

中重稀土资源深厚，黑钨闪耀再添助力

——广晟有色（600259）首次覆盖报告

报告关键要素：

广晟有色主营稀土和钨，是一家集有色金属投资、采选、冶炼、应用、科研、贸易、仓储为一体的大型国有控股上市公司。公司拥有庞大的稀土资源和钨资源。当下新能源汽车、航空航天、5G 手机需求旺盛，拉动稀土储氢材料、永磁材料、耐热涂料、硬质合金等下游产品的需求增长，公司所拥有的丰厚资源有望为公司未来发展增添更多助力。

投资要点：

- **新能源汽车需求不减，永磁与储氢材料需求旺盛：**随着环保政策不断推行，新能源汽车的全面推广势在必行。根据“十三五”规划对 2020 年一年新能源汽车产销量的规划，预计相关稀土需求量为钕铁硼 7000 吨，镨钕 1960 吨，铈 106 吨，镱 210 吨，超出广晟有色相关产量。旺盛的需求增添了公司永磁与储氢材料的消费热度。
- **深空探索势在必行，耐热材料与钨产品未来可期：**根据国家航天局的相关规划，预计将于 20 年发射“嫦娥五号”月球探测卫星；并将在 20 年首次发射火星探测器，实施火星环绕着陆巡视探测；还计划在 30 年实施小行星、木星探测等多次深空探测任务。一系列重大的航天工程势必推动稀土耐热材料与火箭的钨制喷嘴等高端材料的应用端需求快速上涨。
- **5G 手机换机潮加速，手机更替拉动硬质合金需求增长：**近日，IDC 报告显示，随着 5G 手机的价格下滑，中国市场用户换机比例明显提升。目前，国内 5G 智能手机出货量累计达 2,380 万台，而平均单价也在迅速下探，2020 年第一季度已降至 \$600（美元不含税基准）以内。工信部数据，截至 3 月底，全国已建成 5G 基站达 19.8 万个，5G 手机时代已全面到来，与此相关的硬质合金材料也将迎来新一轮的消费端需求增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 20-22 年公司归母净利润分别为 0.50、0.53 和 0.58 亿元，EPS 分别为：0.16、0.18 和 0.19 元，因公司拥有庞大的稀土资源和钨资源，以及稀土永磁材料、硬质合金等下游产品的需求增长预期，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：**宏观经济波动、国家行业政策变化、下游需求不及预期。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	45.09	49.71	53.83	58.42
增长比率(%)	87.05%	10.24%	8.29%	8.54%
归母净利润(亿元)	0.44	0.50	0.53	0.58
增长比率(%)	116.57%	12.39%	6.88%	9.45%
每股收益(元)	0.15	0.16	0.18	0.19
市盈率(倍)	198.44	176.57	165.20	150.93

数据来源：WIND，万联证券研究所

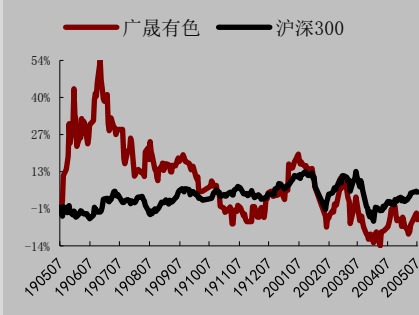
增持（首次）

日期：2020 年 05 月 08 日

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	广东省广晟资产经营有限公司/42.87%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	301.80
流通A股(百万股)	301.80
收盘价(元)	29.00
总市值(亿元)	87.52
流通A股市值(亿元)	87.52

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2020 年 05 月 07 日

相关研究

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

投资核心观点

● 公司整体判断

广晟有色是国家六大稀土集团之一的广东省稀土产业集团有限公司旗下的子公司，是中国稀土行业的重点企业、国内唯一以中重稀土为主业的上市公司，其股票为上证 180 指数样本股和沪深 300 指数样本股。公司主营稀土和钨业，是集有色金属投资、采选、冶炼、应用、科研、贸易、仓储为一体的大型国有控股上市公司。公司资源实力雄厚，是广东省唯一合法稀土采矿权人，具有稀土可采储量 15140.85 吨，并有钨可采储量 9434.92 吨。公司重点发展稀土永磁材料、储氢材料、催化材料、发光材料、抛光材料、功能材料等稀土高科技产业和镍氢动力电池、汽车尾气净化器、稀土节能灯具、稀土功能陶瓷等稀土应用产品，建设“国际知名、国内一流、广东第一”的战略性新兴产业示范基地、稀土高新技术产业基地。

● 差异化观点

公司拥有丰富的稀土资源与钨资源，其中稀土资源以中重稀土为主，钨资源中石人璋钨矿和梅子窝钨矿以黑钨矿为主，红岭钨矿以白钨矿为主。公司产品中的稀土永磁材料、储氢材料和硬质合金的下游需求端尤其旺盛，观点如下：首先，随着近年来环保政策的不断出台，新能源汽车的全面推广势在必行；而这将大量消耗以稀土储氢材料为主的新能源电池和以永磁材料为主的永磁电机。此外，随着我国航空航天工程的不断推进，火星探测计划和月球探测计划都已经达到了取得成果突破的关键时刻；以稀土产品氧化钇为代表的耐高温喷涂材料、钨产品制作的火箭推进器的喷嘴作为下游需求的代表势必将拉动需求。而且，随着 5G 手机以及 5G 信号的不断普及，新一波手机更新换代热潮已经来临，也将在一定程度上拉动硬质合金的需求。综上，我们认为公司产品的下游需求旺盛，未来业绩有望持续向好。

● 估值和评级

预计 20-22 年公司归母净利润分别为 0.50、0.53 和 0.58 亿元，EPS 分别为：0.16、0.18 和 0.19 元，因公司拥有庞大的稀土资源和钨资源，以及稀土永磁材料、硬质合金等下游产品的需求增长预期，首次覆盖给予“增持”评级。

● 股价触发因素

广晟有色是国内主营稀土和钨的大型国有企业，其主要利润来自于稀土，其次是钨，在航空航天、新能源汽车、5G 手机等前沿科技创新领域具有很大的应用前景。常见的股价触发因素有：需求端因素，如国家推行新的航空航天计划，新能源汽车投入量产，5G 信号全面覆盖，5G 手机全面推广；供应端因素，如国家调整稀土与钨的年开采计划，新的高品位黑钨精矿、稀土矿发现，或现有矿山品位下降；公司自身因素，如矿石加工成本变化，开采加工工艺创新，海外收购业务扩张，公司战略变更等；此外还有宏观政策变化，汇率变动，国际形势变化等。

● 风险提示

宏观经济波动、国家行业政策变化、下游需求不及预期。

目录

1、拨开钨云见天日，守得稀土见月明——广晟有色简介	5
1.1 公司基本情况介绍	5
1.2 公司主营产品	5
1.3 公司近年来营收情况	7
2、储量丰富，自力更生——公司资源储量及产销量分析	8
2.1 公司资源储量介绍	8
2.2 公司近年产销量分析	8
3、山不在高，有矿则灵——公司稀土产业竞争力分析	9
3.1 稀土材料功能独特，战略地位极其重要	9
3.2 产品供应布局高端，中重稀土全面发力	11
3.2.1 新能源汽车是稀土消费增长的重要着力点	12
3.2.2 高端材料研发热度不减，火星月球项目未来可期	13
3.2.3 公司相关稀土产品近年来价格分析	13
4、拨开钨云，前途磊落——公司钨产业竞争力分析	18
4.1 中国拥有全球丰富的钨资源	18
4.2 钨产品下游应用广泛，战略地位十分重要	19
4.3 公司部分钨产品价格分析	21
5、业绩预测	22
6、风险提示	22
图表 1：广晟有色股权结构图	5
图表 2：广晟有色主营产品情况	5
图表 3：公司稀土产品主要用途	6
图表 4：公司钨相关产品主要用途	7
图表 5：公司主营产品近五年营业成本（亿元）	7
图表 6：公司主营产品近五年毛利率（%）	7
图表 7：公司主营产品近五年营业收入（亿元）	8
图表 8：公司主营产品近五年营业利润（亿元）	8
图表 9：公司自有矿山情况	8
图表 10：广晟有色稀土产品近年产量（吨）	9
图表 11：广晟有色稀土产品近年销量（吨）	9
图表 12：广晟有色稀土产品近年库存（吨）	9
图表 13：2019 年全球稀土探明储量（吨）	10
图表 14：2019 年全球稀土产量（吨）	10
图表 15：中国稀土出口量当月值（吨）	10
图表 16：中国稀土及其制品出口量当月值（吨）	10
图表 17：中国稀土出口量累计值（吨）	10
图表 18：中国稀土及其制品出口量累计值（吨）	10
图表 19：2019 年度稀土集团开采、冶炼分离总量控制指标	11
图表 20：稀土在传统产业及新材料材料领域的应用	12
图表 21：中国每万辆新能源汽车消耗稀土量	12
图表 22：近年来中国新能源汽车产量（万辆）	12
图表 23：镨钕氧化物： $(Nd_{2O_3}+Pr_{6O_{11}})/TREO \geq 75.0\%$ （元/吨）	14
图表 24：氧化镧： $La_{2O_3}/TREO 99.0-99.9\%$ （元/吨）	14

图表 25: 氧化铈:CeO ₂ /TREO 99.0-99.5% (元/吨)	14
图表 26: 氧化镨:Pr ₆ O ₁₁ /TREO 99.0-99.5% (元/吨)	14
图表 27: 氧化钕:Nd ₂ O ₃ /TREO 99.0-99.9% (元/吨)	15
图表 28: 氧化钐:≥99.5% (元/吨)	15
图表 29: 氧化铕:99.9-99.99% (元/吨)	15
图表 30: 氧化钇:99.99-99.999% (元/吨)	15
图表 31: 氧化镱:99.5-99.9% (元/千克)	15
图表 32: 氧化铥:99.9-99.99% (元/千克)	15
图表 33: 氧化铒:Er ₂ O ₃ /TREO 99.5-99.9% (元/吨)	16
图表 34: 氧化钆:Gd ₂ O ₃ /TREO 99.5-99.9% (元/吨)	16
图表 35: 氧化钫:≥99.5% (元/吨)	16
图表 36: 氧化铈 (元/千克)	16
图表 37: 氧化铈:≥99.99% (元/吨)	16
图表 38: 氧化镨钕:≥99% Nd ₂ O ₃ 75% (元/吨)	16
图表 39: 金属镧:La/TREM≥99.0% (元/吨)	17
图表 40: 金属镨:Pr/TREM 96.0-99.0% (元/吨)	17
图表 41: 金属钕:Nd/TREM 99.0-99.9% (元/吨)	17
图表 42: 金属铈:≥99.9% (元/千克)	17
图表 43: 金属铈:≥99% (元/千克)	18
图表 44: 铈铁合金:≥99.5% (元/吨)	18
图表 45: 近六年全球钨产量 (吨)	18
图表 46: 近五年全球钨储量 (吨)	18
图表 47: 中国钨矿床 (点) 分布图	19
图表 48: 2017 年发达国家钨下游消费结构	19
图表 49: 2017 年我国钨下游消费结构	19
图表 50: 我国近年汽车产量 (万辆)	20
图表 51: 我国近年汽车销量 (万辆)	20
图表 52: 我国近年手机产量 (万部)	20
图表 53: 我国近年手机出货量 (万部)	20
图表 54: 黑钨精矿:≥65% (元/吨)	21
图表 55: 钨铁:80# (元/吨)	21
图表 56: APT:88.50% (元/吨)	21
图表 57: 钨粉:≥99.7%:2-10um (元/千克)	21
图表 58: 碳化钨粉:≥99.7%:2-10um (元/千克)	22
图表 59: 1#钨条:≥99.95% (元/千克)	22

1、拨开钨云见天日，守得稀土见月明——广晟有色简介

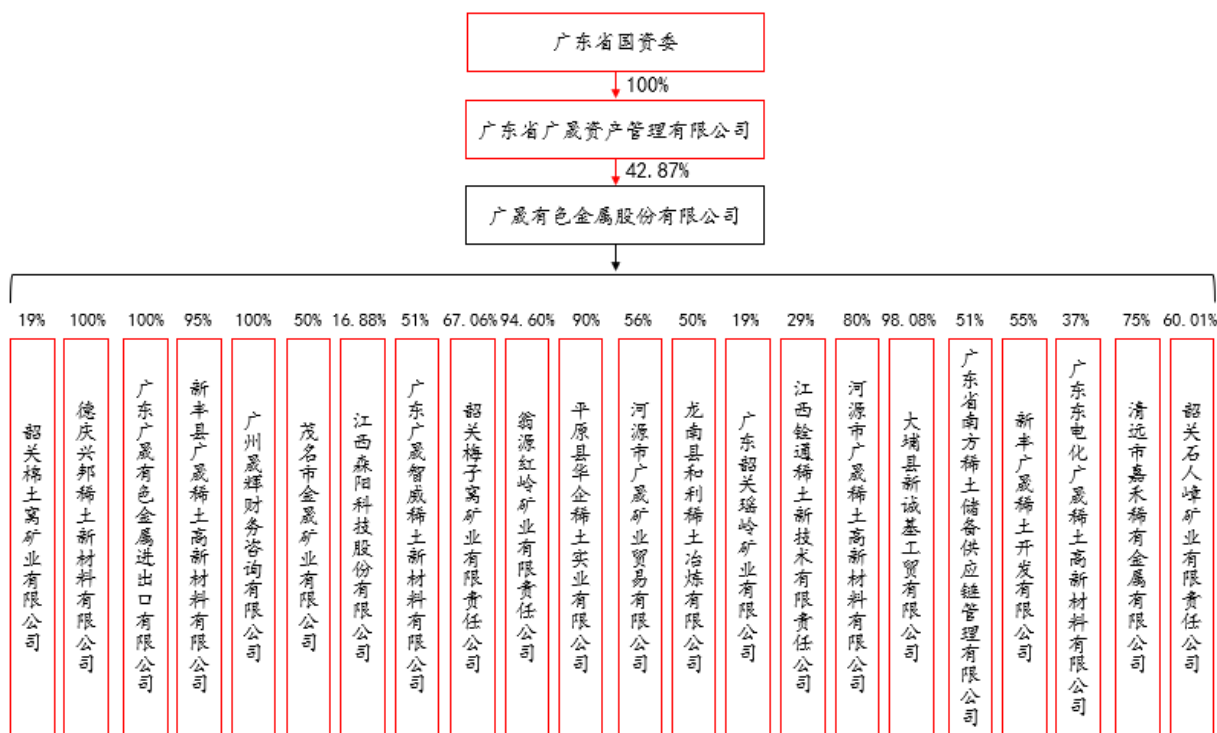
1.1 公司基本情况介绍

广晟有色成立于1993年6月18日，全称广晟有色金属股份有限公司，其前身是2000年5月25日上市的海南兴全聚酯股份有限公司，并于2009年1月13日更名。

公司的控股股东广东省广晟资产经营有限公司是广东省国资委监管的大型国企之一，注册资本10亿元，总资产732亿元，以矿业为核心产业，同时辅助发展电子信息、酒店旅游、工程地产业；同时是中国电信的第二大股东，控股中金岭南（000060）、风华高科（000636）、广晟有色（600259），拥有4家海外上市公司。

根据公司2019年年报显示，公司主要控股参股广东富远稀土新材料股份有限公司、德庆兴邦稀土新材料有限公司、龙南县和利稀土冶炼有限公司、清远市嘉禾稀有金属有限公司、广东广晟智威稀土新材料有限公司。具体信息见下图。

图表1：广晟有色股权结构图



资料来源：WIND、万联证券

1.2 公司主营产品

公司产业链完善，建有采矿选矿、冶炼分离、精深加工、科研应用、贸易流通及进出口一条龙稀土产业体系。

公司主营稀土和钨业，开拓稀贵金属，主要产品有精矿类，稀土氧化物类，稀土化合物类，稀土金属和合金，高纯度、高品质、高附加值的稀土新产品，并正大力发展高科技含量、高附加值的稀土深加工产品。具体情况如下表所示。

图表2：广晟有色主营产品情况

产品类别	产品明细
精矿类	钨精矿、钼精矿、铋精矿、锡精矿
稀土氧化物类	氧化钇、氧化镧、氧化铈、氧化钆、氧化铈、氧化铈、氧化铈、氧化铈、氧化铈、氧化铈、氧化铈、氧化铈等
稀土化合物类	氟化钆、氟化铈、氟化铈等
稀土金属和合金	金属镧、金属铈、金属铈、金属铈和铈铁合金、钕铁硼磁性材料
稀土新产品	大粒度氧化钇、超细氧化钇、高纯氧化铈等
稀土深加工产品	稀土永磁材料、储氢材料、催化材料、发光材料、抛光材料、功能材料

资料来源：WIND、万联证券

公司销售的稀土产品大类分为稀土精矿和稀土氧化物，其中，稀土精矿主要为离子吸附型稀土矿，稀土氧化物主要为氧化镧、氧化铈、氧化镨、氧化钕、氧化镝、氧化钕和氧化铽等。公司稀土及相关产品的种类及用途如下：

图表3：公司稀土产品主要用途

产品类别	公司主要 稀土产品类别	主要用途
稀土精矿	离子吸附型 稀土矿	用于制取高钇稀土氧化物和富铈稀土氧化物，进而分离提取氧化钇、氧化铈等及其他稀土元素。
稀土氧化物 (REO)	氧化镧	主要用于制造特种合金、精密光学玻璃、高折射光学纤维板，做摄影机、照相机、显微镜镜头和高级光学仪器棱镜等，还用于制造催化材料、发光材料、陶瓷电容器、压电陶瓷掺入剂和X射线发光材料溴氧化镧粉等。
	氧化铈	主要用作抛光粉、玻璃脱色剂、着色剂、澄清剂，高纯氧化铈也用于生产稀土发光材料，还用于催化材料、储氢材料、铈钨电极、陶瓷电工、化妆品等行业。
	氧化镨	一是用于建筑陶瓷和日用陶瓷中，其与陶瓷釉混合制成色釉，也可单独作釉下颜料； 二是用于制造永磁体，可加工成各种形状的磁体，广泛应用于各类电子器件和马达上； 三是用于石油催化裂化； 四是用于磨料抛光； 此外还用于光纤领域等。
	氧化钆	主要用作玻璃、陶瓷的着色剂，制造金属钆的原料和强磁性钆铁硼的原料。
	氧化钕	主要用于吸收红外线的发光玻璃添加剂、感光材料中的涂料，以及制造钕钴系永磁材料、陶瓷电容器、催化剂方面。另外，钕还具有核性质，可用作原子能反应堆的结构材料，屏蔽材料和控制材料，使核裂变产生巨大的能量得以安全利用。
	氧化铕	大部分用于荧光粉。氧化铕还用于新型X射线医疗诊断系统的受激发射荧光粉。还可用于制造有色镜片、光学滤光片、磁泡贮存器件、原子反应堆的控制材料、屏蔽材料和结构材料等。
	氧化钇	(1) 钢铁及有色合金的添加剂； (2) 含钇6%和铝2%的氮化硅陶瓷材料，可用来研制发动机部件；

- (3) 用于制备稀土三基色荧光粉中的红粉；
(4) 由钇铝石榴石单晶片构成的电子显微镜荧光屏；
(5) 含钇达 90% 的高钇结构合金，可以应用于航空和其它要求低密度和高熔点的场合；
此外，钇还用于耐高温喷涂材料、原子能反应堆燃料的稀释剂、永磁材料添加剂以及电子工业中作吸气剂等。

资料来源：公司年报、万联证券

公司的钨矿约 50% 用于优质钢的冶炼，约 35% 用于生产硬质钢，约 10% 用于制钨丝，约 5% 其他用于其他用途。钨可以制造切削金属的刀片、钻头、超硬模具、拉丝模等高端设备。公司钨及相关产品的种类及用途如下：

图表4：公司钨相关产品主要用途

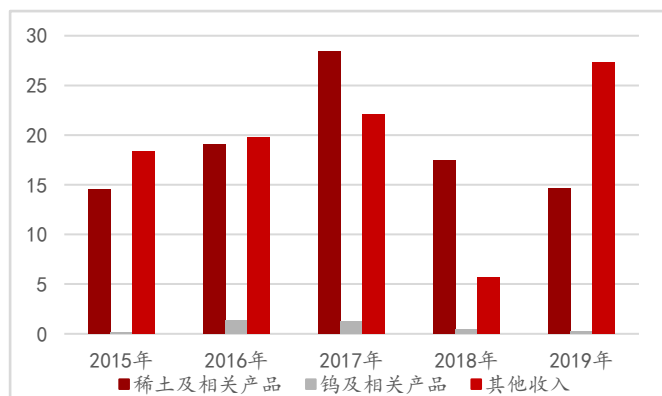
公司钨产品种类	主要用途
黑钨精矿 (WO ₃ ≥ 65%)	黑白钨精矿用于生产钨铁、钨酸钠、APT (仲钨酸铵)、偏钨酸铵 (AMT) 等钨化合物的主要原料，其下游产品主要有三氧化钨、蓝色氧化钨、钨粉、碳化钨、硬质合金、钨钢、钨丝、钨条等。
白钨精矿 (WO ₃ ≥ 65%)	

资料来源：公司公告、万联证券

1.3 公司近年来营收情况

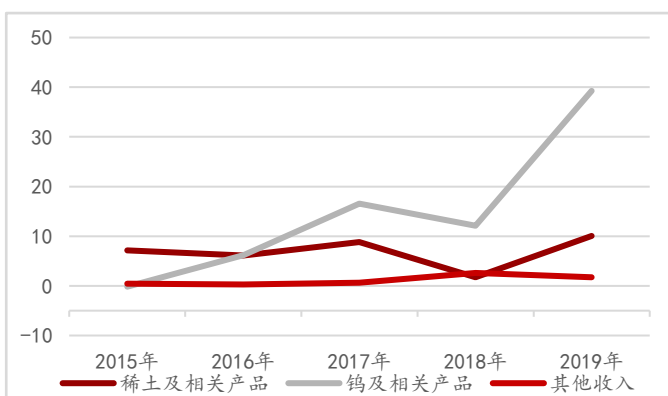
稀土产品一直在公司营收中占有较大比例。19 年公司营业收入 45.09 亿元，较上年上升 87.05%。其中稀土及相关产品营业收入 16.29 亿元，占 36.13%；钨及相关产品营业收入 0.49 亿元，占 1.09%；其他收入 27.77 亿元，占 61.59%。营业利润方面，19 年公司毛利润总计 2.58 亿元，其中稀土及相关产品 1.64 亿元，占 63.57%；钨及相关产品 0.19 亿元，占 7.36%；其他收入 0.49 亿元，占 18.99%。

图表5：公司主营产品近五年营业成本（亿元）



资料来源：WIND、万联证券

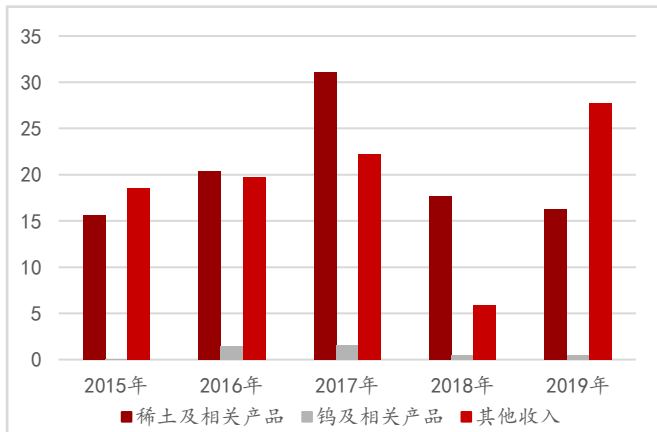
图表6：公司主营产品近五年毛利率（%）



资料来源：WIND、万联证券

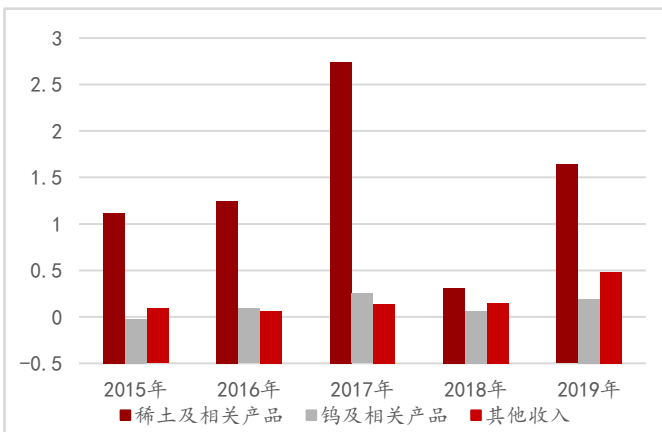
19 年公司营业收入上涨主要系公司加强生产组织，抓住市场机会销售产品，产销售量增加；同时拓展其他商品贸易业务渠道，贸易规模增加。毛利率上涨主要由于 19 年公司扎实推进结构性降本增效，稀土生产加工环节产能利用率由 18 年的 20% 提升至 19 年的 50%，大幅减少了固定费用摊销，提升规模效应；同时，公司从严管控采购成本和内部实施精细化管理，降低稀土矿单位分离成本。钨精矿方面，公司对钨矿山尾矿库实施综合开发利用，带动钨及相关产品毛利率上涨。20 年预计受打黑、环保高压及产量指标等因素影响，稀土供给将会持续受限，叠加疫情对供给的冲击，供需基本面有望逐步向好，稀土价格有望上涨，综合公司一季度营业收入 15.70 亿元，毛利润 0.56 亿元，预计公司营业收入及营业利润将较上年有所增长。

图表7：公司主营产品近五年营业收入（亿元）



资料来源：WIND、万联证券

图表8：公司主营产品近五年营业利润（亿元）



资料来源：WIND、万联证券

2、储量丰富，自力更生——公司资源储量及产销量分析

2.1 公司资源储量介绍

目前公司拥有大埔五丰稀土矿、平远仁居稀土矿和平远黄畬稀土矿三座稀土矿，可采储量15140.85吨，品位分别为0.093%、0.105%和0.105%，其中大埔五丰稀土矿年产量577吨，平远仁居和平远黄畬稀土矿年产量合计737吨。公司还拥有红岭钨矿、石人嶂钨矿、梅子窝钨矿三座钨精矿，可采储量9434.92吨，品位分别为1.64%、0.43%和0.58%，年产量分别为242吨、32吨和114吨。所有矿山资源剩余可开采年限均在5年以上。

资源优势上，公司实际控制广东省内仅有的3本在采稀土采矿证，是广东省唯一合法稀土采矿权人。公司作为六大稀土集团之一的广东省稀土产业集团有限公司的唯一稀土上市平台，未来在推进稀土办证、指标申请等方面具有明显优势。广东省是我国离子型稀土资源大省和深加工应用强省，稀土资源丰富，尤其是中重稀土资源储量丰富，居于全国前列。钨资源方面，粤北地区是我国重要的钨生产基地，公司对粤北地区的五个钨矿山有实际控制及参股权。

在强化资源优势方面，稀土矿方面：公司正在扩界办证的华企公司拥有储量1.1万吨；新丰稀土探明储量丰富的稀土资源，是目前国内大型的南方离子型稀土矿山，公司正在全力以赴申办采矿证，未来有望增厚公司稀土资源储量。在钨矿方面，红岭公司180万吨钨矿综合利用转型升级项目，已经完成储量评审备案、选矿流程扩大试验以及尾矿综合利用试验等工作，其探矿成果获得第六届中国有色金属地质找矿成果一等奖，钨矿产量有望增加。

图表9：公司自有矿山情况

矿山名称	主要品种	可采储量	品位	年产量	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
大埔五丰稀土矿	稀土矿	15140.85 吨	0.093%	577 吨	5-8 年	2025 年 6 月 3 日
平远仁居稀土矿	稀土矿		0.105%	737 吨	10-15 年	2019 年 10 月 8 日
平远黄畬稀土矿	稀土矿		0.105%			2019 年 10 月 23 日
红岭钨矿	钨精矿	9434.92 吨	1.64%	242 吨	15 年	2027 年 9 月 29 日
石人嶂钨矿	钨精矿		0.43%	32 吨	10 年	2021 年 6 月 21 日
梅子窝钨矿	钨精矿		0.58%	114 吨	10 年	2028 年 6 月 21 日

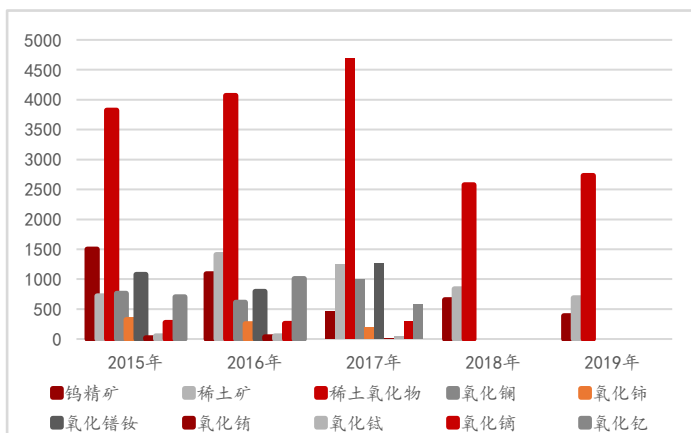
资料来源：公司年报、万联证券

2.2 公司近年产销量分析

据公司19年年报显示，公司产出钨精矿388吨，较上年减少40.70%；稀土矿685吨，较

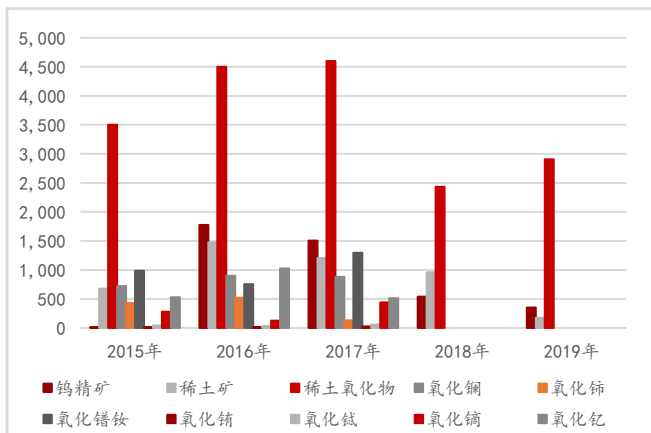
上年减少18.01%；稀土氧化物2730吨，较上年增加6.09%。公司销售钨精矿351吨，较上年减少35.03%；稀土矿176吨，较上年减少81.66%；稀土氧化物2907吨，较上年增加19.59%。

图表10：广晟有色稀土产品近年产量（吨）



资料来源：公司公告、万联证券

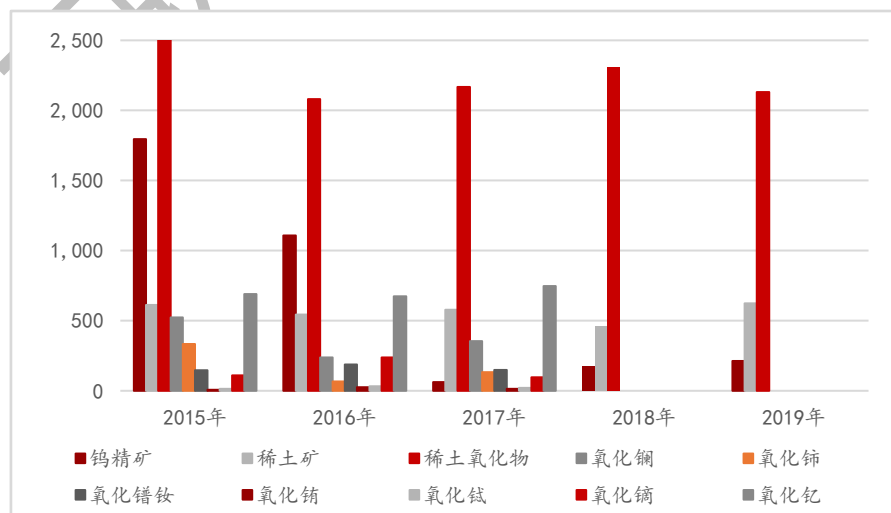
图表11：广晟有色稀土产品近年销量（吨）



资料来源：公司公告、万联证券

公司库存钨精矿213吨，较上年增加20.58%；稀土矿624吨，较上年增加36.26%；稀土氧化物2131吨，较上年减少7.70%。公司19年年报未披露氧化钨、氧化铈、氧化镨钕、氧化铈、氧化镧、氧化铈、氧化镧的产销量及库存。

图表12：广晟有色稀土产品近年库存（吨）



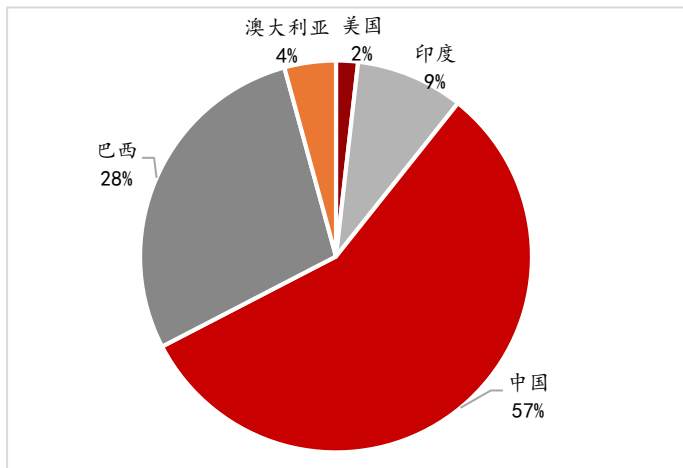
资料来源：公司公告、万联证券

3、山不在高，有矿则灵——公司稀土产业竞争力分析

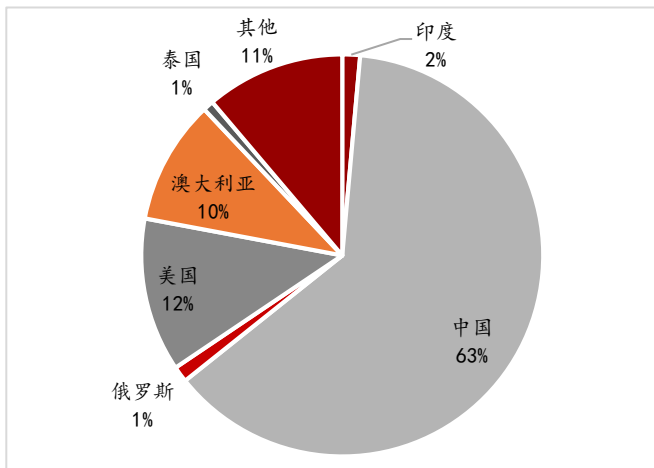
3.1 稀土材料功能独特，战略地位极其重要

稀土(Rare Earth)，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。以轻重稀土划分，可分为轻稀土镧、铈、镨、钕、钐、铕，和重稀土铽、铈、镨、钕、钐、铕、钇、铽、铈、镨、钕、钐、铕。广晟有色的稀土资源主要为中重离子型稀土。稀土材料以其优良的光电磁等物理特性和化学特性，被誉为工业“黄金”。稀土材料能与其他材料组成性能各异、品种繁多的新型材料，其最显著的功能就是大幅度提高其他产品的质量和性能。基于此，稀土材料在国家核心重工业、冶金工业、石油化工、玻璃陶瓷、农业种植等多领域均有十分重要的地位。掌握大量且优质的稀土资源对一个国家的发展无疑是锦上添花。

图表13：2019年全球稀土探明储量（吨）



图表14：2019年全球稀土产量（吨）

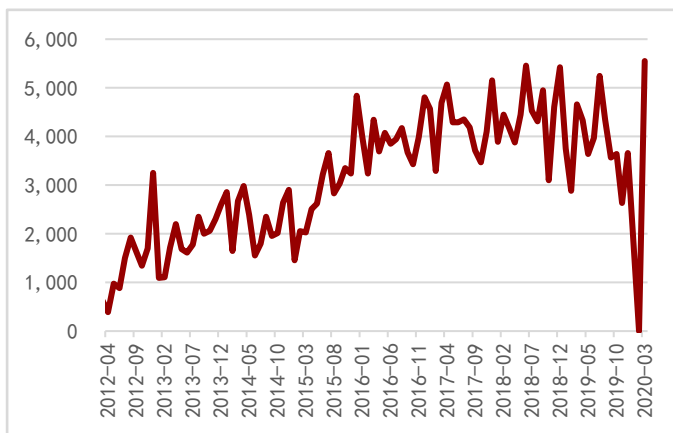


资料来源：WIND、美国地质调查局、万联证券

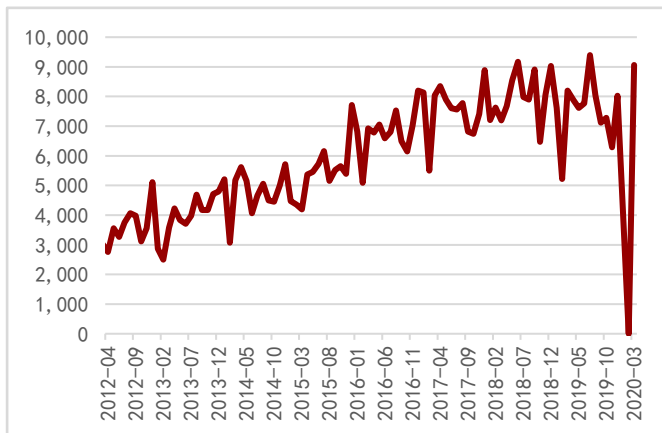
资料来源：WIND、美国地质调查局、万联证券

中国是全球稀土的主要储量大国，也是产量绝对占比领先的出产国。据美国地质调查局发布的报告，2019年，全球探明稀土矿储量1.2亿吨，其中中国探明4400万吨，占全球的36.67%；巴西探明2200万吨，占全球的18.33%；印度探明690万吨，占全球的5.75%。此外，2019年，全球稀土产量共计21万吨，其中中国产量13.2万吨，占全球的62.86%；澳大利亚产量2.1万吨，占全球的10%；美国产量2.6万吨，占全球的12.38%。虽然美澳的稀土产出总共占全球产出的22.38%，但从品种上看美澳稀土主要为轻稀土。缅甸虽然拥有中重稀土含量较高的混合碳酸稀土矿，但腾冲海关与2019年5月15日起已重新全面禁止缅甸稀土矿进口中国。这使得广晟有色作为中重稀土的龙头企业在产品供应上拥有更多的话语权。

图表15：中国稀土出口量当月值（吨）



图表16：中国稀土及其制品出口量当月值（吨）



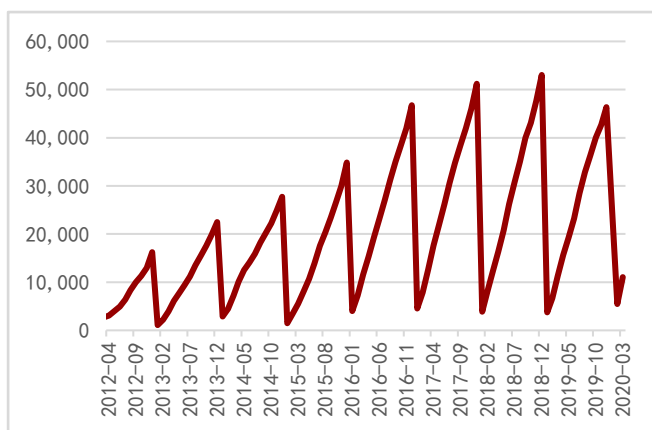
资料来源：WIND、万联证券

资料来源：WIND、万联证券

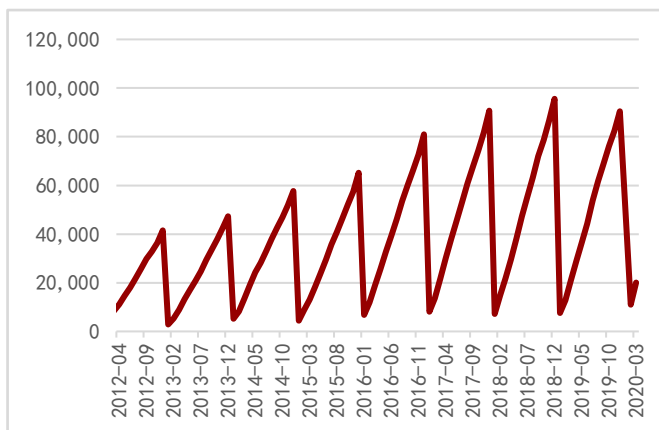
而近年来，中国的稀土及其相关制品出口量稳步上升，造福全球的同时亦在一定程度上不利于自己的战略发展。为此，工信部、自然资源部近年来定期下达有关稀土开采、冶炼分离总量控制计划，合理控制、有序规划稀土资源的开采利用。根据《工业和信息化部 自然资源部关于下达2019年度稀土开采、冶炼分离总量控制指标及钨矿开采总量控制指标的通知》，广东省稀土产业集团有限公司在离子型稀土（中重稀土）的配额为2700吨，占全部中重稀土的14.10%。

图表17：中国稀土出口量累计值（吨）

图表18：中国稀土及其制品出口量累计值（吨）



资料来源：WIND、万联证券



资料来源：WIND、万联证券

此外，稀土开采对环境也会造成巨大损害，违规开采亦会造成国家资源的损失。为此，工信部等多个部门持续对黑稀土现象进行打击。随着治理效果的体现，加上工业对稀土消费的拉动，以及国家自2011年起已经5次在市场上公开收储稀土，18年稀土开采总量控制自14年以来增加至12万吨，冶炼分离计划增加到11.5万吨；19年稀土开采总量控制达13.2万吨，冶炼分离计划达12.7万吨，基本与18年持平。稀土资源开采、冶炼分离总量的增加也将缓解相关企业的下游需求。

图表19：2019年度稀土集团开采、冶炼分离总量控制指标

序号	公司名称	岩矿型稀土 (轻稀土)		离子型稀土 (中重稀土)		冶炼分离产品(吨)	
		配额	占比	配额	占比	配额	占比
1	中国稀有稀土股份有限公司	14350	12.72%	2500	13.05%	21879	17.23%
	其中：中国钢研科技集团有限公司	4100	3.63%			1500	1.18%
2	五矿稀土集团有限公司			2010	10.50%	5658	4.46%
3	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	70750	62.69%			60984	48.02%
4	厦门钨业股份有限公司			3440	17.96%	3963	3.12%
5	中国南方稀土集团有限公司	27750	24.59%	8500	44.39%	23912	18.83%
	其中：四川江铜稀土参控股企业	27750	24.59%			16320	12.85%
6	广东省稀土产业集团有限公司			2700	14.10%	10604	8.35%
	其中：中国有色金属建设股份有限公司					3610	2.8%
小计		112850		19150		127000	
合计		132000					

资料来源：工信部、万联证券

3.2 产品供应布局高端，中重稀土全面发力

稀土供应的下游产品主要有永磁材料、催化材料、抛光材料和冶金材料等。细分来看，永磁材料在新能源汽车、节能风电、节能空调、汽车EPS、电子工业等领域有广泛用途。

公司的稀土类产品主要为以稀土精矿为代表的离子吸附型稀土矿,主要用于制取高纯稀土氧化物和富钕稀土氧化物;和以稀土氧化物(REO)为代表的氧化镧、氧化铈、氧化镨、氧化钆、氧化铈、氧化钕、氧化钐、氧化铈。其中氧化铈、氧化镨、氧化钕均为中重稀土产品。公司的稀土产品在当前的高端领域及核心工业领域均有丰

富的需求市场。同时，公司产品在各个领域均有应用，详见下表：

图表20：稀土在传统产业及新材料材料领域的应用

应用领域	用途
农业领域	促进植物生长调节剂
轻纺工业	鞣制毛皮，染色等
冶金领域	去除钢铁、铝、镁、铜等中的杂质并改善性能
石化领域	作为催化剂提高汽油的生产率
玻璃/陶瓷领域	玻璃的着色、脱色和制备特种玻璃，以及用做陶瓷的颜料和制造特种陶瓷
电光源领域	用作荧光灯的发光材料
显示器的发光材料	用于彩色电视机、计算机及各种显示器
磁性材料	用于电视机、电声、医疗设备MRI、音圈电机VCM、磁悬浮列车、混合动力汽车等领域
储氢材料	用于镍氢电池
激光材料	固体激光材料和无机液体激光材料的最主要的激活
稀土抛光粉	主要应用于光电子精密器件（半导体芯片）、CRT彩电显象管（CRT）、液晶显示器（LCD）、光学镜头、玻璃磁盘、工业仪表、眼镜片、装饰玻璃等方面
催化剂	汽车尾气净化催化剂

资料来源：公司公告、万联证券

3.2.1 新能源汽车是稀土消费增长的重要着力点

未来，以清洁电能为动力来源的新能源汽车将逐步取代目前以天然气、汽油等化石燃料为代表的传统汽车，这也是践行“绿水青山就是金山银山”的环保理念的重要一步。

新能源汽车不仅需要像氢燃料电池这样的新型能源设备，还需要像以永磁材料为核心原料的小型化大功率的永磁电机，以钕、钐为主要材料的稀土储氢材料的镍氢电池等一批大量消耗稀土材料的新型动力设备。根据相关公开资料整理，我们得到了每万辆新能源汽车相对需要的稀土材料数量，详见下表：

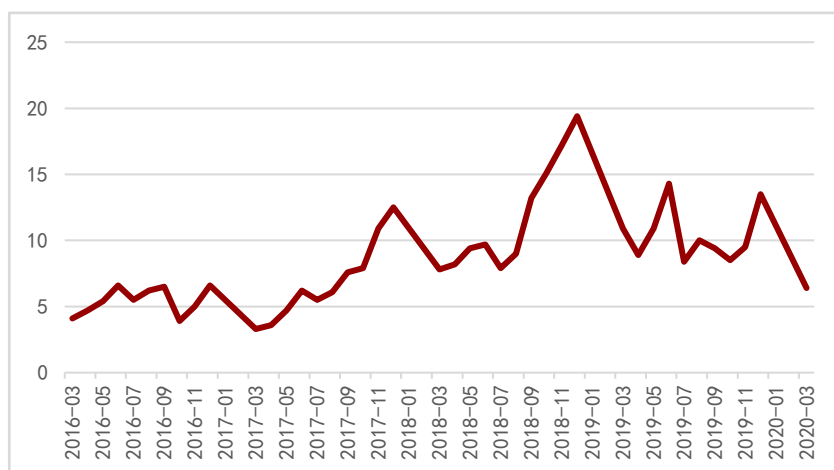
图表21：中国每万辆新能源汽车消耗稀土量

稀土材料需求量	每万辆新能源汽车消耗量（吨）
钕铁硼需求量	35.00
镨钕需求量	9.80
铈需求量	0.53
镝需求量	1.05

资料来源：公开资料整理、万联证券

按此需求量计算，结合“十三五”计划对于2020年新能源汽车产销量的规划（2020年当年产销200万辆以上，累计产销500万辆以上），预计今年的相关稀土需求量为钕铁硼7000吨，镨钕1960吨，铈106吨，镝210吨。以上预计需求量有的已远超出广晟有色2017年的相关产量（氧化镨钕1257吨，氧化铈50吨，氧化镝300吨）。旺盛的下游需求充分反映了公司正在向利好方向发展，同时也说明在未来一段时间稀土资源仍将处于国家发展的中流砥柱的地位

图表22：近年来中国新能源汽车产量（万辆）



资料来源：WIND、万联证券

3.2.2 高端材料研发热度不减，火星月球项目未来可期

稀土“十三五”规划提出，要促进稀土材料高值应用，加快发展高性能稀土磁性、储氢、晶体、发光、高频等新材料，提升稀土关键材料和零部件保障能力，培育稀土在航空航天、轨道交通、海洋工程、工业机器人、高档数控机床、医疗器械等领域的应用，发挥稀土材料在未来社会发展中数字化、智能化、网络化建设的支撑作用。

公司的中重稀土产品氧化钇在制备耐高温喷涂材料、永磁材料添加剂、原子能反应堆燃料稀释剂、发动机部件等多项高端核心产业中均有不可替代的作用。结合国家将在20年发射“嫦娥五号”探月卫星，并在20年左右发射一颗火星探测卫星等重大计划即将落地，我们预计公司的中重稀土产品将会迎来新一波需求热度

3.2.3 公司相关稀土产品近年来价格分析

从稀土氧化物的价格走势看，近期氧化镧、氧化铈、氧化镨、氧化钕、氧化钇、氧化钆、氧化铽、氧化镱一直处于震荡下跌趋势，镱氧化物、氧化钆、氧化钇、氧化铈、氧化钕在达到前期高点后下降，只有氧化镧、氧化铈自2019年末开始呈现小幅回升状态。

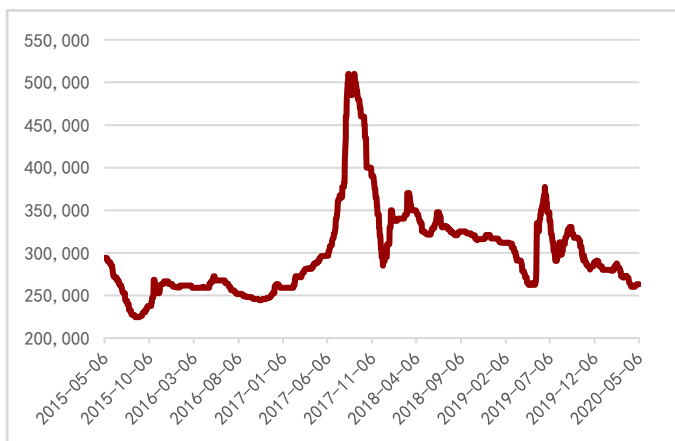
具体来看，四月份，镱氧化物下降2.77%，氧化镧下降6.38%，氧化钆下降3.93%，氧化镨下降1.61%，氧化钕下降3.96%，氧化铽下降2.19%，氧化铈下降4.38%，氧化钕下降3.17%，氧化钆下降4.94%，氧化钇下降1.90%，氧化铽下降0.88%，氧化镱下降2.51%，氧化钆上涨24.30%，氧化钇、氧化钕、氧化钆价格与三月底持平。五一过后，稀土价格并未出现反弹，大部分与4月30日持平，氧化铈和氧化镧价格稍有下降。我们认为近期稀土价格已到低位触底反弹阶段，未来一段时间稀土产品价格将有所回升，公司稀土产品盈利或有提升。以下是我们的分析。

消息面上，2019年以来，稀土产业热点不断。一方面，从供求上看，国家大力整治稀土产业，特别对“黑稀土”产业重拳出击，有效的遏制了非法稀土开采，一定程度上压缩了稀土的供应；而2019年5月腾冲海关的关闭，极大地减少了国内稀土的供应；此外，在中美贸易摩擦中，美国在征税清单中排除了稀土，也表明其稀土资源稀缺，十分依赖从中国进口相关资源。2020年初受新冠肺炎疫情的影响，缅甸暂停入境签证办理，对尚未入缅的稀土从业人员投产或将产生较大影响，若疫情影响持续加深，缅甸矿供给或将进一步收缩。同时，澳大利亚稀土生产商Lynas Corp于4月29日周三表示，将遵照马来西亚政府的命令，将旗下马来西亚稀土加工厂关闭时间延长两周。澳大利亚莱纳斯公司是中国以外全球最大的轻稀土供应基地，预计轻稀土供给将进一步收缩，上游资源供给收缩趋势有望支撑稀土价格。国内方面，目前稀土下游厂商库存总体处于历史低位，若全球疫情预期一旦向好，补库需求或将支撑价格大幅上涨，预计稀土价格有望回升。政策方面，党和国家领导人于2019年5月在南方视察，重点关

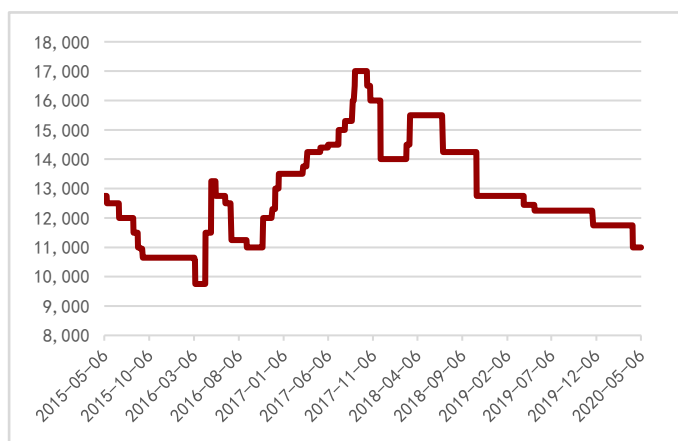
注了一批稀土企业，表明稀土对于国家未来高精前沿技术的发展具有重要作用，充分体现了国家对稀土产业的高度重视。2020年4月30日，工信部委托中国有色金属工业协会、中国稀土行业协会梳理汇总了适合稀土企业申报的政策文件，形成《稀土行业复工复产相关支持政策汇编》，以支持稀土行业惠企政策对接落实，政策红利不断释放，利好稀土行业。

从具体数据上看，公司19年产出稀土矿685吨，较上年减少18.01%；稀土氧化物2730吨，较上年增加6.09%。销售稀土矿176吨，较上年减少81.66%；稀土氧化物2907吨，较上年增加19.59%。库存稀土矿624吨，较上年增加36.26%；稀土氧化物2131吨，较上年减少7.70%。削弱的产销量一方面固然有历史上下游需求不及预期、国家开采政策限制等多因素的促成，但另一方面旺盛的未来潜在下游需求也会在一定程度上刺激公司的产销。通过公开资料整理，我们模拟计算出仅2020年一年的新能源汽车稀土消耗量就远超出公司17年的稀土产量（稀土需求量预计为钕铁硼7000吨，镨钕1960吨，铈106吨，镝210吨，公司17年产量为氧化镨钕1257吨，氧化铈50吨，氧化镝300吨）。此外，轨道交通牵引电机（如高铁、地铁）、风电直驱永磁电机等下游产品都需要大量的稀土支撑。我们假设中国20年将生产动车组3000辆，每车消耗150千克钕铁硼；20年新增轨道交通8160辆，每车消耗钕铁硼200千克、镨钕66千克、铈3千克、镝1.65千克；20年风电装机容量增长22514.4百万瓦，每百万千瓦消耗钕铁硼670吨，镨钕201吨，铈3.35吨，镝5.02吨。如此计算下来，仅这三种需求，按相关渗透率折算，20年需求钕铁硼6395吨，镨钕1808吨，铈38吨，镝45吨。我们假定公司20年稀土氧化物的产量为3500吨，以17年公布的相关具体产品的产量为比例折算，稀土价格在当前基础上上涨30%，预计20年，氧化镨钕、氧化铈、氧化镝三项可为公司带来收入约3.32、1.90和5.19亿元，超出按同样规则（价格按当前价格计算）计算的、2019年三种产品带来的收入6.24亿元一半左右。基于此，我们认为公司在未来的营收将会有利好空间。

图表23：镨钕氧化物： $(Nd_{2O_3}+Pr_{6O_{11}})/TREO \geq 75.0\%$ （元/吨） 图表24：氧化镧： $La_{2O_3}/TREO$ 99.0-99.9%（元/吨）



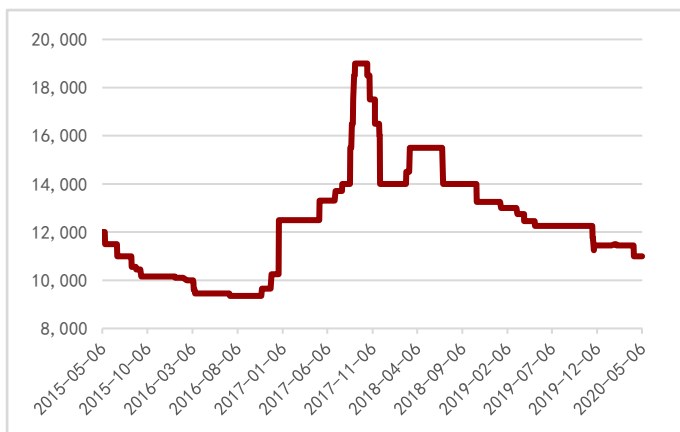
资料来源：WIND、万联证券



资料来源：WIND、万联证券

图表25：氧化铈： $CeO_2/TREO$ 99.0-99.5%（元/吨）

图表26：氧化镨： $Pr_{6O_{11}}/TREO$ 99.0-99.5%（元/吨）



资料来源: WIND、万联证券



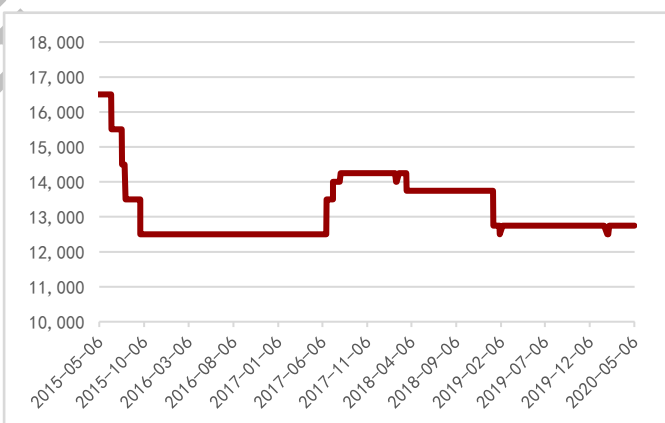
资料来源: WIND、万联证券

图表27: 氧化钕:Nd2O3/TREO 99.0-99.9% (元/吨)

图表28: 氧化钕:≥99.5% (元/吨)



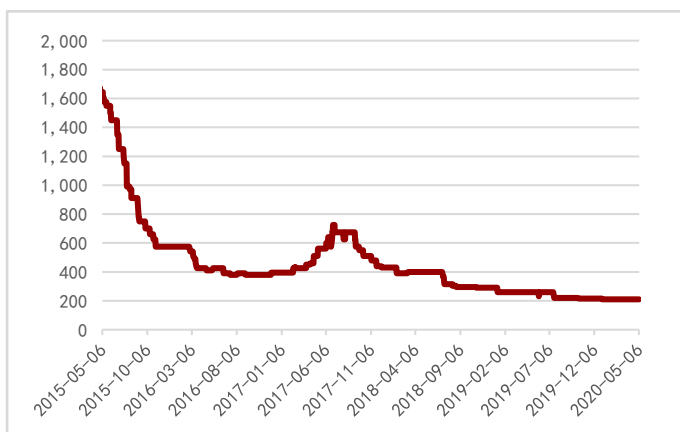
资料来源: WIND、万联证券



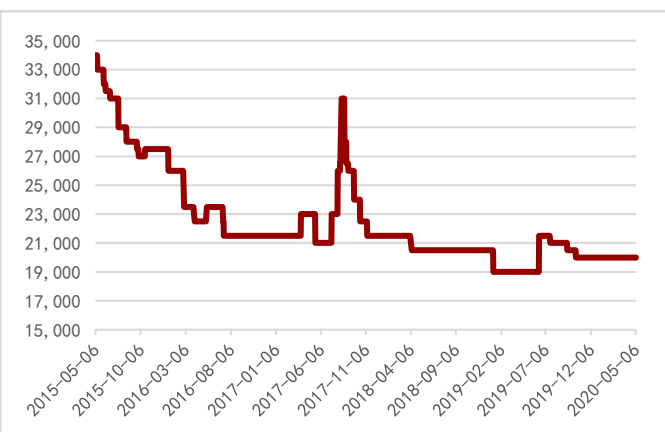
资料来源: WIND、万联证券

图表29: 氧化钕:99.9-99.99% (元/吨)

图表30: 氧化钕:99.99-99.999% (元/吨)



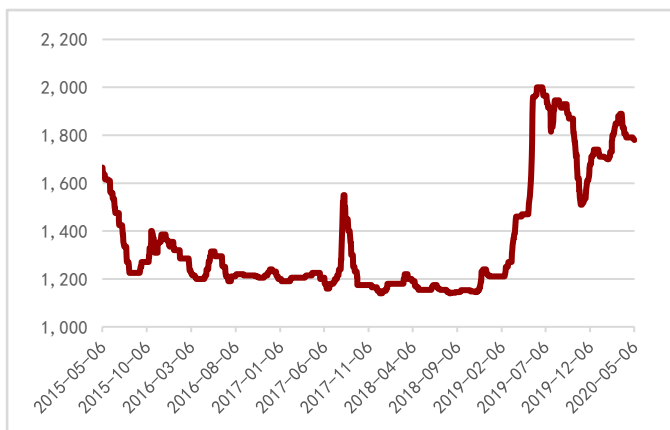
资料来源: WIND、万联证券



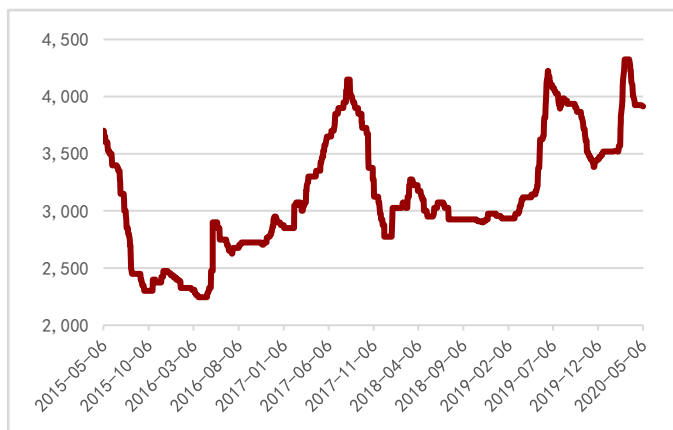
资料来源: WIND、万联证券

图表31: 氧化镱:99.5-99.9% (元/千克)

图表32: 氧化铽:99.9-99.99% (元/千克)



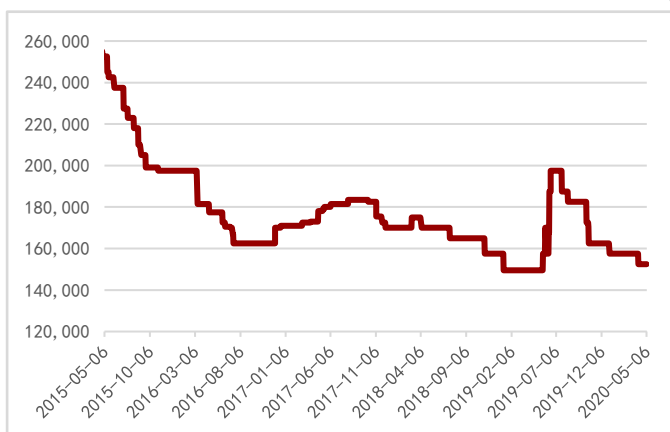
资料来源: WIND、万联证券



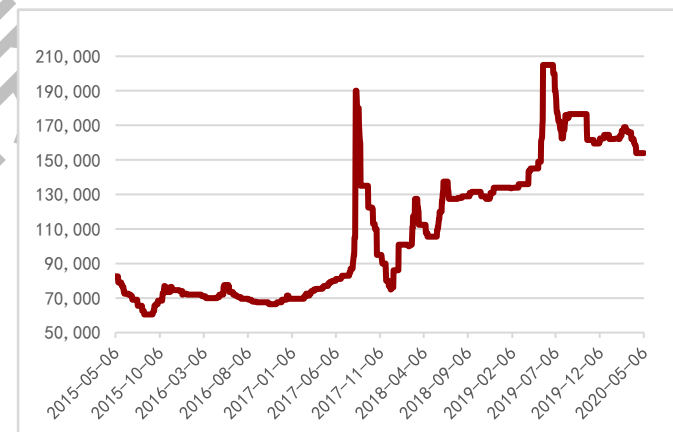
资料来源: WIND、万联证券

图表33: 氧化铈:Er2O3/TREO 99.5-99.9% (元/吨)

图表34: 氧化钆:Gd2O3/TREO 99.5-99.9% (元/吨)



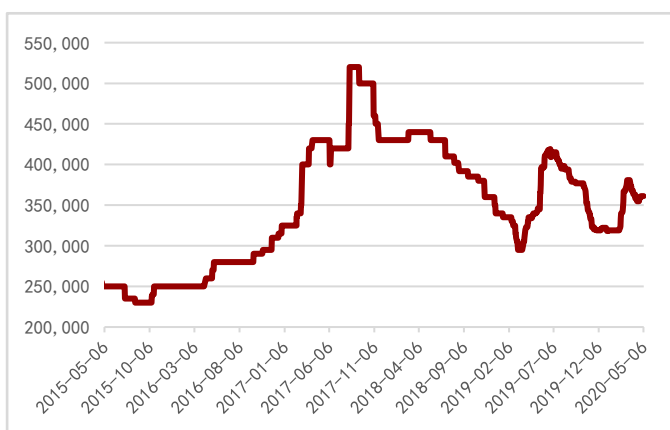
资料来源: WIND、万联证券



资料来源: WIND、万联证券

图表35: 氧化钕:≥99.5% (元/吨)

图表36: 氧化铪 (元/千克)



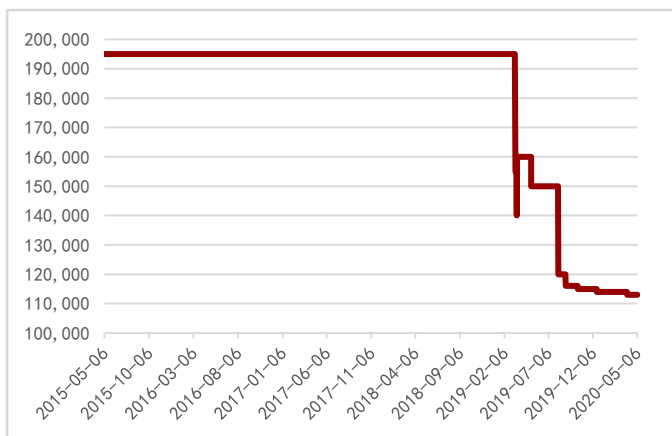
资料来源: WIND、万联证券



资料来源: WIND、万联证券

图表37: 氧化镨:≥99.99% (元/吨)

图表38: 氧化镨钕:≥99% Nd2O3 75% (元/吨)



资料来源: WIND、万联证券



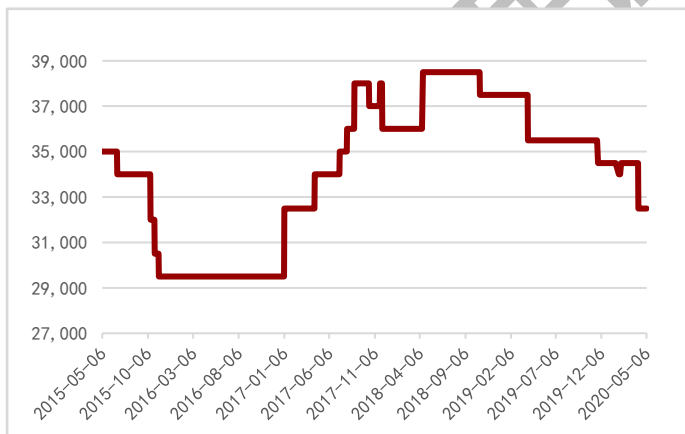
资料来源: WIND、万联证券

而对金属稀土, 金属镧近期处于震荡下跌, 金属镨、金属钕在达到近期高点后开始下跌, 金属铽、金属铈和镨铁合金近期处于震荡上涨状态。

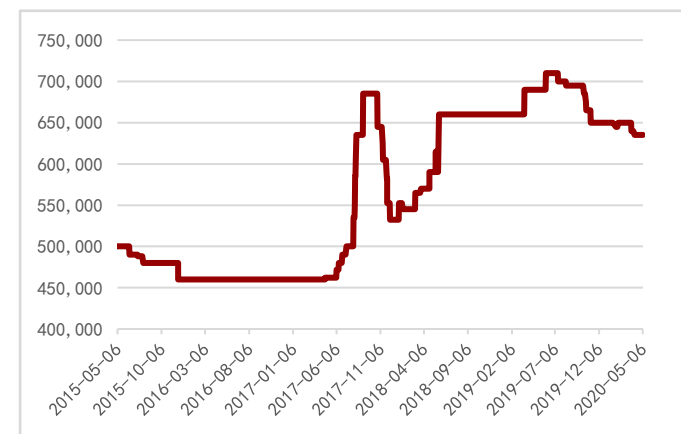
四月份, 金属镧下降5.80%, 金属镨下降0.78%, 金属钕下降4.97%, 金属铽下降5.19%, 镨铁合金下降1.10%, 金属铈与三月底价格持平。受疫情影响, 金属稀土四月呈现小幅下降趋势, 但随着疫情过后, 汽车等行业的消费逐渐恢复, 稀土需求热度回升, 可长期看多稀土金属未来需求。

图表39: 金属镧:La/TREM ≥ 99.0% (元/吨)

图表40: 金属镨:Pr/TREM 96.0-99.0% (元/吨)



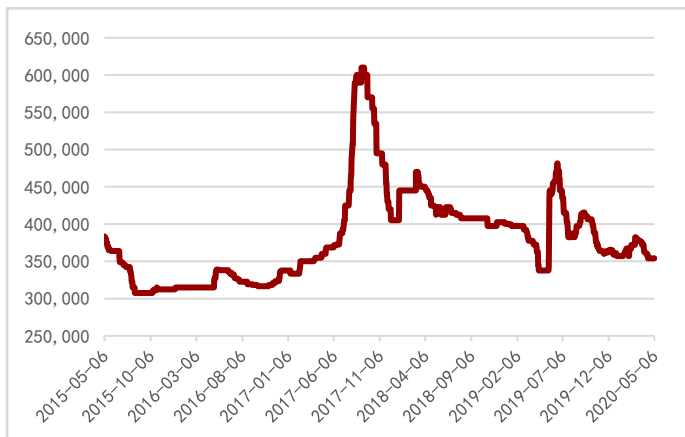
资料来源: WIND、万联证券



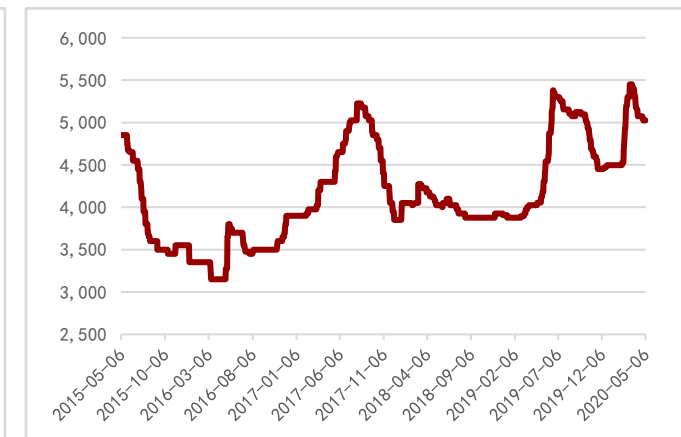
资料来源: WIND、万联证券

图表41: 金属钕:Nd/TREM 99.0-99.9% (元/吨)

图表42: 金属铽: ≥ 99.9% (元/千克)

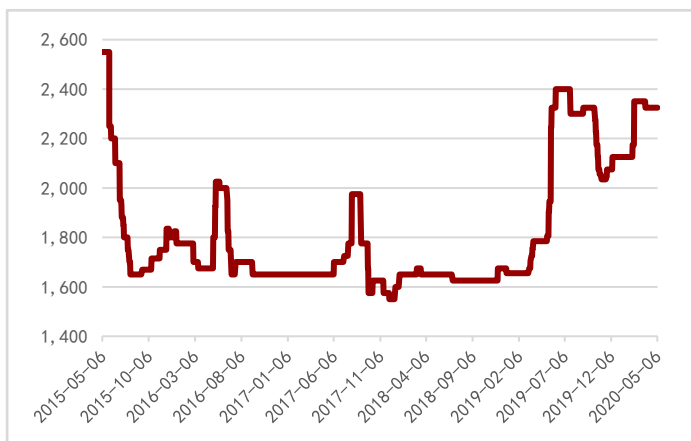


资料来源: WIND、万联证券



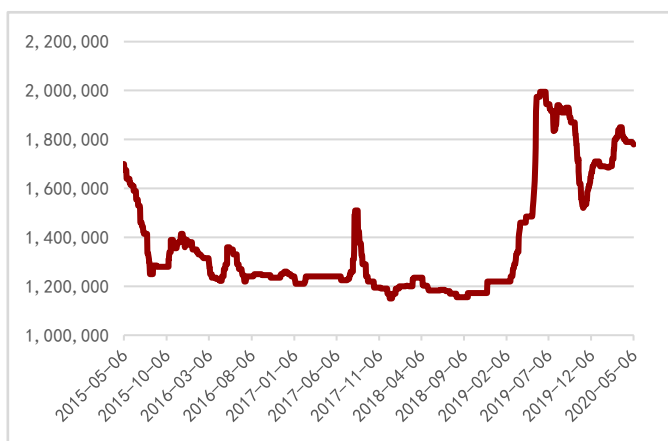
资料来源: WIND、万联证券

图表43: 金属镨: ≥99% (元/千克)



资料来源: WIND、万联证券

图表44: 镨铁合金: ≥99.5% (元/吨)



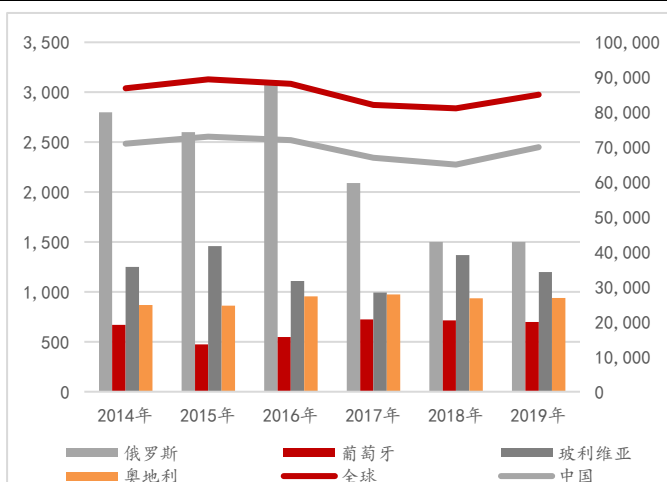
资料来源: WIND、万联证券

4、拨开钨云，前途磊落——公司钨产业竞争力分析

4.1 中国拥有全球丰富的钨资源

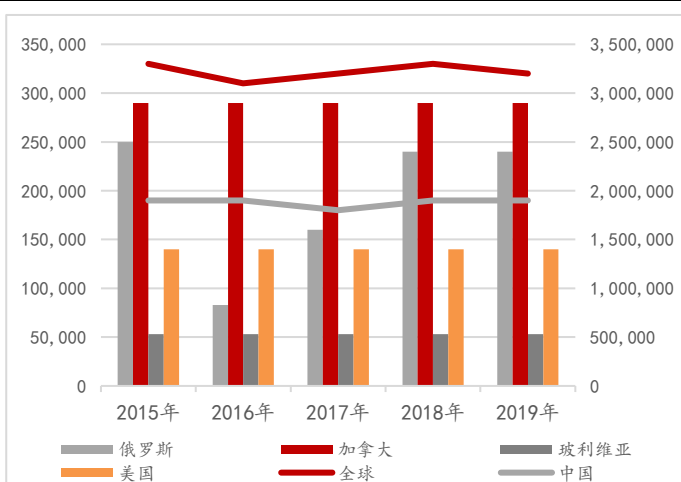
中国拥有全球最丰厚的钨资源。19年全球探明钨储量320万吨，其中中国探明储量190万吨，占全球储量的59.38%；加拿大探明储量29万吨，占全球的9.06%；俄罗斯探明储量24万吨，占全球的7.5%。同时，19年全球钨产量8.5万吨，其中中国产量7万吨，占全球的82.35%；俄罗斯产量1500吨，占全球的1.76%；玻利维亚产量1200吨，占全球的1.41%。但同时也能看到，我国的钨资源储量占全球50%多，钨精矿产量却达到世界产量的80%左右，钨矿储采比不足国外储采比的1/4。资源安全形势不容乐观。中国现有钨矿产地1538处，主要集中于华南地区江西（520处）、广东（339处）、湖南（169处）、广西（115处）和福建（107处）5省，约占全国的钨矿产地总数的80%。我国的钨资源以白钨矿为主。在2015年探明资源储量中，白钨矿占66.25%，黑钨矿占25.30%，混合钨矿占8.45%。钨资源的突出特点是“三多一低”：共伴生矿多、贫矿多、难选矿多、资源综合利用水平低。白钨矿中有80%以上地质品位小于0.4%，而且有用矿物因嵌布粒度细，选别率低，大多属于难选矿石；大部分白钨矿选矿回收率低于70%，比黑钨矿选矿回收率低15~20个百分点。

图表45: 近六年全球钨产量 (吨)



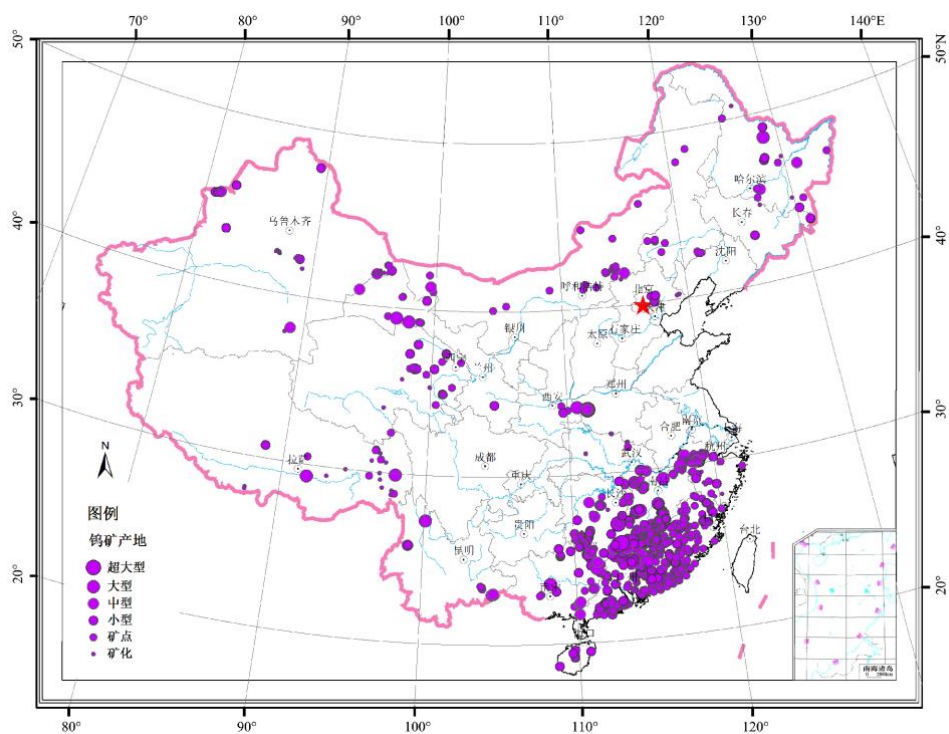
资料来源: WIND、美国地质调查局、万联证券

图表46: 近五年全球钨储量 (吨)



资料来源: WIND、美国地质调查局、万联证券

图表47：中国钨矿床（点）分布图



资料来源：中国知网、万联证券

广晟有色下属的石人嶂钨矿矿石类型为石英黑钨矿型矿石，主要金属矿物为黑钨矿，局部富集白钨矿、锡石、含砷黄铁矿、黄铜矿、辉钼矿等；脉石矿物主要为石英，次为长石、绿柱石、萤石、电气石、白云母等；近矿围岩蚀变以云英岩化、硅化为主，次为绢云母化、叶腊石化、萤石化等。下属的梅子窝钨矿矿石矿物以黑钨矿为主，次为锡石、黄铜矿、辉钼矿、辉铋矿、黄铁矿、毒砂等。下属的红岭钨矿金属矿物主要为黑钨矿、白钨矿、黄铜矿、辉钼矿、辉铋矿、黄铁矿，次为磁黄铁矿、闪锌矿、毒砂、黝铜矿、斑铜矿、绿柱石、石榴石等；脉石矿物主要为石英；有用矿物主要为黑钨矿、白钨矿、辉钼矿、辉铋矿；矿石构造主要为块状、浸染状、条带状。

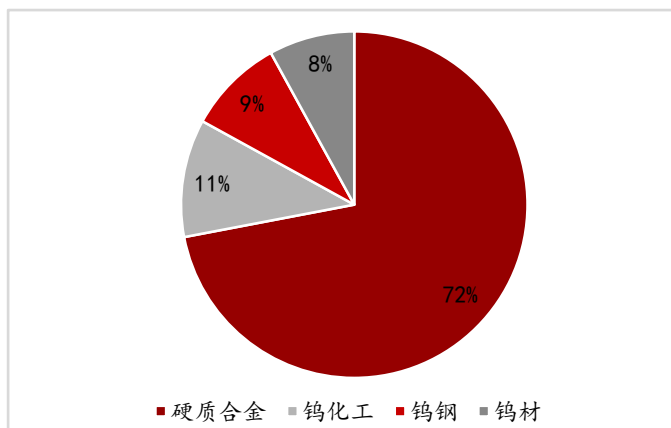
4.2 钨产品下游应用广泛，战略地位十分重要

钨是一种银白色金属，外形似钢，熔点为所有金属元素中最高的，蒸发速度慢。钨的化学性质很稳定，常温下不跟空气和水反应，不与任何浓度的盐酸、硫酸、硝酸、氢氟酸发生反应，但可以迅速溶解于氢氟酸和浓硝酸的混合酸中。钨由于其熔点高、硬度高、密度高、导电性和导热性良好、膨胀系数较小等特性，其下游应用十分广泛，目前被广泛用于金属加工、机械电子、矿业、石油化工、重型制造业等产业。

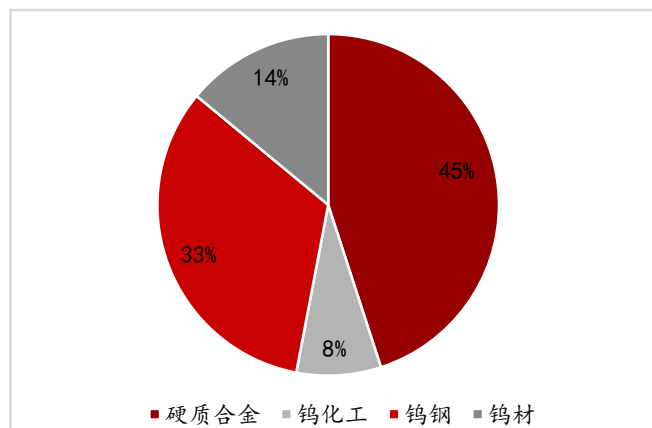
世界范围内，钨的下游产品主要以硬质合金、钨化工、钨钢、钨材为主其中硬质合金的需求占比最高。据公开资料整理，2017年世界范围内的钨下游消费中，硬质合金占72%，钨化工占11%，钨钢占9%，钨材占8%；我国的钨下游消费中，硬质合金占45%，钨化工占8%，钨钢占33%，钨材占14%。

图表48：2017年发达国家钨下游消费结构

图表49：2017年我国钨下游消费结构



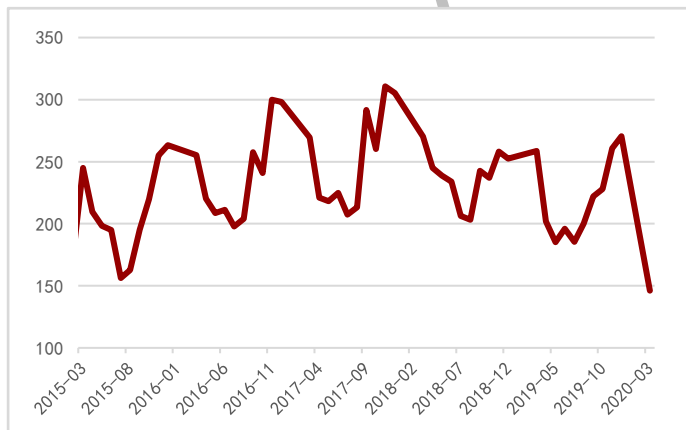
资料来源：公开资料整理、万联证券



资料来源：公开资料整理、万联证券

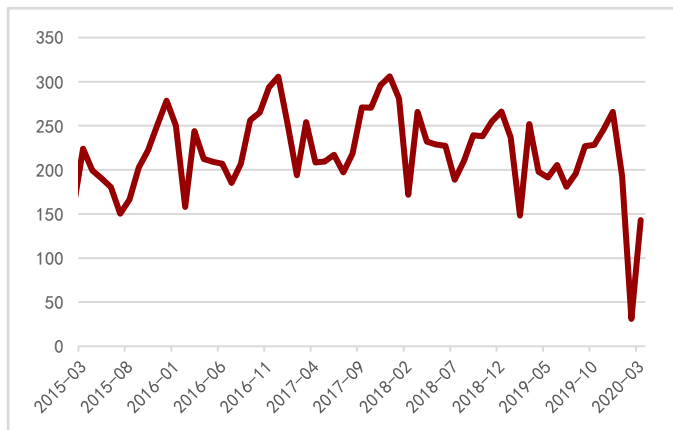
从硬质合金具体的需求来看，以我国的手机和汽车行业为例，19年末以来，12月汽车销量265.83万辆，20年1月汽车销量192.72万辆，2月销量30.99万辆，3月销量143.02万辆。近几年来，汽车销量整体处于震荡下跌趋势，特别受2020年新冠肺炎疫情影响，汽车销量更是断崖式下跌，但20年，新能源车汽政策红利不断显现，4月16日，工信部发布《2020年新能源汽车标准化工作要点》；4月22日，财政部、税务总局、工信部联合发布《关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》（以下简称《公告》）明确对购置的新能源汽车免征车辆购置税；4月23日，财政部、工信部、科技部、发改委四部门发布了“关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知”将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。预计20年新能源车销量将大幅增长，随着新能源汽车的推广有望带动钨消费回暖，从而推动钨价上扬。

图表50：我国近年汽车产量（万辆）



资料来源：WIND、万联证券

图表51：我国近年汽车销量（万辆）

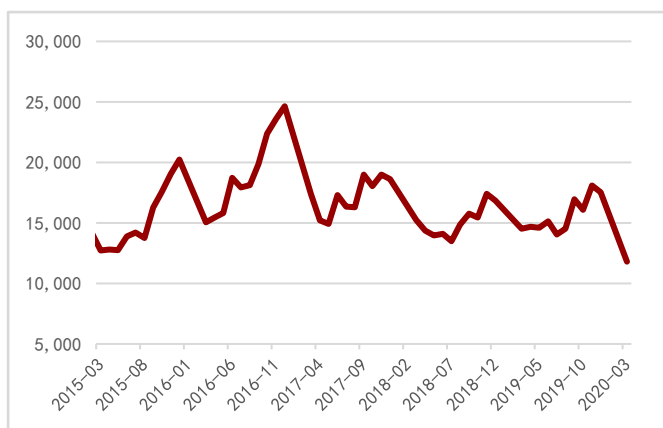


资料来源：WIND、万联证券

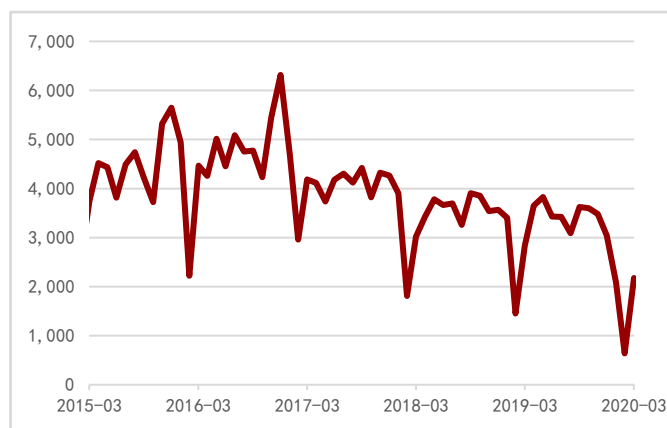
手机方面，近几年手机出货量逐年走低，20年2月甚至跌至638.40万部，尽管三月手机出货量有所回升，但仍处于历史低位，但预计随着5G的不断推广，2020年三四季度手机市场将大幅反弹，或将带动钨需求增长。

图表52：我国近年手机产量（万部）

图表53：我国近年手机出货量（万部）



资料来源: WIND、万联证券



资料来源: WIND、万联证券

公司的钨矿约50%用于优质钢的冶炼,约35%用于生产硬质钢,约10%用于制钨丝,约5%其他用于其他用途。钨可以制造枪械、火箭推进器的喷嘴、切削金属的刀片、钻头、超硬模具、拉丝模等。鉴于国家在20年发射“嫦娥五号”月球探测卫星,实行“绕落回”的关键第三步;并将在20年首次发射火星探测器,实施火星环绕着陆巡视探测;还计划在30年实施小行星、木星探测等多次深空探测任务,以及一直在推进的中国空间站计划,这些项目的顺利实施和不断发展,或将拉动钨的需求上涨,从而改善钨的供需结构,给钨企带来进一步的利好。

4.3 公司部分钨产品价格分析

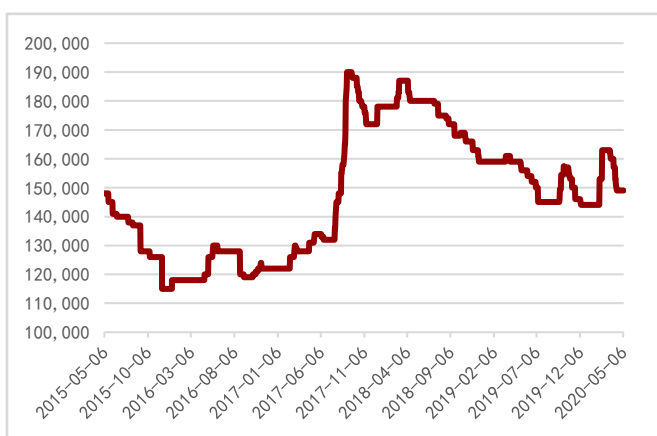
钨铁价格自2017年达到峰值后一路下跌,近期震荡明显;黑钨精矿、APT、钨粉、碳化钨粉、钨条价格在19年达到低点后有所上涨,近期逐步回落。目前,钨价格走势仍处于博弈阶段。

图表54: 黑钨精矿:≥65% (元/吨)



资料来源: WIND、万联证券

图表55: 钨铁:80# (元/吨)



资料来源: WIND、万联证券

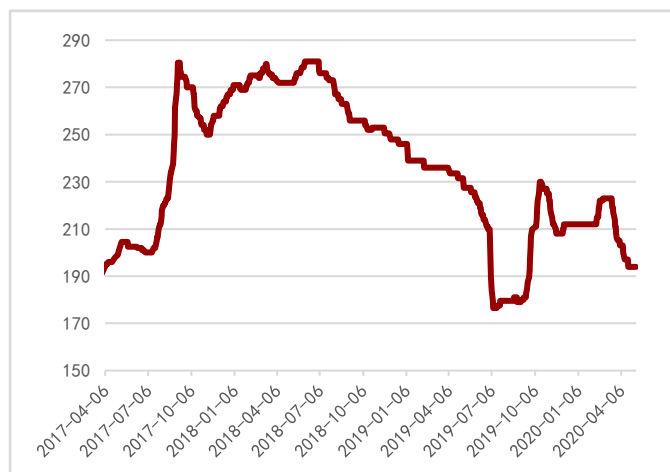
今年春节后,钨价经历一波短暂的上涨,主要因为年后上游企业复工延迟,一时间厂家未复产导致的供应紧张使得持货商有信心抬升价格。但进入三月后,疫情影响仍在,行情逐渐疲弱。国内疫情尚未完全消散,下游企业复工迟于预期,加之海外疫情爆发,导致全球钨产品的流动性变差,海外订单骤减,国内合金及粉末厂家的采购需求大量延后和减少。行情跌至四月中旬,矿企表现出挺价意愿,此时下游小量试探性补货也令价格暂时性持稳。然而,当前整体钨市场依然缺乏明确的需求支撑,上下游对价格的博弈与僵持始仍未停止。

图表56: APT:88.50% (元/吨)

图表57: 钨粉:≥99.7%:2-10um (元/千克)



资料来源: WIND、万联证券

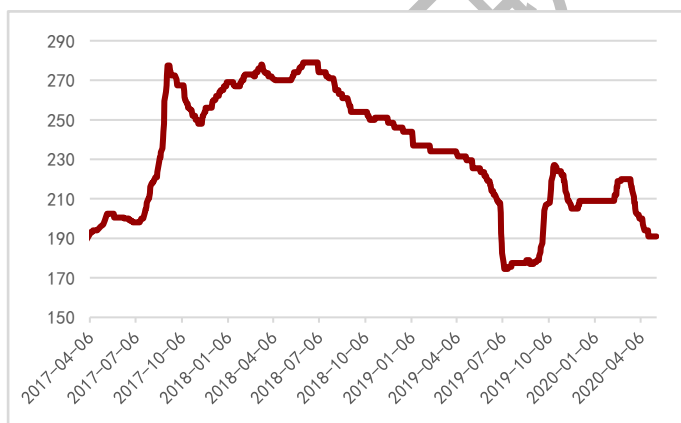


资料来源: WIND、万联证券

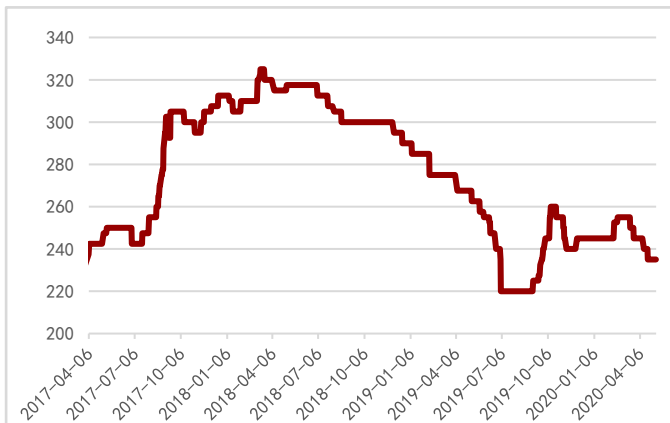
4月, 钨价呈现走低态势, 但随着国内疫情的基本稳定, 国内复产复工正常化, 钨产品价格有望回升。与此同时, 钨市发展前景一片明朗, 未来几年全球钨市场有望快速发展, 这主要受益于钨产品在汽车、航空航天、采矿、国防、金属加工等众多行业中的应用潜力。预计到2025年, 全球钨市场消费额将超85亿美元。预计到2025年, 应用于电子电器终端消费领域的钨市场有望实现8%复合年增长率; 应用于汽车零件领域的钨市场复合年增长率将超过8%。

图表58: 碳化钨粉: ≥99.7%: 2-10um (元/千克)

图表59: 1#钨条: ≥99.95% (元/千克)



资料来源: WIND、万联证券



资料来源: WIND、万联证券

5、业绩预测

预计20-22年公司归母净利润分别为0.50、0.53和0.58亿元, EPS分别为: 0.16、0.18和0.19元, 因公司拥有庞大的稀土资源和钨资源, 以及稀土永磁材料、硬质合金等下游产品的需求增长预期, 首次覆盖给予“增持”评级。

6、风险提示

宏观经济波动、国家行业政策变化、下游需求不及预期。

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,897	3,209	3,422	3,675	营业收入	4,509	4,971	5,383	5,842
货币资金	450	469	484	523	营业成本	4,251	4,693	5,084	5,513
应收票据及应收账款	295	372	397	428	营业税金及附加	54	64	75	89
其他应收款	57	63	67	48	销售费用	22	29	31	34
预付账款	103	94	86	77	管理费用	125	149	161	175
存货	1,839	2,069	2,257	2,477	研发费用	7	10	11	13
其他流动资产	152	142	131	122	财务费用	65	62	61	57
非流动资产	1,031	1,018	995	972	资产减值损失	-13	-8	-11	-9
长期股权投资	182	198	212	223	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	281	245	201	163	投资净收益	18	15	17	19
在建工程	157	174	191	206	资产处置收益	0	0	0	0
无形资产	188	179	171	162	营业利润	89	89	97	111
其他长期资产	223	222	220	219	营业外收入	7	9	8	9
资产总计	3,928	4,226	4,416	4,648	营业外支出	25	21	18	23
流动负债	1,701	1,869	1,934	2,028	利润总额	71	77	86	97
短期借款	975	975	975	975	所得税	33	36	41	45
应付票据及应付账款	465	521	550	598	净利润	37	42	46	52
预收账款	104	129	145	169	少数股东损益	-7	-8	-7	-6
其他流动负债	157	243	263	285	归属母公司净利润	44	50	53	58
非流动负债	386	476	555	640	EBITDA	97	70	68	64
长期借款	320	409	489	574	EPS (元)	0.15	0.16	0.18	0.19
应付债券	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	66	66	66	66	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	2,088	2,345	2,489	2,668	成长能力				
股本	302	302	302	302	营业收入	87.0%	10.2%	8.3%	8.5%
资本公积	2,088	2,088	2,088	2,088	营业利润	129.3%	0.6%	8.5%	14.1%
留存收益	-676	-626	-573	-515	归属母公司净利润	116.6%	12.4%	6.9%	9.5%
归属母公司股东权益	1,718	1,767	1,820	1,878	获利能力				
少数股东权益	122	115	107	101	毛利率	5.7%	5.6%	5.5%	5.6%
负债和股东权益	3,928	4,226	4,416	4,648	净利率	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%
现金流量表					ROE	2.6%	2.8%	2.9%	3.1%
单位：百万元					ROIC	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	34	32	31	43	资产负债率	53.2%	55.5%	56.4%	57.4%
净利润	37	42	46	52	净负债比率	46.1%	48.8%	51.0%	52.0%
折旧摊销	48	45	49	47	流动比率	1.70	1.72	1.77	1.81
营运资金变动	-117	-125	-133	-121	速动比率	0.56	0.56	0.56	0.55
其它	65	70	69	64	营运能力				
投资活动现金流	-74	-37	-31	-29	总资产周转率	1.15	1.18	1.22	1.26
资本支出	-7	-37	-35	-38	应收账款周转率	17.89	16.91	17.27	17.09
投资变动	-73	-15	-14	-11	存货周转率	2.31	2.27	2.25	2.23
其他	6	16	18	20	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-243	24	15	25	每股收益	0.15	0.16	0.18	0.19
银行借款	1,104	89	79	85	每股经营现金流	0.11	0.10	0.10	0.14
债券融资	0	0	0	0	每股净资产	5.69	5.86	6.03	6.22
股权融资	0	0	0	0	估值比率				
其他	-1,347	-65	-64	-60	P/E	198.44	176.57	165.20	150.93
现金净增加额	-283	19	14	39	P/B	5.10	4.95	4.81	4.66
期初现金余额	591	450	469	484	EV/EBITDA	116.69	137.81	143.17	151.70
期末现金余额	358	469	484	523					

资料来源：WIND，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场