

## 战略小金属龙头成长之路

公司动态

**公司简介:** 公司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。经过十多年发展, 公司已经成为四川省稀土冶炼分离行业龙头企业。截止 2016 年底, 拥有年处理稀土精矿 8000 吨能力。

### ◆ 低价收购优质资产, 首次进军锆钛领域

公司低价完成收购晨光稀土、文盛新材和科百瑞。晨光稀土系我国规模最大的民营稀土企业之一, 具备成熟的稀土业务运作体系, 晨光的加入将夯实公司稀土业务。同时收购文盛新材, 公司首次进军锆钛领域丰富自身业务, 摆脱稀土单一业务风险。根据业绩承诺, 2017、2018 年三家公司将增厚公司业绩 3.0 亿元和 3.6 亿元。

### ◆ 积极布局上游稀土矿, 补足资源短板

**国内:** 12 年 10 月公司受托经营管理四川汉鑫矿业, 抢占国内优质矿山; 15 年公司收购冕里稀土, 进一步保障稀土精矿原料供应。**国外:** 16 年 9 月收购格兰陵; 17 年 5 月投标海外稀土矿山项目 Mouthain Pass, 公司积极拓展海外稀土资源, 补足资源短板。

### ◆ 稀土打黑有望超预期, 价格上涨提升公司业绩

2016 年年底, 全国开展为期五个月打黑专项行动, 效果良好。17 年一季度三轮国储招标落地, 累计实现收储 6400 余吨, 大大提振市场信心。氧化镨钕价格已从年初 25 万元/吨涨至目前 36 万元/吨, 累计涨幅达 44%。我们预计未来打黑会更常态化、趋严化, 稀土价格有望继续上涨, 提升公司整体业绩。

### ◆ 全球锆矿供给收缩, 锆价持续看涨

16 年 2 月, 全球锆供应巨头 ILUKA 宣布旗下 Jacinth-Ambrosia 项目于 2016 年 4 月停产, 停产期 18~24 个月, 项目影响全球 20%~30% 的锆矿资源供给。锆英砂价格已从 17 年年初 6000 元/吨涨至目前 9000 元/吨, 累计涨幅达 50%。全球锆矿供给收缩, 锆价持续看涨, 提升公司业绩。

**盈利预测:** 由于稀土和锆价格有望持续回暖, 我们预计公司 2017~2019 净利润分别为 3.8、5.0、6.9 亿元, 对应 EPS 为 0.28 元、0.37 元、0.51 元, 给予 2017 年 67 倍估值, 目标价 18.86 元, 维持买入评级。

**风险提示:** 稀土价格不及预期

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,098	1,371	7,479	8,095	8,623
营业收入增长率	-27.49%	24.86%	445.49%	8.23%	6.52%
净利润 (百万元)	19	-33	381	497	691
净利润增长率	-89.95%	-269.97%	-1261.25%	30.22%	39.02%
EPS (元)	0.01	-0.02	0.28	0.37	0.51
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.60%	-2.75%	24.52%	24.21%	31.03%
P/E	1,108	-	56	43	31

## 买入 (维持)

当前价/目标价: 15.86/18.86 元

目标期限: 6 个月

### 分析师

李伟峰 (执业证书编号: S0930514050002)

021-22169122

[liweifeng@ebsecn.com](mailto:liweifeng@ebsecn.com)

### 市场数据

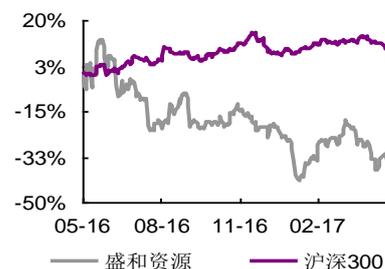
总股本(亿股): 13.50

总市值(亿元): 214.13

一年最低/最高(元): 10.15/17.95

近 3 月换手率: 109.18%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	26.21	24.21	-15.59
绝对	30.42	30.11	-3.17

### 相关研报

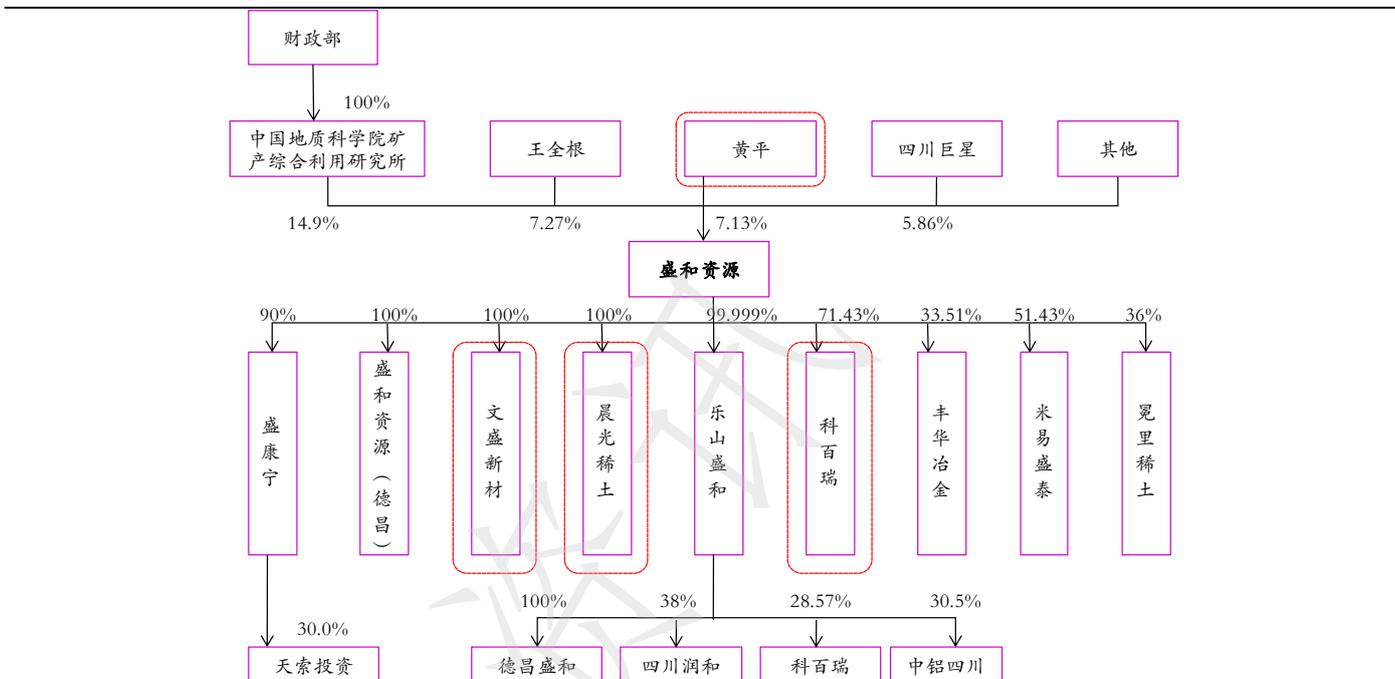
## 目 录

1、 打造稀土、锆行业龙头 .....	3
2、 上游积极谋求稀土矿和锆资源 .....	5
2.1、 稀土矿：积极谋求稀土矿 .....	5
2.2、 收购文盛新材，布局锆钛领域 .....	7
3、 深耕冶炼分离领域，低位收购优质资产 .....	9
3.1、 收购晨光稀土，业务规模扩大 .....	9
3.2、 收购科百瑞：技改带来业绩提升 .....	11
3.3、 收购标的业绩承诺：业绩提升有保障 .....	13
3.4、 收购西安西骏部分股权，加码稀土分离业务 .....	13
4、 再拓下游业务，继续推进技改项目 .....	13
5、 稀土、锆、钛价格上涨，保障业绩成长 .....	14
5.1、 第三轮国储招标落地，提振市场预期 .....	14
5.2、 打黑势在必行，“追溯体系”值得期待 .....	15
6、 盈利预测 .....	18
7、 风险分析 .....	20

## 1、打造稀土、锆行业龙头

公司是四川稀土冶炼及分离行业龙头企业，实际控制人为财政部。主营稀土冶炼与分离、深加工以及稀有稀土金属贸易等业务，主要产品包括稀氧化物、稀土盐类、稀有稀土金属和稀土催化剂及分子筛四大类。2016年，公司年报中合并报表子公司6家，联营公司3家。

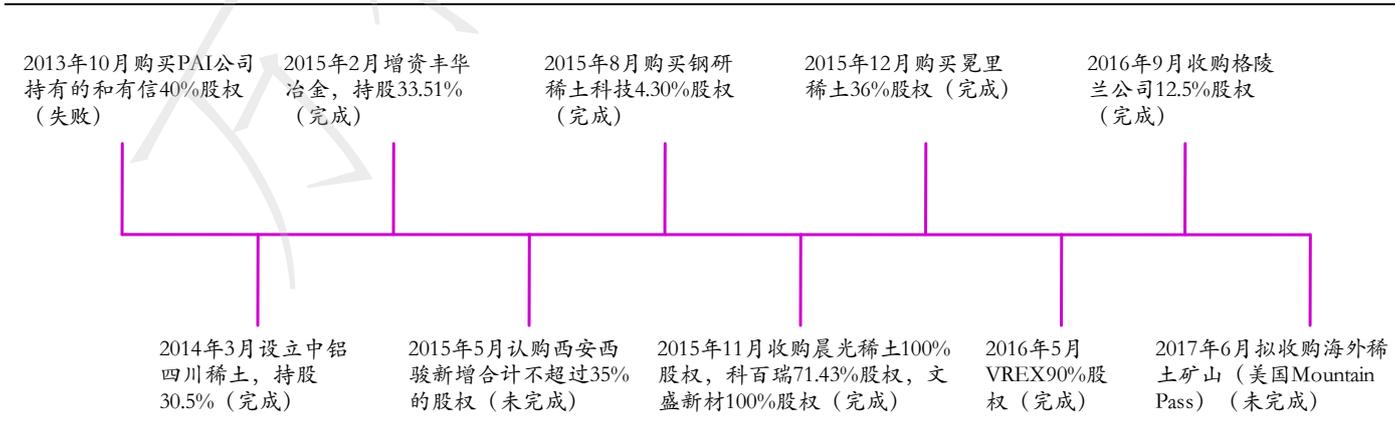
图 1：股权结构图



资料来源：公司公告

自 2012 年借壳上市后，公司外延扩张动作频繁。上游积极谋求稀土矿山，中游优化冶炼技术，下游延伸稀土应用产品废料回收业务，致力于打造高效一体化的稀土全产业链运作模式。

图 2：公司近年主要并购事件

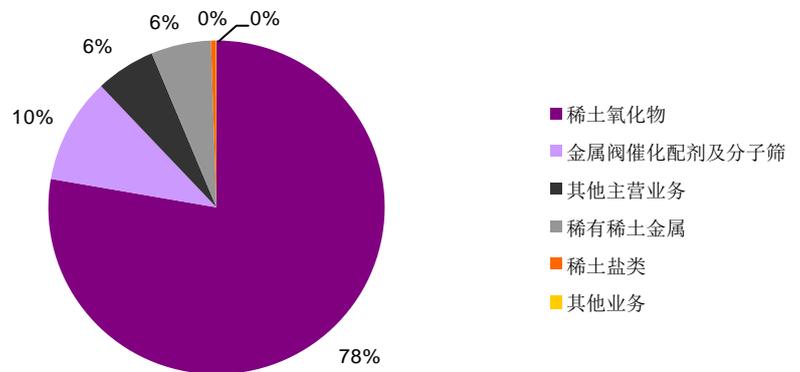


资料来源：公司公告

公司长期从事稀土冶炼分离产品的研发、生产及销售，是四川省稀土冶炼分离行业龙头企业。公司针对四川氟碳铈型稀土独有的矿种特点，重点开

发了数十种规格不同的镧、铈、镨、钕等系列产品。2016年，公司稀土氧化物营收占比达到78%。

图3：公司主要产品营收占比



资料来源：wind

表1：公司各产品产销及毛利率情况（2016年报）

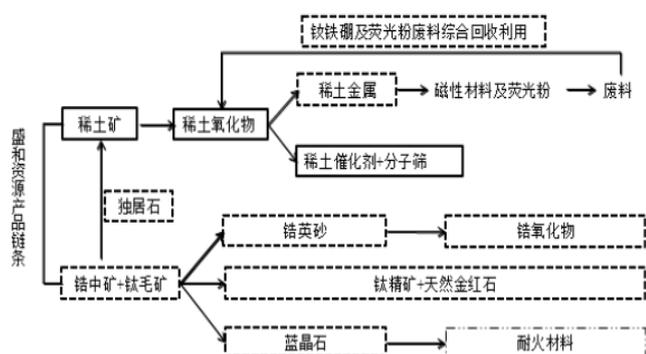
	生产量(吨)	销售量(吨)	营业收入(万元)	毛利率(%)
稀土氧化物	5207.33	8778.82	106577.43	2.41
稀土盐类	2718.08	3311.64	671.21	12.42
稀有稀土金属	0	311.00	7893.12	-0.39
稀土催化剂及分子筛	13878.41	8410.36	14010.96	29.47

资料来源：公司公告

2017年2月，文盛新材、科百瑞和晨光稀土的重大资产重组事项完成交割，公司将形成稀土矿山开采(托管)、稀土分离、金属冶炼、稀土废料回收利用的产业链条。通过稀土氧化物的自产、外购、外销等调整，以及锆钛尾矿的资源化利用，实现资源、业务结构的优化配置和利润的最大化。预计并表后，其相关业务也将成为公司新的利润增长点，改善公司财务状况，增强盈利能力。

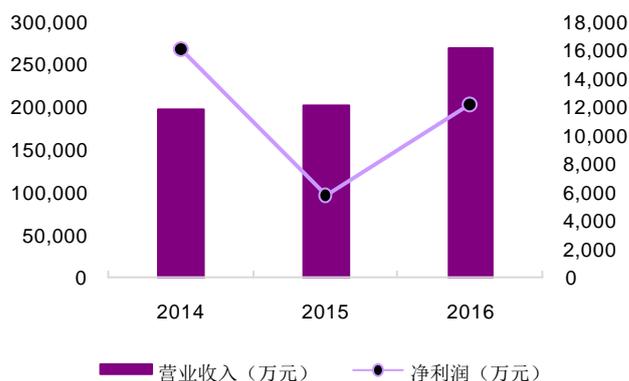
本次重组完成及配套资金投资项目建成后，公司形成8400吨/年稀土氧化物分离能力，14000吨/年稀土金属冶炼加工能力，5000吨钽铁硼+1000吨荧光粉综合回收利用能力，生产基地跨越四川和江西两省。在锆钛领域，公司也将拓展锆英砂、钛精矿、金红石和蓝晶石等系列产品。

图 4：主营业务产品链条变化情况



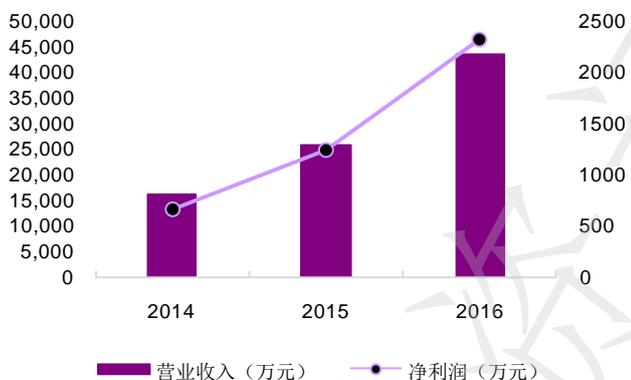
资料来源：公司公告

图 5：晨光稀土近年营收和净利润



资料来源：wind

图 6：科百瑞近年营收和净利润



资料来源：wind

图 7：文盛新材近年营收和净利润



资料来源：wind

## 2、上游积极谋求稀土矿和锆资源

### 2.1、稀土矿：积极谋求稀土矿

#### 2.1.1、国内：合作中铝，布局四川稀土整合

2014 年，公司子公司盛和资源携手中铝集团子公司中国稀有稀土、中国地质科学院矿产综合利用研究所、汉鑫矿业等公司成立了中铝四川稀土有限公司并拥有 30% 股权。中铝集团是国务院确定的稀土整合六大集团之一，拥有多家轻、中、重稀土矿资源、冶炼分离和下游深加工业务，近两年开始进军四川稀土整合。2016 年，中铝集团获得稀土开采配额 12350 吨，成为全国继北方稀土和南方稀土之后的第三大稀土集团。公司合作中铝，布局四川稀土整合。

表 2: 2016 年中铝系开采配额, 标黑体为盛和资源配额 (吨)

		2015 年	2016 年
中铝四川稀土		3625	7250
1	<b>汉鑫矿业</b>	<b>1825</b>	<b>5350</b>
2	<b>冕里稀土</b>	<b>1150</b>	<b>1250</b>
3	<b>德昌厚地稀土</b>	<b>650</b>	<b>650</b>
中国钢研科技		1300	2600
中铝广西有色稀土		637	2500
合计		5562	12350

资料来源: 国土资源局, 光大证券研究所整理

### 托管汉鑫矿业, 抢占国内优质矿山

2012 年 10 月, 盛和资源受托经营管理四川汉鑫矿业发展有限公司的全部股权, 公司进军稀土矿山开采业, 进而保障了高品位、供应稳定的稀土精矿等原材料。汉鑫矿业拥有德昌大陆槽 I 号矿采矿权, 而德昌大陆槽稀土矿蕴藏量达 70 万吨以上, 为我国第三大稀土矿。

2014 年 6 月, 公司宣布汉鑫“尾矿综合利用技改项目, 回收镱、钽及其他伴生有价元素项目”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%, 此前回收率一直维持在 20%左右, 成功解决稀土回收率低, 生产成本高以及安全隐患等问题, 提升公司托管收益水平。

2015 年 8 月, 公司出资认购钢研稀土科技 4.3% 的股权, 该公司主要从事轻稀土矿的采选、销售业务, 拥有山东微山湖稀土矿的开采权, 生产规模达 11.88 万吨/年。

2015 年 12 月, 公司出资购买冕里稀土 42.3% 的股权, 在中铝四川增资后, 公司占冕里稀土的股权比例为 36%, 中铝四川拥有 15% 股权。冕里稀土的主要产品为 TREO  $\geq$  68% 的稀土精矿, 主要资产是位于冕宁县的羊房沟稀土矿采矿权和采选厂, 其矿山设计利用资源量为 477.25 万吨, 采矿规模为 2.5 万吨/年, 选厂的处理能力可达 20 万吨/年。

表 3: 公司稀土矿资源情况

项目/矿名	汉鑫矿业 (大陆槽稀土矿)	微山钢研 (微山湖稀土矿)	冕里稀土 (洋房稀土矿)
矿体平均品位 REO	5.34%	4.25	2.39%
矿区面积(km <sup>2</sup> )	0.3163	0.6	0.114
基础矿石储量 (122b)	61.82 万吨/REO 为 33012 吨	39.12 万吨	464.1 万吨/REO 为 111013 吨
推断内蕴经济矿石储量 (333)	77.8 万吨/REO 为 41596 吨	46.99 万吨	73.5 万吨/REO 为 18421 吨
合计 (122b) + (333)	139.62 万吨/REO 为 74608 吨	86.11 万吨	537.6 万吨/REO 129434 吨

资料来源: 公司公告

### 2.1.2、国外: 收购格兰陵, 拓展海外稀土资源

2016 年 9 月, 公司控股子公司乐山盛和认购格陵兰 12.51% 的股权, 并获得一名非执行董事席位。格陵兰公司主营业务是矿业资产的勘探和开采, 拥有旗舰项目科瓦内湾项目, 目前该项目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，项目合计保有 10.1 亿吨矿石，TREO 总计品位为 1.1%，预计拥有 1114 万吨稀土矿石和 26.88 万吨三氧化二铈，资源价值巨大，找矿前景广阔，也为企业海外业务拓展开辟了新途径。

**表 4：科瓦内湾项目 JORC 资源量**

边界品位 (U3O8)	资源量类别	矿石量 (百万吨)	TREO 品位 (%)	U3O8 品位 (ppm)	TREO 总量 (百万吨)
150ppm	探明	143	1.21	303	1.72
	控制	308	1.11	253	3.42
	推断	559	1.07	264	6.00
	总计	1010	1.10	266	11.14

资料来源：公司公告

### 2.1.3、国外：投标海外稀土矿山项目，Mouthtain Pass

2017 年 5 月公司控股子公司乐山盛和稀土股份有限公司拟通过其在新加坡设立的子公司盛和资源（新加坡）国际贸易有限公司（以下简称“新加坡国贸”）与境外机构合作，联合投标海外稀土矿山项目（该稀土矿山为美国 Mountain Pass）。6 月新加坡国贸的参股合作单位项目公司 MPMO 成为第一顺位拟中标人，已于近期与海外稀土矿山（Mountain Pass）项目的资产管理人签订了相关资产购买协议，并提交法院审查。若该项目顺利推进，公司将通过新加坡国贸获得海外稀土矿山（Mountain Pass）项目的部分权益，将对公司未来的发展产生积极影响。

## 2.2、收购文盛新材，布局锆钛领域

2015 年 11 月，盛和资源收购文盛新材 100% 股权，布局多业务格局。文盛新材是国内主要的锆中矿、钛矿进口企业和加工企业，通过从国外购入锆英石含量较低的锆中矿运回国内进行加工，主要产品包括锆英砂、钛精矿和金红石三种。其中锆英砂产销量居全国同类企业前列。本次收购后，公司将形成合计年产 77 万吨锆英砂、钛精矿、金红石和蓝晶石的生产能力，以及其他锆钛下游深加工产品生产能力。（深加工业务详见第四部分）

**表 5：文盛新材各产品产量情况**

期间	产品	产能 (万吨)	产量 (万吨)	产能利用率
2016 年 1-8 月	锆英砂	50	9.11	39.37%
	钛精矿		7.36	
	金红石		3.20	
2015 年	锆英砂	75	15.31	34.66%
	钛精矿		6.40	
	金红石		4.29	
2014 年	锆英砂	75	18.15	39.84%
	钛精矿		9.29	
	金红石		2.44	

资料来源：公司公告

通过对生产工艺不断改进，文盛新材锆钛矿在分选效果、分选效率、资源回收率及产品品质都发生较大幅度升。供应商和客户方面，也有可圈可点的优势。

表 6: 文盛新材优势情况

公司优势	具体内容
技术优势	1、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。 2、从尾矿中分离取出锆英砂精矿、蓝晶石精矿等有用矿物, 创造经济效益。
供应商优势	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, 在采购价格协商上也能具备一定的议价能力。
客户优势	客户包括东方锆业、升华拜克、江西晶安、淄博广通、天津金桥等下游行业主要生产厂商, 客户群体基本囊括了国内 90% 以上的化学锆企业, 其海外市场客户也将拓展海外稀土产品销售渠道, 带动公司稀土产品的海外销售。

资料来源: 公司公告

### 独居石销量大增

近两年独居石、蓝晶石等销售量和销售额均大幅增加, 且毛利率很高, 表现出良好的增长势头。

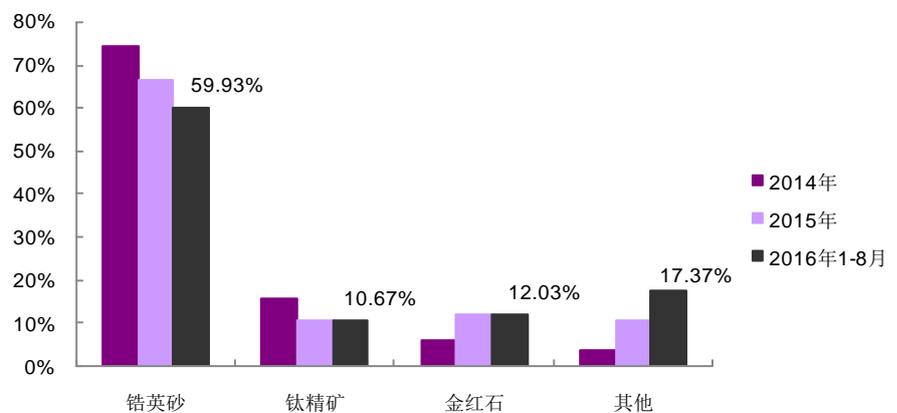
公司伴生副产品独居石是一种重要的稀土矿原材料, 含稀土量 60% 左右。2016 年 1-8 月文盛新材累计销售独居石 7600.57 吨, 2015 全年仅销售独居石 6002.95 吨。独居石产品销量的大幅升, 推动 2016 年 1-8 月综合毛利率上升至 17.84%, 有望继续成为推动文盛新材未来收入增长的重要因素。

表 7: 文盛新材各产品毛利率

	2016 年 1-8 月	2015 年	2014 年
锆英砂	6.17%	5.05%	9.95%
单价 (元/吨)	5612.94	5623.82	5921.09
钛精矿	-2.69%	3%	1.99%
单价 (元/吨)	757.50	794.29	1035.30
金红石	-15.37%	4.50%	10.19%
单价 (元/吨)	3437.26	3523.88	3879.08
其他	93.71%	72.01%	84.09%
单价 (元/吨)	6381.79	6717.88	6014.15
综合毛利率	17.84%	11.91%	11.37%

资料来源: 公司公告

图 8: 近年文盛新材营收占比情况



资料来源: 公司公告

### 3、深耕冶炼分离领域，低位收购优质资产

公司业务主要集中在中游的稀土冶炼分离领域，子公司盛和稀土长期从事稀土冶炼分离产品的研发、生产及销售，是四川省稀土冶炼分离行业龙头企业，现有年处理稀土精矿 8000 吨 (REO:70%) 的能力，其中包括 4000 吨氯化稀土全分离生产线和年处理 2000 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。在盛和稀土的依托下，盛和资源通过收购西安西骏部分资产以及钢研科技部分股权，获得更多稀土冶炼分离产能及配额。近期，公司成功低价收购晨光稀土和科百瑞两家公司，直接或间接持有两家公司 100% 股权，产能进一步扩大。

表 8：2016 年中铝系冶炼分离配额，标黑体为盛和资源冶炼配额 (吨)

公司名称		冶炼分离指标 (折 REO, 吨)
中铝四川稀土		5945
<b>1</b>	<b>盛和稀土</b>	<b>4425</b>
<b>2</b>	<b>西安西骏</b>	<b>1520</b>
中国钢研科技		<b>600</b>
中铝稀土 (江苏)		5007
中铝广西有色稀土		2862
其他		1880
<b>合计</b>		<b>15694</b>

资料来源：国土资源部，光大证券研究所整理

#### 3.1、收购晨光稀土，业务规模扩大

##### 具有“分离、冶炼、回收”完整产业链

晨光稀土系我国规模最大的民营稀土企业之一，具备较完整、成熟的稀土业务运作体系，是一家专业生产各种稀土氧化物、稀土金属、稀土合金系列产品的稀土配套产业企业，经过多年的经营积累和布局，拥有集稀土“分离、冶炼、回收”为一体的较为完整的产业链。

表 9：晨光稀土主要产品

主要产品类别	主要品种
稀土氧化物	氧化镧、氧化铈、氧化镨、氧化钕、氧化镨钕、氧化钆、氧化铈、氧化钆、氧化钇、氧化铈、氧化钆、氧化钇、氧化铈、氧化钆、氧化钇、高纯稀土共沉淀物
稀土金属	金属镧、金属铈、金属镨、金属钕、金属镨、金属钕、镨钕金属、金属钆、金属钇、金属铈、金属镨、金属钕、金属钆、金属钇
稀土合金	钕铁合金、镨钕铁合金、镨钕钆合金、钆铁合金、钕铁合金、钆铁合金、钆铁合金

资料来源：公司公告

晨光稀土稀土氧化物产能 4500 吨/年，包括全南新资源的分离产能 3000 吨/年和步茱萸回收产能 1500 吨/年；稀土金属为晨光稀土本部冶炼产能 3500 吨/年。2016 年 1 月 22 日，晨光稀土通过江西省环保厅 8000 吨改扩建竣工环保验收，目前晨光稀土稀土金属产能已达至 8000 吨。

表 10：晨光稀土产能分布

	公司本部	子公司全南新资源	子公司布莱铈
产能	年产 8000 吨稀土金属	年产 3000 吨稀土氧化物	年处理 5000 吨钕铁硼废料和 1000 吨荧光粉废料,回收稀土氧化物产能 1500 吨/年。

资料来源：公司公告

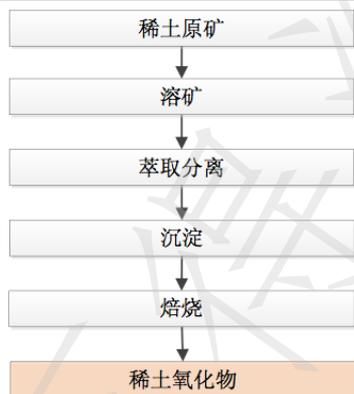
**涉足重稀土，公司稀土品种得以丰富**

从稀土矿和稀土产品品种来看，盛和资源的原矿来源于四川凉山，属北方氟碳铈矿，产品以轻稀土为主；晨光稀土位于我国中重稀土集中分布地江西省赣州市，该地区中重稀土储量占全国储量的比重超过 40%，是全国最大的中重稀土分布区域，产品以中重稀土为主。盛和资源与晨光稀土的整合，有利于丰富稀土产品品种，并拓宽产品市场渠道。

**冶炼分离产量有保证**

晨光稀土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% 以上。冶炼方面，公司通过升级改造相继自主研发出“氧化物熔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”等先进工艺，大大提高了设备的使用效率。另外，除采购原矿进行分离外，晨光稀土还采购部分稀土富集物（原矿和氧化物的中间产品）进行深加工，或者接受委托替客户进行加工，从而使得设备的使用效率较高，充分利用了氧化物产能。

图 9：稀土氧化物分离工艺流程图



资料来源：公司公告

图 10：稀土金属生产工艺流程图



资料来源：公司公告

表 11：晨光稀土产销情况

年度	产品	产能 (吨)	产量 (吨)	产能利用率 (%)	对外销量 (吨)	销售收入 (万元)
2016 年 1-8 月	稀土氧化物	3000	3899	129.97	1615	29030
	稀土金属	5333	3967	74.39	3252	104760
2015 年	稀土氧化物	4500	5542	123.16	1979	39553
	稀土金属	3500	4726	135.03	3954	125276
2014 年	稀土氧化物	4500	4830	107.34	1807	45135
	稀土金属	3500	4946	141.3	3590	128170

资料来源：公司公告

**销售端布局充分**

晨光稀土已形成了以大型央企、上市公司(含子公司)为主体的稀土行业优质客户群。晨光稀土主要客户有:中钢贸易有限公司(央企)、宁波科宁达工

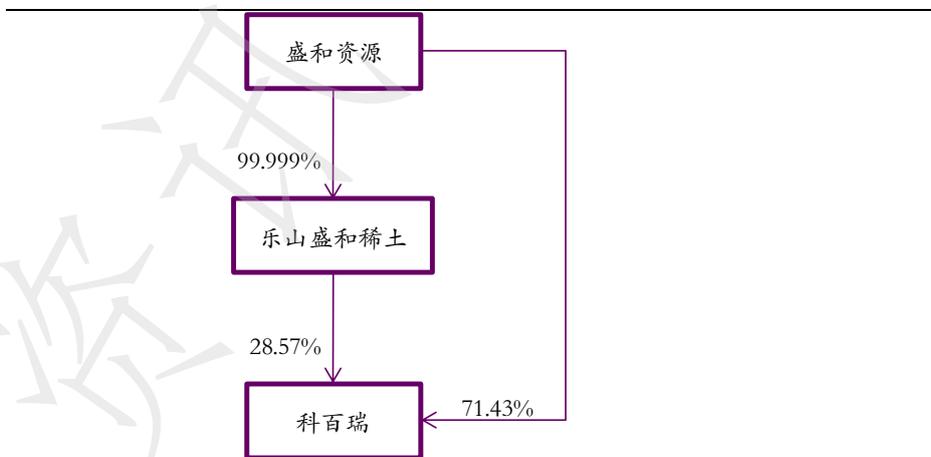
业有限公司(上市公司中科三环之子公司)、五矿有色金属股份有限公司(央企)、宁波韵升强磁材料有限公司(上市公司宁波韵升之子公司)等。

上述客户是国内稀土行业的知名大型企业，其具有较大的规模、较强的资金实力、良好的信誉等雄厚的综合实力，晨光稀土成为该等客户的长期稳定的供应商，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、收购科百瑞：技改带来业绩提升

2013年11月，盛和资源通过购买科百瑞第二次增资全部股权，持股28.57%，2015年11月，王晓晖、罗应春、王金镛将其持有的科百瑞71.43%股权全部转让给盛和资源。交易交割完成后，盛和资源直接持有科百瑞71.43%的股权，通过子公司盛和稀土间接持股28.57%。

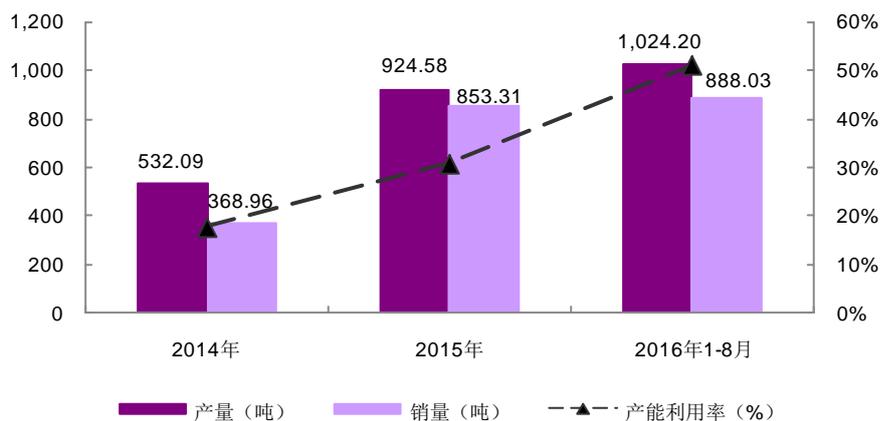
图 11：交易完成后，科百瑞股权结构



资料来源：公司公告

科百瑞的主营业务为稀土金属的冶炼加工，拥有年产3000吨稀土金属合金生产线，其中，金属钕300吨/年，金属镨300吨/年，金属镨钕2400吨/年。最近几年，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1,024.20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，盈利能力持续大幅增长。

图 12: 科百瑞产销情况



资料来源: 公司公告

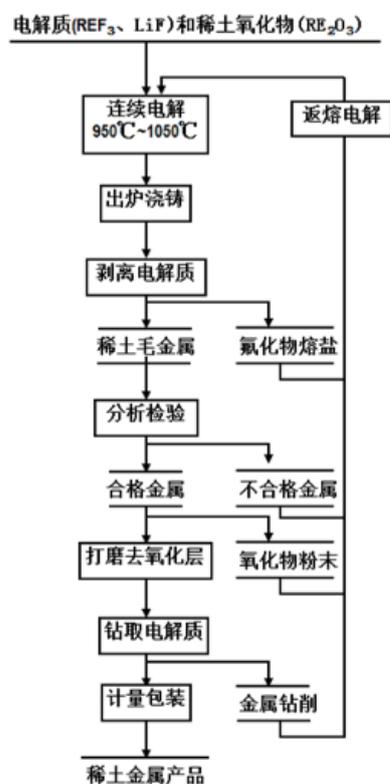
表 12: 科百瑞营收及净利润增速情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	相比 2013 年增长率
收入 (万元)	11008.52	16123.59	25656.07	43506.35	295.21%
净利润 (万元)	34.53	654.73	1242.67	2325.24	6633.97%

资料来源: 公司公告

2015 年 7 月 17 日, 公司与科百瑞及四川省峨边彝族自治县人民政府三方共同签署了《6000 吨稀土金属技术升级改造项目投资框架协议书》。项目总投资约为 18,000 万元, 采用氧化物-氟化物熔盐电解新技术新设备工艺进行 6000 吨稀土金属技术升级改造, 将于收购完成后实施。

图 13: 科百瑞稀土金属生产工艺流程图



资料来源: 公司公告



表 16: 各项收购完成后下游业务分布

下游业务	公司	产能
钽铁硼和荧光粉	晨光稀土	年处理 5000 吨钽铁硼废料和 1000 吨荧光粉废料
尾矿回收综合利用	米易盛泰	加工、销售:萤石、稀土精矿、铅、硅镁、铁精矿、钛精矿
稀土硅铁	丰华冶金	稀土硅铁的生产、销售, 主要产品是稀土硅铁
催化剂、分子筛	四川润和	2 万吨高效稀土催化剂, 已完成“2 万吨/年 Y 型分子筛项目”一期 6,500 吨/吨分子筛产能建设。

资料来源: 公司公告

### 技改项目募投, 未来产能扩大

文盛新材每年产生数万吨富含蓝晶石的选矿废料, 通过实施该年产 2 万吨保温陶瓷纤维项目和年产 5 万吨莫来石项目, 可以充分利用选矿废料中的有效成分, 提高资源的使用效率, 拓展新产品和新市场, 提高企业的经营效益同时, 四川润和 5 万吨催化剂技改项目目前已编写完了可行性研究报告和节能报告, 未来几年, 该类业务收入将有望获得较快增长。

表 17: 公司未来下游产能增量

投资项目		投资总额 (万元)	项目内容	经济效益
文盛新材	年产 2 万吨保温陶瓷纤维项目	20000	耐火纤维毯 1.5 万吨/年、耐火纤维板 0.3 万吨/年和耐火纤维模块 0.2 万吨/年	可实现年销售收入 9,300 万元, 税后内部收益率 20.90%, 投资回收期为 4.9 年
	年产 5 万吨莫来石项目	20178	利用蓝晶石尾矿生产不定型烧结莫来石 5 万吨	可实现年销售收入 10,000 万元, 税后内部收益率 20.40%, 投资回收期为 5.9 年
四川润和	年产 5 万吨催化剂技改项目项目	80000	5 万吨/年高效稀土催化剂技改项目, 及配套的 2000 吨/年高硅硅酸铝生产线一条和 1.5 万吨/年低硅硅酸铝生产线一条	/

资料来源: 公司公告

## 5、稀土、锆、钛价格上涨, 保障业绩成长

### 5.1、第三轮国储招标落地, 提振市场预期

从 2016 年 12 月至今, 国储共进行三次招标, 累计实现收储 6400 余吨。

3 月 28 日, 第三轮稀土国储招标结束, 招标总量 3000 余吨。其中主流稀土产品氧化钕招标价格约 27 万元/吨, 成交量 220 吨; 氧化钪招标价格约 50 万元/吨, 成交量 170 吨; 氧化铈招标价格约 310 万元/吨, 数量 178 吨; 氧化镨招标价格约 125 万元/吨, 成交量 450 吨。参加本次招标的单位有五矿、包钢、中铝、赣矿、广晟、厦钨、中色。

相比第一轮招标, 本次招标价格高出 10%, 招标总量多出 1 倍左右。同时, 从去年 12 月开始, 国家每两月就进行一次收储, 体现了国家打击稀土贱卖的决心, 预计今年国家至少还会进行一次收储, 市场预期强烈。

表 18: 三轮国储成交概况

	成交价 (万元/吨)			成交量 (吨)		
	第一轮	第二轮	第三轮	第一轮	第二轮	第三轮
氧化锆	32.31			5		
氧化钕	25.59		27	45		220

氧化镨钕	25.33	26		流标	1300	
氧化铈	42.2	45	50	60	80	170
氧化铽	287.72	300	310	流标	95	178
氧化镝	125.03	125	125	280	440	450
氧化钪	17.11			330		
氧化镱	429.7			16		
氧化钇	2.45			670		

资料来源：富宝资讯

## 5.2、打黑势在必行，“追溯体系”值得期待

2016 年国内稀土的供给量约为 16.8 万吨，而国家每年开采指标为 10.5 万吨，分离冶炼指标 10 万吨，因此，保守估计黑稀土的产量在 6.3 万吨，相当于合法稀土供给的 60%，实际非法出口量远大于 6.3 万吨，黑矿猖獗。而短期收储只能起到短期提振作用，从这点看，稀土打黑将成为供给侧改革的核心。

2013 年和 2014 年，全国分别展开过两次打黑活动，持续时间分别为 2013 年 8 月至 11 月和 2014 年 10 月至 2015 年 3 月，在这两段时间里，从代表性稀土产品来看，氧化镨和氧化钕价格均出现了较大幅度增长。

2016 年 12 月，工信部等八部门联合发文，决定在前期整顿工作基础上，自 2016 年 12 月至 2017 年 4 月在全国开展打击稀土违法违规行为专项行动，此次打黑行动相比前两次，时间上长达五个月，并强调以后会将打击黑稀土行动工作常态化、制度化。

同时，打黑配套工具“产品追溯体系”也进入实施阶段，从 2017 年 1 月起要建立稀土生产销售台账制度，逐步健全稀土体系。作为稀土打黑的配套工具，“追溯体系”的实施将为稀土打私提供法规依据，也将助力稀土价格的新一轮上涨。

表 19：近期稀土政策一览

政策	发布主体	主要内容
2016.10 《稀土行业发展规划 (2016-2020 年)》	工信部和信息化部	压缩冶炼产能，向六大集团集中资源优势，加强分类管理，突出中重稀土战略地位。
2016.12 《打击稀土违法违规行为专 项行动方案》	工信部等七部门联合印发	严厉打击稀土非法开采、严厉查处冶炼分离环节违法违规行为、整治以“综合利用为名”变相加工非法矿产品、规范稀土产品交易。
2016.12 《全国矿产资源规划 (2016-2020 年)》	国土资源部	加快追溯体系建设，实现稀土矿产品从开采、冶炼分离、出口全过程的追溯管理，实现来源可查、去向可追、责任可究。
2017.12 《关于推进重要产品信息化 追溯体系建设的指导意见》	商务部等七部门联合印发	开展稀土企业追溯试点，建立稀土专用发票、稀土产品出口报关、企业经营档案等各项信息共享机制，实现信息完整归集和可追溯。

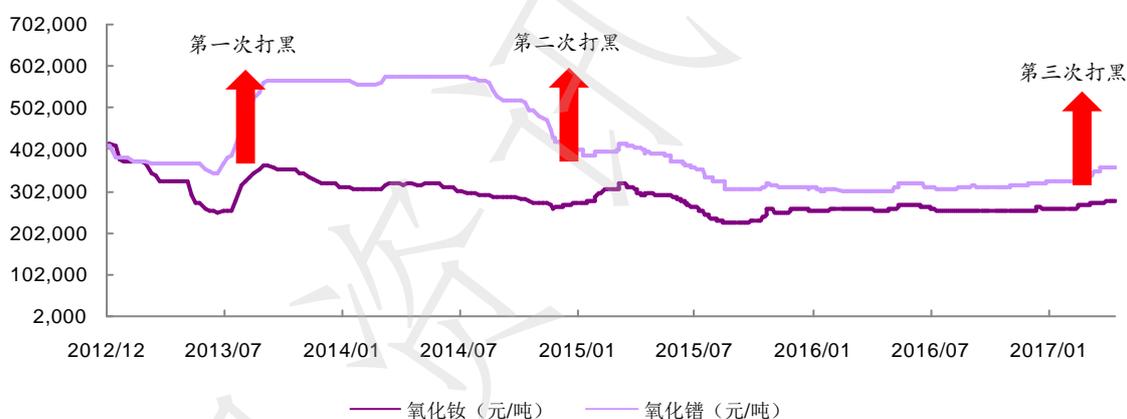
资料来源：光大证券研究所整理

图 14: 氧化铽价格走势



资料来源: wind

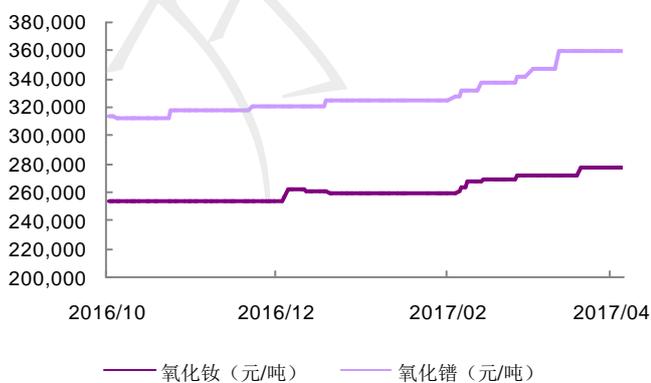
图 15: 氧化镨钕价格走势



资料来源: wind

在国家陆续出台的“政策组合”共同发力的推动下，再加上节后下游需求回暖，订单增加，近几个月以来，国内稀土价格一路向好，迎来“小阳春”。

图 16: 氧化镨钕价格回暖



资料来源: wind

图 17: 氧化铽价格回暖

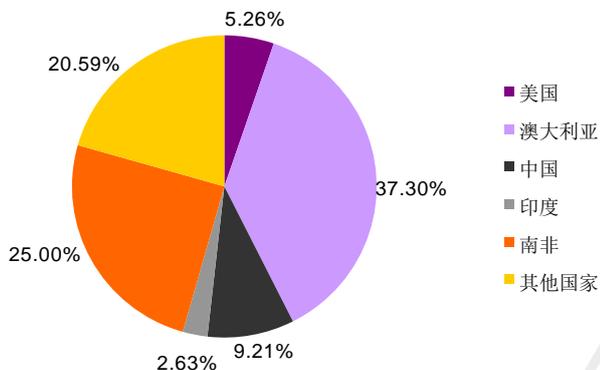


资料来源: wind

### 5.3、全球锆矿供给收缩，锆价持续看涨

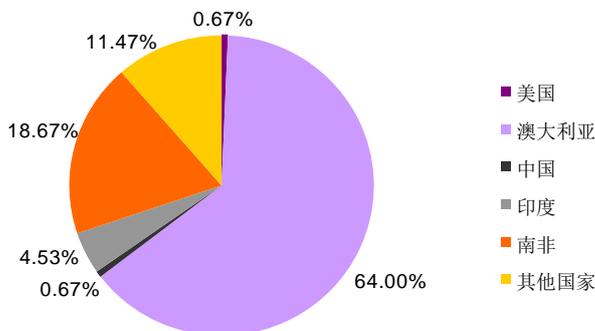
据美国地质调查局(USGS)2017 年统计，全球锆储量 7500 万吨 (以 ZrO<sub>2</sub> 计)，主要集中在澳大利亚和南非等地。其中澳大利亚拥有全球近 2/3 的锆资源储量，1/3 以上的锆矿产量。

图 18：全球锆资源储量分布



资料来源：USGS

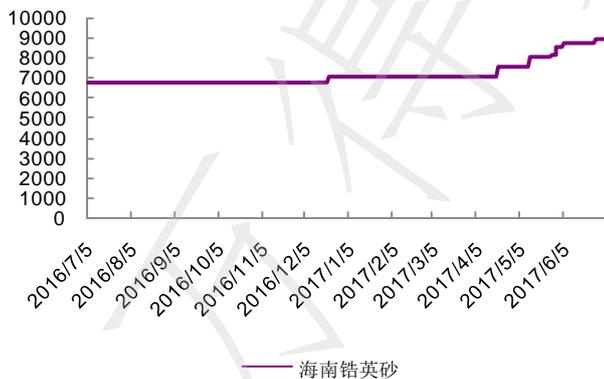
图 19：全球锆资源产量分布



资料来源：USGS

全球锆矿呈现寡头垄断格局,澳大利亚的 ILUKA、南非的 RBM 及 Exxaro 三家公司的总产量占全球锆英砂产量的 60%左右,其产量变化势必影响全球锆矿价格走势。2016 年 2 月, ILUKA 宣布其 Jacinth-Ambrosia 项目将于 4 月 16 日停产, 停产期在 18~24 个月, 该项目可能将影响全球 20%~30%的锆矿资源供给。近期 ILUKA 也公布其 2017 年产能计划, 称将在在 2016 年 34.7 万吨的基础上削减至 27.5 万吨, 减幅 21%。

图 20：海南锆英砂价格提升 (元/吨)



资料来源：百川资讯

图 21：澳大利亚锆英砂价格提升 (美元/吨)



资料来源：百川资讯

## 6、盈利预测

核心假设：行业整治力度加大，稀土价格逐步回暖。公司产能逐步释放，产量规模放大，带动业绩提升。

假设稀土氧化物 2017~2021 年销售均价为 23.36 万元/吨。稀土金属 2017~2021 年销售均价 35.80 万元/吨。

假设锆英砂价格 2017~2021 年销售均价为 8500、9000、9500、9500 元/吨。钛精矿 2017~2021 年销售价格为 1800 元/吨。

表 20：晨光稀土盈利预测

晨光稀土									
产品名称	项目名称	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
氧化物	产能 (吨)	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00
	对外销量 (吨)	1807.43	1979.27	2422.97	2677.78	2699.68	2702.90	2705.00	2705.00
	销售均价 (万元/吨)	24.97	19.98	17.97	23.36	23.36	23.36	23.36	23.36
	营业收入 (万元)	45134.60	39553.36	43544.43	62561.00	63072.65	63147.88	63196.95	63196.95
	毛利率 (%)	17.14	16.33	17.10	17.50	18.00	18.50	18.75	18.75
稀土金属	产能 (吨)	3500.00	3500.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
	自产 (吨)	4133.33	4057.14	5447.60	6000.00	6500.00	7000.00	8000.00	8000.00
	对外销量 (吨)	3589.62	3953.61	4877.52	5372.13	5819.81	6267.49	7162.84	7162.84
	销售均价 (万元/吨)	35.71	31.69	32.22	35.80	35.80	35.80	35.80	35.80
	营业收入 (万元)	128169.6	125276.6	157140.3	192322.3	208349.1	224376.0	256429.7	256429.7
加工	营业收入 (万元)	4308.64	2302.34	11289.75	11289.75	11289.75	11289.75	11289.75	11289.75
	毛利率 (%)	30.36	17.61	39.91	39.91	39.91	39.91	39.91	39.91
	营业成本 (万元)	3000.46	1896.89	6784.55	6784.55	6784.55	6784.55	6784.55	6784.55
	营业收入 (万元)	20417.11	35230.64	47950.79	47950.79	47950.79	47950.79	47950.79	47950.79
	毛利率 (%)	16.22	10.99	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25
主营业务	营业收入 (万元)	198029.9	202362.9	269655.0	314123.8	330662.3	346764.4	378867.2	378867.2
	毛利率 (%)	10.81	12.29	10.68	11.23	11.49	11.77	11.92	12.26
	营业成本 (万元)	176630.57	177487.61	240855.85	278850.56	292660.27	305948.92	333717.64	332435.50
其他业务	营业收入 (万元)	1085.97	772.86	539.48	539.48	539.48	539.48	539.48	539.48
	毛利率 (%)	(4.86)	98.28	1620.51	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20
	营业成本 (万元)	1138.80	13.30	(8202.76)	500.61	500.61	500.61	500.61	500.61
综合	营业收入 (万元)	199115.94	203135.81	260464.76	314663.32	331201.83	347303.92	379406.70	379406.70
	毛利率 (%)	10.72	12.62	10.68	11.22	11.49	11.76	11.91	12.25
	营业成本 (万元)	177769.3	177500.9	232653.0	279351.1	293160.8	306449.5	334218.2	332936.1

资料来源：光大证券研究所预测整理

表 21：文盛新材盈利预测

文盛新材									
产品	项目名称	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
锆英砂	销量 (万吨)	19.75	15.43	12.86	14.84	17.07	19.63	19.63	19.63
	销售均价 (元/吨)	5757.19	5619.05	5320.90	8500.00	9000.00	9500.00	9500.00	9500.00
	营业收入 (万元)	113704.60	86701.97	68426.82	126140.00	153630.00	186485.00	186485.00	186485.00
	毛利率 (%)	9.75	5.05	4.80	6.00	6.50	6.50	7.00	7.00
	营业成本 (万元)	102617.10	82327.59	65142.33	118571.60	143644.05	174363.48	173431.05	173431.05

	钛精矿	销量 (万吨)	24.74	14.09	13.50	15.00	17.25	17.60	17.95	17.95
		销售均价 (元/吨)	964.22	987.94	808.69	1800.00	1800.00	1800.00	1800.00	1800.00
		营业收入 (万元)	23854.85	13920.08	10917.28	27000.00	31050.00	31680.00	32310.00	32310.00
		毛利率 (%)	1.99	3.00	4.00	5.00	5.50	5.50	6.00	6.50
		营业成本 (万元)	23379.70	13502.36	10480.59	25650.00	29342.25	29937.60	30371.40	30209.85
	金红石	销量 (万吨)	2.36	5.54	2.66	5.12	5.88	6.00	6.12	6.12
		销售均价 (元/吨)	3886.76	2876.30	3069.58	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00	4500.00
		营业收入 (万元)	9172.76	15934.70	8165.08	23040.00	26460.00	27000.00	27540.00	27540.00
		毛利率 (%)	10.19	4.50	4.50	5.00	5.50	6.00	6.12	6.12
		营业成本 (万元)	8238.41	15217.62	7797.65	21888.00	25004.70	25380.00	25854.55	25854.55
	其他	销量 (万吨)	0.81	2.08	5.62	3.12	3.66	3.80	3.88	3.88
		销售均价 (元/吨)	7110.25	6702.86	4500.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
		营业收入 (万元)	5759.30	13941.95	25290.00	24960.00	29280.00	30400.00	31040.00	31040.00
		毛利率 (%)	84.09	72.01	94.79	94.13	94.13	94.13	94.13	94.13
		营业成本 (万元)	916.50	3902.50	1316.88	1465.15	1718.74	1784.48	1822.05	1822.05
综合		营业收入 (万元)	152491.5	130498.7	112799.1	201140.0	240420.0	275565.0	277375.0	277375.0
		毛利率 (%)	11.37	11.91	16.54	17.20	17.50	17.50	17.81	17.81
		营业成本 (万元)	135151.7	114950.0	94142.2	166543.9	198346.5	227341.1	227974.5	227974.5

资料来源：光大证券研究所预测整理

表 22: 科百瑞盈利预测

科百瑞(自产自销模式)									
产品	项目名称	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
稀土金属	产能 (吨)	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00	3000.00
	自产 (吨)	247.09	770.27	1402.80	1774.50	1898.00	1930.50	1950.00	1950.00
	加工 (吨, 同'加工产量 (吨)')	285.00	154.31	665.00	955.50	1022.00	1039.50	1050.00	1050.00
	产量合计 (吨)	532.09	924.58	2067.80	2730.00	2920.00	2970.00	3000.00	3000.00
	产能利用率 (%)	17.74	30.82	68.93	91.00	97.33	99.00	100.00	100.00
	销量 (吨)	368.96	853.31	1492.00	1774.50	1898.00	1930.50	1950.00	1950.00
	销售均价 (万元/吨)	33.40	28.90	28.73	35.80	35.80	35.80	35.80	35.80
	营业收入 (万元)	12322.5	24656.4	42865.1	63527.1	67948.4	69111.9	69810.0	69810.0
	毛利率 (%)	4.54	8.49	8.52	8.56	8.80	8.90	9.00	9.10
	营业成本 (万元)	11762.5	22564.2	39213.0	58089.1	61968.9	62960.9	63527.1	63457.2
加工	加工产量 (吨)	285.00	154.31	665.00	955.50	1022.00	1039.50	1050.00	1050.00
	营业收入 (万元)	283.73	151.60	663.14	952.82	1019.14	1036.59	1047.06	1047.06
	毛利率 (%)	24.53	21.50	22.30	22.30	22.30	22.30	22.30	22.30
	营业成本 (万元)	214.13	119.01	515.26	740.34	791.87	805.43	813.57	813.57
综合	营业收入 (万元)	16123.59	25656.07	43506.35	64267.44	68740.27	69917.33	70623.57	70623.57
	毛利率 (%)	5.85	8.34	8.88	9.11	9.16	9.17	9.18	9.18
	营业成本 (万元)	15180.97	23516.39	39642.99	58412.68	62443.66	63505.91	64140.32	64140.32

资料来源：光大证券研究所预测整理

由于稀土和锆价格有望持续回暖，我们预计公司 2017~2019 营收分别为 74.7、80.9、86.2 亿元，净利润为 3.8、5.0、6.9 亿元，对应 EPS 为 0.28 元、0.37 元、0.51 元，给予 2017 年 67 倍估值，目标价 18.86 元，维持买入评级。

表 23：行业 PE 比较

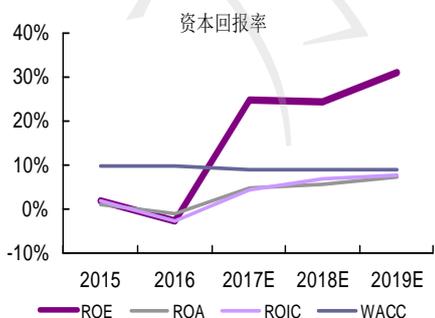
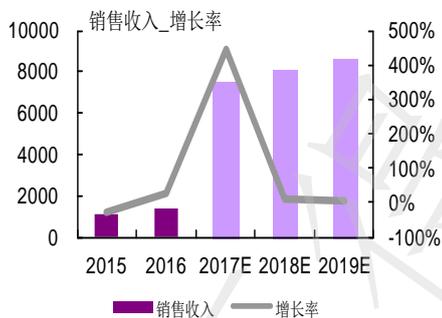
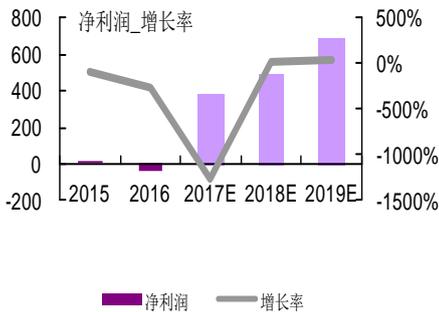
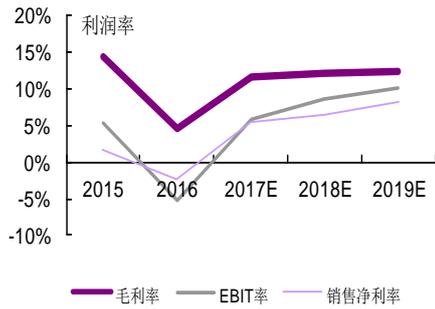
公司名称	股价 (元)	EPS			PE			市值 (亿元)
	2017/7/19	2016 年	2017E 年	2018E 年	2016 年	2017E 年	2018E 年	
北方稀土	14.36	0.03	0.12	0.23	478	120	62	509
厦门钨业	27.76	0.14	0.41	0.58	198	67	48	296
五矿稀土	14.49	0.02	0.05	0.08	724	290	181	139
<b>平均</b>					<b>466</b>	<b>159</b>	<b>97</b>	
盛和资源	16.40	-0.03	0.28	0.37	-	59	44	218

资料来源：wind 一致预期，光大证券研究所预测整理

## 7、风险分析

稀土价格剧烈波动影响：

- 1) 打黑力度不及预期，黑稀土仍较为猖獗。
- 2) 稀土下游萎靡导致稀土消费量减少，影响价格。
- 3) 国家收储力度减弱。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,098</b>	<b>1,371</b>	<b>7,479</b>	<b>8,095</b>	<b>8,623</b>
营业成本	941	1,308	6,614	7,115	7,547
折旧和摊销	23	32	39	41	43
营业税费	7	3	14	15	16
销售费用	12	14	79	6	7
管理费用	57	80	299	243	172
财务费用	25	38	217	408	421
公允价值变动损益	0	-1	0	0	0
投资收益	1	7	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>35</b>	<b>-103</b>	<b>214</b>	<b>299</b>	<b>452</b>
<b>利润总额</b>	<b>37</b>	<b>-40</b>	<b>513</b>	<b>658</b>	<b>901</b>
少数股东损益	-1	2	22	20	17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>19.33</b>	<b>-32.85</b>	<b>381.50</b>	<b>496.78</b>	<b>690.61</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>2,295</b>	<b>2,517</b>	<b>8,762</b>	<b>9,433</b>	<b>9,987</b>
流动资产	1,834	1,853	8,234	8,895	9,463
货币资金	346	256	1,399	1,514	1,613
交易型金融资产	2	8	0	0	0
应收帐款	120	166	905	980	1,044
应收票据	531	284	1,551	1,679	1,788
其他应收款	42	113	618	669	713
存货	574	773	2,253	2,424	2,572
可供出售投资	20	113	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	92	166	166	166	166
固定资产	183	231	241	250	241
无形资产	124	116	110	105	100
<b>总负债</b>	<b>888</b>	<b>1,123</b>	<b>6,984</b>	<b>7,137</b>	<b>7,501</b>
无息负债	205	225	813	877	933
有息负债	683	898	6,170	6,260	6,567
<b>股东权益</b>	<b>1,406</b>	<b>1,394</b>	<b>1,779</b>	<b>2,296</b>	<b>2,487</b>
股本	941	941	1,350	1,350	1,350
公积金	-531	-531	-902	-853	-783
未分配利润	793	760	1,085	1,532	1,636
少数股东权益	199	201	223	243	261

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-264</b>	<b>-107</b>	<b>-4,038</b>	<b>477</b>	<b>753</b>
净利润	19	-33	381	497	691
折旧摊销	23	32	39	41	43
净营运资金增加	230	140	5,858	604	517
其他	-537	-246	-10,316	-665	-498
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-87</b>	<b>-159</b>	<b>84</b>	<b>-49</b>	<b>-29</b>
净资本支出	-45	-9	-50	-50	-30
长期投资变化	92	166	0	0	0
其他资产变化	-133	-316	133	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>401</b>	<b>187</b>	<b>5,096</b>	<b>-312</b>	<b>-625</b>
股本变化	565	0	409	0	0
债务净变化	397	215	5,272	89	308
无息负债变化	-52	20	589	64	56
<b>净现金流</b>	<b>51</b>	<b>-78</b>	<b>1,142</b>	<b>115</b>	<b>99</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-27.49%	24.86%	445.49%	8.23%	6.52%
净利润增长率	-89.95%	-269.97%	-1261.25%	30.22%	39.02%
EBITDA/EBITDA 增长率	-68.33%	-146.18%	-1336.32%	59.13%	22.45%
EBIT/EBIT 增长率	-75.78%	-218.78%	-715.91%	63.92%	23.49%
<b>估值指标</b>					
PE	1,108	-	56	43	31
PB	18	18	14	10	10
EV/EBITDA	191	-420	59	37	31
EV/EBIT	268	-228	65	40	32
EV/NOPLAT	532	-290	82	50	41
EV/Sales	14	12	4	3	3
EV/IC	9	8	4	3	3
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	14.33%	4.59%	11.58%	12.10%	12.47%
EBITDA 率	7.49%	-2.77%	6.28%	9.23%	10.61%
EBIT 率	5.36%	-5.10%	5.76%	8.72%	10.11%
税前净利润率	3.36%	-2.91%	6.86%	8.13%	10.45%
税后净利润率 (归属母公司)	1.76%	-2.40%	5.10%	6.14%	8.01%
ROA	0.81%	-1.24%	4.60%	5.48%	7.09%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.60%	-2.75%	24.52%	24.21%	31.03%
经营性 ROIC	1.61%	-2.74%	4.35%	6.61%	7.71%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	4.47	3.51	1.22	1.28	1.30
速动比率	3.07	2.04	0.88	0.93	0.95
归属母公司权益/有息债务	1.77	1.33	0.25	0.33	0.34
有形资产/有息债务	3.16	2.65	1.40	1.49	1.51
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.01	-0.02	0.28	0.37	0.51
每股红利	0.00	0.01	0.00	0.38	1.05
每股经营现金流	-0.20	-0.08	-2.99	0.35	0.56
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	-0.10	-4.06	-0.04	0.14
每股净资产	0.89	0.88	1.15	1.52	1.65
每股销售收入	0.81	1.02	5.54	6.00	6.39

资料来源：光大证券、上市公司

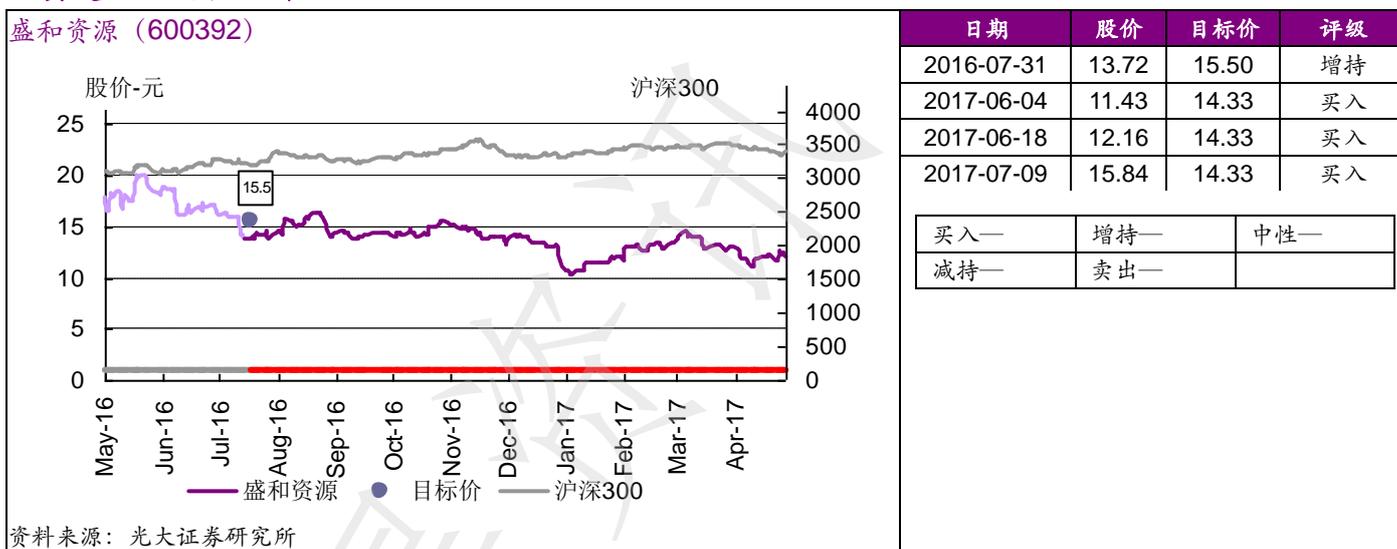
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

李伟峰，中国人民大学宏观经济研究所经济学硕士，中南大学冶金工程学院工学学士，曾在亚洲铝业（中国）有限公司从事研发工作，2011年从事有色金属行业研究，2014年加盟光大证券，2014年度金牛奖新材料行业第四名。重点覆盖有色金属、材料加工及新材料等领域。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
  - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
  - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
  - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
  - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com