

# 广晟有色 (600259) \ 有色金属

## 重稀土龙头资源优势凸显，矿山放量推动业绩增长

### 投资要点：

公司在产两座矿山已拥有满配额生产产能，新丰稀左坑土矿新增储量11.14万吨，为目前储量8倍，预计于24年开始放量。深加工领域加紧晟源高性能钕铁硼项目建设，一期2,000吨产能投料试产。同时，公司国企改革成效显著，企业活力助推盈利迈上新台阶。

#### ➤ 稀土矿增产预期清晰，做强下游深加工

公司拥有广东省境内全部3张稀土采矿证。在产平远仁居稀土矿与大埔五丰稀土矿目前已达2,700吨满额生产能力；新丰左坑稀土矿于2022年取得采矿权证，新增储量11.1万吨，2024年投产后，公司稀土总产能将达到5,700吨/年。稀土分离板块，富远公司搬迁项目已完成，预计产能利用率将进一步得到提升。稀土深加工板块，公司晟源8,000吨/年高性能钕铁硼项目一期项目试产，助推公司做强做优磁材产业，提供新的盈利增长点。

#### ➤ 钨、铜板块给予公司盈利支撑

钨板块，公司剥离3家盈利能力较弱的钨矿，保留红岭与石人嶂两个优质钨矿，并公开遴选战略合作者共同开发。铜板块，拥有优质资产大宝山铜矿40%股份，2022年大宝山实现净利3.83亿元，并新增铜金属量4.5万吨。

#### ➤ 高下游需求凸显稀土资源稀缺性

供给端，重稀土中国储量占比超过80%，全球范围内有较强的战略地位，生产冶炼配额受国家严格管控，供给制约性强、每年产量有限；需求端，钕铁硼下游需求多点开花，根据观研天下数据，至2025年预计高性能钕铁硼需求量为16.01万吨，5年CAGR为19.6%。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为237.66/267.39/290.86亿元，对应增速分别为3.9%/12.5%/8.8%，归母净利润分别为2.95/5.33/6.65亿元，对应增速分别为26.9%/80.8%/24.7%，EPS分别为0.88/1.58/1.98元，3年CAGR为42%。绝对估值法测得公司每股价值48.21元，可比公司2024年平均估值26倍，鉴于公司全产业链布局，综合绝对估值法和相对估值法，给予公司2024年30倍PE，目标价47.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**稀土供给超预期；需求测算不及预期；项目投产不及预期。

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16099	22864	23766	26739	29086
增长率 (%)	54.3	42.0	3.9	12.5	8.8
EBITDA (百万元)	339	432	725	1070	1217
归母净利润 (百万元)	139	232	295	533	665
增长率 (%)	167.0	67.0	26.9	80.8	24.7
EPS (元/股)	0.41	0.69	0.88	1.58	1.98
市盈率 (P/E)	87.5	52.4	41.3	22.8	18.3
市净率 (P/B)	6.7	3.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	50.7	34.1	20.8	14.0	11.9

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年5月25日收盘价

投资评级：

行 业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

稀有金属

买入/ (首次评级)

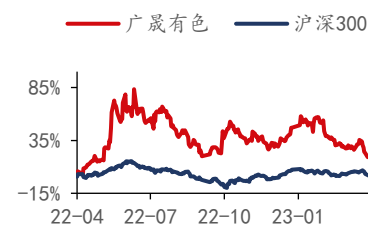
36.17元

47.4元

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	336/329
流通A股市值 (百万元)	12,135
每股净资产 (元)	10.24
资产负债率 (%)	60.09
一年内最高/最低 (元)	59.99/35.15

### 股价相对走势



分析师：骆可桂

执业证书编号：S0590522110001

邮箱：luokg@glsc.com.cn

联系人：胡章胜

邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

### 相关报告

## 投资聚焦

### 核心逻辑

上游资源端，公司在产两座矿山已拥有满配额生产产能，新丰稀左坑土矿新增储量11.14万吨，为目前储量8倍，预计于24年开始放量；中游冶炼分离端，富远工厂搬迁项目完成，后期将提升产能利用率；深加工领域，加紧晟源高性能钕铁硼项目建设，一期2,000吨产能投料试产。钨板块遴选战略投资者合作开发，铜硫板块稳健经营，提供盈利支撑点。国企改革成效显著，企业轻装上阵助推盈利迈上新台阶。

### 不同于市场的观点

市场对公司资源端放量以及加工端布局的价值存在低估，对改革后的企业活力不够重视。之前公司受储量以及安全生产等诸多因素限制，始终无法满配额生产，未来公司有潜力满配额生产，稀土产销量有望出现大幅增长。此外，全产业链布局为公司提供成本优势，提高盈利能力。我们认为当前股价尚未充分体现公司价值，公司价格有待重估。

### 核心假设

我们假设2023-2025年，稀土矿价格分别为27/29/31万元/吨，稀土矿产量分别为2,700/4,700/5,700吨；稀土氧化物价格为41/42/43万元/吨，稀土氧化物产量分别为3,700/3,900/4,100吨；稀土富集物价格为40/41/42万元/吨，稀土富集物产量分别为1,800/1,800/1,800吨；钕铁硼价格为40/40/40万元/吨。钕铁硼产量为2,000/5,000/7,000吨。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为237.66/267.39/290.86亿元，对应增速分别为3.9%/12.5%/8.8%，归母净利分别为2.95/5.33/6.65亿元，对应增速分别为26.9%/80.8%/24.7%，EPS分别为0.88/1.58/1.98元，3年CAGR为42%。绝对估值法测得公司每股价值48.21元，可比公司2024年平均估值26倍，鉴于公司全产业链布局，综合绝对估值法和相对估值法，给予公司2024年30倍PE，目标价47.4元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 投资看点

- **短期来看：**国企改革成效显著，公司在产矿山已达满配额生产产能，高性能钕铁硼项目开始投产，后续产能将继续推进。
- **中期来看：**上游新丰左坑稀土矿有望迎来放量，中游冶炼分离端产能利用率有望提升，下游高性能钕铁硼项目或将持续放量。
- **长期来看：**高性能钕铁硼项目完全投产后，公司有望成功打造稀土全产业链，实现加工端原料自给，盈利能力或将进一步提升。

## 正文目录

1.	<b>改革急先锋，经营业绩持续向好</b> .....	5
1.1	立足广东的重稀土资源企业.....	5
1.2	公司实控人为广东国资委，业务涉及四大板块.....	7
1.3	改革成效显著，经营指标实现突破.....	8
2.	<b>稀土矿增产预期清晰，做强下游深加工</b> .....	13
2.1.	稀土板块已达满配额生产能力.....	13
2.2.	稀土分离板块产能利用率有望继续提升.....	16
2.3.	稀土深加工瞄准高端领域持续发力.....	17
3.	<b>钨、铜板块给予公司盈利支撑</b> .....	19
3.1.	钨：保留优质矿山，探索新型合作关系.....	19
3.2.	铜：集团注入铜矿，多元公司业务.....	20
4.	<b>高下游需求凸显稀土资源稀缺性</b> .....	21
4.1.	供给端：重稀土矿增量有限.....	21
4.2.	需求端：高性能钕铁硼需求仍处于增长态势.....	22
5.	<b>盈利预测、估值与投资建议</b> .....	28
5.1.	盈利预测.....	28
5.2.	估值与投资建议.....	29
6.	<b>风险提示</b> .....	32

## 图表目录

图表 1:	2016 年起公司发展提质增效.....	5
图表 2:	广晟有色资源量一览表（截至 2022 年年报）.....	6
图表 3:	公司实控人为广东国资委（截至 2023 年一季度）.....	7
图表 4:	广晟有色主要业务子公司.....	8
图表 5:	广晟有色开展中层管理岗位公开竞聘笔试.....	9
图表 6:	广晟有色月度考核方案.....	9
图表 7:	2022 年公司实现营收 228.6 亿元.....	10
图表 8:	2022 年公司实现营业利润 3.08 亿元.....	10
图表 9:	2022 年公司实现归母净利 2.32 亿元.....	10
图表 10:	公司各项产品收入逐年递增.....	11
图表 11:	稀土及相关产品收入占比近三年较稳定.....	11
图表 12:	公司稀土及相关产品毛利逐年递增.....	11
图表 13:	稀土及相关产品毛利占比 2020 年起递增.....	11
图表 14:	稀土及相关产品为公司毛利率最高的产品.....	12
图表 15:	近年来公司多次进行资产减值.....	12
图表 16:	三费占比不断下降，研发费用率保持稳定.....	13
图表 17:	大埔五丰稀土矿与平远仁居稀土矿历年产量（吨）.....	14
图表 18:	平远仁居稀土矿概貌.....	15
图表 19:	大埔五丰稀土矿概貌.....	15
图表 20:	2018 年至今公司稀土氧化物产销量.....	17

图表 21: 2018 年起稀土金属产量.....	18
图表 22: 智威公司出现多年亏损.....	18
图表 23: 2018 年至今公司钨精矿产量.....	19
图表 24: 2020 年集团将大宝山铜矿 40% 股份注入公司.....	21
图表 25: 全球稀土产量分布.....	22
图表 26: 全球重稀土产量分布.....	22
图表 27: 2022 年度稀土开采、冶炼分离总量控制指标.....	22
图表 28: 2022 年永磁材料为稀土最大下游需求.....	23
图表 29: 烧结钕铁硼是最主要的永磁材料.....	23
图表 30: 2020 年全球高性能钕铁硼需求占比.....	23
图表 31: 2025 年全球高性能钕铁硼需求占比.....	23
图表 32: 新能源汽车领域高性能钕铁硼需求测算.....	24
图表 33: 传统汽车领域高性能钕铁硼需求测算.....	24
图表 34: 风电领域高性能钕铁硼需求测算.....	25
图表 35: 变频空调领域高性能钕铁硼需求测算.....	26
图表 36: 工业机器人领域高性能钕铁硼需求测算.....	26
图表 37: 钕铁硼需求量合计.....	27
图表 38: 公司营收测算汇总 (亿元).....	28
图表 39: 可比公司 PE.....	29
图表 40: FCFE 参数假设.....	30
图表 41: FCFE 法估值表.....	30
图表 42: FCFE 估值敏感性测试.....	31

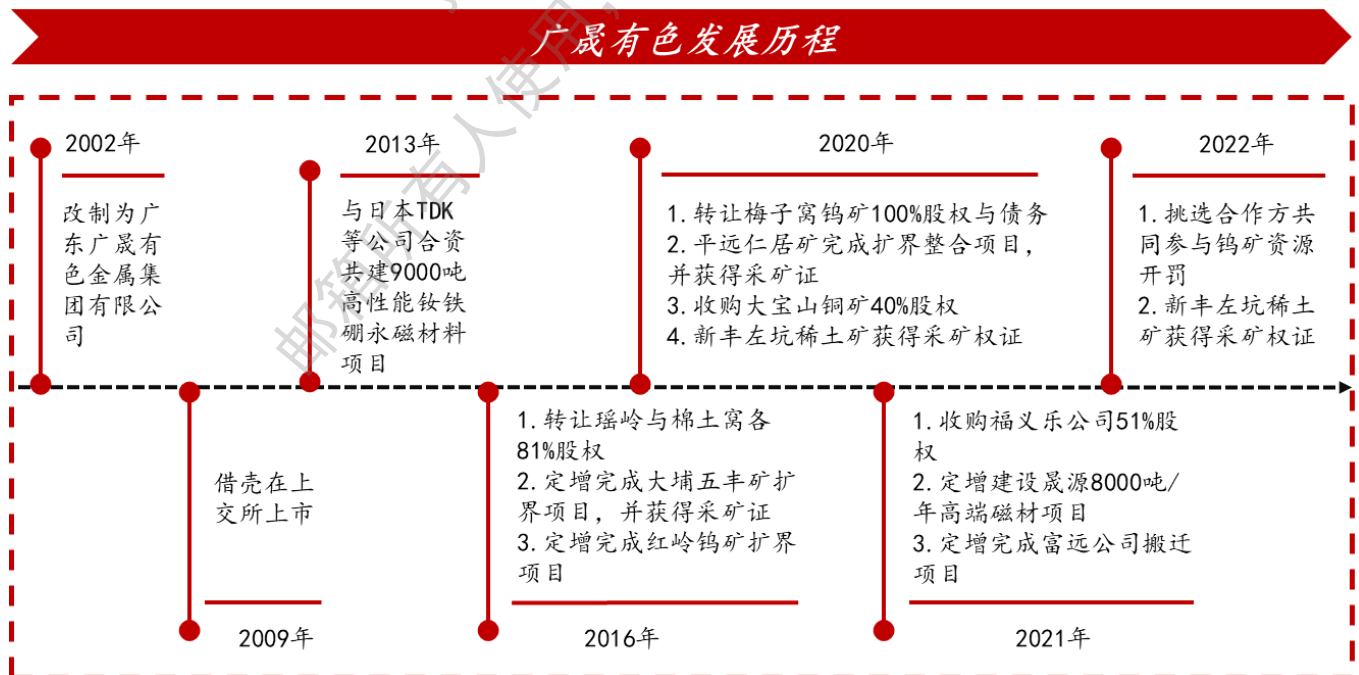
## 1. 改革急先锋，经营业绩持续向好

### 1.1 立足广东的重稀土资源企业

公司是广东省内稀土资源的唯一合法开采企业。广晟有色始建于 1953 年的广东省冶金厅，2002 年改制为广东广晟有色金属集团有限公司，2009 年于上交所借壳上市，公司是国家级集团——广东省稀土集团的核心企业，同时也是广东省内稀土资源的唯一合法开采企业。

公司在稀土板块已形成较完备的产业链雏形。广晟有色打造了“矿山开采、冶炼分离、精深加工、贸易流通与进出口”完整的稀土产业链，形成了“12345+1”的产业格局。公司控制广东省内全部稀土采矿许可证，拥有丰富的中重稀土资源以及 1.4 万吨的年分离能力；下游产业目前有稀土金属、永磁材料等。

图表 1: 2016 年起公司发展提质增效



来源：公司官网，公司公告，国联证券研究所

2016 年至今，公司不断优化自身资产质量，夯实发展基础。

**稀土领域**，公司完成大埔五丰矿、平远仁居矿扩界整合工作，并分别于 2020 年与 2022 年获得新丰左坑稀土矿的探矿权与采矿权证。富定增建设晟源 8000 吨/年高端磁材项目，拓展高端磁材加工领域。

**钨矿领域**，逐步转让瑶岭、棉土窝与梅子窝钨矿，剥离盈利较弱矿山，同时挑选战略投资者与合作方共同开发红岭钨矿与石人嶂钨矿。

**铜领域**，2020 年公司控股股东广晟控股集团有限公司将大宝山铜矿 40% 股权注入公司，多元公司业务领域，增强盈利能力。

截至 2022 年年报，公司拥有稀土储量 12.27 万吨，钨储量 6.82 万吨。公司拥有平远仁居稀土矿、大埔五丰稀土矿、新丰左坑稀土矿三座稀土矿，共有矿石量 1.83 亿吨，储量 12.27 万吨。公司另有红岭钨矿、石人嶂钨矿两座钨精矿，共有矿石量 3,933.26 万吨，储量 6.82 万吨。

图表 2: 广晟有色资源量一览表 (截至 2022 年年报)

矿山名称	主要品种	矿石量	储量	品位	年产量	许可证/采矿权有效期
平远仁居稀土矿	稀土矿	912.7 万吨	9,408.9 吨	0.173%	1,276.1 吨	2034 年 10 月 23 日
大埔五丰稀土矿	稀土矿	206.22 万吨	1,914.36 吨	0.093%	247.55 吨	2025 年 6 月 3 日
新丰左坑稀土矿	稀土矿	17,152 万吨	111,362 吨	0.065%	0	2047 年 5 月
合计	稀土矿	18,270.9 万吨	122,685.3 吨	0.067%	1,523.7 吨	
红岭钨矿	钨精矿	3,877.7 万吨	65,410 吨	0.172%	0	2027 年 9 月 29 日
石人嶂钨矿	钨精矿	55.56 万吨	2,782.44 吨	0.501%	4.01 吨	2030 年 4 月 20 日
合计	钨精矿	3,933.26 万吨	68,192.44 吨	0.173%	4.01 吨	

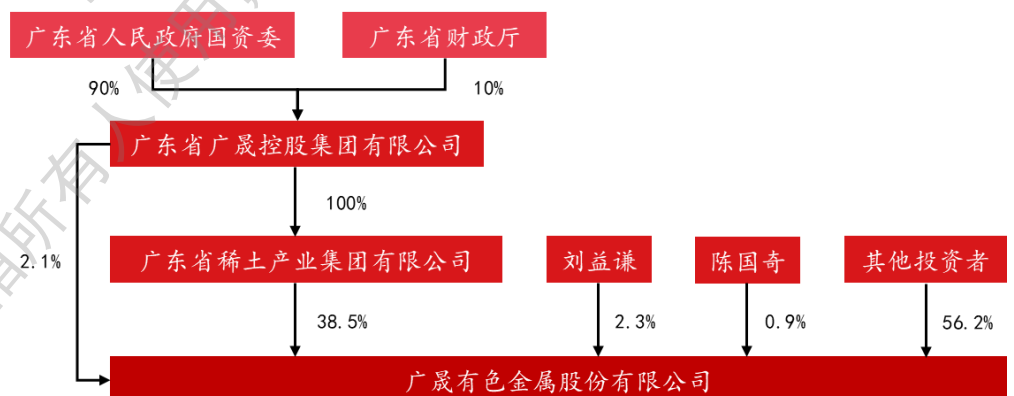
来源：公司公告，国联证券研究所

## 1.2 公司实控人为广东国资委，业务涉及四大板块

公司实控人为广东国资委。公司控股股东为广东省稀土产业集团有限公司，持股比例 38.5%。广晟集团持有广东省稀土集团 100%股份，广东国资委持有广晟集团 90%股份，广东省财政厅持有广晟集团 10%股份，公司实控人为广东省国资委。

为实现资源整合，广晟集团将股份全部划至广东省稀土集团。公司于 2020 年 1 月 9 日收到控股股东广东省广晟控股集团有限公司通知，为做强做优做大广东省稀土产业，实现稀土牌照和产业的深度融合，并以此加快公司下属稀土矿山开发进程，广东省广晟控股集团有限公司拟将所持有的公司 129,372,517 股股份(占公司总股本的 42.87%)，无偿划转给广东省稀土产业集团有限公司。本次股权无偿划转完成后，广东省稀土产业集团有限公司成为公司控股股东，同时成为广东稀土集团唯一上市平台。

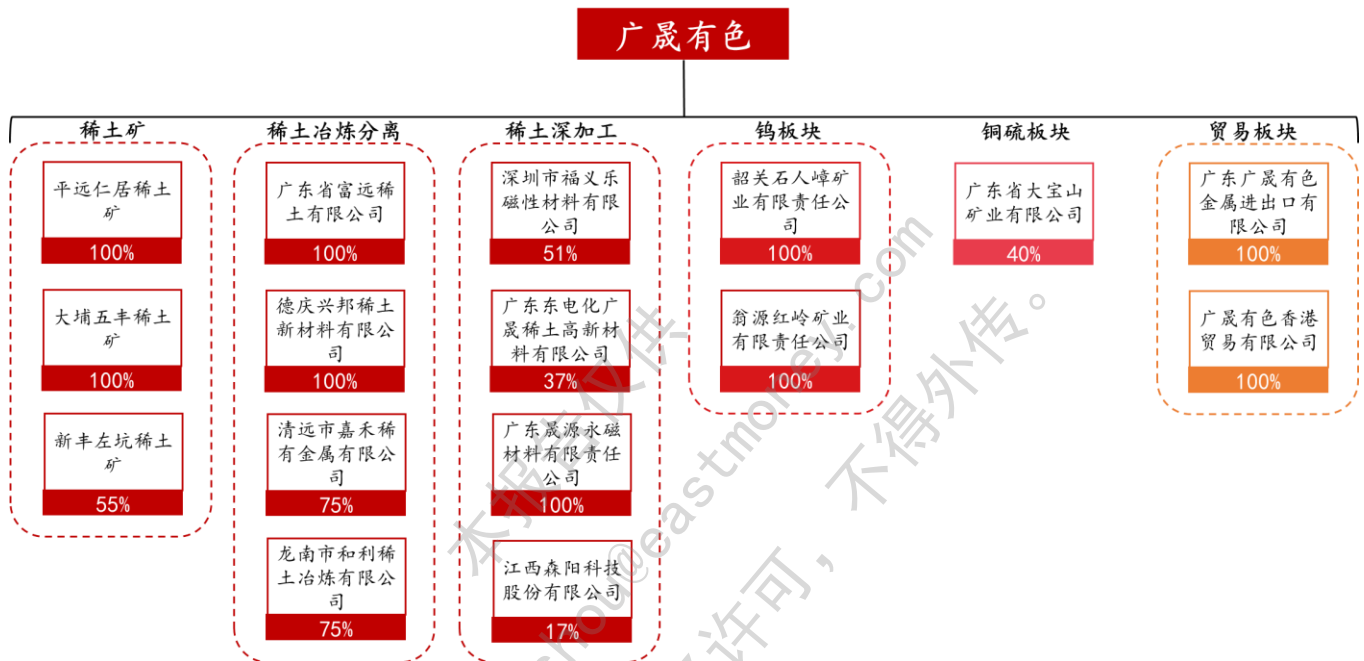
图表 3: 公司实控人为广东国资委 (截至 2023 年一季度)



来源：公司公告，国联证券研究所

子公司业务多元，涉及稀土板块、钨板块、铜硫板块以及贸易板块四个板块。稀土板块参控股 3 家稀土矿企业、4 家稀土冶炼分离企业、4 家稀土应用端企业；钨板块全资控股两家钨矿企业；铜硫板块控股大宝山铜矿 40%股份；贸易板块全资控股两家贸易企业。

图表 4: 广晟有色主要业务子公司



来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 1.3 改革成效显著, 经营指标实现突破

公司改革成效显著。广晟有色致力于打造成为稀土、铜、钨战略性资源旗舰企业。近年来, 自张喜刚董事长上任后, 公司将三项制度改革作为重要突破口, 抓创新、争一流, 强管理、活机制, 激发公司实干热情, 并受邀在国务院国资委会议中介绍改革经验。

#### (一) 以一体化管控驱动组织扁平化, 提升管理效能

构建一体化管理模式, 缩减管理幅度。所属 10 家企业按照地缘相近、业务相似的原则划分为 4 个片区, 由片区龙头企业进行统管, 有效整合片区资源, 实现优势互补和降本增效。2019 年至 2020 年, 10 家企业的领导班子成员人数减少了 25%, 打造精简高效的管控体系。

大力开展“瘦身健体”, 提升劳动效率。公司三年内 5 家企业减员 674 人, 占比 33%。石人嶂公司、红岭公司两家百年老矿推动转型升级, 原棉土窝公司进行股权市场化处置, 成功退出。

#### (二) 以人事改革牵引全局改革, 激发队伍活力

加大中层干部调整力度, 树立向“上”风向标。2019 年以来, 广晟有色管理的干部跨板块、跨层级交流 85 人次, 所属企业“一把手”调整率达 86.67%, 中层干



部的调整率达到 175.47%。

**加大年轻干部培养力度。**2021 年至今新提拔、重用和公开招聘的 44 名中层干部中有 27 名年轻干部，干部队伍的年龄结构、专业结构、知识结构得到明显优化。

**加大刚性约束力度。**对考核达标但排名末位的领导人员，建立“一年降薪、两年调岗、三年解聘”的汰劣机制。对管理人员，建立健全末等调整和不胜任退出机制。近 3 年来向“下”处理的领导干部共 18 人。

### （三）以分配激励机制改革彰显价值创造，增强内生动力

**改革绩效考核模式，建立差异化考核评价体系。**建立“月考核、季结算、年清算”动态考核，将考核结果与绩效发放直接挂钩，刚性兑现绩效薪酬，总部季度排名末位的部门核减负责人 50% 月度绩效，叠加“1-3-5-0”专项扣减和“1-3-5”专项奖励，真正做到收入“能增能减”。

**改革薪酬分配机制，形成责任共同体、利益共同体。**2022 年上半年，先后有 4 家所属企业因经营业绩超预期，核准预发全年 50%-60% 绩效。随着第三季度公司生产经营形势出现急剧变化，当即收紧公司中层以上干部绩效薪酬发放，直至 10 月经营形势好转才恢复，刚性硬约束指引价值创造导向进一步凸显。

**推行多元化激励机制。**实施所属企业领导人员任期激励，每年提取 10% 年度绩效作为任期激励收入，任期综合考评结果达不到 C 等级以上的，不得领取任期激励收入，引导企业领导人员树立价值创造“长期主义”的政绩观。

图表 5: 广晟有色开展中层管理岗位公开竞聘笔试



来源：广东国资委官网，国联证券研究所

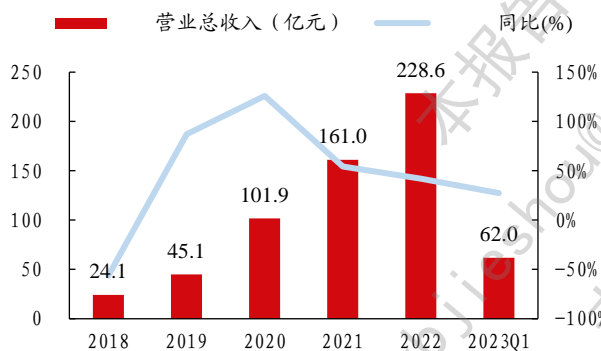
图表 6: 广晟有色月度考核方案



来源：广东国资委官网，国联证券研究所

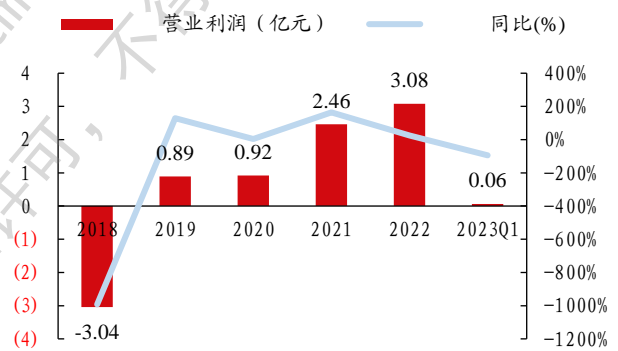
2022 年，公司获得近年来较好业绩水平。2022 年公司实现营收 228.6 亿元，同比增长 42%；实现营业利润 3.08 亿元，同比增长 25.1%；实现归母净利 2.32 亿元，同比增加 67%。2023Q1 公司实现营收 62 亿元，同比增长 27.4%；实现营业利润 0.06 亿元，同比减少 94.4%；实现归母净利 0.06 亿元，同比减少 93%，主要系稀土价格处于低位、公司计提存货亏损导致。

图表 7: 2022 年公司实现营收 228.6 亿元



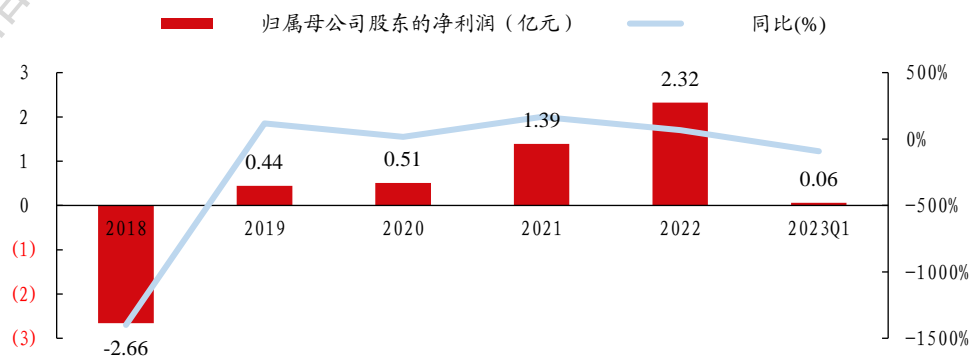
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 8: 2022 年公司实现营业利润 3.08 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

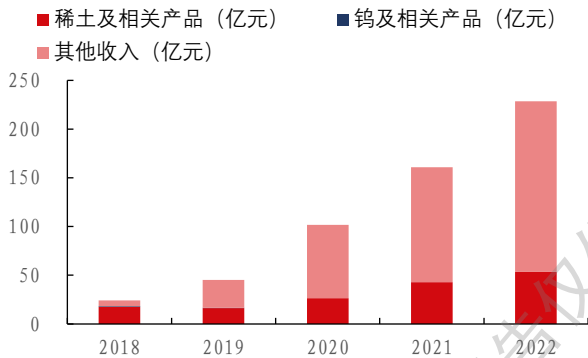
图表 9: 2022 年公司实现归母净利 2.32 亿元



来源: Wind, 国联证券研究所

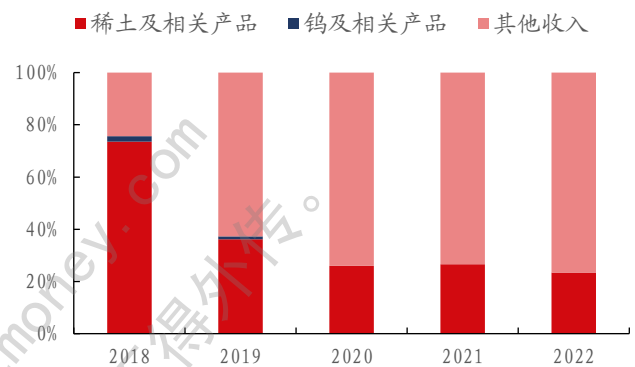
拆分营收来看，各项产品收入逐年递增，其他收入占营收比例最高。公司其他收入中主要由贸易收入组成，公司负责贸易的子公司历史悠久，是中国第一批有色金属进出口企业，拥有强大的贸易收入能力，同时近三年公司矿山产量下降，叠加稀土价格下降影响，贸易收入占比营收比例最高。2020 年至 2022 年，公司其他收入占比分别为 74%、73.4%、76.6%，近三年保持相对稳定。

图表 10: 公司各项产品收入逐年递增



来源: Wind, 国联证券研究所

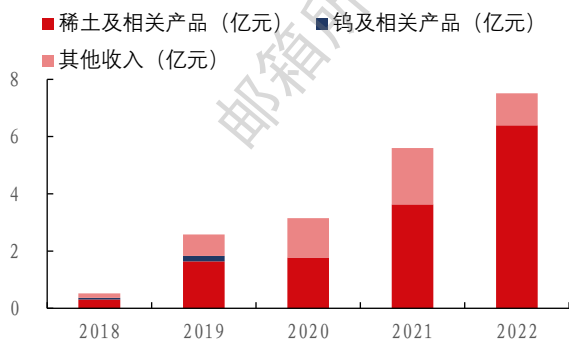
图表 11: 稀土及相关产品收入占比近三年较稳定



来源: Wind, 国联证券研究所

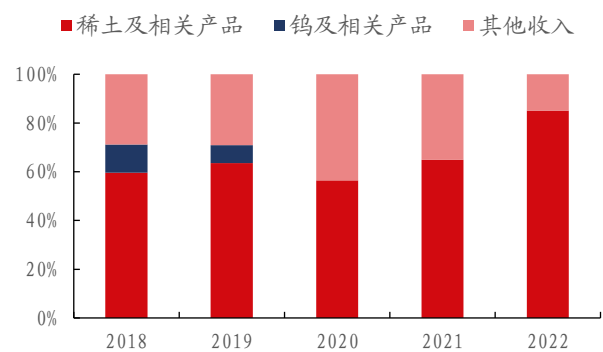
拆分毛利来看, 稀土及相关产品毛利逐年递增, 且占比最高。公司是以稀土为主要盈利点的公司, 稀土及相关产品毛利逐年递增且占比最高。受到稀土产量减少以及贸易额增加影响, 公司 2020 年稀土及相关产品毛利占比出现下降, 但马上出现反弹, 2022 年稀土及相关产品毛利的占比已经达到 85.1%。

图表 12: 公司稀土及相关产品毛利逐年递增



来源: Wind, 国联证券研究所

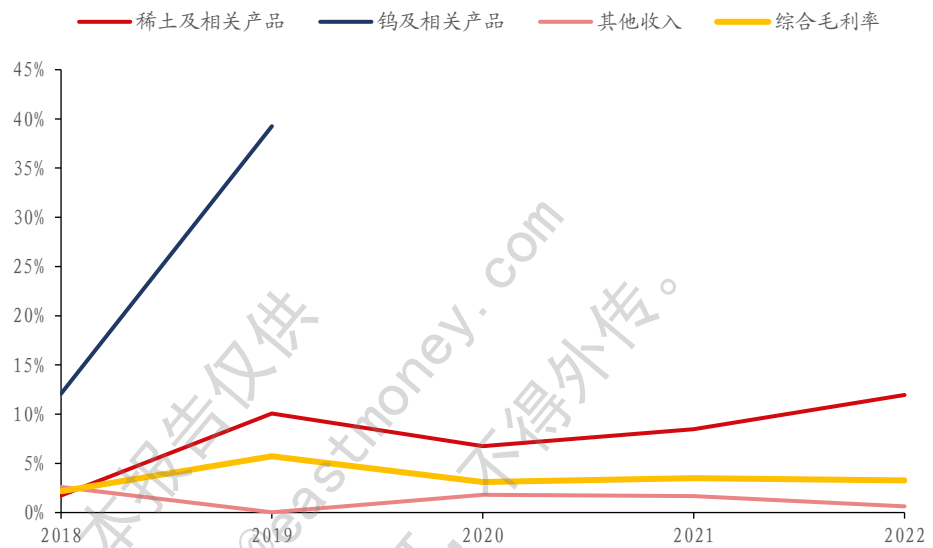
图表 13: 稀土及相关产品毛利占比 2020 年起递增



来源: Wind, 国联证券研究所

稀土及相关产品为公司毛利率最高的产品。2022 年, 公司稀土及相关产品毛利率为 12%, 自 2020 年来连续三年上涨, 综合毛利率处于相对稳定状态。

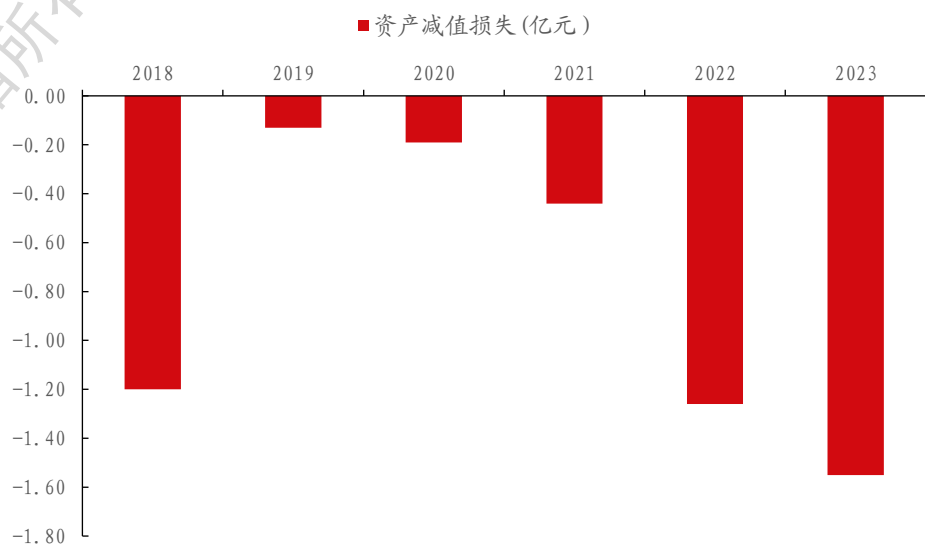
图表 14: 稀土及相关产品为公司毛利率最高的产品



来源: Wind, 国联证券研究所

多次进行资产减值, 甩掉包袱。公司近年来多次进行资产减值, 处置不良资产, 计提存货损失, 甩掉历史剩余包袱, 为未来发展奠定坚实基础。

图表 15: 近年来公司多次进行资产减值

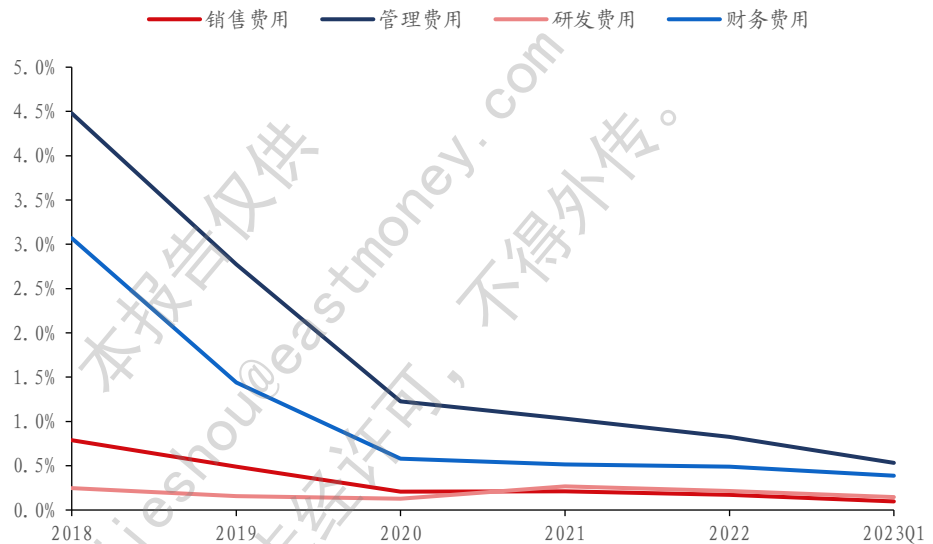


来源: Wind, 国联证券研究所

三费占比不断下降, 研发费用率保持稳定。得益于公司三年改革, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率出现明显下降, 目前位于较低水平。研发费用率保持相对稳定, 由于公司营收处于上涨态势, 研发费用绝对值有较大涨幅, 体现出公

司重创新的决心与态度。

图表 16: 三费占比不断下降, 研发费用率保持稳定



来源: Wind, 国联证券研究所

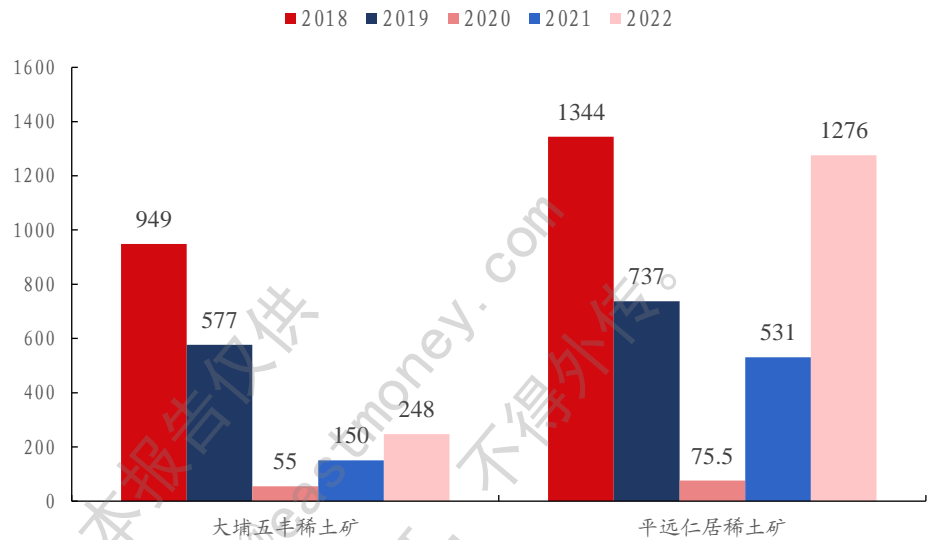
## 2. 稀土矿增产预期清晰, 做强下游深加工

### 2.1. 稀土板块已达满配额生产能力

公司拥有丰富重稀土资源。公司为广东省内唯一稀土合法开采企业, 控制广东省境内全部 3 张稀土采矿许可证, 目前拥有稀土资源量 12.27 万吨, 是唯一体内存在量产重稀土资源的上市公司。

在产矿山已达满配额生产能力。2019 年至 2020 年, 大埔五丰稀土矿和平远仁居稀土矿受扩界项目影响, 产量处于历史较低水平, 2022 年随着扩界项目的完成, 产量开始恢复, 2022 年大埔五丰稀土矿和平远仁居稀土矿分别实现产量 248 吨与 1,276 吨。2022 年 12 月, 公司正式获得安全生产许可证, 在产平远仁居稀土矿与大埔五丰稀土矿已达满额生产能力 (2022 年 2,700 吨), 随着后续新丰左坑稀土矿投入运营, 公司稀土矿产能将达到 5,700 吨。

图表 17: 大埔五丰稀土矿与平远仁居稀土矿历年产量 (吨)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 2.1.1 平远仁居稀土矿: 13 年扩界后取得采矿许可证

平远仁居稀土矿位于广东省梅州市平原县, 公司持有 90% 股权, 是中型规模的火山岩风化壳离子吸附型稀土矿床。2008 年开始稀土矿资源整合, 2011 年仁居稀土矿和黄奋稀土矿扩界整合, 整合后矿区总面积 10.0864 平方千米。

2020 年公司取得扩界整合后的新采矿证, 有效期至 2034 年 10 月 23 日, 截至 2022 年年报平远仁居矿稀土储量 9,408.9 吨, 平均品位 0.173%。2011 年取得安全设施设计审查批复, 2022 年获得广东省应急管理局颁发的安全生产许可证, 重新恢复稀土矿开采。

图表 18: 平远仁居稀土矿概貌



来源: 广东省国资委官网, 国联证券研究所

### 2.1.2 大埔五丰稀土矿: 2016 年完成扩界项目

大埔五丰矿位于广东省梅州市大埔县, 由公司全资控股, 大埔五丰稀土矿于 2016 年完成扩界项目, 并于 2022 年完成新矿区建设, 开始在新矿区开采, 目前该矿储量为 1,914.36 吨, 品味为 0.093%, 2022 年产量为 247.55 吨。

图表 19: 大埔五丰稀土矿概貌



来源: 广东省国资委官网, 国联证券研究所

### 2.1.3 新丰左坑稀土矿：公司资源储量迎来大幅增长

新丰左坑稀土矿为国内最大单体南方离子吸附型稀土矿山。公司拥有新丰左坑稀土矿 55% 股权，矿区面积大、资源储量丰富、资源配分优良，经前期原地浸出可选性试验，矿区浸出液收集率、原地浸取率、综合回收率高，矿石具有良好的选矿性能，后续开采经济价值高。

新丰左坑稀土矿资源禀赋优异。新丰县左坑稀土矿区范围内（探明+控制+推断）查明的稀土矿资源量为：矿石量 17152 万吨，全相（TREO）资源量 18.5577 万吨，离子相（SREO）资源量 11.1362 万吨。其中：探明资源量矿石量 2894.4 万吨，全相 2.9898 万吨，离子相 1.7832 万吨；控制资源量矿石量 7483.8 万吨，全相 8.2539 万吨，离子相 5.0086 万吨；推断资源量矿石量 6773.6 万吨，全相 7.3140 万吨，离子相 4.3444 万吨。

2022 年公司成功取得新丰左坑稀土矿采矿权。新丰左坑稀土矿于 2020 年 11 月获得稀土探矿权证，并于 2022 年 7 月获得采矿证，该矿为公司新增 11.1362 万吨南方离子型稀土资源，是目前已有储量的 8 倍。新丰矿的成功转采增厚了公司的稀土储备，为公司发展稀土全产业链提供了保障。新丰左坑稀土矿项目预计于 2024 年投产，设计产能 3,000 吨/年，公司稀土产能将达到 5,700 吨，产量提升潜力较大。

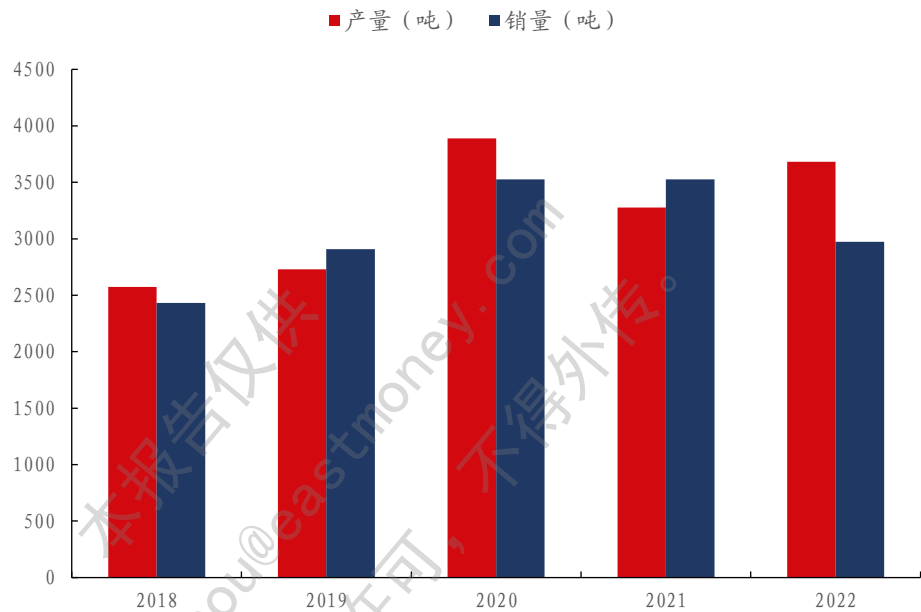
### 2.2. 稀土分离板块产能利用率有望继续提升

公司目前拥有分离冶炼产能 1.4 万吨/年。公司控股富远、兴邦、嘉禾、和利 4 家稀土矿分离冶炼厂，其中兴邦、嘉禾、和利的分离产能均为 3,000 吨/年，富远的分离产能为 5,000 吨/年，并掌握国内领先的离子吸附型稀土矿的分离冶炼工艺。

近年来，公司分离产量保持稳定。2022 年，公司实现稀土氧化物产量 3,681 吨，实现稀土氧化物销量 2,974 吨，2022 年公司受稀土价格下跌影响，以及下游需求相对低迷，公司销量出现了一定下滑，预计随着后市下游需求的恢复，公司稀土销量将出现回升。



图表 20: 2018 年至今公司稀土氧化物产销量



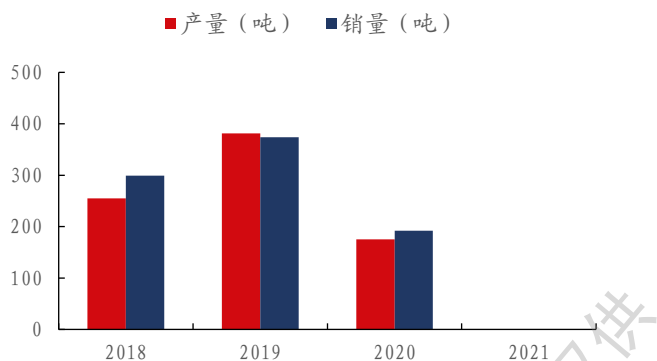
来源: 公司公告, 国联证券研究所

富远公司完成搬迁建设, 产能利用率有望进一步提升。富远年处理 5,000 吨中钇富铈稀土矿分离生产线, 用时 9 个月如期完成搬迁及技改升级, 是国内首家实现分离废水全循环利用的稀土分离企业, 将建成“全国最大的中重稀土分离绿色示范工厂”; 兴邦公司绿色智能化改造全面完成, 彻底解决 VOC 废气无组织排放环保问题, 大幅提升产品质量和生产效益。

### 2.3. 稀土深加工瞄准高端领域持续发力

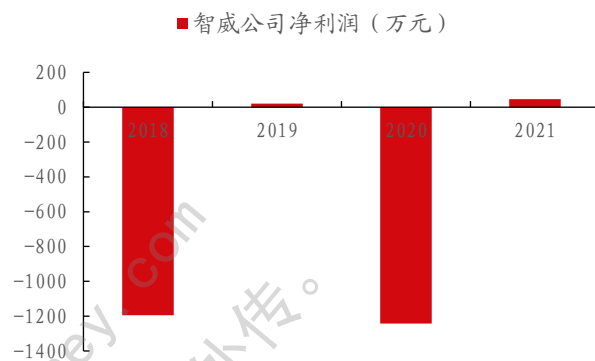
吸收合并智威公司, 优化稀土金属端布局。公司原持有智威公司 51% 的股权, 该子公司位于广东省梅州市平远县, 主营稀土金属深加工, 由于出现多年亏损, 2022 年 3 月, 富远公司采取吸收合并的方式与智威公司进行合并, 智威公司依法解散。

图表 21: 2018 年起稀土金属产量



来源: 公司公告, 国联证券研究所

图表 22: 智威公司出现多年亏损



来源: 公司公告, 国联证券研究所

### 磁材端, 公司主要分为以下三步走:

1. 投资 6 亿元与世界 500 强企业日本 TDK 株式会社合资建成年产 4,000 吨/年的高端磁材生产线, 公司参股 37%。

2. 2021 年以 3,238.92 万元收购控股股东广东省稀土产业集团持有的福义乐公司 51% 股权, 福义乐公司是国内最早一批从事稀土磁材的生产厂家, 主要经营钕铁硼磁性材料的研发、生产及销售, 拥有丰富的行业经验和技術积累。

3. 定增建设年产 8,000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料的晟源项目, 于 2021 年 12 月 30 日正式动工; 项目拟分为两期建设, 第一期 4,000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料生产设施及项目辅助设施建设周期 18 个月, 第二期 4,000 吨/年高性能钕铁硼永磁材料生产设施在第一期投料试车后即启动建设。项目建成达产后预计年销售收入为 246,848.67 万元, 年均利润总额 33,474.90 万元, 年均税后净利润 25,106.17 万元。

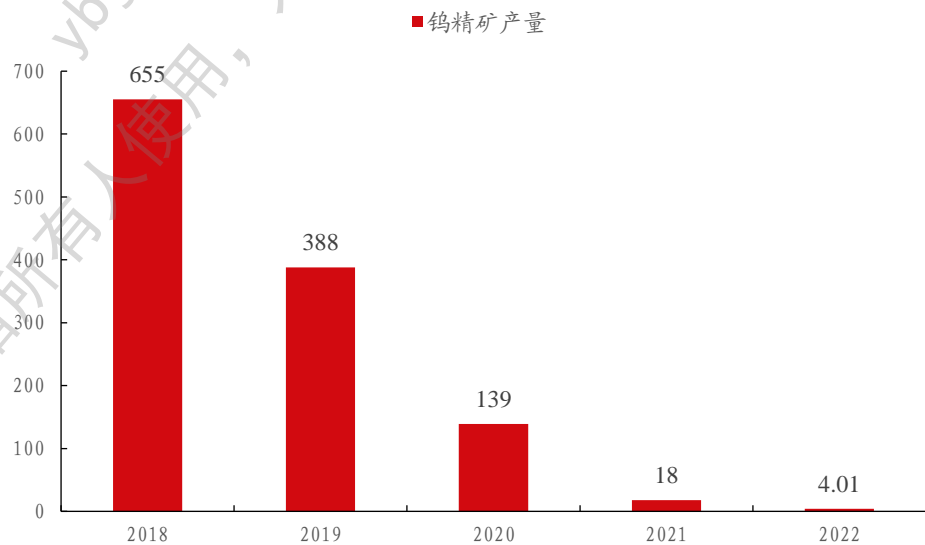
### 3. 钨、铜板块给予公司盈利支撑

#### 3.1. 钨：保留优质矿山，探索新型合作关系

公司剥离亏损钨矿，优化资产质量。公司于2016年8月分别以14,060.37万元、7,386.91万元转让瑶岭公司和棉土窝公司各81%股权；2020年7月以5,453.29万元转让梅子窝公司100%股权及债权。三次资产转让及时减亏止损，并收回历史债务，有效减轻公司经营负担，对公司财务状况改善起到积极作用。

受钨矿转让影响，公司钨精矿产量逐年下降。2022年，公司钨精矿产量为4.01万元，相较于前几年有明显下降，未来随着红岭钨矿与石人嶂钨矿的投产，钨矿产量将会逐渐恢复。目前，公司共拥有钨矿储量68,192.44吨。

图表 23: 2018 年至今公司钨精矿产量 (吨)



来源：公司公告，国联证券研究所

#### 红岭钨矿：

红岭钨矿资源禀赋好，适合露天开采。红岭钨矿为公司全资子公司，其所属矿区范围内拥有储量丰富的白钨资源，目前已探明的三氧化钨资源量（工业控制 332+推断 333）64,054 吨，平均品位 0.158%；同时还拥有其他伴生金属矿，其中钼 7,487.5 吨，铋 8,664.8 吨，铜 25,287.6 吨，镓 1,215.0 吨，资源价值高。该白钨矿床具有规模大、埋藏浅、可选性好等特点，开发利用前景好，适合大型露天开采。红岭钨矿目前处于地采转露采阶段，2022 年未有钨精矿产出。

公司与主营建材和非金属矿的润飞矿业和富鸿投资组成的联合体合作开发红岭钨矿。2022年4月，董事会通过决议，决定以公开招商方式，遴选战略投资者合作开发红岭钨矿资源；2022年8月，公司发布公告确定经营主业为建筑和非金属矿的润飞矿业和富鸿投资组成的联合体为开发合作伙伴，合作方将有偿获得红岭公司矿产资源项目的采场风化砂、废石、选矿厂尾矿等产品的处理、销售权。该项目已完成前期采矿证办理、环评批复、能耗审查、初步设计、职业卫生预评价、水土保持方案、安全预评价、安全设施设计审查等有关审批手续等工作，已基本具备项目开工的建设条件。

#### 石人嶂钨矿：

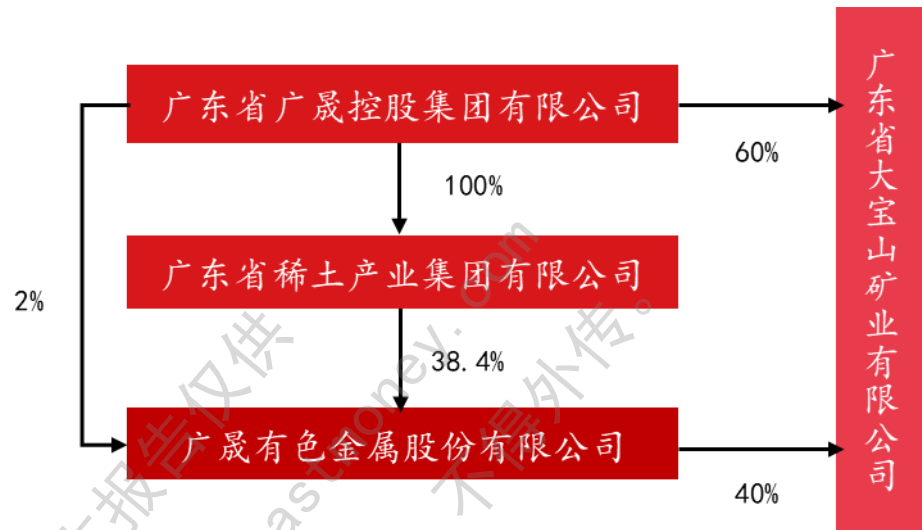
石人嶂钨矿将加速莲花山重大事故隐患整治，完成涉矿资源合法化。石人嶂钨矿拥有钨资源量 2,782.44 吨，品味为 0.501%。矿山经过多年的开发建设，采矿采用井下浅眼留矿法开采工艺，拥有在生产采矿中段 7 个，井下年生产采出矿石量生产能力为 27 万吨；选矿采用以重选为主的物理选矿工艺、拥有日处理钨金属合格矿石 375 吨选矿厂。2022 年石人嶂钨精矿产量 4.01 吨。

### 3.2. 铜：集团注入铜矿，多元公司业务

2020 年集团将大宝山铜矿 40% 股份注入公司。公司于 2020 年以 4.37 亿元现金完成了对华南地区已探明的最大铜硫矿大宝山矿 40% 股权的收购，大宝山金属品种多样，截至 2020 年 3 月 31 日，大宝山铜硫多金属矿采矿权证内保有铜金属量 31.06 万吨、钼金属量 4.98 万吨、铅金属量 3.18 万吨、锌金属量 8.93 万吨、钨金属量 3.30 万吨，硫铁矿矿石量 1.85 亿吨（平均品位 12.76%）。2022 年新增铜金属量约 4.5 万吨。

大宝山一直处于正常开采阶段。大宝山公司多金属矿处在正常开采，并配套有 330 万吨/年铜硫采选工程，铜硫选厂可日处理原矿 10,000 吨，生产规模为年产铜精矿超 10,000 吨、硫精矿超 100 万吨，同时综合利用各类副产矿。2022 年大宝山矿全年实现营收 20 亿元，利润总额 3.83 亿元，创建矿以来历史新高。

图表 24: 2020 年集团将大宝山铜矿 40% 股份注入公司



来源：公司公告，国联证券研究所

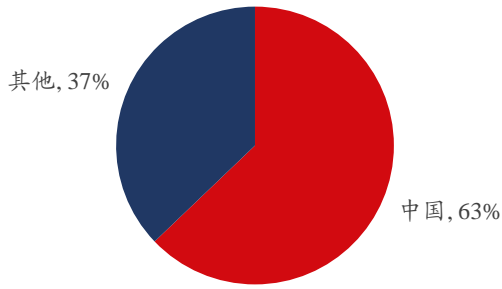
## 4. 高下游需求凸显稀土资源稀缺性

### 4.1. 供给端：重稀土矿增量有限

重稀土拥有镨、铽，以及轻稀土中几乎不含的铈、镱。重稀土稀土是化学元素周期表中镧系（镧、铈、镨、铽、钆、铽、镱、镱、铈、镱、铈、镱、铈、镱、铈、镱）15 个元素和 21 号元素钷、39 号元素钇（共 17 个元素）的总称。据其物理化学性质的差异性和相似性，可分成两个组：轻稀土组（镧~钆）、重稀土组（钆~镱加上钷和钇）。

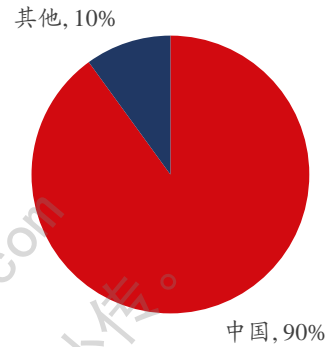
全球重稀土矿 90% 以上的储量在中国。中国是世界上最大的稀土生产国，中国稀土储量占全球 38%，重稀土占全球 90%。

图表 25: 全球稀土产量分布



来源: 金投网, 国联证券研究所

图表 26: 全球重稀土产量分布



来源: 金投网, 国联证券研究所

**重稀土供应增量有限。**展望未来, 重稀土增量主要还是在中国以及东南亚地区, 中国重稀土资源主要在广晟有色与中国稀土两家公司, 同时受指标指引, 增产空间有限; 东南亚地区产量前几年下滑较快, 最近逐渐恢复, 但总体增量有限, 同时东南亚地区基础设施建设落后, 无法短期内建成新稀土矿项目。此外, 目前稀土资源逐渐受到各国重视, 未来东南亚各国也存在指标指引的可能性。

图表 27: 2022 年度稀土开采、冶炼分离总量控制指标

稀土集团	矿产品 (折稀土氧化物, 吨)		冶炼分离产品 (折稀土氧化物, 吨)
	岩矿型稀土 (轻)	离子型稀土 (以中重为主)	
中国稀有稀土股份有限公司	49,200	13,010	58,499
中国北方稀土 (集团) 高技术股份有限公司	141,650		128,934
厦门钨业股份有限公司		3,440	3,963
广东省稀土产业集团有限公司		2,700	10,604
其中: 中国有色金属建设股份有限公司			3,610
合计	190,850	19,150	205,610
总计		210,000	205,610

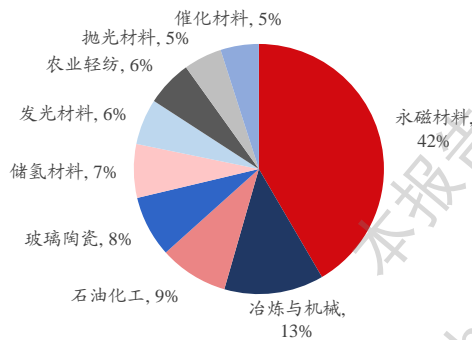
来源: 工信部, 国联证券研究所

#### 4.2. 需求端: 高性能钕铁硼需求仍处于增长态势

**永磁材料为稀土最大下游需求。**根据华经产业研究院数据显示, 2022 年中国稀土消费结构中永磁材料占比达到 42%, 冶炼与机械、石油化工、玻璃陶瓷、储氢材料、发光材料、农业轻纺、抛光材料和催化材料分别占比 13%、9%、8%、7%、6%、6%、5%和 5%。

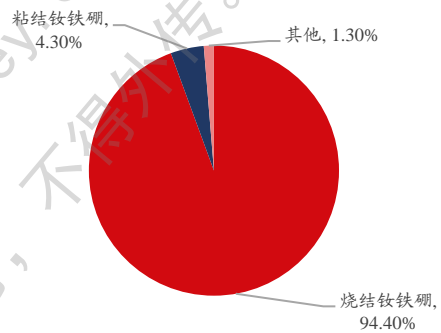
烧结钕铁硼是最主要的永磁材料。2021 年中国生产的磁性材料中, 烧结钕铁硼产量达到 20.71 万吨, 占比达到 94.4%; 粘结钕铁硼产量约为 0.94 万吨, 占比 4.3%; 其他占比 1.3%。

图表 28: 2022 年永磁材料为稀土最大下游需求



来源: 华经产业研究院, 国联证券研究所

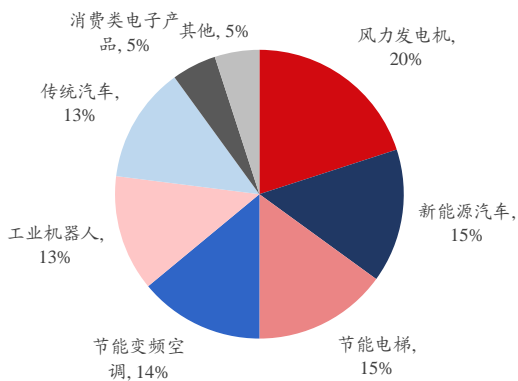
图表 29: 烧结钕铁硼是最主要的永磁材料



来源: 观研天下, 国联证券研究所

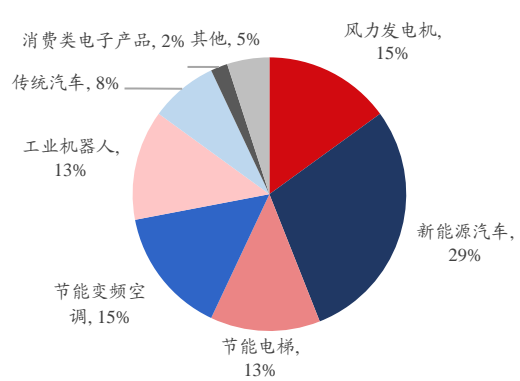
新能源汽车将成为高性能钕铁硼磁材需求主要增长点。高性能钕铁硼永磁材料下游需求多元, 2020 年风力发电机、新能源汽车、节能电梯、节能变频空调、工业机器人、传统汽车、消费类电子产品高性能钕铁硼用量占比分别为 20%、15%、15%、14%、13%、13%、5%, 预计到 2025 年, 新能源汽车领域高性能钕铁硼用量占比将达到 29%, 其他领域的用量占比保持不变或下降。

图表 30: 2020 年全球高性能钕铁硼需求占比



来源: 观研天下, 国联证券研究所

图表 31: 2025 年全球高性能钕铁硼需求占比



来源: 观研天下, 国联证券研究所

高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源汽车驱动电机。适合新能源汽车的驱动电机主要有永磁同步电机、交流异步电机和开关磁阻电机三大类, 其中, 由于永

磁同步电机具有宽调速范围、功率密度高、体积小、效率高等优点，成为主流电机。钕铁硼永磁体具有高磁能积、高内禀矫顽力、高剩磁的特点，有效提高电机的功率密度和转矩密度，广泛应用于永磁电机转子中。

**图表 32: 新能源汽车领域高性能钕铁硼需求测算**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国新能源汽车销量(万辆)	136.7	352.1	522.5	721.1	995	1373.2
YoY	13%	157%	48%	38%	38%	38%
中国新能源汽车销量占全球比例	0.41	0.52	0.59	0.59	0.59	0.59
全球新能源汽车销量(万辆)	333.5	677	885.6	1222.1	1686.5	2327.4
单车高性能钕铁硼磁材需求量(kg)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
中国新能源汽车高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	3418.3	8801.4	13062.5	18026.3	24876.2	34329.2
全球新能源汽车高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	8337.3	16925.7	22139.8	30553	42163.1	58185.1

来源：观研天下，国联证券研究所

高性能钕铁硼磁材在传统汽车中的应用主要为电动助力转向系统（EPS）。汽车助力转向系统基本可以分为三类，即机械式液压动力转向系统（HPS）、电子液压助力转向系统（EHPS）和电动助力转向系统，EPS 转向系统对车辆稳定性、舒适性和安全性都有关键作用。

**图表 33: 传统汽车领域高性能钕铁硼需求测算**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国汽车产量(万辆)	2,532.5	2,652.8	2,758.9	2,869.3	2,984	3,103.4
YoY	-1%	5%	4%	4%	4%	4%
中国汽车产量占全球比例	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
全球汽车产量(万辆)	7,762.2	8,015.5	8,360.3	8,694.8	9,042.5	9,404.2
EPS 渗透率	0.85	0.86	0.87	0.88	0.89	0.9
每个 EPS 高性能钕铁硼磁材需求量(kg)	25%	25%	25%	25%	25%	25%
中国传统汽车高性能钕铁硼总需求量(吨)	5,381.5	5,703.5	6,000.6	6,312.4	6,639.5	6,982.7
全球传统汽车高性能钕铁硼总需求量(吨)	16,494.6	17,233.3	18,183.7	19,128.5	20,119.7	21,159.6

来源：观研天下，国联证券研究所

碳中和背景下，新能源电力成为发展趋势。国内风力发电机主要包括永磁直驱风机和双馈风机两种，直驱型永磁风力发电机采用永磁电机，相对于常规电机具有体积小、质量轻、精度高、稳定性强、效率高、能耗低等优势。风力发电机对稀土的需求量较高。



**图表 34: 风电领域高性能钕铁硼需求测算**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国新增陆上风电装机容量 (GW)	50.6	30.7	46	50	50	50
中国新增海上风电装机容量 (GW)	3.8	7.5	4.0	4.0	5.0	5.0
全球新增陆上风电装机容量 (GW)	88.4	72.1	91.5	90.1	92	94.4
全球新增海上风电装机容量 (GW)	6.9	21.5	9.1	12.3	13.7	25.1
风力发电机高性能钕铁硼磁材需求量 (kg/MW)	800	800	800	800	800	800
永磁直驱风机渗透率	30%	31%	32%	33%	34%	35%
中国新增风电装机高性能钕铁硼磁材需求量 (吨)	13061	9473.6	12800	14256	14960	15400
全球新增风电装机高性能钕铁硼磁材需求量 (吨)	22860.5	23212.8	25753.6	27033.6	28750.9	33444.6

来源: 观研天下, 国联证券研究所

**变频空调性能优势明显。**空调分为定频空调和变频空调, 定、变频空调的工作和技术原理差异较大, 定频空调是指空调压缩机在工作中以固定频率 (一般为 50Hz) 旋转, 一般只有“开-关”调节模式, 压缩机输出功率不可变, 温度调节只能依靠压缩机的反复启停, 不仅噪音和温度波动大, 而且频繁开关对空调压缩机的损伤很大。变频空调是指利用微控制器使压缩机运行的工作频率能够在一定的范围内变化 (如 20Hz-100Hz), 变频技术的原理为通过改变输入电压的频率来控制电机的转速, 而电机转速的变化会引起压缩机的输气量变化, 制冷剂的循环流量也随之变化, 从而使空调器的制冷量或供热量发生变化, 达到调节环境温度的目的。

**图表 35: 变频空调领域高性能钕铁硼需求测算**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国节能变频空调产量(万台)	8,336.3	10,708	13,593.7	17,121.1	19,620.7	22,289.1
YoY	20%	29%	27%	26%	15%	14%
中国变频空调产量占全球比例	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.83
全球节能变频空调产量(万台)	10,019.6	12,870.2	16,338.6	20,578.3	23,582.6	26,789.8
每台节能变频空调高性能钕铁硼磁材需求量(kg)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
中国节能变频空调高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	8,336.3	10,708.0	13,593.7	17,121.1	19,620.7	22,289.1
全球节能变频空调高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	10,019.6	12,870.2	16,338.6	20,578.3	23,582.6	26,789.8

来源: 观研天下, 国联证券研究所

**机器人行业驶入发展快车道。**近年来,为促进工业机器人产业的健康发展,我国出台多项相关政策。据《“十四五”机器人产业发展规划》提出,要面向汽车、航空航天、轨道交通、半导体等重点行业,推进焊接机器人、真空(洁净)机器人、物流机器人、协作机器人、移动操作机器人等工业机器人产品的研制及应用。稀土永磁行业和工业机器人行业相辅相生,对稀土永磁需求贡献度较高。

**图表 36: 工业机器人领域高性能钕铁硼需求测算**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国工业机器人产量(万套)	23.7	33.6	47.6	57.1	68.5	82.2
全球工业机器人产量(万套)	38.4	52.3	63.5	71.4	85.7	102.8
每台工业机器人高性能钕铁硼磁材需求量(kg)	20	20	20	20	20	20
中国工业机器人高性能钕铁硼总需求量(吨)	4,742	6,720	9,518	11,420	13,704	16,446
全球工业机器人高性能钕铁硼总需求量(吨)	7,680	10,456	12,690	14,276	17,131	20,557

来源: 观研天下, 国联证券研究所

到 2025 年，预计高性能钕铁硼需求量为 16.01 万吨，5 年 CAGR 为 19.6%。

图表 37: 钕铁硼需求量合计

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球新能源汽车高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	8,337.3	16,925.7	22,139.8	30,553	42,163.1	58,185.1
全球传统汽车高性能钕铁硼总需求量(吨)	16,494.6	17,233.3	18,183.7	19,128.5	20,119.7	21,159.6
全球新增风电装机高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	22,860.5	23,212.8	25,753.6	27,033.6	28,750.9	33,444.6
全球节能变频空调高性能钕铁硼磁材需求量(吨)	10,019.6	12,870.2	16,338.6	20,578.3	23,582.6	26,789.8
全球工业机器人高性能钕铁硼总需求量(吨)	7,680	10,456	12,690	14,276	17,131	20,557
合计(吨)	65,392	80,698	95,105.7	111,569.4	131,747.3	160,136.1

来源：观研天下，国联证券研究所

## 5. 盈利预测、估值与投资建议

### 5.1. 盈利预测

**需求端**，万物电驱时代来临，钕铁硼需求仍处于较高增速，带动稀土需求量增长。**供给端**，中国稀土严格按照配额进行生产，海外矿山稀土放量有限。供需依旧处于较紧状态，稀土市场前景向好。公司新丰左坑稀土矿以及晟源钕铁硼项目迎来放量，业绩增长预期清晰。

**稀土板块**。我们假设 2023-2025 年，稀土矿价格分别为 27/29/31 万元/吨，稀土矿产量分别为 2,700/4,700/5,700 吨；稀土氧化物价格为 41/42/43 万元/吨，稀土氧化物产量分别为 3,700/3,900/41,00 吨；稀土富集物价格为 40/41/42 万元/吨，稀土富集物产量分别为 1,800/1,800/1,800 吨；钕铁硼价格为 40/40/40 万元/吨。钕铁硼产量为 2,000/5,000/7,000 吨。其他业务，我们假设公司 2023-2025 年其他产品收入为 200/210/220 亿元。

图表 38: 公司营收测算汇总 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	160.99	228.64	237.66	267.39	290.86
YOY	54.34%	42.03%	3.94%	12.51%	8.78%
毛利率	3.48%	3.28%	3.47%	4.24%	4.56%
<b>稀土产品</b>					
收入	42.85	53.45	37.66	57.39	70.86
YOY	61.87%	24.74%	-29.5%	52.4%	23.5%
毛利率	8.48%	11.95%	15%	15%	15%
<b>其他产品</b>					
收入	118.14	175.20	200	210	220
YOY	56.71%	48.30%	14.2%	5.0%	4.8%
毛利率	1.67%	0.64%	1.3%	1.3%	1.2%

来源: iFind, 国联证券研究所

我们预计，2023-25 年公司营收分别为 237.66/267.39/290.86 亿元，对应增速分别为 3.94%/12.51%/8.78%，3 年 CAGR 为 8.4%；归母净利润分别为 2.95/5.33/6.65 亿元，对应增速分别为 26.9%/80.8%/24.7%，3 年 CAGR 为 42%。EPS 分别为 0.88/1.58/1.98 元。

## 5.2. 估值与投资建议

### 相对估值法：

选取北方稀土、盛和资源作为轻稀土可比公司，2024 年平均 PE 为 12.41，选取中国稀土作为重稀土可比公司，2024 年 PE 为 51.81，稀土行业平均 PE 为 25.54。考虑到公司为全产业链布局的重稀土公司，且产量释放有较强确定性，给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应价格为 47.4 元。

图表 39：可比公司 PE

代码	公司简称	EPS				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600111.SH	北方稀土	1.66	1.60	1.93	2.19	15.13	15.1	12.46	10.99
600392.SH	盛和资源	0.91	0.92	1.04	1.09	15.40	13.92	12.36	11.75
	轻稀土平均	1.29	1.26	1.49	1.64	15.27	14.51	12.41	11.37
000831.SZ	中国稀土	0.42	0.49	0.60	0.66	77.60	63.51	51.81	47.63
	平均值	1.00	1.00	1.19	1.31	36.04	30.84	25.54	23.46
600259.SH	广晟有色	0.41	0.88	1.58	1.98	52.38	41.27	22.83	18.30

来源：iFind 预测，国联证券研究所（股价为 2023 年 5 月 25 日收盘价，可比公司 PE 为 iFind 机构一致预测）

### 绝对估值法：

我们做出以下假设：无风险利率参考最近十年期国债收益率，数值为 2.72%；市场预期回报率采用 10 年沪深指数平均收益，数值为 5.24%；第二阶段年数为 10 年；第二阶段增长率为 5%；永续增长率参考中国 2022 年 CPI，数值为 2%；税率参考公司以往税率，数值为 22.14%。

采用 FCFE 绝对估值法进行估算，得出每股价值为 48.21 元。

**图表 40: FCFF 参数假设**

假设	数值
无风险利率 Rf	2.72%
市场预期回报率 Rm	5.24%
第二阶段年数 (年)	10
第二阶段增长率	5%
永续增长率	2%
有效税率 Tx	22.14%
WACC	5.68%

来源: iFind, 国联证券研究所

**图表 41: FCFF 法估值表**

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
第一阶段	738.01
第二阶段	4,858.68
第三阶段 (终值)	11,827.42
<b>企业价值 AEV</b>	<b>17,424.11</b>
加: 非核心资产	49.35
减: 带息债务(账面价值)	1,126.79
减: 少数股东权益	125.45
<b>股权价值</b>	<b>16,221.23</b>
除: 总股本(股)	336,435,910
<b>每股价值(元)</b>	<b>48.21</b>

来源: iFind, 国联证券研究所测算

图表 42: FCFE 估值敏感性测试

		永续增长率						
		1.24%	1.50%	1.82%	2.00%	2.20%	2.66%	3.22%
WACC	3.55%	88.73	98.24	113.57	125.24	141.71	208.14	538.31
	4.29%	65.16	70.01	77.24	82.30	88.90	110.29	160.81
	5.20%	48.55	51.11	54.74	57.15	60.14	68.86	84.87
	5.72%	42.04	43.91	46.52	48.21	50.29	56.11	66.04
	6.29%	36.44	37.81	39.69	40.90	42.35	46.31	52.70
	7.61%	27.38	28.12	29.10	29.72	30.44	32.35	35.19
	9.21%	20.48	20.87	21.39	21.70	22.07	23.01	24.33

来源: iFind, 国联证券研究所

参考相对估值法与绝对估值法, 我们给予 2024 年 30 倍 PE, 目标价 47.4 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**稀土供给超预期风险。**目前中国稀土严格按照工信部配额进行生产，但东南亚地区稀土矿山目前未受到严格控制，如果东南亚地区稀土放量加速，可能存在供应过量风险。

**需求测算不及预期风险。**稀土下游需求主要为钕铁硼，文中引用观研天下数据对钕铁硼需求进行了测算，如果实际需求与测算需求有偏差，可能会影响稀土供需关系，进而影响稀土价格与公司盈利。

**项目投产不及预期风险。**公司主要业绩增长预期主要由新丰矿放量与高性能钕铁硼项目组成，如果项目投产不及预期，可能会影响公司盈利。



**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1567	1009	2377	2674	2909	营业收入	16099	22864	23766	26739	29086
应收账款+票据	211	204	371	418	454	营业成本	15538	22113	22941	25605	27759
预付账款	131	36	251	283	307	税金及附加	41	98	67	76	82
存货	1946	2634	3185	3555	3854	营业费用	34	39	47	53	58
其他	107	169	173	195	212	管理费用	166	189	197	222	241
<b>流动资产合计</b>	<b>3993</b>	<b>4072</b>	<b>6424</b>	<b>7199</b>	<b>7818</b>	财务费用	83	112	81	112	98
长期股权投资	682	827	974	1120	1267	资产减值损失	-44	-126	-143	-80	-87
固定资产	318	421	464	487	490	公允价值变动收益	0	4	0	0	0
在建工程	31	20	67	76	82	投资净收益	78	152	153	153	153
无形资产	414	1021	851	681	510	其他	10	11	22	22	22
其他非流动资产	406	982	830	677	547	<b>营业利润</b>	<b>246</b>	<b>308</b>	<b>404</b>	<b>698</b>	<b>861</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1820</b>	<b>3251</b>	<b>3118</b>	<b>2965</b>	<b>2815</b>	营业外净收益	3	6	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>5812</b>	<b>7322</b>	<b>9542</b>	<b>10164</b>	<b>10633</b>	<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>265</b>	<b>364</b>	<b>658</b>	<b>821</b>
短期借款	809	918	2921	2994	2790	所得税	41	53	81	146	182
应付账款+票据	769	708	939	1048	1136	<b>净利润</b>	<b>161</b>	<b>212</b>	<b>284</b>	<b>513</b>	<b>640</b>
其他	724	1351	1310	1467	1592	少数股东损益	22	-21	-11	-20	-25
<b>流动负债合计</b>	<b>2302</b>	<b>2977</b>	<b>5169</b>	<b>5508</b>	<b>5518</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>139</b>	<b>232</b>	<b>295</b>	<b>533</b>	<b>665</b>
长期带息负债	1388	209	-48	-277	-459	<b>财务比率</b>					
长期应付款	43	49	54	60	66		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	155	571	571	571	571	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>1543</b>	<b>780</b>	<b>523</b>	<b>294</b>	<b>113</b>	营业收入	54.3%	42.0%	3.9%	12.5%	8.8%
<b>负债合计</b>	<b>3845</b>	<b>3757</b>	<b>5693</b>	<b>5802</b>	<b>5631</b>	EBIT	164.1%	25.1%	31.3%	72.8%	23.3%
少数股东权益	146	125	114	94	69	EBITDA	124.8%	32.4%	18.3%	72.8%	19.4%
股本	302	336	336	336	336	归母净利润	92.1%	27.6%	67.8%	47.6%	13.7%
资本公积	2045	3396	3396	3396	3396	<b>获利能力</b>					
留存收益	-524	-293	2	535	1200	毛利率	3.5%	3.3%	3.5%	4.2%	4.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>1822</b>	<b>3440</b>	<b>3735</b>	<b>4268</b>	<b>4933</b>	净利率	1.0%	0.9%	1.2%	1.9%	2.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5812</b>	<b>7322</b>	<b>9542</b>	<b>10164</b>	<b>10633</b>	ROE	1.5%	1.3%	1.7%	2.6%	3.0%
<b>现金流量表</b>						ROIC	7.6%	6.8%	7.9%	12.5%	13.5%
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>偿债能力</b>					
净利润	161	212	284	513	640	资产负债	66.1%	51.3%	59.7%	57.1%	53.0%
折旧摊销	54	55	279	300	297	流动比率	32.0	3.3	12.9	1.0	-11.5
财务费用	83	112	81	112	98	速动比率	1.7	1.4	1.2	1.3	1.4
存货减少	-78	-152	-153	-153	-153	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	260	-718	-795	-212	-171	应收账款周转率	2.8	3.1	2.5	2.6	2.7
其它	47	106	29	29	29	存货周转率	106.9	222.8	81.5	81.5	81.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>527</b>	<b>-385</b>	<b>-275</b>	<b>588</b>	<b>740</b>	总资产周转率	167.1	117.2	135.5	135.5	135.5
资本支出	104	423	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	-0	7	0	0	0	每股收益	0.4	0.7	0.9	1.6	2.0
其他	-277	-1255	-22	-22	-22	每股经营现金流	1.6	-1.1	-0.8	1.7	2.2
<b>投资活动现金流</b>	<b>-173</b>	<b>-826</b>	<b>-22</b>	<b>-22</b>	<b>-22</b>	每股净资产	5.4	10.2	11.1	12.7	14.7
债权融资	-375	109	2003	73	-203	<b>估值比率</b>					
股权融资	693	-1179	-257	-229	-181	市盈率	87.5	52.4	41.3	22.8	18.3
其他	-350	1849	-81	-112	-98	市净率	6.7	3.5	3.3	2.9	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-32</b>	<b>779</b>	<b>1665</b>	<b>-268</b>	<b>-483</b>	EV/EBITDA	50.7	34.1	20.8	14.0	11.9
<b>现金净增加额</b>	<b>323</b>	<b>-432</b>	<b>1367</b>	<b>297</b>	<b>235</b>	EV/EBIT	60.3	39.1	33.9	19.4	15.8

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2023年5月25日收盘价

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对该证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217  
**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层  
 电话：010-64285217  
 传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层  
 电话：0755-82775695