

## 业务规模扩张，业务结构优化

### ——盛和资源（600392）点评报告

增持（维持）

日期：2018年03月29日

|          | 2016年    | 2017年    | 2018E  | 2019E  |
|----------|----------|----------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 13.71    | 52.04    | 67.18  | 84.51  |
| 增长比率(%)  | 24.86%   | 279.51%  | 29.10% | 25.80% |
| 净利润(亿元)  | -0.33    | 3.37     | 5.07   | 6.52   |
| 增长比率(%)  | -269.97% | 1124.43% | 50.53% | 28.71% |
| 每股收益(元)  | -0.02    | 0.25     | 0.38   | 0.48   |
| 市盈率(倍)   | -661.25  | 64.55    | 42.88  | 33.32  |

#### 事件：

公司于2018年3月29日发布了2017年度报告，报告期内，公司实现营业收入3.37亿元，同比增长279.51%；实现归属上市公司股东净利润3.37亿元，同比扭亏为盈；实现归母扣非净利润3.29亿元，同比扭亏为盈。

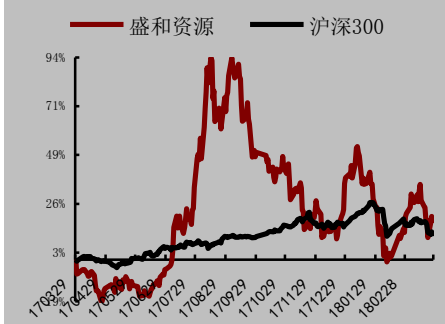
#### 投资要点：

- **业务规模和范围大幅扩张：**公司2017年业绩改善的主要原因包括：1）公司自2017年2月份起合并晨光稀土、科百瑞和海南文盛三家公司的财务报表，并表之后，公司业务规模和业务范围大幅扩张，公司原有的稀土稀有金属和稀土盐类产品的产能大幅增加的同时，也新增了独居石、锆英砂和钛精矿等多个新产品。根据年报中的披露，2017年公司稀土稀有金属实现销量7740.11吨，同比增长2388.78%，稀土盐类产品实现销量5635.65吨，同比增长70.18%。而新增的独居石、锆英砂和钛精矿三类产品也直接成为公司重要的业务板块，具体而言，根据年报的披露，新增的三类产品占2017年公司全年营收的比例为19.87%，占全年毛利的比例为31.30%；2）2017年1至8月份稀土价格大幅回升带动公司稀土相关产品营收的增长和毛利率回升。具体而言，公司的稀土氧化物2017年销量下滑4.19%，但是受益于价格的回升，稀土氧化物的营收依然上涨13.51%，同时，稀土氧化物的毛利率也大幅回升，由2016年的2.41%提升至2017年的12.85%，公司整体毛利率由2016年的4.59%提升至18.60%。
- **并购优质资产，业务版图优化，不丧失业绩弹性的同时抗风险能力增强：**2017年由于前期收购的晨光稀土、科百瑞和文盛新材等优质资产的并表，公司的业务结构和盈利能力均发生了显著的变化。并购以前，公司的营收和毛利均主要来自于稀土氧化物和金属钕催化配剂及分子筛两类产品，而2017年来看，公司营收的主要来源则变为稀有稀土金属（营收占比45.58%），稀土氧化物（营收占比23.25%）和锆英砂（营收占比14.33%）三类产品，毛利的主要来源则包括稀有稀土金属（毛利占比40.39%），锆英砂（毛利占比18.43%），稀土氧化物（毛利占比16.06%）和独居石（毛利占比11.63%）等四类产

#### 基础数据

|            |         |
|------------|---------|
| 收盘价(元)     | 16.09   |
| 市净率(倍)     | 4.36    |
| 流通市值(亿元)   | 172.73  |
| 每股净资产(元)   | 3.69    |
| 每股经营现金流(元) | -0.15   |
| 营业利润率(%)   | 8.20    |
| 净资产收益率(%)  | 8.36    |
| 资产负债率(%)   | 37.85   |
| 总股本(万股)    | 135,013 |
| 流通股(万股)    | 107,355 |

#### 个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所  
数据截止日期：2018年03月28日

#### 相关研究

万联证券研究所 20170703\_公司点评报告  
\_AAA\_盛和资源（600392）点评报告  
万联证券研究所 20170327\_公司调研报告  
\_AAA\_中色股份（000758）调研简报

#### 分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001  
电话：02160883480  
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

#### 研究助理：程文祥

电话：021-60883481  
邮箱：chengwx@wlzq.com.cn

品。从并购前后公司业务结构的变化可以看出：1) 稀有稀土金属产品成为公司第一大产品。该类产品的新增量主要是来自于新并购的晨光稀土和科百瑞两家公司，而晨光稀土和科百瑞盈利能力优异，2016年和2017年两年均超额完成了收购时的业绩承诺，因此稀有金属业务板块业绩无忧的背景下，公司未来的整体业绩会有较为稳固的基础；2) 并购后，公司完全新增的且与稀土相关的产品是独居石，该项产品盈利能力突出（其2017年的毛利率高达87.21%），再加上原有的稀土氧化物和产能显著扩张的稀土稀有金属两类产品，公司的业绩对稀土金属价格的弹性得到了有效保证；3) 并购后原有稀土业务得到巩固的同时，新增了具有较强盈利能力的锆英砂等非稀土类业务，而这种一定程度上的多元化业务模式使得公司在不丧失业绩弹性的同时，拓展了营收和毛利来源，增强了公司的抗风险能力。

- **稀土全产业链布局已然成型：**在上游端，2012年公司托管汉鑫矿业，联合中铝收购冕里稀土36%股权（原托管协议于2017年9月到期，经过协商后乐山盛和继续按原协议的约定对该矿山资产继续托管），参股山东微山钢研稀土4.3%。此外，公司近年还积极并购海外资源，子公司乐山盛和持有格陵兰矿物能源公司12.5%的股份，是其单一最大股东；报告期内，盛和稀土与境外机构合作，联合投标成功美国 Mountain Pass 稀土矿上项目。中游冶炼分离环节，公司在行业低迷之时，收购晨光稀土100%，科百瑞71.43%，和文盛新材100%股权，公司的冶炼分离产能增加至13000吨左右、冶炼配额达到5040吨/年。下游深加工环节，公司拥有7500吨分子筛，2.8万吨稀土催化剂产能。总而言之，通过近年来全方位的布局，在稀土领域，公司已然形成了上中下游的全产业链布局，公司的抗风险能力和成本控制能力得到了实质性的巩固和强化。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2019年EPS为0.38元和0.48元，结合2018年3月29日收盘价16.09元，对应的PE为42.88和33.32倍，基于对稀土金属价格和公司业绩弹性的看好，予以“增持”评级。
- **风险因素：**稀土金属价格大幅下跌；稀土下游需求不及预期；锆英砂价格大幅下跌

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

姓名：宋江波

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录[www.wlzq.cn](http://www.wlzq.cn)万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484