

产业全布局，受益稀土价格回升



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——盛和资源（600392）首次覆盖报告

核心观点

❖ **轻重稀土资源兼具，产业上下游一体化。**公司为六大稀土企业集团之一中铝集团的成员单位，2012 年借壳上市之后通过向上游整合实现由单一稀土分离冶炼向上下游资源一体化的转变。公司目前稀土矿资源总量近 5 万吨/年（REO），仅次于国内第一大稀土集团包钢-北方稀土。公司稀土资源结构呈现轻重稀土兼具、海内外市场并举。公司正在推进海外格陵兰矿国内独居石选矿增产项目，随着国内外项目落地，公司稀缺资源储备将进一步提升。

❖ **锆钛业务规模快速增长，副产品独居石为重稀土原料另辟蹊径。**2017 年，公司通过收购海南文盛材料增加锆钛业务和副产品独居石。锆钛采选中副产品独居石中也含有大量的铽、镱等重稀土。由于缅甸离子矿进口不确定性增加，国内以独居石为原料的重稀土分离工艺逐渐增多。2019 年，海南文盛锆钛年产量接近 40 万吨，独居石产量 1 万吨，共贡献营收 27%。公司计划在连云港新建 150 万吨的锆钛选矿项目，拟将选矿处理能力提升 2 倍。

❖ **国内外疫情好转，稀土价格底部回升。**稀土价格目前分化较大，受资源限制的重稀土价格坚挺，但供应宽松的轻稀土价格近年来持续走低。2020 年疫情期间，稀土氧化物代表氧化镨钕价格一度下跌至 26-27 万元/吨，接近稀土分离企业成本线。随着国内外疫情恢复，以及终端稀土磁材需求长期向好，中重稀土价格中长期有望持续回升。6 月份以来，国内稀土氧化物价格不断上涨，截止月末，氧化镨钕价格已经回升近 30 万元/吨。

首次覆盖予以“增持”评级

盈利预测：预计 20-22 年分别实现营收 72、77.3 和 82.3 亿元，分别实现归母净利润 1.02、3.74、4.11 亿元，实现 EPS 分别为 0.07、0.21、0.23 元每股。对比可比公司，行业估值为 50 倍，考虑公司资源中轻稀土比重较高，给与公司 40 倍估值。公司 2020 年 6 月 24 日价格为 7.14 元，对应估值为 33 倍，给与增持评级。

风险提示：稀土政策变化，海外疫情反复

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	6959	7191	7728	8233
+/-%	11.76%	3.32%	7.47%	6.53%
净利润(百万)	102	121	374	411
+/-%	-64.6%	19.4%	208.7%	9.8%
EPS(元)	0.06	0.07	0.21	0.23
PE	123.43	103.42	33.5	30.53

资料来源：公司公告、川财证券研究所；现价为 2020 年 6 月 24 日收盘价

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 材料

报告时间 | 2020/6/28

前收盘价 | 7.14 元

公司评级 | 增持评级

分析师

许惠敏

证书编号：S1100520050002

xuhuimin@cczq.com

联系人

王磊

证书编号：S1100118070008

wanglei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、公司发展进程和股权结构：外延收购实现资源整合	4
1.1 盛和资源发展进程	4
1.2 股权结构：实控人财政部，引入民营股东机制灵活	4
1.3 业务结构：稀土板块营收占比过半	5
二、稀土行业：重稀土资源稀缺、新能源趋势推动需求长期向好	7
2.1 稀土行业分类	7
2.2 稀土供应：重稀土资源受限，轻稀土供应宽松	8
2.3 稀土需求：轻稀土过剩，中、重稀土伴随新能源汽车扩张需求长期向好	11
三、公司资源分布：轻重稀土资源兼备的一体化龙头	13
3.1 公司稀土矿产和冶炼产能分布	13
3.2 锆钛选矿业务	16
四、估值评级：给予“增持”评级	17
风险提示	19
盈利预测	20

图表目录

图 1:	盛和资源公司沿革	4
图 2:	盛和资源股权结构	5
图 3:	公司主营业务收入 (2017-2020Q1)	6
图 4:	公司主营业务收入按品种分部 (2019)	6
图 5:	公司毛利按品种分部 (2019)	6
图 6:	公司各品种毛利率变化 (2017-2019)	6
图 7:	稀土产业链上下游	7
图 8:	稀土产业链上下游	8
图 9:	全球稀土储量分布 (2019)	8
图 10:	全球稀土氧化物产量分布 (2019)	8
图 11:	中国稀土产量占全球比例逐步降低	9
图 12:	中国稀土矿来源分布 (2018)	9
图 13:	中国六大稀土集团	10
图 14:	中国稀土配额 (2018-2020 年第一批)	10
图 15:	稀土进口量占冶炼量比例 (2015-2019)	11
图 16:	缅甸进口占比 (2016-2020.4)	11
图 17:	氧化镨钕价格 (2013-2020.6)	11
图 18:	中国稀土需求分布 (2019)	12
图 19:	全球稀土需求分布 (2019)	12
图 20:	烧结钕铁硼永磁产量 (2013-2019)	13
图 21:	我国新增风电装机容量	13
图 22:	全球新能源汽车产量 (2013-2023E)	13
图 23:	全球新能源车地区变化 (2016-2019)	13
图 24:	稀有稀土金属毛利率 (2013-2023E)	15
图 25:	稀有稀土金属营收变化 (2016-2019)	15
图 26:	稀土氧化物毛利率 (2013-2023E)	15
图 27:	稀有氧化物营收变化 (2016-2019)	15
图 28:	稀土催化剂毛利率 (2013-2023E)	16
图 29:	稀土催化剂营收变化 (2016-2019)	16
图 30:	锆钛毛矿回收独居石工艺	16
图 31:	盛和资源主要产品年度产量	17
图 32:	可比公司估值 (2020 年 6 月 24 日收盘价)	18

一、公司发展进程和股权结构：外延收购实现资源整合

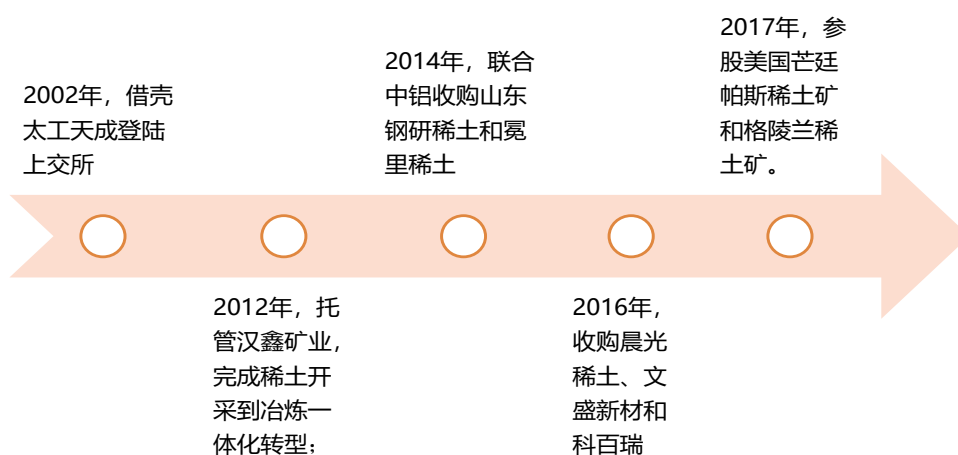
1.1 盛和资源发展进程

盛和资源前身为乐山盛和稀土，地处我国三大轻稀土生产基地之一的四川。公司由财政部下属中国地质科学院矿产资源利用研究所发起，民营企业参与管理经营。2002年，公司借壳太工天成登陆上交所，并改名盛和资源。

公司成立初期，仅具备稀土分离能力，通过近十年资源整合，公司现已成为四川省最大、国内领先的稀土开采和冶炼企业。2012年，公司托管汉鑫矿业（德昌大陆槽稀土矿山），完成稀土开采到冶炼一体化转型；2014年，公司联合中铝收购山东钢研稀土和冕里稀土，进一步保障稀土精矿原料供应。2016年，在行业低迷期，公司完成晨光稀土、文盛新材和科百瑞的股权收购，矿山资源实现轻重稀土兼具，并新增了锆英砂和钛精矿及金红石产能。

公司持续关注海外市场：2017年，公司在境外参股了美国芒廷帕斯稀土矿和格陵兰科瓦内湾稀土矿。通过为芒廷帕斯稀土矿提供技术和销售服务获得稀土精矿原料保障和相应收益。

图 1：盛和资源公司沿革



资料来源：公司官网，川财证券研究所

1.2 股权结构：实控人财政部，引入民营股东机制灵活

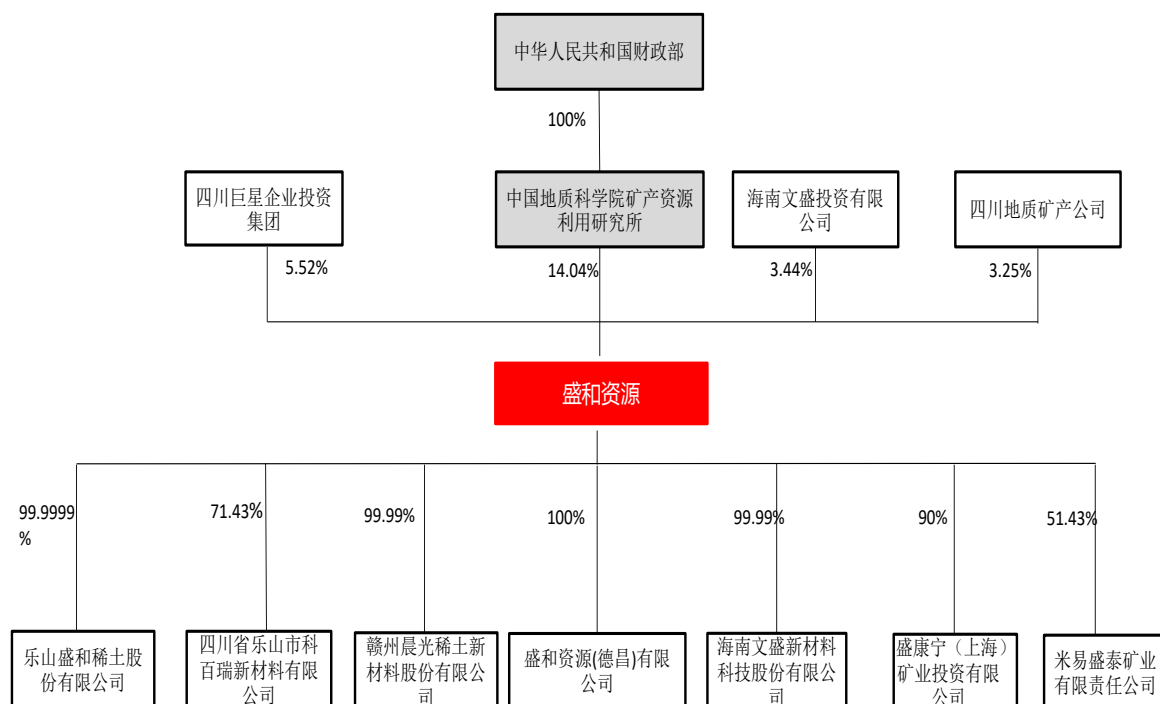
股权方面，公司初期即由财政部下属中国地质科学院矿产综合利用研究所牵头，并逐步引入四川地质矿产局、四川巨星企业投资集团、海南文盛投资有限公司

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

等国企和民营企业。整体股权结构较为分散，截止发稿日，中国地质科学院矿产资源利用研究所持有公司股权 14.04%，维持公司第一大股东地位。公司管理层来自各主要股东投资方，管理机制灵活。

公司是国内稀土行业独具特色的混合所有制上市公司。国有股东成分在公司发展方向上发挥着引导作用，公司日常经营采用市场化机制运作，既有国有成分的政策资源支持，又保持了民营经济成分的市场活力。

图 2：盛和资源股权结构



资料来源：公司年报（2019），川财证券研究所

1.3 业务结构：稀土板块营收占比过半

2017 年公司收购的晨光稀土、文盛新材和科百瑞并表之后，公司整体营收由此前 10 亿元/年扩张至 65 亿元/吨，2020 年公司营收计划维持 65 亿元左右。根据 2019 年年报数据，公司营收中 70% 源自稀土金属和下游氧化物，16% 源自锆钛板块，8% 源自独居石，剩下约 6% 源自稀土催化剂和其他一些业务。

利润方面，稀土金属和下游氧化物利润占比 53%，锆钛板块占比 16%，独居石占比 16%，其他业务占比 15%。

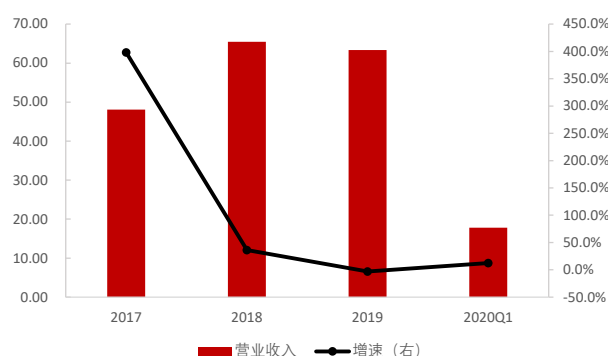
利润方面，随着近年国内外稀土供应增加，稀土及其氧化物行业利润持续收窄。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019 年，公司净利润 2.11 亿元，同比下滑 15%。2020 年一季度，受疫情冲击，公司单季度净利润 0.11 亿元，同比下滑 69%。不过，随着稀土氧化物价格跌至行业平均成本线，稀土行业利润有望筑底回升。

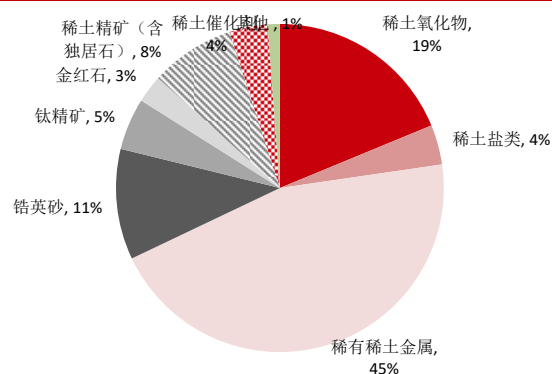
由于国内重稀土资源稀缺，且公司矿产资源大于分离能力，公司未来将重点开发独居石资源，并逐步配套下游分离能力。

图 3：公司主营业务收入（2017-2020Q1）



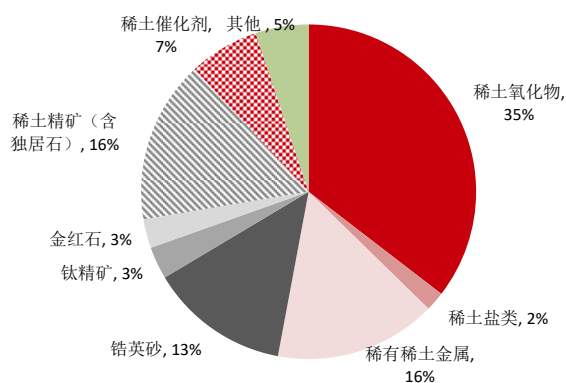
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 4：公司主营业务收入按品种分部（2019）



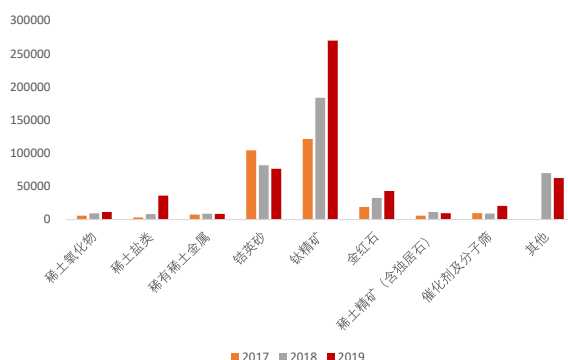
资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 5：公司毛利按品种分部（2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 6：公司各品种毛利率变化（2017-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；

期向好

2.1 稀土行业分类

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。自然界中有250种稀土矿。根据稀土元素原子电子层结构和物理化学性质，以及它们在矿物中共生情况和不同的离子半径可产生不同性质的特征，稀土元素通常分为二组。轻稀土：镧、铈、镨、钕、钷、钆、铽、镱；重稀土：铈、镨、钕、钷、钆、铽、镱、镱、镱、镱、钪、钇。

稀土由于储量稀少、不可再生、分离提纯和加工难度较大而十分珍贵，稀土下游广泛运用到农业、工业、军事等行业，是新材料制造的重要原料资源。稀土矿包含多种元素在一起，而且这些元素在元素周期表中离得很近，化学和物理性质比较相似，需要对每个元素进行单独分离。

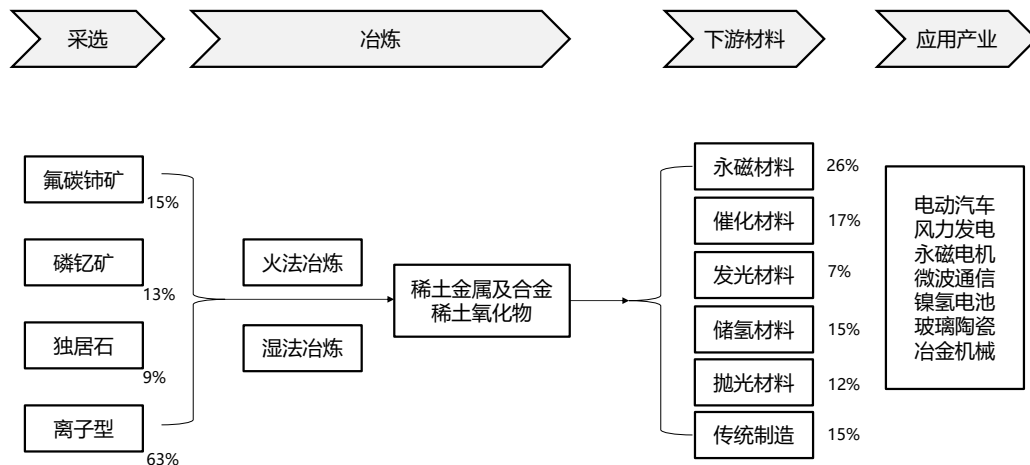
图 7: 稀土产业链上下游

大类	稀土元素	主要用途
轻稀土	镧 (La)	炼油厂用高折射率耐碱玻璃、火石、储氢材料、电极、照相机镜头、催化裂化催化剂
	铈 (Ce)	化学氧化剂、抛光粉、玻璃和陶瓷着色、自洁炉催化剂、炼油厂用催化裂化催化剂、打火机用铁铈火石
	镨 (Pr)	稀土磁体、激光、碳弧照明芯材、玻璃搪瓷着色剂、焊接护目镜的钕玻璃添加剂
	钕 (Nd)	稀土磁体、激光、玻璃和陶瓷的紫罗兰色着色剂、钕玻璃、陶瓷电容器
	钆 (Pm)	核电池、发光涂料
	钐 (Sm)	稀土磁体、激光、中子俘获器、脉泽器、核反应堆控制棒
重稀土	铕 (Eu)	红色和蓝色荧光粉、激光、水银蒸气灯、荧光灯、核磁共振弛豫剂
	钆 (Gd)	高折射率玻璃或石榴石、激光、X射线管、计算机存储器、中子捕获、磁共振成像对比剂、核磁共振弛豫剂、磁致伸缩合金
	铽 (Tb)	钕基磁体、绿色荧光粉、激光、荧光灯(作为白光三带荧光粉涂层的一部分)、特芬诺-D等磁致伸缩合金、海军声纳系统、燃料电池稳定器中的添加剂
	镝 (Dy)	钕基磁体、激光、特芬诺-D等磁致伸缩合金、硬盘驱动器中的添加剂
	钬 (Ho)	激光光谱光度计的波长校准、磁铁
	铒 (Er)	红外激光、钕钢、光纤
	铥 (Tm)	便携式x光机、金属卤化物灯、激光
	镱 (Yb)	红外激光、化学还原剂、诱饵照明弹、不锈钢、应力计、核医学、地震监测
	镥 (Lu)	PET扫描探测器、高折射率玻璃、荧光粉用钽酸镥基质、炼油厂用催化剂、发光二极管灯泡
	钪 (Sc)	航空航天用轻质铝钪合金、金属卤化物灯和汞蒸气灯中的添加剂、炼油厂的放射性示踪剂
	钇 (Y)	激光、荧光粉、高温超导体、钇稳定氧化锆、微波滤波器、钢铁添加剂、癌症治疗

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

资料来源：中国稀土行业协会、川财证券研究所

图 8：稀土产业链上下游



资料来源：中国稀土行业协会、川财证券研究所

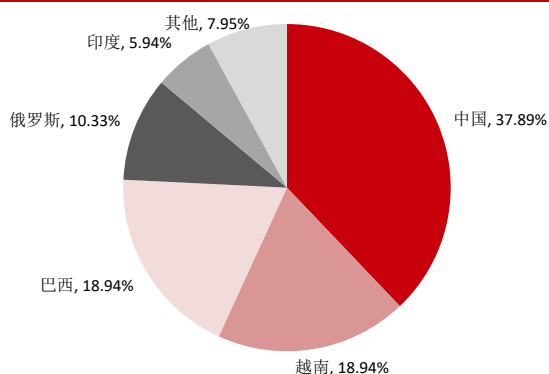
2.2 稀土供应：重稀土资源受限，轻稀土供应宽松

全球稀土资源总储量约为 1.2 亿吨，且资源较为集中。其中中国储量为 4400 万吨，占比约 37.8%，越南、巴西、俄罗斯储量分别占比 19%、19%和 10%。四国储量合计占比 88%，集中度较高。

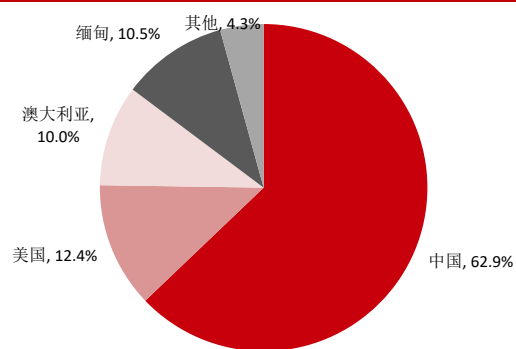
中国稀土产量同样位居全球第一。2019 年全球稀土矿产量 21 万吨，中国稀土矿产量 13.2 万吨，占比 63%；美国、缅甸、澳大利亚分别占比 12%、10.5%、10%。2017 年以来，随着美国、澳大利亚等新增产能释放，中国稀土产量占比有所降低。2016 年之前，中国稀土及其氧化物产量占全球 80%以上，2018 年之后，这一比例降低至 60%。

图 9：全球稀土储量分布（2019）

图 10：全球稀土氧化物产量分布（2019）

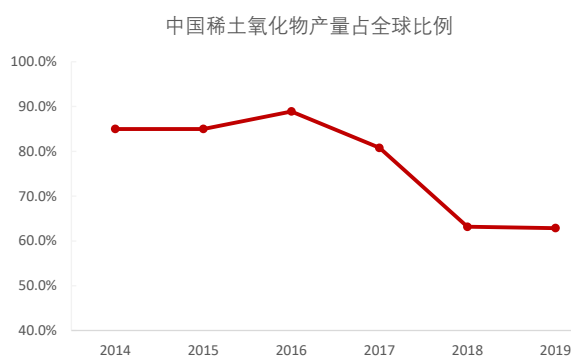


资料来源：USGS，川财证券研究所；单位：%



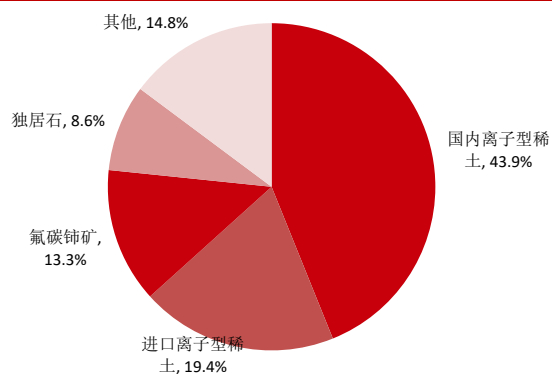
资料来源：USGS，川财证券研究所；单位：%

图 11：中国稀土产量占全球比例逐步降低



资料来源：USGS，川财证券研究所；单位：%

图 12：中国稀土矿来源分布（2018）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

尽管国内稀土资源丰富，但结构上轻稀土居多，重稀土少。国内稀土资源主要集中在内蒙古包头白云鄂博矿区，已探明稀土储量 REO 为 3500 万吨，占全国比例 80%，是国内轻稀土最主要的生产基地。中重稀土主要集中在江西赣州地区、广东粤东地区、广西、福建、湖南等地。随着南方重稀土资源可开采量下降，进口离子矿成为南方地区总要原矿补充。

为提高资源使用效率，打击非法无证开采，2001 年由工信部牵头制定了稀土大集团组建方案，形成了“5+1”南北六大稀土格局。其中的“1”是指北方稀土，整合内蒙古、甘肃的稀土资源和企业。而“5”则是指中国铝业、厦门钨业、中国五矿、广东稀土和南方稀土，整合是江西、湖南、广东、福建、云南、广西、江苏、山东、四川等地的稀土资源和企业。盛和资源依托中国铝业平台实现四川地区稀土资源整合。国内稀土开采和冶炼分离指标是统一由六大稀土集团来进行分配。

图 13： 中国六大稀土集团

六大稀土集团	相关上市公司	主要整合区域	资源类型
中国五矿	五矿稀土	湖南、广东、福建、云南	重稀土
中铝公司	中国稀土（港股）盛和资源	广西、江西、四川、山东	轻稀土
北方稀土	北方稀土、包钢股份	内蒙古、甘肃	重稀土
厦门钨业	厦门钨业	福建	重稀土
南方稀土	江西铜业	江西、四川	重稀土、轻稀土
广东稀土	广晟有色、中色股份	广东	重稀土

数据来源：工业和信息化部，川财证券研究所

近年来稀土分离指标逐渐宽松，2019 年分离指标量 13.2 万吨，较 2018 年增长 1.2 万吨。2020 年第一批稀土指标 6.6 万吨，较去年同期增长 10%。国内冶炼和分离指标连续增长，海外矿山供应 2018 年起大量恢复，稀土价格近年来持续走弱。

图 14： 中国稀土配额（2018-2020 年第一批）

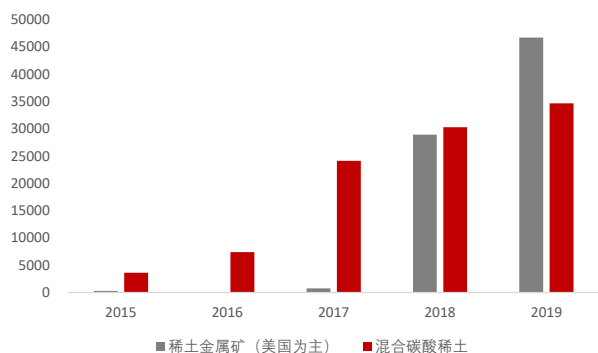
单位	2018年合计 稀土矿指标	2019年第一批 稀土矿指标	2019年第二批 稀土矿指标	2019年合计 稀土矿指标	2020年第一批 稀土矿指标	同比 稀土矿指标
合计	120000	60000	72000	132000	66000	6000
五矿稀土集团有限公司	2010	1005	1005	2010	1005	0
中国稀有稀土股份有限公司	14350	7175	9675	16850	8425	1250
中铝广西有色崇左稀土开发有限公司	2500	1250	1250	2500	1250	0
中国钢研科技集团有限公司	3600	1800	2300	4100	2050	250
盛和资源控股股份有限公司	8250	4125	6125	10250	5125	1000
中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司	69250	34625	36125	70750	35375	750
中国南方稀土集团有限公司	28250	14125	22125	36250	18125	4000
赣州稀土矿业有限公司	8500	4250	4250	8500	4250	0
四川江铜稀土参控股企业	19750	9875	17825	27750	13875	4000
广东省稀土产业集团有限公司	2700	1350	1350	2700	1350	0
广晟有色金属有限公司	2700	1350	1350	2700	1350	0
厦门钨业股份有限公司	3440	1720	1720	3440	1720	0

数据来源：自然资源部，工业和信息化部，川财证券研究所

进口方面，我国主要从缅甸、马来西亚、美国等国家进口离子矿和稀土氧化物作为国内资源补充。2019 年我国进口稀土金属矿 4.67 万吨，同比增加 61%，其中几乎全部为美国矿，美国矿成为中国轻稀土资源的补充之一；自 2016 年国内资源减少叠加环保供给侧，缅甸离子矿进口成为国内中重稀土资源重要补充渠道，缅甸矿一度占到中国进口中重稀土配额的 80% 以上。2019 年，我国进口混合碳酸稀土 3.47 万吨，但随着缅甸 2019 年 5 月开始出口受限，缅甸矿进口占比当年回落至 45%。

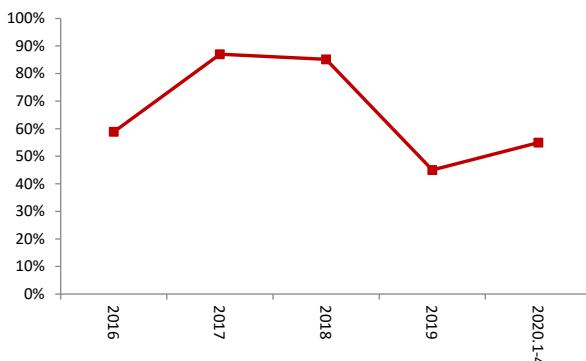
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 15：稀土进口量占冶炼量比例（2015-2019）



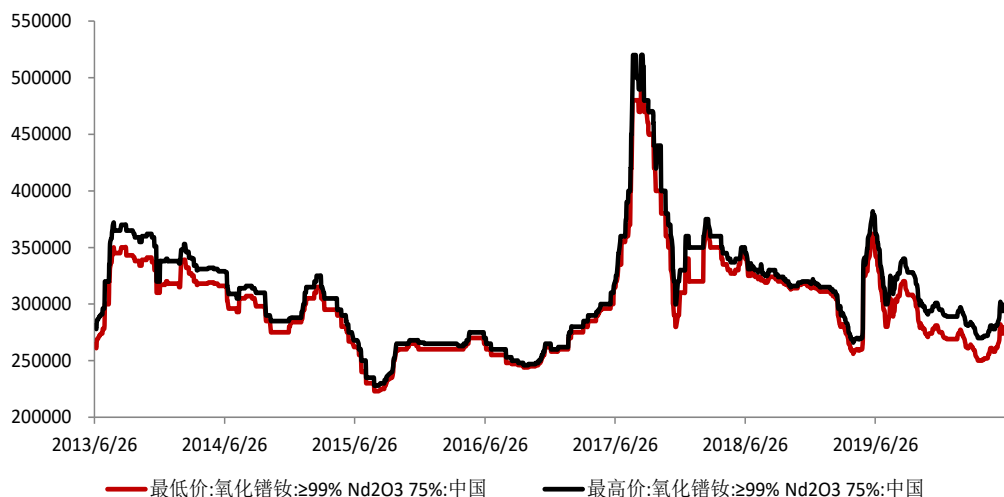
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 16：缅甸进口占比（2016-2020.4）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 17：氧化镨钕价格（2013-2020.6）



资料来源：Wind，川财证券研究所

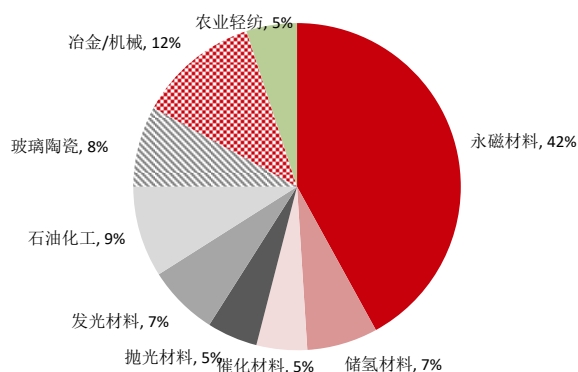
2.3 稀土需求：轻稀土过剩，中、重稀土伴随新能源汽车扩张需求长期向好

稀土下游需求主要包括永磁材料、催化材料、抛光材料和玻璃、石化、冶金等传统行业。受益于新能源车、风电和节能家电行业近年来高速增长，永磁材料在国内稀土下游需求最大比例。2019年，这一系数约20%-30%（国内占比40%以上）。随着新能源车比例未来持续扩大，永磁材料需求中长期向好。催化材料主要用于汽车尾气净化和石油硫化裂化等稀土传统应用领域；催化材料、抛光材料和玻璃、石化、冶金等传统行业近年来需求保持平稳。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

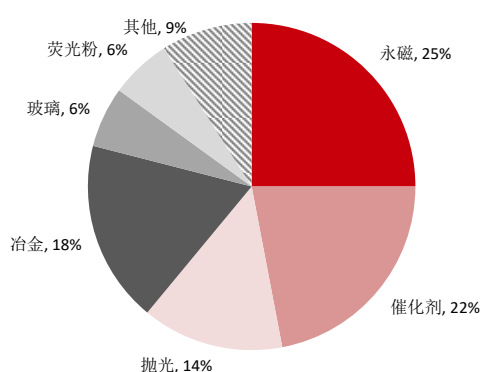
分国家看，稀土消费市场主要在中国和日本，中国和日本消费量占全球消费总量的 57%和 21%，其次是美国和欧洲，比例为 8%。但各国需求之间有一定差异，国内需求最大领域为永磁材料，日本需求则以抛光粉和永磁材料为主，美国和欧洲需求以催化剂、玻璃陶瓷、合金为主。

图 18：中国稀土需求分布（2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

图 19：全球稀土需求分布（2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

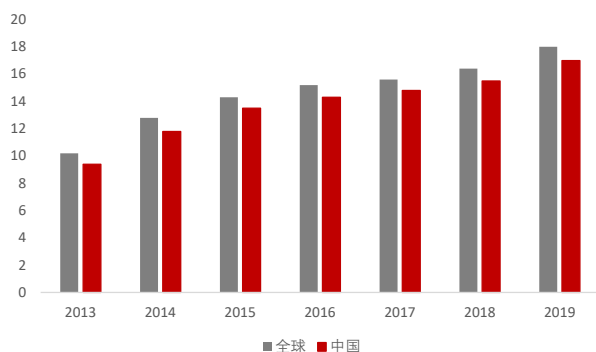
永磁是相对于软磁来说，是指一经磁化即能保持恒定磁性的材料。相较于其他永磁材料，稀土永磁具有既可达到传统电励磁电机所无法比拟的高性能，又可以制成能满足特定运行要求的特种电机，因此主要用于新能源和节能领域。

永磁稀土材料分为钕钴永磁材料和钕铁硼永磁材料，钕铁硼是永磁目前产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料。目前，中国钕铁硼永磁材料产量占全球 90% 左右，是全球最大的生产国和出口国。全国永磁生产企业众多，且行业分化较大，低端产能供应过剩，高端产能仍在扩张。

根据金力永磁在其招股说明书中统计，目前国内钕铁硼永磁材料下游中，31% 为风力发电行情，15% 为新能源汽车、10% 为节能空调、9% 为智能电梯、30% 为消费电子。

受 2021 年之后海上风电国家补贴取消影响，2020 年以来风电行业出现抢装期，带动永磁材料需求爆发式增长。根据伍德麦肯兹统计，2019 年我国新增风电装机容量 2574 万千瓦，2020 年有望达到 5923 万千瓦。风电需求短期虽然火爆但正在透支其长期增长力。受疫情影响，出口、新能源车行业短暂进入低迷期，随着 2021 年欧洲地区新能源车需求恢复，永磁材料需求将回到高速增长期。

图 20：烧结钕铁硼永磁产量（2013-2019）



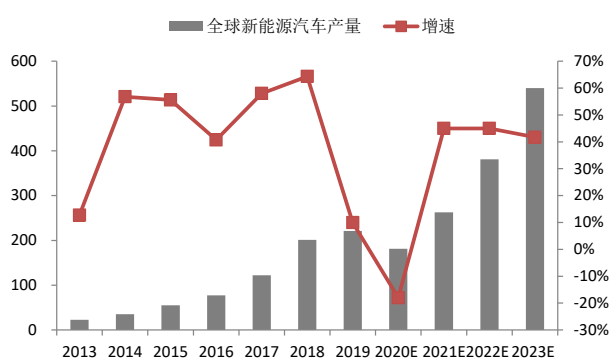
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万吨

图 21：我国新增风电装机容量



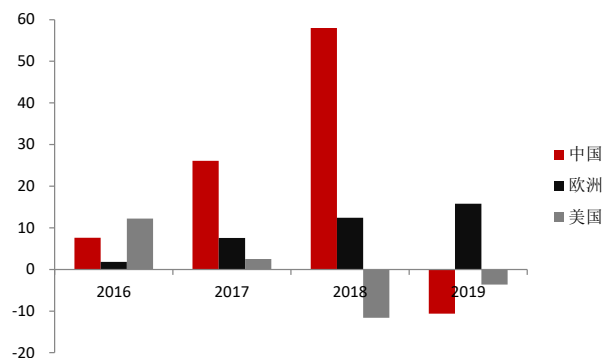
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：万千瓦

图 22：全球新能源汽车产量（2013-2023E）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：百万辆

图 23：全球新能源车地区变化（2016-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

三、盛和资源：轻重稀土资源兼备的一体化龙头

公司目前拥有稀土和锆钛两大主业。稀土业务已经形成了从矿山开采、冶炼分离到深加工较为完整的产业链，实现了国内、国外的双重布局。锆钛业务目前主要集中在选矿端。

3.1 公司稀土矿产和冶炼产能分布

通过上游收购扩张，公司目前拥有稀土矿产资源总量近 4-5 万吨/年（REO，稀土氧化物），仅次于国内第一大稀土集团包钢-北方稀土。其中，国内四川本地配额内产能约 9000 吨，美国芒廷帕斯矿山包销产能 3 万吨，独居石资源产能约 1 万吨（后两者不占用配额）。资源结构上以轻稀土资源为主，重稀土资源比重逐步增加。公司正在推进国内独居石稀土冶炼（重稀土）和海外格陵兰

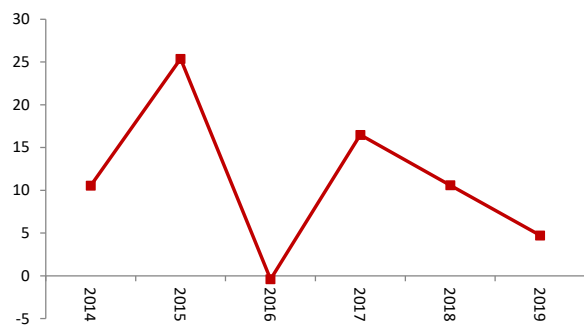
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

矿项目，随着国内外项目落地，公司资源稀缺性将进一步提升。

- **四川汉鑫矿业**为乐山盛和托管经营公司，拥有位于德昌县大陆槽稀土矿的采矿权。德昌县大陆槽稀土矿矿产储量 70 万吨，是我国第三大稀土矿；**冕里稀土**为公司联营企业，盛和资源直接持有冕里稀土 36% 股权，通过联营企业中铝间接持有其 15% 股权。冕里稀土主要资产为羊房沟稀土矿山。四川地区矿山主要产品为氟碳铈精矿，根据 2020 年工信部发放的配额为 11275 吨/年，折合稀土氧化物约 9000 万吨。
- **美国芒廷帕斯**矿山为公司参股矿山，通过参与投后管理、技术支持，并实现产品包销。2017 年 6 月，公司孙公司“新加坡国贸”联合境外机构 MPMO 联合竞标并成功获取境外矿山 Mountain Pass 的采矿权和相关专利使用权的租赁权。2018 年该矿山开始复产并实现对外销售。2019 年 5 月，该矿山生产已趋于稳定。现已实现稳定年产量 3 万吨 REO，该矿山产量和进口量不占用公司配额。
- **格陵兰矿物资源公司**为乐山盛和参股企业，主营业务包括矿产资源的勘探和开采，通过全资子公司 GME 拥有位于格陵兰岛南部的科瓦内项目湾。该项目湾矿产资源丰富，目前已经提交采矿权申请，但何时能够批准尚未有明确时间。

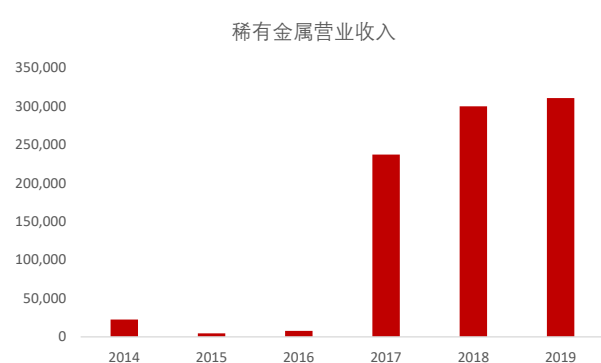
近年国内重稀土原矿主要依赖缅甸等国的进口，但缅甸进口不确定性增加。独居石中也含有大量的钽、镨，独居石资源提供的重稀土比例正在增加。公司海南文盛目前每年可以供应 1 万吨左右的独居石。2020 年，公司计划将独居石产销量从 1 万吨提升到 1.2 万吨。同时，公司计划在连云港新建 150 万吨的锆钛选矿项目（独居石为副产品），拟将选矿处理能力提升 2 倍，该项目尚需等待董事会批准。

图 24：稀有稀土金属毛利率（2013-2023E）



资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 25：稀有稀土金属营收变化（2016-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

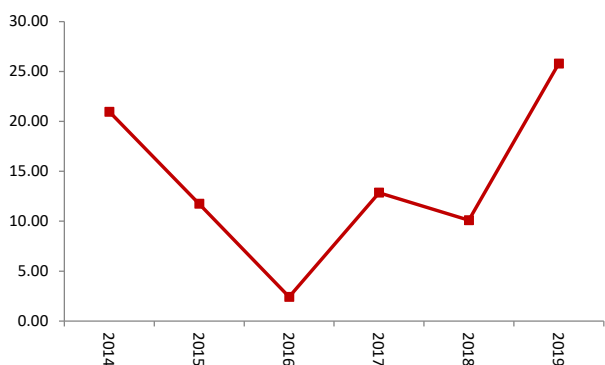
稀土分离环节，公司生产主体为四川乐山盛和、科百瑞，和赣州晨光稀土：

四川板块包含乐山盛和科百瑞，均主要从事轻稀土的分离。其中乐山盛和稀土冶炼分离产能 5500 吨，是四川省最主要的稀土分离企业。科百瑞设计产能 3000 吨/年，包括两种模式：一是购进稀土氧化物，生产稀土金属后对外销售；二是提供受托加工服务，收取加工费。

晨光稀土公司以南方离子型稀土矿、独居石氯化片、钕铁硼和荧光粉废料等为主要原料。晨光稀土现有产能为 8000 吨/年，公司正在推进晨光稀土投资建设“年产 12000 吨稀土金属及合金智能化技改项目”，将新增年产 4000 吨稀土金属及合金生产能力。

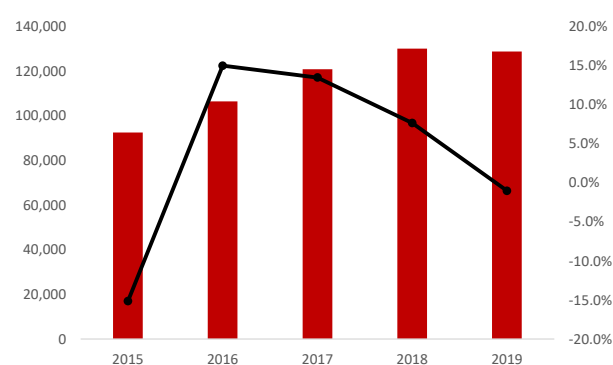
公司稀土催化剂业务的经营主体为四川润和。稀土催化剂主要用于炼油、石油化工、精细化工以及环保等行业。2019 年，稀土催化剂营收约占公司总比重 7%，客户为国内地方炼油企业，部分出口。该行业需求稳定但较为小众，近年来毛利率维持在 20% 以上高位。

图 26：稀土氧化物毛利率（2013-2023E）



资料来源：Wind，川财证券研究所；

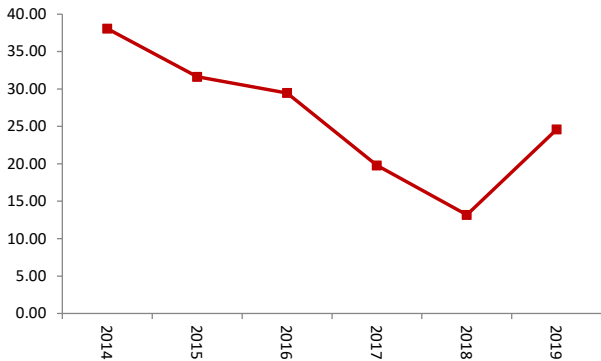
图 27：稀有氧化物营收变化（2016-2019）



资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

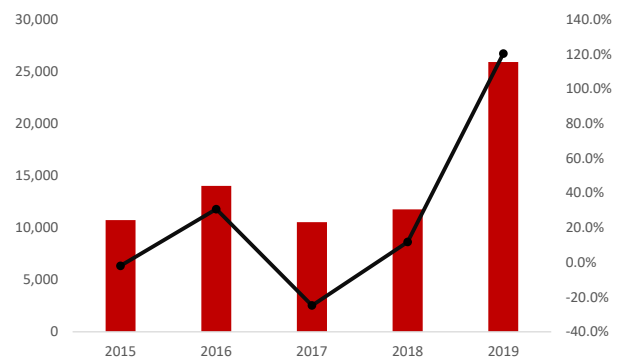
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 28：稀土催化剂毛利率（2013-2023E）



资料来源：Wind，川财证券研究所；

图 29：稀土催化剂营收变化（2016-2019）

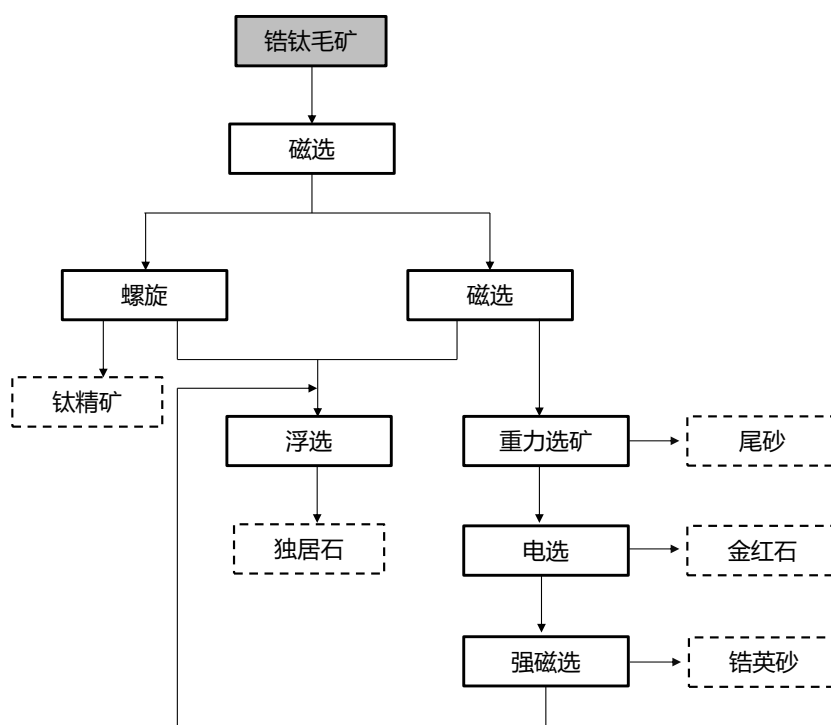


资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：%

3.2 锆钛选矿业务

公司的锆钛选矿业务集中海南板块，经营主体为海南文盛。海南文盛新材具备年产 75 万吨锆英砂、钛精矿和金红石的产能。公司从境外进口锆钛毛矿、中矿等海滨砂矿，在境内进行分选，产出锆英砂、钛精矿、金红石、独居石、石榴子石、蓝晶石等，对外销售。2019 年，公司锆钛销量近 39 万吨，2020 年计划完成产销量 40 万吨。同时，公司连云港年处理 150 万吨原料锆钛选矿项目正在推进，届时，公司锆钛和独居石产量均有望得到提升。

图 30：锆钛毛矿回收独居石工艺



资料来源：百度百科、川财证券研究所

图 31：盛和资源主要产品年度产量

	2016	2017	2018	2019
稀土氧化物	5207	5876	9476	11609
稀土盐类	2718	3098	8210	36109
稀有稀土金属	—	7417	8929	8642
稀土及其氧化物	7925	8974	17686	47718
锆英砂	—	104377	81830	76692
钛精矿	—	121637	183669	269862
金红石	—	18966	32751	43191
稀土精矿（含独居石）	—	5944	11458	9663
催化剂及分子筛	13878	9579	9039	20749
其他	—	14	70263	62628

资料来源：公司公告、川财证券研究所

四、估值评级：给予“增持”评级

根据公司 2019 年公告，我们对公司主要产品产销量和价格做如下假设：

销量方面，公司现有稀土资源产量约 5 万吨/年 REO，由于格陵兰矿推进时间不确定，其产量暂不做考虑。2021 年公司稀土氧化物产量增量主要来自赣州晨光新增 4000 吨分离产能。连云港独居石 150 万吨的锆钛选矿项目预计从

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2022 年开始贡献部分产量。对应 2020、2021，和 2022 年稀土氧化物产量为 5 万吨、5.4 万吨、和 5.6 万吨。

价格方面，2019 年氧化镨钕均价为 39 万元/吨。2020 年年初氧化镨钕一度跌至 36 万吨成本底部，现恢复至 30 万吨/年，预计全年均价 35 万吨。2021 年之后，国内风电抢装需求放缓，但海外新能源车开始恢复，预计氧化镨钕 2021-2022 年度均价为 37 万元/吨和 40 万元/吨。锆英砂、钛精矿、金红石价格弹性不大，假设这部分产品价格与 2019 年持平。

综上，预计 20-22 年分别实现营收 72、77.3 和 82.3 亿元，分别实现归母净利润 1.02、3.74、4.11 亿元，实现 EPS 分别为 0.07、0.21、0.23 元每股。对比可比公司，行业估值为 50 倍，考虑公司资源中轻稀土比重较高，给与公司 40 倍估值。公司 2020 年 6 月 24 日价格为 7.14 元，对应估值为 33 倍，给与增持评级。

图 32：、可比公司估值（2020 年 6 月 24 日收盘价）

	股价	市值	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600549.SH 厦门钨业	11.75	165.2	0.26	0.25	0.37	46.02	47.8	31.9
600111.SH 北方稀土	9.41	341.87	0.18	0.14	0.18	53.29	66.5	53.1
600259.SH 广晟有色	30.2	91.14	0.10	0.17	0.18	303.83	182.37	172.08
行业平均估值			50倍					

资料来源：Wind、川财证券研究所、数据取 wind 一致预期

风险提示

稀土政策变化

稀土行业由于相对敏感，短期受政策影响较大。稀土相关政策包括：进出口关税、打黑、收储等等。

海外疫情反复

海内外疫情反复仍是整体经济复苏最大不确定性。

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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7154	7695	7951	8429	营业收入	6960	7191	7728	8233
现金	1057	956	990	979	营业成本	5973	6745	6939	7398
应收账款	740	784	846	912	营业税金及附加	23	23	23	23
其他应收款	155	143	160	168	营业费用	92	85	87	86
预付账款	276	371	361	393	管理费用	179	186	184	185
存货	4437	5000	5151	5494	财务费用	153	134	133	117
其他流动资产	489	440	442	485	资产减值损失	-190	-138	-155	-150
非流动资产	2296	2149	1982	1856	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	186	167	174	172	投资净收益	4	2	3	3
固定资产	536	517	460	397	营业利润	146	158	520	576
无形资产	316	233	146	59	营业外收入	32	23	26	25
其他非流动资产	1256	1231	1203	1227	营业外支出	8	7	7	7
资产总计	9449	9843	9933	10285	利润总额	169	174	539	593
流动负债	3751	4047	3855	3888	所得税	58	50	160	179
短期借款	2015	2357	2111	2119	净利润	112	123	379	415
应付账款	905	745	799	781	少数股东损益	10	2	5	4
其他流动负债	831	945	945	988	归属母公司净利润	102	121	374	411
非流动负债	219	172	82	1	EBITDA	406	389	753	794
长期借款	149	95	8	-73	EPS (元)	0.06	0.07	0.21	0.23
其他非流动负债	70	76	75	74	主要财务比率				
负债合计	3971	4219	3937	3889	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	201	203	208	212	成长能力				
股本	1755	1755	1755	1755	营业收入	11.8%	3.3%	7.5%	6.5%
资本公积	2110	2110	2110	2110	营业利润	-58.9%	8.5%	229.1%	10.8%
留存收益	1379	1555	1922	2317	归属于母公司净利润	-64.6%	19.4%	208.7%	9.8%
归属母公司股东权益	5278	5421	5788	6183	获利能力				
负债和股东权益	9449	9843	9933	10285	毛利率(%)	14.2%	6.2%	10.2%	10.1%
单位:					净利率(%)	0.9%	1.5%	1.7%	4.8%
百万元					ROE(%)	1.9%	2.2%	6.5%	6.6%
现金流量表					ROIC(%)	3.4%	3.2%	7.1%	7.1%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	647	-290	436	142	资产负债率(%)	42.0%	42.9%	39.6%	37.8%
净利润	112	123	379	415	净负债比率(%)	55.33%	59.70%	55.22%	54.12%
折旧摊销	107	98	100	101	流动比率	1.91	1.90	2.06	2.17
财务费用	153	134	133	117	速动比率	0.71	0.65	0.71	0.74
投资损失	-4	-2	-3	-3	营运能力				
营运资金变动	132	-743	-149	-470	总资产周转率	0.76	0.75	0.78	0.81
其他经营现金流	147	101	-24	-18	应收账款周转率	8	8	8	8
投资活动现金流	-159	-21	83	49	应付账款周转率	8.97	8.18	8.99	9.37
资本支出	67	0	0	0	每股指标(元)				
长期投资	54	34	-11	4	每股收益(最新摊薄)	0.06	0.07	0.21	0.23
其他投资现金流	-37	13	72	52	每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	-0.16	0.25	0.08
筹资活动现金流	-310	210	-485	-201	每股净资产(最新摊薄)	3.01	3.09	3.30	3.52
短期借款	400	341	-246	8	估值比率				
长期借款	-115	-54	-87	-81	P/E	123.43	103.42	33.50	30.53
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.37	2.31	2.17	2.03
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	33	34	18	17
其他筹资现金流	-595	-78	-152	-129					
现金净增加额	180	-101	34	-11					

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004