

盛和资源（600392.SH）-半年度预增公告点评

二季度保持高盈利水平，全产业链布局稳步推进

买入

核心观点

公司发布 2022 年半年度业绩预增公告：预计上半年实现归母净利润 12.80-14.20 亿元，同比增加 135.76%-161.55%；实现扣非归母净利润 12.63-14.03 亿元，同比增加 137.90%-164.27%。22Q2 单季度预计实现归母净利润 5.67-7.07 亿元，同比增加 144.40%-204.74%；实现扣非归母净利润 5.57-6.97 亿元，同比增加 148.66%-211.16%。

公司二季度利润环比一季度略有下滑，我们认为其中主要原因是：1) 今年二季度氧化镨钕的均价环比一季度出现小幅调整；2) 今年一季度氧化镨钕的均价环比去年四季度明显提升，所以在一季度有一部分库存溢价所带来的收益，二季度这部分影响因素减弱。2021Q4/2022Q1/Q2 国内氧化镨钕均价为 77.19/100.55/90.97 万元/吨，今年一季度均价环比增长约 30%，而二季度均价环比下降约 10%。

总体上，我们认为公司二季度利润还是保持很高的水平，尤其是二季度有疫情的影响之下，稀土价格出现调整，但疫情对公司生产经营并没有太大的影响，主要是因为公司产品销售以大客户和长单为主，在手订单充足。

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，公司目前拥有约 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，年内均有望实现投产试运营，未来稀土金属加工总产能将提升至 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 万吨的独居石。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，项目目前正进行设备安装，计划在 2022 年下半年投产试运营。

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：上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调盈利预测，2022-2024 年营收为 213.96/248.85/289.09 亿元，同比增速 101.5%/16.3%/16.2%，归母净利润为 24.78/26.62/28.80 亿元，同比增速 130.3%/7.4%/8.2%；摊薄 EPS 为 1.41/1.52/1.64 元，当前股价对应 PE 为 15/14/13X。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，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8157	10616	21396	24885	28909
(+/-%)	17.2%	30.1%	101.5%	16.3%	16.2%
净利润(百万元)	323	1076	2478	2662	2880
(+/-%)	218.4%	232.8%	130.3%	7.4%	8.2%
每股收益(元)	0.18	0.61	1.41	1.52	1.64
EBIT Margin	10.8%	12.2%	13.5%	12.5%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	4.3%	11.5%	22.3%	20.5%	19.2%
市盈率 (PE)	117.5	35.3	15.3	14.3	13.2
EV/EBITDA	44.2	31.8	16.4	15.3	14.3
市净率 (PB)	5.02	4.06	3.42	2.93	2.53

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

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

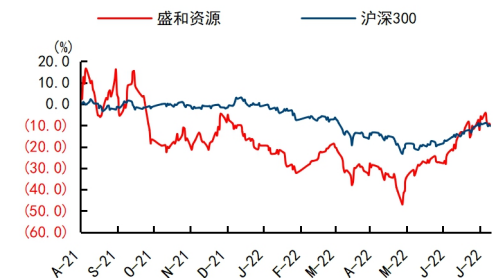
yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		21.65 元
总市值/流通市值		37952/37952 百万元
52 周最高价/最低价		29.28/12.51 元
近 3 个月日均成交额		847.08 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

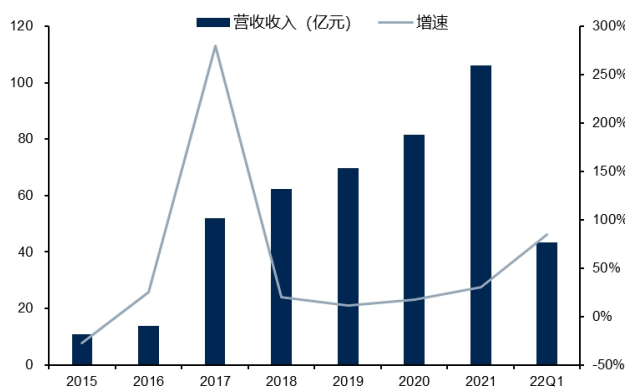
《盛和资源（600392.SH）2021 年年报点评：稀土全产业链布局，行业需求变革背景下有望迎价值重估》——2022-04-25
《盛和资源-600392-2021 年业绩预告点评：全年利润实现跨越式增长，全产业链扩张值得期待》——2022-01-17

◆ 预计上半年实现归母净利润 12.8-14.2 亿元，二季度保持高盈利水平

公司发布 2022 年半年度业绩预增公告：预计上半年实现归母净利润 12.80-14.20 亿元，同比增加 7.37-8.77 亿元，同比增加 135.76%-161.55%；实现扣非归母净利润 12.63-14.03 亿元，同比增加 7.32-8.72 亿元，同比增加 137.90%-164.27%。以此来计算，公司 22Q2 单季度预计实现归母净利润 5.67-7.07 亿元，同比增加 144.40%-204.74%，环比减少 20.48%-0.84%；实现扣非归母净利润 5.57-6.97 亿元，同比增加 148.66%-211.16%，环比减少 21.10%-1.27%。

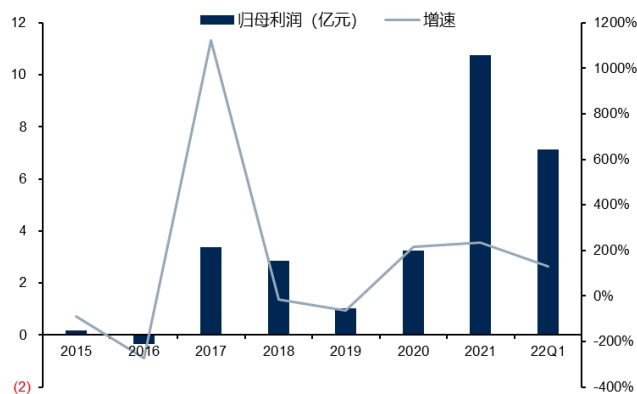
公司今年上半年利润同比实现大幅增长，主要是因为：稀土在新能源汽车、风电、节能环保、消费电子、航天军工等领域被广泛应用。受新能源汽车、风电、节能环保等下游产业快速发展影响，稀土主要产品市场需求整体向好，产品价格涨幅较大，占公司营收比例最大的镨钕类产品均价与去年同期相比增长约 80%。公司借助拥有的稀土资源优势，紧抓市场机遇，挖掘产能潜力，保障市场供应，营收规模与去年同期相比取得较大幅度增长。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

另外仅从二季度的角度来说，公司利润环比一季度是略有下滑的，我们认为其中主要原因是：1) 今年二季度氧化镨钕的均价环比一季度出现小幅调整，对公司的利润略有影响；2) 今年一季度氧化镨钕的均价环比去年四季度明显提升，而由于公司通常会备有 2 个月左右的库存，所以在今年一季度有一部分库存溢价所带来的收益，相比较之下二季度这部分影响因素减弱。百川资讯数据显示，2021Q1/Q2/Q3/Q4/2022Q1/Q2 国内氧化镨钕均价分别为 50.52/51.40/59.15/77.19/100.55/90.97 万元/吨，所以今年一季度均价环比增长约 30%，而二季度均价环比下降约 10%。

总体上，我们认为公司二季度利润还是保持很高的水平，尤其是二季度有疫情的影响之下，稀土价格出现调整，但疫情对公司生产经营并没有太大的影响，主要是因为公司产品销售以大客户和长单为主，在手订单充足，所以受到疫情的影响相对有限。

◆ 公司全产业链布局，且各个环节仍具有较强的扩产潜能

盛和资源作为国内主流的稀土企业具有非常鲜明的特点：1) 国有民营混合机制，公司是国内稀土上市公司中有特色的混合所有制企业，国有政策引导，市场化机制运营；2) 国内国外双重布局，公司是国内稀土企业当中真正实现走出去的上市公司，战略投资了国外稀土精矿年产量最大的美国芒廷帕斯稀土矿山，并包销其产品；3) 轻重稀土融为一体，公司是融南北轻重稀土业务为一体的上市公司。

图3: 盛和资源全球主要布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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; 和地矿业拥有德昌大陆槽稀土矿的采矿许可证等资产, 系公司股东地矿集团的全资子公司, 根据最新签署的资产托管费协议, 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。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。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了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%, 项目正在申请采矿许可证, 首期计划年产不低于 3 万吨 REO; 乐山盛和全资子公司盛和新加坡还于今年年初收购了澳大利亚上市公司 Peak Rare Earths Limited 19.9% 的股权, Peak 公司主要经营位于坦桑尼亚的 Nguala 稀土矿项目和拟在英国投资建设的 Teesside 精炼厂项目, Nguala 稀土矿山 REO 储量约 88.7 万吨, 平均品位 4.8%, 目前正在申请特殊采矿许可。

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、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 REO 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, 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, 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。公司国内的两个生产基地正在进行智能化改造, 晨光稀土技改项目已经完成厂房主体工程, 自动化电解炉已成功试运行; 科百瑞技改项目已完成电解车间验收, 辅助车间、混料车间钢构厂房正在安装, 预计 2022 年下半年具备投产试运行条件; 公司未来稀土金属加工总产能将

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、钛精矿和金红石等。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，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。6 月 14 日公司发布公告：公司拟与中核华创共同出资，对年处理 150 万吨锆钛选矿项目的实施主体盛和连云港进行增资；增资完成之后，公司将持有盛和连云港 60% 股权，中核华创将持有盛和连云港 40% 股权。中核华创拥有放射性资源的产储运资质和稀土放射性渣的处理资质。除此之外，公司于 6 月 16 日还发布公告：公司与中国地质科学院矿产综合利用研究所、龙佰集团签署《战略合作框架协议》，三方基于合理高效开发利用资源和各自的战略发展需求，拟在产业协作、科技成果转化等领域开展实质性的战略合作。合作内容主要有：1) 深化在产业链上的合作。龙佰集团所产的独居石等稀土资源优先供应盛和资源，盛和资源所产的钛精矿、锆英砂优先供应龙佰集团；2) 推进科技成果转化，提升附加值。龙佰集团在钛、锆废酸中富含的氧化钽、五氧化二铌、二氧化钽三方共同开发技术，成功分离后优先销售给盛和资源；3) 拓展其他项目合作。

永磁材料方面，公司于 6 月 14 日发布公告：公司拟与关联方巨星集团等共同投资设立巨星新材料有限公司（暂定名），用于投资高性能钕铁硼永磁材料项目。目标公司注册资金人民币 8.16 亿元，公司拟以现金方式出资人民币 8160 万元，认购目标公司 10% 股权。目标公司拟在四川省绵阳市投资钕铁硼永磁材料项目，一期项目预计总投资 32 亿元，建成达产后可形成年产 2 万吨高性能钕铁硼永磁材料的生产规模。公司通过适度参与本次投资项目，可进入稀土永磁材料行业，有利于延伸公司的产业链、拓展公司的发展空间。

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过《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。

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）		
锆铈类	6300	8000
氧化铈	200	220
氧化铈	30	40
3) 稀土金属（关键元素）		
锆铈类	9500	10000
铈	200	200
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、国信证券经济研究所整理

投资建议:维持“买入”评级。预计公司 2022-2024 年营收为 213.96/248.85/289.09 亿元,同比增速 101.5%/16.3%/16.2%,归母净利润为 24.78/26.62/28.80 亿元,同比增速 130.3%/7.4%/8.2%;摊薄 EPS 为 1.41/1.52/1.64 元,当前股价对应 PE 为 15/14/13X。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,维持“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	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	21396	24885	28909
应收款项	2125	1912	3854	4483	5208	营业成本	6704	8628	17560	20682	24298
存货净额	2766	3687	7516	8846	10390	营业税金及附加	13	36	64	75	87
其他流动资产	903	1264	2547	2963	3442	销售费用	97	28	30	40	50
流动资产合计	7155	9160	15968	18342	21090	管理费用	203	253	262	287	312
固定资产	398	580	758	917	1059	研发费用	258	378	600	700	800
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
长期股权投资	303	398	398	398	398	资产减值及公允价值变动	340	5	(20)	(20)	(20)
资产总计	12106	15148	22121	24642	27520	其他收入	(985)	(313)	(488)	(588)	(688)
短期借款及交易性金融负债	1705	1947	4589	3999	3398	营业利润	449	1313	2972	3193	3455
应付款项	1396	1323	2697	3174	3728	营业外净收支	285	5	3	3	3
其他流动负债	713	1175	2362	3093	3961	利润总额	734	1318	2975	3196	3458
流动负债合计	3814	4444	9648	10266	11087	所得税费用	219	196	446	479	519
长期借款及应付债券	209	606	606	606	606	少数股东损益	192	46	51	54	59
其他长期负债	74	102	102	102	102	归属于母公司净利润	323	1076	2478	2662	2880
长期负债合计	283	708	708	708	708	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4097	5152	10356	10974	11795	净利润	323	1076	2478	2662	2880
少数股东权益	442	634	669	707	748	资产减值准备	(96)	(123)	4	2	2
股东权益	7567	9362	11096	12960	14976	折旧摊销	69	65	60	82	98
负债和股东权益总计	12106	15148	22121	24642	27520	公允价值变动损失	(340)	(5)	20	20	20
关键财务与估值指标						财务费用	150	107	100	100	100
每股收益	0.18	0.61	1.41	1.52	1.64	营运资本变动	(2246)	(1457)	(4488)	(1164)	(1325)
每股红利	0.07	0.16	0.42	0.46	0.49	其它	219	156	31	36	40
每股净资产	4.31	5.33	6.33	7.39	8.54	经营活动现金流	(2071)	(288)	(1895)	1638	1715
ROIC	6%	9%	17%	15%	15%	资本开支	0	(105)	(250)	(250)	(250)
ROE	4%	11%	22%	21%	19%	其它投资现金流	(4)	3	0	0	0
毛利率	18%	19%	18%	17%	16%	投资活动现金流	(120)	(197)	(250)	(250)	(250)
EBIT Margin	11%	12%	14%	13%	12%	权益性融资	(26)	3	0	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	14%	13%	12%	负债净变化	60	396	0	0	0
收入增长	17%	30%	102%	16%	16%	支付股利、利息	(116)	(288)	(743)	(799)	(864)
净利润增长率	218%	233%	130%	7%	8%	其它融资现金流	2579	1205	2642	(590)	(601)
资产负债率	37%	38%	50%	47%	46%	融资活动现金流	2441	1424	1899	(1388)	(1465)
息率	0.3%	0.8%	2.0%	2.1%	2.3%	现金净变动	250	939	(246)	0	0
P/E	117.5	35.3	15.3	14.3	13.2	货币资金的期初余额	1057	1307	2246	2000	2000
P/B	5.0	4.1	3.4	2.9	2.5	货币资金的期末余额	1307	2246	2000	2000	2000
EV/EBITDA	44.2	31.8	16.4	15.3	14.3	企业自由现金流	0	(398)	(2220)	1314	1392
						权益自由现金流	0	1203	315	575	665

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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