

公司研究/中报点评

2017年08月18日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元): 24.54
合理价格区间(元): 24.23-25.78

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

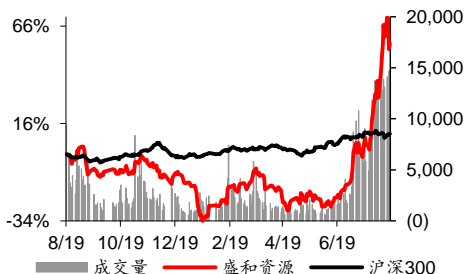
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

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

相关研究

- 1 《盛和资源(600392,买入): 稀土钛锆齐涨价, 业绩反转合预期》2017.07
- 2 《盛和资源(600392,买入): 锆第一站: 文盛新材盈利几何?》2017.06
- 3 《盛和资源(600392,买入): 竞标美最大稀土矿, 取得积极进展》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)	10.30-26.68
总市值(百万元)	33,132
总资产(百万元)	8,174
每股净资产(元)	3.59

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: 2017H1 实现归母净利润 1.35 亿元, 符合预期

公司发布中报, 2017 年 1-6 月公司实现合并营业收入 22.11 亿元, 同比增长 450.78%; 归母净利润 1.35 亿元, 同比增长 682.82%。

Q2 单季度业绩 1.05 亿元, 环比增长 250%, 稀土和钛锆双涨

二季度单季度归母净利润 1.05 亿元, 环比增长 250%。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) 盛和收购的文盛新材具年产 75 万吨锆英砂、钛精矿和金红石产能; 今年 4 月初至今, 二氧化锆价格上涨; 文盛新材借南非 RBM 锆英砂减产、进口数量下降的契机上调销售价; 业绩明显受益锆价格上涨。

稀土供给端改革推升价格, 稀土业务业绩改善明显

从 2017 年初至今, 氧化锆价格涨幅超过 100%, 盛和资源作为全产业链稀土龙头, 将持续受益稀土价格上涨。Q2 盛和子公司联合投标成功美国稀土矿山项目拓展海外资源。2017H1 稀土供给侧改革在前期整顿基础上, 将打黑系统常态化, 叠加环保督查、收储常态化等措施有效控制稀土供给, 调研发现社会库存和月产量已经难满足收储和刚需, 已经出现部分中重稀土品种供给趋紧的格局, 预计价格预期持续上涨; 据调研稀土价格上涨已向下游传导, 稀土涨价逻辑链完善。

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 2016 年供给约为 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锆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; 假设锆英砂涨到 1100 美元/吨(不含税), 则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, “增持”评级

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。预计公司 2017-2019 年归母净利润为 3.52/4.41/4.65 亿元, 对应 EPS0.26/0.33/0.34 元。考虑到当前稀土供给趋紧态势加剧、并已有效向下游传导, 预期稀土价格持续上涨。假设 2017 年稀土氧化物和稀土金属价格比 2016 年均价提高 70%(对应氧化锆约 50 万/吨), 则预计 2017 净利润 6.96 亿元。参考上一轮行业景气周期的估值倍数, 并叠加钛锆涨价利好, 给予 2017 年 47-50XPE, 目标价 24.23-25.78 元。考虑到前期涨幅明显, 下调评级至“增持”。

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)	352.08	440.72	465.20
+/-%	(89.95)	(269.97)	971.71	25.17	5.55
EPS(元, 最新摊薄)	0.01	(0.02)	0.26	0.33	0.34
PE(倍)	798.40	(469.74)	43.83	35.02	33.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

事件：2017H1 实现归母净利润 1.35 亿元，符合预期

公司发布中报，2017 年 1-6 月公司实现合并营业收入 22.11 亿元，同比增长 450.78%；归母净利润 1.35 亿元，同比增长 682.82%。

Q2 单季度业绩 1.05 亿元，环比增长 250%，稀土和钛锆双涨

二季度单季度归母净利润 1.05 亿元，环比增长 250%。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) 盛和收购的文盛新材具年产 75 万吨锆英砂、钛精矿和金红石产能；今年 4 月初至今，二氧化锆价格上涨；文盛新材借南非 RBM 锆英砂减产、进口数量下降的契机上调销售价；业绩明显受益锆价格上涨。

稀土供给端改革推升价格，稀土业务业绩改善明显

从 2017 年初至今，氧化镨钕价格涨幅超过 100%，盛和资源作为全产业链稀土龙头，将持续受益稀土价格上涨。Q2 盛和子公司联合投标成功美国稀土矿山项目拓展海外资源。2017H1 稀土供给侧改革在前期整顿基础上，将打黑系统常态化，叠加环保督查、收储常态化等措施有效控制稀土供给，调研发现社会库存和月产量已经难满足收储和刚需，已经出现部分中重稀土品种供给趋紧的格局，预计价格预期持续上涨；据调研稀土价格上涨已向下游传导，稀土涨价逻辑链完善。

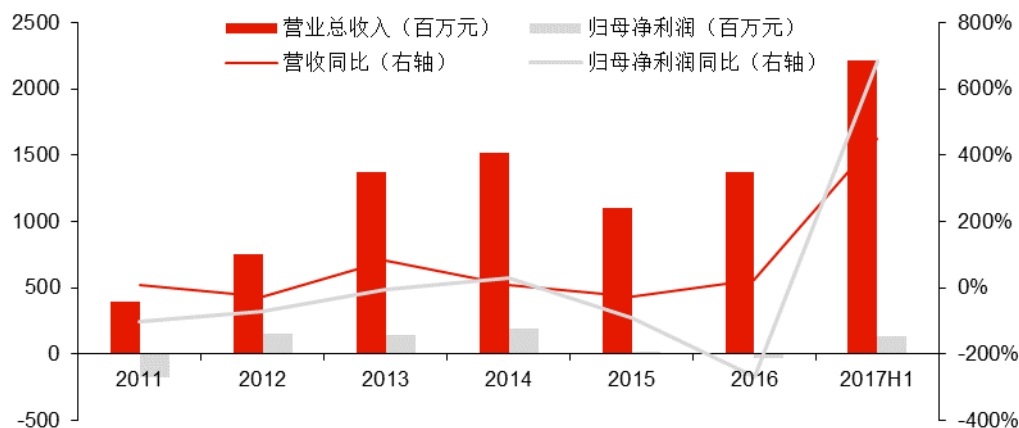
全球锆产业链供给偏紧，价格持续上扬

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 2016 年供给约为 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锆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；假设锆英砂涨到 1100 美元/吨（不含税），则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，“增持”评级

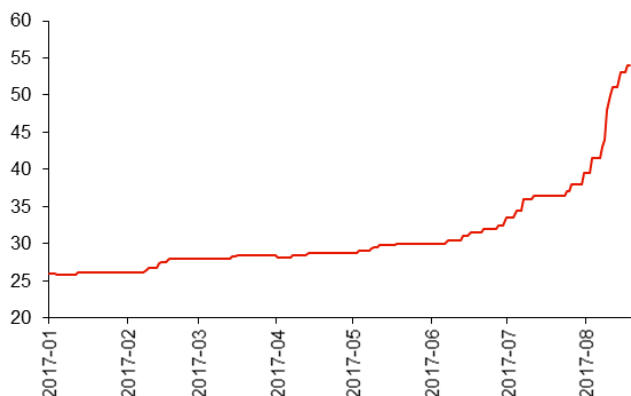
2017 年初盛和资源收购的晨光稀土、科百瑞、盛和资源业绩承诺分别 1.27、0.34、1.37 亿元，稀土上涨后原有稀土业务预计净利润 0.55 亿元。预计公司 2017-2019 年归母净利润为 3.52/4.41/4.65 亿元，对应 EPS0.26/0.33/0.34 元。考虑到当前稀土供给趋紧态势加剧、并有效向下游传导，预期稀土价格持续上涨。假设 2017 年稀土氧化物和稀土金属价格比 2016 年均价提高 70%（对应氧化镨钕约 50 万/吨），则预计 2017 净利润 6.96 亿元。参考上一轮行业景气周期的估值倍数，并叠加钛锆涨价利好，给予 17 年净利润给予 47-50XPE，目标价 24.23-25.78 元。考虑到前期涨幅明显，下调评级，给予“增持”。

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。

图表1：公司近年业绩情况

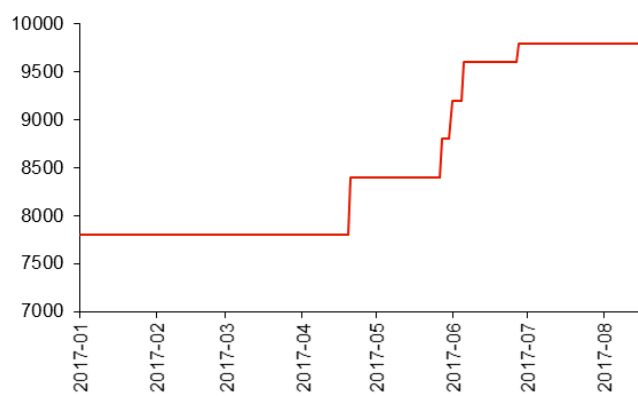
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2: 2017年初至今氧化锆价格走势 (单位: 万元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

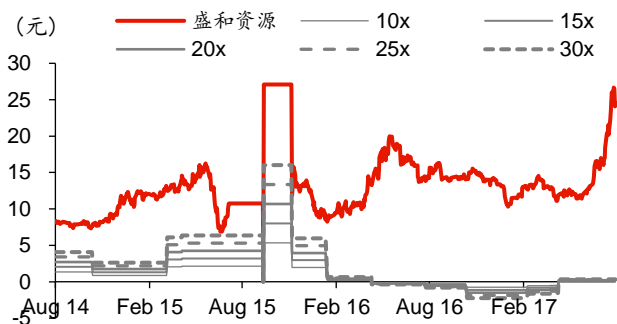
图表3: 2017年初至今国内锆英砂价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

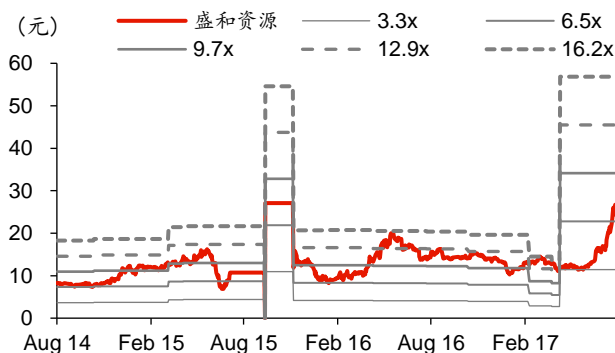
PE/PB - Bands

图表4: 盛和资源历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 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	1,004	1,426	1,816
长期投资	91.71	166.07	125.41	133.35	136.15
固定投资	183.04	230.63	648.76	1,042	1,416
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	8,822	9,915	10,305
流动负债	410.19	528.08	6,100	6,675	6,558
短期借款	240.00	333.90	5,409	5,968	5,847
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	695.53	791.24	851.41
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	533.34	567.45	561.08
负债合计	888.36	1,123	6,796	7,466	7,409
少数股东权益	198.81	201.01	189.37	172.09	154.16
股本	941.04	941.04	1,350	1,350	1,350
资本公积	(545.48)	(545.48)	(545.48)	(545.48)	(545.48)
留存公积	807.32	774.47	1,127	1,568	2,033
归属母公司股	1,207	1,193	1,931	2,371	2,835
负债和股东权益	2,295	2,517	8,916	10,010	10,399

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)	(4,899)	(74.19)	632.73
净利润	18.52	(31.33)	340.44	423.44	447.27
折旧摊销	23.38	31.94	29.95	48.47	66.67
财务费用	24.57	38.43	157.74	122.75	125.37
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)	56.52	12.39	36.16
投资活动现金	(86.72)	(159.10)	(365.59)	(464.18)	(451.42)
资本支出	45.40	41.42	444.39	434.39	436.05
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	5,299	535.83	(185.87)
短期借款	(29.50)	93.90	5,075	559.22	(121.39)
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	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	428.45	(17.39)	(237.10)	(85.01)	(131.01)
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	157.74	122.75	125.37
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)	453.29	570.75	587.51
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)	485.11	607.92	627.17
所得税	18.33	(8.54)	144.68	184.47	179.91
净利润	18.52	(31.33)	340.44	423.44	447.27
少数股东损益	(0.81)	1.53	(11.65)	(17.28)	(17.93)
归属母公司净利润	19.33	(32.85)	352.08	440.72	465.20
EBITDA	83.01	(32.36)	640.99	741.97	779.54
EPS (元)	0.02	(0.03)	0.26	0.33	0.34

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)	341.22	25.91	2.94
归属母公司净利润	(89.95)	(269.97)	971.71	25.17	5.55
获利能力 (%)					
毛利率	14.33	4.59	12.08	12.49	12.55
净利率	1.76	(2.40)	5.32	6.19	6.40
ROE	1.60	(2.75)	18.23	18.59	16.41
ROIC	2.03	(3.20)	5.75	5.67	5.72
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.71	44.62	76.22	74.59	71.25
净负债比率 (%)	27.02	40.41	82.08	83.02	82.93
流动比率	4.47	3.51	1.28	1.27	1.29
速动比率	2.99	1.96	0.72	0.70	0.71
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.57	1.17	0.76	0.72
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)	0.26	0.33	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.20)	(0.08)	(3.63)	(0.05)	0.47
每股净资产(最新摊薄)	0.89	0.88	1.43	1.76	2.10
估值比率					
PE (倍)	798.40	(469.74)	43.83	35.02	33.17
PB (倍)	12.78	12.94	7.99	6.51	5.44
EV_EBITDA (倍)	10.07	(25.82)	1.30	1.13	1.07

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