

公司研究/首次覆盖

2017年06月04日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 11.43
合理价格区间(元): 13.40-14.43

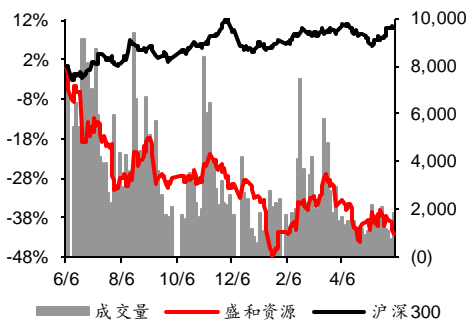
李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

邱乐园 010-56793948
联系人 qiuleyuan@htsc.com

黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

稀土系列报告一：稀土画龙，钛锆点睛

盛和资源(600392)

外延打造稀土全产业链，强势切入钛锆

盛和资源是国有控股企业，第一大股东地矿所持股仅 20%，民营股东占股 32%，居大型稀土集团之最，决策机制灵活高效。公司起步于稀土冶炼和开采，2017 年初成功抄底收购晨光稀土、科百瑞和文盛新材，公司的稀土冶炼能力和稀土深加工能力提升，已形成稀土和钛锆资源的全产业链布局。

中铝系稀土龙头，积极拓展海内外矿山资源

受到稀土行业供给侧改革影响，盛和资源携手中铝系，从稀土冶炼分离业务拓展到上游矿山开采。2012 年受托管理汉鑫矿业 100% 股权，随后收购徽山钢研 4.30%、冕里稀土 42.35% 股权；目前具备稀土矿开采配额 5950 吨/年 (REO)；冶炼分离配额 5040 吨/年，有效保障稀土原料的供应。其次公司积极拓展海外资源，2016 年底认购格陵兰 12.5% 股权，子公司科瓦内湾项目矿床资源储量达 1.08 亿吨；此外与中核合作从事铀资源提取。

收购晨光稀土和科百瑞，深化稀土冶炼加工和下游应用

在乐山盛和原有轻稀土氧化物加工基础上，公司先后收购西安西骏、科百瑞、晨光稀土、越南稀土等，实现在稀土冶炼、应用和市场等方面的优势互补。晨光稀土是我国规模最大的民营稀土企业之一，拥有年产 3000 吨中重稀土氧化物、年产 8000 吨稀土金属、年处理 1 万吨钛铁硼废料能力，规模优势明显；17 年业绩承诺 1.27 亿元。科百瑞主要从事锆钛金属的冶炼加工，项目升级改造后产能将达 6000 吨/年，17 年业绩承诺 0.34 亿元；2016 年盛和低价收购越南稀土金属产能 700 吨，实现海外布局。下游应用方面公司重点发展稀土高效催化剂，用于汽车催化和石油裂解，目前已有 7000 吨分子筛和 2.8 万吨催化剂产能。

抄底收购文盛新材，强势抢滩钛锆

文盛新材从事进口钛锆加工，具备年产 75 万吨锆英砂、钛精矿、和金红石产能，是国内最大锆英砂生厂商，与 ILLUKA、MZI 等国际原料巨头建立稳定合作；2016 年以后锆矿的全球供需格局特别是锆开始发生逆转，锆精矿价格持续上升；钛白粉的需求带动钛精矿和金红石价格持续提升，文盛的钛精矿产能将陆续释放。此外文盛子公司在建 2 万吨保温陶瓷纤维项目和年产 5 万吨莫来石项目，用于消耗锆钛尾矿。2017 业绩承诺 1.37 亿元。

全产业链稀土龙头，适逢稀土和钛锆上行行情，“买入”评级

预计盛和资源 2017-2019 营收分别为 66.17/71.15/72.65 亿元，归母净利润为 3.52/4.41/4.65 亿元，对应 EPS0.26/0.33/0.34 元。假设 2017 年稀土氧化物和稀土金属均价比现价提高 30%，则预计 2017 净利润 6.96 亿元，参考稀土和永磁行业估值水平，考虑到 2017 年稀土和钛锆行情预期提升，按 17 年净利润给予 26-28XPE，目标价 13.40-14.43 元，“买入”评级。

风险提示：稀土打黑和环保监控不及预期；锆原料供应被释放，锆英砂价格下行；钛矿价格上升不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,350
流通 A 股(百万股)	941.04
52 周内股价区间(元)	10.30-19.95
总市值(百万元)	15,432
总资产(百万元)	8,686
每股净资产(元)	3.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,098	1,371	6,617	7,115	7,265
+/-%	(27.49)	24.86	382.63	7.51	2.12
归属母公司净利润(百万元)	19.33	(32.85)	352.08	440.72	465.20
+/-%	(89.95)	(269.97)	971.71	25.17	5.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.01	(0.02)	0.26	0.33	0.34
PE (倍)	798.40	(469.74)	43.83	35.02	33.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

盛和资源（600392）：外延打造稀土全产业链，强势切入钛锆	4
混改企业引入多方战略股东，市场机制灵活	4
始于稀土冶炼分离，构建全产业链布局	4
稀土行情上行，外延并购成果初现	6
稀土龙头之一，打造全产业链布局	8
政策调控供给侧收缩，行业步入健康发展	8
上游资源开采：布局国内外稀土矿山，储备战略资源	10
中游冶炼分离：优化工艺，加强稀有金属冶炼	12
下游稀土应用：立足磁材，发力催化剂	13
抄底收购文盛新材，强势抢滩钛锆	15
锆行业：龙头停产、库存低位，锆精矿迎上涨行情	15
钛行业：受下游钛白粉涨势影响，钛精矿价格持续上升	15
抄底文盛新材，业绩预期确定性强	16
盈利预测和估值	18
盈利预测	18
估值	22
风险提示	22

图表目录

图表 1： 公司股权结构	4
图表 2： 收购标的主营业务	5
图表 3： 盛和资源产品链	5
图表 4： 盛和资源的全的产业链布局	5
图表 5： 2011-2016 公司业绩和增速	6
图表 6： 2012-2016 公司各项业务营收和毛利率	6
图表 7： 2016-2018 公司收购标的业绩承诺（亿元）	7
图表 8： 稀土产业链	8
图表 9： 2017 年第一批稀土矿产品生产总量控制	9
图表 10： 2017 年第一批稀土分离冶炼生产总量控制	9
图表 11： 中国稀土下游应用结构趋势	9
图表 12： 2013-2017 主要稀土品种价格走势	10
图表 13： 公司产业链布局的主要上游企业	11
图表 14： 格陵兰符合 JORC 标准的矿石资源量	11
图表 15： Kvanefjeld 矿床从资源量升级为储量	11
图表 16： 公司产业链布局的主要中游企业	12
图表 17： 公司产业链布局的主要下游企业	13
图表 18： 2013-2016 公司高效催化剂和分子筛产销量和毛利率	14

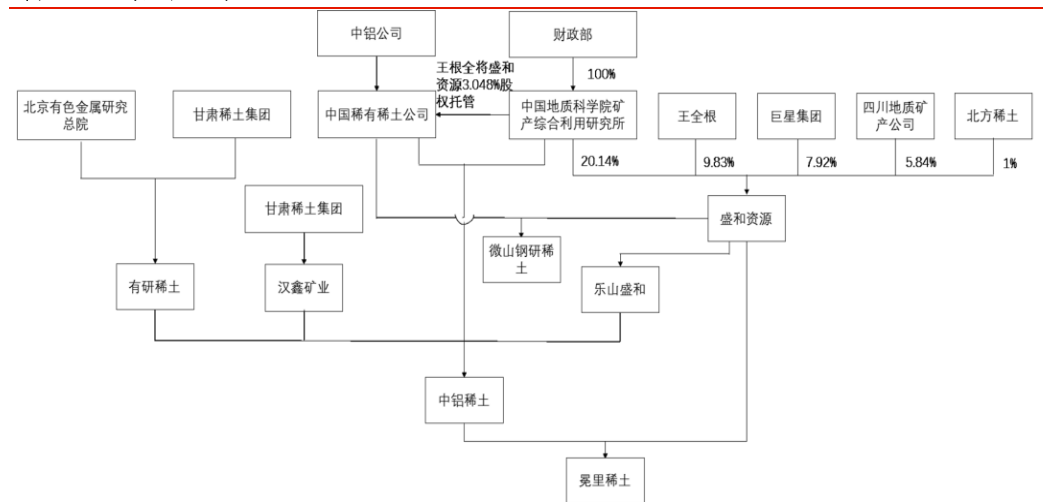
图表 19: 锆产品及应用领域.....	15
图表 20: 限产前世界各主要公司锆产量结构 (2014)	15
图表 21: 2014.2-2017.5 国内港口的锆英砂库存.....	15
图表 22: 2013.1-2017.5 国内钛精矿月产量.....	16
图表 23: 2011.11-2017.5 钛精矿价格走势.....	16
图表 24: 钛精矿产业链结构图.....	16
图表 25: 文盛新材的产品特性及应用领域.....	17
图表 26: 2014-2016.8 文盛新材主营产品的销量和价格	17
图表 27: 2017-2019 盛和资源原有业务盈利预测.....	18
图表 28: 2017-2019 盛和资源原有业务营收构成.....	18
图表 29: 2016.1-2017.2 部分稀土氧化物均价	19
图表 30: 2016.11-2017.5 部分稀土金属均价	19
图表 31: 2017-2019 晨光稀土盈利预测.....	19
图表 32: 2017-2019 晨光稀土营收构成.....	19
图表 33: 2017.1-5 镨钕合金价格.....	20
图表 34: 2017-2019 科百瑞盈利预测.....	20
图表 35: 2017-2019 科百瑞预计生产类型构成.....	20
图表 36: 2016.6-2017.5 海南文昌锆英砂价格	21
图表 37: 2011.11-2017.5 钛精矿月均价.....	21
图表 38: 2016.6-2017.5 年金红石价格	21
图表 39: 2016.1-2017.5 金红石型钛白粉价格	21
图表 40: 2017-2019 文盛新材盈利预测.....	21
图表 41: 2017-2019 文盛新材预计销量构成.....	21
图表 42: 对标公司财务数据.....	22
图表 43: 盛和资源历史 PE-Bands.....	22
图表 44: 盛和资源历史 PB-Bands.....	22

盛和资源 (600392): 外延打造稀土全产业链, 强势切入钛锆

混改企业引入多方战略股东, 市场机制灵活

2012年完成借壳上市, 是以国企为主导的混合所有制企业。目前公司大股东为中国地质科学研究院矿产综合利用研究所, 持有 20.14% 股权, 实际控制人为财政部。综合所是我国国内仅有的两家以矿产综合利用为专业的科研院所之一。第二大股东王全根, 持有公司 9.83% 股权, 原为中国地质科学院综合利用研究所工程师。2014年王全根将其持有公司 3.05% 股权托管给中国稀有稀土有限公司。第三大股东巨星集团, 持有 7.92% 股权, 集团及旗下巨星博润投资有限公司多次为公司补充资金。第四大股东四川地质矿业公司, 持有 5.84% 股权, 其子公司与投资企业已在 9 个国家开展了地质找矿项目。公司受汉鑫矿业委托, 于 2012年 10月 1日至 2017年 9月 30日期间, 负责经营管理该公司。2016年引入新股东北方稀土。

图表 1: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 2016 一季报, 华泰证券研究所

民营股东占股居稀土集团之最, 决策机制灵活。公司十大股东里民营股权占总股本比例比达 32% 以上, 明显高于其他稀土行业上市公司。公司的决策机制灵活, 使得企业具有较强的经营管理能力, 管理高效决策迅速; 同时具有完善的激励机制和监督机制, 较好释放管理层和员工活力。

始于稀土冶炼分离, 构建全产业链布局

盛和资源原有业务是稀土开采和冶炼。公司依托四川优质的稀土资源, 公司的主要产品包括氧化镧、氧化铈、氧化镨钕、氟化稀土、氯化镧、低锌低镁氯化镧、钪钕钒富集物和分子筛、石油高效催化剂等。产品除内销外, 还主要销往欧洲、美国、日本等国家和地区。经过长期发展, 公司产品多样化水平等在同行业中处于领先地位。公司积极推动产业链向上下游延伸, 投资并控股乐山润和催化剂有限公司, 成功推进分子筛和高效稀土石油催化剂的市场拓展。

抄底外延并购, 实现稀土资源整合。2017年 2月, 公司完成重大资产重组, 收购晨光稀土 100.00% 股权, 科百瑞 71.43% 股权, 文盛新材 100.00% 股权。晨光稀土主营金属冶炼、稀土金属合金、废料回收等业务; 文盛新材主要产品为锆英砂、钛精矿、金红石等, 主要副产品为独居石、蓝晶石等。随着稀土行业逐步回暖, 以及公司的重大事项重组完成, 预计 2017 年业绩将显著提升。

图表2: 收购标的的主营业务

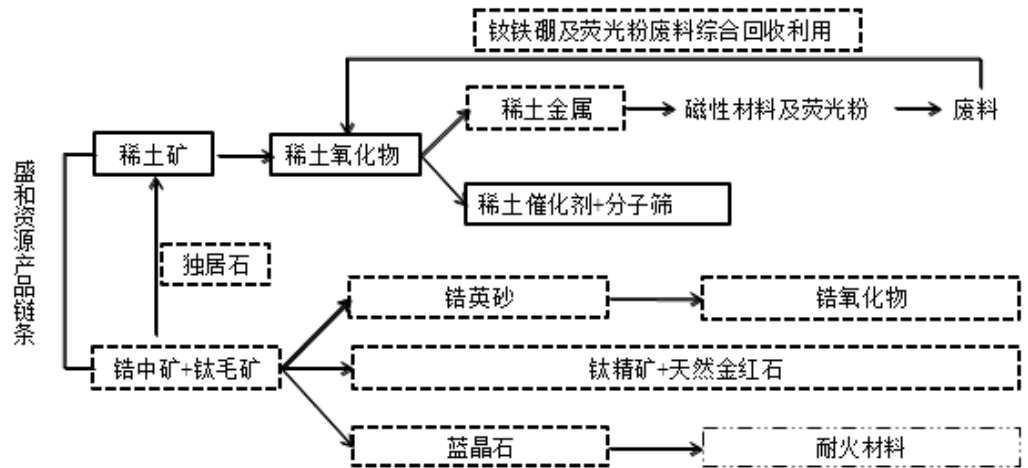
公司	股权占比	主营业务	产能	注册资本
晨光稀土	100%	中重稀土冶炼分离	3000吨稀土氧化物, 8000吨稀土金属、1000吨铝铁硼废料回收能力	3.6亿元
科百瑞	71.43%	稀土金属的冶炼加工	6000吨稀土金属产能	1400万元
文盛新材	100%	钛锆产品的生产销售	锆英砂、钛精矿、金红石合计产能75万吨	2.8亿元

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

志存高远, 实现稀土和钛锆全产业链布局。在盛和资源完成并购重组后, 公司的冶炼能力进一步提高, 稀土深加工能力提升, 已形成稀土和钛锆资源全产业链布局。

- 在稀土产业链上游, 公司通过中铝稀土持有冕里稀土 51%股权、托管汉鑫矿业和参股山东微山钢研稀土 4.3%股权, 现已控制稀土保有量 77.60 万吨, 获得稀土开采配额近 6000 吨。
- 产业链中游冶炼分离环节, 公司依托自有的乐山盛和、控股的晨光稀土和科百瑞、参股的西安西骏和格陵兰, 已形成囊括全部 17 种稀土氧化物和稀土金属冶炼分离产能接近 2 万吨、稀土氧化物冶炼配额 6000 多吨。
- 在下游加工应用环节中, 公司拥有稀土催化剂、锆钛制品和稀土硅铁等多种深加工产品, 实现下游深度布局。

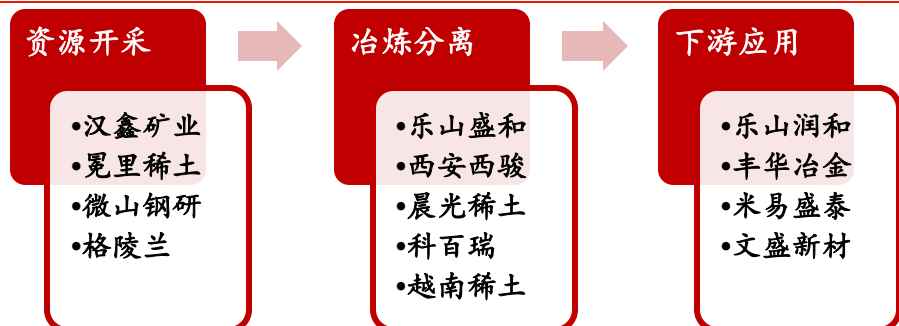
图表3: 盛和资源产业链



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

四川稀土冶炼分离龙头, 规模效应明显。公司已经成为四川省稀土冶炼分离行业龙头企业, 稀土冶炼分离产能产量均居四川省、国内前列, 处于行业领先地位。公司原有稀土分离产能 5,500 吨/年, 本次收购完成后, 公司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 吨钕铁硼废料和 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。

图表4: 盛和资源的全产业链布局

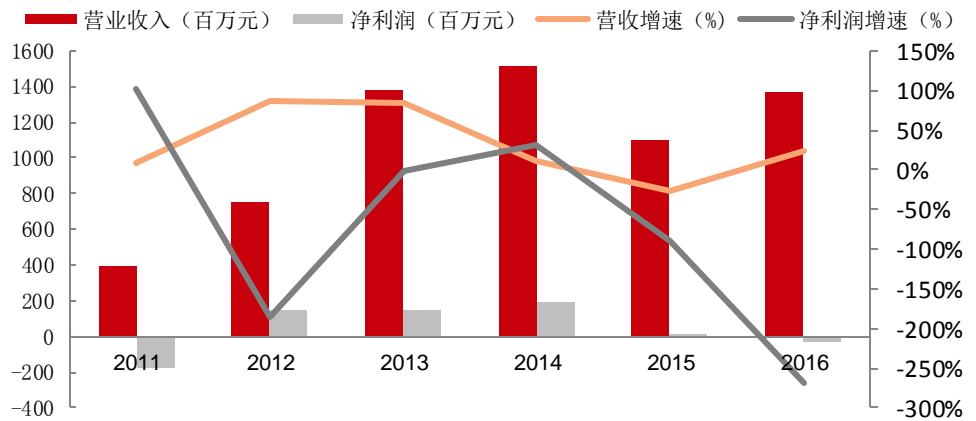


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

稀土行情上行，外延并购成果初现

稀土行业长期低迷，盈利情况逐步改善。盛和资源主要从事稀土矿开采，冶炼分离、深加工以及稀有稀土金属贸易业务，稀土高效催化剂及分子筛的生产和销售。2016年公司实现营业收入13.71亿元，同比增长24.86%，净利润-0.31亿元；2015年，公司实现营业收入10.98亿元，净利润0.19亿元。2015-2016年净利下降的主要原因包括稀土行业整体低迷、以及公司因并购重组导致费用增加。

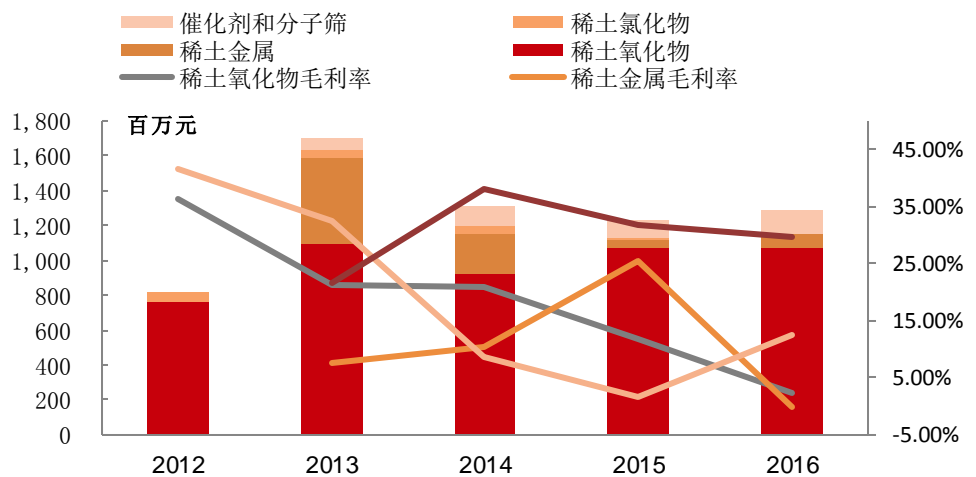
图表5: 2011-2016 公司业绩和增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

丰富产业链下游应用业务，降低行业波动对公司业绩的影响。公司主营业务为稀土氧化物，公司业绩受稀土产品的价格波动影响较大。并且，稀土氧化物、稀有稀土金属和稀土盐类属于初级产品，随着竞争加剧，产品毛利持续下降。为平滑公司业绩和提升整体利润率，公司积极拓展产业链下游业务。下游应用金属催化剂及分子筛业务营收占比持续上升，利润率基本维持在30%左右。随着下游应用占比提升，公司整体利润有望进一步提升。

图表6: 2012-2016 公司各项业务营收和毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

稀土和钛锆迎行情拐点，有望大幅释放业绩。公司在行业低谷期收购三家优质企业文盛新材、科百瑞、晨光稀土；2016年底至今，稀土供给侧改革完成部分品种价格上涨明显；钛锆供需格局进入供不应求状态，盛和资源一方面享受收购公司的业绩贡献，同时集中迎来行业的风口。三家并购公司分别作出业绩承诺，2016年晨光稀土实际净利润约1.22亿元，明显好于业绩承诺的0.99亿元。预计17-19年收购标的业绩将大幅释放扭转公司业绩局面。

图表7: 2016-2018 公司收购标的业绩承诺 (亿元)

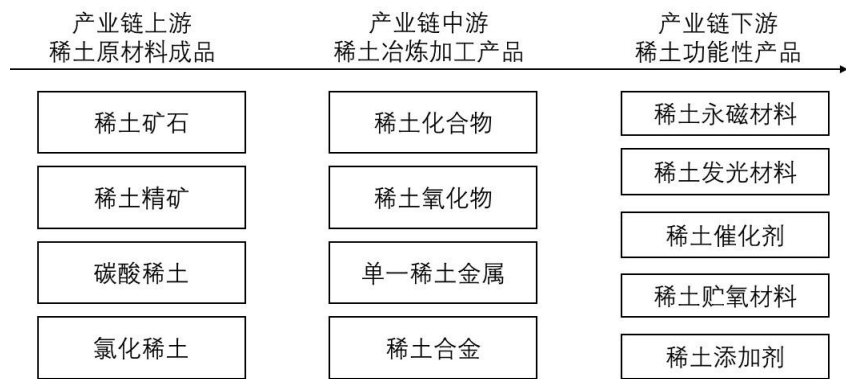
公司	2016	2017	2018
晨光稀土	0.99	1.27	1.56
科百瑞	0.22	0.34	0.36
文盛新材	1.09	1.37	1.69
合计	2.30	2.98	3.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

稀土龙头之一，打造全产业链布局 政策调控供给侧收缩，行业步入健康发展

受到稀土供给侧改革影响，稀土供给端打黑和环保监察常态化预期正在形成，叠加收储预期和需求旺季等多重利好影响，六大稀土集团整合完毕，南北稀土价格联盟成立，供给端持续改善；从需求端看，稀土的最大下游磁材消费持续稳步增长，此外稀土催化也在快速推广。随着供给端的高压政策逐步落实，稀土供需进入紧平衡，大型稀土集团盈利有望改善，行业步入健康发展。

图表8: 稀土产业链



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

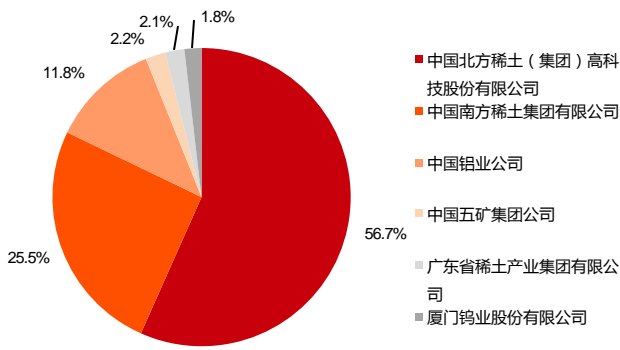
六大稀土集团整合完毕，稀土联盟成立

六大稀土集团整合完毕，资源控制率达100%。六大稀土集团已整合已完成，资源控制率达100%，市场集中度提升。2011年国务院发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，随后工信部提出组建“1+5”全国大型稀土集团方案。2014年底6大集团稀土集团组建实施方案均获批准。2015年初，工信部提出到2015年底，6大稀土集团要整合全国所有稀土矿山和冶炼分离企业。2016年10月18日，稀土“十三五”规划正式出台，明确2020年底6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。

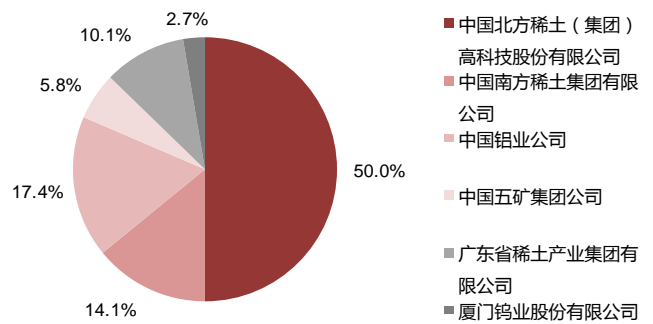
南北稀土联盟形成，构筑价格上升通道。南北两大联盟成立预示稀土行业复苏开启。至今北方稀土已经连续4个月提高挂牌指导价，鉴于其40%左右的市占率，有效提振了轻稀土市场，已经形成了镨钕的价格上升通道。北方稀土以外的另外5家稀土集团也形成了南方稀土价格联盟公开挂牌价格，并且规定五大稀土集团对外销售价格不得低于此价格。

2016年开采和加工指标基本和2015年持平。2016年度全国稀土矿(折合稀土氧化物REO)开采总量控制指标为105000吨,其中离子型(以中重稀土为主)稀土矿指标17900吨,岩矿型(轻)稀土矿指标87100吨,相关指标与2015年持平。

图表9: 2017年第一批稀土矿产品生产总量控制



图表10: 2017年第一批稀土分离冶炼生产总量控制



资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

打黑、环保、收储, 供给端持续改善

打黑监管常态化, 供给端被有效控制。国家专项整治行动和反腐对黑色稀土产业链起到了非常有效的控制作用, 通过稀土专用发票、建立产品追溯体系、建立稀土黑名单等措施加强黑稀土管控。业内认为对黑稀土的监管已经趋于常态化; 另外叠加稀土产业链低迷, 黑稀土产业链的利润空间不断被缩减, 量较为确定的在减少。目前中重稀土的盗采相比轻稀土严重, 因为轻稀土的集中度相对较高, 吨产值小。

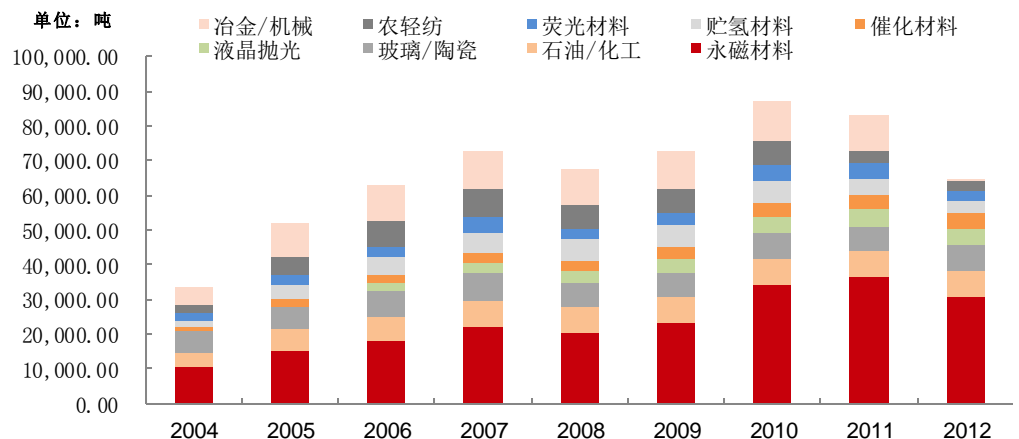
环保压力倒逼稀土落后产能关停。稀土建设项目环保设施必须与主体工程同时设计、同时施工, 并经环保部门验收后同时投入使用。稀土企业应事先取得环保部门的许可, 根据排放标准规定的浓度、数量和方式等实现达标排放, 禁止未依法取得许可证擅自排放。禁止采用离子型稀土矿堆浸、池浸选矿工艺, 禁止开发独居石单一矿种, 禁止采用严重污染环境 and 破坏生态的工艺, 从源头防止生态破坏和环境污染。

高频收储策略被验证。自2016年四季度至今收储4次, 间隔1-2个月小幅溢价。稀土收储从此前的大批量低频次转变为小批量高频次。收储策略的转变平滑了市场价格, 有助于稳步提升市场价格。

铝铁硼和催化剂带动稀土下游需求端稳步增长

稀土下游分散, 最主要的应用为磁材、催化、发光、储氢等方向。目前在很多下游应用领域有着不可取代的地位, 特别是电子产业的稀土永磁材料钕铁硼, 实用化工材料里的各种稀土催化剂, 有色金属特殊材料中的稀土添加剂, 还有玻璃陶瓷、光学玻璃的添加剂, 以及光学研磨材料。

图表11: 中国稀土下游应用结构趋势



资料来源: Wind, 相关数据到2012年后截止统计, 华泰证券研究所

稀土应用朝高端应用转变。工信部原材料工业司稀土办主任贾银松表示，我国企业在稀土高端材料中国际市场份额约为 25%，其他主要被欧美日等先进工业化国家企业占有；参考磁性、催化、发光、储氢等主要稀土功能材料产业指标和各领域专业意见，争取到 2020 年达到 50% 以上。目前钕铁硼磁材和稀土催化剂是处于快速发展的两个稀土下游方向：

➤ 钕铁硼磁材

最大下游应用永磁体消费稳步增长。稀土磁性材料是稀土用量最大的下游应用。近 5 年产量年均增幅超过 15%，广泛应用于新能源汽车和混合动力车，风电设备、仪器仪表、医疗设备、智能机器人等下游领域。

钕铁硼磁材中，新能源汽车的拉动作用最为明显。稀土永磁同步电机具有效率高，功率因素高，能力指标好，体积小，重量轻，温升低等明显优势，被广泛应用在各类新能源汽车中。新能源 Leander 显示，每台混合动力汽车对于钕铁硼永磁材料的消耗量约为 2.5 公斤；纯电动汽车为每台 5 公斤。

➤ 稀土高效催化剂

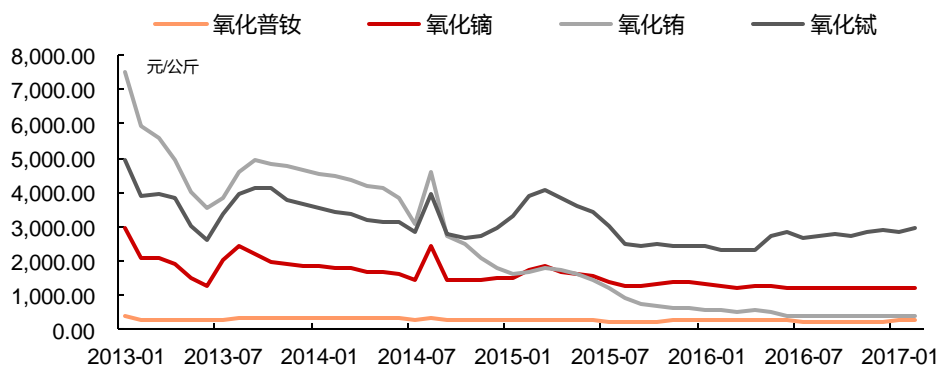
催化材料产量近五年来年均增幅超过 15%。稀土催化材料主要应用于石油催化裂化、机动车尾气净化、工业有机废气净化、催化燃烧和固体氧化物燃料电池等方面，主要使用铈、镨、钆、铈、钆等轻稀土元素。

石油裂化催化剂和机动车尾气净化催化剂的应用占比达 90%。目前全球石油裂化催化剂每年产量约 110 万吨，稀土含量约 3%，稀土需求量 3 万多吨，主要是铈为主的轻稀土。其中中国产量约 20 万吨，稀土用量约 6000 吨，仅占比 20%。

稀土价格步入上升通道，带动业绩提升

长期低位徘徊，主要稀土品种涨幅明显。受到稀土供给侧改革影响，打黑和环保监察常态化预期正在形成，叠加收储预期和需求旺季等多重利好影响，以氧化镨钆、氧化铈为代表的稀土品种价格从 2016 年 11 月开始上涨，到 5 月底涨幅近 20%，以及氧化铈、氧化镨等品种具有明显上涨。稀土价格长期在底部徘徊，而同期有色金属一季度均出现大幅上涨；其次稀土价格经过五六年的价格低位，社会库存较低，因此短期价格上涨和前期板块滞涨推升稀土价格补涨预期。

图表 12： 2013-2017 主要稀土品种价格走势



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

上游资源开采：布局国内外稀土矿山，储备战略资源

加入中铝系，积极布局国内稀土矿山资源

加入中铝系应对稀土配额政策限制。2014 年开始，除 6 大稀土集团外的冶炼分离产品计划按 10% 减少。2017 年，6 大稀土集团资源控制率几乎达到 100%。为应对中上游限产政策，盛和资源加入中铝系（2017 年第一批稀土生产量占总量的 11.76%），同时积极布局海内外稀土矿山和加工厂。

稀土资源基本实现自给自足。公司上市之初主要依托子公司乐山盛和从事稀土冶炼分离和深加工，并无上游矿产资源。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，2014年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年公司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。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，有效保障稀土原料的供应。

图表13：公司产业链布局的主要上游企业

公司	持股比例	配额/吨	产能	所在地
汉鑫矿业	托管 2017年9月到期，20143650 年技改选矿技术金属回收率 20%提升至60%。	20143650	5500吨（稀土精矿8,000吨REO，其中包四川 括4000吨氯化稀土全分离生产线和年处理 2,000吨REO氟碳铈矿）	
冕里稀土	盛和直接持股36%，中铝四川持2300 股15%	2300	处理能力可达20万吨/年，采矿许可证的采矿四川 规模为2.5万吨/年，主要产品为TREO为≥ 68%的稀土精矿	
微山钢研	盛和参股4.30%，中铝山东持股2600 6.44%	2600	轻稀土矿的保有资源储量为57.20万吨，评估山东 利用资源储量46.99万吨，可采储量39.12万 吨，采矿回收率90%，生产能力7.00万吨/ 年，服务年限6.21年	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

参股格陵兰：海外稀土和铀矿进行重要战略储备

收购格陵兰12.5%股权，海外稀土矿产资源丰富。2016年底，乐山盛和以认购价款462.5万澳元（约2359万人民币），收购格陵兰12.5%股权。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拥有位于格陵兰岛南部的科瓦内湾项目，已递交采矿证申请。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标准的矿石资源量总计10.1亿吨。2015年格陵兰公司对科瓦内湾项目的Kvanefjeld矿床从资源量升级为储量，为1.08亿吨。

与中核合作提取铀，进行战略储备。2016年10月，盛和与中核金原铀业有限责任公司、湖南省稀土产业集团有限责任公司共同出资设立合资公司，从事伴生铀资源（独居石）综合利用项目。其中盛和以1000万元货币资金出资，持股10%。

图表14：格陵兰符合JORC标准的矿石资源量

边界品位	资源量类别		TREO总量(百万吨)	U3O8总量(万吨)
(U3O8)	矿石量(百万吨)	TREO品位(%)	U3O8品位(ppm)	
150ppm 探明	143	1.21	303	4.33
150ppm 控制	308	1.11	253	7.79
150ppm 推断	559	1.07	264	14.76

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15：Kvanefjeld矿床从资源量升级为储量

类别	矿石量(Mt)	轻稀土(%)	重稀土ppm	U3O8 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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中游冶炼分离：优化工艺，加强稀有金属冶炼

稀土资源优势互补，强化稀土深加工能力

始于乐山盛和轻稀土分离冶炼。乐山盛和为公司核心子公司，负责经营稀土冶炼分离业务，目前产能为5400吨/年。公司无自有的上游稀土矿产资源，原料及辅料均向外部采购，其稀土精矿采购以四川省内为主（与冕里稀土产生关联交易）。

收购晨光稀土和科百瑞，实现产品种类优势互补。乐山盛和原有稀土氧化物冶炼品种主要为镧、铈、镨、钕等轻稀土氧化物；科百瑞主要从事镨钕金属的冶炼加工；而晨光稀土加工原料主要来自赣州，属于南方型离子矿，以中重稀土氧化物和稀土金属为主。因此公司对于晨光稀土和科百瑞的收购，一方面实现从稀土氧化物加工向稀土金属加工的延伸，也实现轻稀土和中重稀土的全品种互补，明显丰富公司生产能力和产品种类。

携手中铝认购西安西骏股权。2015年5月，中铝四川、盛和资源出资认购西安西骏新增的合计不超过35%的股权，中铝四川、盛和资源的认购比例由各方另行协商确定。西安西骏拥有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，以加工高纯稀土产品为主，目前拥有5000吨/年的稀土冶炼能力和3000吨/年的稀土金属加工能力，配额1440吨/年。

图表16：公司产业链布局的主要中游企业

公司	持股比例	配额/吨	产能	所在地
乐山盛和	100%	3600	5400吨轻稀土氧化物冶炼分离产能	四川
西安西骏	中铝四川、盛和资源出资认购35%	1520	冶炼分离产能5000吨，稀土金属加工能力3000吨	西安
晨光稀土	盛和资源以13.29亿元收购晨光100%股权	1085	年产3000吨稀土氧化物、年产8000吨稀土金属、年江西处理5000吨钕铁硼废料、1000吨荧光粉废料	
科百瑞	100%	不受限制	稀土金属的冶炼加工产能3000吨/年，主要是镨钕金属；拟进行6000吨稀土金属技改	四川
越南稀土	90%	不受限制	具备稀土金属电解产能700吨/年	越南

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

全资入晨光稀土，拓展南方中重稀土加工能力

我国规模最大的民营稀土企业之一。晨光稀土是我国规模最大的民营稀土企业之一，主要从事南方中重稀土的分离、冶炼和钕铁硼、荧光粉废料回收综合利用。盛和资源根据评估机构估值，作价13.29亿元收购晨光稀土100%股权。晨光稀土承诺16-18年净利润累计不低于3.82亿元。

盛和资源主要从事轻稀土的冶炼分离。晨光稀土目前拥有年产3000吨中重稀土氧化物、年产8000吨稀土金属、年处理1万吨钕铁硼废料和1000吨荧光粉废料生产能力。下属两家子公司全南新材料和步莱斌生产的稀土氧化物为本部的原材料。两家公司将在冶炼环节、下游应用和市场渠道方面形成互补。

全国最大的钕铁硼回收企业之一，规模优势凸显。晨光稀土目前拥有钕铁硼废料处理能力上万吨；晨光稀土跟下游磁材企业建立长期稳定的合作关系，2016年处理废料超过六千吨，规模优势明显；此外公司通过工艺优化，盈利水平明显高于行业平均水平。

入驻科百瑞，释放镨钕金属加工能力

主要产品为镨钕金属，改造完成后产能将翻倍。科百瑞的主营业务为稀土金属的冶炼加工，即利用稀土氧化物生产稀土金属。目前设计产能为3000吨/年，正在进行的稀土金属技术升级改造项目完成后，产能将提升至6000吨/年。

业绩承诺 2016-2018 年扣非净利润不低于 0.92 亿元。盛和资源根据评估机构估值，作价 1.90 亿元收购科百瑞 71.43% 股权。根据《业绩补偿协议》，科百瑞 2016 年度净利润不低于 2230 万元，2016 年和 2017 年度扣非净利润累计不低于 5610 万元，2016 年、2017 年和 2018 年度扣非净利润累计不低于 9220 万元。

根据市场行情，灵活选择经营模式，保证公司业绩。1) **自产自销模式**，即公司购进原材料并进行加工出售。在稀土行情处于上升通道时，采取这种模式将为公司带来加工环节利润和稀土上涨的增值两部分收益。2) **委托加工模式**，即公司只进行来料加工，并收取加工费。这种模式将减少公司为储备原材料和商品所垫付的资金，在稀土价格进入下跌通道时，减少稀土价格波动（主要是下降）对企业业绩的影响。

技改进行时，产能有望释放。2014-2016 年，科百瑞均处在技改阶段，实际产量偏小，导致产能利用率不高。2014 年、2015 年和 2016 年 1-8 月，科百瑞金属产量分别为 532.09 吨、924.58 吨和 1024.20 吨，产能利用率分别为 17.74%、30.82% 和 51.21%。随着科百瑞设备技改的陆续实施，科百瑞的金属产量增长迅速，盈利能力持续增强。

收购越南稀土 VREX90% 股权，进军海外稀土加工

低价收购越南稀土金属产能 700 吨。受到国内稀土政策以及稀土价格国际市场变化的影响，越南稀土效率不佳暂时停产，收购采用资产基础法进行评估，成本较低。越南的稀土金属产能为 700 吨/年。原料由股东中央电气工业株式会社提供。

着手设备和工艺改造，激活产能。越南稀土将原料（稀土磁材废料和稀土氧化物）加工为稀土金属，并向中央电气工业株式会社收取加工费。VREX 自 2015 年 10 月份已停止生产经营，仅保留了主要的管理人员。在交易完成后，盛和资源将与合作伙伴盛唐商事共同推进 VREX 生产设备与工艺的改造升级，扩大 VREX 的稀土产品规模，充分利用海外稀土矿产资源，降低运营成本。

下游稀土应用：立足磁材，发力催化剂

拓展稀土下游应用，发挥资源系统效应

在原有稀土开采和冶炼业务基础上，盛和资源将目标转移到稀土的主流应用——稀土磁材和稀土催化剂。目前公司收购的晨光稀土具备 5000 吨钕铁硼废料和 1000 吨荧光粉废料处理能力、子公司米易盛泰也专注于稀土等尾矿的回收利用；此外子公司乐山润和专注于稀土分子筛和催化剂的生产和销售，已经具备 7000 吨分子筛和 2.8 万吨催化剂的生产能力；子公司丰华冶金专注于稀土硅铁的生产与销售。通过对下游应用的延伸拓展，充分整合资源发挥协同效应，提高公司盈利水平。

图表 17：公司产业链布局的主要下游企业

公司	持股比例	应用	产能	所在地
乐山润和	46%	分子筛和催化剂生产	分子筛 7000 吨，催化剂 2.8 万吨	四川
米易盛泰	51%	尾矿回收利用	加工、销售：萤石、稀土精矿、铅、铁、硅镁	四川
丰华冶金	31.51%	稀土硅铁	稀土硅铁的生产、销售，主要产品是稀土硅铁宁夏	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

乐山润和：环保带动汽车催化剂需求增长

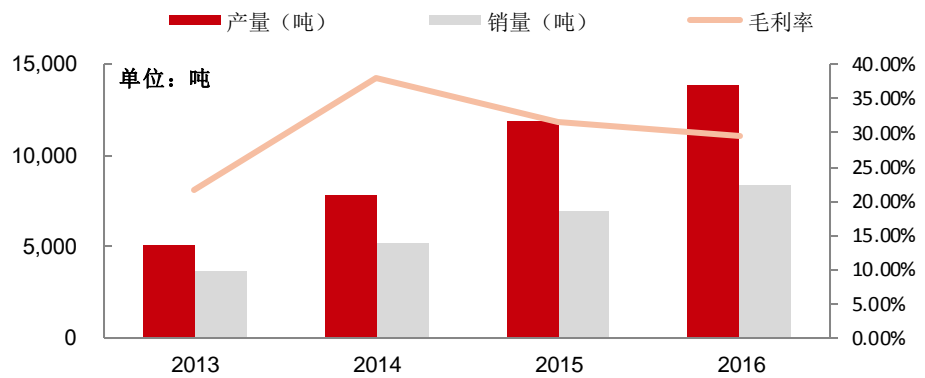
环保趋严提高汽车尾气排放标准，汽车催化剂市场持续成长。稀土催化剂及助催化剂种类繁多，但目前形成产业化的只有石油裂化催化剂、汽车尾气净化催化剂及合成橡胶催化剂。汽车尾气净化催化剂将是稀土催化剂消费的主要增长点，含稀土的汽车尾气催化剂相比其他催化剂有许多优点。中国机动车保有量已达到 3 亿辆，环保要求趋严“国五标准”执行

力度加大，未来汽车尾气排放标准不断提高，汽车催化剂应用将持续增加。

稀土催化剂高毛利率提升产业链附加值。乐山润和成立于2010年，主要从事分子筛和催化剂生产和销售，稀土高效催化剂和分子筛已成为公司主营产品之一，主要用于汽车催化剂和石油裂解催化。目前已经具备7000吨分子筛和2.8万吨催化剂产能；受到下游地方油企需求放缓等影响，润和的产能利用率和利润率有所回调；但利润率仍保持在30%左右，相比稀土开采和冶炼附加值明显提升。

加速海外客户开发和新品研究。2016年润和成功新开发了5个国内客户，目前国内客户15家以上。并与美国、印度、俄罗斯等国公司建立了合作关系，并成功给美国某大型催化剂公司生产了一批产品。润和催化剂研发中心近年投产了脱硝、硫转移催化剂产品并成功销售到海外；成功研制了SAPO-34分子筛和MTO催化剂产品，2017年将进入工业化生产；研发成功了SSZ-13分子筛，将在2017年投产。目前正在研发钨钴固溶体，计划在2017年投产。除此之外还成功研发气相超稳USY分子筛，生产出高硅铝比USY。四川润和2016年获得高新技术企业证书。

图表18：2013-2016公司高效催化剂和分子筛产销量和毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

抄底收购文盛新材，强势抢滩钛锆

锆行业：龙头停产、库存低位，锆精矿迎上涨行情

锆制品具有优良的耐磨性、耐热性、抗腐蚀性。氯化锆、复合氧化锆、金属锆等锆制品是特种陶瓷等新材料的主要原材料，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。

图表 19： 锆产品及应用领域

锆产品	应用领域
超微细硅酸锆	日用陶瓷、建筑陶瓷、卫生陶瓷
核级海绵锆	核电用锆材
工业级海绵锆	耐酸碱的化工设备

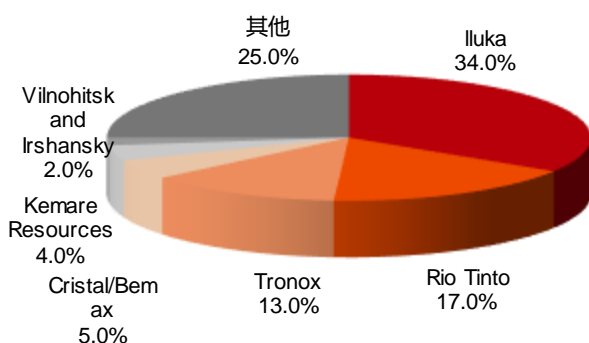
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

随着世界经济的逐渐复苏和我国经济的平稳增长，必然带动锆制品需求的持续增加，从而推动锆行业的稳定健康发展。此外，由于投资运营成本较高，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较大发展空间。

锆价下行导致主要矿山停产。 锆行业上游的行业集中度较高，全球最大企业 ILUKA 产量占全球产量高达 34%（2014 年）；ILUKA、RBM、Tronox、文盛新材基本占到了 2017 年预计产量的约 70%。2012 年后锆价格持续下跌、公司库存高企，ILUKA 宣布旗下的 WRP 矿山于 2015 年停工，Virginia 和 Jacinth-Ambrosia 矿山（高峰期供应 25-30% 全球锆需求）于 2016 年停工，并计划于 2017 年底彻底关停 US Mining 和 Stony Creek MSP 矿山。

锆供应出现供需逆转，精矿价格进入上升通道。 根据亚洲金属网数据，2016 年以后锆矿的全球供需格局特别是锆开始发生逆转，至此 2017 年锆英砂的产量预期约为 120 万吨，而需求则预期稳定在 130 万吨，供不应求的格局已经开始形成。从 2014 年底开始，国内港口的锆英砂库存持续下降。自 2016 年 10 月起，国内锆业龙头东方锆业已经进行了 4 次产品提价。预计供给端收缩将导致锆精矿价格将持续上升。

图表 20： 限产前世界各主要公司锆产量结构（2014）



资料来源：ILUKA，华泰证券研究所

图表 21： 2014.2-2017.5 国内港口的锆英砂库存



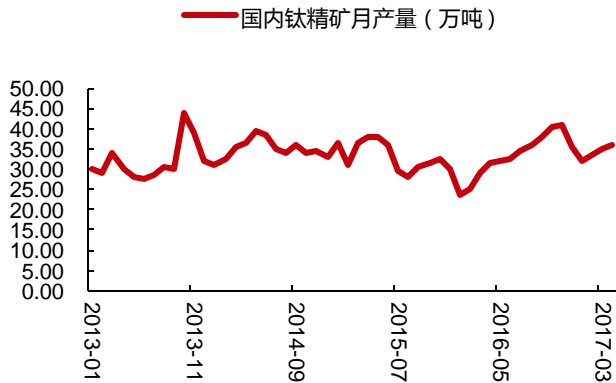
资料来源：Wind，华泰证券研究所

钛行业：受下游钛白粉涨势影响，钛精矿价格持续上升

钛白粉需求带动钛精矿持续提价。 钛精矿 90% 用于生产钛白粉，10% 用于生产海绵钛。2016 年国内房地产持续回暖，钛白粉下游涂料和装修用纸需求大增，以及环保督查等因素导致的供给收缩，市场出现供不应求格局，带动钛精矿价格上升。2016 年初至今，国

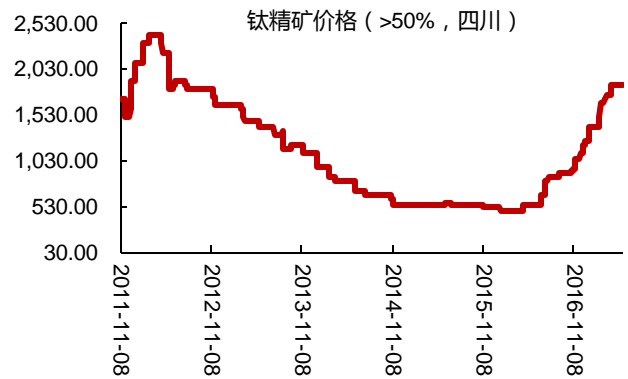
内钛白粉行业经历十余轮价格上调，加上环保限产，让钛精矿市场均价由2016年1月的450元/吨，直线拉涨至2017年4月中旬近2000元/吨左右的高位，涨幅近350%。

图表22: 2013.1-2017.5 国内钛精矿月产量



资料来源：有色金属工业协会，华泰证券研究所

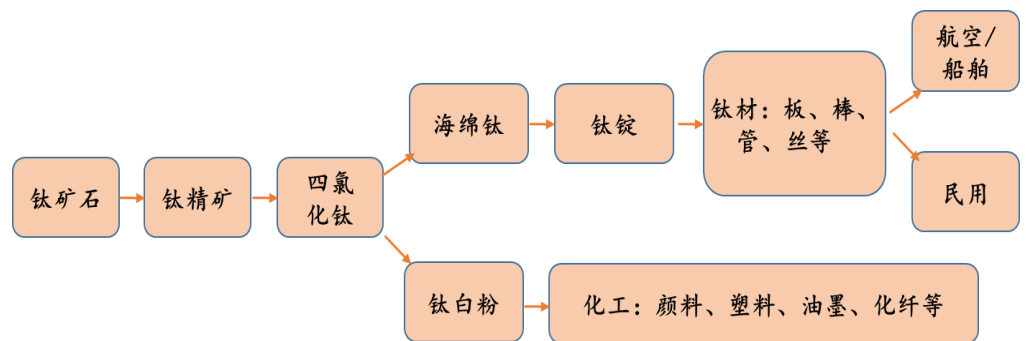
图表23: 2011.11-2017.5 钛精矿价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

金红石为原料是钛白粉制备的技术趋势。根据原料不同，钛白粉有两种制备方法：1) 钛铁矿（二氧化钛 52%）：钛铁矿通过和硫酸反应生产硫酸钛和副产品硫酸亚铁，后者对环保负面影响大；2) 金红石（二氧化钛 95%以上）：通过和盐酸反应生产氯化钛白，是未来的主流技术趋势；该技术曾经掌握在杜邦手中，现在国内企业联手打破技术封锁，逐步向环保钛白粉过渡，目前国外氯化钛白：硫酸钛白=7:3，而国内是1:9，存在明显需求空间。

图表24: 钛精矿产业链结构图



资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

抄底文盛新材，业绩预期确定性强

稳定原材料供应，迎钛锆上涨周期

公司2016年收购的文盛新材，主营业务为从海外进口钛毛矿和锆中矿，经过选矿加工后销售给客户，具备年产75万吨锆英砂、钛精矿、和金红石的产能，副产品主要包括蓝晶石、独居石等。

为了稳定原材料供应，与国际供应商签订长期供货协议。文盛新材先后与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。文盛新材作为国内规模做大的锆中矿加工企业，在采购价格协商上即使面对国际大型供应商仍能具备一定的定价能力。

高市占率保证了规模优势，客户资源优质。2013-2014年度，文盛新材锆英砂销售量分别为13.55万吨和19.75万吨，约占2013年国内市场消费总量的22.07%和32.17%，为国内最大的锆英砂生产商。客户包括下游行业主要生产厂商：东方锆业、升华拜克、江西晶安、淄博广通、天津金桥等，基本囊括了国内90%以上的化学锆企业。

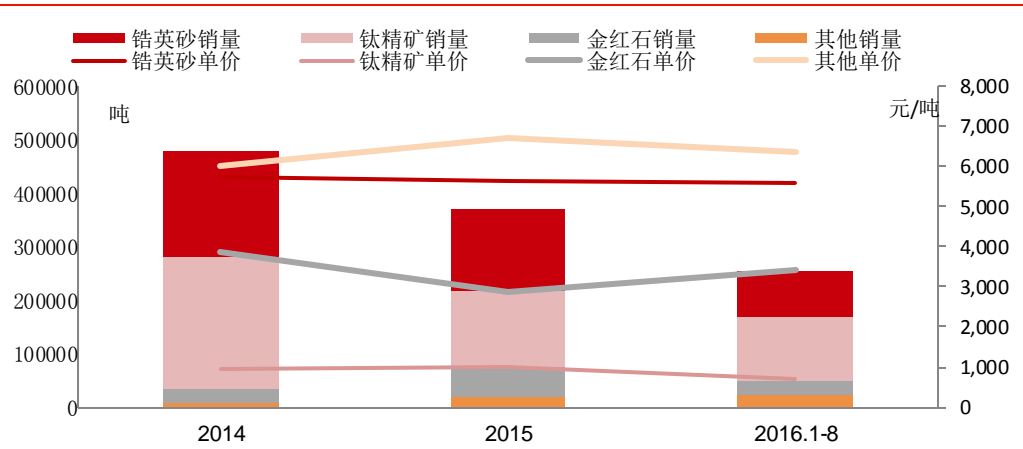
短期看业绩，长期靠整合。公司承诺2016-2018三年扣非净利润不低于4.15亿元，公司的主要产品的市场价格均高于市场均价，短期内有望实现其业绩承诺。此外钛锆材料跟公司传统的稀土业务可共享市场销售渠道，提高效率。

图表25：文盛新材的产品特性及应用领域

产品	特性	应用领域
锆英砂	熔点高、热导率低、线膨胀系数小	硅酸锆、耐火材料、锆化学制品和铸造型砂
钛精矿	密度小、强度大、耐腐蚀性能优异、耐热性能好、低温性能好、无磁、热导率低等特性并且具备形状记忆、超导等功能	造船工业、化学工业、制造机械部件、电讯器材、硬质合金
钛精矿		钛白粉、焊条、金属钛及钛材料
金红石	耐高温、耐低温、耐腐蚀、高强度、小比重	金红石型钛白粉、高档电焊条、军工航空、航天、航海、机械、化工、海水淡化
蓝晶石	耐火度高、高温体积膨胀大的天然耐火原料矿物	耐火材料、氧化铝、硅铝合金和金属纤维
独居石	稀土金属的主要矿物之一	提取镱族稀土元素

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表26：2014-2016.8文盛新材主营产品的销量和价格



资料来源：Wind，华泰证券研究所

钛锆尾矿处理，资源综合利用提高收益

文盛新材下属全资子公司海南海拓实施在建的2万吨保温陶瓷纤维项目和年产5万吨莫来石项目，可以有效的消化产生的锆钛尾矿，从而达到节约土地资源的目的。

➢ 2万吨保温陶瓷纤维项目

陶瓷为锆英砂产品的下游领域，项目处于建设中，预计建成达产后可实现年销售收入9300万元。文盛新材通过生产、销售锆英砂产品，在该等领域中积累了较多的客户资源，可以较快的打开市场。

➢ 5万吨莫来石项目

项目拟利用选矿过程中产生的蓝晶石尾矿生产不定型烧结莫来石，旨在充分利用文盛新材目前选矿工序所产生的废料，实现废料资源化。项目建设期为1年，预计建成达产后，可实现年销售收入10000万元。

盈利预测和估值

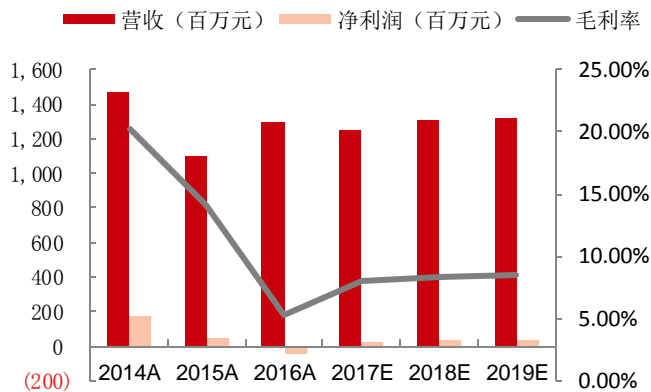
盈利预测

盛和资源原有业务是稀土开采和冶炼，在 2016 年收购晨光稀土、科百瑞和文盛新材后，公司的冶炼能力进一步提高，稀土深加工能力提升，已形成稀土和钛锆资源全产业链布局，预计 2017-2019 业绩将显著提升。

1、原有业务

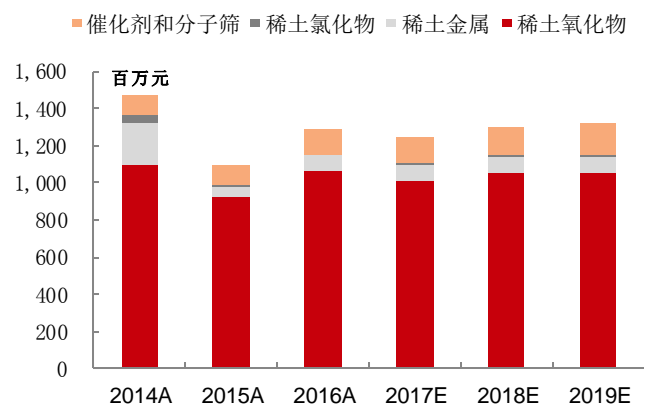
2015-2016 年稀土行业低迷，公司原有的矿产开采和加工冶炼业务处于盈亏平衡状态。我们认为随着行业复苏，原有业务盈利将好转。原有业务产品以稀土氧化物为主，2017 年部分稀土氧化物品种价格略有提升，代表品种是氧化镨钕和氧化铈，因此公司盈利水平有所回暖，同时销售量有可能回落；催化剂和分子筛销量随行业需求保持 10-15% 增速。综合预测 2017 年原有业务可实现扭亏为盈，预计营收 12.48 亿元，净利润 0.29 亿元。假设 2017 年稀土氧化物和金属价格比现价提高 30%，销量回落到 2015 年水平，则预计营收 16.61 亿元，净利润 2.29 亿元。2018-2019 年预计稀土氧化物和稀土金属价格基本维持 2017 年水平略有上浮，销量维持不变。

图表 27: 2017-2019 盛和资源原有业务盈利预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 28: 2017-2019 盛和资源原有业务营收构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2、晨光稀土

> 稀土氧化物

产量: 2016 年晨光的全南子公司稀土氧化物销售配额为 1085 吨，假设未来 3 年销售额基本等于配额且保持不变；步莱特铈铁硼回收部分，16 年回收量接近 7000 吨，回收量跟产出量的比例是 5:1。假设 17-19 年回收铈铁硼数量保持 5% 增速，则预计产出稀土氧化物 1470、1543、1620 吨；因此 17-19 年晨光稀土氧化物产量预计为 2555、2629、2706 吨。
价格: 2016 年底到今年初，稀土氧化物的重点品种氧化镨钕、氧化铈价格均稳步提升，假设 2017-2019 年稀土氧化物售价相比于 2016 年略有提高，并恢复到 2015 年晨光的售价水平，预计平均售价可达到 20 万/吨。

> 稀土金属

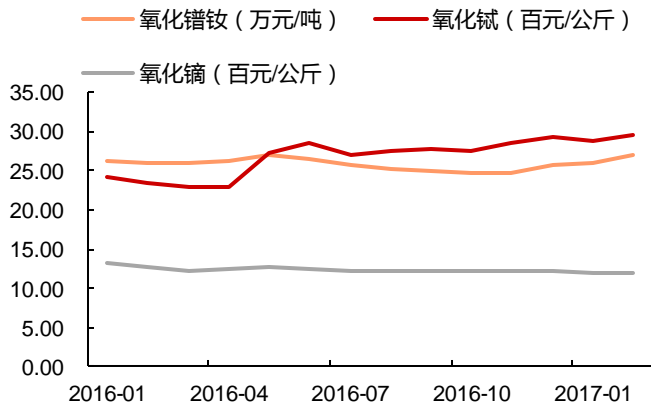
产量: 2016 年晨光的稀土金属产能释放，产量超过 7000 吨；假设未来金属产量保持 10% 增速，则预计 17-19 年产量为 8160、8976、9873 吨。
价格: 以金属镨钕和金属铈为代表的稀土金属价格也随原料提升，以金属铈为例从 2016 年底 360 万/吨，到今年 5 月超过 450 万/吨，涨幅约 25%；以稀土金属的重点品种镨钕金属为例，2017 年 1-5 月从 33.75 万元/吨逐步涨到 37.53 万元/吨，涨幅超过 10%。因此我们以 2015 年稀土金属均价为参考，假设 2017 年稀土金属均价约 32 万/吨；假设 2018-2019 年稀土金属价格维持 3-5% 左右增速。

综上，晨光稀土属于高新金属企业，税率约 15%，则预计 2017-2019 年净利润分别是 1.32、

1.60、1.69 亿元。

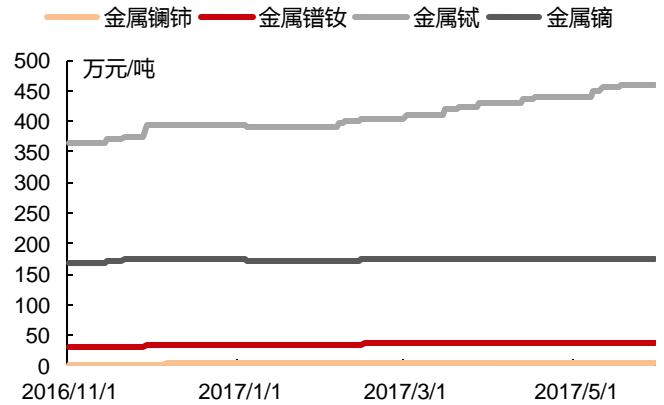
假设 2017 稀土氧化物和稀土金属价格比现价高 30%，则预计晨光稀土 2017 年营收 40.31 亿元，净利润 1.96 亿元。

图表 29: 2016.1-2017.2 部分稀土氧化物均价



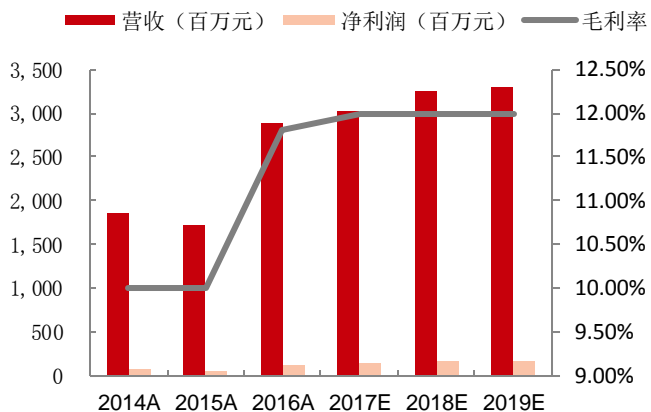
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 30: 2016.11-2017.5 部分稀土金属均价



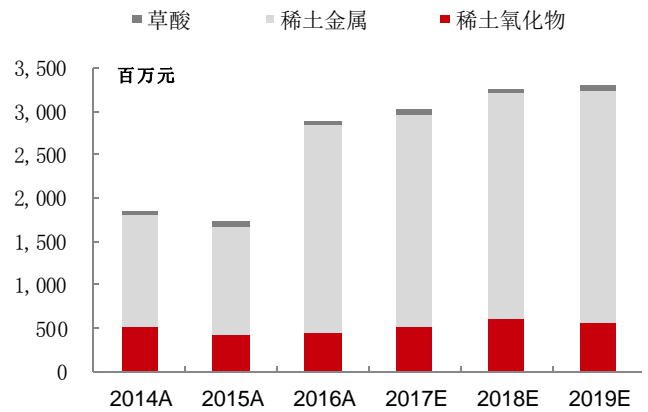
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 31: 2017-2019 晨光稀土盈利预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 32: 2017-2019 晨光稀土营收构成

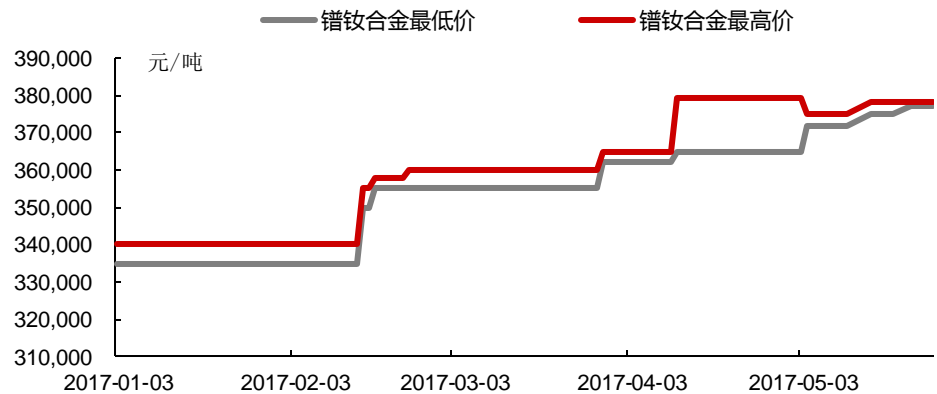


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

3、科百瑞

科百瑞主要从事镨钕金属冶炼和部分代加工业务。原有金属冶炼加工产能为 3000 吨，但因处于技改阶段，实际产量偏小。但 17 年技改基本完成叠加稀土行情上升，产能将明显释放。根据可行性报告，假设 17-19 年镨钕金属产量达到 1508、1659、1742 吨，代加工量达到 857、943、1038 吨。

图表 33: 2017.1-5 锆钼合金价格

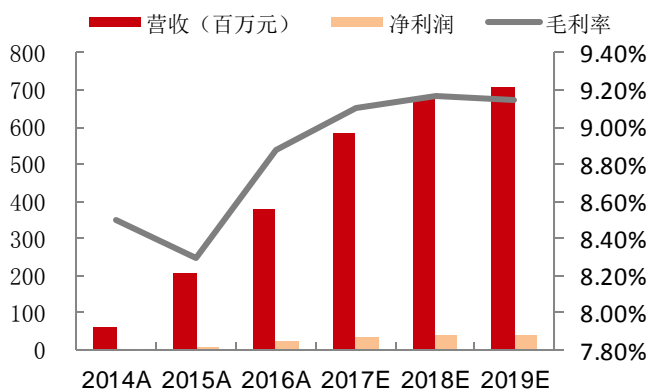


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2016 年底至今锆钼金属价格持续上涨, 1-5 月均价分别为 33.75、34.79、35.83、37.05、37.53 万元/吨, 5 月 26 日锆钼金属价格为 37.8 万元/吨。按照此趋势, 假设 2017 年锆钼金属均价为 38 万/吨, 2018-2019 年提升 3-5%, 委托加工费约 1 万/吨; 则预计 2017 年科百瑞营收 5.82 亿元, 净利润为 0.35 亿元; 2018-2019 净利润分别是 0.41、0.43 亿元。

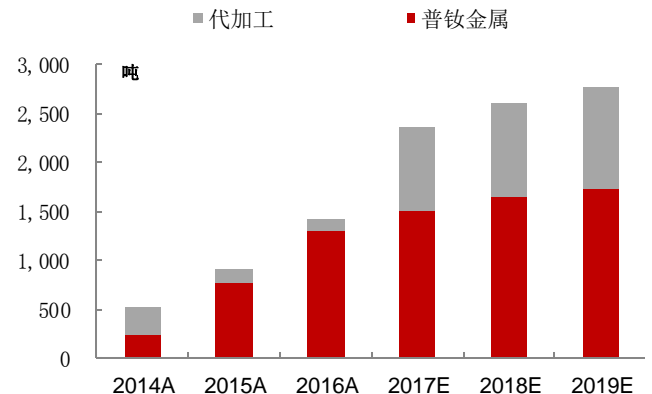
假设 2017 年锆钼金属均价在现价基础上调高 25-30%, 金属厂技术改造后产能提升, 预计金属销量增速低于预期, 则预计 2017 年科百瑞营收 6.28 亿元, 净利润为 0.38 亿元。

图表 34: 2017-2019 科百瑞盈利预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 35: 2017-2019 科百瑞预计生产类型构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

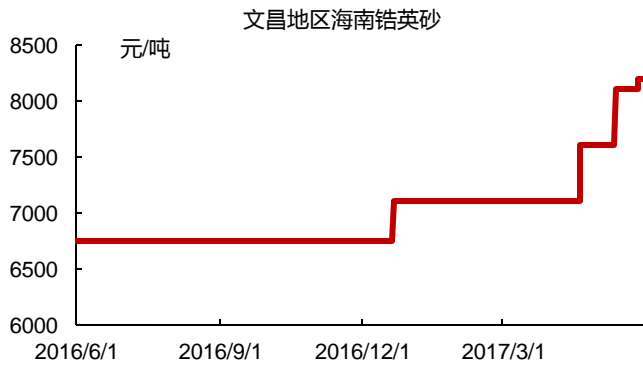
4、文盛新材

2017 年初钛锆告别长期低迷行情, 价格迅速提升, 文盛新材整体产能预计 75 万吨。

- 锆英砂: 2017 年 1-5 月海南文昌锆英砂均价分别为 7100、7100、7100、7283、7980 元/吨, 按照此趋势预测 2017-2019 年锆英砂均价约 8000 元/吨。锆行情好转价格迅速提升, 按照历年销量趋势有可能销量略微下降, 假设销量每年减少 5%。
- 金红石: 2017 年 1-5 月澳洲金红石 (TiO₂>92%, 含税) 均价分别为 4650、4800、4850、4950、5350 元/吨, 金红石型钛白粉 2017 年 1-5 月平均每月价格涨幅 5%。按照此趋势预测 2017 年金红石均价为 5500 元/吨, 2018-2019 基本维持现有水平。金红石是钛白粉的主要原材料并且是未来主流趋势, 预计公司产量保持 10-15% 增速。
- 钛精矿: 2017 年 1-4 月钛精矿均价分别为 1368、1474、1704、1834 元/吨, 2017 年 5 月 30 日钛精矿 (>50%:四川) 价格为 1850 元/吨, 则按照此趋势预计 2017-2019 年钛精矿均价约 1900 元/吨。钛精矿满产约 50 万吨, 目前钛精矿面临短缺, 价格提升, 假设 2017-2019 钛精矿产量为 18、22、25 万吨。
- 其他尾矿: 假设其他尾矿产品产量保持 10-15% 增速, 2017-2019 年均价维持在 2016 年水平。

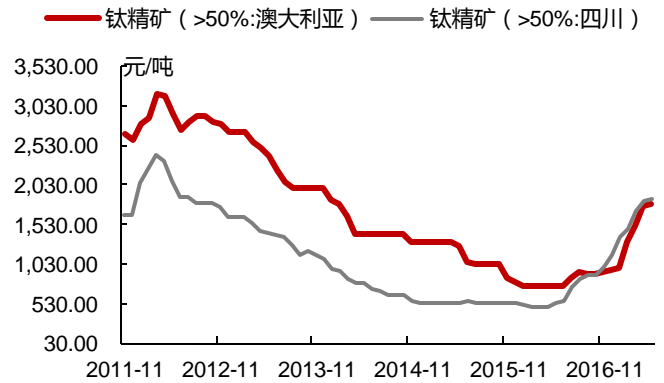
综上，预计 2017-2019 年文盛新材营收 17.71、18.76、19.35 亿元，净利润可达 1.47、1.80、1.88 亿元。

图表 36: 2016.6-2017.5 海南文昌锆英砂价格



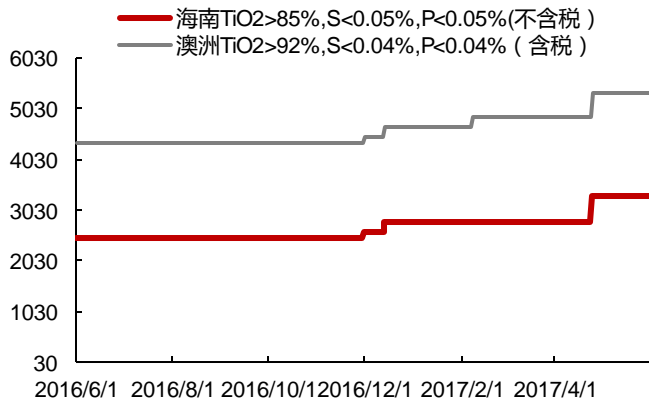
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 37: 2011.11-2017.5 钛精矿月均价格



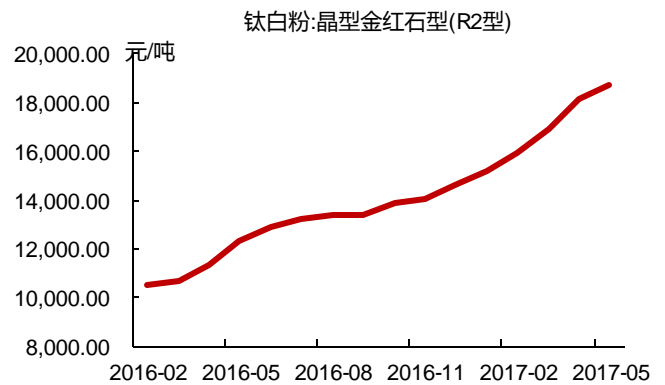
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 38: 2016.6-2017.5 年金红石价格



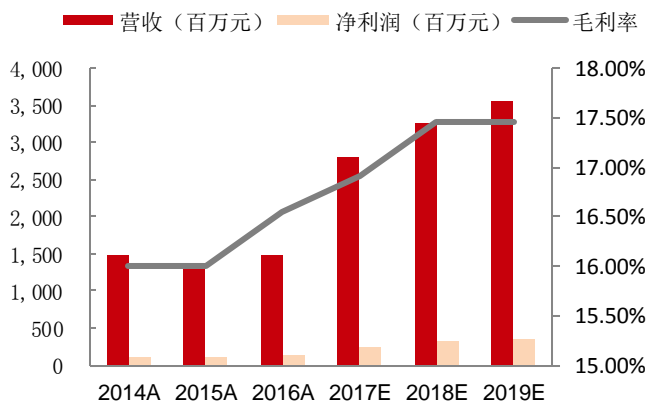
资料来源: 百川资讯, 华泰证券研究所

图表 39: 2016.1-2017.5 金红石型钛白粉价格



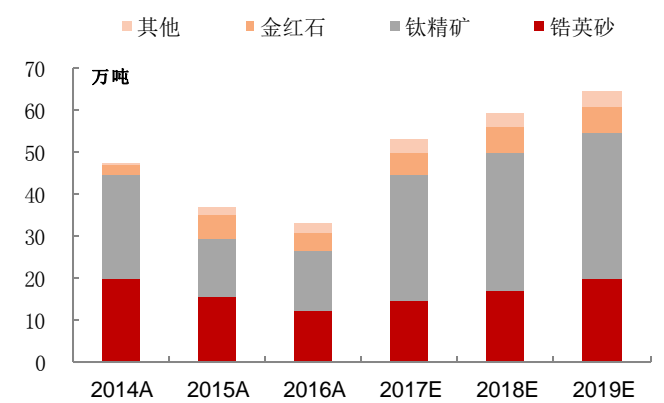
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 40: 2017-2019 文盛新材盈利预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表 41: 2017-2019 文盛新材预计销量构成



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

估值

综上，预计盛和资源 2017-2019 营收分别为 66.17/71.15/72.65 亿元，预计归母净利润为 3.52/4.41/4.65 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.33/0.34 元。

假设 2017 年稀土氧化物和稀土金属价格比现价提高 30%，则预计 2017 营收为 88.42 亿元，净利润 6.96 亿元。参考稀土和磁材企业的估值水平，考虑 2017 年稀土和钛锆行情预期提升，按照 2017 年预计净利润给予 26-28XPE，则市值约 181-195 亿元，目标价 13.40-14.43 元。给予“买入”评级。

图表 42: 对标公司财务数据

代码	简称	营业收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PE		PB
		2015	2016	2015	2016	TTM	2017	2017
600111	北方稀土	6548.81	5113.16	57.64	230.30	246.42	262.44	5.60
600259	广晟有色	3427.62	4161.96	(311.66)	9.68	114.90	0.00	7.95
601600	中国铝业	123445.87	144065.52	423.71	1255.46	82.02	23.32	1.93
600366	宁波韵升	1435.59	1560.26	368.17	835.09	37.21	22.58	2.45
000970	中科三环	3502.35	3540.90	330.88	377.99	40.36	32.47	3.83
300224	正海磁材	1365.84	1587.61	160.16	194.82	41.12	25.13	4.19

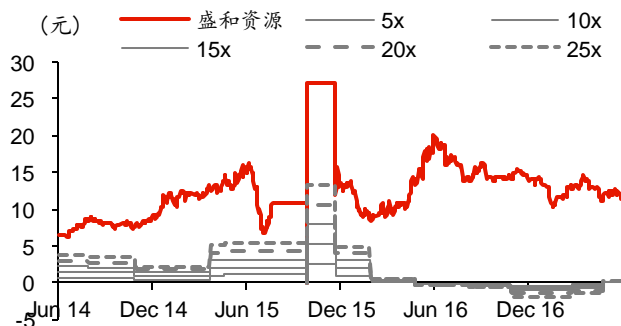
资料来源: Wind, 数据截至 2017-4-10, *为年报业绩预测数据, 华泰证券研究所

风险提示

1. 稀土打黑和环保监控不及预期，多数稀土品种价格无明显上涨；
2. 锆原料供应被释放，锆英砂价格下行；
3. 钛精矿价格上升不及预期，公司钛精矿产能释放有限。

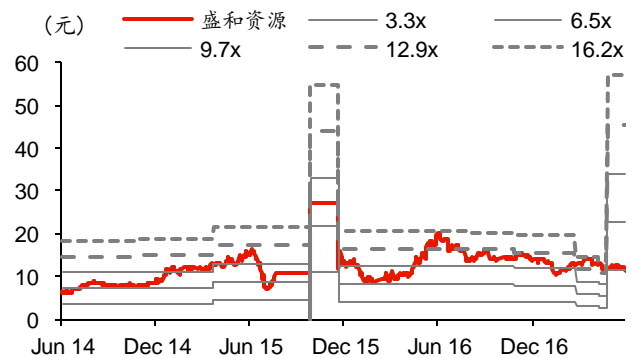
PE/PB - Bands

图表 43: 盛和资源历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 44: 盛和资源历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,834	1,853	7,817	8,489	8,489
现金	346.24	256.42	291.44	288.90	284.33
应收账款	119.55	165.96	769.96	830.53	852.55
其他应收账款	42.26	113.38	414.17	463.26	488.09
预付账款	160.78	167.68	794.95	868.64	868.36
存货	574.05	773.31	3,392	3,777	3,789
其他流动资产	591.03	375.78	2,155	2,261	2,206
非流动资产	460.75	664.62	1,004	1,426	1,816
长期投资	91.71	166.07	125.41	133.35	136.15
固定资产投资	183.04	230.63	648.76	1,042	1,416
无形资产	124.22	116.07	132.27	145.42	155.11
其他非流动资产	61.78	151.85	97.99	105.18	108.07
资产总计	2,295	2,517	8,822	9,915	10,305
流动负债	410.19	528.08	6,100	6,675	6,558
短期借款	240.00	333.90	5,409	5,968	5,847
应付账款	63.16	69.95	362.70	374.66	379.84
其他流动负债	107.03	124.23	328.42	332.03	331.28
非流动负债	478.17	595.15	695.53	791.24	851.41
长期借款	0.00	110.00	162.18	223.79	290.32
其他非流动负债	478.17	485.15	533.34	567.45	561.08
负债合计	888.36	1,123	6,796	7,466	7,409
少数股东权益	198.81	201.01	189.37	172.09	154.16
股本	941.04	941.04	1,350	1,350	1,350
资本公积	(545.48)	(545.48)	(545.48)	(545.48)	(545.48)
留存公积	807.32	774.47	1,127	1,568	2,033
归属母公司股	1,207	1,193	1,931	2,371	2,835
负债和股东权益	2,295	2,517	8,916	10,010	10,399

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(263.95)	(106.62)	(4,899)	(74.19)	632.73
净利润	18.52	(31.33)	340.44	423.44	447.27
折旧摊销	23.38	31.94	29.95	48.47	66.67
财务费用	24.57	38.43	157.74	122.75	125.37
投资损失	(0.61)	(7.10)	(4.94)	(5.66)	(5.42)
营运资金变动	(348.13)	(110.47)	(5,478)	(675.58)	(37.31)
其他经营现金	18.31	(28.09)	56.52	12.39	36.16
投资活动现金	(86.72)	(159.10)	(365.59)	(464.18)	(451.42)
资本支出	45.40	41.42	444.39	434.39	436.05
长期投资	(41.56)	(132.53)	(90.73)	17.39	6.43
其他投资现金	(82.88)	(250.21)	(11.93)	(12.40)	(8.95)
筹资活动现金	400.82	186.51	5,299	535.83	(185.87)
短期借款	(29.50)	93.90	5,075	559.22	(121.39)
长期借款	(6.90)	110.00	52.18	61.61	66.53
普通股增加	564.62	0.00	409.09	0.00	0.00
资本公积增加	(555.86)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	428.45	(17.39)	(237.10)	(85.01)	(131.01)
现金净增加额	50.85	(78.20)	35.02	(2.54)	(4.57)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,098	1,371	6,617	7,115	7,265
营业成本	940.74	1,308	5,818	6,226	6,354
营业税金及附加	7.02	2.61	32.80	29.73	29.49
营业费用	12.50	14.47	71.07	76.73	77.97
管理费用	56.93	79.77	66.06	69.11	69.87
财务费用	24.57	38.43	157.74	122.75	125.37
资产减值损失	22.10	35.99	22.55	24.69	25.85
公允价值变动收益	0.14	(1.47)	(0.69)	(0.81)	(0.88)
投资净收益	0.61	7.10	4.94	5.66	5.42
营业利润	35.06	(102.74)	453.29	570.75	587.51
营业外收入	3.22	63.15	32.88	38.02	40.50
营业外支出	1.43	0.29	1.05	0.86	0.83
利润总额	36.85	(39.87)	485.11	607.92	627.17
所得税	18.33	(8.54)	144.68	184.47	179.91
净利润	18.52	(31.33)	340.44	423.44	447.27
少数股东损益	(0.81)	1.53	(11.65)	(17.28)	(17.93)
归属母公司净利润	19.33	(32.85)	352.08	440.72	465.20
EBITDA	83.01	(32.36)	640.99	741.97	779.54
EPS(元)	0.02	(0.03)	0.26	0.33	0.34

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(27.49)	24.86	382.63	7.51	2.12
营业利润	(84.88)	(393.07)	341.22	25.91	2.94
归属母公司净利润	(89.95)	(269.97)	971.71	25.17	5.55
获利能力(%)					
毛利率	14.33	4.59	12.08	12.49	12.55
净利率	1.76	(2.40)	5.32	6.19	6.40
ROE	1.60	(2.75)	18.23	18.59	16.41
ROIC	2.03	(3.20)	5.75	5.67	5.72
偿债能力					
资产负债率(%)	38.71	44.62	76.22	74.59	71.25
净负债比率(%)	27.02	40.41	82.08	83.02	82.93
流动比率	4.47	3.51	1.28	1.27	1.29
速动比率	2.99	1.96	0.72	0.70	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.57	1.17	0.76	0.72
应收账款周转率	6.98	8.72	12.87	8.11	7.85
应付账款周转率	12.04	19.66	26.90	16.89	16.84
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.01	(0.02)	0.26	0.33	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.20)	(0.08)	(3.63)	(0.05)	0.47
每股净资产(最新摊薄)	0.89	0.88	1.43	1.76	2.10
估值比率					
PE(倍)	798.40	(469.74)	43.83	35.02	33.17
PB(倍)	12.78	12.94	7.99	6.51	5.44
EV_EBITDA(倍)	192.60	(494.02)	24.94	21.55	20.51

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com