



东兴证券
DONGXING SECURITIES

行业底部回暖有望，加速布局全产业链

——盛和资源（600392）深度报告

2016年11月28日

强烈推荐/首次

盛和资源 深度报告

报告摘要：

行业底部布局收购，延伸上下游，布局全产业链。

- ◆ **上游积极并购海内外矿山。**近年来，公司受托管理四川汉鑫，收购冕里稀土 36% 股权，并拟收购徽山钢研稀土 4.3% 股权和格陵兰公司 12.5% 股权，以此拓展海内外矿山资源，保障稳定、优质的原材料供应。
- ◆ **中游优化稀土冶炼分离技术。**近年来，公司加快购买海内外股权，即将完成收购晨光稀土、文盛新材和科百瑞，收购后公司将涉足中重稀土和锆钛矿石领域。
- ◆ **下游积极进行产业链延伸与拓展应用领域。**公司下游子公司产品涉及新材料、催化材料和冶金应用等。

随着稀土十三五规划的出台及国家收储、打黑力度的加强，**稀土行业大洗牌，稀土价格有望止跌回升。**

- ◆ 行业整合进入新阶段，第二轮稀土收储招标工作即将展开，行业零、散、乱现状有望得到彻底改变。
- ◆ 出口升温，稀土价格有望走出谷底。

公司盈利预测及投资评级。作为稀土产业的龙头企业，近年来，公司向稀土产业上下游拓展，通过增资、并购等方式，布局全产业链。我们预计未来随着稀土行业的整合以及收储和打黑的等政策的进一步深化，稀土价格有望止跌回升。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 12.23 亿元、63.69 亿元和 73.87 亿元，每股收益分别为 0.06 元 0.27 元和 0.36 元，对应 PE 分别为 233X、56X 和 41X。我们给予公司 6 个月目标价 18.67 元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,514.50	1,098.15	1,222.60	6,369.28	7,386.87
增长率(%)	10.17%	-27.49%	11.33%	420.96%	15.98%
净利润(百万元)	195.66	18.52	93.09	385.79	528.41
增长率(%)	30.05%	-89.95%	381.64%	314.41%	36.97%
净资产收益率(%)	15.32%	1.60%	3.23%	11.80%	13.91%
每股收益(元)	0.51	0.02	0.06	0.27	0.36
PE	29.35	730.24	233.34	56.31	41.11
PB	4.49	11.67	7.53	6.64	5.72

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

刘岗

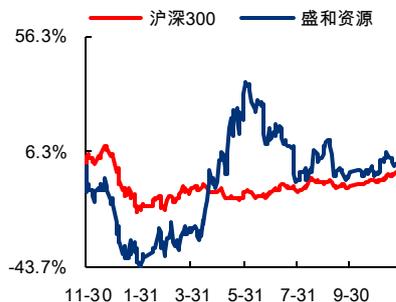
010-66554021

liugang@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	14.6-14.32
总市值(亿元)	137.39
流通市值(亿元)	137.39
总股本/流通 A 股(万股)	94104/94104
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	4.81

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 财政部控股，行业地位领先	4
2. 上游：积极并购国内外矿山	5
2.1 受托管理四川汉鑫	5
2.2 收购冕里稀土 36% 股权	6
2.3 拟收购微山钢研稀土科技 4.3% 股权	6
2.4 拟收购格陵兰公司 12.5% 股份，拓展海外稀土资源	6
3. 中游：购买海内外股权，优化稀土冶炼分离技术	7
3.1 认购西安西骏不超过 35% 股权，优化稀土冶炼分离技术	8
3.2 拟购买晨光稀土和文盛新材 100% 股权、科百瑞 71.43% 股权	8
3.2.1 晨光稀土：中重稀土+产业链完整+技术优势+优质客户群	9
3.2.2 文盛新材：规模化生产+原材料供应稳定+独居石	11
3.2.3 科百瑞：减少关联交易+技术优势	13
3.3 拟收购越南稀土有限公司 90% 股权	15
4. 下游：积极进行产业链延伸与拓展应用领域	15
5. 稀土行业大洗牌，稀土价格有望止跌回升	16
6. 盈利预测及估值	18
7. 投资评级	19
8. 风险提示	20

表格目录

表 1：四川汉鑫托管情况	5
表 2：四川汉鑫托管收益	5
表 3：冕里稀土主要情况	6
表 4：羊房沟稀土矿主要资源	6
表 5：微山钢研稀土科技下属子公司	6
表 6：西安西骏主营业务与产能规模	8
表 7：拟收购公司情况	9
表 8：晨光稀土主要产品类别和品种一览	9
表 9：晨光稀土下属子公司	10
表 10：晨光稀土产业链	10
表 11：晨光稀土技术和工艺优势	10
表 12：文盛新材选矿和生产工艺	11
表 13：文盛新材主要产品销量	12
表 14：独居石近三年销量和市场价格	13
表 15：文盛新材近三年综合毛利率	13
表 16：募投项目	13
表 17：科百瑞相关技术指标	14

表 18: 越南稀土有限公司主营业务和电解产能	15
表 19: 下游子公司主要情况	15
表 20: 行业整合路径	16
表 21: 历次收储情况	17
表 22: 晨光稀土、文盛新材和科百瑞业绩承诺 (百万元)	19
表 23: 公司收入预测表	19
表 24: 同类型上市公司市盈率比较表	19
表 25: 公司盈利预测表	21

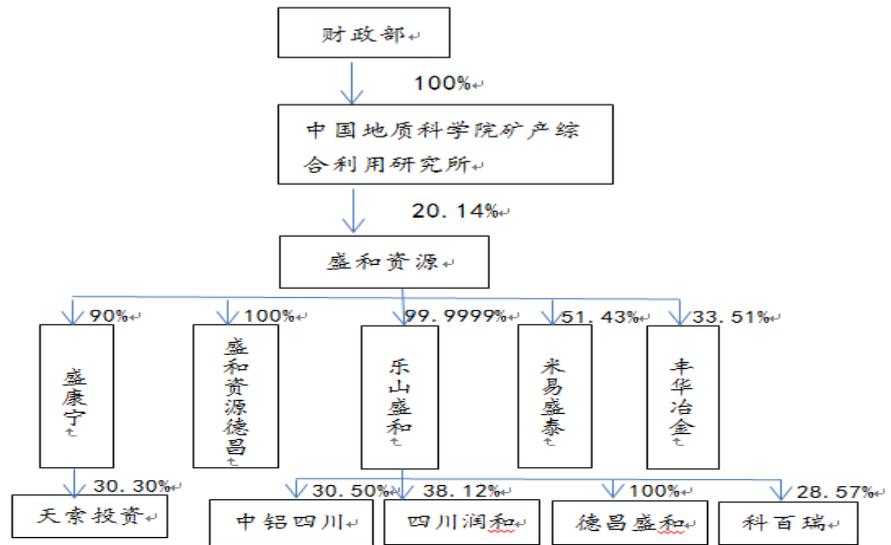
插图目录

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司主要产品营业收入占比	4
图 3: 分产品毛利率	4
图 4: 公司（拟）收购上游公司	5
图 5: 科瓦内湾项目位置	7
图 6: 公司（拟）收购中游公司	7
图 7: 公司主营业务和产品链条变化	8
图 8: 晨光稀土近三年主营业务收入	9
图 9: 晨光稀土近三年主营业务收入构成	9
图 10: 文盛新材近三年主营业务收入	11
图 11: 文盛新材近三年主营业务收入构成	11
图 12: 铈	12
图 13: 铈制品	12
图 14: 独居石 1	13
图 15: 独居石 2	13
图 16: 科百瑞近三年主营业务收入	14
图 17: 科百瑞近三年主营业务收入构成	14
图 18: 稀土硅铁	15
图 19: 稀土硅铁合金应用于稀土钢	15
图 20: 2013 年以来氧化钕月平均价格	17
图 21: 2013 年以来氧化镨月平均价格	17
图 22: 2012 年以来稀土产品月出口数量变化情况	18
图 23: 2012 年以来稀土产品月出口金额变化情况	18
图 24: 2012 年以来稀土产品月出口平均单价变化情况	18

1. 财政部控股, 行业地位领先

盛和资源的控股股东是中国地质科学院矿产综合利用研究所, 实际控制人是财政部。盛和资源是一家主营业务为稀土矿山开采、稀土产品生产及销售; 催化材料生产及销售; 稀有稀土金属销售、综合应用及深加工、技术咨询; 稀土新材料加工与销售的公。主要产品包括稀土氧化物、稀有稀土金属、稀土高效催化剂及分子筛三大类产品。

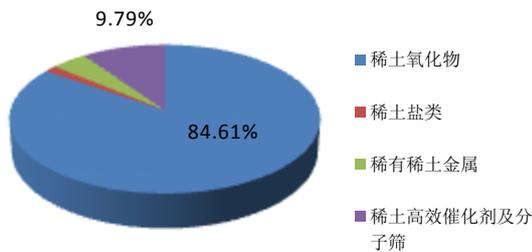
图 1: 公司股权结构图



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

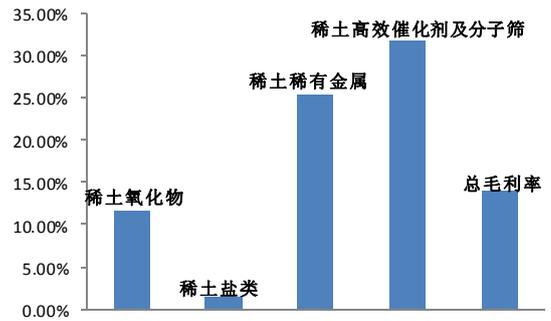
公司在行业中处于领先地位, 产品毛利率较高。公司长期从事稀土冶炼分离产品的研发、生产及销售, 已经成为四川省稀土冶炼分离行业龙头企业。公司现有年处理稀土精矿 8,000 吨 (REO: 70%) 的能力, 其中包括 4,000 吨氯化稀土全分离生产线和年处理 2,000 吨 (REO: 70%) 氟碳铈矿示范线机配套设施, 稀土冶炼分离产能产量均居四川省、国内前列, 公司处于行业领先地位。

图 2: 公司主要产品营业收入占比



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 3: 分产品毛利率

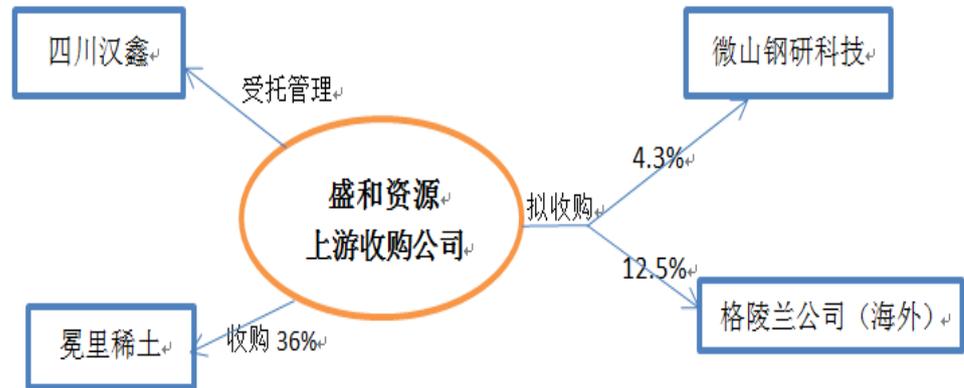


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

2. 上游：积极并购国内外矿山

公司始终将原材料控制作为重要的经营战略之一，近年来，公司在上游积极并购国内外矿山，为公司提供和保障了稳定、优质的稀土资源供应。

图 4：公司（拟）收购上游公司



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1 受托管理四川汉鑫

受托管理汉鑫矿业，稀土精矿供应得以保证。

- ◆ 2012年10月，盛和稀土受托经营管理四川汉鑫矿业发展有限公司的全部股权，使盛和稀土进入稀土矿山开采业，进一步保障了高品位、供应稳定的稀土精矿等原材料。
- ◆ 2014年6月，汉鑫“尾矿综合利用技改项目，回收锶、钡及其它伴生有价元素项目”建设工程竣工，达到日处理稀土原矿和尾矿2500吨以上，稀土选矿回收率60-70%。
- ◆ 2015年汉鑫精矿品位均稳定在65%以上。2015年初公司投资300多万元加快汉鑫烘干车间的建设进度，该建设于2016年3月实现了干矿发出完成，达到了预期目标。

表 1：四川汉鑫托管情况

委托方名称	受托方名称	托管资产类型	起始日	终止日
汉龙集团、地矿公司	乐山盛和	稀土原矿资源	12-10-1	17-9-30

资料来源：盛和资源，东兴证券研究所

表 2：四川汉鑫托管收益

2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
--------	--------	--------	--------

托管收益 (元)	2,072,462.14	1,274,064.47	39,359,900.38	1,885,936.65
----------	--------------	--------------	---------------	--------------

资料来源: 盛和资源, 东兴证券研究所

2.2 收购冕里稀土 36% 股权

2015 年 12 月, 盛和资源拟以货币资金收购冕宁县冕里稀土选矿有限责任公司 42.353% 股权, 中铝四川稀土增资完成后, 盛和资源占冕里稀土的股权比例为 36%。截至 2016 年 3 月 25 日, 该事项已完成工商变更登记。通过此次交易, 公司控制了冕里稀土的主要资产羊房沟稀土矿采矿权和采选厂。

表 3: 冕里稀土主要情况

主要产品	目前选厂的处理能力	采矿许可证的采矿规模	2014 年稀土矿开采指标
TREO≥68% 的稀土精矿	20 万吨/年	2.5 万吨/年	2300 吨

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 4: 羊房沟稀土矿主要资源

主要资源	资源量		
稀土矿石量	占用 553.89 万吨	保有 537.61 万吨	采空动用 16.28 万吨
REO 量	占有 133,093.50 吨, 平均品 2.4%	保有 129433.83 吨	采空动用 3,659.67 吨
矿山设计利用资源量	露天 165.43 万吨	地下 311.82 万吨	利用率 99.97%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 拟收购微山钢研稀土科技 4.3% 股权

公司拟出资人民币 2000 万元对微山县钢研稀土科技有限公司实施增资, 认购其 4.3% 的股权。钢研稀土科技将主要从事稀土矿的采选以及生产、销售稀土材料等业务。

表 5: 微山钢研稀土科技下属子公司

公司名称	持股比例	主营业务
山东微山湖稀土有限公司	100%	轻稀土矿开采: 11.88 万吨/年
钢研集团稀土科技有限公司	64.17%	稀土材料的生产及销售
微山钢研稀土材料有限公司	52%	钢镁镍系高性能稀土储氢材料及其他稀土材料的生产销售

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.4 拟收购格陵兰公司 12.5% 股份, 拓展海外稀土资源

2016 年 9 月, 公司控股子公司乐山盛和稀土拟认购格陵兰矿物能源有限公司增发新股, 增发后乐山盛和占全部已发行股份的 12.5%, 将成为格陵兰公司单一最大股东。

格陵兰公司的主要业务是矿产资源勘探和开采, 其拥有的科瓦内湾项目, 目前已完成可行性研究报告、社会与环境评估, 递交了采矿证申请。科瓦内湾项目包括 Kvanefjeld 矿床、Sørensen 矿床、Zone3 矿床在内的大规模多金属项目, 符合 JORC 标准的资源量总计 10.1 亿吨。在科瓦内湾项目取得采矿证且技术优化完成后, 基于

双方届时洽谈的商业条款, 盛和资源可选择收购不超过 60%项目权益。实施本项目将有助于盛和资源拓展中国以外的稀土资源, 延伸在中国以外的稀土产业链, 优化公司业务区域布局。

图 5: 科瓦内湾项目位置

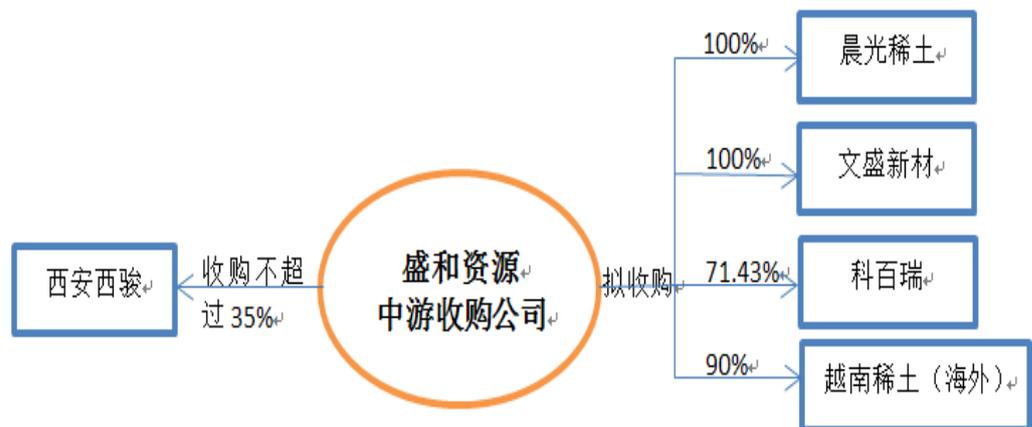


资料来源: Google map, 东兴证券研究所

3. 中游: 购买海内外股权, 优化稀土冶炼分离技术

近年来, 公司加快购买海内外股权, 在中游优化稀土冶炼分离技术, 收购西安西骏不超过 35%的股权, 并即将完成对晨光稀土、文盛新材和科百瑞的收购。

图 6: 公司 (拟) 收购中游公司

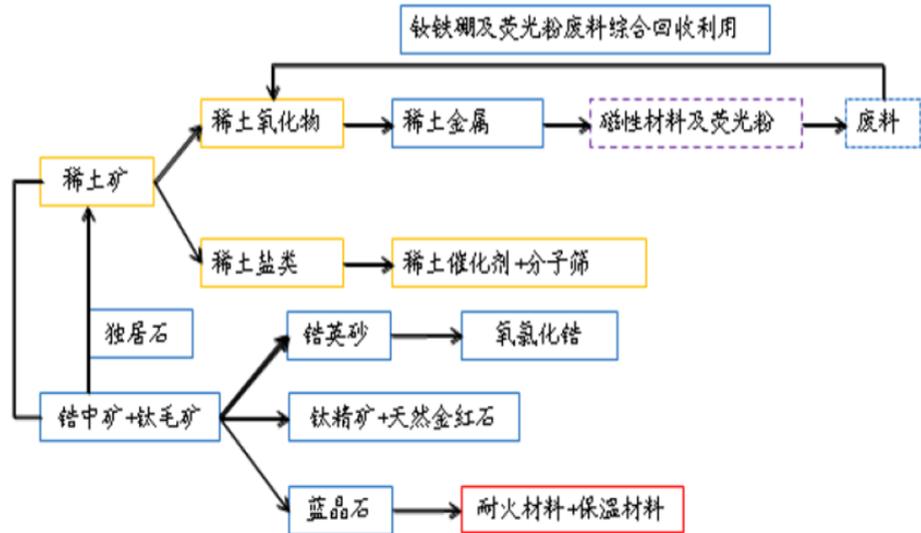


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

*收购交易完成后, 公司主营业务和产品链条变化情况如下: 橙色表示目前上市公司已有业务; 蓝色表示本次并购完成后新增的

业务。

图 7: 公司主营业务和产品链条变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

*红色表示募集配套资金投资项目投产后形成的业务; 虚线表示并购完成前后产业链中均不涉及的业务。

3.1 认购西安西骏不超过 35% 股权, 优化稀土冶炼分离技术

2015 年 5 月, 公司和中铝四川拟认购西安西骏新增的合计不超过 35% 的股权。西安西骏是一家以加工高纯稀土产品为主、拥有 15 种稀土元素 (包括轻、重稀土) 分离技术的稀土冶炼分离企业, 在业内拥有较高的知名度和较强的市场竞争力。

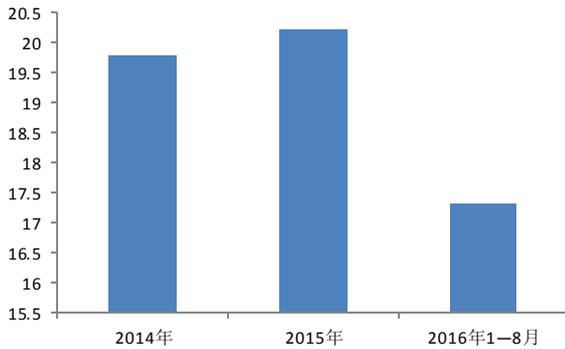
表 6: 西安西骏主营业务与产能规模

主营业务	产能规模
稀土分离与高纯稀土产品	年处理 5000 吨
	拥有 15 种元素的分离和加工能力
	2014 年分配的稀土生产指标为 1520 吨
稀土金属加工	年加工 3000 吨

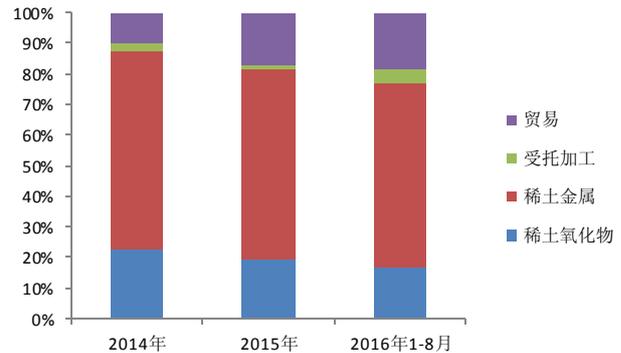
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 拟购买晨光稀土和文盛新材 100% 股权、科百瑞 71.43% 股权

公司当前间接持有科百瑞 28.57% 的股权, 通过本次重组, 科百瑞将成为公司 100% 控股子公司。公司原有稀土分离产能 5500 吨/年, 本次交易完成后, 公司将增加稀土金属冶炼、钕铁硼废料回收综合利用环节, 具备稀土氧化物分离产能 8500 吨/年、稀土金属冶炼产能 11000 吨/年、年处理 5000 吨钕铁硼废料和 1000 吨荧光粉废料的能力, 形成集稀土矿产采选、分离、冶炼、下游稀土应用、稀土废料回收综合利用为一体的较为完整的稀土产业链条。



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

晨光稀土主营业务主要分为三部分，本部稀土金属加工业务，全南新资源稀土分离业务及步莱铽的钽铁硼废料回收加工业务。全南新资源具有年产 3000 吨稀土氧化物的生产能力，步莱铽具有年处理 5,000 吨钽铁硼废料和 1,000 吨荧光粉废料的生产能力。

表 9：晨光稀土下属子公司

公司名称	主营业务	生产能力
全南新资源	稀土分离业务	年产 3,000 吨稀土氧化物
步莱铽	钽铁硼废料回收业务	年处理 5,000 吨钽铁硼废料和 1,000 吨荧光粉废料
奥利斯特	为步莱铽采购钽铁硼废料	
晨兴矿产品	稀土贸易	
中辰精细	工业草酸的生产和销售	年产 2 万吨工业草酸

资料来源：盛和资源，东兴证券研究所

晨光稀土拥有集稀土“分离、冶炼、回收”为一体的较为完整的产业链，产业链各环节相互联系、产生良好的协同效应、持续盈利能力和抗风险能力，带来较高的经济效益和社会效应。

表 10：晨光稀土产业链

环节	事项
上游	直接面对稀土原矿及氧化物供应商，指导后端业务链的经营和定价策略； 生产稀土氧化物，确保公司下游金属冶炼的原材料供应
下游	直接面对稀土深加工和应用企业，调控前端业务链的运作思路、经营节奏； 生产稀土金属，消化公司生产过程中的氧化物，实现产业链的内部循环
废料回收综合利用	为下游客户提供稀土产品的同时回收其产生的钽铁硼废料，提高原材料供应的保障能力

资料来源：公司主页，东兴证券研究所

晨光稀土在稀土氧化物分离、金属冶炼及废料回收综合利用等环节具有技术和工艺优势，使其能够降低单位能耗，二次利用废料，保障污染物达标排放。

表 11：晨光稀土技术和工艺优势

稀土氧化物分离	采用国内先进的湿法冶炼技术，实现了十五种稀土元素的全分离能力，高纯度产品占总产量 60%
---------	--

稀土金属冶炼	以上, 成功应用氨氮综合处理系统, 减少了废水中氨氮的含量, 保障污染物达标排放 自主研发的低耗高效熔盐电解炉使产出批次的产品纯度达到 99.5% 以上, 单位产品的能耗显著降低, 并此基础上自主研发出“氧化物熔盐电解生产镨铁合金过程中电解质造渣控制”、“低温氧化物电解炉的制作”、“钕铁合金制备工艺”及“轻、重稀土元素合金的制备方法”等先进工艺
废料回收综合利用	自主研发出“钕铁硼废料中铁和稀土金属氧化成 Fe ₂ O ₃ 和 REO (稀土氧化物) 的焙烧工艺”、“钕铁硼废料焙烧后盐酸溶解工艺”、“氟化物制取工艺”等技术工艺

资料来源: 公司主页, 东兴证券研究所

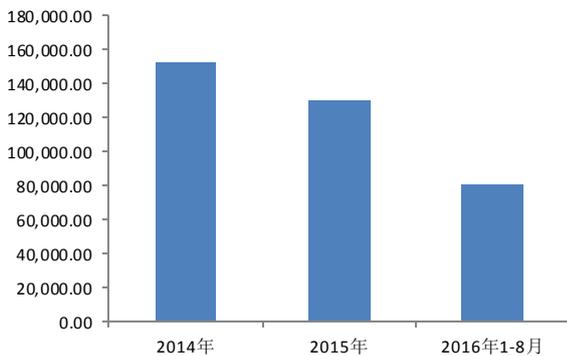
晨光稀土已形成了以大型央企、上市公司为主体的稀土行业优质客户群, 其主体客户是国内稀土行业的知名大型企业, 具有较大的规模、较强的资金实力、良好的信誉等雄厚的综合实力, 确保了晨光稀土产品销售的稳定性和持续性, 是公司持续发展的重要基础。

3.2.2 文盛新材: 规模化生产+原材料供应稳定+独居石

稳定增长的锆钛业务为文盛新材的经营业绩提供了较为稳定的基础, 同时, 近年来快速增长的独居石产品成为推动企业利润增长的重要因素。

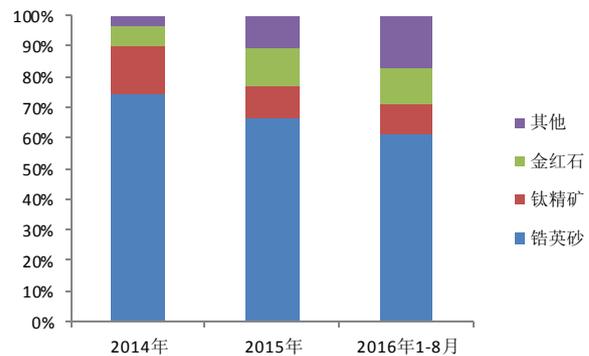
文盛新材是目前国内最大的锆钛海滨矿选矿和深加工企业, 主营业务为锆钛选矿及加工, 具备年产 75 万吨锆英砂、钛精矿和金红石的产能, 是国内主要的锆中矿、钛毛矿进口商, 其锆英砂、钛精矿的加工生产规模在同行业中位居前列, 为国内锆英砂、钛精矿及金红石的主要供应商之一, 具有规模化生产优势。其子公司雅安文盛具有年产 3,500 吨氧氯化锆的生产能力, 目前正在停产技改, 待技改完成后, 将根据市场情况择机重启生产。

图 10: 文盛新材近三年主营业务收入



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 11: 文盛新材近三年主营业务收入构成



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

文盛新材具有精湛的选矿和生产工艺, 其锆中矿技术明显优于同行业其它公司, 在分选效果、分选效率、资源回收率及产品品质都有较大幅度的提升。

表 12: 文盛新材选矿和生产工艺

技术	
锆中矿技术	品级 65% 锆英砂产出率达到 90% 以上, 原料生产回收率高出同行 5-10%, 原料利用率达到 100%

自有专利	持有电选机加温斗给料、电选机羊毛脱料和锆钛矿专用摇床等 6 项自有专利，其自主研发的高效摇床的处理能力比同行高 35%
快速反浮选技术	电选效率提高 20%，产出的锆英砂杂质含量低，放射性也低，产品纯度和质量更高
尾料处理	能从尾矿中分离提取出锆英砂精矿、蓝晶石精矿等有用矿物，创造经济效益

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

文盛新材有着稳定的原材料供应及采购价格优势。我国目前已成为世界最大的锆矿进口国和消费国，由于国内锆矿资源缺乏，庞大的消费需求主要通过进口来满足。文盛新材拥有澳大利亚、南非等地的稳定的海外矿产品资源采购渠道，先后与 ILUKA、MZI 等国际主要锆英砂生产商签订长期供货协议并保持长期稳定的合作关系。

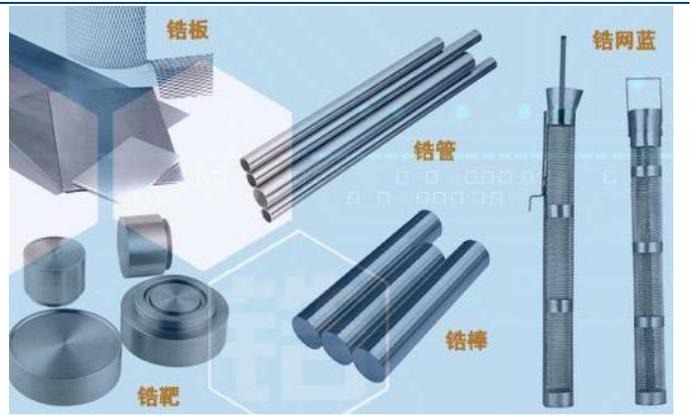
锆是国家战略性储备资源，锆行业是国家鼓励发展的高科技行业。锆制品具有优良的耐磨性、耐热性、抗腐蚀性，广泛地应用于电子、陶瓷、玻璃、石化、建材、医药、纺织、航空航天、机械以及日用品等行业。随着世界经济的逐渐复苏，以及欧美等国锆制品产能已逐步向劳动力成本相对较低的中国转移，未来我国锆制品行业仍有巨大发展空间。

图 12：锆



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 13：锆制品



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

2013 年和 2014 年，文盛新材分别销售锆英砂 135,533.58 吨和 197,519.32 吨，国内市场占有率分别为 22.22% 和 32.92%。文盛新材锆钛产品主要面向下游锆钛深加工企业。

表 13：文盛新材主要产品销量

主营业务	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
锆英砂	19.75 万吨	15.42 万吨	合计 11.39 万吨
金红石	2.36 万吨	5.54 万吨	
钛精矿			11.78 万吨

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

除主要产品外，文盛新材选矿过程中产生的副产品独居石也是重要的稀土原材料。独居石是主要的稀土矿物，在黑色和有色冶金、玻璃和陶瓷生产、电子、电气照明、电视和激光技术、化工工业、医疗和农业生产领域中得到广泛的应用。

图 14：独居石 1


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 15：独居石 2


资料来源：公开资料，东兴证券研究所

文盛新材在采购原材料时，如果海滨砂矿中的独居石含量较低，则只对锆、钛等主要元素计价，独居石通常不计价，从而使得文盛新材的独居石具有较高的毛利率水平。此外，技术和设备的改进，销售渠道的拓展，使得文盛新材独居石业务快速增加。独居石业务的快速增长，推动了文盛新材综合毛利率的增长和盈利能力的迅速回升。

表 14：独居石近三年销量和市场价格

年度	销量（吨）	市场价格（不含税）
2014 年	2,119.94	21,637.39 元/吨
2015 年	6,002.95	20527.85 元/吨
2016 年 1-8 月	7,600.57	21,538.46 元/吨

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 15：文盛新材近三年综合毛利率

	2014 年	2015 年	2016 年 1-8 月
综合毛利率	11.37%	11.91%	17.84%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

收购同时，公司还将就选矿过程中的废料实现资源化：募集 40,178 万元配套资金投入年产 2 万吨陶瓷纤维保温制品项目和年产 5 万吨莫来石项目。

表 16：募投项目

项目	废料利用	预计年销售收入	税后内部收益率	投资回收期（含建设期）
年产 2 万吨陶瓷纤维保温制品	蓝晶石尾矿生产节能环保陶瓷纤维，产品主要应用于保温材料	9,300 万	20.90%	4.9 年
年产 5 万吨莫来石	蓝晶石尾矿生产不定型烧结莫来石	10,000 万	20.40%	5.9 年

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

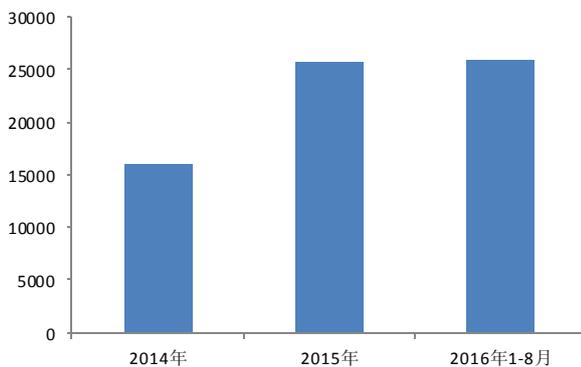
3.2.3 科百瑞：减少关联交易+技术优势

科百瑞主营业务为稀土金属的冶炼加工，产能为3000吨/年。近几年，科百瑞处在技改阶段，实际产量偏小，导致产能利用率不高。2014年和2015年，科百瑞金属产量分别为532.09吨和924.58吨，产能利用率分别为17.74%和30.82%。

随着科百瑞设备技改的陆续实施，科百瑞的金属产量将增长迅速，盈利能力持续增强。本次交易完成后，上市公司与科百瑞之间的交易将不构成关联交易，这有利于增强上市公司的独立性，减少关联交易。

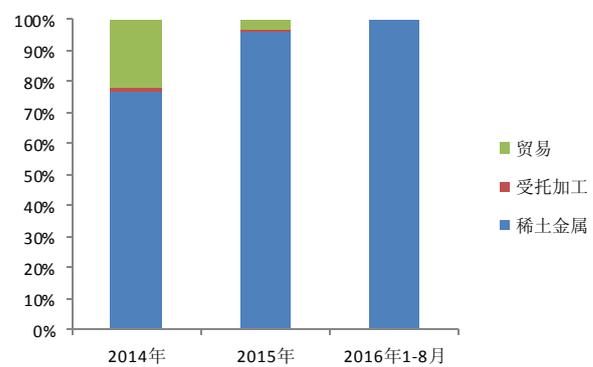
科百瑞的生产模式有两种：一是从稀土冶炼分离企业或稀土贸易企业购进稀土氧化物，生产稀土金属并对外销售；二是提供受托加工服务，由委托方提供稀土氧化物，科百瑞将其加工为稀土金属，并收取加工费。

图 16：科百瑞近三年主营业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17：科百瑞近三年主营业务收入构成



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

科百瑞的技术优势主要体现在：单台电解炉生产效率高；能耗低；电解炉和熔盐槽体寿命长；石墨阳极单耗远低于国内同行业；加料和出炉方式改变，大大降低劳动强度；采用仪表控制炉温，稳定性较好；自主设计的电解烟尘治理系统尾气集气效率高，操作环境较好。

表 17：科百瑞相关技术指标

指标	单位	科百瑞
单台日产量	每台每天	140-170kg (6kA) 250-285kg (10kA)
吨单位产品耗电	kwh/kg	7.0-7.6
产品一次合格率	%	97-99%
稀土收率	%	98-99
电流效率	%	78-82
电解炉体寿命	个月	24-82
熔盐槽体寿命	个月	18-30
石墨阳极单耗	kg/t	140-160

资料来源：盛和资源，东兴证券研究所

3.3 拟收购越南稀土有限公司 90%股权

2016年6月，公司控股子公司乐山盛和稀土的全资子公司盛和资源（新加坡）拟收购 Vietnam Rare Earth Company Limited（越南稀土有限公司）90%的股权。此次收购将使盛和资源能够以较低成本获得中国之外的稀土冶炼分离及金属加工厂，优化公司业务区域的区域布局，拓展境外稀土产业链。

表 18：越南稀土有限公司主营业务和电解产能

主营业务	稀土金属的电解产能
生产稀土类磁材用的稀土金属	700 吨/年

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 下游：积极进行产业链延伸与拓展应用领域

公司在下游积极地拓展应用领域。公司下属子公司乐山润和进行改制设立股份公司，并拟在全国中小企业股份转让系统挂牌。目前，四川润和与中介机构正积极推进和申报材料准备。

表 19：下游子公司主要情况

公司名称	持股比例	主营业务	项目
四川润和	38.12%	催化材料生产及销售	6500 吨分子筛，1 万吨催化剂，2 万吨/年高效稀土催化剂，2 万吨/年 Y 型分子筛
米易盛泰	51.43%	稀土尾矿的综合治理	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

增资丰华冶金，延伸冶金应用领域。丰华冶金的主营业务是稀土硅铁的生产及销售。2015年2月，公司拟认缴丰华冶金新增注册资本 756 万元，增资完成后持有丰华冶金 33.51% 的股权，目前已增资完成。冶金是稀土产品的重要应用行业，此次增资有助于公司将产业链延伸至冶金应用领域，能够与公司现有主营业务形成优势互补，分享产业收益。丰华冶金承诺自 2015 年度起未来 5 年累计实现净利润不低于人民币 3183.80 万元。据此计算，未来 5 年盛和资源至少可收回 50% 的投资。

图 18：稀土硅铁

图 19：稀土硅铁合金应用于稀土钢



资料来源：公开资料，东兴证券研究所



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

拟共同设立湖南中核新材料有限公司，发掘独居石铀资源产业链。2016年10月，公司拟与中核金原铀业有限责任公司和湖南省稀土产业集团有限公司共同设立湖南中核新材料有限责任公司，公司拟出资人民币1000万元，认购其10%的股权。合资公司的业务将主要集中于：共伴生铀资源综合利用和衍生相关稀土产品的运输、分离冶炼、深加工、购销及相关技术研究；独居石优溶渣处理以及钍、铀的运输、回收、储存、加工以及技术服务。此次投资将有助于公司的稀土产业链条得以延长和完善。

5. 稀土行业大洗牌，稀土价格有望止跌回升

稀土“十三五”规划正式出台，行业整合进入新阶段。政府一直致力于稀土行业的整合，随着大集团主导格局的形成，行业零、散、乱现状有望得到彻底改变。

表 20：行业整合路径

时间	事件
2011年	《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》要求支持大企业以资本为纽带，通过联合、兼并、重组等方式，大力推进资源整合，大幅度减少稀土开采和冶炼分离企业数量，提高产业集中度，基本形成以大型企业为主导的行业格局
2011年	内蒙古自治区人民政府办公厅印发了《内蒙古自治区稀土上游企业整合淘汰工作方案》，明确了自治区内除由包头钢铁（集团）有限公司以外的稀土采选、冶炼分离企业均属本次整合淘汰企业范围
2013年	工信部等部门发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，推动稀土行业整合
2014年	以《大型稀土企业集团组建工作指引》为指导，中国稀有稀土相对控股，盛和稀土作为第二大股东，各方共同设立中铝四川稀土有限公司作为整合平台，遵循市场化原则，整合四川省的稀土矿山和冶炼分离企业
2015年	国土资源部发布通知，中国五矿、中国铝业公司、包头钢铁（集团）有限责任公司、厦门钨业股份有限公司、赣州稀土集团有限公司、广东省稀土产业集团有限公司6家稀土集团整合重组方案已经有关部门批准
2016年	以六大稀土集团主导市场的格局基本形成

2016年 稀土“十三五”规划出台, 明确指出到2020年底, 六大稀土集团完成对全国所有稀土开采、冶炼分离、资源综合利用企业的整合。

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

历次收储均带来稀土价格水平不同程度的上升。自2016年6月7日的第一轮稀土国储流标后, 发改委拟继续召开会议继续商讨收储事宜, 或征求各方意愿和底价, 为下一次国储招标工作做铺垫。

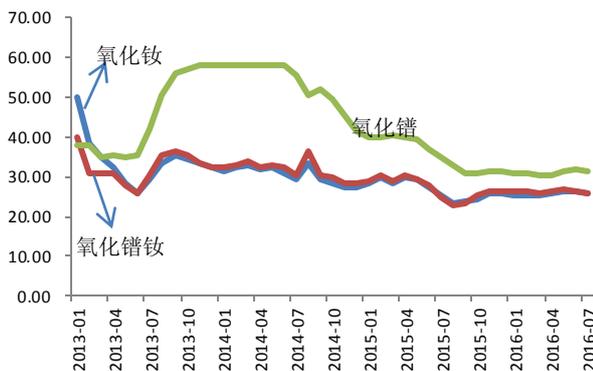
表 21: 历次收储情况

时间	事件
2012年	氧化镨 50 吨、氧化钇 1500 吨、氧化镱 300 吨、氧化铽 6 吨
2014年	收储总量为 1 万吨, 其中计划收储氧化镨钕 4000 吨, 氧化镱 1200 吨, 铽 50 吨, 镨 500 吨, 钇 2500 吨, 铟 300 吨, 镱 90 吨等, 另商储 3000 吨

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

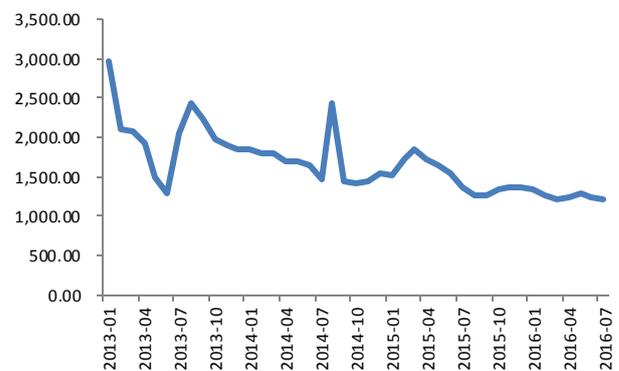
当前稀土价格处于历史低位。2015年以来, 稀土的月平均价格一路下跌, 近期价格已接近2013年6月的最低点。

图 20: 2013 年以来氧化钕月平均价格



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

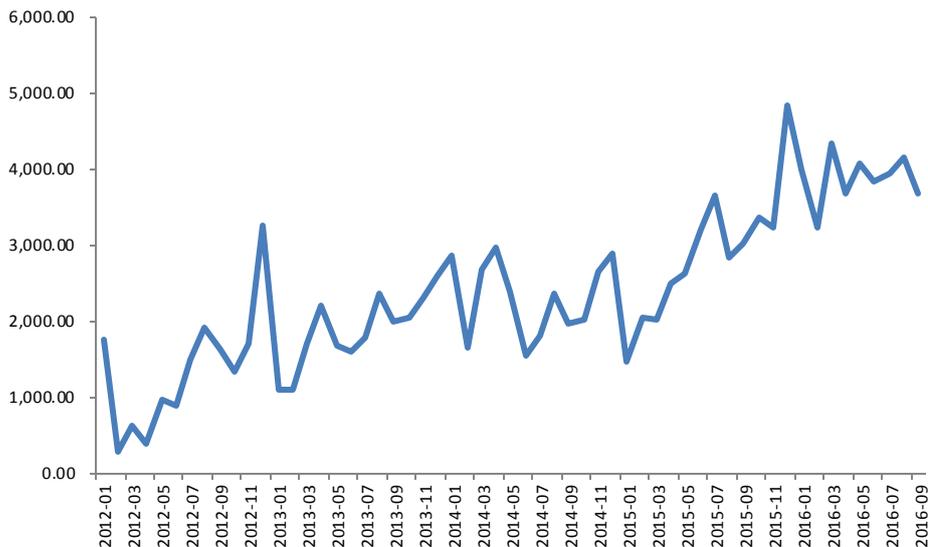
图 21: 2013 年以来氧化镨月平均价格



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

出口量增加, 海外需求旺盛。应世界贸易组织 (WTO) 要求, 商务部于 2015 年 1 月 1 日正式取消出口配额管理, 并于同年 5 月 1 日正式取消稀土出口关税。受此影响, 稀土出口量节节攀升, 海外需求旺盛。2016 年前三季度稀土产品累计出口量达到 35003 吨, 超过 2015 年全年出口量。

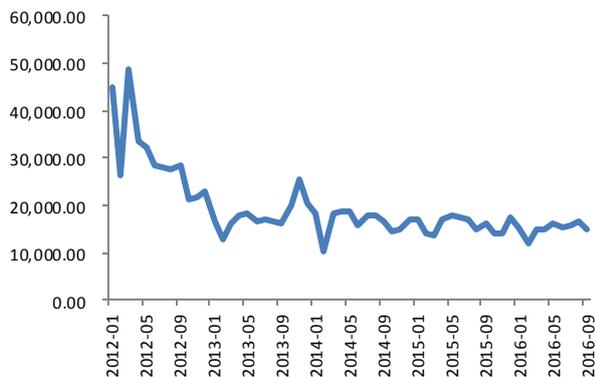
图 22: 2012 年以来稀土产品月出口数量变化情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

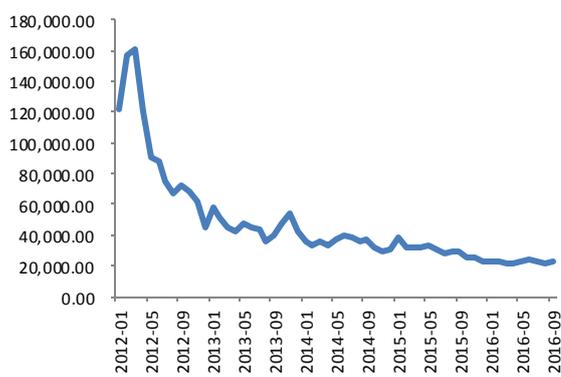
出口价格处于谷底, 未来有望止跌回升。2016 年以来, 出口金额和平均单价持续走低, 前三季度月平均出口金额较去年同期相比下降 7.16%, 月出口平均单价下降 39.52%, 已经处于近年来的最低点。随着行业整合和国家加大打击走私和黑市的力度, 未来价格有望止跌回升。

图 23: 2012 年以来稀土产品月出口金额变化情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 24: 2012 年以来稀土产品月出口平均单价变化情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

6. 盈利预测及估值

盈利预测。结合盛和资源旗下各子公司业绩承诺情况, 我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 12.23 亿元、63.69 亿元和 73.87 亿元。

表 22: 晨光稀土、文盛新材和科百瑞业绩承诺 (百万元)

公司名称	2016 业绩承诺	2017 业绩承诺	2018 业绩承诺
晨光稀土	99	127	156
文盛新材	109	137	169
科百瑞	22.3	33.8	36.1

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 23: 公司收入预测表

	2016E	2017E	2018E
盛和资源			
营业收入(亿元)	8.54	9.5	11.4
晨光稀土、文盛新材和科百瑞			
营业收入(亿元)	3.687	54.192	62.468

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

估值。

- ◆ 我们选取了 A 股上市公司中三家经营模式类似的公司, 这三家公司 2017 年平均 PE 为 69.16 倍。

表 24: 同类型上市公司市盈率比较表

	11 月 24 日股价	2015A/PE	2016E/PE	2017E/PE	2018E/PE
北方稀土	13.32	156.38	167.34	126.38	81.27
包钢股份	2.97	-35.55	103.85	57.34	48.77
中色股份	9.38	39.06	35.58	23.76	18.05
平均		65.15 (剔除负值)	102.26	69.16	49.36
盛和资源	14.97	599.33	153.3	74.24	48.72

资料来源: Wind 一致预测, 东兴证券研究所

结合盛和资源旗下各子公司公司业绩承诺情况及盛和资源 2016 年经营计划, 我们预计公司 2016-2018 年净利分别为 0.93 亿元、3.86 亿元和 5.28 亿元。以公司 2017 年净利润 3.86 亿元计算, 公司总股本为 14.51 亿股, EPS 为 0.27 元, 按行业 2017 年平均 PE69.16 计算对应股价为 18.67 元/股, 公司的合理估值对应的股价为 18.67 元。

7. 投资评级

作为稀土产业的龙头企业, 近年来, 公司积极向稀土产业上下游拓展, 通过增资、并购等方式, 布局全产业链。我们预计未来随着稀土行业的整合以及收储和打黑的等政策的进一步深化, 稀土价格有望止跌回升。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 12.23 亿元、63.69 亿元和 73.87 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 0.93 亿元、3.86 亿元和 5.28 亿元；每股收益分别为 0.06 元、0.27 元和 0.36 元，对应 PE 分别为 233X、56X 和 41X；我们给予公司 6 个月目标价 18.67 元，相比 11 月 24 日收盘价 14.97 元仍有 25% 的上涨空间，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

1) 业绩承诺无法兑现；2) 稀土价格持续低迷。

表 25: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1516	1834	5092	5500	6258	营业收入	1515	1098	1223	6369	7387
货币资金	287	346	672	764	886	营业成本	1174	941	980	5493	6292
应收账款	176	120	926	1047	1214	营业税金及附加	17	7	2	27	30
其他应收款	78	42	47	245	284	营业费用	15	12	15	76	89
预付款项	110	161	190	190	190	管理费用	43	57	58	223	259
存货	382	574	2417	2408	2758	财务费用	14	25	42	85	85
其他流动资产	25	58	214	214	214	资产减值损失	21.95	22.10	29.10	20.00	18.00
非流动资产合计	325	461	765	747	717	公允价值变动收益	0.02	0.14	-1.06	0.00	0.00
长期股权投资	71	92	161	161	161	投资净收益	3.30	0.61	2.57	2.00	2.00
固定资产	156.53	183.04	183.78	180.28	164.27	营业利润	232	35	98	447	617
无形资产	65	124	112	99	87	营业外收入	1.37	3.22	12.82	12.00	12.00
其他非流动资产	0	1	104	104	104	营业外支出	2.61	1.43	0.18	0.20	0.20
资产总计	1841	2295	6160	6550	7279	利润总额	231	37	111	459	629
流动负债合计	501	410	2573	2576	2776	所得税	35	18	18	73	101
短期借款	270	240	1063	776	694	净利润	196	19	93	386	528
应付账款	93	63	606	752	862	少数股东损益	3	-1	0	0	0
预收款项	16	0	12	76	150	归属母公司净利润	192	19	93	386	528
一年内到期的非	10	0	0	0	0	EBITDA	263	83	167	560	732
非流动负债合计	43	478	504	504	505	EPS (元)	0.51	0.02	0.06	0.27	0.36
长期借款	7	0	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	0	443	444	445	446		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	544	888	3077	3081	3281	成长能力					
少数股东权益	42	199	199	199	199	营业收入增长	37.9%	-27.5%	11.33%	420.96%	15.98%
实收资本(或股	376	941	1451	1451	1451	营业利润增长	525.9%	385.7%	180.09%	355.74%	37.94%
资本公积	10	-545	253	253	253	归属于母公司净利润	381.6%	244.7%	381.64%	314.41%	36.97%
未分配利润	863	793	1079	1117	1170	获利能力					
归属母公司股东	1255	1207	2885	3271	3799	毛利率(%)	22.48%	14.33%	19.82%	13.76%	14.83%
负债和所有者权	1841	2295	6160	6550	7279	净利率(%)	12.92%	1.69%	7.61%	6.06%	7.15%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	-108	-264	-1517	491	304	偿债能力					
净利润	196	19	93	386	528	资产负债率(%)	29.54%	38.71%	49.94%	47.03%	45.08%
折旧摊销	16.56	23.21	0.00	28.21	29.59	流动比率	3.02	4.47	1.98	2.13	2.25
财务费用	14	25	42	85	85	速动比率	2.26	3.07	1.04	1.20	1.26
应付帐款的变化	0	0	542	147	109	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	12	64	74	总资产周转率	0.97	0.53	0.29	1.00	1.07
投资活动现金流	-101	-87	-219	-28	-16	应收账款周转率	11	7	2	6	7
公允价值变动收	0	0	-1	0	0	应付账款周转率	24.17	14.05	3.66	9.38	9.15
长期投资	71	92	161	161	161	每股指标(元)					
投资收益	3	1	3	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.02	0.06	0.27	0.36
筹资活动现金流	201	401	2063	-371	-166	每股净现金流(最新	-0.02	0.05	0.22	0.06	0.08
短期借款	270	240	1063	776	694	每股净资产(最新摊	3.33	1.28	1.99	2.25	2.62
长期借款	7	0	30	30	30	估值比率					
普通股增加	0	565	510	0	0	P/E	29.35	730.24	233.34	56.31	41.11
资本公积增加	-4	-556	798	0	0	P/B	4.49	11.67	7.53	6.64	5.72
现金净增加额	-8	50	326	92	122	EV/EBITDA	21.43	174.13	135.56	39.64	30.06

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

刘岗

刘岗，材料学硕士、冶金科学与工程学士。有色冶炼加工行业 8 年从业经验，对有色金属行业产业结构、发展趋势、主要上市公司的发展战略、多种有色金属市场价格波动都有较为深入的研究。2015 年加入东兴证券研究所，主要负责有色金属板块的行业研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。