

# 盛和资源 (600392.SH)

## 海内外并购志为稀土龙头

### ● 国有控股民营机制，并购志为稀土龙头

公司为国有控股企业，但第一大股东地矿所持股仅 20.14%，私有股权占比达 32% 以上，远高于其他稀土行业上市公司，形成灵活的市场化管理和激励机制，支持公司快速扩张；公司在稀土六大集团整合中与中铝公司深度合作，政策优势明显；拟增发股份购买赣州晨光、文盛新材、科百瑞，夯实资源基础，形成稀土全产业链；海内外并购志在成为稀土行业龙头。

### ● 国内并购保障资源供应，海外布局展现未来宏图

近年来公司多种方式控制上游稀土资源，基本实现稀土精矿 100% 供给，12 年公司托管汉鑫稀土矿，15 年相继收购山东微山钢研稀土公司 4.30% 的股权、冕里稀土公司 42.35% 的股权，16 年拟收购文盛新材 100% 股权，开展副产品锆英砂加工，意在综合利用。同时，公司不断进行海外布局，13 年开展与澳大利亚阿拉弗拉公司诺兰项目的开发合作，16 年 6 月收购越南稀土有限公司 90% 股权，12 月认购格陵兰公司 12.5% 的股份，公司“走出去”的步伐不断，意在拓展海外稀土资源和市场。

### ● 稀土打黑稳步开展，价格有望逐步上涨，公司未来盈利可期

稀土行业供给严重过剩，稀土贱卖问题突出，15 年出口量同比增长 25.2%，出口均价却下降 20.7%；国内稀土价格持续下跌，行业盈利水平持续下滑，2015 年全行业整体亏损 6 亿元，16 年 Q1-3 继续亏 1.6 亿。16 年 12 月，工信部组织开展的打黑专项行动在全国各地陆续开展，年后稀土价格出现小幅上涨，随着打黑的深入开展，稀土价格有望逐步上涨，公司未来盈利可期。

### ● 给予公司“买入”评级

预计公司 17-18 年 EPS 分别为 0.18/0.37 元，对应 PE 分别为 75/36 倍。考虑公司收购多家企业以后业务规模将大幅提高，受益稀土价格上涨，公司盈利有望大幅提升，给予公司“买入”评级。

### ● 风险提示

公司 16 年公告预亏；稀土打黑不及预期；稀土价格涨幅不及预期；收购资源所在国政治、法律风险；收购资金筹集进度不及预期。

#### 盈利预测：

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1514.50	1098.15	968.69	3099.80	4557.08
增长率 (%)	10.17%	-27.49%	-11.79%	220.00%	47.01%
EBITDA (百万元)	281.69	104.35	-72.84	404.24	793.28
净利润 (百万元)	192.27	19.33	-66.78	166.58	346.52
增长率 (%)	30.05%	-89.95%	-445.51%	349.44%	108.02%
EPS (元/股)	0.20	0.02	-0.07	0.18	0.37
市盈率 (P/E)	54.33	599.33	—	74.96	36.04
市净率 (P/B)	8.36	9.63	10.99	9.59	7.57
EV/EBITDA	37.08	114.24	-173.63	35.64	19.40

### 公司评级

	买入
当前价格	11.88 元
前次评级	买入
报告日期	2017-02-14

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	941/941
流通 A 股市值 (百万元)	11,180
每股净资产 (元)	1.28
资产负债率 (%)	38.71
一年内最高/最低 (元)	20.00/8.83

### 相对市场表现



分析师：巨国贤 S0260512050006

0755-82535901

juguoxian@gf.com.cn

分析师：赵鑫 S0260515090002

02160759794

gzzhaoxin@gf.com.cn

### 相关研究：

牛股之盛和资源电话会议， 2016-03-23  
给予买入评级

盛和资源 (600392.SH)： 2015-11-23

整合中重稀土，扩大产业  
布局

联系人：徐云飞 0755-88285816

xuyunfei@gf.com.cn

姜永刚 010-59136627

louyonggang@gf.com.cn

宫帅 010-59136627

gongshuai@gf.com.cn

## 目录索引

国有控股民营机制，在并购中快速成长 .....	4
财政部为实际控制人，六大稀土集团中铝集团成员企业 .....	4
私有股权占比高，发挥企业市场化机制优势 .....	7
海内外并购快速成长 .....	8
上游：积极收购国内外矿山，原材料供应稳定优质 .....	9
多种方式控制上游稀土资源，基本实现稀土精矿 100%自给 .....	9
收购锆英砂加工，意在综合利用 .....	10
上下游联动，规避价格波动风险 .....	11
中游：主营业务冶炼分离，大规模收购外延式增长 .....	12
主营业务冶炼分离，打造核心竞争力 .....	12
定增进一步完善产业链，择机收购进军三稀领域 .....	14
下游：产品结构多样，新增业绩增长点 .....	18
下游产品结构多样，延伸应用领域 .....	18
催化剂及分子筛产品具备规模产能，拟设立湖南中核扩展产业链 .....	19
稀土行业整合启动，未来盈利可期 .....	19
稀土价格处于底部，供需情况改变有望回归 .....	19
稀土政策频出，行业监管日趋严格 .....	20
供给侧改革推进，利好稀土价格，公司盈利水平受益 .....	22
公司盈利预测 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表索引

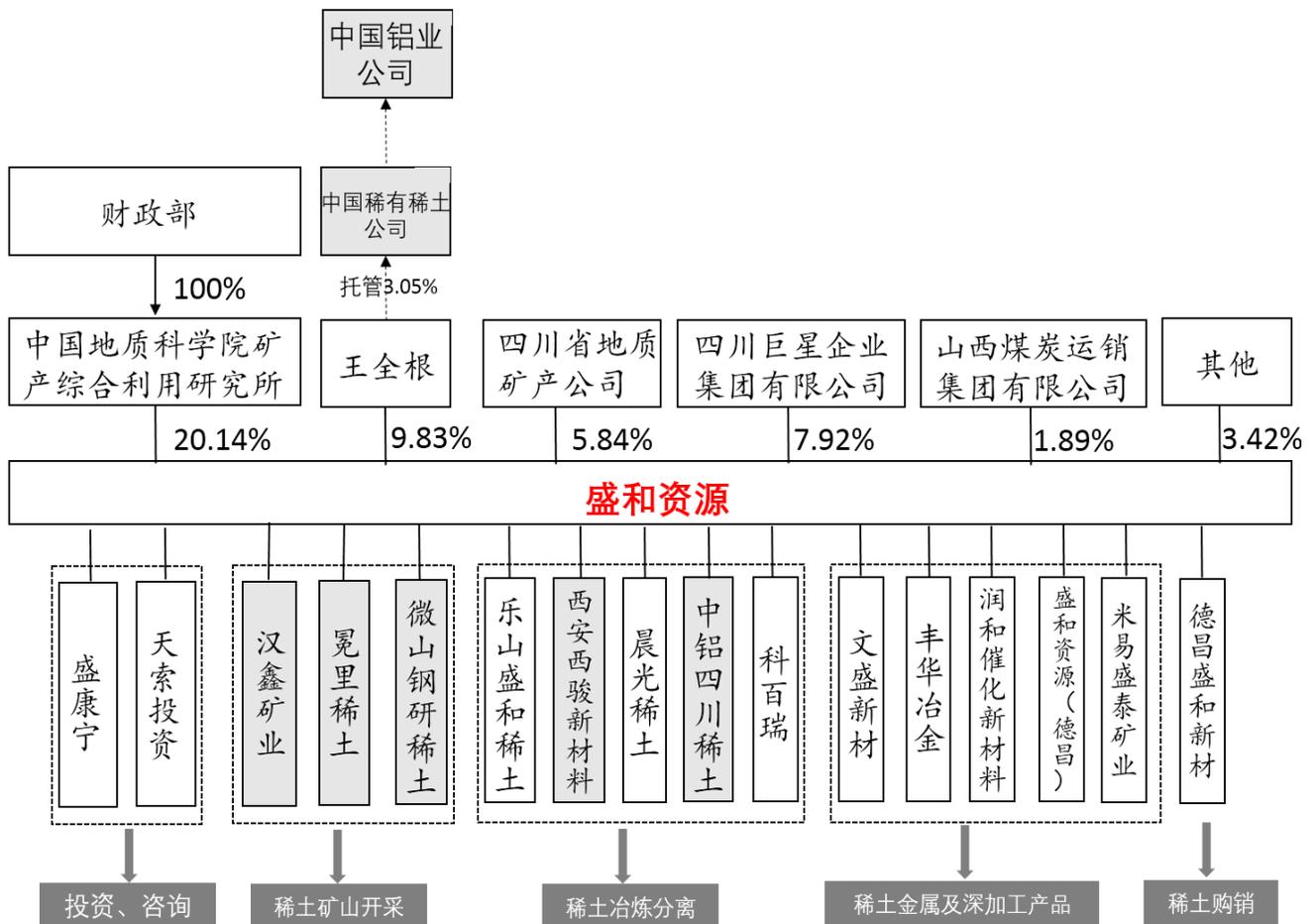
图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 稀土行业上市公司 2015 年十大股东私有股权占总股本比例 (%)	8
图 3: 文盛新材锆英砂主要生产工艺	10
图 4: 文盛新材锆英砂国内市场占有率	11
图 5: 2013-2015 年稀土行业上市企业净利润 (亿元)	11
图 6: 2015 年各稀土上市公司上市公司产能、冶炼指标、产量	12
图 7: 2013-2015 年各主营产品营业收入及占比 (单位: 亿元)	13
图 8: 2013-2015 年各主营产品毛利润占比	13
图 9: 公司主营业务和产品链条变化	15
图 10: 2013-2014 年收购的企业营业收入 (单位: 亿元)	17
图 11: 2014-2016 年 12 月我国主要稀土氧化物价格变化	19
图 12: 公司股价与氧化镨钕、氧化镱价格走势	22
表格 1: 2016 年全国六大稀土集团开采配额 (折 REO, 吨)	5
表格 2: 2016 年全国六大稀土集团冶炼分离配额 (折 REO, 吨)	6
表格 3: 公司上市以来并购情况汇总	8
表格 4: 公司十大股东持股明细	7
表格 5: 盛和资源主要矿产资源储量情况	9
表格 6: Kvanefjeld 矿床储量表	10
表格 7: 交易前后公司股权结构对比情况	14
表格 8: 冶炼加工子公司产能及冶炼配额情况	14
表格 9: 收购标的主营业务	15
表格 10: 晨光稀土主要产品	16
表格 11: 经审计的 2014 年财报数据及交易作价情况 (亿元)	17
表格 12: 公司收购资产业绩承诺 (亿元)	17
表格 13: 越南稀土有限公司主营业务和产能	18
表格 14: 公司下游产品应用情况	18
表格 16: 2003 年至 2016 年国家稀土行业政策一览	20

## 国有控股民营机制，在并购中快速成长

### 财政部为实际控制人，六大稀土集团中铝集团成员企业

盛和资源于2012年完成借壳上市，主营业务为稀土冶炼分离及深加工。公司经历了混合所有制改革，第一大股东为中国地质科学院矿产综合利用研究所，持股20.14%，实际控制人为财政部。同时，公司与六大稀土集团之一的中铝公司深度合作，加快稀土整合。

图 1：公司股权结构图



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：中铝四川稀土是中国铝业公司控股子公司，中铝四川稀土控股汉鑫矿业、冕里稀土、微山钢研稀土和西安西骏新材料

2014年，公司第二大股东王全根与中国稀有稀土公司签订《股权托管协议》，将王全根先生持有的有限售条件股份1148万股（占公司总股本的3.05%）托管给中铝公司稀土整合平台中国稀有稀土公司。近年来，中铝公司通过积极整合与并购，稀土业务已覆盖四川、广西、江苏等地。据工信部发布的文件，2016年稀土开采配额12350吨、稀土冶炼分离配额16294吨，已成为仅次于南方稀土集团的第三大稀土产业集团。

表格 1: 2016 年全国六大稀土集团开采配额 (折 REO, 吨)

	企业名称	年度计划
	全国合计	105000
<b>(一)</b>	<b>中国五矿集团公司</b>	<b>2140</b>
1	福建省三明稀土材料有限公司	60
2	五矿稀土江华有限公司	2000
3	陇川云龙稀土开发有限公司	80
<b>(二)</b>	<b>中国铝业公司</b>	<b>12350</b>
1	中铝广西有色稀土开发有限公司	2500
*1	中铝广西有色崇左稀土开发有限公司	650
*2	中铝广西贺州稀土开发有限公司	550
*3	中铝广西梧州稀土开发有限公司	1300
2	中铝四川稀土有限公司	7250
*1	四川汉鑫矿业发展有限公司	5350
*2	冕宁冕里稀土选矿有限责任公司	1250
*3	德昌厚地稀土矿业有限公司	650
*4	中国钢研科技集团有限公司	2600
<b>(三)</b>	<b>中国北方稀土 (集团) 高科技股份有限公司</b>	<b>59500</b>
1	包钢稀土稀选厂	51500
2	包钢稀土白云博宇分公司	8000
<b>(四)</b>	<b>厦门钨业股份有限公司</b>	<b>1940</b>
1	龙岩市稀土开发有限公司	1540
*1	武平县橙钨稀土开发有限公司 (综合回收)	910
*2	连城文坊稀土矿	100
*3	连城黄坊稀土矿	5
*4	长汀杨梅坑稀土矿	300
*5	上杭加庄稀土矿	5
*6	上杭古田动车站 (综合回收)	220
2	三明市稀土开发偶现公司清流福宝 (综合回收)	400
<b>(五)</b>	<b>中国南方稀土集团有限公司</b>	<b>26750</b>
1	赣州稀土矿业有限公司	8900
2	万安江钨稀土矿业有限公司	100
3	四川江铜稀土	17750
*1	四川江铜稀土有限责任公司	13400
*2	四川冕宁矿业有限公司	150
*3	四川万凯丰稀土新能源科技有限公司	4000
*4	冕宁县友盛稀土开发有限公司	200
<b>(六)</b>	<b>广东稀土产业集团</b>	<b>2200</b>
*1	平远县华企稀土实业有限公司	1300
*2	大埔县新诚基工贸有限公司	860
*3	河源市华达集团东源古云矿产开采有限公司	40

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表格 2: 2016 年全国六大稀土集团冶炼分离配额(折 REO, 吨)

	企业名称	年度计划
	全国合计	100000
<b>(一)</b>	<b>中国五矿集团公司</b>	<b>5208</b>
1	赣县红金稀土有限公司	1670
2	定南大华新材料资源有限公司	1257
3	五矿江华瑶族自治县兴华稀土新材料有限公司	581
	广州建丰五矿稀土有限公司	1700
<b>(二)</b>	<b>中国铝业公司</b>	<b>16294</b>
1	中铝稀土(江苏)有限公司	5007
*1	中铝稀土(常州)有限公司	1266
*2	中铝稀土(宜兴)有限公司	635
*3	中铝稀土(常熟)有限公司	1236
*4	中铝稀土(阜宁)有限公司	735
2	中铝广西有色稀土开发有限公司	2862
*1	中铝广西有色金源稀土股份有限公司	1600
*2	江苏省国盛稀土有限公司	930
*3	中铝广西国盛稀土开发有限公司	332
3	湖南稀土金属材料研究院	160
4	中铝四川稀土有限公司	5945
*1	乐山盛和稀土股份有限公司	4425
*2	西安西骏新材料有限公司	1520
5	中铝山东稀土有限公司	1720
*1	山东中凯稀土材料有限公司	100
*2	淄博加华新材料资源有限公司	1620
6	中国钢研集团稀土科技有限公司	600
<b>(三)</b>	<b>中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司</b>	<b>50084</b>
1	包钢稀土冶炼厂	19044
2	包头华美稀土高科有限公司	6000
3	内蒙古包钢和发稀土有限公司	10000
4	包头科日稀土材料有限公司	800
5	淄博包钢灵芝稀土高科技股份有限公司	800
6	全南包钢景环稀土有限责任公司	840
7	信丰县包钢新利稀土有限公司	800
8	包头市金蒙稀土有限公司	1200
9	包头市达茂稀土有限公司	1200
10	包头市飞达稀土有限公司	400
11	包头市新源稀土高新材料有限公司	200
12	内蒙古生一伦稀土材料有限责任公司	700
13	内蒙古航天金峡化工有限责任公司	500
14	五源县润泽稀土有限公司	750
15	包头市红天宇稀土磁材有限公司	950
16	甘肃稀土新材料有限公司	5900

(四)	<b>厦门钨业股份有限公司</b>	<b>2663</b>
1	福建省长汀金龙稀土有限公司	2663
(五)	<b>中国南方稀土集团有限公司</b>	<b>15197</b>
1	赣州稀土龙南冶炼分离有限公司	1304
2	赣州稀土(龙南)有色金属有限公司	1305
3	金世纪新材料股份有限公司	3575
4	江西明达功能材料有限公司	1304
5	全南县新资源稀土有限公司	1085
6	龙南龙钇重稀土科技股份有限公司	104
7	四川江铜稀土	6520
*1	冕宁县方兴稀土有限公司	3578
*2	冕宁县飞天实业有限责任公司	920
*3	四川省乐山锐丰冶金有限公司	1622
*4	德昌县志能稀土有限公司	400
(六)	<b>广东稀土产业集团</b>	<b>10104</b>
1	广东富远稀土新材料股份有限公司	1200
2	清远市嘉禾稀有金属有限公司	1094
3	德庆兴邦稀土新材料有限公司	1800
4	龙南和利稀土冶炼有限公司	1600
5	包头市新源稀土高新材料有限公司	200
6	金坛市海林稀土有限公司	200
7	保定市满城华保稀土有限公司	400
8	中国有色矿业集团有限公司	3610
*1	广东珠江稀土有限公司	1987
*2	宜兴新威利成稀土有限公司	1623

数据来源：工信部网站、广发证券发展研究中心

### 私有股权占比高，发挥企业市场化机制优势

盛和资源的十大股东里私有股权占总股本比例比达32%以上，远高于其他稀土行业上市公司。私有股权占比较高，使得企业具有较强的经营管理能力，对市场反应灵活机动。同时具有完善的激励机制和监督机制，员工忠诚度较高。

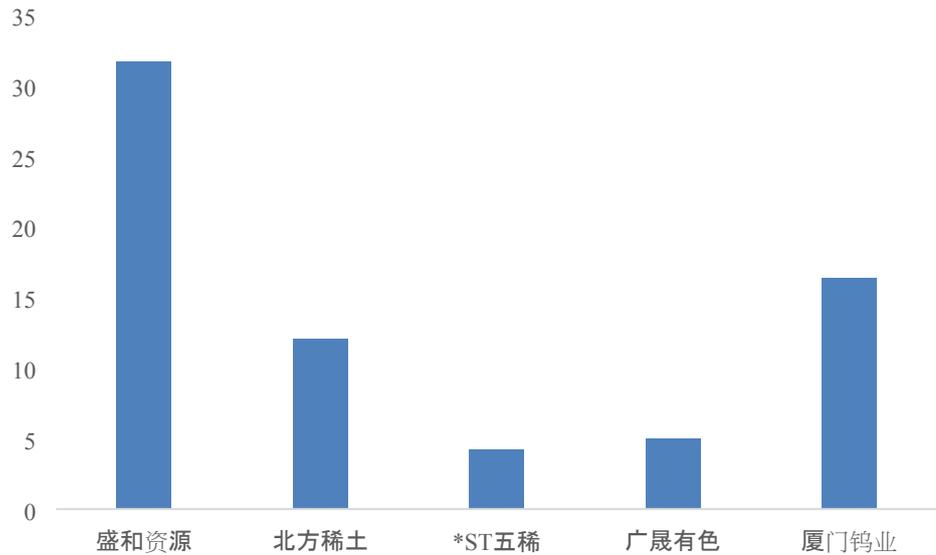
表格 3：公司十大股东持股明细

	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国地质科学院矿产综合利用研究所	189,524,783	20.14
2	王全根	92,476,537	9.83
3	四川巨星企业集团有限公司	74,514,558	7.92
4	四川省地质矿产公司	54,953,993	5.84
5	山西煤炭运销集团有限公司	15,000,000	1.59
6	中国工商银行-广发策略优选混合型证券投资基金	8,111,253	0.86
7	戚涛	7,648,810	0.81

8	蔺尚举	5,619,200	0.60
9	朱云先	5,531,567	0.59
10	郑素娥	5,227,044	0.56
	合计	458,607,745	48.74

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 2：稀土行业上市公司2015年十大股东私有股权占总股本比例（%）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 海内外并购快速成长

公司在借壳上市之初主要以子公司乐山盛和为基础从事冶炼分离业务，原料等均从外部采购。上市以来，公司通过托管、收购等方式加速布局产业链，涵盖矿山、冶炼分离、下游深加工产品，大幅提高业务规模，丰富产品线，已成为全产业链布局完整的稀土龙头企业。

表格 4：公司上市以来并购情况汇总

首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	最新进度
2007-04-24	柳林县成家庄煤矿 45%股权	3,602.35	完成
2007-08-14	发鑫集团 55%股权	--	失败
2007-08-14	8.51 元/股发行 5000 万股 大同市通晋投资有限责任公司持有的山西发鑫集团有限公司 45%股权	42,661.55	失败
2007-08-15	山西发鑫集团有限公司 100%股权	--	完成
2012-08-01	盛和稀土 99.9999%股权	220,035.57	完成
2012/12/27	托管四川汉鑫	--	完成
2014-12-26	西安西骏 35%股权	10,770.00	签署转让协议
2015-02-04	丰华冶金 33.51%股权	2,133.77	完成

2015-08-25	钢研稀土科技 4.30%股权	2,000.00	签署转让协议
2015-08-25	冕里稀土 42.353%股权	6,776.48	完成
2015-11-10	晨光稀土 100.00%股权; 科百瑞 71.43%股权; 文盛新材 100.00%股权	303,928.57	证监会反馈意见回复
2016-06-30	VREX 公司 100%股权	--	完成

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 上游：积极收购国内外矿山，原材料供应稳定优质

### 多种方式控制上游稀土资源，基本实现稀土精矿 100% 自给

公司借壳上市之初无上游矿产资源，主要依托子公司乐山盛和从事稀土冶炼与分离及深加工，经过十多年的发展，已经成为四川省稀土冶炼分离行业的龙头企业。2012年，公司与股东汉鑫公司签订稀土矿山托管协议，稀土矿山的托管，使得公司由单一的稀土冶炼分离企业成功转型成为矿冶一体化的稀土生产企业，之后公司于2015年相继收购了山东微山钢研稀土公司4.30%的股权、冕里稀土公司42.35%的股权，并于2016年12月认购格陵兰公司12.5%的股权，拓展海外稀土资源，保障稳定优质的原材料供应。目前公司稀土矿开采配额5950吨/年（REO）；而公司稀土冶炼分离配额为5040吨/年，因此公司已基本实现稀土精矿100%自给，保障了生产原材料的供应。

表格 5：盛和资源控制及参股的稀土矿产资源储量情况

公司	矿场	品种	储量			品位	产能	配额
			122b 矿石量	333 矿石量	122b+333 矿石量			
汉鑫矿业	大陆槽 稀土矿	重稀土矿	75.0万吨， REO为3.96万 吨	矿石量77.8万吨， REO为4.2万吨	152.8万吨， REO为8.16万 吨	平均品位 5.34%	20万吨/年 REO:1.06 万吨/年	1825吨
冕里稀土 公司	羊房稀 土矿	重稀土矿	464.1万吨， REO为11.1万 吨	矿石量73.5万吨， REO为1.8万吨	537.6万吨， REO为12.9万 吨	矿石平均含 REO2.39%	2.5万吨 /年	1150吨
山东微山 钢研稀土 公司	山东微 山湖稀 土矿	轻稀土矿	矿石量 39.12万吨	矿石量46.99万 吨	矿石量 86.11万吨	矿石平均含 REO4.25%	7万吨/年	1300吨

公司于2016年9月认购格陵兰公司12.5%的股权，拓展海外稀土资源。格陵兰公司主要业务是矿产资源的勘探和开采，通过全资子公司GME拥有的位于格陵兰岛南部的科瓦内湾项目，目前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。

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。实施本项目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。

表格 6: Kvanefjeld 矿床储量表

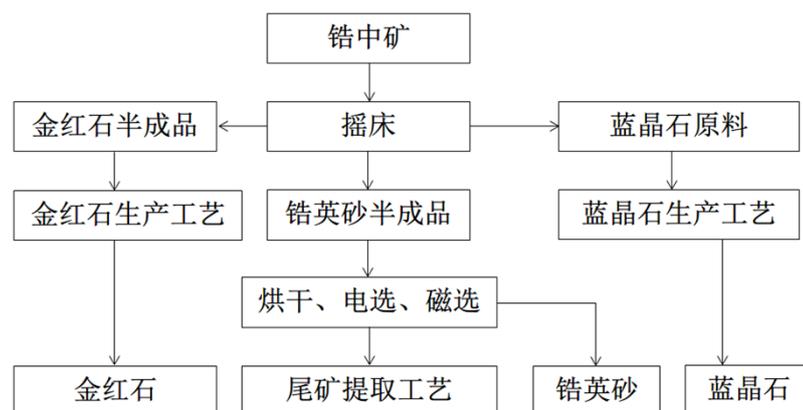
	矿石量 (Mt)	轻稀土 (%)	重稀土 (ppm)	U <sub>3</sub> O <sub>8</sub> (ppm)	Zn (ppm)
证明的	43	1.3	500	352	2700
可能的	64	1.25	490	368	2500
合计	108	1.27	495	362	2600

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 收购锆英砂加工，意在综合利用

近年来，稀土价格大幅波动，盛和资源承担了稀土价格波动的经营风险。2016年5月公司以发行股份方式购买海南文盛新材料科技股份有限公司100%股权，通过此次收购，布局锆等其他有色金属品种，可拓宽公司主营业务范围，增加公司产品种类，优化业务结构，减少单一稀有金属行业周期性波动对公司经营的影响，分散和降低经营风险，为盛和资源增加新的盈利增长点。另外，锆英砂中富含独居石，且其中稀土元素不计价或成本极低，因此公司有望依托文盛的海外矿产品进口渠道，开展尾矿综合利用提取稀土的业务。另一方面，公司亦可利用其海外市场拓展稀土产品的海外销售渠道。

图 3: 文盛新材锆英砂主要生产工艺



锆英砂生产流程

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

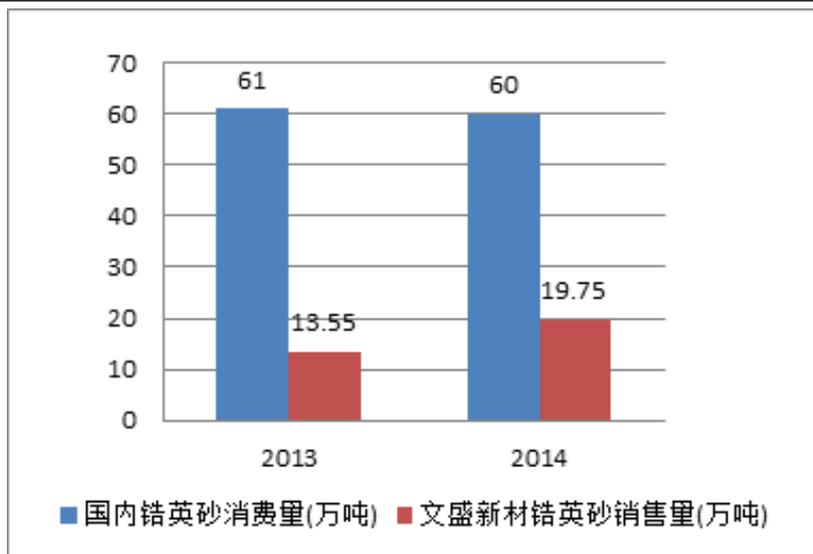
根据美国地质调查局 (USGS) 2010年统计，全球锆储量5500万吨、储量基础

7880万吨（以ZrO<sub>2</sub>计），其中澳大利亚和南非拥有世界上最大的锆资源储量，储量占比分别占41.44%和25.23%，储量基础占比44.42%、17.77%。我国锆资源储量相对较为缺乏，储量和基础储量仅占世界的0.9%和4.7%，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。锆中矿作为生产锆英砂后的尾矿，其资源供应量相对有限。文盛新材锆中矿技术水平明显优于同行业其它公司，品级65%锆英砂产出率达到90%以上，能够有效满足客户的需求。原料生产回收率高出同行5-10%，原料利用率达到100%。

盛和资源有望依托文盛新材尾矿提取技术，在尾矿中提取成本极低的所需稀土资源。以全球最大的锆钛资源生产商ILUKA为例，近几十年来其生产丢弃的尾料超过一百万吨，这些尾料中含锆英砂比例40%，伴生蓝晶石30%，石榴石20%，由于几种矿物比重接近，分离困难大，大量作为尾矿丢弃。文盛新材凭借精细、专业的加工能力，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。

根据统计，2013年度国内锆英砂消费量为61万吨、2014年度国内锆英砂消费量为60万吨，2013年和2014年文盛新材分别销售的锆英砂13.55万吨和19.75万吨，市场占有率分别为17.86%和32.92%。

图 4：文盛新材锆英砂国内市场占有率



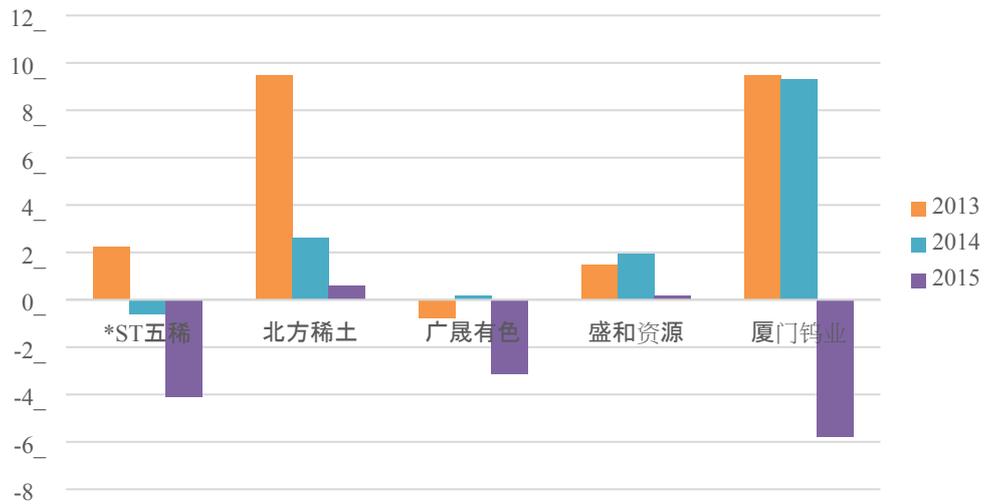
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 上下游联动，规避价格波动风险

稀土行业上下游业务的发展规律具有一定的周期性和传导性。公司充分利用在上下游的合理布局，保证利润的最大化。当冶炼及下游产品价格止跌回稳，而上游精矿价格继续探底时，公司会及时适量增加库存。反之，公司则会适度缩减原料开采量和采购量，保证一定的利润空间。

2015年受宏观经济大环境影响，稀土产品价格低迷，同时稀土市场需求疲软，导致某些稀土企业盈利能力出现恶化。2015年多家稀土上市公司出现较大亏损，仅盛和资源 and 北方稀土保持盈利。

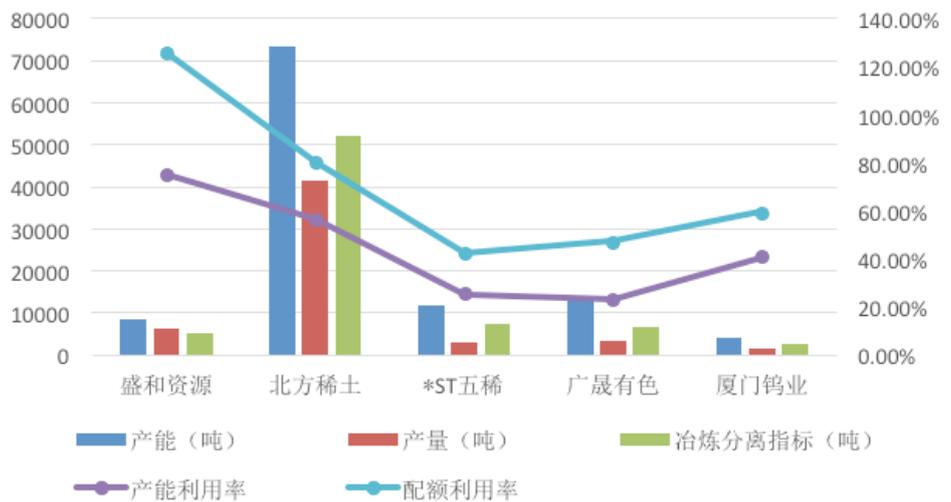
图 5：2013-2015 年稀土行业上市企业净利润（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

此外，公司具有较高的产能利用率和配额利用率，充分发挥了产能和配额优势，最大限度地避免资产闲置，具有较好的生产、运营能力。

图 6：2015 年各稀土上市公司上市公司产能、冶炼指标、产量



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心。注：冶炼分离指标为 2015 年配额。

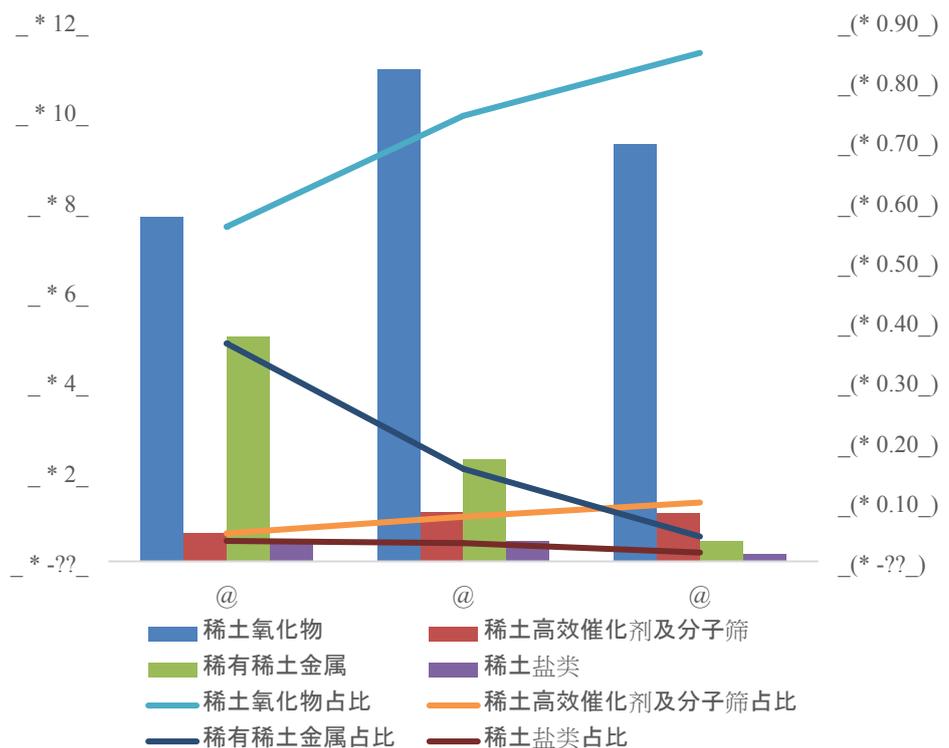
## 中游：主营业务冶炼分离，大规模收购外延式增长

### 主营业务冶炼分离，打造核心竞争力

盛和稀土长期从事稀土矿采选、冶炼分离、稀土冶炼加工，规模不断扩大，现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，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及分子筛及稀土盐类等数十个规格品种。

稀土氧化物产品中的稀土元素含量较高，但冶炼分离过程复杂，对生产工艺、技术装备投入和精细化管理的要求较高，国内外市场对其需求较大，价格也较高，主要产品为氧化镨钕、氧化铟等。稀土盐类为公司稀土冶炼分离生产过程中产生的中间品，可根据客户需求定制。稀土金属是公司从2012年开始积极拓展的业务，由于外购稀有稀土金属产品价值高，相应销售价格较高。近年随高新技术的发展，稀土催化剂和分子筛的需求量逐步增长，公司升级后的设备催化剂理论产能达到2.8万吨，分子筛的理论产能达到了7500吨。

图 7：2013-2015 年各主营产品营业收入及占比（单位：亿元）

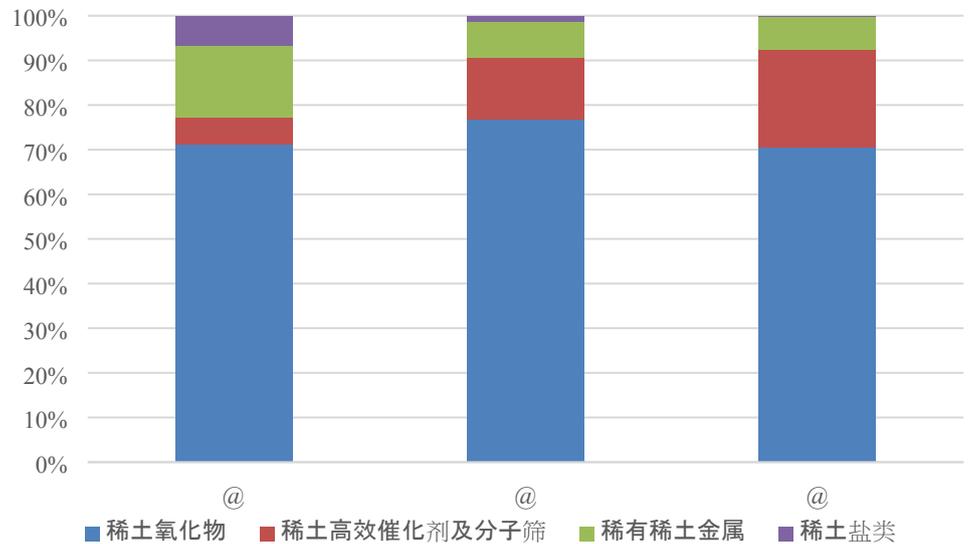


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

近年来，稀土氧化物一直以来都是公司营业收入和毛利润的主要来源，营业收入占营业收入总额的50%以上，毛利润占毛利润总额的70%以上，同时随着高新技术的发展，以稀土为原材料的稀土高效催化剂和分子筛也逐渐凸显其较高的盈利能

力，2015年占毛利润总额的20%以上。

图 8：2013-2015 年各主营产品毛利润占比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### 定增进一步完善产业链，择机收购进军三稀领域

2016年5月公司以发行股份方式购买海南文盛新材料科技股份有限公司100%股权、以发行股份及支付现金方式购买赣州晨光稀土新材料股份有限公司100%股权、四川省乐山市科百瑞新材料有限公司71.43%股权并募集配套资金。此次收购公司公开发行股份3.3亿股，发行价格每股21.54元。

本次发行股份购买资产并募集配套资金后，公司总股本将从9.41亿股增至13.50亿股，其他社会公众股东持有的股份数占发行后股本总额的比例不低于10%。本次发行后，综合研究所仍为控股股东，财政部仍为公司的实际控制人。本次交易未导致上市公司控制权发生变化。

表格 7：交易前后公司股权结构对比情况

股东名称	交易前		交易后 (不考虑募集配套资金)		交易后 (考虑募集配套资金)	
	股数(股)	持股比例	股数(股)	持股比例	股数(股)	持股比例
综合研究所	189,524,783	20.14%	189,524,783	14.90%	189,524,783	14.90%
交易对方	-	-	331,109,130	26.03%	331,109,130	24.53%
配套融资投资者	-	-	-	-	77,980,000	5.78%
其他投资者	751,514,600	79.86%	751,514,600	59.07%	751,514,600	55.66%
<b>总股本</b>	<b>941,039,383</b>	<b>100%</b>	<b>1,272,148,513</b>	<b>100%</b>	<b>1,350,128,513</b>	<b>100%</b>

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表格 8：冶炼加工子公司产能及冶炼配额情况

公司	持股比例	产能	配额(吨)
西安西骏	35%	冶炼分离 5,000 吨、稀土金属加工 3000 吨	1520
乐山盛和	100%	5,400 吨	4425
晨光稀土	100%	金属产能 8,000 吨、冶炼分离稀土氧化物 3,000 吨、处理 5,000 吨钽铁硼废料和 1,000 吨荧光粉废料	-
科百瑞	100%	核准产能为 3,000 吨/年，拟进行 6,000 吨稀土金属技改	-

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### （一）增加产能规模，实现产业链进一步延伸

晨光稀土是中重稀土龙头企业，合并后使公司成为兼具轻稀土和重稀土的冶炼分离企业，显著提升盛和资源的行业地位；科百瑞主营稀土金属，收购以后助力公司稀土冶炼业务做实做强；海南文盛新材具有小金属和稀散金属的生产能力，能够丰富公司的产品线。

公司原有稀土分离产能 5,500 吨/年，本次交易完成后，公司将具备稀土氧化物分离产能 8,500 吨/年、稀土金属冶炼产能 11,000 吨/年、年处理 5,000 吨钽铁硼废料和 1,000 吨荧光粉废料的能力、合计年产 75 万吨锆英砂、钛精矿、金红石的能力。

表格 9：收购标的主营业务

项目	注册资本	主营业务	主要产品			收购价值
			稀土氧化物	稀土金属	稀散金属	
晨光稀土	3.6 亿元	中重稀土冶炼分离	3000 吨/年	8000 吨/年	--	提升公司中重稀土冶炼分离能力
科百瑞	1400 万元	稀土金属的冶炼加工	--	6000 吨/年	--	与公司现有主营业务形成优势互补
文盛新材	2.8 亿元	锆钛制品的生产销售	--	--	77 万吨/年锆英砂等	丰富公司下游产品的多样性

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

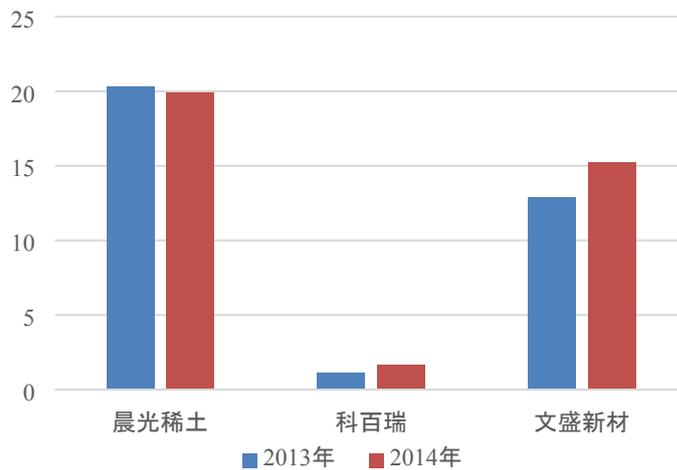
通过收购海南文盛、晨光稀土、科百瑞，公司不但在稀土方面得到了进一步夯实，而且在三稀（稀有、稀散、稀贵）元素领域也得到了进一步得扩展。本次交易延长了公司产品链条，增强了业务的完整性，盛和资源未来稀土各产业链各环节相互联系，可产生良好的协同效应，提高公司综合竞争力和抗风险能力。

图 9：公司主营业务和产品链条变化



收购完成后，盛和资源净资产从12亿左右增长到45个亿左右，销售收入将从15个亿左右扩展到将近60亿，整体业务水平得到全面提升，将为盛和资源的下一步的发展奠定较高的起点。本次交易完成后，晨光稀土、科百瑞和文盛新材相关业务将成为上市公司新的利润增长点，上市公司的资产规模将扩大，收入结构将得到调整，财务状况将得到改善，盈利能力也将得到增强。

图 10：2013-2014 年收购的企业营业收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表格 11：经审计的 2014 年财报数据及交易作价情况（亿元）

项目	本公司	标的公司			合计	交易作价
		晨光稀土	科百瑞	文盛新材		
资产总额	18.4	25.32	0.64	15.81	41.78	30.50
净资产额	12.55	12.31	0.44	5.26	18.00	30.50
营业收入	15.15	19.91	1.61	15.25	36.78	-

数据来源：公司公告、广发证券研究中心

根据业绩承诺，2016-2018年收购的晨光稀土、科百瑞及文盛新材三家企业合计的累积净利润不低于2.30亿元、2.98亿元和3.61亿元。目前，公司正在着力推进本次重大资产重组工作。若此次重大资产重组活动能够圆满完成，公司的业务规模将大幅提升，完善公司的稀土产业链，有效提高公司行业地位，将为公司带来较大的收入及业务贡献。

表格 12：公司收购资产业绩承诺（亿元）

项目	2016年	2017年	2018年
晨光稀土	0.99	1.27	1.56
科百瑞	0.22	0.34	0.36
文盛新材	1.09	1.37	1.690
合计	2.30	2.98	3.61

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

### （三）收购越南稀土，进一步开拓境外稀土产业链

2016年6月29日，公司控股子公司乐山盛和董事会审议通过了与中央电气工业株式会社签订的关于Vietnam Rare Earth Company Limited（越南稀土有限公司，简称VREX）的股权转让协议，收购越南VREX90%的股权。截至2015年12月31日，VREX资产总额为7467.1万元人民币，账面净资产为2009.9万元人民币。

VREX主要从事稀土类磁材用的稀土金属的生产，包括：将稀土类磁材生产过程中产生的废料进行回收利用，分离稀土氧化物；将稀土氧化物加工成稀土金属。此次收购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，优化公司业务区域布局，有利于拓展境外稀土产业链。

**表格 13：越南稀土有限公司主营业务和产能**

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

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 下游：产品结构多样，新增业绩增长点

### 下游产品结构多样，延伸应用领域

公司稀土产品的下游用户主要为磁性材料生产企业，经过本次收购重组，企业将具备年处理5000吨钕铁硼废料和1000吨荧光粉废料的处理能力，属于稀土下游应用产品肥料的回收利用，既提高了下游资源综合利用效率，又扩大了现有业务稀土氧化物的业务规模，发挥协同效应。同时，公司募集资金用于年产2万吨陶瓷纤维保温制品项目和年产5万吨莫来石项目，实现稀土全产业链深度布局。

**表格 14：公司下游产品应用情况**

下游应用	公司名称	持股比例	产能
分子筛及催化剂生产	乐山润和	46.04%	7500 吨分子筛、2.8 万吨催化剂
尾矿回收利用	米易盛泰	51%	加工、销售：萤石、稀土精矿、铅、硅镁、铁
稀土硅铁	丰华冶金	31.51%	稀土硅铁的生产、销售，主要产品是稀土硅铁
陶瓷纤维保温制品	文盛新材	100%	募投年产 2 万吨陶瓷纤维保温制品项目
莫来石	文盛新材	100%	募投年产 5 万吨莫来石项目
锆钛制品生产	文盛新材	100%	年产 77 万吨锆英砂、钛精矿、金红石和蓝晶石

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## 催化剂及分子筛产品具备规模产能，拟设立湖南中核扩展产业链

### 一、稀土高效催化剂及分子筛产品具备规模产能

子公司乐山盛和的控股子公司乐山润和设立于2010年，主要从事催化剂、分子筛生产、研发、销售；自营和代理各种商品和技术的进出口。稀土高效催化剂及分子筛已成为公司三大产品之一。公司稀土催化剂、分子筛产品按照客户的需求进行调试生产，对分子筛和催化剂装置进行了有针对性的系统改造，通过改造，催化剂的理论产能达到了28000吨，产品产能已初具规模。

### 二、拟设立湖南中核公司，开拓伴生铀独居石产业

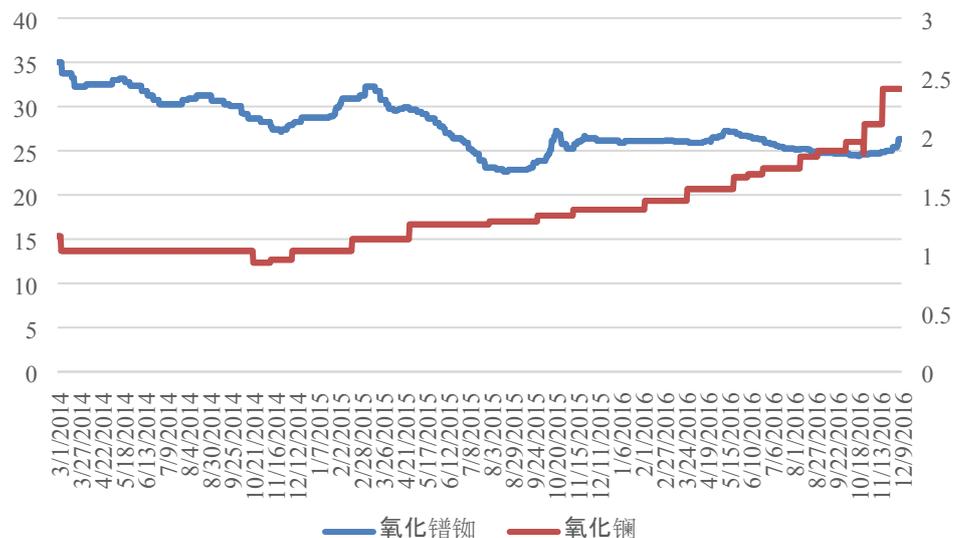
公司拟于近期与中核金原公司和湖南稀土集团公司签署《股东出资协议书》，共同出资设立湖南中核新材料有限责任公司（暂定名，公司名称以工商部门登记核准为准）。合资公司依法设立后，主要的经营范围：共伴生铀资源综合利用和衍生相关稀土产品的运输、分离冶炼、深加工、购销及相关技术研究；独居石优溶渣处理以及钍、铀的运输、回收、储存、加工以及技术服务，有助于公司的稀土产业链条从稀土矿采选、稀土分离、稀土产品稀土金属生产得以延长和完善，进一步提升企业核心竞争力。

## 稀土行业整合启动，未来盈利可期

### 稀土价格处于底部，供需情况改变有望回归

2015-2016年稀土市场行情持续低迷，接近历史大底，稀土作为战略性资源的重要性得不到凸显。考虑到政府收储大黑决心不减，供给侧改革已上升到国家战略高度，市场需求快速提高，稀土价格或将迎来趋势性上涨，回归正常水平。

图 11：2014-2016 年 12 月我国主要稀土氧化物价格变化



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

## 稀土政策频出，行业监管日趋严格

我国政府不断出台相关政策，通过加强资源开发、税收、环保、出口和产业整合等方面的管理，规范稀土行业生产经营，保护我国战略性的稀土资源。

进入2016年，稀土政策条例法规和行业规划等不断出台，政策不断完善，为稀土的供给侧改革提供了政策法规依据，或将为下一步的改革打好基础。

表格 15：2003 年至 2016 年国家稀土行业政策一览

时间	稀土重大政策核心内容	政策方向
2003 年 10 月	稀土金属与稀土氧化物出口退税分别自 17%与 15%降为 13%	出口控制
2006 年 4 月	中国政府宣布停止发给新的稀土开采执照	开采控制
2006 年 4 月	2006 年稀土开采配额被下调 20%	开采控制
2006 年 11 月	对稀土矿产品、化合物加征 10%出口关税	出口控制
2006 年 12 月	商务部宣布合格稀土产品出口商，家数自 47 家减少为 39 家	出口控制
2007 年 1 月	稀土矿和冶炼产品生产由指导性改为指令性计划，各省被限定开采量	开采控制
2007 年 6 月	稀土精矿出口关税自 10%提高 15%，稀土金属出口关税则为 10%	出口控制
2008 年 3 月	对南方稀土矿开采进行严厉整顿，取缔多家非正规稀土矿开采权	开采控制
2008 年 8 月	2008 年整体稀土出口配额比 07 年下降 21%	出口控制
2008 年 11 月	对钇、铈、镨、铽、铈等元素出口关税上调 25%，其他产品均上调至 15%	出口控制
2008 年 12 月	此前不征税的金属镨铁和钕铁硼追加 20%出口关税	出口控制
2009 年 1 月	2009 年第一批一般贸易出口配额同比下降 33%	出口控制
2009 年 4 月	暂停受理稀土矿勘查许可证、采矿许可证申请	开采控制
2009 年 4 月	2009 年稀土开采限额在 2008 年基础上下降 6%	开采控制
2009 年 9 月	2009 年一般贸易稀土出口总配额同比下降 3%	出口控制
2009 年 9 月	2009 年外资企业稀土出口配额同比减少 21%	出口控制
2010 年 5 月	国土资源部公布《稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》，6-11 月全国各地开展专项整治	环保标准
2010 年 12 月	2011 年第一批出口配额总量同比下降 35%	出口控制
2011 年 2 月	国务院常务会议上研究部署促进稀土行业健康发展的政策措施，制定了稀土行业的“十二五”规划提出加快稀土关键应用技术的研发和产业化	鼓励深加工
2011 年 3 月	国家税务总局宣布上调稀土资源准，调整后的税额标准为：轻稀土，包括氟碳铈、独居石矿、60 元/吨；中重稀土，包括磷钇矿、离子型稀土矿，30 元/吨。（原按 0.4-3 元/吨征收）	开采控制

2011年5月	内蒙古自治区政府办公厅印发了由自治区经信委制定的《内蒙古稀土上游企业整合淘汰工作方案》，确定了在呼和浩特、包头和巴彦卓尔三市整合4家，补偿22家，直接关停9家稀土冶炼企业的方案，形成包钢稀土一家独营的局面。	鼓励整合
2011年5月	国务院办公厅发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》	鼓励整合
2011年5月	国土资源部部长率众前往南方五省调研，定调此次“五省联合行动”的主要任务是打击非法开采，推动稀土资源五省联合监管	鼓励整合
2011年8月	工业和信息化部等六部委联合印发《关于开展全国稀土生产秩序专项整治行动的通知》，决定自2011年8月1日至12月31日开展稀土生产秩序专项整治行动。	专项整治
2012年7月	工业和信息化部发布工业和信息化部发布《稀土行业准入条件》，推动稀土产业结构调整和升级，规范生产经营秩序，促进稀土行业持续健康发展	行业整治
2013年1月	2013年1月22日，工信部、发改委等12部门联合发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，推动稀土企业兼并重组	行业重组
2013年8月	工业和信息化部、公安部、国土资源部、环境保护部等八部委联合发文《关于组织开展打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为专项行动的函》	专项整治
2014年2月	工业和信息化部印发《稀土行业清洁生产技术推广方案》，要求稀土企业加强环保工作，淘汰落后产能	清洁生产
2014年5月	工业和信息化部、财政部联合下发《关于做好2014年稀土产业调整升级专项资金项目申报工作的通知》，对对稀土资源开采监管系统建设、稀土绿色采选冶炼环保技术改造等项目给予支持。	财政支持
2014年5月	工业和信息化部发布《关于清理规范稀土资源回收利用项目的通知》，明确坚决纠正以“资源回收利用”为名，违规核准稀土项目和从事稀土冶炼分离生产	专项整治
2015年4月	《稀土冶炼行业清洁生产评价指标体系》发布，规定稀土冶炼分离生产企业清洁生产的一般要求。	清洁生产
2015年10月	工业和信息化部办公厅下发了《关于整顿以“资源综合利用”为名加工稀土矿产品违法违规行为的的通知》，将组织专项工作核查整治稀土资源综合利用企业	专项整治
2015年12月	国土资源部发出《关于规范稀土矿钨矿探矿权采矿权审批管理的通知》，作出一系列新规定，以保护稀土矿、钨矿资源。	开采控制
2016年1月	国务院办公厅发布《关于加快推进重要产品追溯体系建设的意见》，加快推进稀土产品追溯体系建设，实现稀土产品从开采、冶炼分离到流通、出口全过程追溯管理。	生产管理
2016年4月	国土资源部公布《国土资源“十三五”规划纲要》，加强对稀土等战略性矿产重要矿产地储备	战略储备
2016年7月	《稀土行业规范条件（2016年本）》和《稀土行业规范条件公告管理办法》，首次将稀土资源综合利用企业的冶炼分离项目纳入管理范围，提高行业规范管理标准，推动行业转型升级	行业规范
2016年10月	工信部公布《稀土行业发展规划（2016-2020年）》，压缩冶炼产能，向六大集团集中资源优势，加强中重稀土	行业规划

2016年12月

工信部公布《打击稀土违法违规专项行动方案》

专项整治

2017年1月

预计将出台《稀有金属管理条例》

行政法规

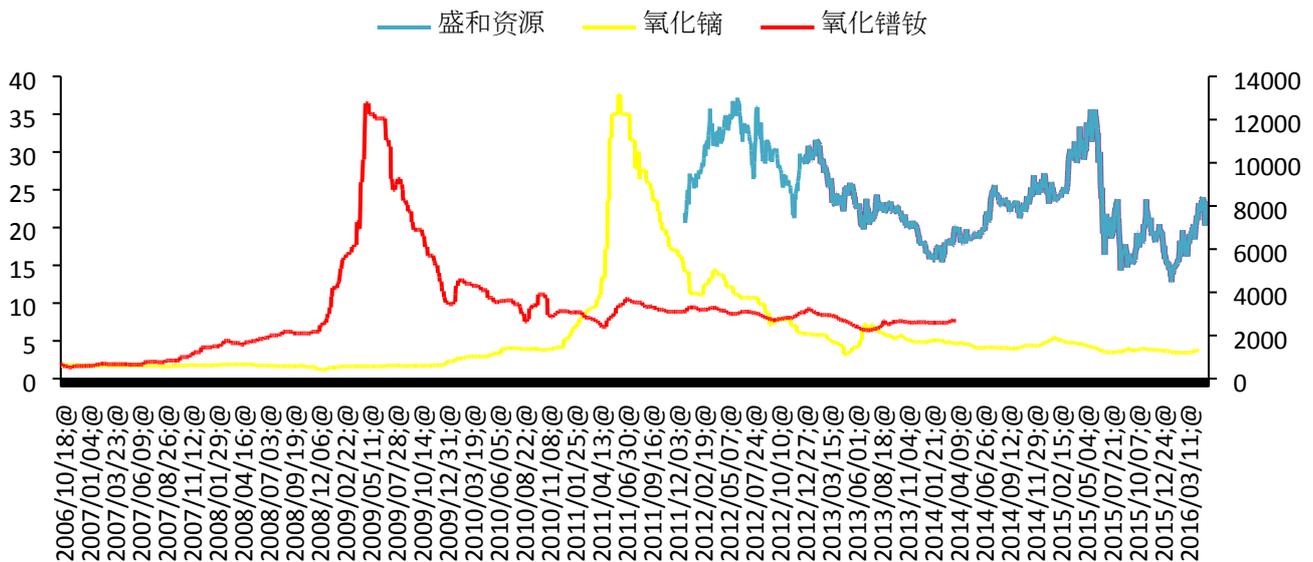
数据来源：根据工信部、环保部、国土资源部等发布的公开资料整理、广发证券发展研究中心

### 供给侧改革推进，利好稀土价格，公司盈利水平受益

随着供给侧改革的稳步推进，供给收缩将引起产量的下降，价格有望增长。而上市公司的业绩与稀土价格紧密相关，稀土价格的上涨将改善上市公司的盈利水平。因此，稀土价格走势与上市公司的股价走势成正相关。

在稀土价格上涨的2009-2011年间，各公司股价均有明显涨幅，之后随着稀土价格的下跌，公司股价均出现明显回调。作为稀土价格上涨直接受益标的的盛和资源，随着稀土价格上涨，公司未来盈利可期。

图 12：公司股价与氧化镨钕、氧化镝价格走势



数据来源：百川资讯、wind、广发证券发展研究中心

### 公司盈利预测

预计公司2017年-2018年EPS分别为0.18/0.37元，对应PE分别为75/36倍。考虑公司收购多家企业以后业务规模将大幅提高，受益稀土价格上涨，公司盈利有望大幅提升，给予公司“买入”评级。

## 风险提示

公司16年业绩预告亏损；全球经济增速持续低迷；稀土价格波动造成盈利损失；收购资金筹集进度不及预期；收购资源储量不及预期。

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1,516	1,834	2,155	3,209	4,643
货币资金	287	346	1,081	0	0
应收及预付	822	853	639	2,093	3,095
存货	382	574	358	1,038	1,471
其他流动资产	25	60	77	77	77
<b>非流动资产</b>	320	456	558	603	648
长期股权投资	71	92	168	168	168
固定资产	157	183	185	187	187
在建工程	25	29	33	38	42
无形资产	66	126	160	200	240
其他长期资产	2	26	13	12	12
<b>资产总计</b>	1,836	2,290	2,712	3,812	5,291
<b>流动负债</b>	501	410	468	1,405	2,545
短期借款	270	240	334	1,010	1,991
应付及预收	221	161	134	395	554
其他流动负债	11	9	0	0	0
<b>非流动负债</b>	43	478	908	908	908
长期借款	7	0	20	20	20
应付债券	0	443	888	888	888
其他非流动负债	36	35	0	0	0
<b>负债合计</b>	544	888	1,376	2,313	3,453
股本	376	941	941	941	941
资本公积	10	-545	-545	-545	-545
留存收益	863	807	741	907	1,254
归属母公司股东权	1,250	1,203	1,136	1,303	1,649
少数股东权益	42	199	200	197	189
<b>负债和股东权益</b>	1,836	2,290	2,712	3,812	5,291

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1515	1098	969	3100	4557
营业成本	1174	941	930	2539	3525
营业税金及附加	17	7	9	27	38
销售费用	15	12	11	35	52
管理费用	43	57	116	124	182
财务费用	14	25	13	30	66
资产减值损失	22	22	21	21	21
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0
投资净收益	3	1	0	1	1
<b>营业利润</b>	232	35	-132	324	673
营业外收入	1	3	3	3	3
营业外支出	3	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	231	37	-131	325	675
所得税	35	18	-65	162	336
<b>净利润</b>	196	19	-66	163	339
少数股东损益	3	-1	1	-3	-7
<b>归属母公司净利润</b>	192	19	-67	167	347
EBITDA	282	104	-73	404	793
EPS (元)	0.20	0.02	-0.07	0.18	0.37

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	-108	-264	469	-1,630	-811
净利润	196	19	-66	161	332
折旧摊销	17	23	25	29	33
营运资金变动	-351	-348	468	-1,875	-1,276
其它	30	42	42	54	99
<b>投资活动现金流</b>	-101	-87	-138	-74	-76
资本支出	-58	-45	-62	-75	-77
投资变动	-43	-42	-76	1	1
其他	0	0	-1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	201	402	533	830	1,145
银行借款	276	350	114	865	1,225
债券融资	-40	47	409	0	0
股权融资	0	95	38	0	0
其他	-36	-90	-28	-34	-80
<b>现金净增加额</b>	-9	51	864	-875	257
期初现金余额	275	287	346	1,211	336
期末现金余额	266	338	1,211	336	593

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	10%	-27%	-12%	220%	47%
营业利润	36%	-85%	-476%	346%	108%
归属于母公司净利润	30%	-90%	-446%	349%	108%
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	22.5%	14.3%	4.0%	18.1%	22.7%
-6.8%	5.3%	7.4%	-6.8%	5.2%	7.3%
-5.9%	12.8%	21.0%	-5.7%	12.3%	20.2%
-3.7%	5.8%	8.3%	-4.0%	6.0%	8.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.6%	38.8%	50.7%	60.7%	65.3%
净负债比率	0.0%	23.9%	11.8%	127.7	157.5
流动比率	3.02	4.47	4.60	2.28	1.82
速动比率	2.04	2.68	3.54	1.28	1.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.97	0.53	0.39	0.95	1.00
应收账款周转率	10.89	7.43	9.21	8.74	8.63
存货周转率	3.52	1.97	2.60	2.45	2.40
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.20	0.02	-0.07	0.18	0.37
每股经营现金流	-0.06	-0.06	0.40	-1.75	-0.88
每股净资产	3.32	1.28	1.21	1.38	1.75
<b>估值比率</b>					
P/E	135.8	599.3	-187.0	75.0	36.0
P/B	8.4	9.6	11.0	9.6	7.6
EV/EBITDA	37.1	114.2	-173.6	35.6	19.4

## 广发有色金属行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路 6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路 99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。