

证券研究报告—动态报告

有色金属

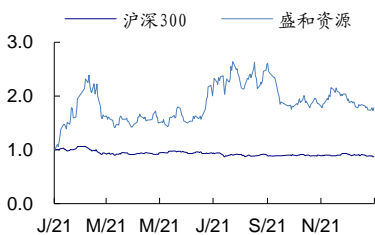
有色金属冶炼

盛和资源(600392)
买入

2021 年业绩预告点评

(首次评级)

2022 年 01 月 17 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,755/1,755
总市值/流通(百万元)	33,173/33,173
上证综指/深圳成指	3,521/14,151
12 个月最高/最低(元)	29.28/10.67

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
全年利润实现跨越式增长, 全产业链扩张值得期待
● 21Q3 归母净利 2.89 亿元, 21Q4 归母净利 2.19-3.69 亿元

公司发布业绩预告: 预计 2021 年实现归母净利润 10.5-12.0 亿元, 同比增加 225%-271%; 实现扣非归母净利润约 9.5-11.0 亿元, 同比增加 1323%-1532%。公司 21Q4 实现归母净利润 2.19-3.69 亿元, 同比增加 24.43%-109.66%, 环比增加[-24.22%,+27.68]; 实现扣非归母净利润 1.47-2.97 亿元, 同比扭亏为盈, 环比增加[-45.95%,+9.19%]。公司盈利实现大幅增长主要系因为稀土产品量价齐升。

● 公司全产业链布局, 且各个环节仍具有较强的扩产潜能

稀土矿资源方面, 公司目前实际掌握稀土资源约 5 万吨 REO/年。其中公司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 REO; 公司参股美国芒廷帕斯, 年产稀土精矿 4 万吨 REO, 这部分资源全部由盛和承包运往中国。

稀土冶炼分离方面, 公司目前拥有约 1.5 万吨 REO 稀土冶炼分离产能。四川基地乐山盛和约 8000 吨, 江西基地晨光稀土约 7000 吨。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 REO 产能。

稀土金属方面, 公司目前拥有 1.2 万吨/年稀土金属加工能力。江西基地晨光稀土产能约 8000 吨, 四川基地科百瑞产能约 3000 吨, 越南基地产能约 1000 吨。公司国内两个生产基地正在进行智能化改造, 未来总产能将提升至 2 万吨以上。

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, 这部分产能每年约可产出 1 万吨左右独居石。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, 项目预计将在今年上半年建成投产。

● 风险提示: 稀土价格上涨不及预期; 公司扩产计划不及预期。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。

预计公司 2021-2023 年营收为 127.40/190.81/210.36 亿元, 同比增速 56.2%/49.8%/10.2%, 归母净利润为 10.79/15.56/17.61 亿元, 同比增速 233.6%/44.3%/13.2%; 摊薄 EPS 为 0.61/0.89/1.00 元, 当前股价对应 PE 为 31/21/19X。考虑到公司作为国内主流稀土企业, 海外市场布局有望进一步打开未来的成长空间, 目前国内稀土行业正在经历非常重要的需求变革, 公司经营业绩有望充分受益于稀土价格中枢稳步抬升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,157	12,740	19,081	21,036
(+/-%)	17.2%	56.2%	49.8%	10.2%
净利润(百万元)	323	1079	1556	1761
(+/-%)	218.4%	233.6%	44.3%	13.2%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.61	0.89	1.00
EBIT Margin	14.0%	9.3%	9.9%	10.2%
净资产收益率(ROE)	4.3%	13.0%	16.5%	16.5%
市盈率(PE)	102.6	30.8	21.3	18.8
EV/EBITDA	30.8	32.6	22.6	19.9
市净率(PB)	4.38	3.99	3.52	3.12

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

稀土矿资源方面，公司目前实际掌握稀土资源约 5 万吨 REO/年。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 REO；和地矿业系公司股东地矿集团的全资子公司，拥有德昌大陆槽稀土矿的采矿许可证等资产，根据最新签署的资产托管费补充协议，乐山盛和 2022 年度留存给和地矿业的净利润由 3186 万元调整为 5600 万元，用于对地矿集团的利润分配。国外，公司于 2017 年投资参股美国芒廷帕斯(MP Materials Corp.)，芒廷帕斯稀土矿矿石储量 1465 万吨，REO 总量约 115 万吨，平均品位为 7.8%，年产稀土精矿 4 万吨 REO，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格陵兰科瓦内湾稀土矿，矿山 REO 总量约 1114 万吨，平均品位 1.1%，项目目前正在申请采矿许可证，首期计划年产不低于 3 万吨 REO。

稀土冶炼分离方面，公司目前拥有约 1.5 万吨 REO 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、钽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的建设，连云港稀土分离项目将至少提升 5000 吨 REO 产能。除了自己主导控制的冶炼分离项目之外，公司还在 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，目前参股 20%；2) 衡阳谷道新材料，5000 吨氯化稀土项目已经完成建设，正在试生产，将会对公司产业链条构成重要补充，目前参股 39%。

稀土金属方面，公司目前拥有 1.2 万吨/年稀土金属加工能力，为全球客户供应各种规格型号的稀土金属。其中江西基地晨光稀土产能约 8000 吨，四川基地科百瑞产能约 3000 吨，越南基地产能约 1000 吨。公司国内两个生产基地正在进行智能化改造，未来总产能将提升至 2 万吨以上。另外公司全资子公司盛和德昌还规划了 2000 吨/年的稀土金属深加工项目。

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，产品为独居石、锆英砂、钽精矿和金红石等。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，项目预计将在今年上半年建成投产。届时公司的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。

综上所述，公司目前在稀土产业链具有非常完善的布局，且在各个环节仍具有较强的扩产潜能，未来成长确定性较强。公司 2021 年年初的时候曾对外发布《2021-2022 年经营发展规划》，其中给出的产量指引如下：

表 1：盛和资源《2021-2022 年经营发展规划》

	2021 年	2022 年
1) 稀土矿 (含托管和包销产品)		
氟碳铈矿	40000	40000
独居石	10000	15000
合计	50000	55000
2) 稀土氧化物 (关键元素)		
锆钽类	6300	8000
氧化镨	200	220
氧化钽	30	40
3) 稀土金属 (关键元素)		
锆钽类	9500	10000
镨	200	200
钽	60	70
4) 锆钛		
锆英砂	80000	80000
钽精矿	200000	300000
金红石	20000	30000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 行业供需变革，稀土价格稳步提升

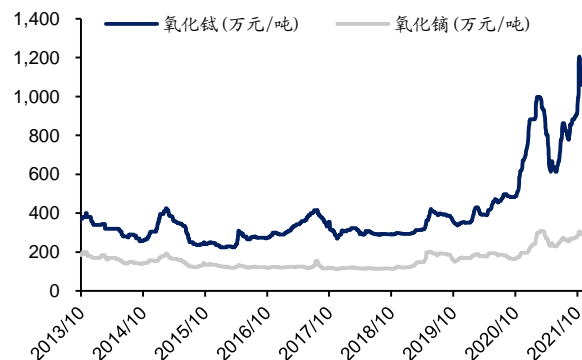
2021 年稀土价格节节攀升。百川资讯数据显示，2021Q1/Q2/Q3/Q4 国内氧化镨钕均价分别为 50.52/51.40/59.15/77.19 万元/吨；氧化铽均价分别为 909/735/796/1051 万元/吨；氧化镝均价分别为 255/257/261/289 万元/吨。自 2020 年二季度开始，本轮稀土价格的上行周期已持续将近 2 年左右的时间。尤其是在 2021 年 10 月国庆节后，供给端部分地区因限电及原料供应紧张影响出货谨慎；需求端补货需求增加及新增订单增加，供需矛盾加剧了稀土价格快速拉涨，涨势超市场预期。截止至目前，氧化镨钕最新报价 90.75 万元/吨；氧化铽报价 1300 万元/吨；氧化镝报价 300.5 万元/吨。

图 4：氧化镨钕价格



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 5：中重稀土价格



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

行业需求变革。稀土具有无法取代的优异磁、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。钕铁硼永磁材料作为第三代稀土永磁材料，是目前磁性能最好、综合性能最优的磁性材料。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的核心应用领域，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。综上所述我们预计到 2025 年全球氧化镨钕需求或将超过 13 万吨，5 年间复合增速达 13.5%。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。

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。供需紧张的背景下，稀土价格由基本面驱动稳步上涨。

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业方面：

2021-2023 年国内氧化镨钕均价分别为 59.53、80.00、85.00 万元/吨（含税）；

2021-2023 年国内氧化铽均价分别为 858、1300、1300 万元/吨（含税）；

2021-2023 年国内氧化镝均价分别为 264、300、300 万元/吨（含税）；

公司方面:

2021-2023 年公司氧化镨钕产量分别为 6300、8000、8000 吨;
 2021-2023 年公司氧化铈产量分别为 30、40、40 吨;
 2021-2023 年公司氧化镝产量分别为 200、220、220 吨;
 2021-2023 年公司镨钕金属产量分别为 9500 吨、10000、10000 吨;
 2021-2023 年公司铈金属产量分别为 60、70、70 吨;
 2021-2023 年公司镝金属产量分别为 200、200、200 吨;
 2021-2023 年公司期间费用率保持相对稳定。

表 2: 公司产品价格和产量假设

	单位	2018	2019	2020	2021	2022	2023
商品价格							
氧化镨钕	万元/吨, 含税价	32.87	30.43	30.98	59.53	80.00	85.00
氧化铈	万元/吨, 含税价	299.21	348.61	461.00	858.12	1,300.00	1,300.00
氧化镝	万元/吨, 含税价	116.86	163.38	179.55	264.39	300.00	300.00
产品产量							
稀土氧化物	吨	9,475.78	11,609.15	11,640.64	12,940.64	14,670.64	14,670.64
其中: 氧化镨钕	吨	NA	NA	5,000.00	6,300.00	8,000.00	8,000.00
其中: 氧化铈	吨	NA	NA	30.00	30.00	40.00	40.00
其中: 氧化镝	吨	NA	NA	200.00	200.00	220.00	220.00
稀有稀土金属	吨	7,416.69	8,928.82	9,357.26	10,568.26	11,078.26	11,078.26
其中: 镨钕金属	吨	NA	NA	8,356.00	9,500.00	10,000.00	10,000.00
其中: 铈	吨	NA	NA	57.00	60.00	70.00	70.00
其中: 镝	吨	NA	NA	136.00	200.00	200.00	200.00
营业收入	百万元	6,226.96	6,959.52	8,157.25	12,739.93	19,081.25	21,036.44
营业成本	百万元	5,310.30	5,972.58	6,704.18	11,001.81	16,524.07	18,227.66
营业毛利	百万元	916.66	986.94	1,453.07	1,738.12	2,557.18	2,808.77
毛利率		14.72%	14.18%	17.81%	13.64%	13.40%	13.35%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。 预计公司 2021-2023 年营收为 127.40/190.81/210.36 亿元, 同比增速 56.2%/49.8%/10.2%, 归母净利润为 10.79/15.56/17.61 亿元, 同比增速 233.6%/44.3%/13.2%; 摊薄 EPS 为 0.61/0.89/1.00 元, 当前股价对应 PE 为 31/21/19X。考虑到公司作为国内主流稀土企业, 海外市场布局有望进一步打开未来的成长空间, 目前国内稀土行业正在经历非常重要的需求变革, 公司经营业绩有望充分受益于稀土价格中枢稳步抬升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1307	500	500	500	营业收入	8157	12740	19081	21036
应收款项	2125	2363	3669	4475	营业成本	6704	11002	16524	18228
存货净额	2766	6976	9905	10016	营业税金及附加	13	38	57	63
其他流动资产	903	1274	1908	2104	销售费用	97	40	50	50
流动资产合计	7155	11166	16036	17149	管理费用	203	489	569	569
固定资产	398	539	678	796	财务费用	150	90	100	100
无形资产及其他	227	218	209	200	投资收益	104	100	100	100
投资性房地产	4024	4024	4024	4024	资产减值及公允价值变动	340	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	303	353	403	453	其他收入	(985)	69	34	34
资产总计	12106	16300	21350	22621	营业利润	449	1200	1865	2111
短期借款及交易性金融负债	1705	4165	6303	5811	营业外净收支	285	95	3	3
应付款项	1396	1922	3162	3497	利润总额	734	1295	1868	2114
其他流动负债	713	1150	1712	1881	所得税费用	219	194	280	317
流动负债合计	3814	7237	11176	11189	少数股东损益	192	22	32	36
长期借款及应付债券	209	209	209	209	归属于母公司净利润	323	1079	1556	1761
其他长期负债	74	74	74	74					
长期负债合计	283	283	283	283					
负债合计	4097	7520	11459	11472					
少数股东权益	442	457	479	505					
股东权益	7567	8322	9412	10644					
负债和股东权益总计	12106	16300	21350	22621					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	323	1079	1556	1761
资产减值准备	(96)	51	34	38
折旧摊销	69	67	85	103
公允价值变动损失	(340)	50	50	50
财务费用	150	90	100	100
营运资本变动	(2246)	(3804)	(3035)	(569)
其它	219	(36)	(12)	(13)
经营活动现金流	(2071)	(2594)	(1322)	1370
资本开支	(128)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(248)	(350)	(350)	(350)
权益性融资	(6)	0	0	0
负债净变化	60	0	0	0
支付股利、利息	(116)	(324)	(467)	(528)
其它融资现金流	2687	2460	2139	(492)
融资活动现金流	2569	2136	1672	(1020)
现金净变动	250	(807)	0	0
货币资金的期初余额	1057	1307	500	500
货币资金的期末余额	1307	500	500	500
企业自由现金流	(1505)	(3035)	(1644)	1050
权益自由现金流	1242	(677)	296	327

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.18	0.61	0.89	1.00
每股红利	0.07	0.18	0.27	0.30
每股净资产	4.31	4.74	5.36	6.06
ROIC	9%	9%	11%	11%
ROE	4%	13%	17%	17%
毛利率	18%	14%	13%	13%
EBIT Margin	14%	9%	10%	10%
EBITDA Margin	15%	10%	10%	11%
收入增长	17%	56%	50%	10%
净利润增长率	218%	234%	44%	13%
资产负债率	37%	49%	56%	53%
息率	0.4%	1.0%	1.4%	1.6%
P/E	102.6	30.8	21.3	18.8
P/B	4.4	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	30.8	32.6	22.6	19.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032