

## 稀土资源全球布局，行业变革下迎来价值重塑

### —盛和资源深度报告（600392）

所属部门：行业公司部

报告类别：公司研究报告

报告时间：2022年5月25日

分析师：孙灿

执业证书：S1100517100001

联系方式：Suncan@cczq.com

北京：东城区建国门内大街28号民生金融中心A座6层，100005

深圳：福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

上海：陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

成都：高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

#### ❖ 营收利润稳定增长，稀土价格提升催化业绩上涨

公司2021年，实现营收106.16亿元，同比+30.15%；实现归属母公司净利润10.76亿元，同比+232.82%；实现扣除非经常性损益后归属母公司净利润10.22亿元，同比+1326.07%；实现经营活动产生的现金流量净额9.64亿元，同比+189.74%。21Q4单季度实现营收28.25亿元，同比+7.07%，环比-3.50%；实现归属母公司净利润2.45亿元，同比+38.61%，环比-15.23%。实现扣除非经常性损益后归属母公司净利润2.19亿元，同比+843.25%，环比-19.69%。

稀土价格提升催化业绩上涨，2022年第一季度业绩公告：实现归属母公司净利润7.00-7.50亿元，同比增加125.31%-141.41%；实现扣除非经常性损益后归母净利润6.95-7.45亿元，同比增加126.28%-142.56%。公司盈利实现大幅增长主要原因，受市场供求关系等因素影响，稀土主要产品价格同比上涨，且公司产销量同比提升。本轮稀土价格上涨周期已经持续近两年的时间。受到工信部约谈影响，稀土价格出现一定回调，五月份迎来强势反弹。供给层面，进口矿如缅甸等在疫情和战事等的影响下，进口处于低位；国内的格局方面，由于环保等问题的限制，中重稀土减产和停产现象严重。北方轻稀土矿受到的限制相对较小，而南方在开采指标受限的情况下，废料的冶炼分离由于原材料的供应问题，无法正常生产，稀土价格在成本端的支撑性较强。需求端，复工复产节奏下，新能源整车的排产增加，对于上游稀土磁材的需求提供较强的支撑，风电数据的向好，中期需求数据将对稀土价格有推动作用。

#### ❖ 冶炼技术不断精进，全产业链布局加深企业护城河

公司是唯一在国内外均有战略布局的中国稀土上市公司，有矿山开采、金属冶炼分离加工、稀土废料回收等几大环节全覆盖的较为完善的系统产业链。

稀土冶炼分离一直是盛和资源的主要业务，公司通过并购重组目前公司拥有四川和江西两处稀土冶炼分离基地，公司目前拥有约1.5万吨的稀土冶炼分离产能。其中，四川基地乐山盛和约8000吨，以轻稀土矿为主要原料；江西基地晨光稀土约7000吨，以南方离子型稀土矿、独居石氯化片、钕铁硼和荧光粉废料等为主要原料。另外，公司目前正在江苏省连云港市推进新的稀土冶炼分离生产基地建设，连云港稀土分离项目将至少提升5000吨产能。除了自己主导控制的冶炼分离项目之外，公司于2021年上半年参股了两家公司：1) 广西域潇西骏，拥有5000吨/年的稀土冶炼分离能力 2) 衡阳谷道新材料，5000吨氯化稀土项目已经完成建设，将会对公司产业链条构成重要补充。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



❖ 配额指标富有弹性，锆钛业务助力企业多点开花

配额方面，公司在六大稀土企业集团之一中铝集团的成员单位中稀土配额占比最大。而海外矿山资源不受国内开采配额的影响，海内外多元化的稀土精矿供应渠道，增加了下游业务和稀土产量的供给弹性，共同增加了盛和资源在行业内的竞争力。

锆钛分选业务是公司的一大主要业务。当前国内锆资源产量低，全球锆资源储量主要集中在澳大利亚和南非等国，近年来随着对锆的需求量日益增大，我国对于锆的进口数量一直是全球第一。锆钛分选方面，公司目前拥有 50 万吨/年的海滨砂矿处理能力，其中这部分产能每年约可产出 1 万吨左右独居石，独居石中稀土含量约 55%，可供公司的稀土冶炼分离产能用于生产。另外公司目前正在江苏省连云港市推进新的选矿基地建设，将新增年处理 150 万吨锆钛选矿项目，目前正在进行设备安装，计划在 2022 年下半年投产试运营。届时公司锆钛矿处理能力将提升至 200 万吨/年，独居石产量有望达到 3 万吨以上。锆钛分离业务对于抬升稀土板块的平均估值具有正向作用，多渠道的产品供应能力也在当下稀土配额趋向严格的大背景下，有着核心竞争优势。

❖ 予以“增持”评级

我们预计公司 2022-2024 年营收为 211.6/247.5/290.2 亿元，同比增速 97.9%/17.8%/17.2%，归属母公司净利润为 21.8/24.9/27.9 亿元，同比增速 99.6%/14.9%/14.7%。

估值要点如下：2022 年 5 月 20 日，股价 17.97 元，总股本 17.53 亿股，对应市值 315 亿元，2022-2024 年 PE 约为 12、10 和 9 倍。公司 2021 年年初的时候曾对外发布《2021-2022 年经营发展规划》，2022 年将坚持规划中确定的目标来进行生产。结合当前稀土主要产品价格和规划中的排产情况，以及 2021 年的各个产品的营收情况，公司未来的业绩确定性较强。

❖ 风险提示：稀土价格出现下调、海外矿产开采进度低于预期、疫情影响开工率。

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	10616	21161	24752	28978
+/-%	30.15%	97.92%	17.79%	17.82%
净利润(百万)	1076	2181	2489	2791
+/-%	30.30%	99.57%	13.88%	14.69%
EPS(元)	0.61	1.22	1.39	1.58
PE	23	12	10	9

资料来源：公司公告，预测截止日期 2022 年 5 月 20 日，川财证券研究所



正文目录

一、	公司发展历程和股权结构.....	5
1.1.	公司发展历程.....	5
1.1.1.	公司基本概况.....	5
1.1.2.	设立以来的主营业务.....	5
1.2.	股权结构.....	6
1.2.1.	公司当前股权结构：控股股东其实际控制人为财政部.....	6
1.2.2.	混合所有制是公司特色.....	7
二、	行业供需格局变革情况和未来前景.....	8
2.1	政策端.....	8
2.2	供给端.....	9
2.3	需求端.....	11
2.4	价格端.....	12
三、	当前竞争格局下公司的主要增长点.....	14
3.1	业绩发展和资本运作情况.....	14
3.2	稀土矿产资源丰富，产能国内处于领先地位.....	16
3.3	配额指标具有弹性，锆钛业务助力企业多点开花.....	18
3.4	稀土冶炼分离技术世界领先，构筑企业护城河.....	19
四、	投资建议.....	20
4.1	投资逻辑和观点.....	20
4.1.1.	营收利润稳定增长，产品单价提升催化业绩上涨.....	20
4.1.2.	冶炼技术不断精进，全产业链布局加深企业护城河.....	20
4.2	盈利预测与估值比较.....	22
4.2.1.	盈利预测.....	22
4.2.2.	估值比较.....	23
	风险提示.....	23
	盈利预测.....	24
	相关报告.....	25



图表目录

图 1: 公司的主要发展历程.....	5
图 2: 公司产品链.....	6
图 3: 股权结构图.....	7
图 4: 全球稀土储量情况.....	9
图 5: 我国稀土产量占世界 63%以上.....	10
图 8: 新能源汽车月销量.....	11
图 11: 家用变频空调产量 (万台).....	12
图 12: 氧化镨钕价格 (元/吨).....	12
图 13: 主要产品营业收入对比.....	14
图 14: 历年营业收入情况.....	14
图 15: 近年来利润情况.....	15
图 16: 全球市场布局.....	15
图 17: 盛和资源稀土产业链布局.....	17
图 18: 全球锆资源储量.....	18
图 19: 锆氧化物表观消费量.....	19
表格 1. 公司 2022 年最新前十大股东情况.....	7
表格 2. 近年来稀土行业相关政策梳理.....	8
表格 3. 公司近年重大资本运作关键时间节点和状态.....	16
表格 4. 2017 年定向增发结果.....	16
表格 6. 预计 2022 年年底公司稀土储备情况.....	17
表格 7. 芒廷帕斯稀土矿主要元素.....	17
表格 8. 2022 年主要产品的生产计划.....	22
表格 9. 可比公司估值.....	23

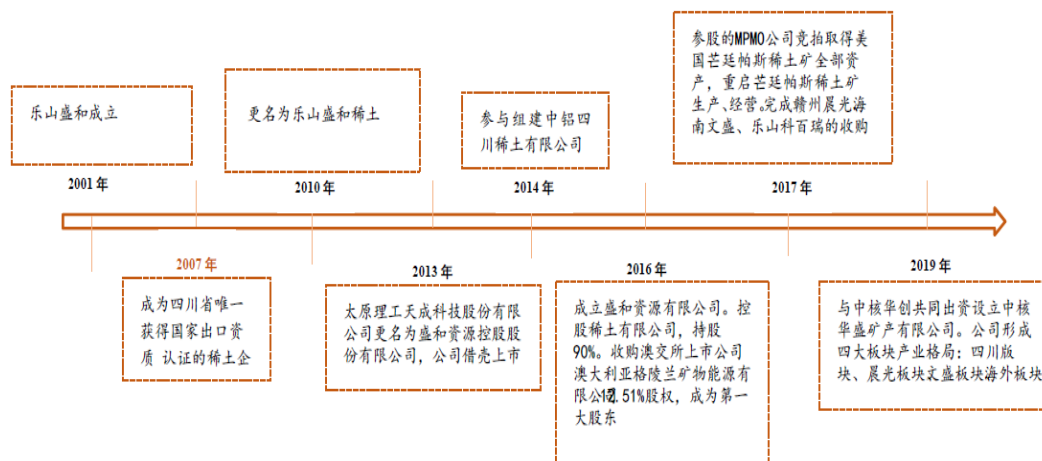
## 一、公司发展历程和股权结构

### 1.1. 公司发展历程

#### 1.1.1. 公司基本情况

盛和资源控股股份有限公司，地处四川，前身为 2001 年成立的乐山盛和稀土科技有限公司。2013 年，乐山盛和登陆上交所并改名盛和资源。公司的主要业务是稀土矿开采，冶炼分离、深加工、冶炼以及锆钛选矿及加工等业务。上市后的发展历程主要有两个阶段，第一，公司通过多种方式加速布局产业链，并与六大稀土集团之一的中铝公司深度合作，加快稀土整合。之后，公司加快扩张步伐，在行业低谷期大举购买晨光稀土等多项优质资产现已经发展成为稀土行业全产业链企业。

图 1：公司的主要发展历程



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

#### 1.1.2. 设立以来的主营业务

自 2001 年公司创立以来，公司一直深耕稀土产业链条，集稀土研发、生产和应用等于一体，广泛应用于新能源、新材料、航空航天、军工、电子信息等领域。20 余年已经形成了成熟的稀土产业链。

从公司主要产品及业务领域的发展过程来看，公司自成立以来围绕稀土开采和分离进行业务拓展。公司在成立之初主要在稀土分离技术方面投入较大，2007 年成为了四川省唯一获得国家出口资质认证的企业。公司用六年的时间，提升其稀土金属的开采和稀土矿的分离技术，技术标准得到提升。公司在 2013 年，太原理工天成技术股份有限公司更名为盛和资源控股股份有限公司，实现借壳上市。2014 年，参与组建了中铝四川稀土有限公司。2016 年，成立盛和资源有限公司，控股稀土有限公司，持股 90%。收购港交所



上市公司澳大利亚格陵兰矿 51%的股权，成为了第一大股东。2019 年与中核华创共同出资设立了中核华盛矿产有限公司。

近年来，随着公司产品线的不断丰富，公司的冶炼分离技术和锆钛金属提炼技术都在世界上处于领先地位。目前，公司业务板块轻、重稀土均有，多年来通过投资并购积极布局稀土全产业链，涉及上游原矿采选、中游冶炼分离和下游加工应用等业务环节，在矿资源储量、稀土分离产能、加工产能和锆钛加工产能方面，都处于业内领先地位，公司目前参与的稀土项目资源量合计约 1200 万吨 REO。同时，经过不断的资源整合，现已成为四川省规模最大、国内业绩领先的稀土开采和冶炼企业。

图 2：公司产品链



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

## 1.2. 股权结构

### 1.2.1. 公司当前股权结构：控股股东其实际控制人为财政部

中国地质科学院矿产综合利用研究所持有盛和资源 14.04%的股份，为公司控股股东，综合研究所为事业单位法人，其实际控制人为财政部。截止 2022 年一季报，公司主要参控股公司有包含乐山盛和稀土股份有限公司、赣州晨光稀土新材料有限公司等在内的 20 家。



表格 1.公司 2022 年最新前十大股东情况

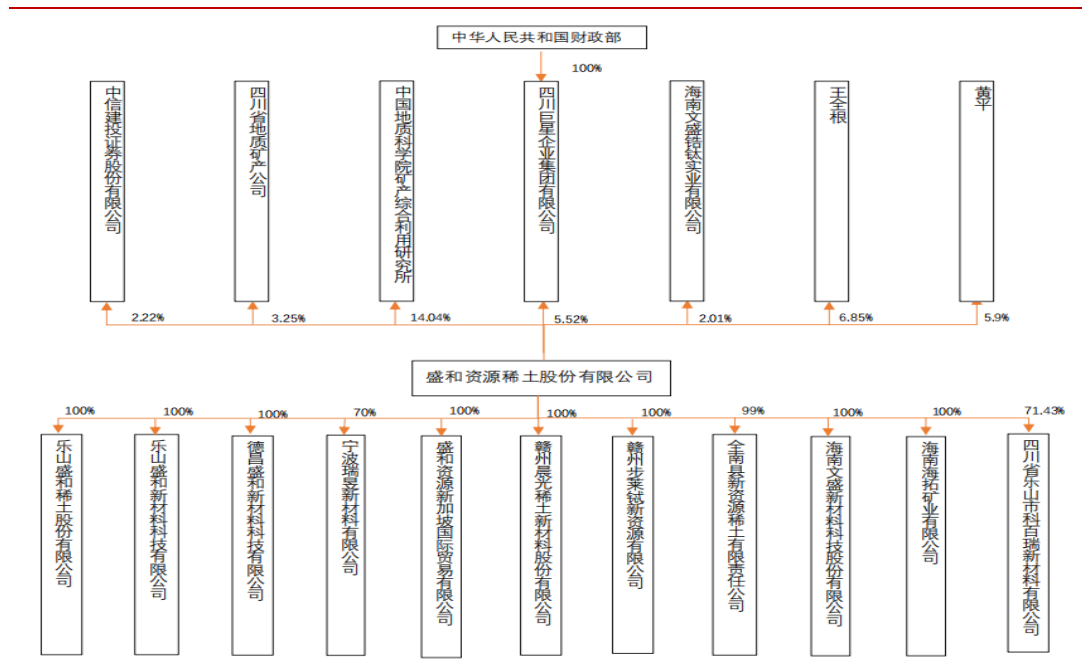
排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	中国地质科学院矿产综合利用研究所	不变	246,382,218	14.04
2	杜柯呈	不变	117,289,498	6.68
3	黄平	不变	96,271,094	5.49
4	四川巨星企业集团有限公司	不变	87,640,200	4.99
5	四川省地质矿产(集团)有限公司	不变	55,232,004	3.15
6	香港中央结算有限公司	增加	47,028,617	2.68
7	王晓晖	不变	20,425,746	1.16
8	翟焯	不变	9,868,800	0.56
9	山西煤炭运销集团有限公司	增加	9,500,000	0.54
10	陆贵新	新进	7,500,000	0.43
	合计	不变	697,138,177	39.72

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

### 1.2.2. 混合所有制是公司特色

股权结构方面，混合所有制是公司的特色。股权结构中，国有股东成分在公司发展方向上发挥了政策引导作用，为公司提供政策资源，民营经济成分充分发挥公司市场机制的活力。此外，公司与中铝公司（稀土六大集团之一）在行业整合中深度合作，政策优势明显。

图 3：股权结构图



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明

## 二、行业供需格局变革情况和未来前景

### 2.1 政策端

政策端，稀土行业整治正在趋向常态化。稀土行业整治过程历经了很长一段时间，随着稀土管理条例的出台，市场格局发生变化，稀土产业也在不断规范化。黑稀土逐步退出，龙头企业市场份额进一步增加，拥有了核心话语权。特别是 2021 年 1 月稀土行业首部立法《稀土管理条例征求意见稿》的出台，进一步建立起行业规范发展的长效机制，龙头企业将获得更大市场份额和空间掌握核心话语权，全新稀土产业时代来临。

表格 2.近年来稀土行业相关政策梳理

时间	部门	政策名称	主要内容
2011.05	国务院	《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》	提出力争用 5 年时间形成技术先进，集约发展的稀土行业持续健康发展格局
2011.08	工信部	《关于开展全国稀土等矿产开发秩序专项行动的通知》	工信部等六个部门联合下发，决定从 2011 年 8 月至 12 月集中开展稀土等矿产开发秩序专项整治
2012.08	工信部	《稀土行业准入条件》	我国第一次生产规模标准设置稀土准入门槛
2013.01	工信部、发改委等	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》	减少稀土开采和冶炼分离企业数量，提高产业集中度
2013.06	粤赣两省政府	《赣粤两省关于共同构建省际矿产资源联合执法机制的意见》	两省协作联合打击稀土等矿产盗采行为
2013.08	国土资源部	《稀土行业整合确定 5 家龙头企业》	我国稀土整合方案或初步确定 5 家龙头企业，包括包钢稀土、广晟有色、中铝集团、五矿集团和赣州稀土集团。
2016.07	工信部	《稀土行业规范条件》	明确开采稀土矿产资源应依法取得采矿许可证和安全生产许可证。
2016.10	工信部	《稀土行业发展规划（2016-2020 年）》	提出多种产量措施助推稀土产品“十三五”期间更上一层楼
2019.06	商务部	中国将对美国部分进口产品加征关税	反制美国“实体清单”，“稀土永磁”也在该加税名单之中
2019.08	人大常委	《中华人民共和国资源税法》	新公布轻稀土资源税为 7%-12%，中重稀土为 20%
2020.01	自然资源部	《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见》	严格控制出让稀土放射性矿产开采项目
2020.10	人大常委	《中华人民共和国出口管制	加强和规范了出口管制，稀土作为重



2021.01	工信部	《稀土管理条例（征求意见稿）》	要战略物资其出口或将被进一步 缩减 冶炼分离总量指标制度；加强采矿、 产品进出口及储备管理，建立检 查制度；明确相关违法行为惩罚 措施
---------	-----	-----------------	--

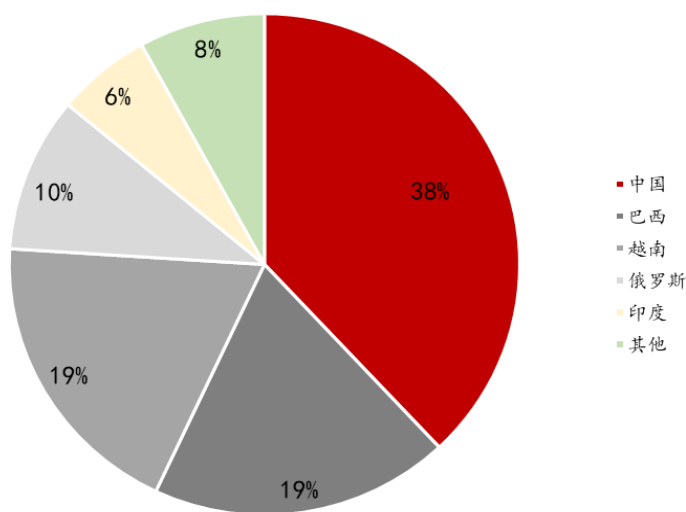
资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

行业实行配额制管理。我国稀土行业供给端由配额制管控。为了限制稀土产业盲目发展，规范市场行为，以《国务院关于全面整顿和规范矿产资源开发秩序的通知》，自2006年开始我国稀土行业开始实行配额制。监管力度不断加大，环保整治和监督的决心在这几年的治理中得到了体现。过去十多年随着稀土行业持续的打黑、环保核查等多方面的治理，2017年后在稀土行业整治常态化方面，不同于以往的雷声大雨点小，已经开始打实的落地，督察组去了各个工厂查看，勒令停产。同时以往对六大集团的管控是相对较弱的，六大集团的开采/冶炼指令计划是真实在落地。

## 2.2 供给端

国内稀土行业综合竞争力全球领先，国家配额成为稀土行业总供给释放关键。中国是全球稀土储量最为丰富的国家，占比高达38%。中国稀土冶炼分离产品产量占全球88%以上。可以说，中国稀土产业在全球竞争优势明显，海外稀土冶炼分离产能有限，且资本开支和运营成本均高于国内。

图 4：全球稀土储量占比情况

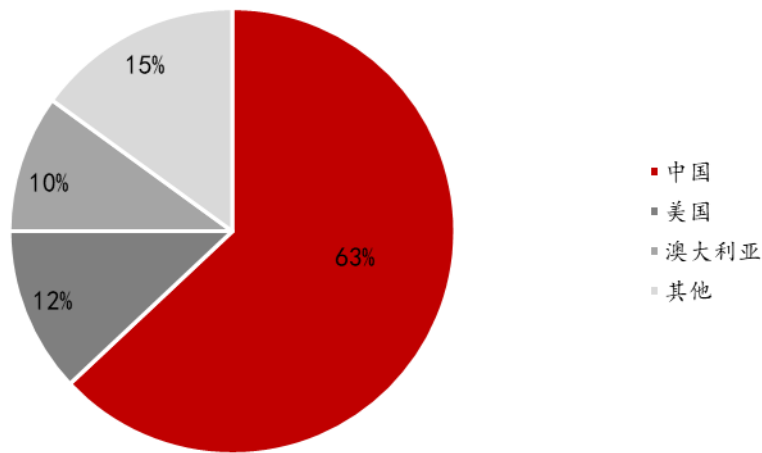


资料来源：IFinD，川财证券研究所



而在海外冶炼技术层面方面，成熟的冶炼分离产线只有 Lynas 在马来西亚的配套冶炼厂。海外 Lynas 自 2007 年计划在马来西亚建设稀土冶炼厂，但是由于马来西亚政府的审核等问题，项目建设推进速度低于预期，比原计划晚了 3 年左右，总体而言，我国稀土的领先的冶炼技术和充足的储备量奠定了其强大的稀土供应和议价能力。

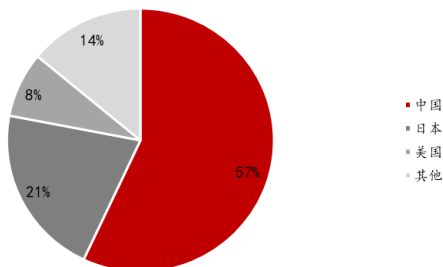
图 5：我国稀土产量占世界 63%以上



资料来源：IFinD，川财证券研究所

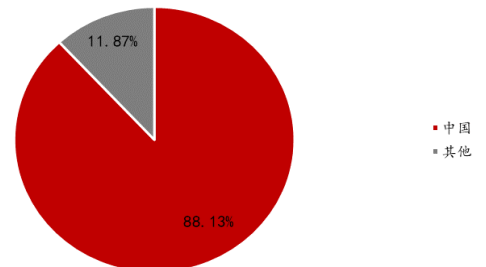
中国稀土产品主要出口日本和美国。中国、日本和美国是全球最大的稀土消费国，消费量分别占到全球消费总量的 57%、21%和 8%。从海关数据看，日美为我国稀土主要出口国家，2019 年我国稀土产品共出口到 60 个国家和地区。其中出口日本约 1.65 万吨，占比 35.6%；出口美国约 1.53 万吨，占比 33%。

图 6：全球稀土消费排名



资料来源：IFinD，川财证券研究所

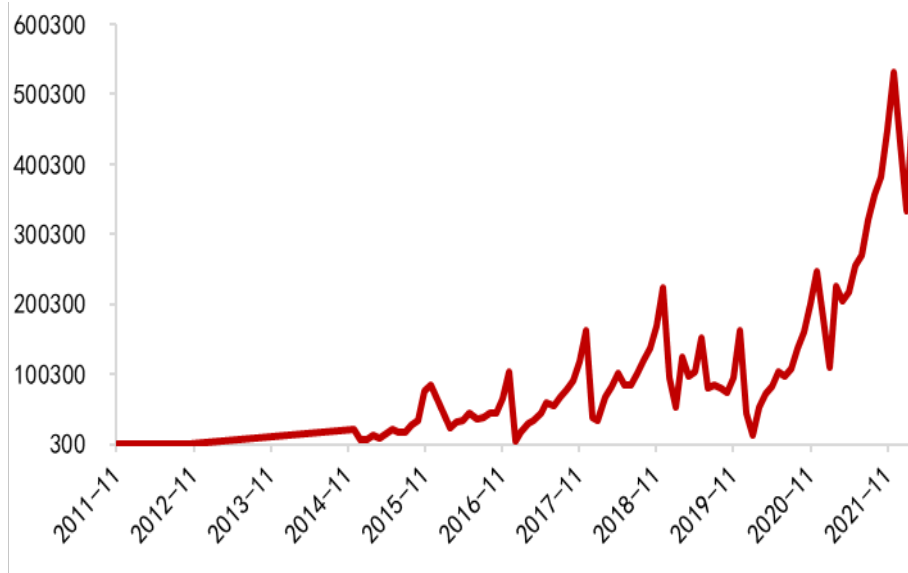
图 7：我国稀土冶炼分离产能占 88%以上



资料来源：IFinD，川财证券研究所

## 2.3 需求端

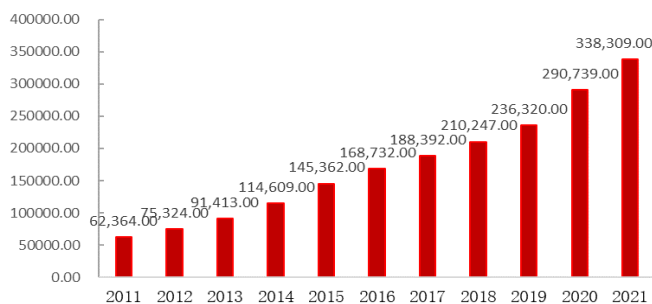
图 8：新能源汽车月销量（辆）



资料来源：IFinD，川财证券研究所

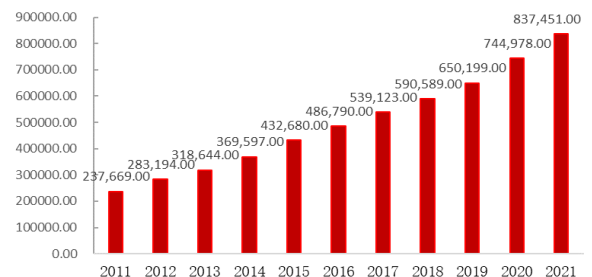
行业需求正在不断变革，蓬勃的新能源行业发展强力支撑了稀土的需求端。稀土具有优异磁、光、电性能，对改善产品性能，增加产品品种及提高生产效率起到巨大作用。新能源车、风电和工业机器人等领域的快速发展，以及工业电机、变频空调和节能电梯等领域内稀土永磁电机渗透率的提升都将带动稀土需求的大幅提升。具体来看，新能源车是稀土需求增长核心应用领域，我们预计 2025 年电动汽车领域氧化镨钕消费量将超过 5 万吨，5 年间复合增速达 47%。另外在节能降耗导向下，永磁电机因优异的节能效果也有望得到广泛应用，带动的稀土消费不容忽视。综上我们预计到 2025 年全球氧化镨钕需求或将超过 13 万吨，在供给稳健增长假设下，全球氧化镨钕的供需缺口将持续扩大。

图 9：我国历年风电装机量（台）



资料来源：IFinD，川财证券研究所

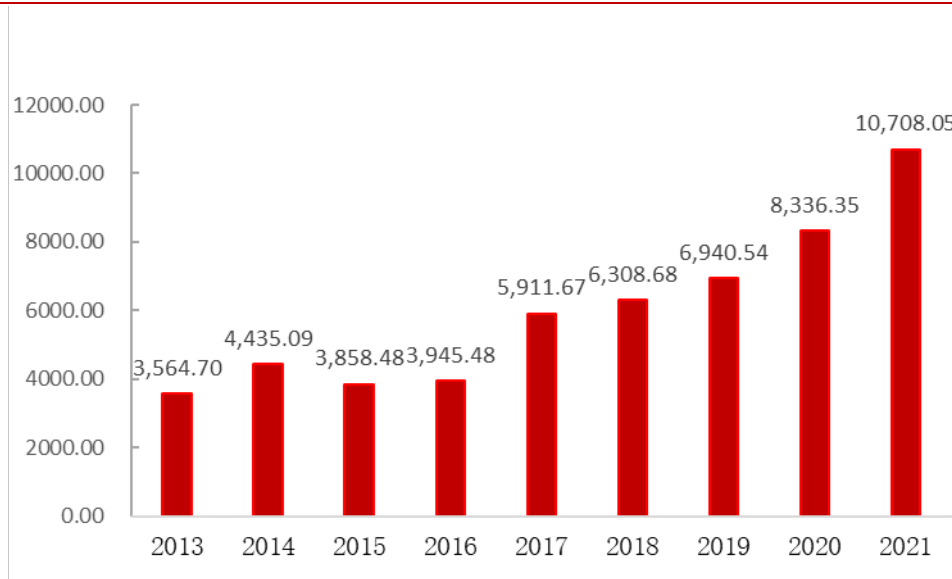
图 10：全球历年风电装机量（台）



资料来源：IFinD，川财证券研究所



图 11：家用变频空调产量（万台）



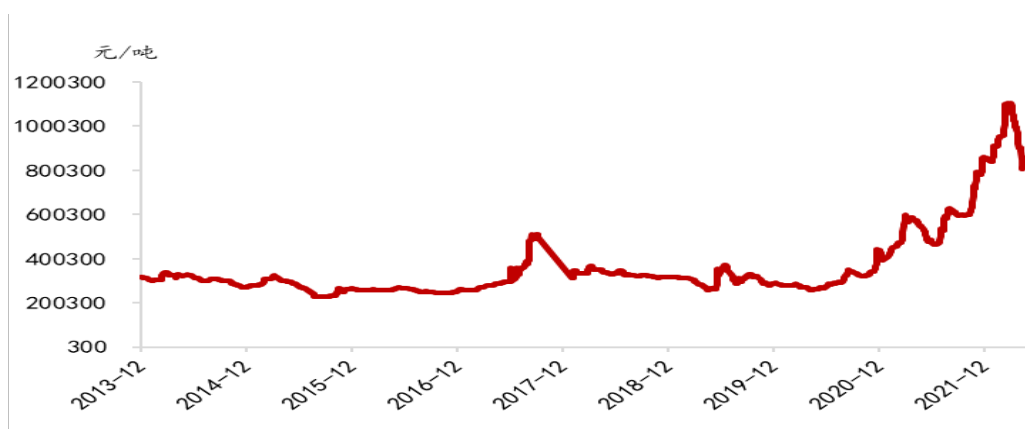
资料来源：IFinD，川财证券研究所

## 2.4 价格端

最后来看稀土价格方面，2021 年稀土价格节节攀升。自 2020 年二季度开始，本轮稀土价格的上行周期已持续将近 2 年左右的时间。尤其是在 2021 年 10 月国庆节后，供需矛盾加剧了稀土价格快速拉涨，涨势超市场预期。

2022 年至今稀土价格冲高回落。2022 年 3 月 3 日工信部稀土办公室约谈稀土企业，要求有关企业要充分发挥示范带头作用，推动健全稀土产品定价机制，共同引导产品价格回归理性，促进稀土产业持续健康发展。受此影响，稀土价格出现一定回调。但在五月以后，稀土主要产品价格已经开始反弹，中长期趋势仍将不断向好。

图 12：氧化镨钕价格



资料来源：IFinD，川财证券研究所



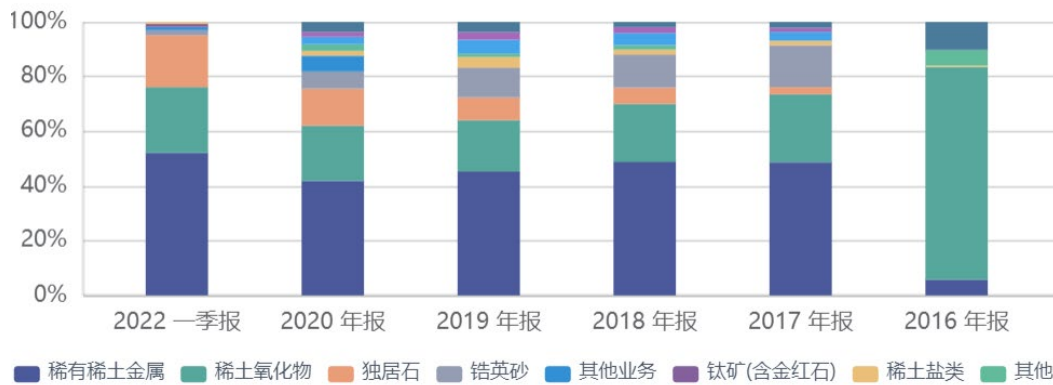
整体来看，稀土行业稀土价值重估。过往稀土价格呈现出政策驱动下暴涨暴跌的特征。而当前时点来看，行业基本面已发生根本性变化。供给有序，黑稀土出清，稀土开采冶炼严格按照配额管控。需求旺盛，新能源产业发展加速提升磁材需求，稀土消费全面爆发。供需紧张背景下，稀土价格由基本面驱动稳步上涨。

### 三、当前竞争格局下公司的主要增长点

#### 3.1 业绩发展和资本运作情况

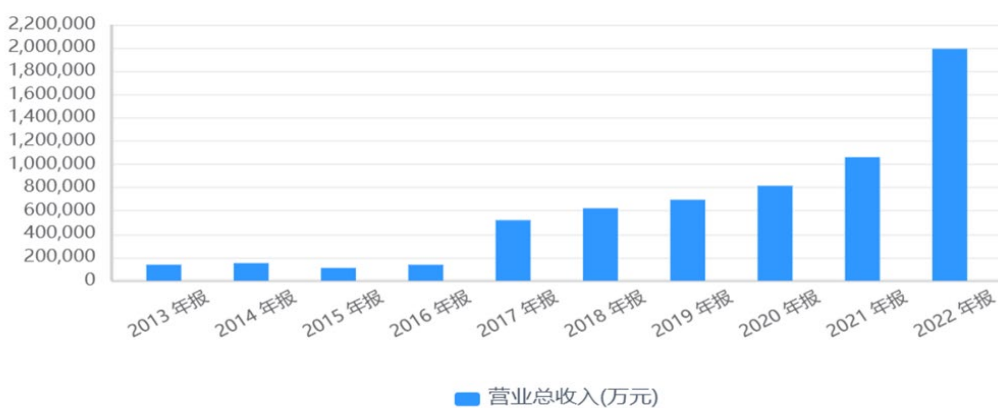
公司实现营收 106.16 亿元，同比+30.15%；实现归属母公司净利润 10.76 亿元，同比+232.82%。公司打通了上下游产品环节，受益于稀土价格此轮周期的上涨，公司稀土氧化物以及稀土金属为公司的利润端做出较大贡献，营收在近年来也实现了稳定增长，按照 22 年的排产计划来看，22 年的营收会有较大的涨幅。

图 13: 主要产品营业收入对比



资料来源: 公司公告, 公司网站, IFind, 川财证券研究所

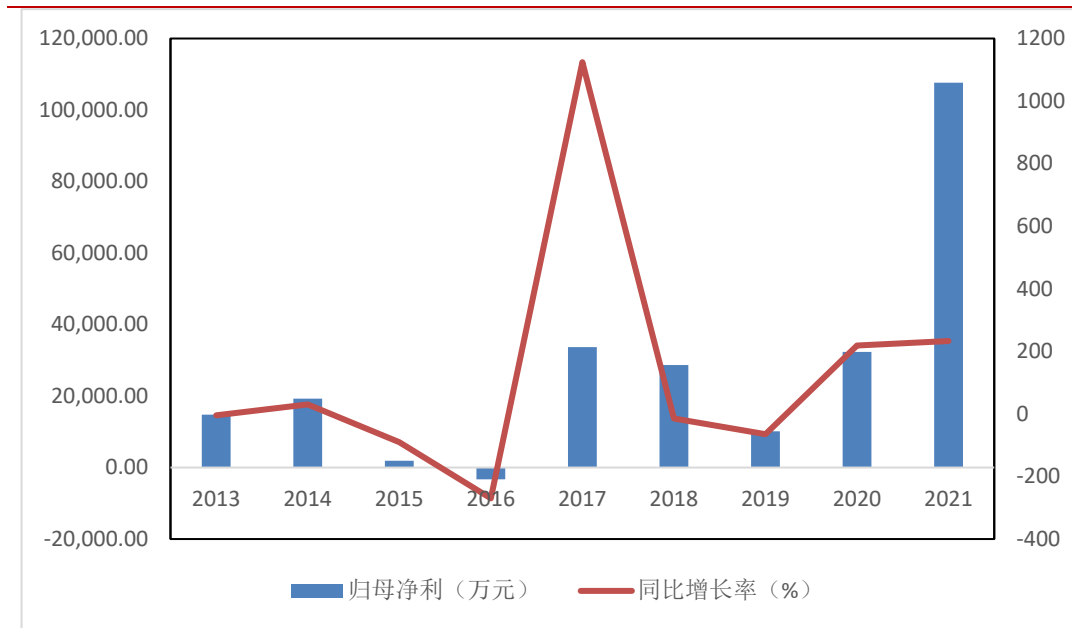
图 14: 历年营业收入情况



资料来源: 公司公告, 公司网站, IFind, 川财证券研究所

进入 2020 年, 公司业务规模出现了较大的扩张, 各产品的营业收入均增加, 同时稀土产品所占的比重进一步增加。2021 年公司归属母公司净利润同比增加 232%。

图 15: 近年来利润情况



资料来源: 公司公告, 公司网站, IFind, 川财证券研究所

公司兼顾国内国外两种资源、两个市场, 经营活动遍及亚洲、美洲、欧洲、澳洲和非洲, 目前已在越南、新加坡设立子公司, 在美国、澳大利亚投资了稀土企业。

图 16: 全球市场布局



资料来源: 公司公告, 公司网站, IFind, 川财证券研究所

公司在近年来最主要的节点, 一是在财政部正式成为实际控制人之后, 和中国铝业深度合作, 在国内稀土配额方面有着先天的政策优势; 随后 2017 年纳入优质的资产, 晨光稀土增厚了企业的稀土产能。



表格 3.公司近年重大资本运作关键时间节点和状态

序号	重要资本运作	状态	开始时间
1	2017 定向增发	完成	2017/04/12
2	2013 定向增发	完成	2013/01/11

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

表格 4.2017 年定向增发结果

关键项目	具体内容
发行股份总数	7798 万股
发行价格	8.53 元/股
发行市盈率	40.54 倍
募集资金	募集资金净额 282598.33 万元

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

2017 年的募投项目，最终以 8.53 元的价格募集 7798 万股，成功收购晨光稀土后，盛和资源的国内稀土产能迈上了新台阶。

表格 5.IPO 募投资金项目

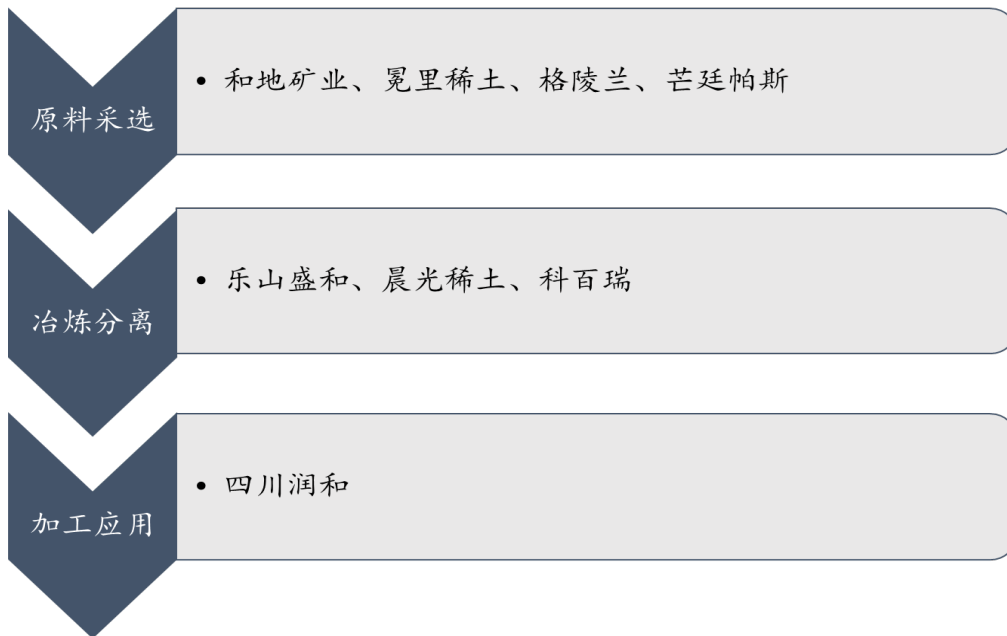
序号	项目名称	计划投资 (万元)	实际投资 (万元)
1	年产 2 万吨陶瓷纤维保温制品项目	20,000.00	565.00
2	年产 5 万吨莫来石项目	20,178.00	465.00
3	支付标的资产现金对价	22,375.73	22,375.73
4	支付本次交易费用	4,001.42	3,682.80
5	年处理 150 万吨锆钛选矿项目	46,953.22	19,464.43

资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

### 3.2 稀土矿产资源丰富，产能国内处于领先地位

盛和资源较早实现了稀土全产业链的整合，同时是融南北轻重稀土业务为一体的上市公司。



**图 17: 盛和资源稀土产业链布局**


资料来源: 公司网站, IFinD, 川财证券研究所

具体来看, 稀土矿资源方面, 公司目前实际掌握稀土资源每年 5 万吨的稀土产量。国内, 公司控股子公司乐山盛和受托管理四川省凉山州德昌大陆槽稀土矿, 是中国第二大轻稀土矿区, 年产稀土精矿约 1 万吨; 控股子公司和地矿业拥有德昌大陆槽稀土矿的采矿许可证等资产, 除此之外公司在国内还参股了冕里稀土、山东钢研中铝稀土科技有限公司。

**表格 6. 预计 2022 年年底公司稀土储备情况 (万吨)**

分类	2021	2022E
国内	10000	10000
国外	40000	70000
总计	50000	80000

资料来源: 公司公告, IFinD, 川财证券研究所

国外, 公司于 2017 年投资参股美国芒廷帕斯, 芒廷帕斯稀土矿矿石储量 1465 万吨, 稀土产量总量约 115 万吨, 年产稀土精矿 4 万吨, 这部分资源全部由盛和承包运往中国, 且不在国内的配额范围之内。另外乐山盛和还参股了格陵兰科瓦内湾稀土矿, 首期计划年产不低于 3 万吨。

**表格 7. 芒廷帕斯稀土矿主要元素**

金属元素	含量
铈	49.6%
镧	32.7%
钕	11.5%
镨	4.3%

资料来源: 公司公告, IFinD, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明



### 3.3 配额指标具有弹性，锆钛业务助力企业多点开花

配额方面，公司在六大稀土企业集团之一中铝集团的成员单位中稀土配额占比最大。而海外矿山资源不受国内开采配额的影响，海内外多元化的稀土精矿供应渠道，增加了下游业务和稀土产量的供给弹性，共同增加了盛和资源在行业内的竞争力。

锆钛分选业务是公司的一大主要业务。当前国内锆资源产量低，全球锆资源储量主要集中在澳大利亚和南非等国，近年来随着对锆的需求量日益增大，我国对于锆的进口数量一直是全球第一。

图 18：全球锆资源储量（万吨）

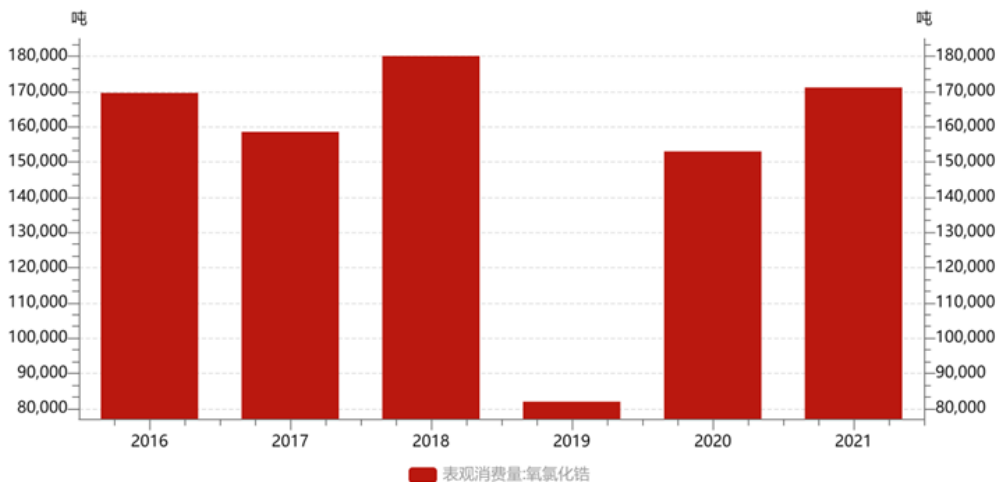


资料来源：公司网站，IFind，川财证券研究所

锆钛分选方面，公司目前拥有 50 万吨/年的海滨砂矿处理能力，其中这部分产能每年约可产出 1 万吨左右独居石，独居石中稀土含量约 55%，可供公司的稀土冶炼分离产能用于生产。另外公司目前正在江苏省连云港市推进新的选矿基地建设，将新增年处理 150 万吨锆钛选矿项目，目前正在进行设备安装，计划在 2022 年下半年投产试运营。届时公司锆钛矿处理能力将提升至 200 万吨/年，独居石产量有望达到 3 万吨以上。



图 19：锆氧化物表现消费量

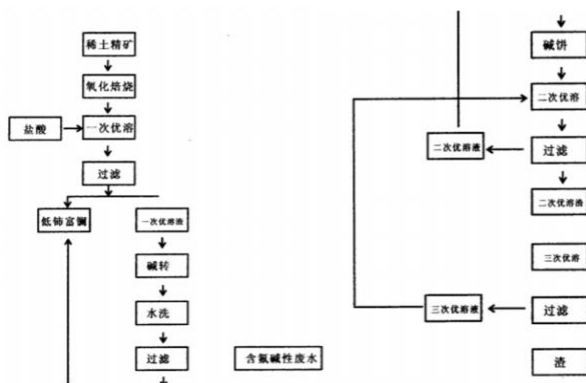


资料来源：IFinD，川财证券研究所

### 3.4 稀土冶炼分离技术世界领先，构筑企业护城河

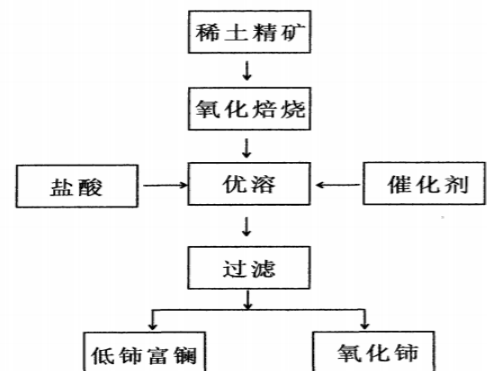
稀土冶炼分离方面，公司目前拥有约 1.5 万吨的稀土冶炼分离产能。其中，四川基地乐山盛和约 8000 吨，以轻稀土矿为主要原料；江西基地晨光稀土约 7000 吨，以南方离子型稀土矿、独居石氯化片、钕铁硼和荧光粉废料等为主要原料。另外，公司目前正在江苏省连云港市推进新的稀土冶炼分离生产基地建设，连云港稀土分离项目将至少提升 5000 吨产能。除了自己主导控制的冶炼分离项目之外，公司于 2021 年上半年参股了两家公司：1) 广西域潇西骏，拥有 5000 吨/年的稀土冶炼分离能力 2) 衡阳谷道新材料，5000 吨氯化稀土项目已经完成建设，将会对公司产业链条构成重要补充。

图 20：传统冶炼技术



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所

图 21：公司全新的冶炼技术



资料来源：公司公告，IFinD，川财证券研究所



公司的冶炼分离技术较传统繁琐效率低的技术进行了彻底升级。冶炼产业链的完整度、冶炼的能力和产能，都具有国内的领先地位，也是公司主要的竞争力。

## 四、投资建议

### 4.1 投资逻辑和观点

#### 4.1.1. 营收利润稳定增长，产品单价提升催化业绩上涨

公司 2021 年，实现营收 106.16 亿元，同比+30.15%；实现归属母公司净利润 10.76 亿元，同比+232.82%；实现扣除非经常损益后归母净利润 10.22 亿元，同比+1326.07%；实现经营活动产生的现金流量净额 9.64 亿元，同比+189.74%。21Q4 单季度实现营收 28.25 亿元，同比+7.07%，环比-3.50%；实现归属母公司净利润 2.45 亿元，同比+38.61%，环比-15.23%。实现扣除非经常损益归属母公司净利润 2.19 亿元，同比+843.25%，环比-19.69%。

公司 2021 年稀土氧化物产量 10,949.04 吨，同比-5.94%，销量 10,869.64 吨，同比+50.48%；稀有稀土金属产量 9,236.27 吨，同比-1.29%，销量 8,638.47 吨，同比-4.30%；稀土精矿(含独居石)产量 8,109.15 吨，同比-21.03%，销量 67,599.76 吨，同比-3.20%。

公司 2021 年销售费用为 2836.81 万元，同比-70.84%，销售费用明显减少主要系根据新会计准则要求，2021 年为履行销售合同而发生的运输费用纳入营业成本核算。

2022 年第一季度业绩公告：实现归属母公司净利润 7.00-7.50 亿元，同比增加 125.31%-141.41%；实现扣除非经常损益后和归属母公司净利润 6.95-7.45 亿元，同比增加 126.28%-142.56%。公司盈利实现大幅增长主要系因为，受市场供求关系等因素影响，稀土主要产品价格同比上涨，且公司产销量同比提升。

#### 4.1.2. 冶炼技术不断精进，全产业链布局加深企业护城河

稀土冶炼分离一直是盛和资源的主要业务，公司通过并购重组目前公司拥有四川和江西两处稀土冶炼分离基地，公司目前拥有约 1.5 万吨的稀土冶炼分离产能。其中，四川基地乐山盛和约 8000 吨，以轻稀土矿为主要原料；江西基地晨光稀土约 7000 吨，以南方离子型稀土矿、独居石氯化片、钹铁硼和荧光粉废料等为主要原料。另外，公司目前正在江苏省连云港市推进新的稀土冶炼分离生产基地建设，连云港稀土分离项目将至少提升 5000 吨产能。除了自己主导控制的冶炼分离项目之外，公司于 2021 年上半年参股了两家公司：1) 广西域潇西骏，拥有 5000 吨/年的稀土冶炼分离能力 2) 衡阳谷道新材料，5000 吨氯化稀土项目已经完成建设，将会对公司产业链条构成重要补充。

公司是唯一在国内外均有战略布局的中国稀土上市公司，有矿山开采、金属冶炼分离加工、稀土废料回收等几大环节全覆盖的较为完善的系统产业链。



#### 4.1.3 配额指标富有弹性，锆钛业务助力企业多点开花

配额方面，公司在六大稀土企业集团之一中铝集团的成员单位中稀土配额占比最大。而海外矿山资源不受国内开采配额的影响，海内外多元化的稀土精矿供应渠道，增加了下游业务和稀土产量的供给弹性，共同增加了盛和资源在行业内的竞争力。

锆钛分选业务是公司的一大主要业务。当前国内锆资源产量低，全球锆资源储量主要集中在澳大利亚和南非等国，近年来随着对锆的需求量日益增大，我国对于锆的进口数量一直是全球第一。锆钛分选方面，公司目前拥有 50 万吨/年的海滨砂矿处理能力，其中这部分产能每年约可产出 1 万吨左右独居石，独居石中稀土含量约 55%，可供公司的稀土冶炼分离产能用于生产。另外公司目前正在江苏省连云港市推进新的选矿基地建设，将新增年处理 150 万吨锆钛选矿项目，目前正在进行设备安装，计划在 2022 年下半年投产试运营。届时公司锆钛矿处理能力将提升至 200 万吨/年，独居石产量有望达到 3 万吨以上。锆钛分离业务对于抬升稀土板块的平均估值具有正向作用，多渠道的产品供应能力也在当下稀土配额趋向严格的大背景下，有着核心竞争优势。

## 4.2 盈利预测与估值比较

### 4.2.1. 盈利预测

#### 4.2.1.1. 近期关键财务数据

公司 2021 年，实现营收 106.16 亿元，同比+30.15%；实现归属母公司净利润 10.76 亿元，同比+232.82%；实现扣除非经常损益后的归属母公司净利润 10.22 亿元，同比+1326.07%。

第一季度，实现归属母公司净利润 7.00-7.50 亿元，同比增加 125.31%-141.41%；实现扣除非经常损益后归属母公司净利润 6.95-7.45 亿元，同比增加 126.28%-142.56%。

#### 4.2.1.2. 盈利预测假设

公司 2021 年年初的时候曾对外发布《2021-2022 年经营发展规划》，2022 年将坚持规划中确定的目标来进行生产。结合当前稀土主要产品价格和规划中的排产情况，以及 2021 年的各个产品的营收情况，作出假设。

表格 8.2022 年主要产品的生产计划

	2021	2022E
1) 稀土矿		
氟碳铈矿	40000	40000
独居石	10000	15000
合计	50000	55000
2) 稀土氧化物		
镨钕类	6300	8000
氧化镨	200	220
氧化铈	30	40
3) 稀土金属		
镨钕类	9500	10000
镨	2000	2000
铈	60	70
4) 锆钛		
锆英砂	80000	80000
钛精矿	200000	300000
金红石	20000	30000

资料来源：公司公告，IFind，川财证券研究所

#### 4.2.1.3. 盈利预测结论

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年营收为 211.6/247.5/290.2 亿元，同比增速 97.9%/17.8%/17.2%，归属母公司净利润为 21.8/24.9/27.9 亿元，同比增速 99.6%/13.9%/14.7%。

#### 4.2.2. 估值比较

2022 年 5 月 20 日，股价 17.97 元，总股本 17.53 亿股，对应市值 315 亿元，2022-2024 年 PE 约为 12、10 和 9 倍。

表格 9.可比公司估值

序 号	代码	公司	股价/ 元	市值/亿元	PE			PB
					2021A	2022E	2023E	最新
1	600111.SH	北方稀土	34.62	1,257.77	15.57	12.11	10.16	7.44
2	600010.SH	包钢股份	1.90	866.12	20.13	16.13	14.53	1.56
3	600549.SH	厦门钨业	19.53	277.03	18.01	14.71	12.99	2.84
4	600392.SH	盛和资源	17.97	314.98	13.87	12.81	12.00	2.89

资料来源：IFinD，川财证券研究所

## 风险提示

稀土价格出现下调；  
 海外矿产开采进度低于预期；  
 疫情影响开工率。

## 盈利预测

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1307	2246	2000	2000	2000	营业收入	8157	10616	21161	24752	28978
应收款项	2125	1912	3781	4444	5213	营业成本	6704	8628	17500	21521	24582
存货净额	2766	3687	7618	9016	10646	营业税金及附加	13	36	63	74	87
其他流动资产	903	1264	2499	2937	3445	销售费用	97	28	30	40	50
<b>流动资产合计</b>	<b>7155</b>	<b>9160</b>	<b>15949</b>	<b>18448</b>	<b>21354</b>	管理费用	203	253	262	287	312
固定资产	398	580	758	917	1059	研发费用	258	378	360	360	360
无形资产及其他	227	304	292	280	268	财务费用	150	107	100	100	100
投资性房地产	4024	4705	4705	4705	4705	投资收益	104	58	100	100	100
						资产减值及公允价值					
长期股权投资	303	398	398	398	398	变动	340	5	(20)	(20)	(20)
<b>资产总计</b>	<b>12106</b>	<b>15148</b>	<b>22102</b>	<b>24748</b>	<b>27784</b>	其他收入	(985)	(313)	(248)	(248)	(248)
短期借款及交易性金融						营业利润	449	1313	2568	2919	3326
融负债	1705	1947	4742	4394	3972	营业外净收支	285	5	3	3	3
应付款项	1396	1323	2733	3235	3820	<b>利润总额</b>	<b>734</b>	<b>1318</b>	<b>2571</b>	<b>2922</b>	<b>3329</b>
其他流动负债	713	1175	2394	3146	4040	所得税费用	219	196	386	438	499
<b>流动负债合计</b>	<b>3814</b>	<b>4444</b>	<b>9869</b>	<b>10776</b>	<b>11831</b>	少数股东损益	192	46	44	50	57
长期借款及应付债券	209	606	606	606	606	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>323</b>	<b>1076</b>	<b>2181</b>	<b>2489</b>	<b>2791</b>
其他长期负债	74	102	102	102	102	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>283</b>	<b>708</b>	<b>708</b>	<b>708</b>	<b>708</b>	<b>净利润</b>	323	1076	2142	2434	2773
<b>负债合计</b>	<b>4097</b>	<b>5152</b>	<b>10577</b>	<b>11484</b>	<b>12539</b>	资产减值准备	(96)	(123)	4	2	2
少数股东权益	442	634	664	699	738	折旧摊销	69	65	60	82	98
股东权益	7567	9362	10861	12565	14506	公允价值变动损失	(340)	(5)	20	20	20
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12106</b>	<b>15148</b>	<b>22102</b>	<b>24748</b>	<b>27784</b>	财务费用	150	107	100	100	100
						营运资本变动	(2246)	(1457)	(4401)	(1243)	(1426)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	其它	219	156	27	33	38
每股收益	0.18	0.61	1.22	1.39	1.58	<b>经营活动现金流</b>	<b>(2071)</b>	<b>(288)</b>	<b>(2149)</b>	<b>1328</b>	<b>1504</b>
每股红利	0.07	0.16	0.37	0.42	0.47	资本开支	0	(105)	(250)	(250)	(250)
每股净资产	4.31	5.33	6.20	7.17	8.28	其它投资现金流	(4)	3	0	0	0
ROIC	6%	9%	14%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(120)</b>	<b>(197)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
ROE	4%	11%	20%	19%	19%	权益性融资	(26)	3	0	0	0
毛利率	18%	19%	15%	15%	14%	负债净变化	60	396	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	12%	12%	11%	支付股利、利息	(116)	(288)	(643)	(730)	(832)
EBITDA Margin	12%	13%	12%	12%	12%	其它融资现金流	2579	1205	2795	(347)	(423)
收入增长	17%	30%	98%	18%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>2441</b>	<b>1424</b>	<b>2153</b>	<b>(1078)</b>	<b>(1254)</b>
净利润增长率	218%	233%	99%	14%	14%	<b>现金净变动</b>	<b>250</b>	<b>939</b>	<b>(246)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	37%	38%	51%	49%	48%	货币资金的期初余额	1057	1307	2246	2000	2000
息率	0.5%	1.2%	2.6%	2.9%	3.3%	货币资金的期末余额	1307	2246	2000	2000	2000
P/E	77.5	23.3	11.7	10.3	9.0	企业自由现金流	0	(398)	(2476)	1002	1181
P/B	3.3	2.7	2.3	2.0	1.7	权益自由现金流	0	1203	209	495	614
EV/EBITDA	30.7	22.3	14.0	12.5	11.2						

资料来源: IFinD, 川财证券研究所



## 相关报告

【川财研究】盛和资源（600392）——2020年三季报点评：稀土价格温和回升，锆钛板块整合重构（20221029）

【川财研究】盛和资源（600392）——2020年中报点评：短期业绩受疫情和水灾扰动，稀土板块长期格局改善（20200831）

【川财研究】盛和资源（600392）：产业全布局，受益稀土价格回升（20200628）

## 川财证券

川财证券有限责任公司成立于1988年7月,前身为经四川省人民政府批准、由四川省财政出资兴办的证券公司,是全国首家由财政国债中介机构整体转制而成的专业证券公司。经过三十余载的变革与成长,现今公司已发展成为由中国华电集团资本控股有限公司、四川省国有资产经营投资管理有限责任公司、四川省水电投资经营集团有限公司等资本和实力雄厚的大型企业共同持股的证券公司。公司一贯秉承诚实守信、专业运作、健康发展的经营理念,矢志服务客户、服务社会,创造了良好的经济效益和社会效益;目前,公司是中国证券业协会、中国国债协会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国银行间市场交易商协会会员。

## 研究所

川财证券研究所目前下设北京、上海、深圳、成都四个办公区域。团队成员主要来自国内一流学府。致力于为金融机构、企业集团和政府部门提供专业的研究、咨询和调研服务,以及投资综合解决方案。





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明