

拿下世界级稀土矿，资源全球化布局更进一步

2025年05月21日

➤ **事件：**公司发布公告，公司全资子公司赣州晨光稀土新材料有限公司拟收购 Peak Rare Earths Limited 公司 100% 股权。Peak 是一家澳大利亚上市公司，总部位于西澳大利亚珀斯，在澳大利亚证券交易所上市（代码：PEK），主要经营位于坦桑尼亚的 Ngualla 稀土矿项目（权益比例 84%），为其核心资产。

➤ **Ngualla 稀土矿基本情况：**Ngualla 稀土矿位于坦桑尼亚 Song 地区 Ngwala 村庄附近，距达累斯萨拉姆西（原首都）1000 公里，距城市姆贝亚（赞比亚边境附近）150 公里，是世界规模最大、品位最高、成本最低的稀土矿床之一。按照 JORC(2012) 标准，以 1% 为边界品位，Ngualla 项目矿石资源量为 214.4 百万吨，平均品位 2.15%，折合 461 万吨 REO；储量为 18.5 百万吨，平均品位 4.8%，折合 88.7 万吨 REO。该项目矿石储量中涵盖的稀土氧化物种类繁多，其中镨钕氧化物资源量占比约为 21.01%、储量占比约为 21.26%。该项目将于最终投资决策完成后 24 个月实现投产。根据 Peak 公司 2024 年 11 月展示材料所示，预计 25 年一季度完成最后投资决策，26 年 4 季度实现竣工，27 年一季度实现首批精矿产出并于 27 年二季度爬坡提产；若以 25 年 10 月左右完成收购的时间作为最终投资决策时间，则对应的投产时间或在 27 年三季度左右。

➤ **矿山效益分析：**待收购完成后，公司将持有 Peak 公司 100% 权益，持有核心资产 Ngualla 稀土矿项目 84% 股份，交易或于 2025 年 10 月初完成，收购合计金额 1.58 亿澳元（7.43 亿人民币）。根据 Peak 公司 FEED 研究显示，Ngualla 矿山总资本开支预计为 2.87 亿美元，其中，直接相关资本开支为 1.82 亿美元，间接相关资本开支为 1.05 亿美元。Ngualla 项目寿命期可达 24 年，预计平均年产 REO1.62 万吨。矿山每年的运营成本为 64 百万美元，算上运输费用后，总的运营成本为 76.7 百万美元，若按照年产 REO1.62 万吨计算，单位 REO 成本为 4735 美元/吨。Ngualla 具有极好的财务稳健性，全维持成本（AISC）控制在较低水平，根据公司分析，稀土价格从 60 美元/千克上涨到 120 美元/千克过程中，Ngualla 的成本上升也不明显。因此在稀土价格较低的情况下，项目也能产生较好利润。

➤ **投资建议：**公司形成了从稀土选矿、冶炼分离到深加工较为完整的产业链，稀土资源储备丰富，随着公司现有项目以及 Ngualla 等矿山未来投产，公司稀土产量预计逐年增长，叠加稀土价格逐步企稳回升，公司未来业绩可期。我们预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 6.07/6.55/7.63 亿元，以 2025 年 5 月 20 日收盘价计算，对应 PE 分别为 35/33/28 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目收购及建设进度不及预期风险、稀土价格大幅波动风险、海外市场经营风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	11,371	12,902	14,799	16,140
增长率（%）	-36.4	13.5	14.7	9.1
归属母公司股东净利润（百万元）	207	607	655	763
增长率（%）	-37.7	193.0	7.8	16.6
每股收益（元）	0.12	0.35	0.37	0.44
PE	104	35	33	28
PB	2.5	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 5 月 20 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

12.27 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 袁浩

执业证书：S0100123090011

邮箱：yuanhao@mszq.com

目录

1 事件：公司收购 Peak Rare Earths Limited 股权	3
2 Ngualla 稀土矿基本情况	3
3 对盛和资源影响几何？	7
3.1 公司享有权益及付出对价	7
3.2 矿山效益	8
4 全球化资源布局收获颇丰	10
5 盈利预测与投资建议	15
5.1 盈利预测假设与业务拆分	15
5.2 估值分析	17
5.3 投资建议	17
6 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 事件：公司收购 Peak Rare Earths Limited 股权

公司发布公告，为了推动 Ngualla 稀土矿项目尽快实施开发，公司全资子公司赣州晨光稀土新材料有限公司拟收购 Peak Rare Earths Limited 股权。

Peak 是一家澳大利亚上市公司，总部位于西澳大利亚珀斯，在澳大利亚证券交易所上市（代码：PEK），主要经营位于坦桑尼亚的 Ngualla 稀土矿项目，为其核心资产。

2 Ngualla 稀土矿基本情况

位置： Ngualla 稀土矿位于坦桑尼亚 Song 地区 Ngwala 村庄附近，距达累斯萨拉姆西（原首都）1000 公里，距城市姆贝亚（赞比亚边境附近）150 公里，是世界规模最大、品位最高、成本最低的稀土矿床之一。

图1：项目地理位置图



资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

表1：世界一级稀土矿床对比

矿床名称	Mt Weld	Mountain Pass	Ngualla	Nolans Bore	Longonjo	Yangibana	Songwe Hill
NdPr 储量品位 (%)	1.42	1	1.02	0.75	0.55	0.33	0
所有者	Lynas	MP Materials	Peak Rare Earths	Arafura	Pensana	Hastings	Mkango
位置	澳大利亚	美国	坦桑尼亚	澳大利亚	安哥拉	澳大利亚	马拉维
状态	运营中	运营中	开发中	开发中	开发中	开发中	开发中
Proved (百万吨)	21.2	0.3	17	5	13.3	4.9	8.2
Probable (百万吨)	10.8	26.3	1.5	24.6	16.8	16	10
总计 (百万吨)	32	26.6	18.5	29.6	30.1	20.9	18.1

资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

注：表中资源量为矿石口径

资源量：按照 JORC(2012)标准，以 1%为边界品位，Ngualla 项目矿石资源量为 214.4 百万吨，平均品位 2.15%，折合 461 万吨 REO；储量为 18.5 百万吨，平均品位 4.8%，折合 88.7 万吨 REO。该项目矿石储量中涵盖的稀土氧化物种类繁多，其中镨钕氧化物资源量占比约为 21.01%、储量占比约为 21.26%。

表2：Ngualla 稀土项目资源量情况

下限边界品位	JORC 类别	截止 2024 年 6 月 30 日矿产资源				
		矿石量 (百万吨)	品位 (%)	含稀土氧化物量 (万吨)	BASO ₄ 品位 (%)	
Ngualla 全部矿产资源	Measured	86.1	2.61	225	20.2	
	1.0%稀土氧化物	Indicated	112.6	1.81	204	13.8
	Inferred	15.7	2.15	34	17.6	
	总计	214.4	2.15	462	16.6	

资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

表3：Ngualla 稀土项目储量情况 (截至 2024 年 6 月 30 日)

JORC 类别	矿石量 (百万吨)	品位 (%)	REO (万吨)
Proved	17.0	4.78	81.3
Probable	1.5	5.10	7.4
总计	18.5	4.80	88.7

资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

表4：Ngualla 稀土项目资源量中单一稀土元素品位及氧化物占比情况

氧化物	Ngualla 2022 年总矿产资源	
	1% REO 品位 (%)	占总 REO 的百分比
镧	0.587	27.25
铈	1.039	48.23

镨	0.104	4.81
钕	0.348	16.20
钇	0.036	1.66
铈	0.007	0.34
钆	0.016	0.75
铽	0.001	0.07
镱	0.003	0.16
镱	0.000	0.02
铟	0.001	0.06
铪	0.000	0.00
铥	0.001	0.04
镱	0.000	0.00
铱	0.01	0.47
总计	2.15	100

资料来源: Peak 公司公告, 民生证券研究院

表5: Ngualla 稀土项目储量中单一稀土元素品位及氧化物占比情况

稀土氧化物	品位 (%)			占总 ROE 的百分比 (%)		
	Proved	Probable	总计	Proved	Probable	总计
镧	1.318	1.418	1.326	27.59	27.80	27.61
铈	2.305	2.456	2.317	48.25	48.15	48.24
镨	0.228	0.243	0.229	4.77	4.77	4.77
钕	0.788	0.838	0.792	16.49	16.43	16.49
钇	0.077	0.082	0.077	1.61	1.61	1.61
铈	0.014	0.015	0.014	0.30	0.28	0.30
钆	0.029	0.031	0.030	0.62	0.60	0.62
铽	0.002	0.002	0.002	0.05	0.05	0.05
镱	0.004	0.004	0.004	0.07	0.07	0.07
镱	0.000	0.000	0.000	0.01	0.01	0.01
铟	0.001	0.002	0.002	0.03	0.03	0.03
铪	0.000	0.000	0.000	0.00	0.00	0.00
铥	0.001	0.001	0.001	0.01	0.01	0.01
镱	0.000	0.000	0.000	0.00	0.00	0.00
铱	0.010	0.010	0.010	0.20	0.19	0.20
总稀土氧化物	4.78	5.1	4.8	100	100	100

资料来源: Peak 公司公告, 民生证券研究院

进展: 项目将于最终投资决策完成后 24 个月实现投产。根据 Peak 公司 2024 年 11 月展示材料所示, 预计 25 年一季度完成最后投资决策, 26 年 4 季度实现竣工, 27 年一季度实现首批精矿产出并于 27 年二季度不断爬坡提产。**若以 25 年 10 月左右完成收购的时间作为最终投资决策时间, 则对应的投产时间或在 27 年三季度左右。**

图2: Peak 公司于 24 年 11 月底展示的 Ngualla 稀土矿开发进度表

Milestone	Date
Signing of non-binding Term Sheet	July 2024
Execution of binding legal agreement with Shenghe	Q4, 2024
Satisfaction of conditions precedent and financial close of Shenghe transaction	Q1, 2025
Final Investment Decision	Q1, 2025
Completion of construction	Q4, 2026
First concentrate	Q1, 2027
Completion of commissioning	Q1, 2027
Ramp-up	Q2, 2027

资料来源: Peak 公司公告, 民生证券研究院

图3: Peak 公司和盛和资源的交易预计于 25 年 10 月初完成


资料来源: Peak 公司公告, 民生证券研究院

3 对盛和资源影响几何?

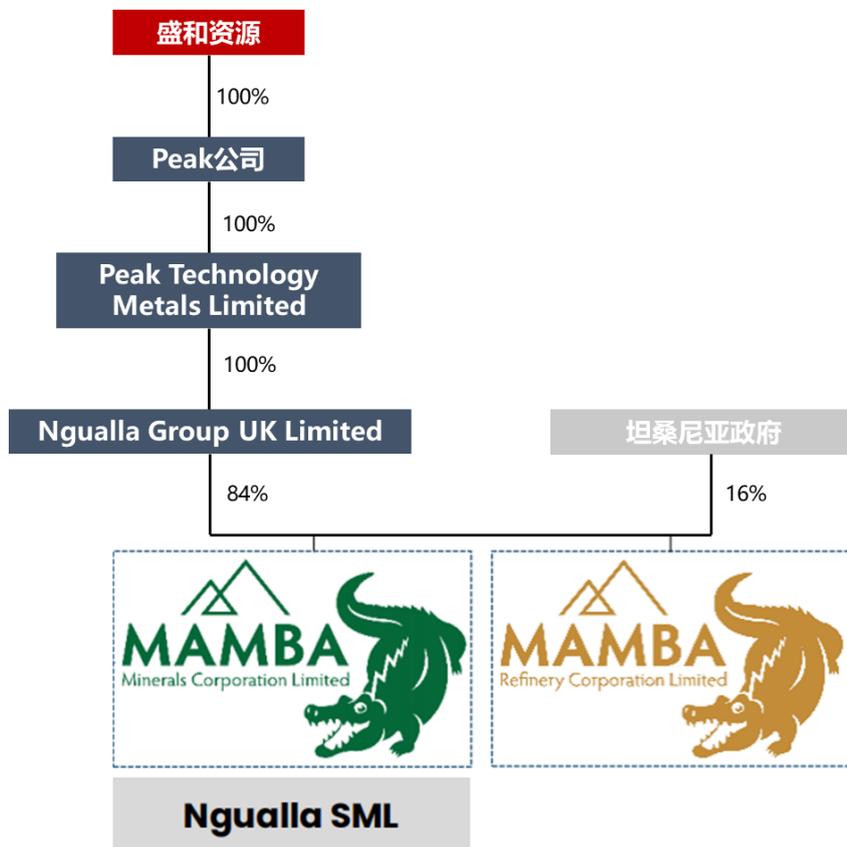
3.1 公司享有权益及付出对价

待本次收购完成后，公司将持有 Peak 公司 100% 权益，持有核心资产 Ngualla 稀土矿项目 84% 股份，交易或于 2025 年 10 月初完成。公司曾于 2022 年 2 月通过全资子公司乐山盛和稀土 100% 持股的控股公司盛和新加坡，以 0.99 澳元/股的价格收购了 Peak 公司 19.9% 股份，收购合计金额 3924.8 万元澳元（1.79 亿元）。2025 年 5 月，公司全资子公司晨光稀土以协议安排收购的方式收购 Peak 公司对外发行的全部普通股，占 Peak 公司股份总数的 100%（包括目前公司通过全资子公司盛和资源新加坡有限公司持有的匹克公司 19.86% 股权），收购合计金额 1.58 亿澳元（7.43 亿人民币），收购完成后公司将持有 Peak 公司 100% 权益。

Peak 是一家澳大利亚上市公司，总部位于西澳大利亚珀斯，在澳大利亚证券交易所上市（代码：PEK）。Peak 公司核心资产是位于坦桑尼亚的 Ngualla 稀土矿项目，持有项目 84% 的权益，而坦桑尼亚政府持有项目 16% 权益。

根据 Peak 公司公告，该笔收购或于 2025 年 10 月初完成。

图4：Ngualla 稀土矿股权关系图



资料来源：盛和资源公司公告，民生证券研究院

注：截至 2024 年 12 月 31 日

3.2 矿山效益

Ngualla 矿山总资本开支预计为 2.87 亿美元。其中，直接相关资本开支为 1.82 亿美元，间接相关资本开支为 1.05 亿美元。

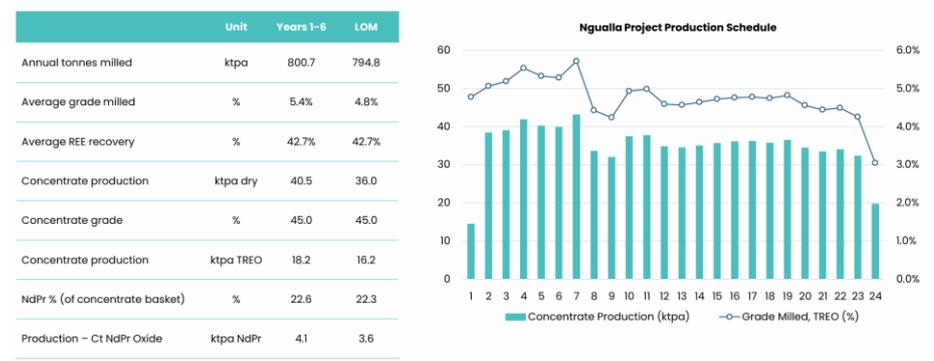
表6：资本成本估算（单位：百万美元）

	FEED 研究
道路和基础设施	22.2
矿山设备	0.4
工厂	67.6
尾矿库	17.2
服务	58.9
土方工程	7.9
机场跑道	4.1
升级调整	3.1
总共直接成本	181.6
ECPM	29.5
住宿营地	19.8
预费用和其他间接成本	12.7
业主成本	13.6
意外开支	29.7
总共间接成本	105.3

资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

Ngualla 矿山寿命期 24 年，平均年产 REO1.62 万吨，年平均总运营费用 76.7 百万美元，单位 REO 成本 4735 美元/吨。Peak 公司 2023 年 11 月完成 FEED 研究，成本相较于 BFS Update 实现一定幅度下降。矿山每年的运营成本为 64 百万美元，算上运输费用后，总的运营成本为 76.7 百万美元，按照年产 REO1.62 万吨计算，单位 REO 成本为 4735 美元/吨。

图5：Ngualla 稀土矿生产规划



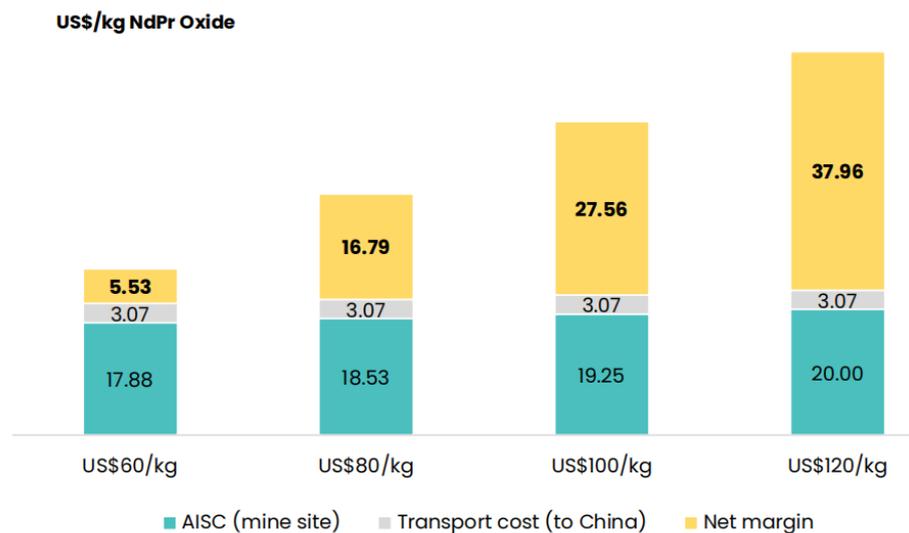
资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

表7：矿山运营成本估算（单位：百万美元）

单位：百万美元	FEED 研究
采矿成本	12.8
工厂员工	3.4
能源	17.4
维护	2.2
试剂	12.2
消耗品	1.9
杂项	4.4
一般行政开支	9.7
总成本 (矿山)	64
精矿运输	12.7
总成本 (交付至中国)	76.7
单位成本 (美元/REO)	4735

资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

Ngualla 具有极好的财务稳健性，全维持成本 (AISC) 控制在较低水平，因此在稀土价格较低的情况下，也能产生较好利润。 稀土价格从 60 美元/千克上涨到 120 美元/千克过程中，Ngualla 的成本上升不明显，利润则体现出大幅度增长，即便是稀土价格处于 60 美元/千克的低位，Ngualla 也能够实现盈利，彰显了项目极强的财务稳健性。

图6：不同价格下的 Ngualla 成本利润情况


资料来源：Peak 公司公告，民生证券研究院

4 全球化资源布局收获颇丰

除本次收购的 Peak 公司之外，公司在坦桑尼亚还收购了重砂矿项目，此外在全球范围内还参股了一些矿山公司，为稀土业务发展储备丰富原料。稀土矿方面，公司在境内了冕里稀土、中稀（山东）稀土开发有限公司，境外参股美国 MP 公司、澳大利亚 ETM 公司、重要金属公司，本次收购也使 Peak 公司实现从参股到控股。锆钛方面，公司收购了嘉成矿业（上海）有限公司 65% 的权益和非洲资源公司（原 Strandline Resources UK Limited）100% 的股权，两家公司采矿权证范围内的重矿物资源量合计超过 2700 万吨。

公司收购的非洲资源公司在坦桑尼亚持有 Fungoni、Tajiri、Sudi、Bagamoyo 等四个重砂矿项目 84% 权益（其他 16% 为坦桑尼亚政府持有且不可稀释），其中 Fungoni、Tajiri 项目已获得采矿证，Sudi、Bagamoyo 项目仍在勘探阶段。

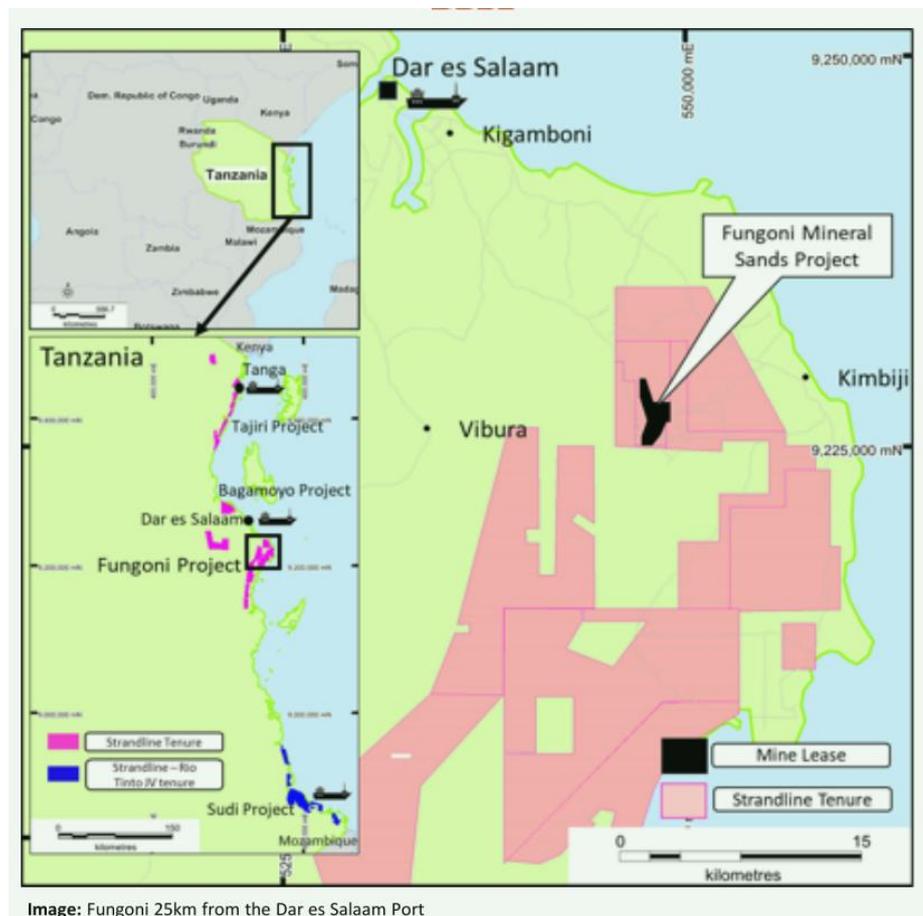
图7：非洲资源公司项目位置图



资料来源：Strandline 公司公告，民生证券研究院

Fungoni 项目位于达累斯萨拉姆港 25 公里处，项目资源量达 21.7 百万吨，矿石储量 12.3 百万吨，目前项目 1 号生产线已经顺利完成安装调试。根据项目规划，所有生产线将于 2025 年 9 月前全部投产完毕，届时，项目将形成年产 10 万吨重砂精矿产品的生产能力。

图8: Fungoni 的地理位置图



资料来源: Strandline 公司公告, 民生证券研究院

表8: Fungoni 项目资源量 (截至 2017 年 5 月)

资源类别	矿石		有价值的金属占重砂的比例					大块物料 (%)
	矿石量	品位 (%)	钛铁矿 (%)	金红石 (%)	锆石 (%)	白钛石 (%)	矿泥 (%)	
Measured	8.77	4.3	43.3	4.3	18.3	1.0	19	7.0
Indicated	12.97	1.8	36.7	4.3	14.6	1.4	24	7.0
总计	21.74	2.8	40.7	4.3	16.9	1.2	22	7.0

资料来源: Strandline 公司公告, 民生证券研究院

表9: Fungoni 项目储量 (截至 2017 年 10 月)

储量类别	矿石量	重砂量	品位 (%)
Proved	6.9	341	4.9
Probable	5.4	138	2.6
总计	12.3	480	3.9

资料来源: Strandline 公司公告, 民生证券研究院

Fungoni 项目 2018 年 10 月份的可行性研究重要数据如下表所示, 当时项目设计生产规模为 200 万吨/年, 生命周期 6.2 年, 投资回收期 2.67 年。生命周期内总收入为 1.84 亿美元, 总 EBITDA 为 1.15 亿美元, 平均年收入 2968 万美元, 平均年 EBITDA 为 1855 万美元。成本方面, C1 成本+运输费用为 5.37 美元/吨, 全维持成本 (AISC) 为 6.09 美元/吨。该可行性研究已有一定年限, 故仅可参考。

表10: Fungoni 可行性研究相关财务指标

项目	可行性研究 (2018 年 10 月)	单位
LOM 总收入	184.2	百万美元
LOM EBITDA	114.8	百万美元
LOM 运营 C1 成本 (含运输成本)	66.1	百万美元
LOM AISC 成本	74.9	百万美元
平均年产量	200	万吨
LOM 产量	1230	万吨
生命周期	6.2	年
单位 C1 成本 (含运输)	5.37	美元/吨
单位 AISC 成本	6.09	美元/吨

资料来源: Strandline 公司公告, 民生证券研究院

Tajiri 北方位于坦加港口以南 35 公里处, 钛资源丰富, 占总重砂资源量的 59%, 项目总矿石资源量达 2.68 亿吨, 项目尚处预可研阶段, 暂无储量数据, 经济前景可观。从初步技术和经济研究来看, Tajiri 项目生命年限可达 23.4 年, 项目规划 800 万吨/年矿石处理量, 资本开支 1.25 亿美元, 平均 C1 成本 143 美元/吨, AISC 成本 143 美元/吨, 平均年 EBITDA 36.8 百万美元。

图9: Tajiri 项目位置图



资料来源: Strandline 公司公告, 民生证券研究院

表11: Tajiri 项目资源量预估 (截至 2019 年 7 月)

矿区	边界品位	矿产资源概况				有价值的金属占重砂的比例						
		矿产资源类别	资源量 (百万吨)	重砂量 (百万吨)	重矿品位 (%)	矿泥 (%)	大块物料 (%)	钛铁矿 (%)	锆石 (%)	金红石 (%)	白钛石 (%)	石榴石 (%)
T3	1.7	Measured	19	0.6	3.4	37	6	64	4	7	0	5
TC	1.7	Measured	55	1.9	3.5	23	10	42	2	5	0	38
		总计	74	2.5	3.4	27	9	48	3	5	0	30
Tajiri T1	1.5	Indicated	36	1.3	3.7	34	4	71	6	10	0	3
Tajiri North	1.7	Indicated	60	1.7	2.8	47	4	75	4	6	1	1

T2	1.7	Indicated	17	0.5	2.8	32	11	58	4	7	0	18
T3	1.7	Indicated	3	0.1	2.8	39	4	66	5	8	1	4
T4	1.7	Indicated	14	0.4	3.0	24	6	61	4	8	0	12
TC	1.7	Indicated	35	1.4	4.1	27	9	46	3	6	0	36
		总计	165	5.4	3.3	36	6	64	4	7	0	13
Vumbi	1.7	Inferred	29	0.9	3.0	30	12	64	4	7	1	2
		总计	29	0.9	3.0	30	12	64	4	7	1	2
		总合计	268	8.8	3.3	33	7	59	4	7	0	17

资料来源：Strandline 公司公告，民生证券研究院

表12：Tajiri 初步经济和技术研究相关财务指标

项目	初步经济和技术研究	单位
矿山寿命	23.4	年
矿石总产量	185	百万吨
矿石年产量	8	百万吨
资本开支	125	百万美元
LOM 总收入	16.1	亿美元
LOM C1 成本	6.6	亿美元
LOM AISC 成本	7.6	亿美元
单位 C1 成本 (含运输)	124	美元/吨
单位 AISC 成本	143	美元/吨
LOM EBITDA	9	亿美元
平均年 EBITDA	6800	百万美元

资料来源：Strandline 公司公告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要从事稀土矿采选、冶炼分离、金属加工、稀土废料回收以及锆钛矿选矿业务，形成了稀土和锆钛两大主业。稀土业务已经形成了从选矿、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。锆钛业务涉及资源开采和选矿。

稀土业务假设：1) 稀土价格自 2022 年高点以后持续下滑后筑底，2025 年镨钕氧化物和镨钕金属的价格均有所回升，在供给收紧的趋势下，预计稀土价格稳中有升。假设 2025-2027 年镨钕氧化物不含税价格分别为 38.15、40.05、42.06 万元/吨；镨钕金属不含税价格分别为 46.33、47.72、49.15 万元/吨。2) 公司稀土板块主要产品包括稀土氧化物、稀土稀有金属等几类产品，公司参股的国内外矿山项目较多，有望实现稳定增量，假设公司 2025-2027 年公司稀土氧化物销量分别 1.7、1.9、2.2 万吨；2025-2027 年稀土稀有金属销量为 1.8、2、2.1 万吨。3) 成本方面假设保持稳定。

锆钛业务假设：公司的锆钛选矿业务原料处理能力可达 200 万吨/年。公司从境外进口锆钛毛矿、中矿等重砂矿，在境内进行分选，产出锆英砂、钛精矿、金红石、独居石等。1) 公司历史实现售价较稳定，因此价格方面均假设保持稳定，预计 2025-2027 年公司锆英砂实现售价均为 1.12 万元/吨；2025-2027 年钛精矿实现售价均为 2308 元/吨。2) 销量上预计随着公司处理能力提升而逐年增加，假设锆英砂 2025-2027 年销量分别为 3、3.6、4.2 万吨；钛精矿 2025-2027 年销量分别为 5、6、6.9 万吨。3) 成本方面假设保持稳定。

综合以上假设，预计公司 2025-2027 年营收分别为 129.02、147.99、161.40 亿元，营业成本分别为 118.44、135.74、147.45 亿元，毛利率分别为 8.2%、8.3%、8.76%。

表13：公司分业务拆分预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)				
稀土氧化物	3323.87	3566.73	4185.66	4857.57
稀土盐类	60.62	63.52	66.70	70.03
稀有稀土金属	6125.72	7588.16	8684.22	9168.37
锆英砂	392.48	336.20	403.44	463.95
钛精矿	124.78	115.41	138.50	159.27
金红石	44.14	44.41	44.41	44.41
稀土精矿 (含独居石)	795.91	683.92	772.83	873.29
其他主营业务	435.66	435.66	435.66	435.66
其他	67.85	67.85	67.85	67.85

合计	11371.03	12901.84	14799.25	16140.40
营业成本 (百万元)				
稀土氧化物	3150.09	3216.69	3595.13	3973.56
稀土盐类	59.61	59.61	59.61	59.61
稀有稀土金属	6081.91	7209.75	8411.37	9052.74
锆英砂	340.63	291.78	350.14	402.66
钛精矿	103.98	96.17	115.41	132.72
金红石	37.76	37.99	37.99	37.99
稀土精矿 (含独居石)	648.15	555.38	627.58	709.16
其他主营业务	294.85	317.25	317.25	317.25
其他	59.12	59.12	59.12	59.12
合计	10776.09	11843.74	13573.59	14744.80
毛利率 (%)				
稀土氧化物	5.2%	9.8%	14.1%	18.2%
稀土盐类	1.7%	6.2%	10.6%	14.9%
稀有稀土金属	0.7%	5.0%	3.1%	1.3%
锆英砂	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%
钛精矿	16.7%	16.7%	16.7%	16.7%
金红石	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
稀土精矿 (含独居石)	18.6%	18.8%	18.8%	18.8%
其他主营业务	32.3%	27.2%	27.2%	27.2%
其他	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
合计	5.2%	8.2%	8.3%	8.6%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

注: 盈利预测尚未考虑本次收购项目投产增厚影响

5.2 估值分析

公司两大主业为稀土和锆钛，但主要毛利来源为稀土，故选取北方稀土、中国稀土、广晟有色作为可比公司进行对比。中国稀土和广晟有色以重稀土为主，稀缺性更加突出，因此估值更高；北方稀土则以轻稀土为主，估值相对较低。盛和资源则同时具备轻重稀土处理能力，按照 2025 年 5 月 20 日收盘价计算，可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 72X/49X/36X，高于公司估值。

表14：可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
600111.SH	北方稀土	23.80	0.28	0.64	0.90	1.04	86	37	27	23
000831.SZ	中国稀土	34.21	-0.27	0.31	0.44	0.62	/	109	77	55
600259.SH	广晟有色	46.64	-0.89	0.69	1.10	1.53	/	68	42	30
	平均		-0.29	0.55	0.81	1.06	/	72	49	36
600392.SH	盛和资源	12.27	0.12	0.35	0.37	0.44	104	35	33	28

资料来源：ifind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 ifind 一致预期，股价时间为 2025 年 5 月 20 日

5.3 投资建议

公司形成了从稀土选矿、冶炼分离到深加工较为完整的产业链，稀土资源储备丰富，随着公司现有项目以及 Ngualla 等矿山未来投产，公司稀土产量预计逐年增长，叠加稀土价格逐步企稳回升，公司未来业绩可期。我们预计 2025-2027 年分别实现归母净利润 6.07/6.55/7.63 亿元，以 2025 年 5 月 20 日收盘价计算，对应 PE 分别为 35/33/28 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 项目收购及建设进度不及预期风险。公司拟收购 Peak Rare Earths Limited 公司事项正在推进，收购尚存在不确定性，且被收购公司核心资产 Ngualla 稀土矿项目当前尚未实际投产，收购事项及项目建设进展会对公司未来业绩形成一定影响。

2) 稀土价格大幅波动风险。公司的主要原材料为稀土精矿、海滨砂矿，主要产品为稀土氧化物、稀土盐类、稀土金属、锆英砂、钛精矿等。原材料和产品的供需关系变化及价格波动将对公司的盈利能力产生重要影响。

3) 海外市场经营风险。公司收购的 Ngualla 位于坦桑尼亚，境外参股了美国 MP 公司并包销其稀土精矿等主要稀土产品，同时还参股了澳大利亚 ETM 公司、重要金属公司等。境外市场政治及经济环境政策、劳工保障政策、税收优惠政策的变化会对公司造成一定影响。

公司财务报表数据预测汇总 (注: 盈利预测尚未考虑本次收购项目投产增厚影响)

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,371	12,902	14,799	16,140
营业成本	10,776	11,844	13,574	14,745
营业税金及附加	33	37	42	46
销售费用	39	34	39	42
管理费用	249	236	271	296
研发费用	6	4	4	5
EBIT	342	834	992	1,140
财务费用	66	132	140	144
资产减值损失	-52	90	0	0
投资收益	35	48	55	60
营业利润	312	841	906	1,057
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	303	841	906	1,057
所得税	69	154	166	193
净利润	234	687	741	864
归属于母公司净利润	207	607	655	763
EBITDA	489	994	1,174	1,343

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,526	2,084	1,815	1,593
应收账款及票据	797	770	906	988
预付款项	614	519	594	646
存货	4,456	5,091	5,467	5,939
其他流动资产	991	1,042	1,122	1,179
流动资产合计	9,383	9,505	9,904	10,343
长期股权投资	618	618	618	618
固定资产	1,545	1,886	2,213	2,532
无形资产	1,003	1,003	1,003	1,003
非流动资产合计	6,119	7,517	7,816	8,117
资产合计	15,502	17,022	17,720	18,460
短期借款	3,427	3,258	3,258	3,258
应付账款及票据	551	633	726	788
其他流动负债	1,219	1,436	1,544	1,620
流动负债合计	5,198	5,327	5,528	5,666
长期借款	445	592	592	592
其他长期负债	211	213	213	213
非流动负债合计	656	804	804	804
负债合计	5,853	6,132	6,332	6,470
股本	1,753	1,753	1,753	1,753
少数股东权益	915	995	1,082	1,182
股东权益合计	9,649	10,890	11,388	11,990
负债和股东权益合计	15,502	17,022	17,720	18,460

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-36.39	13.46	14.71	9.06
EBIT 增长率	-22.72	143.81	18.84	15.00
净利润增长率	-37.73	192.98	7.82	16.60
盈利能力 (%)				
毛利率	5.23	8.20	8.28	8.65
净利润率	1.82	4.71	4.42	4.73
总资产收益率 ROA	1.34	3.57	3.69	4.13
净资产收益率 ROE	2.37	6.14	6.35	7.06
偿债能力				
流动比率	1.81	1.78	1.79	1.83
速动比率	0.68	0.57	0.53	0.49
现金比率	0.49	0.39	0.33	0.28
资产负债率 (%)	37.76	36.02	35.74	35.05
经营效率				
应收账款周转天数	27.47	21.07	19.70	20.42
存货周转天数	156.04	145.09	140.01	139.24
总资产周转率	0.74	0.79	0.85	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.35	0.37	0.44
每股净资产	4.98	5.64	5.88	6.17
每股经营现金流	0.04	0.31	0.32	0.37
每股股利	0.12	0.14	0.15	0.17
估值分析				
PE	104	35	33	28
PB	2.5	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	48.57	23.91	20.24	17.69
股息收益率 (%)	0.98	1.13	1.22	1.42

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	234	687	741	864
折旧和摊销	147	159	183	203
营运资金变动	-444	-365	-494	-553
经营活动现金流	72	549	566	648
资本开支	-716	-458	-481	-504
投资	153	-892	0	0
投资活动现金流	-528	-1,506	-426	-444
股权募资	71	0	0	0
债务募资	781	124	0	0
筹资活动现金流	349	515	-408	-427
现金净流量	-97	-442	-268	-223

插图目录

图 1: 项目地理位置图.....	3
图 2: Peak 公司于 24 年 11 月底展示的 Ngualla 稀土矿开发进度表.....	6
图 3: Peak 公司和盛和资源的交易预计于 25 年 10 月初完成.....	6
图 4: Ngualla 稀土矿股权关系图.....	7
图 5: Ngualla 稀土矿生产规划.....	8
图 6: 不同价格下的 Ngualla 成本利润情况.....	9
图 7: 非洲资源公司项目位置图.....	10
图 8: Fungoni 的地理位置图.....	11
图 9: Tajiri 项目位置图.....	13

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 世界一级稀土矿床对比.....	4
表 2: Ngualla 稀土项目资源量情况.....	4
表 3: Ngualla 稀土项目储量情况 (截至 2024 年 6 月 30 日).....	4
表 4: Ngualla 稀土项目资源量中单一稀土元素品位及氧化物占比情况.....	4
表 5: Ngualla 稀土项目储量中单一稀土元素品位及氧化物占比情况.....	5
表 6: 资本成本估算 (单位: 百万美元).....	8
表 7: 矿山运营成本估算 (单位: 百万美元).....	9
表 8: Fungoni 项目资源量 (截至 2017 年 5 月).....	11
表 9: Fungoni 项目储量 (截至 2017 年 10 月).....	11
表 10: Fungoni 可行性研究相关财务指标.....	12
表 11: Tajiri 项目资源量预估 (截至 2019 年 7 月).....	13
表 12: Tajiri 初步经济和技术研究相关财务指标.....	14
表 13: 公司分业务拆分预测.....	15
表 14: 可比公司 PE 对比.....	17
公司财务报表数据预测汇总 (注: 盈利预测尚未考虑本次收购项目投产增厚影响).....	19

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048