

公司研究/公告点评

2017年07月05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): 13.72  
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

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

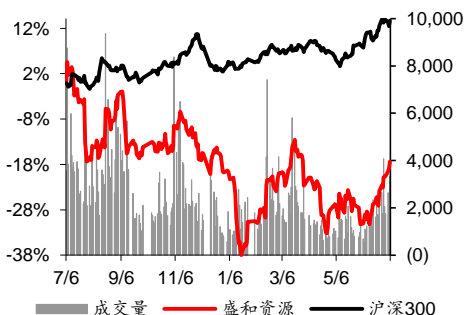
**黄孚** 010-56793948  
联系人 huangfu@htsc.com

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

相关研究

- 1《盛和资源(600392,买入): 锆第一站: 文盛新材盈利几何?》2017.06
- 2《盛和资源(600392,买入): 竞标美最大稀土矿, 取得积极进展》2017.06
- 3《盛和资源(600392,买入): 稀土系列报告一: 稀土画龙, 钛锆点睛》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)	18,524
总资产(百万元)	8,686
每股净资产(元)	3.51

资料来源: 公司公告

## 稀土钛锆齐涨价, 业绩反转合预期 盛和资源(600392)

**事件: 预计 2017H1 实现归母净利润 1.2-1.5 亿元, 符合预期**

7月5日, 公司发布中报业绩预告, 预计2017年1-6月份经营业绩将扭亏为盈, 实现归属于上市公司股东的净利润1.2-1.5亿元, 符合预期。

**Q2 单季度业绩 0.9-1.2 亿元, 稀土和钛锆双涨**

2017Q1 净利约 3000 万, 2017H 预计 1.2-1.5 亿, 单季度业绩达 0.9-1.2 亿元, 我们认为 Q2 业绩涨幅源自: 1) 2017H1 主要稀土价格涨幅超过 20%, 盛和资源上游积极布局国内外矿产资源, 已形成囊括稀土氧化物和稀土金属冶炼分离产能接近 2 万吨/年, 下游加工环节重点发展稀土高效催化剂、稀土硅铁等深加工品种。2) 今年 4 月初至今, 二氧化锆价格累计上涨超过 20%, 氧氯化锆价格与 2016 年同期价格相比上涨超过 50%。盛和收购的文盛新材具备 18 万吨的锆英砂和 30-50 万吨钛精矿处理能力, 明显受益锆价格上涨。

**稀土供给侧改革推升价格, 利好稀土业绩**

盛和资源作为全产业链稀土龙头, 未来将持续受益稀土价格上涨。2016 年六大稀土集团整合完成, 并形成了南北两大价格联盟, 供需紧平衡格局下易涨难跌。2017 年稀土生产配额约 10.5 万吨与需求约 10 万吨形成匹配, 打黑、环保督查和收储常态化有效控制供给, 调研发现社会库存和月产量已经难满足收储和刚需, 价格预期持续上涨。而黑稀土鉴于近年价格低迷, 主要冶炼镨钕镱, 其他中重稀土品种难生产; 因此已经出现部分中重稀土品种供不应求的格局。十三五期间需求增速预期与 GDP 相当, 我们预计今年稀土价格仍有 20% 上涨空间。

**全球锆产业链供给偏紧, 价格持续上扬**

文盛新材是国内最大锆英砂生厂商, 未来将持续受益于锆价格上涨。2016 年伴随环保趋严与海外供应收缩、国内进口库存量下降, 导致目前供给约为 120 万吨, 相对 130 万吨的需求, 全球锆矿处于供不应求状态。近期全球锆产业链产品频繁涨价, 全球第一大和第二大锆矿商艾禄卡和特诺先后提高锆英砂未来售价; 国内盛和资源全资子公司文盛新材和东方铝业亦针对锆英砂和氧化锆等产品不断提价, 我们预计锆英砂的合理价格中枢可达 1500 美元/吨, 预计今年仍有 30% 以上涨幅。如果下半年涨 30%, 文盛新材存货预期增加净利润 1 亿元, 正常业绩增加 0.8 亿元, 合计约 1.8 亿元。

**稀土画龙, 钛锆点睛, 业绩明显改善**

2017 年初盛和资源收购的晨光稀土、科百瑞、盛和资源业绩承诺分别 1.27、0.34、1.37 亿元, 稀土上涨后原有稀土业务预计净利润 0.55 亿元。

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 3.52/4.41/4.65 亿元, 对应 EPS 0.26/0.33/0.34 元。假设 2017 年稀土氧化物和稀土金属均价比现价提高 30%, 则预计 2017 净利润 6.96 亿元, 参考稀土和永磁行业估值水平, 按 17 年净利润给予 26-28XPE, 目标价 13.40-14.43 元, “买入”评级。

风险提示: 稀土打黑和环保监控不及预期; 钛锆等价格上升不及预期。

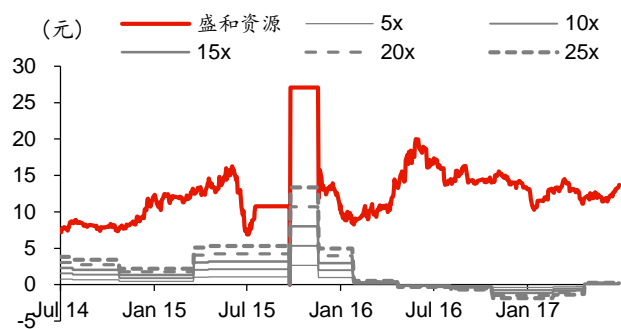
经营预测指标与估值

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

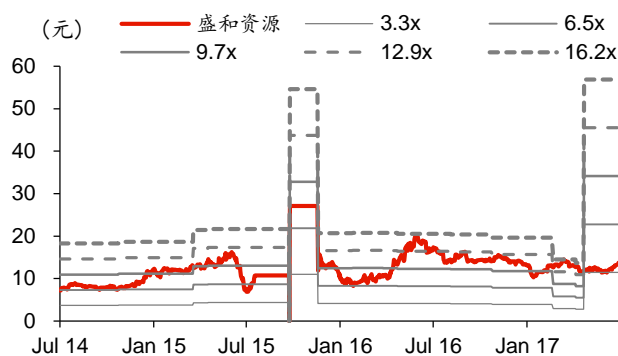
### PE/PB - Bands

图表1: 盛和资源历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 盛和资源历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 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)

### 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

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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