

强烈推荐-A (维持)

北方稀土 600111.SH

目标估值: 15-17 元

当前股价: 13.93 元

2017 年 07 月 26 日

收购甘肃稀土, 加强稀土产能整合

基础数据

上证综指	3244
总股本(万股)	363307
已上市流通股(万股)	363307
总市值(亿元)	506
流通市值(亿元)	506
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	1.9
资产负债率	45.3%
主要股东	包头钢铁(集团)有限责
主要股东持股比例	30.0%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《北方稀土(600111)——钕铁硼涨价滞后稀土, 三季度更可期——半年报预告点评》2017-07-17
- 2、《北方稀土(600111)——二股东违规减持, 不影响公司基本面持续改善》2017-07-14
- 3、《北方稀土(600111)——受益轻稀土价格上涨, 盈利反转》2017-07-12

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

本文对公司收购甘肃稀土新材料公司进行点评。

- **事件:** 公司以自有资金出资 13.4 亿元, 收购甘肃金熊猫稀土、甘肃国投以及甘肃工交投资公司分别持有的公司参股公司甘肃稀土新材料股份有限公司 28.52%、9.29%、6.54% 的股权。此前公司占甘肃稀土 5% 股权, 收购完成后公司合计持有甘肃稀土 49.35% 股权, 为其控股股东。
- **1、甘肃稀土是国内大型稀土企业, 生产规模居前。** 甘肃稀土由原甘肃稀土公司改制而来, 为原“903”厂。其拥有年处理 3 万吨稀土精矿生产能力(对应 1.5 万吨稀土氧化物产能), 现已形成从稀土加工分离到荧光材料、永磁材料等各类产品的完整产业链条。包括研磨材料产能 2500 吨, 稀土金属产能 2500 吨, 贮氢材料产能 1200 吨, 钕铁硼永磁材料产能 2000 吨, 发光材料产能 100 吨, 是中国稀土行业产品品种最多、最齐全, 产业链最完整的企业。
- **2、收购完成后将加强公司稀土资源及分离冶炼管控能力, 巩固行业龙头地位。** 根据国家稀土行业整合政策要求, 甘肃稀土作为北方地区主要稀土生产企业, 纳入公司整合序列。2015 年, 公司收购了甘肃稀土 5% 股份, 实现初步整合。本次对甘肃稀土实施深度整合, 符合国家稀土产业政策要求。整合后, 北方地区稀土产业集中度将进一步提升, 资源配置、市场份额、公司行业地位及经济总量等将得到增强。
- **3、公司目前市值 506 亿元, 2016 年营业收入 51.1 亿元, 对应 PS 估值 9.9 倍。** 甘肃稀土 2016 年营业收入 12.28 亿元, 按 10 倍 PS 估值, 甘肃稀土注入上市公司后合理价值应为 122.8 亿元, 44.35% 的股权对应价值 54.5 亿元, 本次收购金额为 13.4 亿元, 差额为 41.1 亿元。因此本次收购完成后, 按 PS 估值公司市值具有 8% 的上浮空间。
- **4、稀土行业处于上行周期, 公司价值逐步体现。** 由于去年年底以来国家稀土打黑力度加强, 并进入常态化, 稀土行业逐步规范, 需求端受益下游新能源汽车放量, 磁材需求保持高增长, 稀土供需关系改善明显。此次收购完成后公司下游稀土产品生产能力将得到显著增强, 包括钕铁硼材料及储氢材料、研磨材料等生产能力大幅提升, 随着稀土永磁行业整体改善, 公司盈利能力将进一步增强。预计公司 2017-2019 年净利润 7/15/20 亿元, 对应估值 72/34/25 倍, 继续维持强烈推荐。
- **风险提示:** 稀土打黑不及预期, 稀土价格下行。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9332	10578	18110	17593	17640
现金	2333	2878	1735	1287	1030
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	504	858	1888	2029	2131
应收款项	965	922	1839	1976	2075
其它应收款	127	49	108	116	122
存货	4860	5293	11277	10846	10886
其他	543	577	1264	1337	1396
非流动资产	5206	5044	4917	4807	4661
长期股权投资	60	51	51	51	51
固定资产	2268	2684	2650	2619	2540
无形资产	550	533	489	448	411
其他	2327	1776	1728	1690	1659
资产总计	14538	15622	23027	22400	22301
流动负债	4390	5494	12190	10309	8705
短期借款	2590	3548	8576	6815	5199
应付账款	859	938	1999	1922	1929
预收账款	74	151	323	311	312
其他	866	857	1293	1262	1265
长期负债	242	329	329	329	329
长期借款	0	0	0	0	0
其他	242	329	329	329	329
负债合计	4631	5823	12519	10638	9034
股本	3633	3633	3633	3633	3633
资本公积金	156	156	156	156	156
留存收益	4527	4508	5231	6515	8059
少数股东权益	1590	1502	1488	1458	1419
归属于母公司所有者权益	8316	8297	9020	10304	11848
负债及权益合计	14538	15622	23027	22400	22301

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2708	101	(5636)	2179	2301
净利润	326	91	724	1501	1994
折旧摊销	262	268	327	310	296
财务费用	198	141	365	477	373
投资收益	(24)	(9)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	1979	(546)	(7103)	(65)	(304)
其它	(32)	155	82	(15)	(29)
投资活动现金流	(275)	(140)	(200)	(200)	(150)
资本支出	(141)	(151)	(200)	(200)	(150)
其他投资	(135)	11	0	0	0
筹资活动现金流	(2057)	555	4692	(2426)	(2408)
借款变动	(3245)	548	5027	(1761)	(1615)
普通股增加	1211	0	0	0	0
资本公积增加	(10)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(217)	(450)
其他	(13)	6	(335)	(447)	(343)
现金净增加额	377	516	(1143)	(447)	(257)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6549	5113	11249	12093	12697
营业成本	5011	4011	8549	8223	8253
营业税金及附加	50	62	135	145	152
营业费用	79	67	135	145	152
管理费用	701	598	1125	1209	1270
财务费用	146	85	365	477	373
资产减值损失	306	116	100	100	100
公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
投资收益	24	9	30	30	30
营业利润	280	182	870	1823	2427
营业外收入	122	138	10	10	10
营业外支出	34	10	1	1	1
利润总额	368	310	879	1832	2436
所得税	311	230	170	360	481
净利润	58	80	710	1472	1955
少数股东损益	(268)	(11)	(14)	(29)	(39)
归属于母公司净利润	326	91	724	1501	1994
EPS (元)	0.09	0.03	0.20	0.41	0.55

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	12%	-22%	120%	7%	5%
营业利润	-24%	-35%	378%	110%	33%
净利润	-49%	-72%	697%	107%	33%
获利能力					
毛利率	23.5%	21.5%	24.0%	32.0%	35.0%
净利率	5.0%	1.8%	6.4%	12.4%	15.7%
ROE	3.9%	1.1%	8.0%	14.6%	16.8%
ROIC	0.3%	0.5%	5.2%	9.9%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	31.9%	37.3%	54.4%	47.5%	40.5%
净负债比率	18.9%	22.7%	37.2%	30.4%	23.3%
流动比率	2.1	1.9	1.5	1.7	2.0
速动比率	1.0	1.0	0.6	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6
存货周转率	0.9	0.8	1.0	0.7	0.8
应收帐款周转率	5.2	5.4	8.1	6.3	6.3
应付帐款周转率	4.6	4.5	5.8	4.2	4.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.09	0.03	0.20	0.41	0.55
每股经营现金	0.75	0.03	-1.55	0.60	0.63
每股净资产	2.29	2.28	2.48	2.84	3.26
每股股利	0.00	0.00	0.06	0.12	0.16
估值比率					
PE	155.4	557.1	69.9	33.7	25.4
PB	6.1	6.1	5.6	4.9	4.3
EV/EBITDA	51.4	67.1	20.8	12.4	10.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。