

盛和资源 (600392.SH)

疫情影响、稀土跌价，上半年盈利下降

核心观点:

- **疫情影响、稀土跌价，上半年归母净利同降 76.88%**。据半年报，公司上半年实现营收 35.48 亿元，同降 7.35%；归母净利 0.42 亿元，同降 76.88%；经营活动现金流 0.24 亿元，同降 87.38%；资产负债率 43.65%，同增 2.54 个百分点。盈利下降主要是受疫情影响稀土价格下跌，据亚洲金属网，上半年氧化镨钕均价 27.43 万元/吨，同降 9.89%。
- **二季度销量环比好转，洪灾或影响下半年业绩**。公司二季度实现稀土氧化物、盐类、金属和精矿销量分别为 2059/5160/2326/14566 吨，环增 57%/233%/10%/13%，随着疫情好转，二季度销量明显改善。但公司子公司乐山盛和和润和催化于 8 月 18 日遭受洪灾，预计下半年盈利将受较大影响，预计损失 3.9-5.2 亿元（其中乐山盛和 2.4-3.3 亿元，润和催化 1.5-1.9 亿元，乐山盛和已参保，润和催化未参保）。
- **所持 MPMO 股份或将实现价值重估**。据公司公告，子公司乐山盛和的参股子公司 MPMO 与 Fortress（纽交所上市）签订协议，MPMO 所有的股份拟作价 7.19 亿美元换购 Fortress 的股份，乐山盛和持有 MPMO（总股本 1110.98 股）110.98 股优先股（投资成本 110.98 美元），乐山盛和子公司新加坡国贸持有 MPMO 89.88 股优先股认股权证，如果该协议顺利实施，盛和资源的该笔投资或将实现价值重估。
- **给予公司“买入”评级**。预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.04/0.23/0.24 元/股，对应 8 月 28 日收盘价的 PE 分别为 191/33/32 倍。受洪灾影响，预计公司 20 年计提较大的资产减值，我们认为采用 21 年的盈利进行估值较为合理；公司是稀土板块中具备成长性的公司，参考可比公司估值和公司历史估值中枢，我们认为给予公司 21 年 50 倍 PE 估值较为合理，对应合理价值为 11.75 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示**。疫情的不确定性造成稀土价格的大幅波动；格陵兰项目建设进展不及预期；洪灾造成资产减值金额的不确定性。

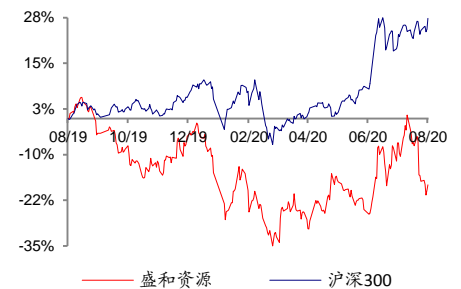
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,227	6,960	8,405	8,942	9,076
增长率 (%)	19.7	11.8	20.8	6.4	1.5
EBITDA (百万元)	594	587	761	801	817
归母净利润 (百万元)	286	102	71	412	425
增长率 (%)	-14.9	-64.6	-29.6	477.2	3.0
EPS (元/股)	0.16	0.06	0.04	0.23	0.24
市盈率 (P/E)	52.76	156.79	191.16	33.12	32.15
ROE (%)	5.5	1.9	1.3	7.2	6.9
EV/EBITDA	27.57	29.04	20.08	18.76	17.79

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	7.78 元
合理价值	11.75 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-30

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoqian@gf.com.cn

分析师:

官帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

相关研究:

盛和资源 (600392.SH):治理 2020-04-02

结构再完善, 稀土巨头渐成型

盛和资源 (600392.SH):稀土 2019-10-28

跌价, 前三季度盈利同降 24%

联系人: 陈先龙

chenxianlong@gf.com.cn

图表索引

图 1: 近三年盛和资源 PE 估值走势	6
表 1: 盛和资源主要产品价格假设	3
表 2: 盛和资源主要产品销量假设 (吨)	4
表 3: 盛和资源分业务营业收入假设 (万元)	4
表 4: 盛和资源分业务营业成本假设 (万元)	5
表 5: 盛和资源分业务毛利假设 (万元)	5
表 6: 盛和资源及可比公司估值情况	6

公共联系人

2020-08-30

投资建议

价格假设方面:

据亚洲金属网, 19年金属镨钕、金属镝、金属铽均价分别为39/213/453万元/吨, 截至20年8月28日, 金属镨钕、金属镝、金属铽价格分别为44/235/635万元/吨, 年初至今的均价分别为36/238/533万元/吨, 随着疫情逐步好转, 需求端转暖将推动稀土价格上涨, 因此, 我们预计20-22年金属镨钕均价分别为39/37/39万元/吨, 金属镝均价分别为213/242/252万元/吨, 金属铽均价分别为453/530/550万元/吨。

19年锆英砂、钛精矿均价分别为1.00/0.12万元/吨, 截至20年8月28日, 锆英砂、钛精矿均价分别为0.95/0.15万元/吨, 以上两种产品的价格波动整体不大, 我们预计20-22年锆英砂均价分别为0.95/1.00/1.00万元/吨, 钛精矿均价维持0.15万元/吨。(以上锆英砂和钛精矿价格为不含增值税的价格)

表 1: 盛和资源主要产品价格假设

价格假设	单位	2019	2020E	2021E	2022E
金属镨钕	万元/吨	39.00	41.00	45.00	45.00
金属镝	万元/吨	213.00	240.00	240.00	240.00
金属铽	万元/吨	453.00	550.00	640.00	640.00
锆英砂	万元/吨	1.00	0.95	1.00	1.00
钛精矿	万元/吨	0.12	0.15	0.15	0.15

数据来源: 亚洲金属网、公司年报、广发证券发展研究中心

说明: 以上稀土价格均为含增值税的价格, 锆英砂和钛精矿价格为不含增值税的价格; 由于公司未披露单项产品售价, 以上价格历史数据均为亚洲金属网的报价均价。

销量假设方面:

美国芒廷帕斯稀土矿目前产能达到3万吨REO, 随着选矿回收率指标的提升, 产量也将继续提高; 乐山盛和遭受洪灾或对产量产生不利影响, 但总体来看, 海外矿的产量提升仍将带动公司稀土产品产销量的提升, 预计20-22年稀土产品的销量将达到5万吨, 预计公司其他产品产销量比较平稳。

表 2: 盛和资源主要产品销量假设 (吨)

销量假设	2019	2020E	2021E	2022E
稀土氧化物	7,910	8,000	8,000	8,000
稀土盐类	24,083	25,000	25,000	25,000
稀有稀土金属	8,473	9,000	9,000	9,000
稀土精矿	41,264	50,000	50,000	50,000
稀土产品 (小计)	81,729	92,000	92,000	92,000
锆英砂	78,513	78,000	78,000	78,000
钛精矿 (含金红石)	335,204	330,000	330,000	330,000

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

表 3: 盛和资源分业务营业收入假设 (万元)

营业收入	2019	2020E	2021E	2022E
稀土产品	466,701	599,315	640,404	640,404
锆英砂	74,864	78,607	82,538	86,664
独居石	57,430	60,302	63,317	66,482
钛精矿	35,160	36,918	38,764	40,702
金红石	18,696	19,631	20,612	21,643
金属钎催化配剂及分子筛	25,924	28,516	31,368	34,505
其他主营业务	8,992	8,992	8,992	8,992
其他业务	8,185	8,185	8,185	8,185
合计	695,952	840,466	894,179	907,577

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

表 4: 盛和资源分业务营业成本假设 (万元)

营业收入	2019	2020E	2021E	2022E
稀土产品	417,009	520,656	556,255	556,255
锆英砂	62,201	65,311	68,577	72,005
独居石	42,671	44,805	47,045	49,397
钛精矿	32,222	33,833	35,525	37,301
金红石	16,067	16,870	17,714	18,600
金属钎催化配剂及分子筛	19,549	21,504	23,654	26,020
其他主营业务	4,162	4,162	4,162	4,162
其他业务	3,377	3,377	3,377	3,377
合计	597,258	710,518	756,308	767,116

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

表 5: 盛和资源分业务毛利假设 (万元)

营业收入	2019	2020E	2021E	2022E
稀土产品	49,692	78,659	84,149	84,149
锆英砂	12,663	13,296	13,961	14,659
独居石	14,759	15,497	16,272	17,085
钛精矿	2,938	3,085	3,239	3,401
金红石	2,629	2,760	2,898	3,043
金属钎催化配剂及分子筛	6,375	7,013	7,714	8,485
其他主营业务	4,830	4,830	4,830	4,830
其他业务	4,808	4,808	4,808	4,808
合计	98,693	129,948	137,871	140,461

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

综上所述, 预计20-22年实现营收84.05/89.42/90.76亿元, 实现归母净利润0.71/4.12/4.25亿元, 实现EPS分别为0.04/0.23/0.24元/股, 按照20年8月8日收盘价计算, 对应PE分别为191/33/32倍。

从公司历史估值水平来看, 盛和资源最近3年的PE估值均值为65倍, 最近1年的

PE估值均值为43倍。受稀土行业景气度下行，稀土价格下跌的影响，公司PE估值水平持续走低。我们认为，随着疫情逐步好转，国内开工率逐步提升（稀土加工产业链大多数在中国）叠加海外需求（尤其是欧洲地区复产复工带来的需求提升）边际好转，稀土价格中枢有望继续上行；行业景气度的转暖将带来公司估值中枢的上行。由于8月份公司子公司乐山盛和和润和催化遭受了洪灾，预计产生3.9-5.2亿元资产减值（乐山盛和已参保，具体赔偿金额尚不能确定），对20年业绩预测产生较大影响，我们认为参考公司21年业绩进行估值较为合理；考虑到公司在海外稀土的资源布局将推动公司持续成长，参考可比公司估值和公司历史估值中枢，我们认为给予公司21年50倍PE估值较为合理，对应公司A股的合理价值为11.75元/股，给予公司“买入”评级。

图 1：近三年盛和资源PE估值走势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：19年以前的PE均按照当年的盈利数据测算，20年的PE按照当年盈利预测值测算；为保证PE的可比性，我们对20年的PE进行了调整，剔除了20年洪灾造成的资产减值这一非经常性损益对当期盈利的影响。

表 6：盛和资源及可比公司估值情况

公司	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（亿元）			PE 估值水平		
			（亿元）	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
北方稀土	600111.SH	稀土	453	6.16	6.18	7.49	63.90	73.37	60.53
厦门钨业	600549.SH	钨、稀土	210	2.61	4.13	5.77	70.33	50.68	36.33
广晟有色	600259.SH	稀土	99	0.44	0.50	0.53	237.92	198.28	187.06
均值	-	-	254	3.07	3.60	4.59	124.05	107.44	94.64
盛和资源	600392.SH	稀土	137	1.02	0.71	4.12	156.79	191.16	33.12

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：上述预测值除盛和资源外，均来自 Wind 一致预期（市值统计截止 2020 年 8 月 28 日收盘）。

风险提示

- 1.如果新冠疫情在全球范围持续扩散，将继续对需求端造成重大冲击，稀土价格面临持续下跌的风险。
- 2.格陵兰项目目前在申请采矿许可，能否成功以及相关时间进度仍具有较大不确定性。
- 3.如果中美关系出现持续的恶化，公司对美国芒廷帕斯稀土矿的包销权将面临政治风险的挑战。
- 4.如果金属价格持续下跌，面临进一步计提商誉减值的风险。
- 5.乐山盛和和润和催化的减值损失和保险赔偿仍面临较大的不确定性。

公共联系人

2020-08-30

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,316	7,154	7,759	8,441	9,037	经营活动现金流	274	647	-363	364	607
货币资金	755	1,057	580	830	1,323	净利润	272	112	79	454	468
应收及预付	1,319	1,033	1,243	1,322	1,342	折旧摊销	102	107	73	73	73
存货	3,895	4,437	5,278	5,618	5,699	营运资金变动	-220	117	-1,123	-331	-102
其他流动资产	347	627	659	671	674	其它	119	311	608	168	168
非流动资产	2,476	2,296	2,099	2,003	1,906	投资活动现金流	20	-159	26	27	27
长期股权投资	129	186	186	186	186	资本支出	-84	-42	21	21	21
固定资产	579	536	393	351	308	投资变动	11	-54	0	0	0
在建工程	33	45	57	69	82	其他	92	-62	5	5	6
无形资产	382	316	250	184	118	筹资活动现金流	-321	-310	-141	-141	-141
其他长期资产	1,352	1,212	1,212	1,212	1,212	银行借款	2,679	2,696	0	0	0
资产总计	8,791	9,449	9,858	10,444	10,943	股权融资	9	0	0	0	0
流动负债	3,065	3,751	4,081	4,212	4,243	其他	-3,008	-3,006	-141	-141	-141
短期借款	1,615	2,015	2,015	2,015	2,015	现金净增加额	-14	180	-478	250	493
应付及预收	909	1,326	1,582	1,683	1,708	期初现金余额	585	571	1,057	580	830
其他流动负债	541	409	484	513	520	期末现金余额	571	751	580	830	1,323
非流动负债	344	219	219	219	219						
长期借款	264	149	149	149	149						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	80	70	70	70	70						
负债合计	3,408	3,971	4,301	4,431	4,463						
股本	1,755	1,755	1,755	1,755	1,755						
资本公积	2,110	2,110	2,110	2,110	2,110						
留存收益	1,330	1,379	1,450	1,863	2,287						
归属母公司股东权益	5,193	5,278	5,350	5,762	6,187						
少数股东权益	190	201	208	250	294						
负债和股东权益	8,791	9,449	9,858	10,444	10,943						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,227	6,960	8,405	8,942	9,076
营业成本	5,310	5,973	7,105	7,563	7,671
营业税金及附加	23	23	28	30	30
销售费用	71	92	111	118	120
管理费用	201	179	216	230	234
研发费用	130	212	256	273	277
财务费用	128	153	155	138	137
资产减值损失	-36	-190	-470	-30	-30
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资净收益	-2	4	5	5	6
营业利润	354	146	113	614	632
营业外收支	0	24	-8	-8	-8
利润总额	354	169	105	606	624
所得税	82	58	26	151	156
净利润	272	112	79	454	468
少数股东损益	-14	10	7	42	43
归属母公司净利润	286	102	71	412	425
EBITDA	594	587	761	801	817
EPS (元)	0.16	0.06	0.04	0.23	0.24

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	19.7%	11.8%	20.8%	6.4%	1.5%
营业利润增长	-17.0%	-58.9%	-22.4%	443.4%	3.0%
归母净利润增长	-14.9%	-64.6%	-29.6%	477.2%	3.0%
获利能力					
毛利率	14.7%	14.2%	15.5%	15.4%	15.5%
净利率	4.4%	1.6%	0.9%	5.1%	5.2%
ROE	5.5%	1.9%	1.3%	7.2%	6.9%
ROIC	5.1%	4.1%	6.7%	6.6%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	38.8%	42.0%	43.6%	42.4%	40.8%
净负债比率	63.3%	72.5%	77.4%	73.7%	68.9%
流动比率	2.06	1.91	1.90	2.00	2.13
速动比率	0.66	0.65	0.53	0.59	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.74	0.85	0.86	0.83
应收账款周转率	8.99	9.41	9.41	9.41	9.41
存货周转率	1.60	1.57	1.59	1.59	1.59
每股指标 (元)					
每股收益	0.16	0.06	0.04	0.23	0.24
每股经营现金流	0.16	0.37	-0.21	0.21	0.35
每股净资产	2.96	3.01	3.05	3.28	3.52
估值比率					
P/E	52.76	156.79	191.16	33.12	32.15
P/B	2.91	3.02	2.55	2.37	2.21
EV/EBITDA	27.57	29.04	20.08	18.76	17.79

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。