

2021年02月18日

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

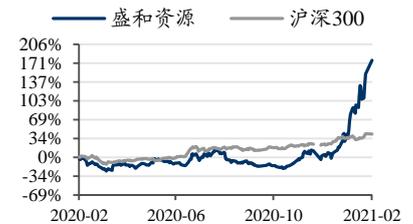
高成长的稀土行业龙头 买入 (首次)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,960	8,733	13,216	14,694
同比 (%)	11.8%	25.5%	51.3%	11.2%
归母净利润 (百万元)	102	284	1,079	1,501
同比 (%)	-64.6%	180.0%	279.5%	39.1%
每股收益 (元/股)	0.06	0.16	0.61	0.86
P/E (倍)	395.18	141.14	37.19	26.73

投资要点

- 盛和资源: 领军稀土行业。**盛和资源是集研发、生产、应用于一体的混合所有制国际化公司, 主要产品包括稀土精矿、稀土氧化物、稀土化合物、稀土金属、稀土催化材料等, 广泛应用于新能源、新材料、航空航天、军工、电子信息等领域。公司成立于2001年, 2013年通过借壳太工天成上市。公司股权稳定, 国有控股, 日常经营采取市场化机制。
- 稀土行业: 需求驱动, 政策为辅, 景气新周期。**需求端: 稀土需求主要为永磁材料, 以钕铁硼为主。下游主要集中在汽车 (50%)、风电 (10%) 和变频空调 (8.4%)。2020年下半年以来, 受益政策刺激和恢复性增长, 汽车、风电和变频空调领域增速都保持较高水平。我们预测到2025年, 我国氧化镨钕需求达到4.3万吨, 2020-2025年复合增速高达14.5%。供给端: 2006-2020年我国稀土开采控制总量年复合增速仅为3.5%, 轻、中重稀土增速分别为3.2%、6.0%。2021年1月15日, 工业和信息化部起草了《稀土管理条例 (征求意见稿)》, 上升到立法高度来规范稀土行业的发展。
- 锁定国内外矿山供给, 未来产能持续扩大。**公司通过投资并购积极布局稀土全产业链, 目前已经打通了原矿采选 (上游)、冶炼分离 (中游) 和加工应用 (下游) 三个业务环节。公司在中国境内没有自有矿山, 主要通过托管与参股的方式间接获得矿山开采权; 公司通过海外投资并购的形式获得海外稀土矿源。公司目前现有稀土分离能力约15000吨/年, 稀土金属加工能力12000吨/年, 总计年产能27000吨, 处于同业较高水平。扩产完成后, 公司预计2022年合计产能达到37000吨。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计2020/2021/2022年公司收入分别为87.3/132.2/146.9亿元, 增速分别为25.5%/51.3%/11.2%; 归母净利润分别为2.8/10.8/15.0亿元, 增速分别为180%/280%/39%。对应PE分别为141/37/27x。考虑公司终端需求新能源汽车、风电和变频空调景气度高增, 稀土行业供给逐渐透明化、规范化, 供给刚性或将长期维持; 公司晨光稀土、科百瑞两项扩产计划逐步实现, 公司有望实现2022年开采、加工产能合计37000吨。稀土行业供需结构向好叠加公司大幅扩产, 故首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期; 公司扩产计划不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.86
一年最低/最高价	6.17/22.86
市净率(倍)	7.31
流通 A 股市值(百万元)	40123.12

基础数据

每股净资产(元)	3.13
资产负债率(%)	43.58
总股本(百万股)	1755.17
流通 A 股(百万股)	1755.17

相关研究

内容目录

1. 盛和资源：领军稀土行业	4
1.1. 发展历程：二十年专注稀土产业	4
1.2. 股权结构：国有民营双重身份，国内国外双重布局	4
1.3. 营业收入稳定增加，预计利润转降为升	5
2. 稀土行业：需求驱动，政策为辅，景气新周期	6
2.1. 需求端：稀土永磁先行，新能源汽车、空调和风电多点驱动	6
2.1.1. 需求主力军：永磁体	6
2.1.2. 增长驱动力：新能源车+节能+风电	8
2.2. 供给端：我国具备全球竞争优势，供给刚性	11
2.2.1. 我国稀土资源禀赋优异	11
2.2.2. 我国稀土供给刚性，增长缓慢	12
2.3. 政策端：立法护航，维持总量指标控制	14
3. 锁定国内外矿山供给，未来产能持续扩大	16
3.1. 布局海内外矿产资源，稳定原材料供应	16
3.2. 区位优势明显，冶炼加工技术保持领先	18
3.3. 两年内产量大幅提升，利润可观	21
4. 盈利预测、估值与投资建议	22
5. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司历史沿革.....	4
图 2: 公司股权架构 (2021 年 2 月 18 日)	5
图 3: 营业收入稳步增长 (单位: 亿元)	6
图 4: 净利润预计转降为升 (单位: 亿元)	6
图 5: 2019 年公司稀土产品营业收入结构.....	6
图 6: 2019 年公司主要稀土产品毛利率.....	6
图 7: 我国稀土行业下游产值占比 (2019 年)	6
图 8: 全球稀土消费结构 (消费量) -2019 年	7
图 9: 我国稀土消费结构 (消费量) -2019 年	7
图 10: 我国稀土永磁材料产量稳步增长.....	7
图 11: 我国钕铁硼毛坯开工率逐步提高.....	7
图 12: 全球钕铁硼下游需求结构 (2018 年)	8
图 13: 我国汽车产量触底回升.....	8
图 14: 2020 年新能源车产量增长 17.3%	8
图 15: 变频空调产量大幅提升.....	9
图 16: 我国风电装机量增速高于全球.....	9
图 17: 我国稀矿储量占比 37% (2019 年)	11
图 18: 我国稀土矿产量占比 63% (2019 年)	12
图 19: 我国稀土开采控制总量增长缓慢 (单位: 吨)	12
图 20: 我国分离稀土产品产量全球占比超 80% (单位: 吨)	13
图 21: 稀土生产企业开工率持续回升.....	13
图 22: 公司全产业链主要布局.....	16
图 23: 公司在技术研发方面保持较高支出.....	19
图 24: 公司获得专利数量.....	19
图 25: 传统工艺流程复杂繁琐.....	20
图 26: 公司研发的新工艺简单高效.....	20
图 27: 公司稀土类产品产量 (单位: 吨)	20
图 28: 公司稀土类产品营业收入 (单位: 万元)	20
表 1: 我国稀土需求拆分.....	10
表 2: 稀土行业历年政策.....	15
表 3: 公司在国内主要矿源供应.....	16
表 4: 公司在海外主要矿源供应.....	17
表 5: 公司稀土矿储备情况 (单位: 吨 REO)	18
表 6: 公司主营冶炼加工业务的子公司一览.....	19
表 7: 公司产能分布一览 (截至 2020 年末)	21
表 8: 公司扩产计划与预计产能.....	21
表 9: 公司未来产量预计.....	22
表 10: 公司分业务营收毛利拆分 (单位: 百万元)	22
表 11: 可比公司估值 (2021 年 2 月 18 日)	24

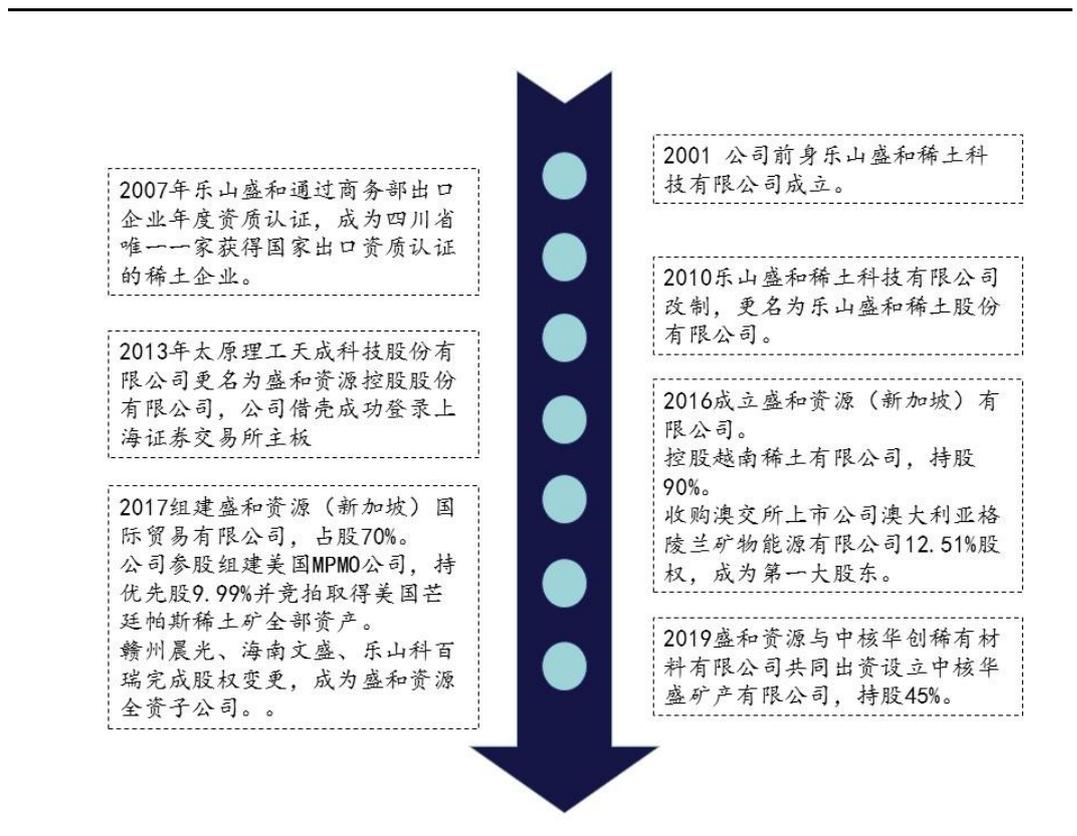
1. 盛和资源：领军稀土行业

盛和资源是一家全球一流的以稀土业务为核心，集研发、生产、应用于一体的混合所有制国际化公司。主要产品包括稀土精矿、稀土氧化物、稀土化合物、稀土金属、稀土催化材料、锆英砂、钛精矿、金红石等，广泛应用于新能源、新材料、航空航天、军工、电子信息等领域。公司是唯一在国内外均有战略布局的中国稀土上市公司。同时公司对于轻重稀土均有涉及，有矿山开采、金属冶炼分离加工、稀土废料回收等几大环节全覆盖的较为完善的系统产业链。

1.1. 发展历程：二十年专注稀土产业

2001 年公司前身乐山盛和稀土科技有限公司成立，公司成立初仅涵盖稀土分离业务。2013 年公司借壳太工天成成功登陆上交所主板。近十年来公司立足稀土产业及相关领域，经过不断的资源整合，现已成为四川省规模最大、国内业绩领先的稀土开采和冶炼企业。

图 1：公司历史沿革



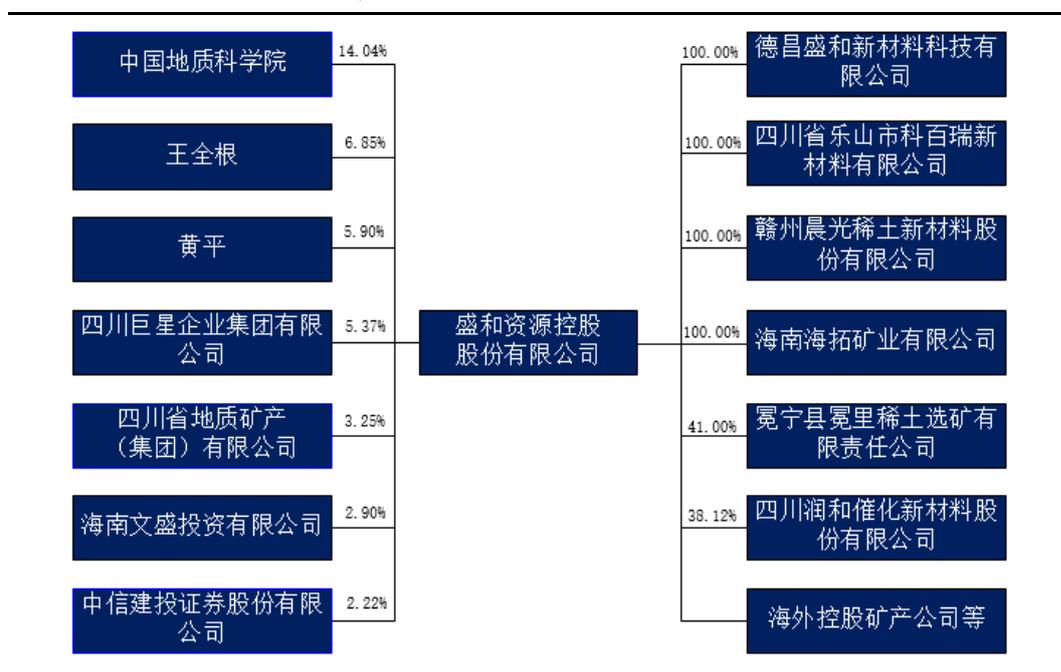
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构：国有民营双重身份，国内国外双重布局

公司股权结构稳定，是国家倡导的、稀土行业具有特色的混合所有制企业。其中国有成分股东引导着公司发展方向，公司日常经营上采用市场化机制，使得公司既得到了国有成分的政策资源支持，又保持了民营成分的市场活力。目前公司大股东为中国地质科学院矿产综合利用研究所，持股比例为 14.04%；实控人为我国财政部。

目前公司通过设立、参股、并购等方式拥有各级分子公司数十余家，集稀土矿山采选、冶炼、分离、加工、贸易为一体，以高品质的原料、先进的技术、优秀的产品以及服务水平，建立了一个完整的稀土产业链。同时公司注重国内国外双重布局，通过收购并购的方式在国外设立了五家分公司，业务遍布全球。

图 2：公司股权架构（2021 年 2 月 18 日）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 营业收入稳定增加，利润增幅显著

2021 年 1 月末，公司发布 2020 年业绩预增公告，公司预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润为 25,000 万元到 30,000 万元，比上年同期增加 14,800 万元到 19,800 万元，同比增加 146%-195%；公司本次业绩预增主要原因为本期取得 MP MINE OPERATIONS LLC 上市后的激励股份、乐山盛和稀土股份有限公司遭受水灾、公司收到政府补贴收入等非经常性损益事项所致，影响归属于上市公司股东的净利润约为 18000 万元左右。

扣除非经常性损益事项后，公司业绩预计增加 1800 万元到 6800 万元，同比增加 35%-133%。。

图 3：营业收入稳步增长（单位：亿元）



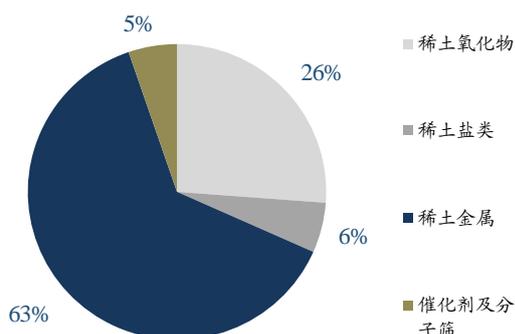
数据来源：choice，东吴证券研究所

图 4：净利润预计转降为升（单位：亿元）



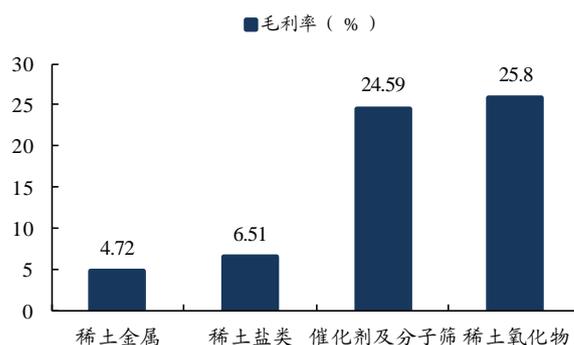
数据来源：choice，东吴证券研究所

图 5：2019 年公司稀土产品营业收入结构



数据来源：choice，东吴证券研究所

图 6：2019 年公司主要稀土产品毛利率



数据来源：choice，东吴证券研究所

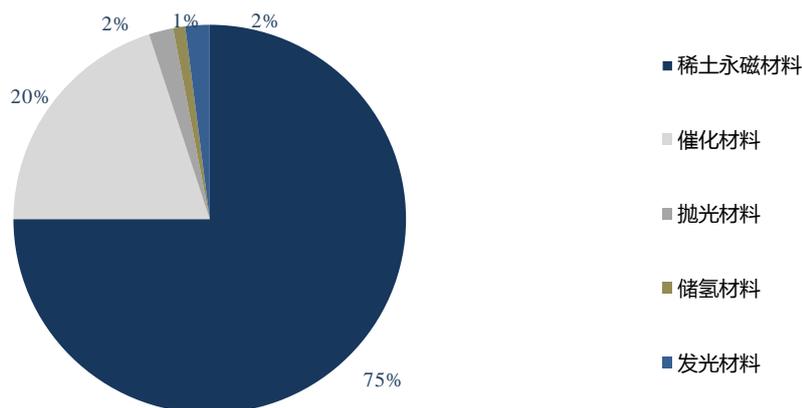
2. 稀土行业：需求驱动，政策为辅，景气新周期

2.1. 需求端：稀土永磁先行，新能源汽车、空调和风电多点驱动

2.1.1. 需求主力军：永磁体

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，占比为 20%。

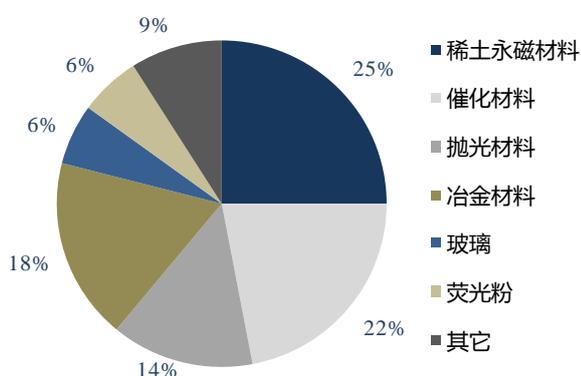
图 7：我国稀土行业下游产值占比（2019 年）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

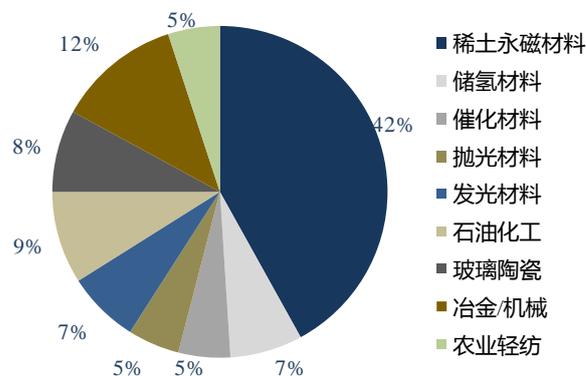
按消费量来看，全球和我国消费结构有所不同。根据智研咨询，2019年稀土消费结构中，永磁、催化、抛光和冶金材料占比分别为25%、22%、14%、18%；国内来看，永磁、储氢、催化、抛光材料行业下游消费占比为42%、7%、5%、5%。

图 8：全球稀土消费结构（消费量）-2019 年



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 9：我国稀土消费结构（消费量）-2019 年

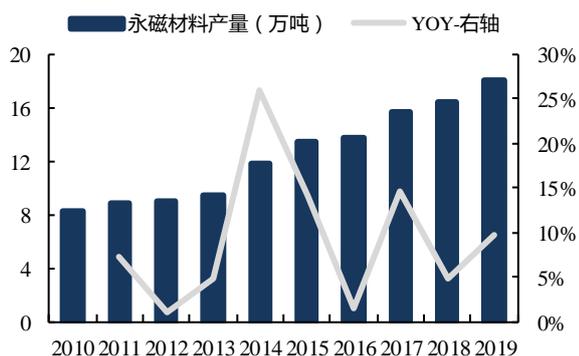


数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

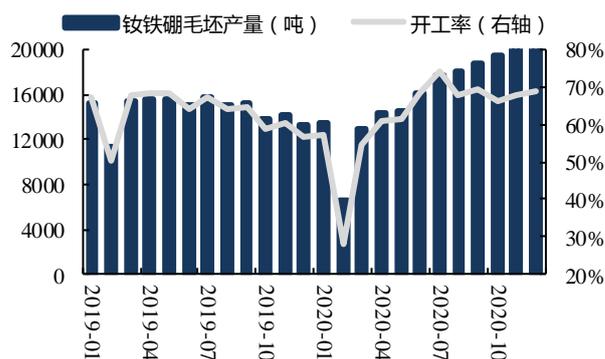
我国稀土永磁材料产量增长迅猛。2010年我国稀土永磁材料产量为8.3万吨，2019年为18.0万吨，2010-2019年产量复合增速为8.1%。钕铁硼毛坯开工率超过疫情前水平。根据百川资讯，2020年12月我国钕铁硼开工率恢复到68.9%，同比增长12.1pct，较底部（2020年2月）上升41pct。产量来看，2020年我国钕铁硼产量预计达到19.4万吨，同比增长10.6%。

图 10：我国稀土永磁材料产量稳步增长

图 11：我国钕铁硼毛坯开工率逐步提高



数据来源：中国稀土协会，东吴证券研究所

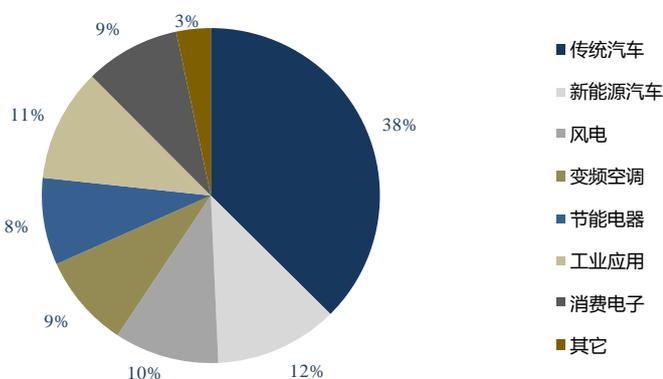


数据来源：百川资讯，东吴证券研究所

2.1.2. 增长驱动力：新能源车+节能+风电

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%。

图 12：全球钕铁硼下游需求结构（2018 年）

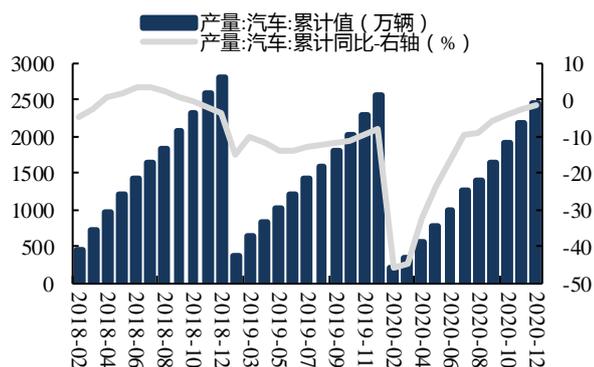


数据来源：安泰科，东吴证券研究所

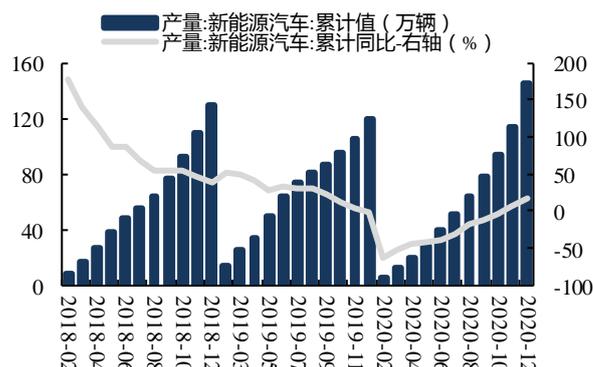
恢复性增长+政策刺激，汽车领域筑底钕铁硼需求增长。钕铁硼永磁材料在汽车领域的应用主要包括**新能源驱动电机及汽车零部件微特电机**。2020 年，我国汽车产量 2463 万辆，同比-1.4%；新能源车产量 145.6 万辆，累计同比 17.3%。传统汽车和新能源车生产回暖主要集中在 2020 年下半年。受益重启“汽车下乡”、各级政府出台政策刺激汽车消费，提高新能源汽车渗透率，传统汽车和新能源车产量迎来大幅回升。

图 13：我国汽车产量触底回升

图 14：2020 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，使之始终处于最佳的转速状态，从而提高能效比。2020年8/9/10/11月我国变频空调产量同比增速分别为57.9%/56.4%/65.8%/54.5%。

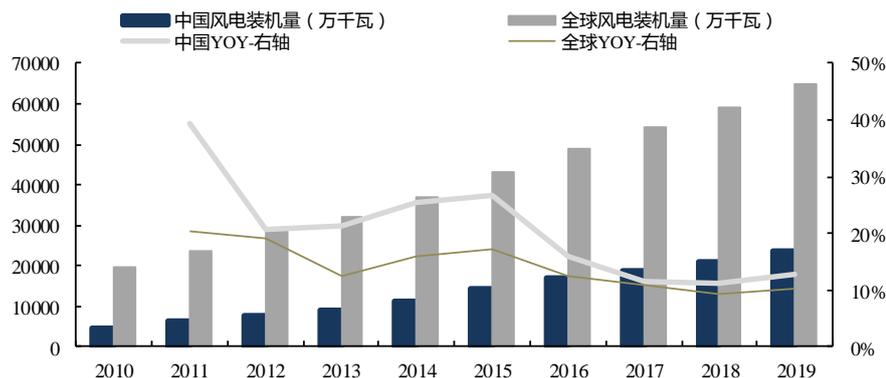
图 15: 变频空调产量大幅提升



数据来源：产业在线，东吴证券研究所

风电方面，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。2010年全球、我国风电装机量分别为19764、4473万千瓦，2019年全球、我国风电装机量分别为65056、23632万千瓦，2010-2019年复合增速分别为14%、20%。

图 16: 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, 中低端钕铁硼需求将达到 2.8 万吨。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 1: 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
YOY		167.3%	-27.4%	10.0%	12.0%	18.0%	13.0%
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
YOY		-4.8%	4.4%	3.5%	3.8%	3.9%	4.1%
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
YOY		22.4%	40.0%	42.0%	41.0%	40.0%	39.0%
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
YOY		20.2%	18.0%	15.0%	13.0%	12.0%	11.0%

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
YOY		-20.0%	36.3%	12.8%	13.8%	8.6%	6.6%
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
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%

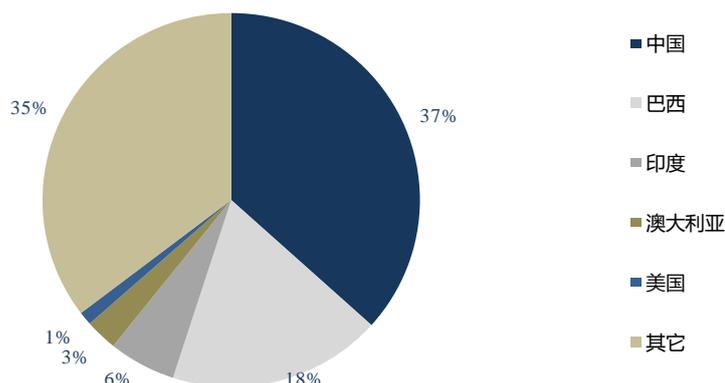
数据来源：百川资讯，中国稀土协会，东吴证券研究所

2.2. 供给端：我国具备全球竞争优势，供给刚性

2.2.1. 我国稀土资源禀赋优异

我国稀土储量全球最高。根据 USGS，2019 年全球稀土矿储量 1.2 亿吨，我国储量高达 4400 万吨，全球占比 37%；其次为巴西、印度和澳大利亚，全球储量占比分别为 18%、6%和 3%。

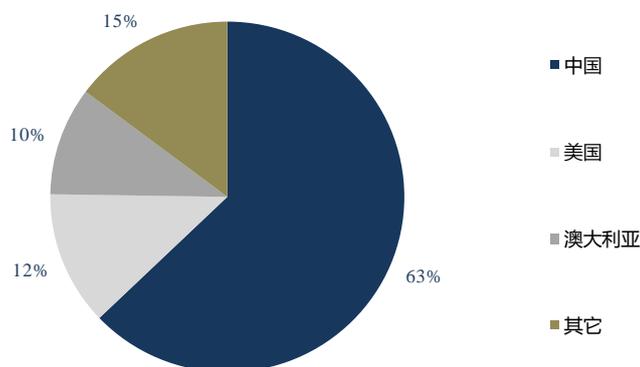
图 17：我国稀矿储量占比 37%（2019 年）



数据来源：USGS，东吴证券研究所

我国稀土矿产量占比 63%。根据 USGS，2019 年全球稀土矿产量 21 万吨，我国产量高达 13.2 万吨，全球占比 63%；美国、澳大利亚产量分别为 2.6、2.1 万吨，全球占比分别为 12%、10%。

图 18：我国稀土矿产量占比 63%（2019 年）

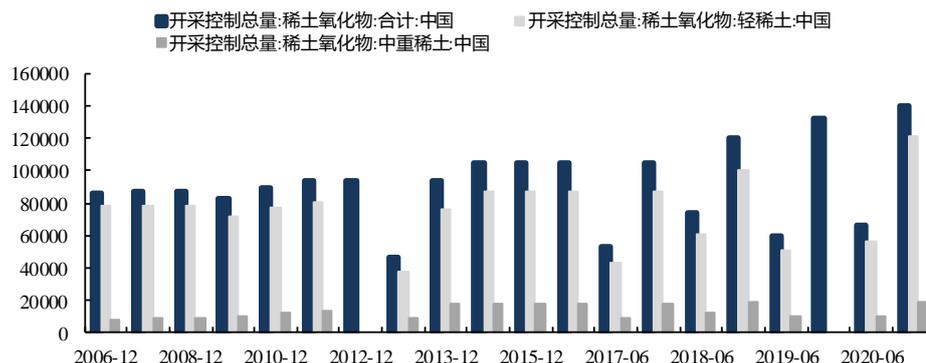


数据来源：USGS，东吴证券研究所

2.2.2. 我国稀土供给刚性，增长缓慢

我国稀土开采控制总量增长缓慢。2006 年我国稀土开采控制总量为 8.66 万吨，其中轻稀土 7.82 万吨，重稀土 0.84 万吨；2020 年我国稀土开采控制总量为 14 万吨，其中轻稀土 12.1 万吨，重稀土 1.9 万吨。2006-2020 年我国稀土开采控制总量年复合增速仅为 3.5%，轻、中重稀土增速分别为 3.2%、6.0%。

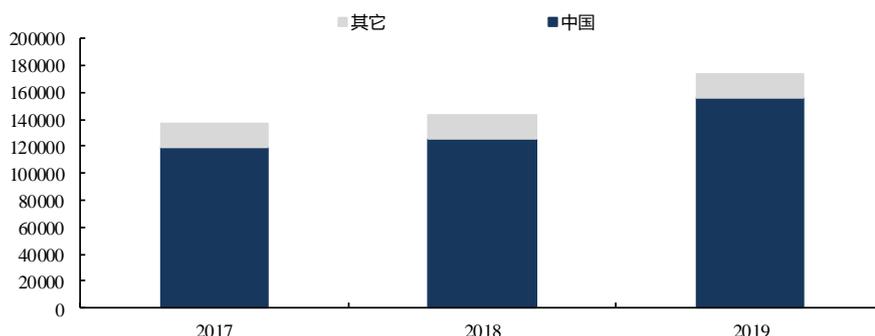
图 19：我国稀土开采控制总量增长缓慢（单位：吨）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

我国分离产量全球占比高达 89.3%。根据安泰科数据显示, 2019 年全球稀土冶炼分离产量约 17 万吨, 我国产量 15.5 万吨, 全球占比高达 89.3%。

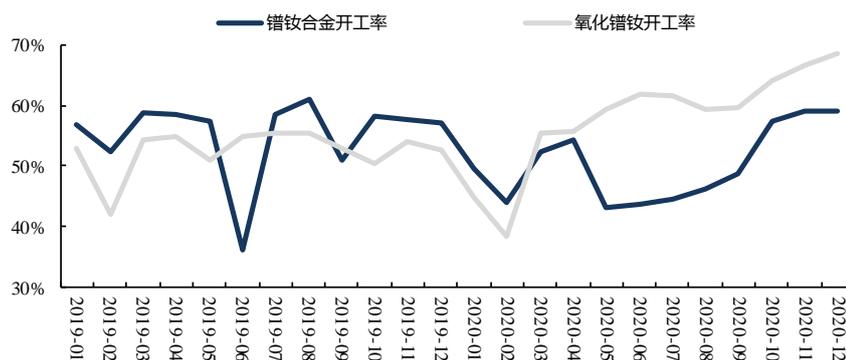
图 20: 我国分离稀土产品产量全球占比超 80% (单位: 吨)



数据来源: 安泰科, 东吴证券研究所

受益需求拉动, 稀土行业开工率持续回升。由于疫情冲击, 2020 年 2 月镨钕合金、氧化镨钕的开工率仅为 43.9%、38.4%; 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 21: 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

2.3. 政策端：立法护航，维持总量指标控制

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）》（以下简称《条例》）。

《条例》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”。

内容主要涵盖了：

- ✓ 明确稀土开采、冶炼分离投资项目核准制度；
- ✓ 建立稀土开采和冶炼分离总量指标管理制度；
- ✓ 加强稀土行业全产业链管理。特别提到流通环节，规定任何单位或者个人不得收购、销售非法开采、冶炼分离的稀土产品；
- ✓ 明确处罚措施-具有无指标超指标开采、分离，非法冶炼分离，擅自动用储备行为的，没收违法所得，并处违法所得1倍以上5倍以下的罚款；没有违法所得的，处10万元以上100万元以下的罚款。

历年多举措护航产业运行。自2011年以来，国家首提“稀土战略储备”的概念，国家开始实行稀土收储的政策；2012年提出工信部制定下一年生产计划，严控产出总量，加强进出口管理；2016年进一步明确开采稀土矿产资源应依法取得采矿许可证和安全生产许可证；2020年10月出台规定稀土作为重要战略物资，出口或将被进一步缩减；2021年1月明确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等。

表 2: 稀土行业历年政策

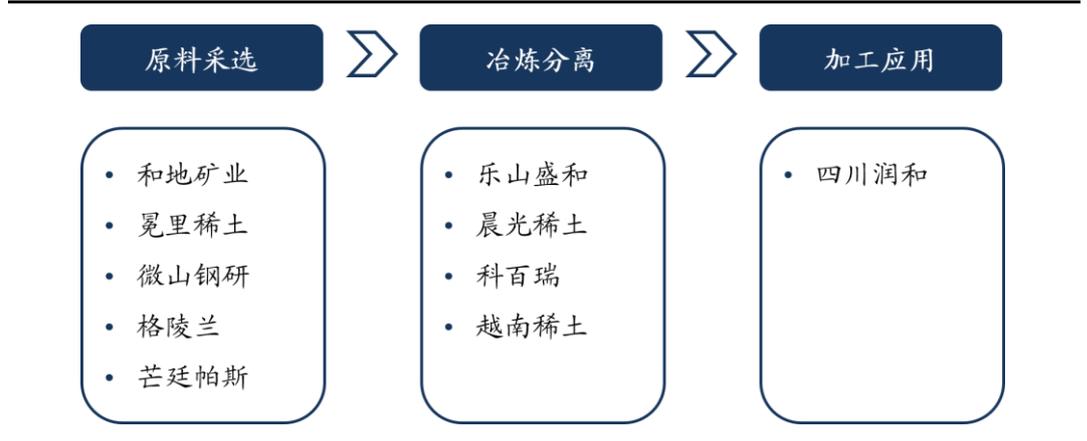
时间	开展部门	政策名称	政策内容
2011/5/10	国务院	《关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》	首次提出“国家实施稀土战略储备”，并明确表示要建立稀土战略储备体系。
2012/6/13	工信部	《稀土指令性生产计划管理暂行办法》	由工信部制定并经国务院审批后组织实施下一年稀土生产计划。
2012/6/20	国务院	《中国的稀土状况与政策》白皮书	严控产出总量，加强进出口管理。
2012/8/1	工信部	《稀土行业准入条件》	我国第一次从生产规模方面设置稀土准入门槛。
2013/4/1	国土资源部	《稀土行业整合确定 5 家龙头企业》	我国稀土整合方案或初步确定 5 家龙头企业，包括包钢稀土、广晟有色、中铝集团、五矿集团和赣州稀土集团。
2016/4/14	国土资源部	《国土资源“十三五”规划纲要》	强化重要矿产资源勘查与保护，完善矿产地储备机制。
2016/7/1	工信部	《稀土行业规范条件(2016 年本)》	明确开采稀土矿产资源应依法取得采矿许可证和安全生产许可证。
2017/8/1	工信部	稀土行业发展规划(2016-2020 年)	规范稀土资源开采生产秩序，有效化解冶炼分离和低端应用过剩产能，推动稀土产业整体迈入中高端。
2019/6/1	商务部	中国将对美国部分进口产品加征关税	反制美国“实体清单”，“稀土永磁”也在该加税名单之中。
2019/12/31	自然资源部	《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》	全面推进矿业权竞争性出让、“净矿”出让，严控矿业权协议出让。
2020/5/12	国务院	《国务院关税税则委员会关于试行开展对美加征关税商品排除工作的公告》	自 2020 年 5 月 19 日至 2021 年 5 月 18 日，排除对包含稀土金属矿等商品加征的关税，对已加征的关税税款予以退还。
2020/9/1	财政部	《中华人民共和国资源税法》	轻稀土的税率区间为 7%-12%；中重稀土为 20%。
2020/10/17	人大常委	《中华人民共和国出口管制法》	加强和规范了出口管制，稀土作为重要战略物资其出口或将被进一步缩减。
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

3. 锁定国内外矿山供给，未来产能持续扩大

公司通过投资并购积极布局稀土全产业链，目前已经打通了原矿采选（上游）、冶炼分离（中游）和加工应用（下游）三个业务环节。

图 22：公司全产业链主要布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.1. 布局海内外矿产资源，稳定原材料供应

公司在中国境内没有自有矿山，主要通过托管与参股的方式间接获得矿山开采权。

2012年9月28日，公司受托接管了四川汉龙、地矿公司分别持有的四川汉鑫矿业发展有限公司（以下简称“汉鑫矿业”）58%和42%的股权，公司将可以行使汉鑫矿业拥有的凉山州德昌县大陆槽稀土矿矿体的采矿权，2020年汉鑫矿业更名为和地矿业。2015年，公司完成对冕里稀土股权的收购，获得冕里稀土15.001%的股权，冕里稀土拥有羊房沟稀土矿采矿权。同年，公司出资1289万元，获得山东钢研中铝稀土科技有限公司3.59%的股权，山东钢研中铝稀土科技有限公司控股子公司徽山湖稀土有用徽山湖稀土采矿权。

境内矿山按照国家下发的生产指标开展生产经营，目前公司总计获得开采指标13250吨（REO）。托管的矿山所产精矿以公司自用为主，同时会根据市场情况部分对外销售，参股的矿山公司按照市场化方式经营。

表 3：公司在国内主要矿源供应

时间	公司名称	关系	矿山名称	获配开采指标
----	------	----	------	--------

2012年	和地矿业	托管	大陆槽稀土矿	2020年获得的稀土矿开采指标为9150吨(REO)
2015年	冕里稀土	参股	羊房沟稀土矿	2020年获得的稀土矿开采指标为500吨(REO)
2015年	山东钢研	参股	微山湖稀土矿	2018年获得稀土矿开采指标为3600吨(REO)

数据来源：公司公告，凉山州自然资源局，山东省国土资源厅，东吴证券研究所

公司通过海外投资并购的形式获得海外稀土矿源。

2016年，控股子公司乐山盛和通过认购格陵兰公司增发新股，成为格陵兰公司单一最大股东，目前持股比例11.04%。格陵兰公司是一家澳大利亚上市公司，主营业务包括矿业资产的勘探和开采，总部位于西澳大利亚珀斯。格陵兰公司拥有的位于格陵兰岛南部的科瓦内湾项目，该地区拥有丰富的稀土矿产，包含钕、镨、铽等稀土金属，合计拥有超过10亿吨的JORC资源，据评估矿石储量达1.08亿吨，可供持续开采37年，属于世界顶级稀土矿。该项目已完成可行性研究报告、社会与环境影响评估，递交了采矿证申请。项目采矿许可获批后，公司可选择认购项目不超过60%的权益。

2017年5月，公司控股子公司乐山盛和出资110.98万美元，获得MPMO 9.99%优先股权；控股子公司新加坡国贸向MPMO提供技术和销售服务，并获得产品分销权和包销权，包销矿石按市场定价，目前全部销售到国内处理。MPMO是在美国特拉华州注册成立的用于Mountain Pass（音译“芒廷帕斯”）矿山运营的项目公司，而芒廷帕斯稀土矿是中国之外最优质的稀土矿山之一。

表4：公司在海外主要矿源供应

时间	公司名称	所在国	矿山名称	项目情况
2016年	格林兰公司	格林兰	科瓦内湾稀土矿	公司是该矿产公司单一最大股东。该项目矿产资源丰富，正在申请采矿许可。预计2021年项目将会获批，获批后每年将产出3万吨稀土矿。
2017年	MPMO	美国	芒廷帕斯稀土矿	公司目前取得了芒廷帕斯矿山产品的包销权。截至2020Q3芒廷帕斯稀土矿产量达2.9万吨，预计全年产量将达4万吨。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外矿山资源不受国内开采配额的影响，且 MPMC 公告 2020 年前三季度的稀土矿成本为 1371 美元/吨 REO，包销价格参考国内同类型稀土矿市场价格定价，这将为公司提供充足且有竞争力价格的稀土原材料，目前公司预计获得 4 万吨海外稀土矿原料。

公司通过投资并购的形式将外海资源纳入到稀土资源保障体系中，保证公司全球稀土供应链的完整。截至 2020 年末，公司通过投资并购及托管的形式实际掌握的稀土资源量达到约 5 万吨 REO，位列全国第二，稀土矿源供给稳定充足。

表 5：公司稀土矿储备情况（单位：吨 REO）

分类	2020 年	2022E
国外矿山	40000	70000
国内矿山	10000	10000
合计	50000	80000

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 区位优势明显，冶炼加工技术保持领先

稀土冶炼分离生产是公司的主业。公司控股子公司乐山盛和、晨光稀土和科百瑞以稀土矿及各种稀土富集物为原料，以稀土全分离和电解为处理工艺，专门研究、开发、生产和经营稀土金属及其化合物，都是目前国内较大的稀土金属生产厂家。

乐山盛和始建于 2001 年，位于四川省乐山市，是中国稀土行业协会常务理事单位。主要产品包括各型稀土氧化物、盐类、金属和分子筛、石油高效催化剂等。经近 20 年的发展，企业现已成长为分离技术先进、环保安全设施完备、资源循环利用的行业龙头企业。

晨光稀土成立于 1997 年，位于江西省赣州市，专门从事单一稀土金属、混合稀土金属以及稀土合金生产，主要产品有稀土金属及稀土合金镨钕金属、镧铈金属、金属镧、金属镨、金属钕、金属铈、镨铁合金、钕铁合金、钆铁合金等，现已成为国内稀土冶炼行业领军企业之一。

科百瑞组建于 2004 年，位于四川省乐山市，是一家专业从事稀土金属及合金生产的高新技术企业，公司具有先进的大型熔盐电解设备，专业的检测设备，充沛的电力条件，是四川乃至全国技术领先的稀土金属生产企业。

2016 年公司子公司乐山盛和及盛和资源（新加坡）收购了越南稀土有限公司 90%

的股权，该公司主要从事稀土的来料加工业务。

表 6: 公司主营冶炼加工业务的子公司一览

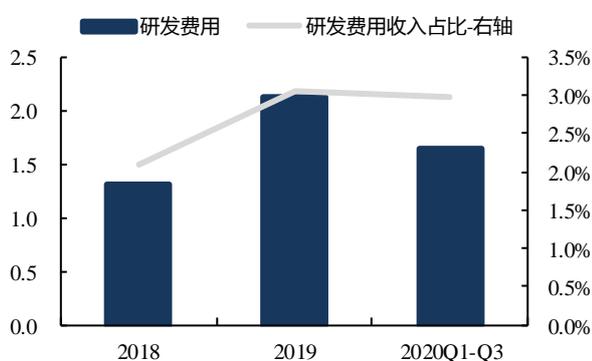
公司简称	所在地	持股比例	主营业务
乐山盛和	四川乐山	100%	以稀土冶炼分离生产为主，集稀土深加工产品研发、生产和销售于一体
晨光稀土	江西赣州	100%	生产稀土金属、混合稀土金属、稀土合金系列产品
科百瑞	四川乐山	85%	从事稀土金属及合金生产
越南稀土	越南	90%	主要从事稀土类磁用的稀土金属的生产

数据来源：公司公告，各子公司官网，东吴证券研究所

公司稀土分离及稀土产品生产厂主要集中在四川乐山，靠近公司主要矿源大陆槽稀土矿和羊房沟稀土矿，而晨光稀土地靠赣州稀土矿，厂区与矿区毗邻，减少了交通运输费用，降低了产品成本。同时，越南稀土凭借低廉的人力和土地成本，在处理海外稀土矿的业务中具有绝对的成本优势，公司区位优势显著。

公司高度重视技术创新。公司在技术和产品的研发中投入了大量的资金，截至 2020 年三季度末，公司研发费用达到 1.64 亿元，占到营业收入的 2.97%。高额的研发投入也带来了高额的回报。公司目前拥有省级企业技术中心和省级工程技术研究中心，下属多家高新技术企业，在稀土选矿、冶炼分离、加工等生产环节已经形成了独特的工艺技术，截至 2019 年末，公司获得专利授权 180 项，其中发明 46 项。

图 23: 公司在技术研发方面保持较高支出



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

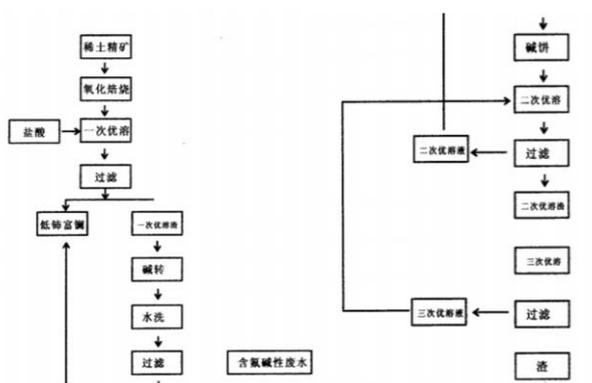
图 24: 公司获得专利数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

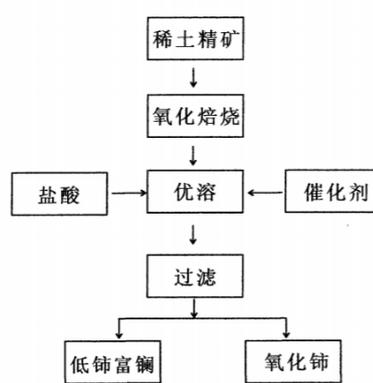
技术创新带来产品优势。氧化铈是主要的稀土产品之一，目前业内广泛使用的“铈氯化稀土生产法”需要经过 11 道工序，工艺流程长，设备及人力消耗大，且污染高。公司发明的“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”只需三步即可分离获得氧化铈，减少了工序，辅料、能耗和人工大幅减少，且零污染物排放。据测算，使用该工艺可以减少 40% 的人工，平均降低每吨矿石 1750 元成本，提高设备使用效率 60%，这将为公司产品带来巨大的成本优势。该技术已获得国家专利。

图 25: 传统工艺流程复杂繁琐



数据来源：国家专利局，东吴证券研究所

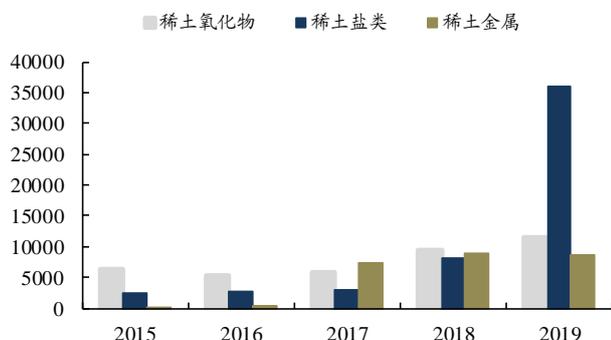
图 26: 公司研发的新工艺简单高效



数据来源：国家专利局，东吴证券研究所

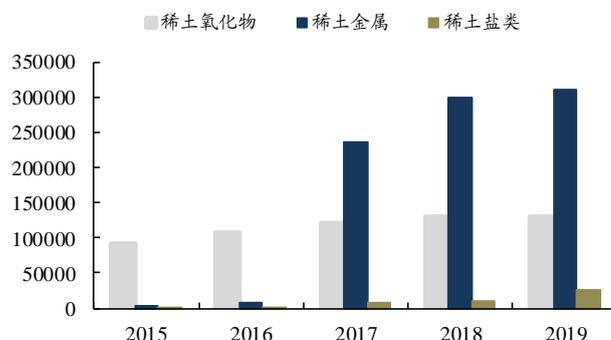
在区位和技术优势加持下，公司稀土氧化物、稀土盐类和稀土金属产品实现连续多年跨越式增长，截至 2019 年末，公司生产出 11609 吨稀土氧化物，36109 吨稀土盐类，8641 吨稀土金属；稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属分别获得营业收入 12.9 亿元、2.7 亿元和 31.1 亿元。

图 27: 公司稀土类产品产量 (单位: 吨)



数据来源：choice，东吴证券研究所

图 28: 公司稀土类产品营业收入 (单位: 万元)



数据来源：choice，东吴证券研究所

3.3. 两年内产量大幅提升，利润可观

公司目前现有稀土分离能力约 15000 吨/年，稀土金属加工能力 12000 吨/年，总计年产能 27000 吨，处于同业较高水平。

表 7: 公司产能分布一览 (截至 2020 年末)

公司名称	稀土分离能力	稀土金属加工能力	总计
乐山盛和	11000 吨	-	11000 吨
晨光稀土	4000 吨	8000 吨	12000 吨
科百瑞	-	3000 吨	3000 吨
越南稀土	-	700 吨	700 吨
其他	-	300 吨	300 吨
总计	15000 吨	12000 吨	27000 吨

数据来源: 公司公告, 各子公司官网, 东吴证券研究所

目前公司有两项扩展计划正在推进: (1) 晨光稀土“年产 12000 吨稀土金属及合金智能化技改项目”, 在原有年产 8000 吨稀土金属生产设施基础上, 新增年产 4000 吨稀土金属及合金生产能力, 并实施智能化改造; (2) 科百瑞于 2015 年 7 月 17 日与峨边县政府《6000 吨稀土金属技术升级改造项目投资框架协议》, 此后, 科百瑞与峨边县政府相继开展了供地、可研、环评、立项、场地平整等工作, 目前已经具备开工建设条件。公司正在稳步推进上述投资项目。

表 8: 公司扩产计划与预计产能

	稀土分离能力	稀土金属加工能力	总计
现有产能	15000 吨	12000 吨	27000 吨
扩产计划 (2022 年投产):			
晨光稀土		+ 4000 吨	
科百瑞		+ 6000 吨	
2022 年预计产能	15000 吨	22000 吨	37000 吨

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

扩产完成后, 公司预计未来稀土氧化物和稀土金属产品的产量将会实现大幅增加。公司计划于 2022 年实现氧化镨钕 8000 吨的产量, 金属镨钕 10000 吨。在目前的价格水

平下，将会为公司带来总计约 10 亿元的营业收入，利润可观。

表 9: 公司未来产量预计

	2021E	2022E
稀土氧化物:		
氧化镨钕	6300 吨	8000 吨
氧化镝	200 吨	220 吨
氧化铽	30 吨	40 吨
稀土金属:		
镨钕类	9500 吨	10000 吨
镝	200 吨	200 吨
铽	60 吨	70 吨

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

我们盈利预测基于以下假设：

- 1) 公司终端需求新能源汽车、风电和变频空调景气度高增，拉动稀土需求高速增长；稀土行业供给逐渐透明化、规范化，供给刚性或将长期维持。
- 2) 公司晨光稀土、科百瑞两项扩产计划逐步实现，公司有望实现 2022 年开采、加工产能合计 37000 吨。

表 10: 公司分业务营收毛利拆分 (单位: 百万元)

		2019	2020E	2021E	2022E
稀有稀土金属	收入	3107.5	3838.3	5862.7	6362.2
	YOY	3.6%	23.5%	52.7%	8.5%
	毛利率	4.7%	5.5%	11.1%	11.5%
	毛利	146.6	211.9	652.5	734.2
	YOY	-53.8%	44.5%	208.0%	12.5%
稀土氧化物	收入	1289.6	1628.9	2448.8	2742.6
	YOY	-1.0%	26.3%	50.3%	12.0%
	毛利率	25.8%	25.4%	26.1%	21.1%
	毛利	332.7	414.4	639.4	578.4
	YOY	153.0%	24.5%	54.3%	-9.5%

锆英砂	收入	748.6	898.4	1060.1	1166.1
	YOY	0.8%	20.0%	18.0%	10.0%
	毛利率	16.9%	17.5%	19.2%	20.3%
	毛利	126.6	156.8	203.7	237.2
	YOY	-26.5%	23.8%	30.0%	16.4%
独居石	收入	574.3	861.4	1550.6	1938.3
	YOY	56.4%	50.0%	80.0%	25.0%
	毛利率	25.7%	26.1%	28.6%	29.4%
	毛利	147.6	224.5	444.1	569.3
	YOY	-0.1%	52.1%	97.8%	28.2%
钛精矿	收入	351.6	421.9	590.7	637.9
	YOY	28.0%	20.0%	40.0%	8.0%
	毛利率	8.4%	7.3%	10.7%	10.5%
	毛利	29.4	30.9	63.4	67.1
	YOY	-338.0%	5.1%	105.4%	5.8%
稀土盐类	收入	269.9	323.9	469.6	526.0
	YOY	139.5%	20.0%	45.0%	12.0%
	毛利率	6.5%	7.2%	9.3%	10.1%
	毛利	17.6	23.4	43.7	53.3
	YOY	-8.7%	33.2%	87.0%	21.9%
其它业务	收入	618.0	759.9	1233.8	1320.7
	YOY	44.9%	23.0%	62.4%	7.0%
	毛利率	30.2%	24.8%	25.0%	51.8%
	毛利	186.4	188.7	308.2	684.6
	YOY	32.7%	1.2%	63.3%	122.1%
合计	收入	6959.5	8732.8	13216.2	14693.8
	YOY	11.8%	25.5%	51.3%	11.2%
	毛利率	14.2%	14.3%	17.8%	19.9%
	毛利	986.9	1250.5	2355.1	2924.1
	YOY	7.7%	26.7%	88.3%	24.2%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计 2020/2021/2022 年公司收入分别为 87.3/132.2/146.9 亿元,增速分别为 25.5%/51.3%/11.2%;归母净利分别为 2.8/10.8/15.0 亿元,增速分别为 180%/280%/39%。对应 PE 分别为 141/37/27x。考虑公司终端需求新能源汽车、风电和变频空调景气度高增,稀土行业供给逐渐透明化、规范化,供给刚性或将长期维持;公司晨光稀土、科百

瑞两项扩产计划逐步实现，公司有望实现 2022 年开采、加工产能合计 37000 吨。稀土行业供需结构向好叠加公司大幅扩产，故首次覆盖给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值 (2021 年 2 月 18 日)

	收 盘 价 (元/股)	市 值 (亿元)	PE			PB
			2020	2021	2022	
盛和资源	22.86	401.23	141.14	37.19	26.73	7.31
五矿稀土	19.47	190.98				8.10
北方稀土	20.15	732.06	118.55	97.87	102.96	7.27
广晟有色	39.55	119.36				7.00

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

5. 风险提示

1) 下游需求不及预期。

稀土永磁的下游需求主要为新能源汽车、风电和变频空调。若以上领域增长不及预期，将对稀土永磁的需求产生较大影响。

2) 公司扩产计划不及预期。

公司目前晨光稀土、科百瑞两个在建扩产项目，若因疫情等原因导致扩产未按计划进行，将对公司未来产能产生较大影响。

盛和资源三大财务预测表

资产负债表 (百万)					利润表 (百万元)				
元)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	7,154	7,084	9,302	9,383	营业收入	6,960	8,733	13,216	14,694
现金	1,057	829	910	947	减:营业成本	5,973	7,482	10,861	11,770
应收账款	757	1,725	1,732	2,268	营业税金及附加	23	37	49	35
存货	4,437	3,277	5,482	4,577	营业费用	92	155	144	168
其他流动资产	903	1,254	1,178	1,591	管理费用	391	553	554	536
非流动资产	2,296	2,568	3,108	3,241	研发费用	212	281	254	223
长期股权投资	186	246	304	362	财务费用	153	166	173	147
固定资产	536	701	1,125	1,155	资产减值损失	-190	0	0	0
在建工程	45	56	79	81	加:投资净收益	4	-2	-4	-1
无形资产	316	355	389	433	其他收益	34	17	21	25
其他非流动资产	1,212	1,211	1,211	1,210	资产处置收益	4	1	1	2
资产总计	9,449	9,652	12,410	12,625	营业利润	146	356	1,454	2,064
流动负债	3,751	3,586	5,150	3,986	加:营业外净收支	24	21	11	14
短期借款	2,015	1,815	1,915	1,865	利润总额	169	377	1,465	2,078
应付账款	1,123	826	2,155	981	减:所得税费用	58	98	398	573
其他流动负债	613	944	1,079	1,140	少数股东损益	10	-5	-12	4
非流动负债	219	309	471	379	归属母公司净利润	102	284	1,079	1,501
长期借款	149	238	401	309	EBIT	270	471	1,562	2,176
其他非流动负债	70	70	70	70	EBITDA	377	552	1,684	2,336
负债合计	3,971	3,894	5,621	4,365	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	201	196	183	187	每股收益(元)	0.06	0.16	0.61	0.86
归属母公司股东权益	5,278	5,562	6,606	8,072	每股净资产(元)	3.01	3.17	3.76	4.60
负债和股东权益	9,449	9,652	12,410	12,625	发行在外股份(百万股)	1755	1755	1755	1755
					ROIC(%)	3.2%	5.8%	15.7%	18.6%
					ROE(%)	2.0%	4.8%	15.7%	18.2%
					毛利率(%)	14.2%	14.3%	17.8%	19.9%
					销售净利率(%)	1.5%	3.3%	8.2%	10.2%
					资产负债率(%)	42.0%	40.3%	45.3%	34.6%
					收入增长率(%)	11.8%	25.5%	51.3%	11.2%
					净利润增长率(%)	-58.9%	149.3%	282.3%	41.1%
					P/E	395.18	141.14	37.19	26.73
					P/B	7.60	7.21	6.07	4.97
					EV/EBITDA	78.54	53.88	17.79	12.75

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>