

公司研究/调研报告

2017年06月25日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 12.64
合理价格区间(元): 13.40~14.43

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

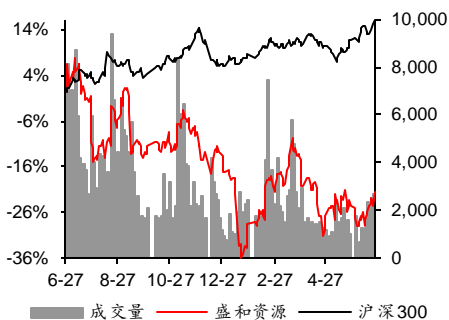
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1《盛和资源(600392,买入): 竞标美最大稀土矿, 取得积极进展》2017.06
- 2《盛和资源(600392,买入): 稀土系列报告一: 稀土画龙, 钛钴点睛》2017.06

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(百万股) | 1,350 |
| 流通A股(百万股) | 941.04 |
| 52周内股价区间(元) | 10.30-17.36 |
| 总市值(百万元) | 17,066 |
| 总资产(百万元) | 8,686 |
| 每股净资产(元) | 3.51 |

资料来源: 公司公告

钴第一站: 文盛新材盈利几何?

盛和资源(600392)

抄底文盛新材, 强势占得钛钴先机

16H2-17Q1 钛精矿价格上涨并维持在当前约 1900 元/吨高位, 16Q4-17Q1 钴英砂价格上涨超 20%, 盛和资源于 17 年初完成收购文盛新材; 作为全国领先海滨砂钴矿选矿及深加工企业, 其主营产品包括钴英砂、钛精矿、金红石, 副产品主要包括蓝晶石、独居石、石榴石等; 钴英砂销量国内市占率第一, 产能约 18 万吨, 2017 年产量预期超 15 万吨; 钛精矿产能约为 50 万吨, 2017 产量预期约为 30 万吨; 金红石产能约为 6 万吨。公司拥有稳定的原料渠道, 下游客户囊括国内 90% 以上的化学钴企业。

钴价 16Q4 起告别低迷持续回暖中, 公司有望享受原料存货“福利”

17 年 5 月, 全球钴英砂最大供应商 Iluka 公司宣布三季度钴英砂价格上涨 130 美元/吨。目前国内钴英砂价格达 9600 元/吨, 较年初已上涨近 1800 元/吨, 达到 13 年后高点。文盛新材主要原料购自澳洲等地, 从 Iluka 等供货商处货物装船日起, 至最终销售一般需要 5-6 个月。文盛新材在原料运输周期中, 可以享受到价格上涨带来的价差盈利; 粗略测算, 若钴英砂年产量为 15 万吨, 在此价格假设下, 年初至今 6 个月的原料存货价值可增加约 1.4 亿元。

钴矿原料渠道稳定, 上游寡头供应收缩下受益

2017 年钴英砂约 120 万吨供给难满足约 130 万吨稳定需求。钴上游处于寡头垄断格局, 16 年 Iluka、Tronox 和 RBM 三家钴矿供应商钴英砂产量占全球比例近 60%, 对原料价格具备绝对的掌控力。16 年 4 月 Iluka 暂停年产能 20 万吨以上的 Jacinth-Ambrosia 矿生产, 期限计 8-24 个月; 16 年底 RBM 宣布减产 8 万吨, 全球钴矿供应收缩中。文盛新材尽管不具备钴矿资源, 但作为全球钴英砂生产龙头, 与 Iluka 等公司均有长期订单合作, 原料渠道和供应量稳定。供应收缩下钴价望长期上行, 公司盈利可获提振。

副产品价格亦上涨中, 附加盈利能力可观

公司副产品价格 17 年均有明显上涨, 据调研, 独居石价格从去年底 2.2 万元/吨涨至 2017.6 约 2.6 万元/吨, 石榴石价格从去年 400 元/吨上涨至目前约 900 元/吨。17 年公司预计产出蓝晶石和独居石各 1 万吨左右, 石榴石约 4 万吨; 由于伴生品不计入成本, 副产品毛利水平较高, 结合调研信息, 在当下的产品价格下, 17 年三种副产品净利润年化水平可达 1.6 亿元左右。

文盛新材子公司盈利望回升, 维持公司“买入”评级

文盛新材承诺 2016-2018 三年扣非净利润不低于 4.15 亿元, 将受益产品价格上涨, 并且钛钴与盛和资源稀土业务可共享市场销售渠道。若 17 年文盛新材各类产品产量如上文假设, 保守估计全年钛钴的市场价格, 文盛新材年化净利润保守可达 1.8-2.2 亿元; 考虑到业绩仍具备不确定性, 暂不调整盛和资源公司 17-19 年净利润, 对应为 3.52/4.41/4.65 亿元, 按 17 年净利润给予 26-28XPE, 目标价 13.40-14.43 元, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 钴产品需求不及预期; 上游钛钴矿山复产进度超预期。

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,098 | 1,371 | 6,617 | 7,115 | 7,265 |
| +/-% | (27.49) | 24.86 | 382.63 | 7.51 | 2.12 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 19.33 | (32.85) | 361.23 | 464.78 | 501.65 |
| +/-% | (89.95) | (269.97) | 999.55 | 28.67 | 7.93 |
| EPS(元, 最新摊薄) | 0.01 | (0.02) | 0.27 | 0.34 | 0.37 |
| PE(倍) | 882.92 | (519.47) | 47.24 | 36.72 | 34.02 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 1,834 | 1,853 | 7,817 | 8,489 | 8,489 |
| 现金 | 346.24 | 256.42 | 291.44 | 288.90 | 284.33 |
| 应收账款 | 119.55 | 165.96 | 769.96 | 830.53 | 852.55 |
| 其他应收账款 | 42.26 | 113.38 | 414.17 | 463.26 | 488.09 |
| 预付账款 | 160.78 | 167.68 | 794.95 | 868.64 | 868.36 |
| 存货 | 574.05 | 773.31 | 3,392 | 3,777 | 3,789 |
| 其他流动资产 | 591.03 | 375.78 | 2,155 | 2,261 | 2,206 |
| 非流动资产 | 460.75 | 664.62 | 663.20 | 744.13 | 803.18 |
| 长期投资 | 91.71 | 166.07 | 125.41 | 133.35 | 136.15 |
| 固定资产投资 | 183.04 | 230.63 | 307.52 | 360.18 | 403.84 |
| 无形资产 | 124.22 | 116.07 | 132.27 | 145.42 | 155.11 |
| 其他非流动资产 | 61.78 | 151.85 | 97.99 | 105.18 | 108.07 |
| 资产总计 | 2,295 | 2,517 | 8,481 | 9,233 | 9,292 |
| 流动负债 | 410.19 | 528.08 | 5,521 | 5,729 | 5,245 |
| 短期借款 | 240.00 | 333.90 | 4,830 | 5,022 | 4,534 |
| 应付账款 | 63.16 | 69.95 | 362.70 | 374.66 | 379.84 |
| 其他流动负债 | 107.03 | 124.23 | 328.42 | 332.03 | 331.28 |
| 非流动负债 | 478.17 | 595.15 | 569.81 | 668.82 | 729.81 |
| 长期借款 | 0.00 | 110.00 | 162.18 | 223.79 | 290.32 |
| 其他非流动负债 | 478.17 | 485.15 | 407.63 | 445.03 | 439.48 |
| 负债合计 | 888.36 | 1,123 | 6,091 | 6,397 | 5,975 |
| 少数股东权益 | 198.81 | 201.01 | 189.06 | 170.85 | 151.51 |
| 股本 | 941.04 | 941.04 | 1,350 | 1,350 | 1,350 |
| 资本公积 | (545.48) | (545.48) | (307.04) | (307.04) | (307.04) |
| 留存公积 | 807.32 | 774.47 | 1,159 | 1,623 | 2,125 |
| 归属母公司股 | 1,207 | 1,193 | 2,201 | 2,665 | 3,166 |
| 负债和股东权益 | 2,295 | 2,517 | 8,481 | 9,233 | 9,292 |

现金流量表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | (263.95) | (106.62) | (4,916) | (85.84) | 604.90 |
| 净利润 | 18.52 | (31.33) | 349.28 | 446.56 | 482.31 |
| 折旧摊销 | 23.38 | 31.94 | 32.83 | 42.41 | 51.54 |
| 财务费用 | 24.57 | 38.43 | 145.14 | 89.56 | 76.23 |
| 投资损失 | (0.61) | (7.10) | (4.94) | (5.66) | (5.42) |
| 营运资金变动 | (348.13) | (110.47) | (5,478) | (675.58) | (37.31) |
| 其他经营现金 | 18.31 | (28.09) | 40.44 | 16.87 | 37.56 |
| 投资活动现金 | (86.72) | (159.10) | (20.22) | (118.81) | (106.05) |
| 资本支出 | 45.40 | 41.42 | 99.01 | 89.01 | 90.68 |
| 长期投资 | (41.56) | (132.53) | (90.73) | 17.39 | 6.43 |
| 其他投资现金 | (82.88) | (250.21) | (11.93) | (12.40) | (8.95) |
| 筹资活动现金 | 400.82 | 186.51 | 4,971 | 202.10 | (503.42) |
| 短期借款 | (29.50) | 93.90 | 4,496 | 192.31 | (488.08) |
| 长期借款 | (6.90) | 110.00 | 52.18 | 61.61 | 66.53 |
| 普通股增加 | 564.62 | 0.00 | 409.09 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | (555.86) | 0.00 | 238.44 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | 428.45 | (17.39) | (224.49) | (51.82) | (81.87) |
| 现金净增加额 | 50.85 | (78.20) | 35.02 | (2.54) | (4.57) |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

| 会计年度(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1,098 | 1,371 | 6,617 | 7,115 | 7,265 |
| 营业成本 | 940.74 | 1,308 | 5,818 | 6,226 | 6,354 |
| 营业税金及附加 | 7.02 | 2.61 | 32.80 | 29.73 | 29.49 |
| 营业费用 | 12.50 | 14.47 | 71.07 | 76.73 | 77.97 |
| 管理费用 | 56.93 | 79.77 | 66.06 | 69.11 | 69.87 |
| 财务费用 | 24.57 | 38.43 | 145.14 | 89.56 | 76.23 |
| 资产减值损失 | 22.10 | 35.99 | 22.55 | 24.69 | 25.85 |
| 公允价值变动收益 | 0.14 | (1.47) | (0.69) | (0.81) | (0.88) |
| 投资净收益 | 0.61 | 7.10 | 4.94 | 5.66 | 5.42 |
| 营业利润 | 35.06 | (102.74) | 465.89 | 603.94 | 636.65 |
| 营业外收入 | 3.22 | 63.15 | 32.88 | 38.02 | 40.50 |
| 营业外支出 | 1.43 | 0.29 | 1.05 | 0.86 | 0.83 |
| 利润总额 | 36.85 | (39.87) | 497.72 | 641.10 | 676.32 |
| 所得税 | 18.33 | (8.54) | 148.44 | 194.55 | 194.01 |
| 净利润 | 18.52 | (31.33) | 349.28 | 446.56 | 482.31 |
| 少数股东损益 | (0.81) | 1.53 | (11.95) | (18.22) | (19.33) |
| 归属母公司净利润 | 19.33 | (32.85) | 361.23 | 464.78 | 501.65 |
| EBITDA | 83.01 | (32.36) | 643.86 | 735.91 | 764.42 |
| EPS (元) | 0.02 | (0.03) | 0.27 | 0.34 | 0.37 |

主要财务比率

| 会计年度(%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|----------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | (27.49) | 24.86 | 382.63 | 7.51 | 2.12 |
| 营业利润 | (84.88) | (393.07) | 353.49 | 29.63 | 5.42 |
| 归属母公司净利润 | (89.95) | (269.97) | 999.55 | 28.67 | 7.93 |
| 获利能力(%) | | | | | |
| 毛利率 | 14.33 | 4.59 | 12.08 | 12.49 | 12.55 |
| 净利率 | 1.76 | (2.40) | 5.46 | 6.53 | 6.90 |
| ROE | 1.60 | (2.75) | 16.41 | 17.44 | 15.85 |
| ROIC | 1.82 | (2.90) | 5.89 | 6.04 | 6.31 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 38.71 | 44.62 | 71.82 | 69.29 | 64.30 |
| 净负债比率(%) | 27.02 | 40.41 | 82.07 | 82.10 | 80.86 |
| 流动比率 | 4.47 | 3.51 | 1.42 | 1.48 | 1.62 |
| 速动比率 | 2.99 | 1.96 | 0.80 | 0.82 | 0.89 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.53 | 0.57 | 1.20 | 0.80 | 0.78 |
| 应收账款周转率 | 6.98 | 8.72 | 12.87 | 8.11 | 7.85 |
| 应付账款周转率 | 12.04 | 19.66 | 26.90 | 16.89 | 16.84 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.01 | (0.02) | 0.27 | 0.34 | 0.37 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.20) | (0.08) | (3.64) | (0.06) | 0.45 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 0.89 | 0.88 | 1.63 | 1.97 | 2.34 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE(倍) | 882.92 | (519.47) | 47.24 | 36.72 | 34.02 |
| PB(倍) | 14.13 | 14.31 | 7.75 | 6.40 | 5.39 |
| EV_EBITDA(倍) | 212.28 | (544.50) | 27.37 | 23.94 | 23.05 |

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（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。

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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。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、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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。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。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com