



Research and
Development Center

实现全产业布局，未来成长可期

—— 盛和资源（600392.SH）深度报告

2019 年 07 月 18 日

范海波 行业分析师

吴 漪 行业分析师

丁士涛 行业分析师

王 伟 行业分析师

王佐玉 研究助理

实现全产业布局，未来成长可期

2019年07月18日

本期内容提要：

- ◆ **行业地位不可动摇，产品价格或已见底。**我国稀土资源丰富，现以全球四成储量贡献七成产量。随着海外多个轻稀土项目的投产，全球稀土供应格局正朝着多元化的方向发展，但短期内，我国稀土产业龙头的地位仍不可动摇。在下游需求增长、国家打黑力度加大以及限制海外进口的背景下，稀土及其相关制品产品价格或已见底，稀土企业盈利能力有望提升。
- ◆ **轻重产品兼顾，全产业链龙头。**盛和资源为国内稀土产业龙头企业，产业链布局齐全，兼具轻稀土及重稀土产品。当前，公司正积极推进产能扩建项目，以及海外矿产资源的经营。在国内矿产及冶炼配额收缩以及海外稀土项目相继投产的背景下，公司稀土产品及海外产品具有较好的竞争优势。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**预计公司2019年、2020年、2021年的营业收入分别为68.65、74.82、81.34亿元。按照公司现有股本17.55亿，对应的摊薄EPS分别为0.22、0.26、0.29元，7月17日收盘价对应的PE分别为45、39、35倍。考虑到盛和资源产业链齐全，上游原材料供货稳定，且具有一定的技术和成本优势，首次覆盖给予盛和资源“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**稀土产品价格大幅上涨；下游需求超预期；公司产能扩建项目提前完成。
- ◆ **风险因素：**价格波动风险；环境保护风险。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	5,203.56	6,226.96	6,864.97	7,481.61	8,134.27
增长率 YoY %	279.51%	19.67%	10.25%	8.98%	8.72%
归属母公司净利润(百万元)	336.55	286.44	393.21	461.31	507.27
增长率 YoY%	-1124.42%	-14.89%	37.28%	17.32%	9.96%
毛利率%	18.60%	14.72%	17.82%	17.45%	17.54%
净资产收益率 ROE%	10.90%	5.63%	7.30%	7.93%	8.05%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.16	0.22	0.26	0.29
市盈率 P/E(倍)	53	62	45	39	35
市净率 P/B(倍)	3.59	3.44	3.20	2.96	2.73

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2019年07月17日收盘价

证券研究报告

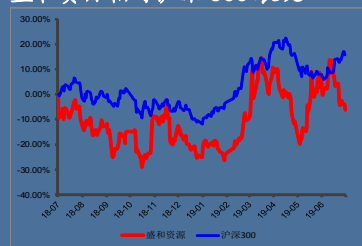
公司研究——首次覆盖

盛和资源（600392.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

盛和资源相对沪深300表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2019.7.17）

收盘价(元)	10.19
52周内股价波动区间(元)	13.62-7.71
最近一月涨跌幅(%)	-19.79
总股本(亿股)	17.55
流通A股比例(%)	81.62
总市值(亿元)	179

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

范海波 行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 83326800
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 83326720
邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号：S1500514080001
联系电话：+86 10 83326718
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师
执业编号：S1500515070001
联系电话：+86 10 83326719
邮箱：wangwei2@cindasc.com

王佐玉 研究助理
联系电话：+86 10 83326723
邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

目 录

投资聚焦	1
地位不可动摇，关注政策变化	2
稀土：基本应用	2
由出口国变为进口国，但行业地位依旧不可动摇	3
轻重稀土兼顾，实现全产业链布局	7
外延收购，奠定行业龙头地位	7
以分离冶炼为核心，完成全产业链布局	8
通过资产重组实现营收及毛利率的提升	10
盈利预测、估值与投资评级	13
盈利预测及假设	13
估值与投资评级	14
风险因素	14

表 目 录

表 1：2017 年以来的稀土行业政策	4
表 2：稀土冶炼分离指标（吨）	5
表 3：全球稀土矿产量情况（单位：吨）	5
表 4：2016-2018 年公司主要产品产量（吨）	10
表 5：盛和资源盈利预测（单位：元）	13
表 6：部分 A 股可比上市公司估值情况	14

图 目 录

图 1：稀土元素及下游应用	2
图 2：2018 年全球稀土产量分布	3
图 3：2018 年全球稀土资源和产量占比	3
图 4：2017 年重稀土全球分布	4
图 5：中国稀土精矿进口情况（吨）	6
图 6：稀土价格走势（单位：元/千克）	6
图 7：稀土消费地区分布	6
图 8：中国稀土终端应用领域消费结构	6
图 9：中国稀土冶炼分离产品进口情况	7
图 10：中国稀土冶炼分离产品出口情况	7
图 11：公司组织结构（2019 年一季报）	8
图 12：2014-2018 年公司营业收入及增长率	11
图 13：2014-2018 年公司分产品营业收入（亿元）	11
图 14：2014-2018 年公司毛利率变化	11
图 15：2014-2018 年公司分产品毛利率	11
图 16：2014-2018 年公司三大费用占营收比例	12

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

在国内产能充足、海外众多稀土项目逐渐投产的背景下，国家的稀土产业政策成为影响稀土供给及产品价格的主要因素。当前，打黑力度空前，稀土产品价格或已见底。公司是目前市场上少有的兼具轻重稀土产品的企业，且原材料供给不局限于国内，具有一定的生产自由度。当前，国内矿产及冶炼配额逐年收缩，海外产品线为公司提供了一定的竞争优势。此外，全球重稀土矿产资源较少，重稀土下游应用尚无替代产品，公司重稀土产品需求确定，能为公司提供较稳定的营业收入。

与市场不同之处

- 市场对稀土价格是否继续下滑仍有疑虑。我们认为，目前稀土行业打黑力度空前，且已出台了相关政策限制海外进口，随着国内配额的收紧，打黑力度的加大以及海外进口的减少，稀土价格上涨概率很大。
- 盛和资源原材料供给稳定，拥有四处矿产资源，原材料成本低。此外，公司海外产能不受国内配额限制，在一定程度上提高了公司的生产经营规模及盈利能力。

股价催化剂

稀土产品价格大幅上涨；下游需求超预期；公司产能扩建项目提前完成。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年的营业收入将分别达到 68.65、74.82、81.34 亿元。按照公司现有股本 17.55 亿，对应的摊薄 EPS 分别为 0.22、0.26、0.29 元，对应 2019 年 7 月 17 日的收盘价（10.19 元）的 PE 分别为 45、39、35 倍。而根据 Wind 统计数据的一致预期，可比 A 股上市公司 2019 年、2020 年、2021 年的平均 PE 分别为 48、37、29 倍。考虑到盛和资源产业链齐全，上游原材料供货稳定，且具有一定的技术和成本优势，首次覆盖给予盛和资源“增持”评级。

风险因素

稀土及相关制品价格大幅下滑；环保、安全等不确定因素对公司产生负面影响。

地位不可动摇，关注政策变化

稀土：基本应用

稀土是化学周期表中镧系元素和钪、钇共十七种金属元素的总称。根据元素间物理化学性质和地球化学性质的某些差异和分离工艺的要求，稀土可分为轻、重两组或者轻（镧、铈、镨、钕）、中（钐、铕、钆、铽、镱）、重（铈、铉、铊、铋、镱、镱、钇）三组。因其独特的声、光、电、磁等特性，稀土被广泛应用于电子、信息、通讯、能源、汽车、航天等众多领域，有“工业的维生素”之称。

图 1：稀土元素及下游应用

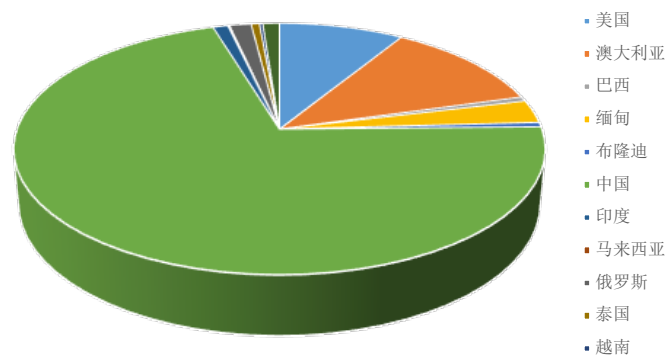


资料来源：中国稀土官网，信达证券研发中心

由出口国变为进口国，但行业地位依旧不可动摇

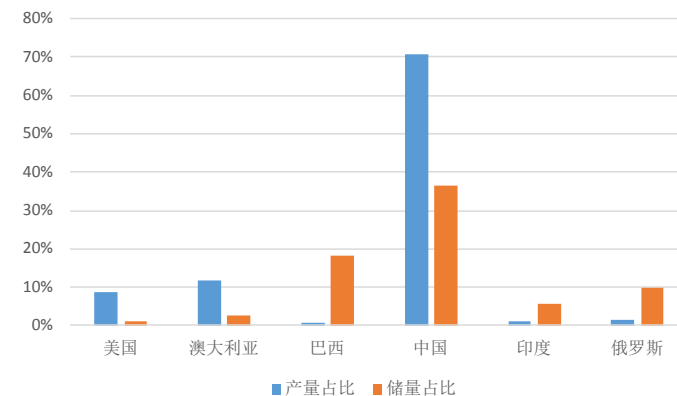
采矿：据USGS数据，中国稀土储量为4400万吨，全球占比37%，位居第一；巴西稀土储量为2200万吨，全球占比18%；美国的稀土储量1400万吨、全球占比1%。此外，俄罗斯、印度、澳大利亚、马来西亚、泰国、缅甸等国家也有资源分布。2018年中国稀土产量全球排名首位，2018年全球占比71%；澳大利亚和美国位列二、三位；缅甸、俄罗斯、印度、巴西等国家也有少量的产量。2018年美国稀土产量15000吨、全球占比9%。主要来自于芒廷帕斯（Mountain Pass）矿的复产，2016-2017年美国的稀土产量为0。得益于盛和资源的介入，该矿山得以重启，但是由于缺少配套的冶炼分离产能，矿石需要向中国出口进行冶炼分离。

图 2：2018 年全球稀土产量分布



资料来源：USGS，信达证券研发中心

图 3：2018 年全球稀土资源和产量占比

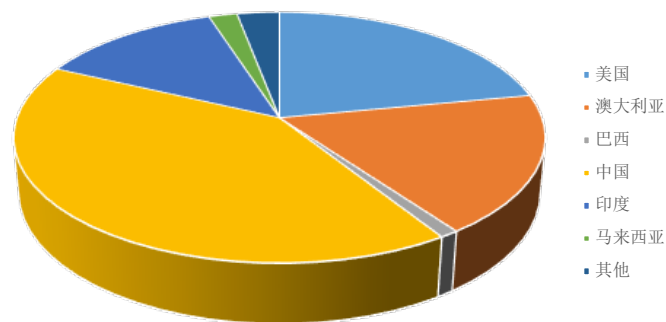


资料来源：USGS，信达证券研发中心

冶炼：稀土冶炼中的浸出、酸沉环节会产生大量的氨氮和重金属污染物，易对环境产生严重破坏。根据网易财经《赣州开采稀土污染严重破坏70%以上耕地》的报道，2011年江西省稀土行业主营业务收入329亿元，利润64亿元，而用于环境恢复性治理的费用380亿元。正是由于稀土开采和冶炼环节对环境的破坏，海外国家在开采和冶炼分离环节的投入非常少，重点发展下游深加工领域。中国是全球最大的冶炼分离生产国，排名第二的是澳大利亚Lynas公司位于马来西亚的关丹冶炼厂。

从资源结构来看，轻稀土主要分布在中国内蒙古的白云鄂博矿区和四川地区，储量和产量较大，美国、澳大利亚等国外已投产稀土项目都以轻稀土为主，到2020年国外约有20多个轻稀土项目陆续投产；离子型中重稀土主要分布在江西赣州、福建龙岩等南方地区，尤其是在南岭地区分布可观的离子吸附型中稀土、重稀土矿。虽然中国稀土储量世界第一，但中重稀土资源仅占我国稀土储量的3%，重稀土下游应用可替代性几乎没有。

图 4：2017 年重稀土全球分布



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

在我国，曾经稀土行业供给无序、缺乏环保和管制的低成本“黑色产业链”供应量占到总供应量的近 50%。黑稀土的猖獗导致稀土价格大幅下跌，不仅正规企业已开始不赚钱或亏钱，私矿也处于利润非常微薄的境地。以往，我国每年都会有打击黑稀土的专项治理行动，但是政策执行时间短，执行力度不到位，黑稀土屡禁不止。近年，稀土打黑力度明显加大，法律政策频繁出台，威慑力不断提升。

表 1：2017 年以来的稀土行业政策

颁布时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2017 年 2 月	商务部等七部门	《关于推进重要产品信息化追溯体系建设的指导意见》	要求稀土交易必须使用专用发票，并标明产品来源。
2017 年 4 月	工信部	《工业和信息化部关于下达 2017 年第一批稀土生产总量控制计划的通知》	2017 年第一批稀土生产总量控制计划中，矿产品计划总量为 52500 吨，冶炼分离产品计划总量为 50075 吨。
2017 年 5 月	国土资源部、财政部等六部门	《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	部门协同，从用地、用矿、财政、金融四方面明确激励政策
2017 年 7 月	工信部	《工业和信息化部关于下达 2017 年第二批稀土生产总量控制计划的通知》	2017 年第二批稀土生产总量控制计划中，矿产品计划总量 52500 吨，冶炼分离产品计划总量 49925 吨

资料来源：信达证券研发中心整理

目前，行业现已形成以六大稀土集团为核心的产业结构。根据《稀土行业发展规划 2016-2020》，除六大稀土集团以外，不再新增采矿权，到 2020 年稀土开采总量控制在 14 万吨以内；冶炼分离产能也全部纳入六大集团，到 2020 年稀土冶炼分离产能将从 2015 年的 30 万吨降至 20 万吨。2019 年第一批稀土开采、冶炼分离总量已下达，分别为 60000 吨、57500 万吨。

表 2：稀土冶炼分离指标（吨）

序号	单位	2018 年稀土矿指标			2018 年冶炼分离指标			2019 年第一批指标	
		第一批	第二批	总计	第一批	第二批	总计	矿指标	冶炼指标
	合计	73500	46500	120000	70000	45000	115000	60000	57500
1	五矿稀土集团有限公司	1582	428	2010	3960	1698	5658	1005	2829
2	中国铝业集团有限公司	8645	5705	14350	12165	7214	19379	7175	9690
	中国钢研科技集团有限公司	1820	1780	3600	420	580	1000	1800	500
	盛和资源控股股份有限公司	5575	2675	8250				4125	
3	中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司	41650	27600	69250	35059	24425	59484	34625	29741
4	中国南方稀土集团有限公司	18725	9525	28250	9878	6034	15912	14125	7965
5	广东省稀土产业集团有限公司	1540	1160	2700	7073	3531	10604	1350	5302
6	厦门钨业股份有限公司	1358	2082	3440	1865	2098	3963	1720	1982

资料来源：百川资讯，信达证券研发中心

随着我国管控力度的加强以及国外轻稀土项目的陆续投产，全球稀土多元化供应格局正在逐渐形成，我国在全球稀土的供应份额也在逐步下降。但短期内无论是矿产量还是冶炼分离产量，我国企业的龙头地位依旧不可动摇。

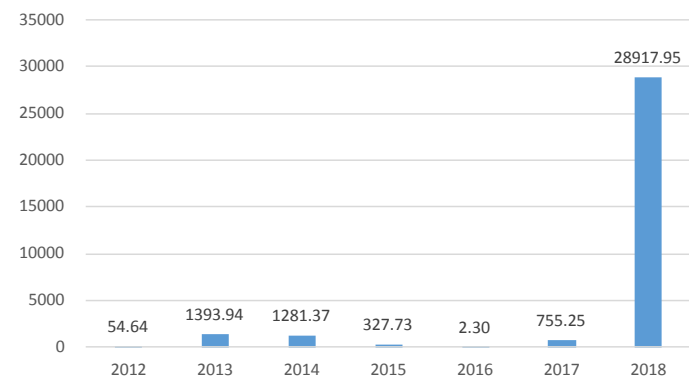
表 3：全球稀土矿产量情况（单位：吨）

	2018	2019 (F)	2020 (F)
中国	120000	130000	140000
美国	15000	30000	40000
澳大利亚	20000	22000	35590
巴西	1000	2000	2000
印度	1800	1800	1800
马来西亚	200	200	200
俄罗斯	2600	2600	2600
布隆迪	1000	5000	6000
中国产量全球占比	63.5%	63.4%	59.7%

资料来源：安泰科，信达证券研发中心

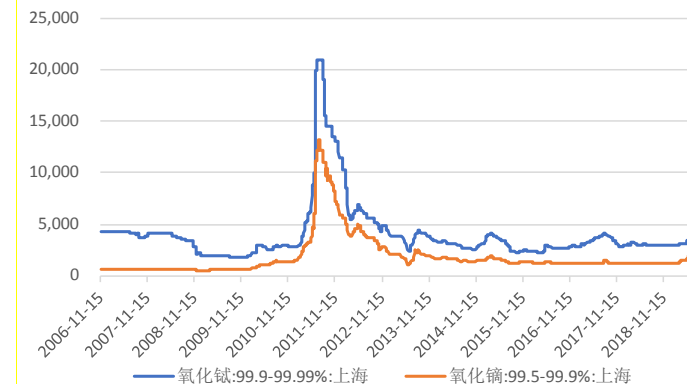
2018 年，我国从净出口国变成净进口国，进口稀土精矿近 2.9 万吨，稀土化合物 5.8 万吨。其中，从美国进口稀土精矿近 2.8 万吨，从缅甸进口混合碳酸稀土近 2.6 万吨。目前，云南腾冲海关全面禁止缅甸矿进入国内，同时对美国进口轻稀土加征关税。2019 年，稀土进口有望减少。随着国内配额的收紧，打黑力度的加大以及海外进口的减少，稀土价格上涨概率很大。

图 5：中国稀土精矿进口情况（吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

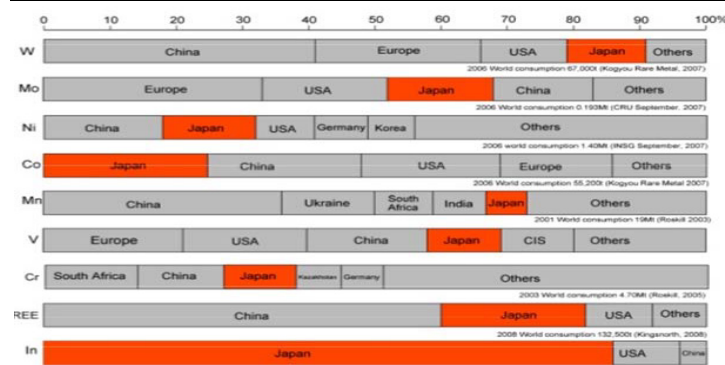
图 6：稀土价格走势（单位：元/千克）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

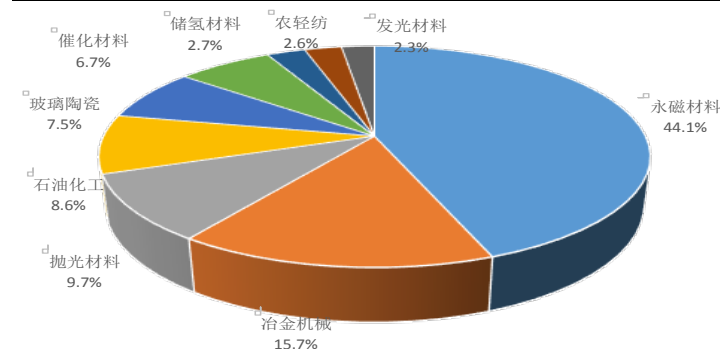
全球稀土消费较为集中，中国、美国、日本排名前三。从消费结构来看，安泰科数据显示，我国稀土最大的消费领域是永磁材料（44.1%），其次是冶金机械（15.7%），抛光材料（9.7%）、石油化工（8.6%）、玻璃陶瓷（7.5%）、催化材料（6.7%）。稀土永磁材料主要应用于新能源汽车、节能家电、电动工具、工业机器人等行业，未来在高铁用牵引电机等领域也具有良好的前景。

图 7：稀土消费地区分布



资料来源：安泰科，信达证券研发中心

图 8：中国稀土终端应用领域消费结构



资料来源：安泰科，信达证券研发中心

随着下游需求的增长、国内矿产品和配额指标的下降以及全球稀土供应多元化格局的确立，我国稀土精矿及稀土冶炼初级产品的进口量大幅增加，出口产品逐渐向高附加值产品转移。

图 9：中国稀土冶炼分离产品进口情况



资料来源：安泰科，信达证券研发中心

图 10：中国稀土冶炼分离产品出口情况



资料来源：安泰科，信达证券研发中心

轻重稀土兼顾，实现全产业链布局

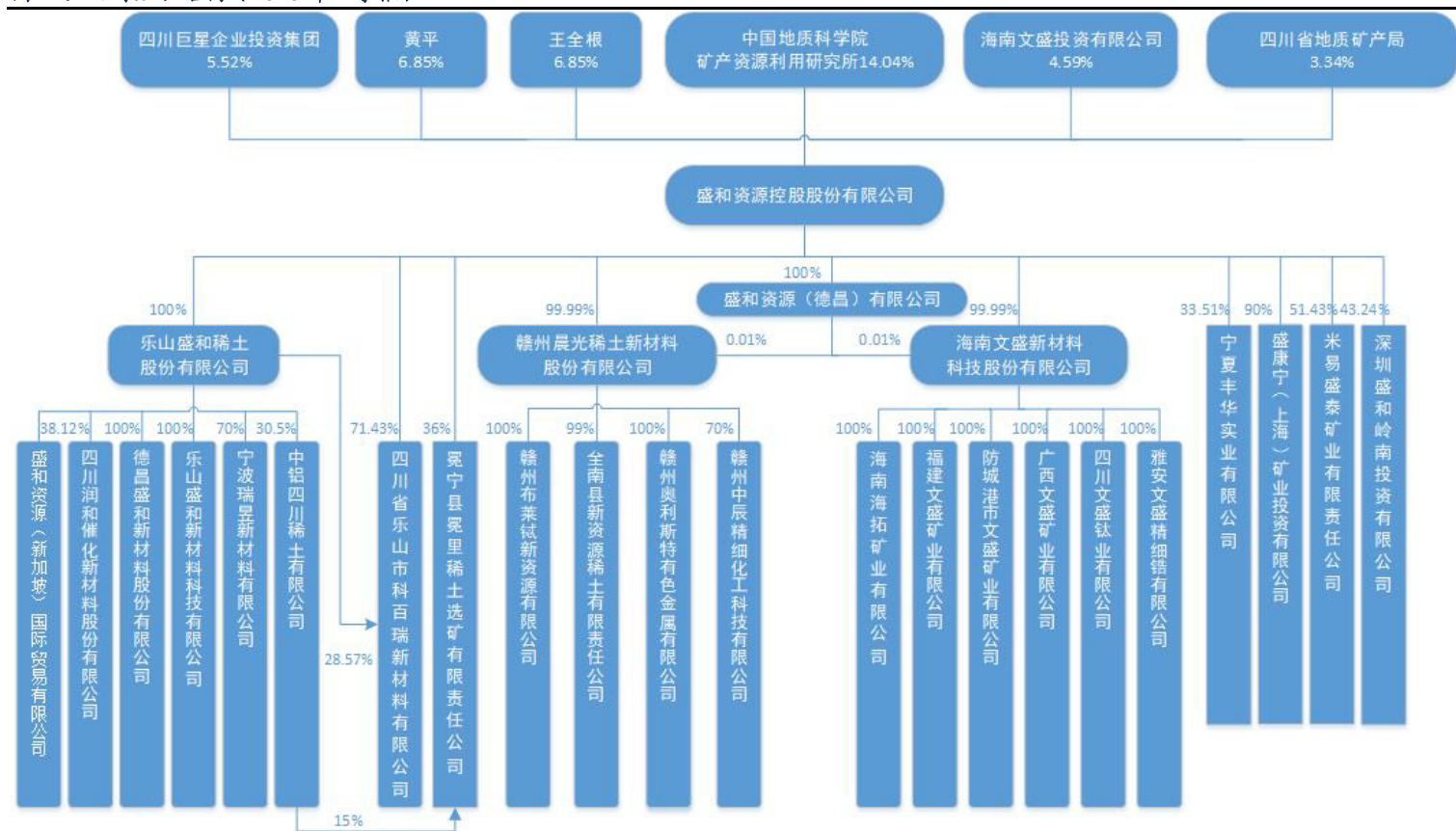
外延收购，奠定行业龙头地位

盛和资源成立于 1998 年，是一家稀土及相关产品研发、生产和供应企业。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冶炼，锆钛选矿及加工、稀土高效催化剂及分子筛的生产等业务。

公司控股股东为中国地质科学院矿产资源利用综合利用研究所，隶属于中国地质调查局。该所以稀土资源为核心，以“三稀”资源为重点，长期从事地质矿产调查、矿产综合利用、技术经济评价和科技成果转化开发工作。盛和资源主要子公司包括乐山盛和稀土股份有限公司（下称“乐山盛和”）、赣州晨光稀土新材料股份有限公司（下称“晨光稀土”）、海南文盛新材料科技股份有限公司（下称“文盛新材”）以及四川省乐山市科百瑞新材料有限公司（下称“科百瑞”）等。

乐山盛和成立于 2001 年，主要从事稀土氧化物冶炼分离和稀土深加工业务。晨光稀土、文盛新材和科百瑞为 2017 年公司收购而来。晨光稀土主要从事稀土氧化物分离和稀土金属加工业务；文盛新材主要从事锆钛加工业务；科百瑞主要从事稀土金属加工业务。

图 11: 公司组织结构 (2019 年一季报)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

以分离冶炼为核心, 完成全产业链布局

盛和资源为全产业链公司, 拥有稀土矿采选、冶炼分离和金属加工等产品线。

稀土矿开采

公司现有矿山资源经营主体包括四川汉鑫矿业、四川冕里稀土、美国 Mountain Pass 及格陵兰矿物资源公司。

汉鑫矿业为乐山盛和托管经营公司, 拥有位于德昌县大陆槽稀土矿的采矿权, 当前经营范围包括轻稀土矿开采, 萤石、硫酸锆钨矿、重晶石的购买、加工和销售。

冕里稀土为公司联营企业，盛和资源直接持有冕里稀土 36% 股权，通过联营企业中铝四川间接持有其 15% 股权。冕里稀土主要资产为羊房沟稀土矿采矿权和采选厂，主要产品为氟碳铈精矿。2018 年，公司完成冕里稀土托管经营权的协议及《采矿许可证》的延期换证工作，许可证有效期为 10 年。

Mountain Pass 为公司参股公司，并参与投后管理、技术支持以及稀土贸易的矿山。盛和稀土包销该矿山产品。2017 年 6 月，公司孙公司“新加坡国贸”联合境外机构 MPMO 联合竞标并成功获取境外矿山 Mountain Pass 的采矿权和相关专利使用权的租赁权。Mountain Pass 稀土矿山是中国之外最为优质的矿山之一，其矿山类型为氟碳铈矿。2018 年 1 月，矿山开始复产，2018 年全年稀土矿产量达到 1.5 万吨，并实现对外销售。2019 年 5 月，Mountain Pass 矿生产已趋于稳定，精矿品位、回收率等指标已经超过破产前指标，接近历史最高水平，精矿品质逐步稳定。

格陵兰矿物资源公司为乐山盛和参股企业，主营业务包括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项目湾。该项目湾包括 Kvanefjeld 矿床、Sørensen 矿床、Zone3 矿床在内的大规模多金属项目，矿产资源丰富。

稀土冶炼分离与加工

稀土氧化物为公司主要产品之一，生产主体为公司全资子公司乐山盛和以及晨光稀土。乐山盛和主要从事轻稀土的分离，有乐山市五通桥生产基地；晨光稀土主要从事中重稀土的分离，下设全南及赣州市章贡两大生产基地。稀土原矿主要在江西省采购，供给充足，钕铁硼废料主要向江浙等稀土深加工企业采购。晨光稀土公司稀土氧化物现有产能为 8500 吨/年，其中分离产能为 7000 吨/年，回收产能为 1500 吨/年。

公司稀土金属产品主要有镨钕金属、钕铁合金和镝铁合金等，经营主体为晨光稀土和科百瑞，拥有江西赣州、四川乐山两大生产基地，产能分别为 8000 吨/年和 3000 吨/年。2018 年，晨光稀土投资建设“年产 12000 吨稀土金属及合金智能化技改项目”，将新增年产 4000 吨稀土金属及合金生产能力。2015 年 7 月，盛和资源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》。上述两项技改项目均已获得核准。

公司稀土催化剂业务的经营主体为四川润和。高效稀土催化剂主要用于炼油、石油化工、精细化工以及环保等行业（汽车尾气催化剂、烟气脱硝催化剂等）。目前，公司高效稀土催化剂及分子筛产品生产和销售规模均较小，销售客户主要系国内地方炼油企业，部分出口亚太、中东、欧洲等国家。受市场竞争等因素影响，近年公司稀土催化剂及分子筛产品产能严重过剩，产能利用率不高，收入规模和毛利率持续下滑。

锆钛加工

2017 年，公司收购文盛新材，新增锆钛加工业务。文盛新材成拥有海南文昌、福建长泰、广西防城港三大生产基地。为提升处理能力，文盛新材进行了产能扩建和技术升级。福建工厂现已完成技改，新增连续浮选生产线已投入使用，第二条生产线也在安装之中；文昌海拓工厂完成了 3 台湿式强磁选设备的安装和投产，增加了两条连续浮选生产线；广西工厂新增 9 条石榴石电选生产线和 1 条连续浮选生产线。文盛新材无自有矿山，所需锆中矿、钛毛矿等主要从澳大利亚、加拿大、南非等地进口。目前文盛新材成具备年产 75 万吨砂矿处理能力，产品为锆英砂、钛精矿、金红石和独居石等。

贸易业务

除以上主营业务外，公司还利用闲置的营运资金开展稀土产品贸易业务。公司贸易业务的主体为德昌盛和新材料科技有限公司，此外，晨光稀土和乐山盛和也有少量贸易收入。公司贸易品种主要包括氧化锆、氧化镨等稀土氧化物。

中国稀土矿开采及稀土冶炼分离均实行配额制度，因此，在产能过剩背景下，公司产品产量不仅取决于公司产能，更取决于所配额度。

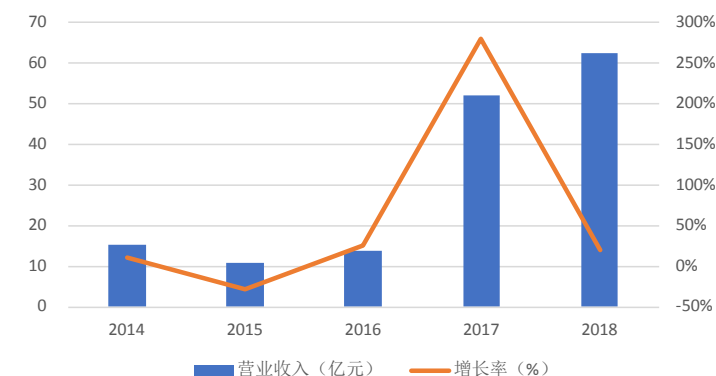
表 4：2016-2018 年公司主要产品产量（吨）

产品	2016 年	2017 年	2018 年
稀土氧化物	5,207.33	5,876.44	9,475.78
稀土盐类	2,718.08	3,097.84	8,210.10
稀有稀土金属	—	7,416.69	8,928.82
锆英砂	—	104,376.76	81,829.60
钛精矿	—	121,636.51	183,668.94
金红石	—	18,965.61	32,751.47
稀土精矿（含独居石）	—	5,944.15	11,458.23
催化剂及分子筛	13,878.41	9,579.25	9,038.96
其他	—	13.79	70,263.21

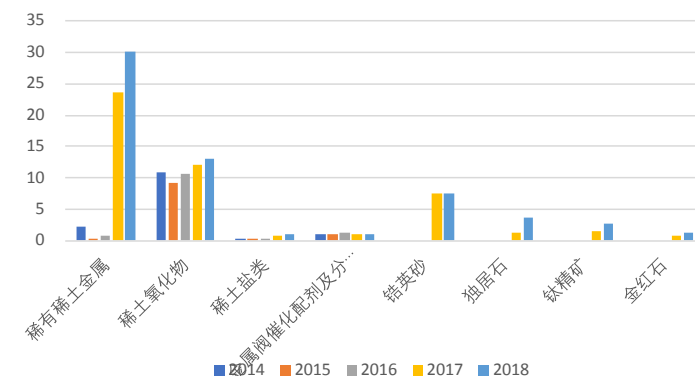
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

通过资产重组实现营收及毛利率的提升

2017 年，公司完成重大资产重组，新增稀土金属金属加工、锆钛加工业务，营业收入增长 279.51%。2018 年，公司稀土氧化物、稀土盐类、钛精矿、金红石、独居石产品产销量同比大幅提升。在产品价格下滑的背景下，营业收入也实现了小幅增长。

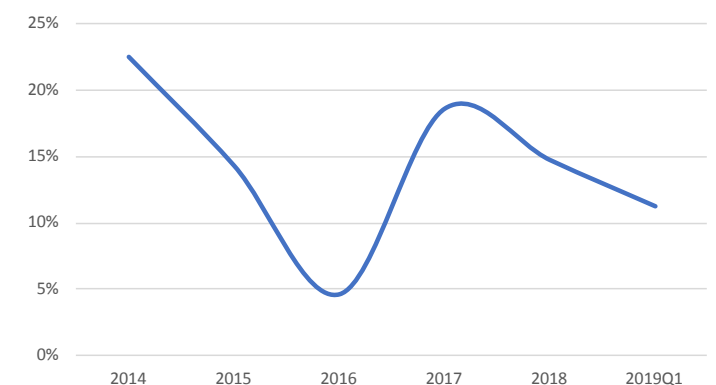
图 12: 2014-2018 年公司营业收入及增长率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

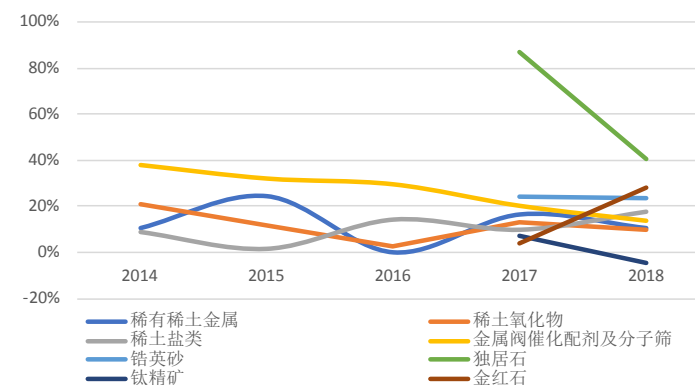
图 13: 2014-2018 年公司分产品营业收入 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2017 年, 由于稀土氧化物产品价格的整体上升以及新增毛利率较高的独居石、锆英砂等产品, 公司综合毛利率较 2016 年提高了 14.02 个百分点。此外, 公司贸易产品中的氧化镨钕、氧化镧等产品的量价齐升, 也推动了公司整体毛利率的增长。随着稀土产品的价格调整, 2018 年及 2019 年第一季度, 公司整体毛利率有所下滑。

图 14: 2014-2018 年公司毛利率变化


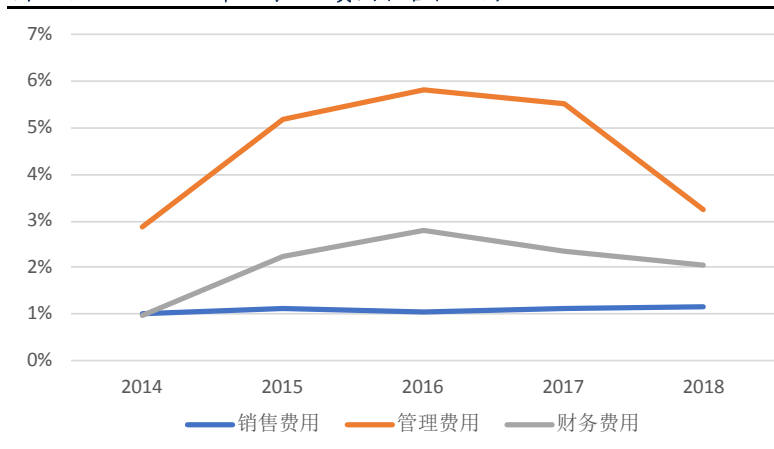
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2014-2018 年公司分产品毛利率


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

公司销售费用率较为稳定，2018 年，公司的财务费用率及管理费用率有明显下降。

图 16：2014-2018 年公司三大费用占营收比例



资料来源：Wind，信达证券研发中心

轻重稀土兼顾，具备成本及技术优势

当前盛和资源可提供产品丰富，轻稀土产品、重稀土产品兼具，并已实现了全产业链的布局。在稀土打黑力度加大，黑稀土产量逐步被控制、利润空间不断被缩减的背景下，具有确定的成长空间。此外，公司还具有一定的技术优势及成本优势。

技术方面，乐山盛和拥有专利“少铈氯化稀土、氟化铈一步生产法”和“富铈渣（即铈富集物）用于一步法稀土硅铁合金冶炼”等一系列先进生产工艺，在稀土萃取工艺领域具有一定的技术优势；晨光稀土自主研发出“钕铁硼废料焙烧后盐酸溶解工艺”等多项先进技术工艺，在稀土冶炼分离领域具有一定的技术优势。

成本方面，直接或间接经营四处矿产资源企业，外购原材料多为长单，原材料供给稳定且综合成本低。稀土金属的生产工艺主要为电解工艺，除原材料占成本比重较高外，电力成本对稀土金属的加工成本中具有重要影响。公司主要子公司乐山盛和、科百瑞地处乐山市峨边彝族自治县，当地水电资源丰富，水电能源的成本较低。低廉的电力成本将使盛和资源的稀土金属业务具有较为明显的成本优势。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

公司现有产能稳定，各类产品价格处于历史地位。我们预计未来三年，随着公司产能利用率的提升，各项产品产量和销量有望微幅增长。同时随着价格的回暖，2019年、2020年、2021年公司的营业收入将分别达到68.65、74.82、81.34亿元；毛利率分别为17.82%、17.45%、17.54%。

表 5：盛和资源盈利预测（单位：元）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
稀土氧化物	1,065,774,301.66	1,209,772,592.27	1,302,725,387.40	1,406,943,418.39	1,536,100,824.20	1,660,832,211.13
增长率		13.51%	7.68%	8.00%	9.18%	8.12%
毛利率	2.41%	12.85%	10.10%	10.10%	10.10%	10.52%
稀土盐类	6,712,137.16	80,880,348.21	112,676,132.45	127,774,734.20	136,872,295.27	143,798,033.41
增长率		1104.99%	39.31%	13.40%	7.12%	5.06%
毛利率	12.42%	10.32%	17.06%	21.01%	21.01%	21.40%
稀有稀土金属	78,931,231.68	2,371,915,155.33	3,000,305,504.90	3,434,749,742.01	3,820,815,613.01	4,247,982,798.55
增长率		2905.04%	26.49%	14.48%	11.24%	11.18%
毛利率	—	16.48%	10.59%	15.65%	16.04%	17.20%
金红石、锆英砂等		1,105,689,301.27	1,516,354,510.17	1,577,008,690.58	1,640,089,038.20	1,705,692,599.73
增长率			37.14%	4.00%	4.00%	4.00%
毛利率	0.00%	27.68%	22.69%	25.67%	23.52%	20.95%
其他	79,009,507.71	330,034,771.88	177,256,395.46	191,436,907.10	209,010,815.17	225,982,493.36
增长率	0.00%	317.72%	-46.29%	8.00%	9.18%	8.12%
毛利率	—	99.98%	99.98%	49.97%	49.97%	50.21%
营业总收入	1,370,536,820.40	5,203,559,760.10	6,226,964,050.48	6,864,971,301.98	7,481,610,302.49	8,134,274,056.20
增长率	0.00%	279.67%	19.67%	10.25%	8.98%	8.72%
毛利率	5.18%	18.60%	14.72%	17.82%	17.45%	17.54%

资料来源：信达证券研发中心预测

估值与投资评级

按照公司现有股本 17.55 亿，我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年的摊薄 EPS 分别为 0.22、0.26、0.29 元，对应 2019 年 7 月 17 日的收盘价（10.19 元）的 PE 分别为 45、39、35 倍。考虑到盛和资源产业链齐全，上游原材料供货稳定，且具有一定的技术和成本优势，首次覆盖给予盛和资源“增持”评级。

表 6：部分 A 股可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE		
				2019E	2020E	2021E
002167.SZ	东方锆业	6.97	43.28	62.46	41.27	29.57
600549.SH	厦门钨业	13.25	187.26	34.64	29.37	23.23
603993.SH	洛阳钼业	3.85	831.57	22.66	20.13	18.19
600111.SH	北方稀土	11.71	425.43	70.80	58.61	45.13
	平均			47.64	37.34	29.03
600392.SH	盛和资源	10.19	179	45	39	35

资料来源 Wind，信达证券研发中心；股价、市值以 2019 年 07 月 17 日收盘价为基准，盛和资源 PE 为信达预测，其余为 Wind 一致预期。

风险因素

价格波动风险：公司的主要原材料为稀土精矿，主要产品为稀土氧化物、稀土盐类、稀有稀土金属。近年，国家加强对稀土行业的管理，对稀土行业宏观经济政策进行了重大调整。在政策调整的背景下，产品供需关系变动可能性较大，稀土产品的价格波动会对公司盈利能力产生重要影响。

环境保护风险：稀土的冶炼和开采会产生大量的氨氮和重金属污染物，易对环境产生严重破坏。虽在实际的生产经营不存在较大的污染情况，但仍存在可能造成环境污染的因素，主要包括：废水、废气、废渣和尾矿处理，以及各种设备运行过程中产生的噪声。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,124.97	6,315.62	6,658.67	7,069.49	7,595.47
货币资金	693.98	754.69	735.22	622.35	622.63
应收票据	296.68	241.37	266.10	290.00	315.30
应收账款	965.40	692.83	763.81	832.42	905.04
预付账款	907.63	385.23	409.25	448.06	486.56
存货	3,013.05	3,894.63	4,137.42	4,529.80	4,919.07
其他	248.22	346.87	346.87	346.87	346.87
非流动资产	2,226.13	2,475.87	2,596.71	2,738.23	2,810.53
长期股权投资	131.56	128.96	128.96	128.96	128.96
固定资产(合计)	566.12	579.48	598.81	637.77	663.90
无形资产	409.02	382.49	459.23	560.32	586.78
其他	1,119.43	1,384.94	1,409.70	1,411.17	1,430.87
资产总计	8,351.11	8,791.49	9,255.37	9,807.72	10,405.99
流动负债	2,197.06	3,064.91	3,154.98	3,268.77	3,384.80
短期借款	849.06	1,615.19	1,615.19	1,615.19	1,615.19
应付票据	106.90	233.82	248.40	271.96	295.33
应付账款	281.51	426.40	452.99	495.95	538.57
其他	959.59	789.49	838.41	885.68	935.72
非流动负债	963.78	343.52	343.52	343.52	343.52
长期借款	396.00	264.00	264.00	264.00	264.00
其他	567.78	79.52	79.52	79.52	79.52
负债合计	3,160.84	3,408.43	3,498.50	3,612.29	3,728.32
少数股东权益	207.34	190.36	170.97	148.21	123.18
归属母公司股东权益	4,982.92	5,192.70	5,585.90	6,047.22	6,554.49
负债和股东权益	8,351.11	8,791.49	9,255.37	9,807.72	10,405.99

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,203.56	6,226.96	6,864.97	7,481.61	8,134.27
同比(%)	279.51%	19.67%	10.25%	8.98%	8.72%
归属母公司净利润	336.55	286.44	393.21	461.31	507.27
同比(%)	-1124.42%	-14.89%	37.28%	17.32%	9.96%
毛利率(%)	18.60%	14.72%	17.82%	17.45%	17.54%
ROE%	10.90%	5.63%	7.30%	7.93%	8.05%
EPS(摊薄)(元)	0.19	0.16	0.22	0.26	0.29
P/E	53	62	45	39	35
P/B	3.59	3.44	3.20	2.96	2.73
EV/EBITDA	25.35	35.28	24.67	22.45	20.53

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5,203.56	6,226.96	6,864.97	7,481.61	8,134.27
营业成本	4,235.66	5,310.30	5,641.35	6,176.35	6,707.13
营业税金及附加	19.10	22.59	24.90	27.14	29.51
销售费用	58.17	71.07	78.35	85.38	92.83
管理费用	287.47	201.00	221.60	241.50	262.57
研发费用	0.00	130.35	143.70	156.61	170.27
财务费用	121.81	127.75	213.53	193.44	206.26
减值损失合计	46.78	35.69	89.75	64.61	74.26
投资净收益	-17.02	-2.02	-3.98	-7.67	-4.56
其他	8.87	28.07	17.58	21.90	19.74
营业利润	426.43	354.27	465.39	550.79	606.63
营业外收支	-2.28	-0.35	20.08	18.75	19.67
利润总额	424.15	353.93	485.47	569.55	626.30
所得税	109.15	81.62	111.66	131.00	144.05
净利润	315.00	272.31	373.81	438.55	482.25
少数股东损益	-21.55	-14.13	-19.40	-22.76	-25.03
归属母公司净利润	336.55	286.44	393.21	461.31	507.27
EBITDA	622.19	564.09	806.52	886.36	969.42
EPS(当年)(元)	0.25	0.16	0.22	0.26	0.29

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-206.96	273.97	401.94	334.75	399.36
净利润	315.00	272.31	373.81	438.55	482.25
折旧摊销	92.12	102.18	113.65	130.11	146.08
财务费用	105.92	107.98	207.40	186.70	197.05
投资损失	17.02	2.02	3.98	7.67	4.56
营运资金变动	-789.76	-212.78	-362.20	-474.52	-483.92
其它	52.75	2.26	65.30	46.23	53.35
投资活动现金流	-336.67	19.62	-214.01	-260.92	-202.03
资本支出	-124.26	-83.93	-210.03	-253.25	-197.47
长期投资	-144.11	11.39	-3.98	-7.67	-4.56
其他	-68.30	92.15	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	874.76	-320.76	-207.40	-186.70	-197.05
吸收投资	642.94	9.00	0.00	0.00	0.00
借款	434.80	-3.75	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	136.96	183.93	207.40	186.70	197.05
现金流净增加额	345.87	-13.58	-19.48	-112.87	0.28

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，有色金属/环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，2019 年开始从事有色金属行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。