

Q3 业绩超预期, “稀土-锆钛” 双轮驱动

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年三季报, 2017 年 1-9 月份实现营业收入 39.7 亿元, 同比增长 644%, 归母净利润 3.99 亿元, 同比增长 699%; 其中 Q3 单季营业收入 17.6 亿元, 环比增长 38%, 归母净利润为 2.64 亿元, 环比增长 158%。
- 2017 年盛和资源完成晨光稀土、科百瑞、文盛新材三家子公司的收购, 拓展深化稀土产业链的同时, 切入锆钛行业, 实现“稀土-锆钛”双轮驱动, 借 2017 年上半年稀土重新崛起之势, 实现收入和利润的大幅上涨, 三季度业绩更是超出市场预期。
- **坚守原料控制战略, 前瞻性布局稀土矿:** 盛和资源在国内受托管理汉鑫矿业, 收购微山钢研、冕里稀土的股权。国外寻求并投资优质稀土资源项目, 2016 年 12 月投资格陵兰矿物能源有限公司, 2017 年 6 月竞标美国唯一一稀土矿山 Mountain Pass, 借行业低谷期前瞻性布局, 增强上下游产业链完整性、协调性和竞争力, 未来发展前景广阔。
- **量价齐升, 公司稀土业绩实现高增长:** 一方面受益于稀土行业的多轮收储以及打黑行动、环保督查的常态化, 稀土供应端持续收紧; 另一方面稀土下游新材料、新能源等产业的快速发展提振市场需求, 供需的不平衡导致 2017 年前三季度稀土价格一路飙升。子公司晨光稀土拥有集稀土“分离、冶炼、回收”一体的产业链, 产品质量国内一流, 前三季度实现净利润更是高达 2.39 亿元, 今年有望提前完成业绩承诺, 带动公司稀土业绩大幅增长。
- **多重布局, 未来业绩多点开花:** 除公司稀土业务外, 子公司文盛新材具备锆英砂、钛精矿和金红石产能 75 万吨/年, 并且拥有完善的上下游供销链条, 在锆钛供需逆转之际, 紧抓提价周期, Q3 单季度利润也预计达到 1 亿元以上。子公司四川润和主营稀土产业下游的催化剂分子筛制备与销售, 具有规模优势和领先工艺技术, 产销稳定增长, 毛利水平保持在 20%以上, 是未来极具发展看点的业务板块。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42 元、0.5 元、0.55 元, 结合稀土行业历史估值区间及行业平均估值 46X, 给予公司 2018 年 46 倍 PE 估值, 对应目标价 23 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 稀土、锆钛价格波动风险; 稀土打黑不及预期。

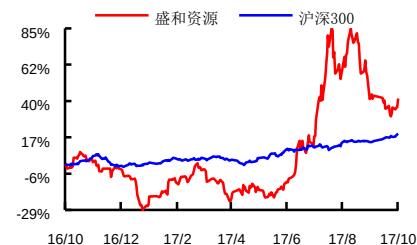
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1371.13	6084.91	7082.29	7813.63
增长率	24.86%	343.79%	16.39%	10.33%
归属母公司净利润 (百万元)	-32.85	568.66	675.49	747.52
增长率	-269.97%	1830.97%	18.79%	10.66%
每股收益 EPS (元)	-0.02	0.42	0.50	0.55
净资产收益率 ROE	-2.25%	9.56%	10.49%	10.65%
PE	-836	48	41	37
PB	19.70	4.59	4.20	3.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-57631191
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	13.50
流通 A 股(亿股)	9.41
52 周内股价区间(元)	10.3-26.68
总市值(亿元)	274.62
总资产(亿元)	87.90
每股净资产(元)	3.76

相关研究

关键假设：

假设 1：基于 2017 年中报及三季度业绩情况，假设子公司乐山盛和、晨光稀土、文盛新材 2017-2019 年的毛利率维持 20%左右。

假设 2：基于 2017 年中报及三季度业绩情况，假设子公司德昌盛和 2017-2019 年毛利率为-1.5%、15%、15%。

假设 3：基于 2017 年中报及三季度业绩情况，假设子公司科百瑞 2017-2019 年毛利率为 10%、12%、12%。

子公司科百瑞、晨光稀土、文盛新材为 2017 年 2 月份并表，无 2016A 收入毛利对比情况，同时对 2017 年三家公司收入做了相应预测调整。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分公司收入增速毛利如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
乐山盛和	收入	-	313	344.4	378.7
	增速	-	10%	10%	10%
	毛利率	-	20%	20%	20%
德昌盛和	收入	-	460	506	556.6
	增速	-	10%	10%	10%
	毛利率	-	-1.5%	15%	15%
科百瑞	收入	-	402	462.3	531.6
	增速	-	5%	15%	15%
	毛利率	-	10%	12%	12%
晨光稀土	收入	-	2444.2	2810.8	3091.9
	增速	-	3%	15%	10%
	毛利率	-	20%	20%	20%
文盛新材	收入	-	2465.8	2958.9	3254.9
	增速	-	-	20%	10%
	毛利率	-	20%	20%	20%
合计	收入	-	6084.9	7082.3	7813.6
	增速	-	348.8%	16.4%	10.3%
	毛利率	-	17.7%	19.1%	19.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1371.13	6084.91	7082.29	7813.63	净利润	-31.33	572.55	685.84	759.02
营业成本	1308.22	5007.03	5728.11	6321.26	折旧与摊销	31.94	67.51	75.74	75.74
营业税金及附加	2.61	24.34	28.33	31.25	财务费用	38.43	121.06	156.06	167.71
销售费用	14.47	79.10	92.07	101.58	资产减值损失	35.99	-20.00	0.00	0.00
管理费用	79.77	188.63	219.55	242.22	经营营运资本变动	-99.69	-4220.74	-937.81	-680.89
财务费用	38.43	121.06	156.06	167.71	其他	-81.96	-20.25	2.30	0.23
资产减值损失	35.99	-20.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-106.62	-3499.86	-17.87	321.80
投资收益	7.10	0.00	0.00	0.00	资本支出	-93.27	-1473.36	0.00	0.00
公允价值变动损益	-1.47	32.00	0.00	0.00	其他	-65.82	83.50	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-159.10	-1389.86	0.00	0.00
营业利润	-102.74	716.74	858.16	949.60	短期借款	93.90	538.22	341.79	36.49
其他非经营损益	62.86	-1.05	-0.86	-0.83	长期借款	110.00	385.90	0.00	0.00
利润总额	-39.87	715.69	857.30	948.77	股权融资	0.00	4037.01	0.00	0.00
所得税	-8.54	143.14	171.46	189.75	支付股利	0.00	8.67	-137.94	-168.64
净利润	-31.33	572.55	685.84	759.02	其他	-17.39	-153.95	-156.06	-167.71
少数股东损益	1.53	3.89	10.35	11.50	筹资活动现金流净额	186.51	4815.85	47.79	-299.86
归属母公司股东净利润	-32.85	568.66	675.49	747.52	现金流量净额	-78.20	-73.87	29.92	21.94
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	256.42	182.55	212.47	234.41	成长能力				
应收和预付款项	731.35	3008.10	3498.89	3880.02	销售收入增长率	24.86%	343.79%	16.39%	10.33%
存货	773.31	3095.59	3544.41	3915.27	营业利润增长率	-393.07%	797.66%	19.73%	10.66%
其他流动资产	91.46	379.95	440.99	485.75	净利润增长率	-269.16%	1927.67%	19.79%	10.67%
长期股权投资	166.07	114.57	114.57	114.57	EBITDA 增长率	-138.99%	2897.55%	20.40%	9.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	244.43	586.03	553.90	521.77	毛利率	4.59%	17.71%	19.12%	19.10%
无形资产和开发支出	116.33	1180.74	1137.30	1093.85	三费率	9.68%	6.39%	6.60%	6.55%
其他非流动资产	137.79	137.63	137.47	137.31	净利率	-2.28%	9.41%	9.68%	9.71%
资产总计	2517.15	8685.15	9639.99	10382.94	ROE	-2.25%	9.56%	10.49%	10.65%
短期借款	333.90	872.12	1213.91	1250.40	ROA	-1.24%	6.59%	7.11%	7.31%
应付和预收款项	142.59	683.54	725.77	823.00	ROIC	-2.96%	14.40%	10.16%	10.22%
长期借款	110.00	495.90	495.90	495.90	EBITDA/销售收入	-2.36%	14.88%	15.39%	15.27%
其他负债	536.74	644.32	667.24	686.10	营运能力				
负债合计	1123.23	2695.88	3102.82	3255.39	总资产周转率	0.57	1.09	0.77	0.78
股本	941.04	1420.13	1420.13	1420.13	固定资产周转率	6.63	15.16	12.73	14.91
资本公积	-545.48	3062.44	3062.44	3062.44	应收账款周转率	9.60	14.38	9.50	9.17
留存收益	774.47	1301.80	1839.35	2418.22	存货周转率	1.83	2.53	1.71	1.68
归属母公司股东权益	1192.91	5784.37	6321.92	6900.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.46%	—	—	—
少数股东权益	201.01	204.90	215.25	226.75	资本结构				
股东权益合计	1393.92	5989.27	6537.17	7127.55	资产负债率	44.62%	31.04%	32.19%	31.35%
负债和股东权益合计	2517.15	8685.15	9639.99	10382.94	带息债务/总负债	79.10%	67.24%	69.43%	67.30%
					流动比率	3.51	3.89	3.63	3.74
					速动比率	2.04	2.08	1.96	2.02
					股利支付率	0.00%	-1.52%	20.42%	22.56%
					每股指标				
					每股收益	-0.02	0.42	0.50	0.55
					每股净资产	1.03	4.44	4.84	5.28
					每股经营现金	-0.08	-2.59	-0.01	0.24
					每股股利	0.00	-0.01	0.10	0.12
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-32.36	905.32	1089.96	1193.05					
PE	-835.91	48.29	40.65	36.74					
PB	19.70	4.59	4.20	3.85					
PS	20.03	4.51	3.88	3.51					
EV/EBITDA	-606.87	33.55	28.15	25.73					
股息率	0.00%	—	0.50%	0.61%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn