亿元，增速分别为 3%/18%/10%；公司归母净利分别为 4.2/27.8/35.4 亿元，对应增速分别为 -37%/563%/27%；对应 PE 分别为 157/24/19x。公司目前 PB 在钢铁行业中处于中值水平，但是 PE 明显低于稀土同行。我们采取分部估值法估值，其中钢铁业务考虑到成长性不足按 PB 估值，稀土业务则基于资源属性以及中长期前景按 PE 估值。钢铁基于包钢产品类型（涉及薄板、厚板、长材、钢管、铁矿）选取 7 家类似业务的代表性公司作为比较对象，给予合理估值 1.0 倍；稀土则基于可比公司的估值分析，给予 40 倍估值；由此对应目标市值为 1233-1437 亿元（其中钢铁业务 529 亿元，稀土业务 704-908 亿元），故目前市值存在较大幅度低估，因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；稀土配额超预期；钢铁产能扩张超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1.45
一年最低/最高价	1.04/1.45
市净率(倍)	1.25
流通 A 股市值(百万元)	45931.96

基础数据

每股净资产(元)	1.16
资产负债率(%)	57.18
总股本(百万股)	45585.03
流通 A 股(百万股)	31677.21

相关研究

内容目录

1. 北方钢铁与稀土行业巨头	4
2. 钢铁业务景气回升	6
2.1. 包钢股份做精钢铁主业	6
2.2. 钢铁产能增速放缓，制造业需求复苏	8
3. 稀土资源价值重估	10
3.1. 掌控集团尾矿库与选矿厂，定位资源型企业	10
3.2. 资源专供北方稀土，关联交易定价	12
3.3. 稀土市场向好，关联交易价格有望上调	13
3.4. 稀土精矿调价带来较大盈利弹性	14
3.5. 稀土精矿供应量随配额增长，弹性亦不容小觑	14
4. 稀土行业供需偏紧，景气上行	15
4.1. 政策端：立法护航，维持总量指标控制	16
4.2. 稀土行业：新能源+节能等新兴领域高增长	17
4.3. 供需紧张，景气良好	21
5. 盈利预测、估值与投资建议	22
6. 风险提示	24

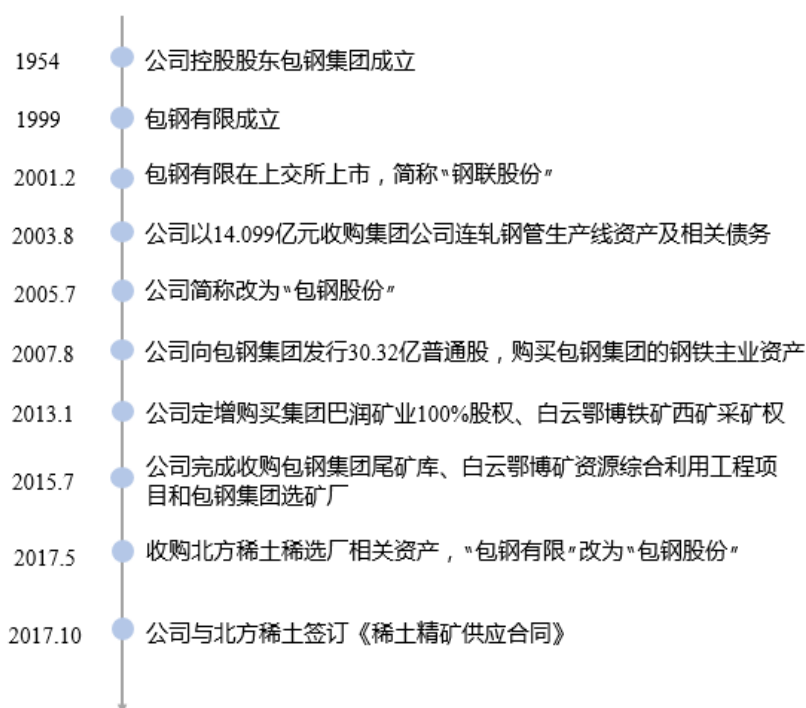
图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构 (2021 年 2 月 22 日)	5
图 3: 公司参控股公司概况 (2021 年 2 月 22 日)	5
图 4: 2014-2020 公司归母净利润及毛利率	6
图 5: 2014-2019 公司营收构成 (亿元)	6
图 6: 钢轨生产工艺流程.....	7
图 7: 汽车产销数据触底回升.....	9
图 8: 家电产量回暖.....	9
图 9: 房地产开发投资完成额累计同比 (%)	9
图 10: 城镇固定资产投资完成额累计同比 (%)	9
图 11: 2013 年定增收购情况.....	10
图 12: 包钢股份业务划分 (2020 年)	12
图 13: 轻稀土价格 (单位: 元/吨)	13
图 14: 重稀土价格 (单位: 元/公斤)	13
图 15: 北方稀土冶炼分离指标.....	15
图 16: 北方稀土开采指标.....	15
图 17: 我国稀土行业下游产值占比 (2019 年)	17
图 18: 全球钕铁硼下游需求结构 (2018 年)	17
图 19: 钕铁硼毛坯开工率超过疫情前水平.....	17
图 20: 我国汽车产量触底回升.....	18
图 21: 2020 年新能源车产量增长 17.3%	18
图 22: 变频空调产量大幅提升.....	19
图 23: 我国风电装机量增速高于全球.....	19
图 24: 氧化镨钕库存居于低位 (单位: 吨)	21
图 25: 稀土生产企业开工率持续回升.....	21
表 1: 公司钢铁产能及应用 (2020 年)	6
表 2: 钢铁供需平衡表.....	8
表 3: 公司与北方稀土关联交易详情.....	12
表 4: 公司稀土业务净利润测算.....	13
表 5: 2021 年稀土精矿净利润对关联交易价格的弹性表.....	14
表 6: 稀土精矿业务净利润对价格以及销量弹性表.....	15
表 7: 打击黑产及行业整顿行动常态化.....	16
表 8: 我国稀土需求拆分.....	20
表 9: 公司分业务营收毛利预测 (单位: 百万元)	22
表 10: 公司分业务可比公司估值 (2021 年 2 月 24 日)	24

1. 北方钢铁与稀土行业巨头

包钢股份全称为内蒙古包钢钢联股份有限公司，1999 年成立，2001 年 2 月在上交所上市，简称“包钢股份”。公司是内蒙古最大的工业基地，主要从事矿产资源开发利用、钢铁产品的生产与销售，产品包括建筑用钢材、冷热轧卷板、镀锌钢板、中厚板、无缝管、重轨、型钢等钢铁产品，以及稀土精矿、萤石精矿等矿产品。

图 1: 公司发展历程

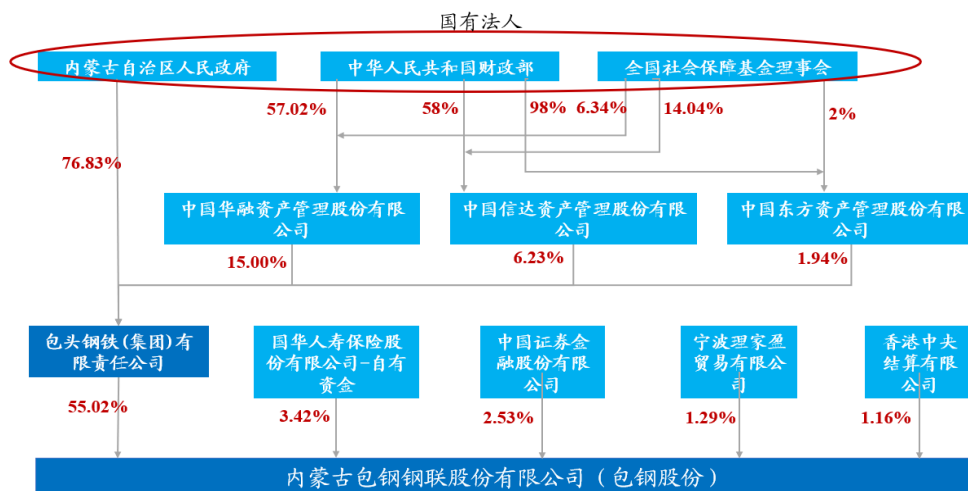


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

包钢股份是由包钢集团公司和公众股东组成的股份公司，注册资本 455.85 亿元，其中包钢集团占的股份是 55.02%，公众股份占 44.98%；无限售流通股为 316.77 亿股，包钢集团占 35.28%。包钢集团公司是由中国信达、内蒙古自治区人民政府、中国华融、中国东方组成的国有企业，是政府国资委下属的最大的自治区工业企业。

除了包钢股份，包钢集团还有另一上市品牌“北方稀土”，在 2017 年与公司签订《稀土精矿供应合同》，以公允价格购买公司产品稀土精矿；公司每年 1000 万吨矿石来源于大股东的主东矿（含稀土），享受集团丰富矿产资源与其他业务支持。

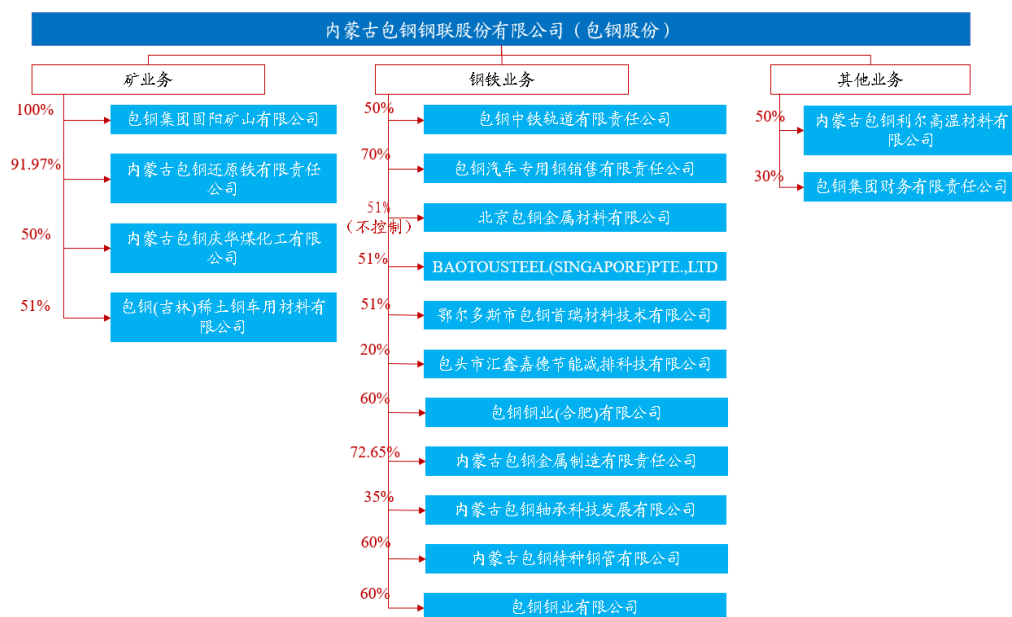
图 2: 公司股权结构 (2021 年 2 月 22 日)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司目前共控股参股 17 家公司, 经营业务均与公司主营业务相关联, 在矿资源的获取、钢产品的生产及销售以及节能环保方面的技术等方面为公司保驾护航。

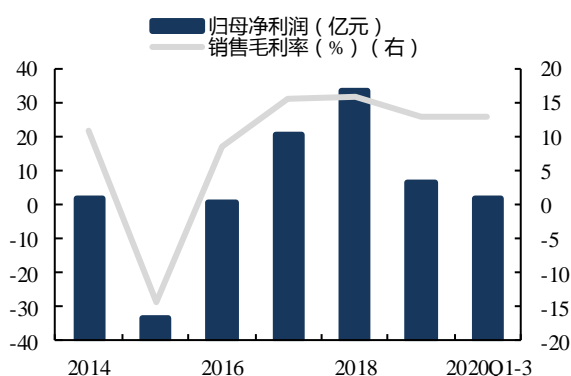
图 3: 公司参控股公司概况 (2021 年 2 月 22 日)



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

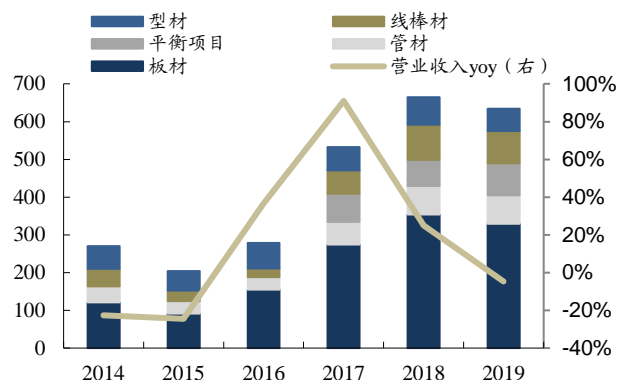
公司已形成年产 1650 万吨铁、钢、材配套能力，2019 年 5 月首次实现 1650 万吨钢月达产水平，目前总体装备水平达到国内外一流，形成“板、管、轨、线”四条精品线的生产格局。2020 年前三季度公司营业收入为 433.87 亿元，同比下降 7.46%；归母净利润 1.67 亿元，同比下降 86.0%。公司营业收入中板材占比最大，2019 年达到 51.91%。

图 4: 2014-2020 公司归母净利润及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5: 2014-2019 公司营收构成 (亿元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 钢铁业务景气回升

2.1. 包钢股份做精钢铁主业

2020 年上半年坚持“以炼铁为中心”和“以效定销、以销定产”的组产原则，使疫情防控与生产运营总体保持了稳定顺行的良好态势。2020H1 产铁 713.9 万吨，产钢 733.1 万吨，生产商品坯材 694.99 万吨，成功攻克酸级（95%）萤石工业化生产的技术难关，主要产品产量全面超额完成了公司半年进度计划。

表 1: 公司钢铁产能及应用 (2020 年)

生产能力	产品	产能	应用领域
CSP、宽厚板、世界先进的			风电、机械、桥梁、造
2250mm 热轧及配套冷轧连退、镀锌等生产线	汽车板、高级管线钢、高强结构钢等	970 万吨	船、石油、天然气、军工等
钢材			国家大剧院、上海浦东机场等全国重点工程及中石油、中石化等油田的管道
管材	5 条无线管生产线	180 万吨	

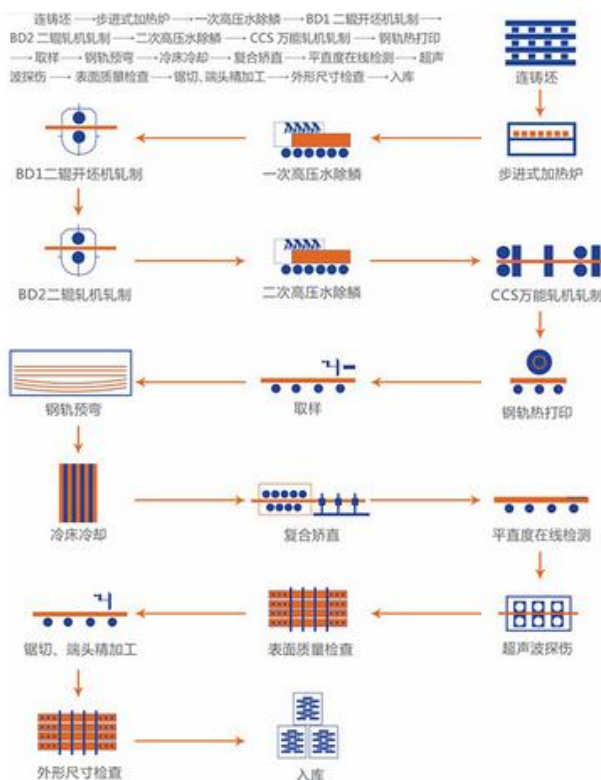
型材	2 条万能轧机高速钢轨生产线	系列钢轨等产品	210 万吨	京沪高铁、京广高铁、青藏铁路等多条国家重要线路
棒线材	4 条线棒材生产线	热轧带肋钢管、热轧光圆钢筋等	260 万吨	三峡工程、江阴大桥等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司通过包钢集团供应和自产、国内采购和进口三种途径获得铁矿石。2013 年公司购买了巴润矿业股权、白云鄂博西矿采矿权、固阳矿山公司 100% 股权及其涉及矿业权的收购。其中，固阳矿山公司具有铁球团矿 240 万吨/年的生产规模。

包钢股份是我国四大钢轨生产基地之一，现拥有两条国际领先水平的万能轧钢生产线和一条热处理钢轨生产线，设计产能 210 万吨，可生产钢轨和大型材两大系列，具备欧标、美标、目标产品生产能力，产品出口至 25 个国家及地区，钢轨已成为包钢开拓国际市场的一张名片。

图 6：钢轨生产工艺流程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.2. 钢铁产能增速放缓，制造业需求复苏

2020 年钢铁高举高打，即使疫情影响，全年钢铁行业价格、产量仍然高位运行，反应行业需求大幅超预期。成本阶段性强势，全年钢铁利润微降，但结构分化，板材类公司同比增速较高。

2021 年钢铁行业预计供需好转，产能利用率小幅抬升至 90.41%，且随着成本相对转弱，钢铁行业盈利有望同比增加。

- 1) 钢铁无新审批产能，但考虑到产能置换的延后，预计仍有部分钢铁产能投放，21 年净增规模在 2700 万吨左右，占比 1.5%左右。
- 2) 21 年全球铁矿石产能增量主要为 vale，以及矿价上涨后非主流矿增长，我们预计新增产能 5000-6000 万吨；国内放开可再生资源进口资质，叠加废钢自然回收量小幅回升，预计废钢供应增加 2000 万吨。总体上，原料供应增加 8000 万吨左右。
- 3) 随着制造业复苏叠加出口回升，预计 21 年国内钢铁需求同比增长 4.8%，其中制造业增长 7.9%，建筑业增长 1.5%，外需增长 204%。

表 2: 钢铁供需平衡表

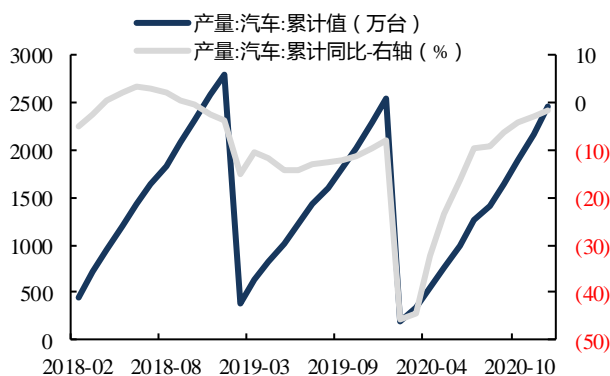
	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E
国内需求 (万吨)	79898	81962	78494	80313	84422	88234	92580	95343	99922
YOY	5.10%	2.60%	-4.20%	2.30%	5.10%	4.50%	4.90%	3.00%	4.80%
外部需求 (万吨)	4677	5080	7896	9559	9416	6779	5800	1907	5800
YOY	8.60%	55.40%	21.10%	-1.50%	-28.00%	-10.00%	-4.90%	-67.10%	204.10%
粗钢需求 (万吨)	84978	89858	88053	89728	91201	94334	98380	97250	104922
YOY	5.30%	5.70%	-2.00%	1.90%	1.60%	3.40%	4.30%	-1.10%	7.90%
库存变化 (万吨)	1292	1403	-1175	844	1321	-359	2220	8350	3000
粗钢产量 (亿吨)	86270	91261	86878	90572	92522	93975	100600	105600	107922
YOY	6.20%	5.80%	-4.80%	4.30%	2.20%	1.60%	7.00%	5.00%	1.30%
粗钢有效产能 (亿吨)	11.37	11.72	11.61	10.84	9.95	10.11	11.20	11.90	11.94

YOY	6.70%	3.10%	-0.90%	-6.70%	-8.20%	1.70%	10.70%	6.30%	0.30%
产能利用率	75.90%	77.80%	74.80%	83.60%	93.00%	92.90%	89.80%	88.70%	90.41%

数据来源: mysteel, 东吴证券研究所测算

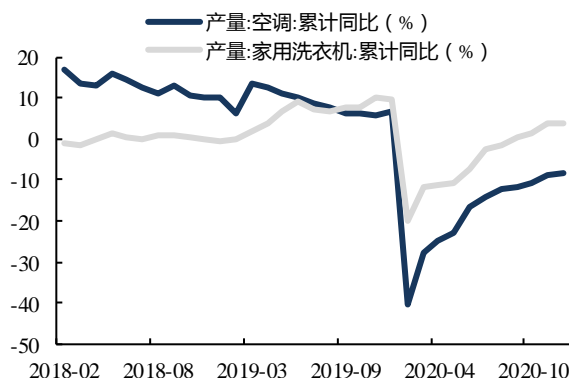
制造业周期上行。1) **汽车制造触底回升。**4月复工复产以来,经济回暖使消费者信心恢复叠加中央、地方两级政府出台“汽车下乡”政策,汽车产销迎来两旺。2020年下半年以来汽车产销量降幅逐步收窄,预计21年同比增速大幅转正;2) **家电制造逐步回暖。**6月以来,家电产量逐步回暖。全球经济复苏、中国家电下乡等带来家电消费上升,预计21年维持高速增长态势。

图 7: 汽车产销数据触底回升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 家电产量回暖

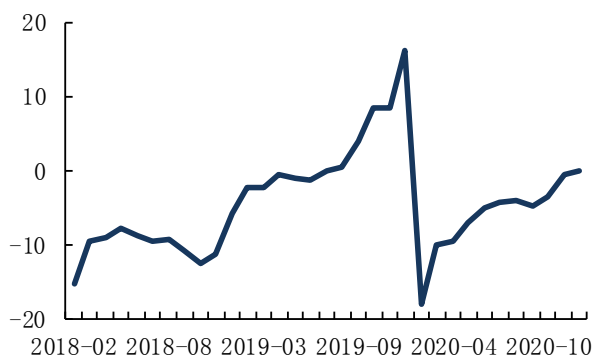


数据来源: wind, 东吴证券研究所

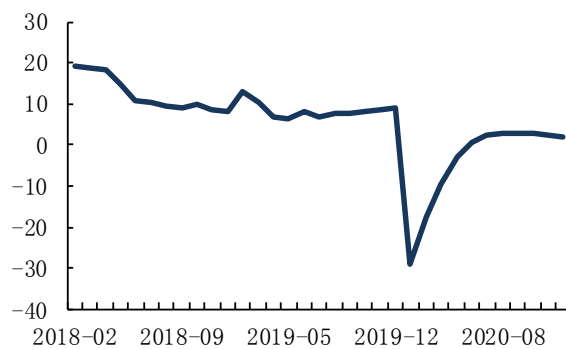
建筑业基本平稳。1) 基建增速过两个季度来持续放缓,政策支持力度欠缺且资金到位速度偏慢,预计21年需求小幅走弱;2) 房地产投资继续回升,先行指标均有回暖,市场利率下行对房地产投资有利,但政策方面仍然不够友好,银行体系资金进入房地产行业有所下滑,但考虑到先行指标改善,预计21年实际需求尚可。

图 9: 房地产开发投资完成额累计同比 (%)

图 10: 城镇固定资产投资完成额累计同比 (%)



数据来源：choice，东吴证券研究所



数据来源：choice，东吴证券研究所

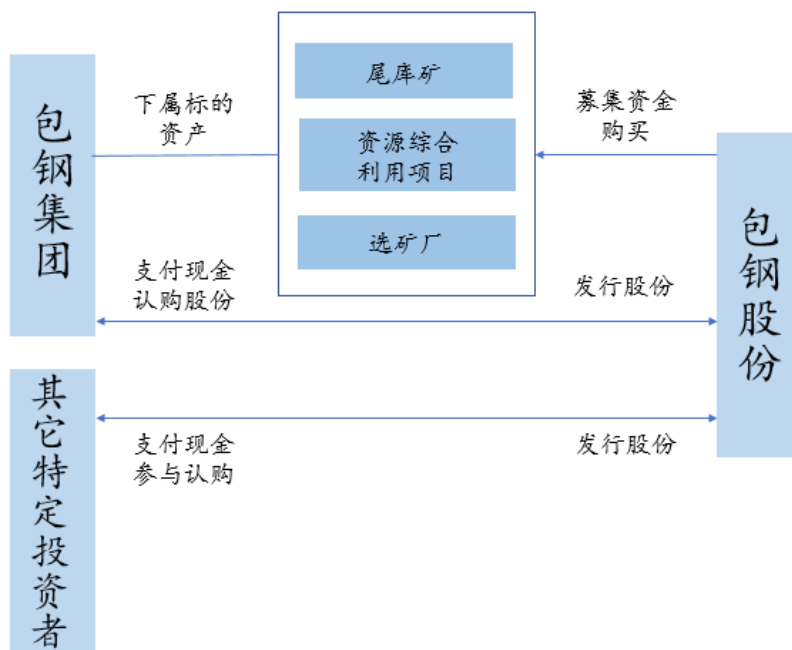
3. 稀土资源价值重估

3.1. 掌控集团尾矿库与选矿厂，定位资源型企业

2013 年公司定增以不低于 3.61 元/股的价格发行 82.55 亿股，募集不超过 298 亿元，收购包钢集团白云鄂博矿资源综合利用工程项目、包钢集团选矿厂和尾矿库。2015 年该收购完成，转型为资源型企业。

内蒙白云鄂博矿区是我国全球最大的稀土矿，储量高达 4300 万吨（折 REO），为铁、稀土、钍、铈等为主的多元素共生矿，主要包括三大矿体，即主矿、东矿和西矿。主东矿年产矿石 1200 万吨，经浮选后得到铁精矿、稀土尾矿产品分别为 400、800 万吨。其中，稀土尾矿品位高达 8%；而西矿产品以铁精矿为主。

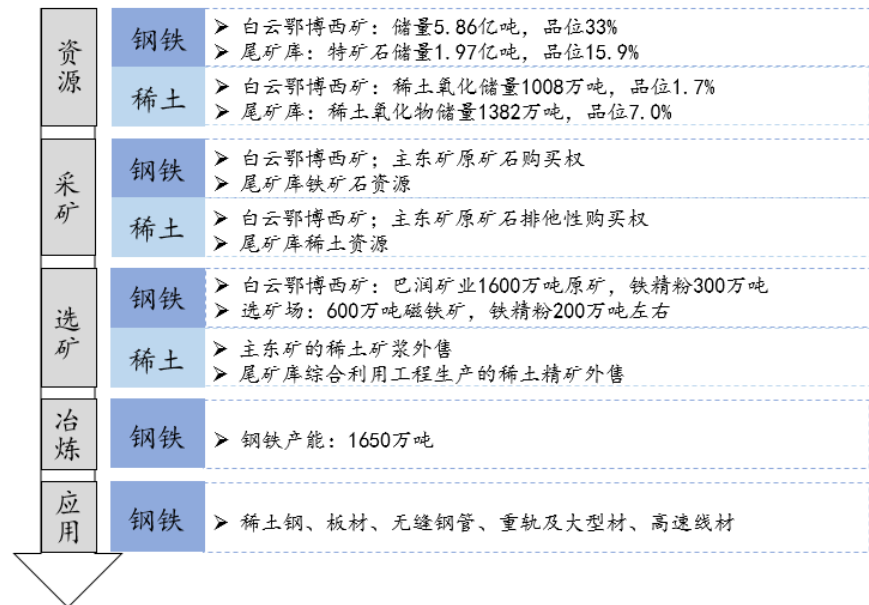
图 11：2013 年定增收购情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- ✓ **包钢集团选矿相关资产：**主要为包钢集团选矿厂，是包钢集团主要的铁精矿生产基地，年铁矿石处理能力 1200 万吨。公司与包钢集团签订了《排他性矿石供应协议》，公司对包钢集团下属白云鄂博地区铁矿石及相关资源拥有排他性购买权，包钢集团供应的矿石经过包钢股份选矿后产生的尾矿归属于包钢股份。
- ✓ **白云鄂博矿综合利用工程项目：**白云鄂博矿综合利用工程项目选铁相关资产包括选铁生产线、公辅设施及相应的尾矿库等，主要用于白云鄂博铁矿氧化矿的选矿生产，并贮存产生的尾矿资源。项目建设年处理氧化矿 600 万吨选铁能力的选矿生产线和选铁尾矿资源综合利用生产线，形成铁精矿、稀土精矿、萤石精矿、铌精矿等产品。根据规划，项目建成后每年将产生铁精矿（品位 64.5%）约 200 万吨。同时选别稀土精矿之后产生的尾矿仍归公司所有，可继续用于选别铌、萤石等矿产资源。
- ✓ **包钢集团尾矿库资产：**尾矿库资产主要包含尾矿资源。尾矿资源是包钢集团选矿厂选矿后排出的尾矿泥，经主管道分流至各个分管道，最终排入尾矿坝内的尾矿粉资源。根据内蒙古自治区第五地质矿产勘查开发院《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，该尾矿库尾矿资源储量为 1.97 亿吨，包含铁、稀土金属氧化物，铌金属氧化物、氟化物等。

图 12: 包钢股份业务划分 (2020 年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 资源专供北方稀土, 关联交易定价

尾矿稀土产品仅供北方稀土。2010 年内蒙古自治区人民政府下发《关于开展稀土资源开发秩序专项整治工作方案的通知》, 内蒙古自治区范围内稀土资源由包钢(集团)公司专营。根据公司、包钢集团与包钢稀土签订的《矿浆供应合同》, 公司承继包钢集团向北方稀土供应尾矿。包钢股份所生产的稀土原料, 须由北方稀土进行深加工后销售。

公司稀土精矿交易价格根据碳酸稀土的市场价格, 扣除碳酸稀土制造费用及行业平均利润, 同时考虑加工收率等因素后与北方稀土讨论确定。每半年可根据实际情况进行调整。

2015 年包钢股份收购尾矿库之前, 包钢集团关联交易供应北方稀土“稀土矿浆”(就是排入尾矿库的选铁后的尾矿)价格为 380 元/吨。收购尾矿库之后, 根据公司和北方稀土签订的合同, 公司分别于 2017 年 Q1-3、2017 年 Q4、2018 年签订关联交易合同, 当期稀土精矿价格分别为 9250 元、14000、12600 元/吨(不含税)。

表 3: 公司与北方稀土关联交易详情

	2017Q1-3	2017Q4	2018	2019	2020
--	----------	--------	------	------	------

价格 (元/吨) - 不含税	9250	14000	14000	12600	12600
价格 (元/吨) - 含税	10822.5	16380	14616	14616	14616
供应量 (万吨)	≤30	≤30	≤30	≤20	12
实际交易量 (万吨) (REO≥50%)		17 (2017 年全年销量)	27.2	16.31	

数据来源：公司公告，公司东吴证券研究所

根据 2020 年上半年签订的《稀土精矿供应合同》，公司拟自 2020 年 1 月 1 日起调整为不含税 12600 元/吨（干量，REO=51%），稀土精矿 2020 年交易总量为 12 万吨；2020 年，公司通过高新企业认证，所得税率降为 15%，我们假设公司 2020 年全年所得税率为 18%。我们预测，2020 年，公司稀土净利润在 8 亿元左右。

表 4：公司稀土业务净利润测算

	2017	2018	2019	2020E
销量 (万吨)	18	27	16	12
均价 (元/吨)	13767	13816	12600	12600
销售收入 (百万元)	2478	3730	2055	1512
营业成本 (百万元)	442	654	440	348
所得税率	24.12%	23.37%	23.37%	18%
期间费用率	9.1%	9.2%	9.7%	9.8%
净利润 (百万元)	1373	2093	1085	840

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 稀土市场向好，关联交易价格有望上调

公司稀土精矿关联交易的最新价格是在 2020 年 1 月确定的每吨 1.26 万元，但自 2020 年下半年以来稀土价格大幅上涨，因此我们预计关联交易价格未来会有较大可能性上调，而且按照调价周期（半年或一年），最快在 2021 年上半年就可能调价。

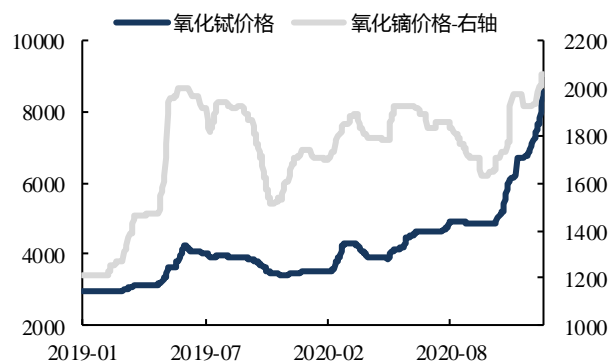
2020 年下半年以来，随着需求快随回升，叠加供给受限，稀土价格大幅上涨并且仍在持续。2020 年 2 月镨钕合金、氧化镨钕价格分别达到 57.4、46.4 万元/吨，较 2020 年 4 月底上涨 56.8%、64.0%；金属钕、氧化钕价格分别为 70.8、57.2 万元/吨，较 2020 年 4 月底上涨 90.3%、98.6%。

图 13：轻稀土价格（单位：元/吨）

图 14：重稀土价格（单位：元/公斤）



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

3.4. 稀土精矿调价带来较大盈利弹性

公司在稀土业务上的盈利受到稀土精矿交易价格变动的较大影响，净利润变动比例要大于交易价格的变动比例。根据碳酸稀土市场均价涨幅，假设 2021 年销量不变情况下交易均价上涨 30%，则预计当年净利润上涨 40.3%，达到 12.11 亿元；当价格涨幅达到 50%时，净利润将增长 67.1%，达到 14.43 亿元；当价格涨幅达到 90%，净利润增幅达到 120.8%，到 19.07 亿元。

表 5: 2021 年稀土精矿净利润对关联交易价格的弹性表

均价 (万元/吨)	均价变化	净利润 (亿元)	净利润变化
1.26	0%	8.63	0.0%
1.39	10%	9.79	13.4%
1.64	30%	12.11	40.3%
1.89	50%	14.43	67.1%
2.14	70%	16.75	94.0%
2.39	90%	19.07	120.8%
2.65	110%	21.39	147.7%
2.90	130%	23.70	174.5%
3.15	150%	26.02	201.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

3.5. 稀土精矿供应量随配额增长，弹性亦不容小觑

2020 年受疫情原因公司稀土精矿供应量较以前年度有较大下降，但随着疫情后需求恢复，以及北方稀土集团配额持续增长，预计公司未来提供的精矿供应量将恢复并逐

年上升。

表 6: 稀土精矿业务净利润对价格以及销量弹性表

净利润 (亿元)		销量 (万吨)				
均价 (万元/吨)	14	16	18	20	22	24
1.2	9.43	10.78	12.12	13.47	14.82	16.16
1.4	11.58	13.23	14.88	16.54	18.19	19.85
1.6	13.72	15.68	17.64	19.60	21.56	23.53
1.8	15.87	18.14	20.40	22.67	24.94	27.21
2.0	18.02	20.59	23.16	25.74	28.31	30.89
2.2	20.16	23.04	25.92	28.80	31.69	34.57
2.4	22.31	25.50	28.68	31.87	35.06	38.25

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

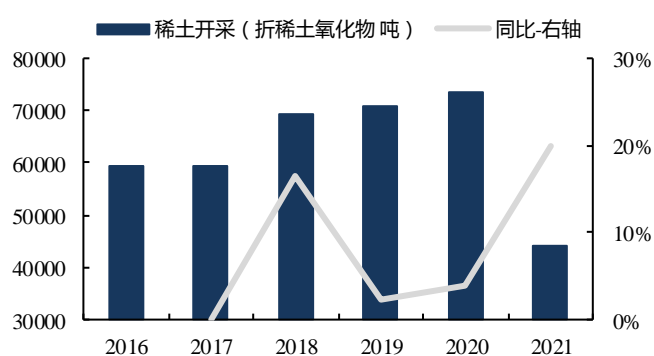
政府通过下发年度稀土开采、冶炼分离总量控制指标来规范稀土行业, 北方稀土始终是国内六大稀土企业中最高配额获得者。2017 年以来, 北方稀土所获配额不断增长, 2020 年稀土冶炼分离指标同比增长 5%, 达到 6.38 万吨; 开采指标同比增长 4%, 达到 7.36 万吨。公司与北方稀土签订稀土精矿供应协议, 预计未来协议关联交易供应量将处于上升趋势, 拉动公司稀土业务收入。

图 15: 北方稀土冶炼分离指标



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所 (注: 2021 年指标仅为第一批已公布指标)

图 16: 北方稀土开采指标



数据来源: 工信部, 东吴证券研究所 (注: 2021 年指标仅为第一批已公布指标)

4. 稀土行业供需偏紧, 景气上行

4.1. 政策端：立法护航，维持总量指标控制

我国拥有丰富的稀土资源，2019年中国稀土储量为4400万吨，在全球稀土储量中的占比约46%，位居全球第一。过去“偷采、超采”一直是稀土行业供给过剩的最大原因。自2017年工信部组织稀土打黑专项行动，后续实行稀土专业发票等举措，稀土行业的炒作氛围愈淡、规范化逐步提高。2021年1月15日，为依法规范稀土开采、冶炼分离等生产经营秩序，有序开发利用稀土资源，推动稀土行业高质量发展，工业和信息化部起草了《稀土管理条例（征求意见稿）》，其中提到了立法管理稀土行业的必要性，体现在“是切实维护国家利益和产业安全的需要、依法规范稀土生产经营秩序的需要和完善稀土管理体制的需要”

表7：打击黑产及行业整顿行动常态化

时间	开展部门	政策名称	政策内容
2010/5/18	国土资源部	《关于开展全国稀土等矿产开发秩序专项行动的通知》	从2010年6月至11月集中开展稀土等矿产开发秩序专项整治。
2011/8/1	工信部等六部门联合	《关于开展全国稀土生产秩序专项整治行动的通知》	自2011年8月1日至12月31日开展为期4个月的稀土生产秩序专项整治行动。
2012/10/15	工信部	《关于核查整顿稀土违法违规行为的通报》	立即组织开展并于11月15日前完成核查整顿工作。
2013/8/5	工信部等八部门联合	《关于组织开展打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动的函》	自2013年8月15日至11月15日开展为期3个月的打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动。
2014/1/1	江西省龙南县	稀土违法行为专项整治行动	对非法开采稀土、违规收取稀土尾水和非法购销稀土行为进行查处打击。
2014/8/5	八部委联合	《打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动方案》	自8月15日至11月15日，八部委联合开展打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动。
2016/3/1	福建省国土资源厅	严厉打击稀土无证开采行为	加强全年稀土开采总量控制，打击无证开采行为。
2018/9/1	江西省八部门联合	打击稀土违法违规行为专项行动	自2018年9月至2019年1月组织开展专项行动，严厉打击稀土非法开采。
2019/1/4	工信部	《十二部门关于持续加强稀土行业秩序整顿的通知》	明确了加强稀土行业秩序整顿的任务分工、主要目标和落实举措，便于中央和各地形成部门合力，加强对违法违规行为的惩治力度。
2021/1/15	工信部	《稀土管理条例（征求意见稿）》	建立投资项目核准制度；拟定稀土开采及冶炼分离总量指标制度；加强采矿、产品进出

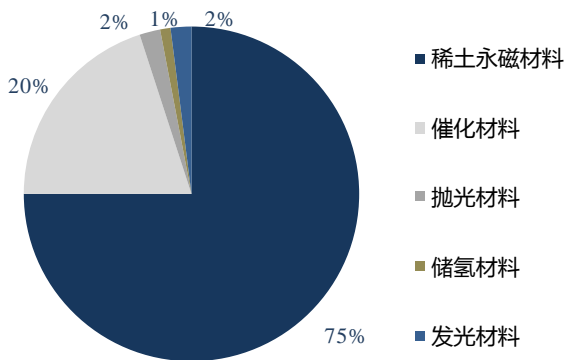
口及储备管理，建立检查制度；明确相关违法行为惩罚措施。

数据来源：中国政府网，东吴证券研究所

4.2. 稀土行业：新能源+节能等新兴领域高增长

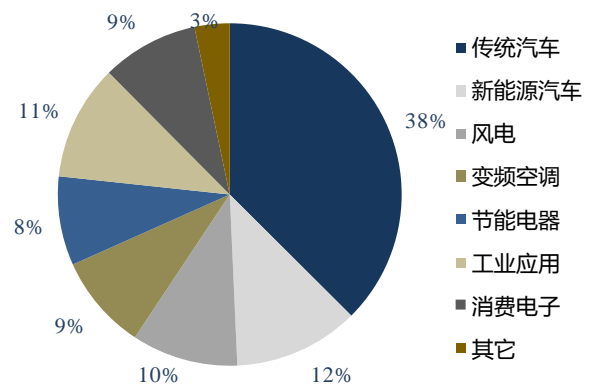
稀土是化学周期表中镧系元素和钪、钇共十七种金属元素的总称。稀土通常分为轻、重稀土两组，前者包括镧、铈、镨、钕、钐、铕，后者包括钆、铽、镱、铟、铊、铀、钷、钇。根据产值来看，2019年我国稀土行业的产值主要集中在永磁材料行业，占比高达75%；其次是催化材料，占比达20%。目前最主流的永磁材料为钕铁硼。

图 17: 我国稀土行业下游产值占比（2019 年）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 18: 全球钕铁硼下游需求结构（2018 年）

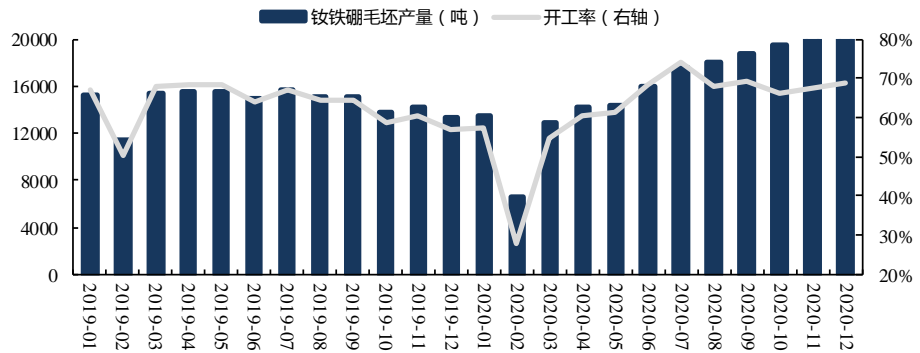


数据来源：安泰科，东吴证券研究所

永磁是相对于软磁来说，是指一经磁化即能保持恒定磁性的材料。相较于其他永磁材料，稀土永磁具有既可达到传统电动磁电机所无法比拟的高性能，又可以制成能满足特定运行要求的特种电机，因此主要用于新能源和节能领域。根据安泰科的数据，2018年全球高性能钕铁硼需求主要集中在汽车（50%）、风电（10%）和变频空调（9%）；汽车领域中，传统汽车占比38%，新能源汽车占比12%。

钕铁硼磁材毛坯开工率超过疫情前水平，显示需求超预期。根据百川资讯，2020年12月我国钕铁硼开工率恢复到68.9%，同比增长12.1pct，较底部（2020年2月）上升41pct。产量来看，2020年我国钕铁硼产量19.4万吨，同比增长10.6%。

图 19: 钕铁硼毛坯开工率超过疫情前水平



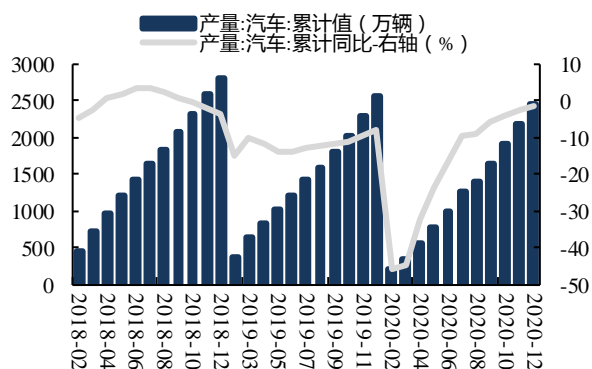
数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

汽车用磁材高速增长，新能源车是未来主要增长领域：

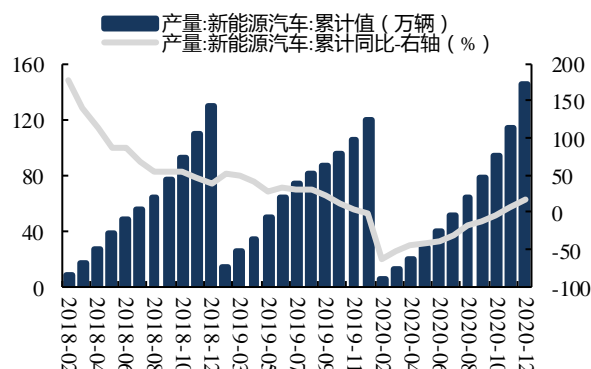
- ✓ 钕铁硼永磁材料在汽车领域的应用主要包括新能源驱动电机及汽车零部件微特电机：1) 驱动电机是新能源汽车的三大核心部件之一，目前包括永磁同步电机和三相异步电机两种，其中永磁同步电机具有效率高、转矩密度高、电机尺寸小、重量轻等优点，成为新能源汽车驱动电机的主流；2) 汽车零部件中的微特电机大量使用高性能钕铁硼永磁材料，包括电动助力转向系统（EPS）、防抱死制动系统（ABS）、汽车油泵、点火线圈等，随着我国汽车产量的增加，以及 EPS 和 ABS 等零部件在汽车中的渗透率不断提高，汽车零部件领域需要的高性能钕铁硼永磁材料将稳步上升。
- ✓ 2020 年，我国汽车产量 2463 万辆，同比-1.4%；新能源车产量 145.6 万辆，累计同比 17.3%。传统汽车和新能源车生产回暖主要集中在 2020 年下半年。受益重启“汽车下乡”、各级政府出台政策刺激汽车消费，传统汽车和新能源车产量迎来大幅回升。
- ✓ **新能源汽车受政策驱动。**为贯彻落实国务院关于培育战略性新兴产业和加强节能减排工作的部署和要求，中央财政安排专项资金，支持开展私人购买新能源汽车补贴试点。2020 年 11 月 2 日，国务院印发《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》（以下简称《规划》），《规划》指出到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右，高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用；到 2035 年，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，有效促进节能减排水平和社会运行效率的提升。

图 20：我国汽车产量触底回升

图 21：2020 年新能源车产量增长 17.3%



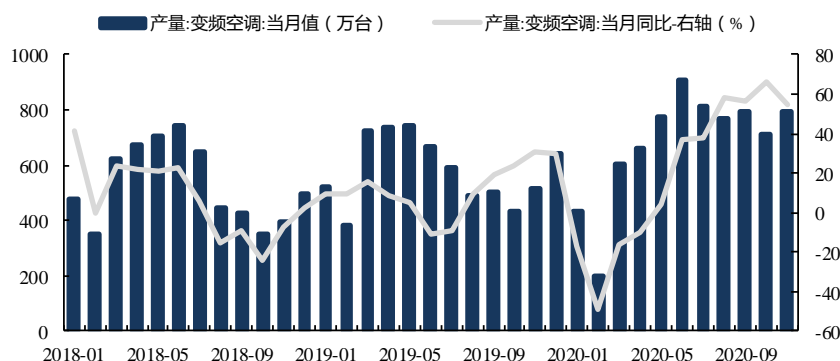
数据来源：中汽协，东吴证券研究所



数据来源：中汽协，东吴证券研究所

变频空调是另一需求增长点。变频空调是在常规空调的结构上增加了一个变频器。压缩机是空调的心脏，其转速直接影响到空调的使用效率，变频器就是用来控制和调整压缩机转速的控制系统，从而提高能效比。变频器是此磁材的重要应用之一。我国变频空调近年来保持高速增长，长期前景乐观。

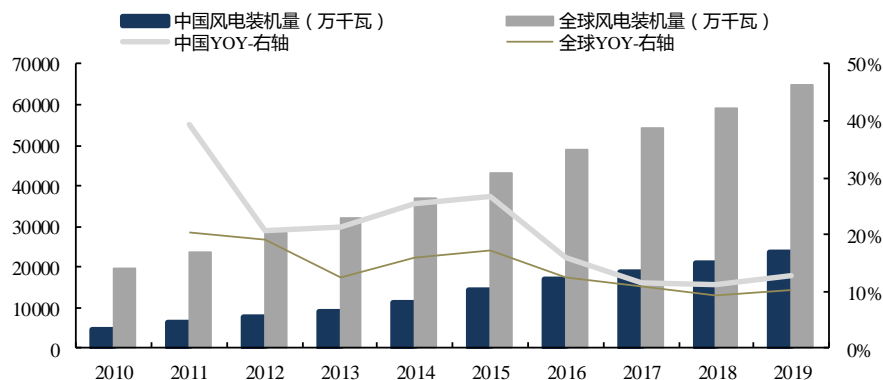
图 22：变频空调产量大幅提升



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

风电需求前景可观。高性能钕铁硼磁钢主要用于生产永磁直驱风机，与双馈异步风机相比，永磁直驱风电机组具有结构简单、运行与维护成本低、使用寿命长、并网性能良好、发电效率高、更能适应在低风速的环境下运行等特点。过去十年我们风电装机量保持 15%左右复合增长率。

图 23：我国风电装机量增速高于全球



数据来源: wind, 东吴证券研究所

我们预测, 到 2025 年我国钕铁硼需求将达 12.3 万吨; 其中, 高端钕铁硼需求将达到 9.5 万吨, 2020-2025 年复合增速为 21%; 中低端钕铁硼需求将达到 2.8 万吨。2025 年全球对应的氧化镨钕需求为 4.3 万吨, 2020-2025 年复合增速高达 14.5%。

表 8: 我国稀土需求拆分

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
风电新增装机量 (万千瓦)	2679	7160	5200	5720	6406	7560	8542
直驱永磁渗透率	30.0%	30.0%	32.0%	34.0%	38.0%	41.0%	44.0%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/千瓦)	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67	0.67
风电高性能钕铁硼需求 (万吨)	0.5	1.4	1.1	1.3	1.6	2.1	2.5
YOY		167.3%	-22.5%	16.9%	25.2%	27.3%	21.3%
传统汽车产量 (万辆)	2434	2317	2419	2504	2599	2700	2811
传统车 EPS 渗透率	45.0%	48.0%	53.0%	58.0%	60.0%	62.0%	65.0%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
传统汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.27	0.28	0.32	0.36	0.39	0.42	0.46
YOY		1.5%	15.3%	13.3%	7.4%	7.4%	9.1%
新能源汽车产量 (万辆)	119	146	204	289	408	571	794
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9
新能源汽车钕铁硼需求 (万吨)	0.52	0.67	0.98	1.42	2.00	2.80	3.89
YOY		27.9%	46.1%	45.0%	41.0%	40.0%	39.0%
变频空调产量 (万台)	6941	8346	9848	11325	12798	14333	15910
高端变频空调渗透率	65.0%	67.0%	70.0%	72.0%	75.0%	80.0%	80.0%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/辆)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
变频空调钕铁硼需求 (万吨)	0.45	0.56	0.69	0.82	0.96	1.15	1.27
YOY		23.9%	23.3%	18.3%	17.7%	19.5%	11.0%

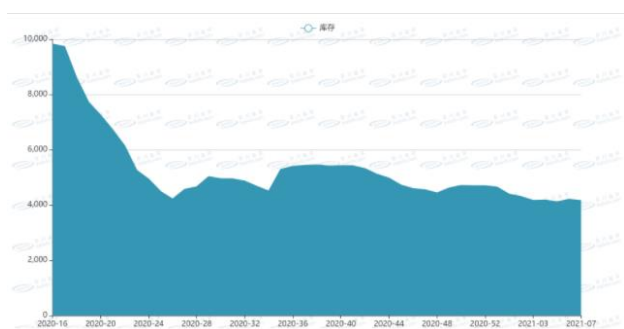
电梯产量 (万台)	100	80	109	123	140	152	162
节能电梯渗透率	85%	87%	90%	92%	93%	93%	94%
高性能钕铁硼毛坯单耗 (公斤/台)	6	6	6	6	6	6	6
节能电梯钕铁硼需求量 (吨)	0.51	0.42	0.59	0.68	0.78	0.85	0.91
YOY		-18.1%	40.9%	15.4%	15.1%	8.6%	7.7%
消费电子钕铁硼需求量 (吨)	0.11	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13	0.13
YOY		4.7%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
其它高端钕铁硼需求	0.15	0.17	0.2	0.22	0.24	0.25	0.28
高端钕铁硼需求总计 (万吨)	2.56	3.65	4.01	4.92	6.13	7.67	9.47
YOY		42.7%	9.9%	22.7%	24.5%	25.2%	23.4%
中低端钕铁硼需求	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
钕铁硼需求合计 (万吨)	5.36	6.45	6.81	7.72	8.93	10.47	12.27
对应氧化镨钕需求 (万吨)	1.79	2.19	2.32	2.66	3.10	3.66	4.32
YOY		22.3%	6.0%	14.3%	16.6%	18.2%	18.0%

数据来源：百川资讯，中国稀土协会，东吴证券研究所

4.3. 供需紧张，景气良好

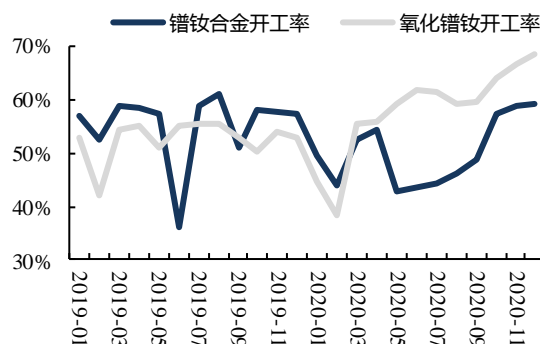
稀土供应收到政策端限制，需求端多点齐发力，造成稀土行业整体供需紧张的局面；根据百川数据，2020年氧化镨钕生产商库存从1万吨快速降至0.3-0.4万吨附近，库存去化70%。复工复产以来，制造业持续回暖，需求驱动拉升镨钕合金、氧化镨钕开工率，2020年12月开工率分别为60.0%、68.5%。

图 24: 氧化镨钕库存居于低位 (单位: 吨)



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 25: 稀土生产企业开工率持续回升



数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

1) 受益需求驱动，公司下游传统制造业和新能源、节能领域景气上行拉升对钢铁、稀土的需求；

2) 公司尾矿库项目经营稳定。

3) 公司钢铁业务基本维持现有规模，原料自给率稳定。

因此，我们预测，公司 2020/2021/2022 年收入分别为 653/771/848 亿元，增速分别为 3%/18%/10%。公司归母净利分别为 4.2/27.8/35.4 亿元，对应增速分别为 -37%/563%/27%；对应 PE 分别为 157/24/19x。

表 9：公司分业务营收毛利预测（单位：百万元）

		2019	2020E	2021E	2022E
管材	收入	7597.8	7658.5	8807.3	9632.6
	YOY	1.1%	0.8%	15.0%	9.4%
	成本	6442.7	6601.7	7283.7	7821.7
	毛利率	15.2%	13.8%	17.3%	18.8%
	毛利	1155.1	1056.9	1523.7	1810.9
	YOY	31.2%	-8.5%	44.2%	18.9%
板材	收入	32909.6	33304.5	39965.4	44601.4
	YOY	-7.0%	1.2%	20.0%	11.6%
	成本	29610.3	30470.3	35089.6	38981.6
	毛利率	10.0%	8.5%	12.2%	12.6%
	毛利	3299.3	2834.2	4875.8	5619.8
	YOY	-11.4%	-14.1%	72.0%	15.3%
型材	收入	5919.6	5958.0	6572.9	6858.8
	YOY	-19.0%	0.7%	10.3%	4.4%
	成本	5131.4	5210.9	5725.0	5961.7
	毛利率	13.3%	12.5%	12.9%	13.1%
	毛利	788.2	747.1	847.9	897.1
	YOY	-29.2%	-5.2%	13.5%	5.8%
线棒材	收入	8535.7	8575.8	9745.6	10520.4
	YOY	-8.1%	0.5%	13.6%	8.0%
	成本	7684.2	7834.3	8877.1	9539.8

	毛利率	10.0%	8.6%	8.9%	9.3%
	毛利	851.5	741.6	868.5	980.6
	YOY	-32.0%	-12.9%	17.1%	12.9%
其它业务	收入	8434.8	9802.4	11962.0	13145.4
	YOY	10.0%	16.2%	22.0%	9.9%
	成本	6375.2	7901.3	9005.4	10045.2
	毛利率	24.4%	19.4%	24.7%	23.6%
	毛利	2059.6	1901.1	2956.7	3100.2
	YOY	-42.7%	-7.7%	55.5%	4.9%
	收入	63397.5	65299.4	77053.3	84758.6
合计	YOY	-5.6%	3.0%	18.0%	10.0%
	成本	55243.8	58018.5	65980.7	72349.9
	毛利率	12.9%	11.2%	14.4%	14.6%
	毛利	8153.7	7280.9	11072.6	12408.7
	YOY	-22.8%	-10.7%	52.1%	12.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主营包括钢铁、稀土两大业务，我们采取分部估值法给公司估值：1）钢铁业务由于成长性不足，我们基于 PB 法做分析；2）稀土业务，则基于资源价值、长期前景，以 PE 法作为参考。

- ✓ 钢铁业务板块估值为 529 亿元。根据 2020 年三季报，公司净资产为 529 亿元。考虑到包钢产品线较为丰富，涵盖冷轧、热轧、中厚板、长材、钢管，同时还有较高的铁矿石自给率，可比公司我们选择 7 家公司（宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、鞍钢股份、河钢资源、三钢闽光、韶钢松山），这 7 家公司分别涉及上述各大类品种，且均为业内代表性公司，其 PB 平均值为 1.19。考虑到公司铁矿石成本较高，给予保守估值 1.0 倍，即对应钢铁业务合理市值为 529 亿元。
- ✓ 稀土业务板块估值 704-908 亿元。依据上文对调价和关联交易量的敏感性分析，我们取中值，假设售价上调至 1.6-1.8 万元/吨，产量增长至 1.8-2 万吨，对应的稀土业务净利润为 17.6-22.7 亿元。稀土可比公司仅为盛和资源、北方稀土，考虑到北方稀土的盈利预测样本较小，我们给予更接近盛和资源的估值，即 40 倍 pe 估值，对应的稀土业务合理市值为 704-908 亿元。

综上，我们认为公司合理市值为 1233-1437 亿元，即公司目前市值存在较大幅度低估（根据 2021 年 2 月 24 日收盘价，公司市值为 643 亿元）。综合来讲，考虑到公司钢铁业务稳中有升，稀土精矿关联交易价格有上调的必要性，且调价对公司盈利弹性较大；以及公司目前市值明显低于合理市值，因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10: 公司分业务可比公司估值 (2021 年 2 月 24 日)

可比公司	参照估值		
稀土板块	PE		
	2020E	2021E	2022E
盛和资源	141.14	37.19	26.73
北方稀土	126.51	98.07	
稀土可比公司 PE 平均值	133.8	67.63	
包钢股份	157.4	23.74	18.67
钢铁板块	PB		
宝钢股份 (薄板)	0.98		
华菱钢铁 (厚板+钢管)	1.14		
鞍钢股份 (薄板)	0.58		
河钢资源 (铁矿)	2.68		
南钢股份 (厚板+钢管)	0.91		
三钢闽光 (长材)	0.83		
韶钢松山 (长材)	1.21		
钢铁可比公司 PB 平均值	1.19		
包钢股份	1.22		

数据来源: wind (非加粗部分来自 wind 一致预期), 东吴证券研究所

6. 风险提示

1) 稀土、钢铁行业需求不及预期。稀土、钢铁行业景气上行主逻辑均为需求驱动, 叠加供给刚性带来的价格上涨。若汽车、工程机械和新能源汽车、变频空调等产销不及预期, 将对公司的经营产生不利影响。

2) 稀土配额超预期。稀土开采、分离实施国家总量控制。若国家对稀土的供给管控松动超预期, 将打落稀土价格, 对公司经营造成不利影响。

3) 钢铁产能扩张超预期。若国内钢铁产能投放超预期, 钢铁供给增加将对钢铁价格造成影响, 对公司收入造成不利影响。

包钢股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	41,319	53,335	31,398	46,146	营业收入	63,397	65,299	77,053	84,759
现金	11,771	8,558	10,586	11,067	减:营业成本	55,244	58,019	65,981	72,350
应收账款	3,896	12,872	4,558	10,184	营业税金及附加	742	816	686	737
存货	19,856	28,292	10,982	21,102	营业费用	2,424	2,697	2,866	2,755
其他流动资产	5,796	3,613	5,271	3,793	管理费用	1,417	1,445	1,546	1,698
非流动资产	105,767	105,585	121,194	127,859	研发费用	59	35	51	71
长期股权投资	1,132	1,244	1,352	1,563	财务费用	2,346	1,879	1,773	1,710
固定资产	68,482	68,654	82,255	88,695	资产减值损失	-21	0	0	0
在建工程	380	1,061	2,447	2,709	加:投资净收益	111	26	23	125
无形资产	2,785	2,767	2,802	2,880	其他收益	43	73	92	61
其他非流动资产	32,988	31,859	32,339	32,012	资产处置收益	0	19	23	29
资产总计	147,087	158,920	152,593	174,006	营业利润	1,377	559	4,336	5,720
流动负债	68,046	82,529	75,110	95,602	加:营业外净收支	13	183	45	57
短期借款	12,463	12,463	12,463	12,463	利润总额	1,390	743	4,381	5,777
应付账款	35,177	51,365	45,500	61,559	减:所得税费用	496	295	1,361	1,848
其他流动负债	20,406	18,701	17,146	21,580	少数股东损益	226	28	236	388
非流动负债	18,060	14,963	13,171	10,333	归属母公司净利润	668	420	2,784	3,541
长期借款	15,296	12,199	10,407	7,569	EBIT	2,802	1,647	5,223	6,504
其他非流动负债	2,764	2,764	2,764	2,764	EBITDA	6,291	4,911	8,946	10,852
负债合计	86,105	97,491	88,280	105,934	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	8,274	8,302	8,537	8,926	每股收益(元)	0.01	0.01	0.06	0.08
归属母公司股东权益	52,708	53,128	55,775	59,145	每股净资产(元)	1.16	1.17	1.22	1.30
负债和股东权益	147,087	158,920	152,593	174,006	发行在外股份(百万股)	45585	45585	45585	45585
					ROIC(%)	3.8%	2.3%	8.7%	10.6%
					ROE(%)	1.5%	0.7%	4.7%	5.8%
					毛利率(%)	12.9%	11.2%	14.4%	14.6%
					销售净利率(%)	1.1%	0.6%	3.6%	4.2%
					资产负债率(%)	58.5%	61.3%	57.9%	60.9%
					收入增长率(%)	-5.6%	3.0%	18.0%	10.0%
					净利润增长率(%)	-73.1%	-49.9%	574.1%	30.1%
					P/E	98.96	157.40	23.74	18.67
					P/B	1.25	1.24	1.19	1.12
					EV/EBITDA	16.34	19.61	10.40	8.32

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

