

公司研究/首次覆盖

2017年08月11日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 20.02  
合理价格区间(元): 20.26-21.46

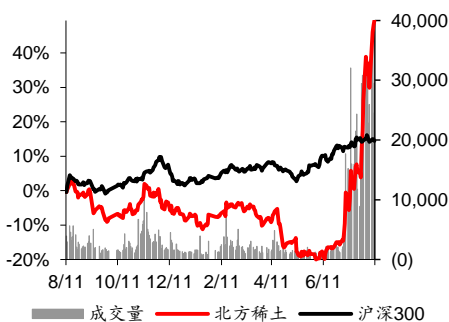
**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

**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

股价走势图



资料来源: Wind

# 稀土破局真成长，沉静玫瑰始盛开

## 北方稀土(600111)

### 包钢集团控股的轻稀土龙头，资源得天独厚

北方稀土是我国乃至全球最大的稀土产品供应商，控股股东包钢集团占股38.92%。公司依托股东所掌控的白云鄂博稀土资源，形成涵盖稀土原料、稀土功能材料和应用产品的完整产品体系。目前有稀土原料产能8万吨、稀土功能材料产能3.8万吨。2017年获得稀土矿产品和冶炼分离产品生产总量计划5.95万吨、5.01万吨，分别占全国总量控制指标的57%、50%。

### 稳定独家原料供应，低成本供货价格

北方稀土控股股东包钢集团拥有白云鄂博的独家采矿权，包钢集团控股子公司包钢股份具备年产30万吨稀土精矿的生产能力，并向北方稀土排他性供应稀土原料，原料供应稳定。2017年北方稀土与包钢股份签署稀土精矿供应合同，明确上半年采购价不含税9250元/吨，价格优势明显，主要体现在：1) 免去前端采矿成本；2) 资源储量丰富，更容易开采满足市场需求。稀土精矿根据稀土矿浆质量和选矿比例计算，预计未来稀土精矿的采购价基本稳定。

### 做大稀土功能材料，外延并购助增长

在做精稀土原料基础上，公司计划提升稀土功能材料销售占比，重点发展磁性材料、抛光材料、贮氢材料、发光材料、催化材料等，同时储备稀土合金、稀土医疗等方向。典型应用：1) 磁材：已有产能约2.9万吨，定位中低端市场，下游需求旺盛产量快速提升。2) 抛光粉：公司拥有全球最大稀土抛光粉产能，当前电子高端抛光粉需求提高，进口替代进程加速业绩有望提升；3) 催化剂：启动合资建设“年产5万立方米稀土基烟气脱硝催化剂”项目，精准定位北方电站锅炉催化蓝海，预计2018年贡献业绩。

### 供需趋紧稀土步入上升通道，沉静玫瑰始盛开

受稀土供给侧改革影响，六大稀土集团整合完毕，资源集中度提高；同时南北稀土价格联盟成立，稀土供给端打黑和环保监察步入常态化，叠加收储和需求旺季等多重利好影响，需求端预计2017-2019年保持6-7%增速；稀土的最大下游磁材消费稳步增长，预计10%以上增速。2017年稀土合规产量约10.5万吨，匹配需求约10万吨，供需进入紧平衡。从2016Q4至今轻稀土主要品种氧化镨钕涨幅超过70%，北方稀土作为国内稀土龙头，稀土涨价催生业绩释放。

### 业绩释放预期强烈，首次覆盖给予“增持”评级

预计北方稀土2017-2019营收分别为89.09/104.58/124.51亿元，归母净利润6.91/14.01/21.66亿元，EPS0.19/0.39/0.60元。我们预测2019年业绩达到本次稀土供给改革行情的相对业绩合理中枢，按照2019年净利润21.66亿元，参考上一轮景气周期的估值倍数给予34-36XPE（本轮稀土供给改革后行业更加健康持续），则估值736-780亿元，对应目标价20.26-21.46元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：稀土供给侧改革不及预期；磁材催化等项目推进不及预期。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	3,633
流通A股(百万股)	3,633
52周内股价区间(元)	10.76-20.02
总市值(百万元)	72,734
总资产(百万元)	18,021
每股净资产(元)	2.30

资料来源: 公司公告

## 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)	6,549	5,113	8,909	10,458	12,451
+/-%	12.18	(21.92)	74.23	17.40	19.06
归属母公司净利润(百万元)	325.72	90.84	690.69	1,401	2,166
+/-%	(49.35)	(72.11)	660.38	102.87	54.57
EPS(元, 最新摊薄)	0.09	0.03	0.19	0.39	0.60
PE(倍)	221.41	793.92	104.41	51.47	33.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

北方稀土：稀土龙头，打造产业航母.....	4
包钢集团控股的轻稀土龙头，资源得天独厚.....	4
做精原料、做大材料，打造全产业链航母.....	5
业绩随稀土行情而动，弹性明显.....	5
政策调控供给侧收缩，稀土步入上升通道.....	7
六大稀土集团整合完毕，稀土联盟成立.....	7
打黑、环保、收储，供给端持续改善.....	8
永磁材料为主，多种应用带动稀土下游需求端稳步增长.....	9
稀土价格步入上升通道，带动业绩提升.....	10
做精稀土原料，资源得天独厚.....	12
依托全球最大储量稀土矿山，开采冶炼配额占比超 50%.....	12
稳定独家原料供应，低成本供货价格.....	13
优化稀土原料结构，提高附加值.....	14
外延拓展，做大稀土功能材料.....	15
磁性材料：内部整合，定位中端产品.....	15
抛光粉：稀土成本优势显现，需求凸显.....	15
贮氢材料：市场增速放缓，待规模化生产.....	16
稀土发光材料：荧光粉市场需求减少稀土销量下降.....	16
稀土催化剂：精准定位，有效切入北方锅炉催化市场.....	16
稀土合金：积极储备技术，看好未来市场.....	16
其他：稀土终端医疗产业.....	17
盈利预测与估值：沉静玫瑰始盛开.....	18
主要假设.....	18
盈利预测.....	18
业绩弹性测算.....	19
估值.....	20
风险提示.....	20
PE/PB - Bands.....	21

## 图表目录

图表 1： 公司股权结构和子公司架构图.....	4
图表 2： 2016 年主要控股参股公司利润情况.....	5
图表 3： 2009-2017Q1 公司营收和净利润情况.....	5
图表 4： 2007-2016 公司产品结构.....	6
图表 5： 稀土产业链.....	7
图表 6： 2017H2 稀土矿产品生产总量控制计划.....	8
图表 7： 2017H2 稀土分离冶炼生产总量控制计划.....	8

图表 8: 2016-2017 稀土收储情况 .....	8
图表 9: 2004-2012 国内稀土下游应用结构趋势.....	9
图表 10: 2017-2020 国内稀土需求预测 (吨) .....	9
图表 11: 2020 年国内高性能钕铁硼应用分布预测 .....	9
图表 12: 2010-2016 主要稀土品种价格走势 .....	10
图表 13: 2016Q4 至今稀土价格涨幅 .....	11
图表 14: 白云鄂博矿区.....	12
图表 15: 2016 世界主要轻稀土矿分布 .....	12
图表 16: 2015-2016 北方稀土产能、产量和库存.....	12
图表 17: 2016-2017 北方稀土开采和冶炼配额计划 .....	13
图表 18: 稀土尾矿处理工艺流程 .....	13
图表 19: 包头稀土矿稀土配分.....	14
图表 20: 北方稀土磁性材料子公司产能 .....	15
图表 21: 稀土原材料板块营收结构预测 .....	19
图表 22: 稀土功能材料板块营收结构预测.....	19
图表 23: 稀土原材料板块毛利率预测.....	19
图表 24: 稀土功能材料板块营收结构毛利率预测.....	19
图表 25: 公司利润释放通常滞后稀土价格上涨 2-3 月 .....	19
图表 26: 北方稀土业绩弹性测算 .....	20
图表 27: 稀土相关公司估值 .....	20
图表 28: 北方稀土历史 PE-Bands .....	21
图表 29: 北方稀土历史 PB-Bands .....	21

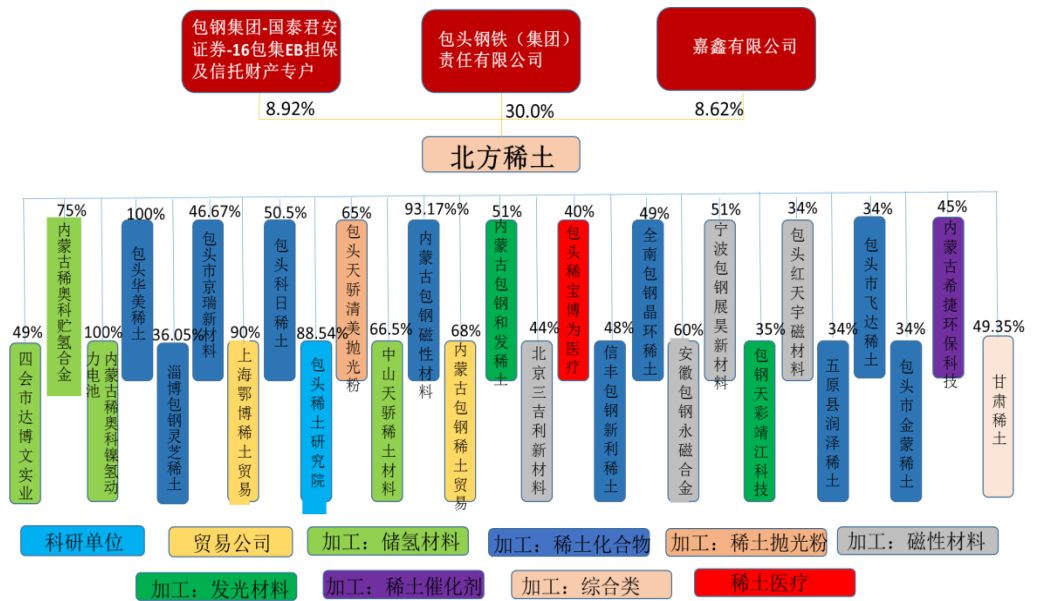
## 北方稀土：稀土龙头，打造产业航母

### 包钢集团控股的轻稀土龙头，资源得天独厚

**全球最大的稀土供应商。**北方稀土是我国乃至全世界最大的稀土生产、科研、贸易基地，是稀土行业的龙头企业，以开发利用举世闻名的稀土宝藏——白云鄂博稀土矿山为使命，建有稀土选矿、冶炼分离、深加工、应用产品、科研等完善的稀土工业体系，能够生产稀土原料(精矿、碳酸稀土、氧化物与盐类、金属)、稀土功能材料(抛光材料、贮氢材料、磁性材料、发光材料、催化材料)、稀土应用产品(镍氢动力电池、磁共振仪)等门类齐全的稀土产品。

**轻稀土龙头，2017年开采配额国内占比超50%。**北方稀土控股股东包钢集团占北方稀土总股份的38.92%。北方稀土的控股股东包钢(集团)公司拥有全球最大的稀土矿——白云鄂博矿的独家开采权，拥有内蒙古地区稀土产品专营权。控股股东以北方稀土为平台发展稀土产业，开发利用稀土资源，将其资源优势转化为上市公司的产业发展优势。公司直属、控股、参股企业合计稀土原料产能8万吨、稀土功能材料产能3.8万吨。2017年全国稀土矿产品计划总量10.5万吨(折合REO)、冶炼分离计划总量10万吨(折合REO)；北方稀土作为行业龙头，获得稀土矿产品和冶炼分离产品生产总量计划5.95万吨、5.01万吨，分别占全国总量控制指标的56.67%、50.08%，是名副其实的稀土龙头。

图表1：公司股权结构和子公司架构图



资料来源: Wind, 2017-7-31, 华泰证券研究所

**资源、产业、科研、政策，确立四大核心优势。**公司发展依托四大核心优势：1) 全面掌控北方轻稀土资源，积极整合布局南方中重稀土资源；2) 主导产品—北方轻稀土产品，具有随铁开采的成本优势，确保了公司在市场竞争中立于不败之地；3) 旗下的稀土研究院，是全球最大的以稀土资源开发利用为宗旨的专业研究机构，辅以公司内部十多家企业技术(研发)中心，科研优势明显；4) 稀土资源作为国家战略资源，其开发与应用得到了国家密集出台的各项政策支持，作为行业内骨干企业，公司在行业整合、发展中下游产业等方面得到了国家政策的大力支持。

### 做精原料、做大材料，打造全产业链航母

经过 60 多年的建设与发展，公司已形成以稀土资源控制为基础、冶炼分离为核心、新材料领域建设为重点、终端应用为拓展方向的产业结构，实现稀土上中下游一体化发展，构筑了领先的全产业链优势。

- **做精原材料，强化轻稀土龙头地位。**公司依托控股股东独家掌握的白云鄂博资源优势，强化稀土资源掌控，积极探索开发国内外稀土资源，深化产业结构调整 and 转型升级，以自主创新、合资合作等方式做精做细稀土原料产业。
- **做大功能材料，提高产品附加值。**为提高稀土产品附加值，促进稀土资源优势发挥和高值转化，公司通过独资、合资组建、联合重组的稀土材料加工和应用公司，开发、生产、销售稀土功能材料和终端应用产品，延伸产业链。

图表2：2016年主要控股参股公司利润情况

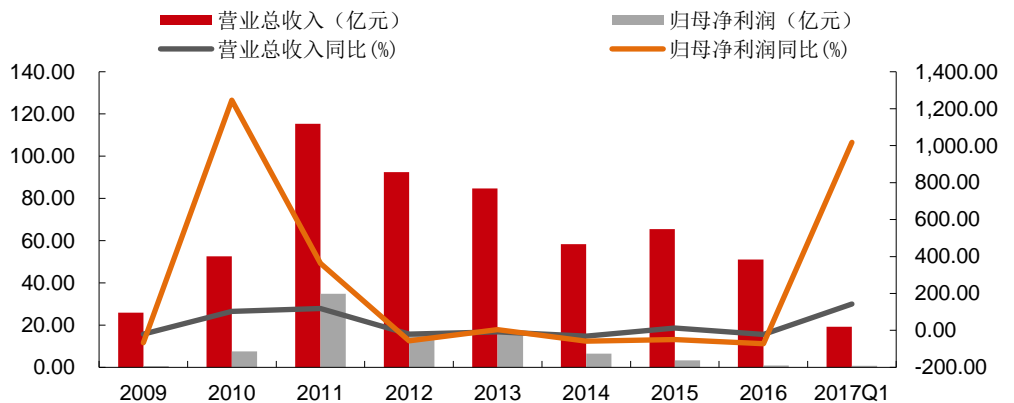
公司	股权占比	主营业务	注册资本	营业利润(百万元)	净利润(百万元)
内蒙古包钢稀土国际贸易有限公司	55%	各类稀土产品的采购、仓储与销售	14.7 亿元	165.82	59.26
包头华美稀土高科有限公司	100%	碳酸稀土、单一稀土盐类及氧化物、单一及混合稀土金属、各类铈系列产品	1.33 亿元	-51.70	-49.99
淄博包钢灵芝稀土高科技股份有限公司	36.05%	稀土产品的生产与销售	3,800 万元	5.04	10.88
全南包钢晶环稀土有限公司	49%	稀土矿产品冶炼、分离及产品销售	1.82 亿	-25.11	-26.86
北京三吉利新材料有限公司	44%	生产、销售钕铁硼永磁材料、贮氢材料、稀土材料及其合成材料	3500 万元	16.98	13.41
内蒙古包钢稀土磁性材料有限责任公司	91.87%	磁性材料产品及中间合金的生产、加工、研发、销售。	4.67 亿元	-146.84	-140.10

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 业绩随稀土行情而动，弹性明显

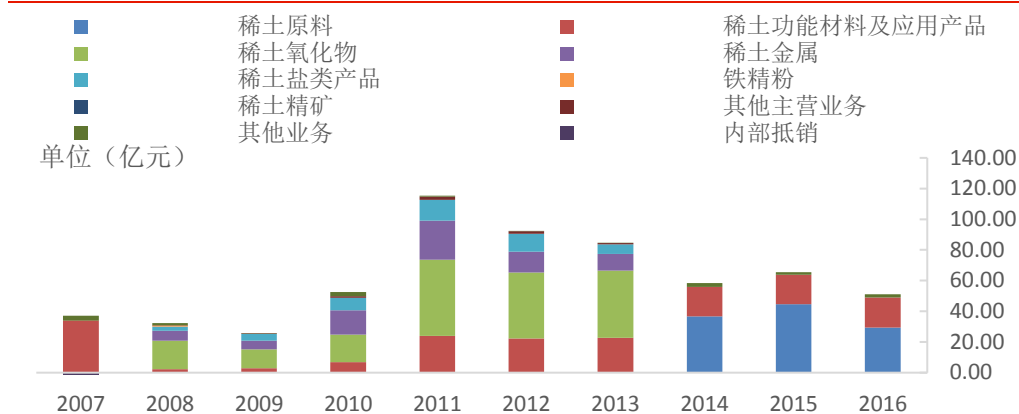
**轻稀土龙头，业绩随稀土行情而动。**稀土价格上涨资源企业的业绩弹性最大，稀土金属和永磁等生产加工也会大幅受益稀土价格上涨。2011 年稀土大幅上涨行情，北方稀土 2011 年 Q2 和 Q3 单季净利润超过 20 亿（未扣除少数股东权益）；2012-2016 年稀土价格由于供给过剩黑稀土加强造成稀土价格低迷，公司业绩长期处于底部区域。

图表3：2009-2017Q1 公司营收和净利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2007-2016 公司产品结构

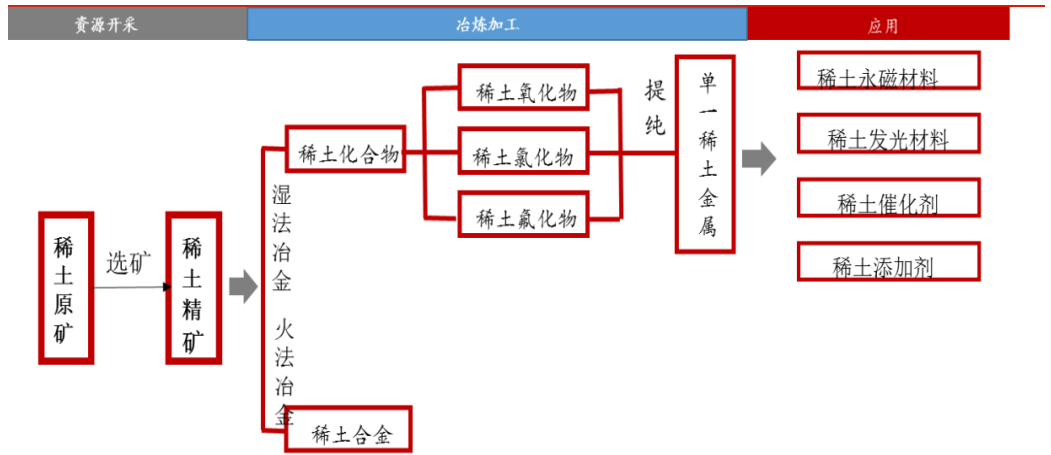


资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 政策调控供给侧收缩，稀土步入上升通道

受稀土供给侧改革影响，稀土供给端打黑和环保监察趋于常态化，六大稀土集团整合完毕，南北稀土价格联盟成立，叠加收储和需求旺季等多重利好影响，供给端持续改善；从需求端看，稀土的最大下游磁材消费持续稳步增长，此外稀土催化等也在快速推广。随着供给端的高压政策逐步落实，稀土供需进入紧平衡，大型稀土集团盈利有望改善，行业步入健康发展。

图表5：稀土产业链



资料来源：华泰证券研究所

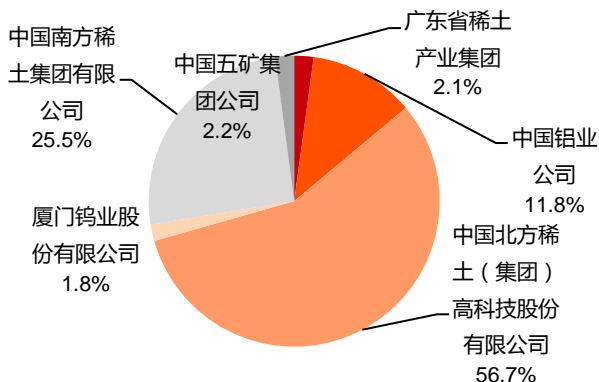
## 六大稀土集团整合完毕，稀土联盟成立

六大稀土集团整合完毕，资源控制率达 100%。六大稀土集团已整合已完成，资源控制率接近 100%，市场集中度提升。2011 年国务院发布《国务院关于促进稀土行业持续健康发展的若干意见》，随后工信部提出组建“1+5”全国大型稀土集团方案。2014 年底 6 大集团稀土集团组建实施方案均获批准。2015 年初，工信部提出到 2015 年底前 6 大稀土集团要整合全国所有稀土矿山和冶炼分离企业。2016 年 10 月 18 日，稀土“十三五”规划正式出台，明确 2020 年底 6 大稀土集团完成对全国所有稀土开采、冶炼分离、资源综合利用企业的整合。

南北稀土联盟形成，构筑价格上升通道。2016 年南北两大稀土联盟成立预示稀土行业复苏开启，至今北方稀土已连续多月提高挂牌指导价，鉴于其 50%左右的市占率，有效提振了轻稀土市场，已经形成了镨钕价格上升通道。北方稀土以外的另外 5 家稀土集团也形成了南方稀土价格联盟公开挂牌价格，并且规定五大稀土集团对外销售价格不得低于此价格。

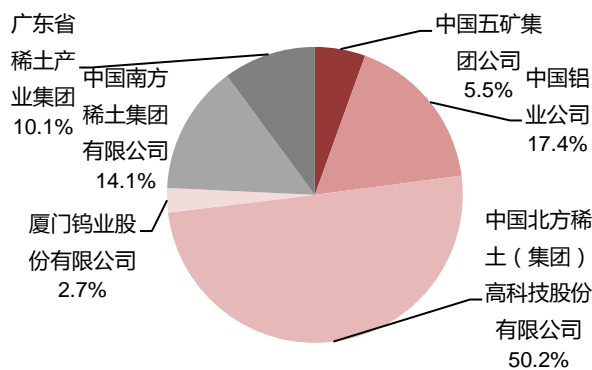
开采指标趋于稳定，供给端持续改善。2017 年度全国稀土矿（折合稀土氧化物 REO）开采总量控制指标为 105000 吨，其中离子型（以中重稀土为主）稀土矿指标 17900 吨，岩矿型（轻）稀土矿指标 87100 吨，相关指标与 2016 年计划基本持平。按照稀土配额指标，稀土产量及库存，目前难以满足收储和刚需。

图表6：2017H2 稀土矿产品生产总量控制计划



资料来源：工信部，华泰证券研究所

图表7：2017H2 稀土分离冶炼生产总量控制计划



资料来源：工信部，华泰证券研究所

### 打黑、环保、收储，供给端持续改善

**打黑监管常态化，黑稀土得到有效控制。**国家专项整治行动和反腐对黑色稀土产业链起到了有效的控制作用，通过稀土专用发票、建立产品追溯体系、建立稀土黑名单等措施加强黑稀土管控。曾经黑稀土基本涵盖了所有品种，但近年以镨钕镱为主；因此随着 2017 年大规模收储的推进，少数非主流中重稀土品种率先供给趋紧。此外叠加稀土产业链低迷，黑稀土产业链的利润空间不断被缩减，黑稀土产量逐步被控制。

**环保压力倒逼稀土落后产能关停。**稀土建设项目环保设施必须与主体工程同时设计、同时施工，并经环保部门验收后同时投入使用。稀土企业应事先取得环保部门的许可，根据排放标准规定的浓度、数量和方式等实现达标排放，禁止未依法取得许可证擅自排放。当前多部委成立了专家团进行核查和督察，环保督察在打黑过程中起到意想不到的效果。不仅稀土行业，整个有色行业的环保督查都明显趋严；今年 7 月 29 日至 8 月 1 日，第三批 7 个中央环境保护督察组交办的 31457 件环境问题举报已基本办结，共立案处罚 8687 家，问责人数超过 4660 人。

**高频收储策略被验证，有效调控市场价格。**自 2016 年二季度至今进行稀土收储 5 次，间隔 1-2 个月小幅溢价，溢价收储逐步成为趋势。收储方式也从此前的大批量低频次转变为小批量高频次。收储策略的转变平滑了市场价格，有助于价格平稳变化。

图表8：2016-2017 稀土收储情况

品种	2017年5月27日招标价(万元/吨)	成交量(吨)	2017年3月28日招标价(万元/吨)	成交量(吨)	2017年1月19日招标价(万元/吨)	成交量(吨)	2016年12月13日招标价(万元/吨)	成交量(吨)	2016年6月7日流标价(万元/吨)
氧化镨钕	29.1-29.2	100-200	27.33	100	26.1-26.4	1300	25.33	流标	26.89
氧化钕	28.5	250	26.6	220	不明	不明	25.59	45	26.71
氧化镨	—	—	34	30	不明	不明	32.31	5	31.93
氧化镱	1243	520	124.7	300	125	440	125.03	280	130.45
氧化铽	3430	—	310	流标	300	95	287.72	流标	291.21
氧化镱	521	35	453	流标	452	不明	429.7	16	432.79
氧化铈	57	100-150	50	170	45	80	42.2	60	40.35
氧化铈	19	150-200	17.97	不明	17.6	不明	17.11	330	17.57
氧化铈	2.6	330	2.53	不明	—	—	2.45	670	2.29
总计(吨)	—	1485-1685	—	1000+	—	2000+	—	1406	—

资料来源：亚洲金属网，华泰证券研究所

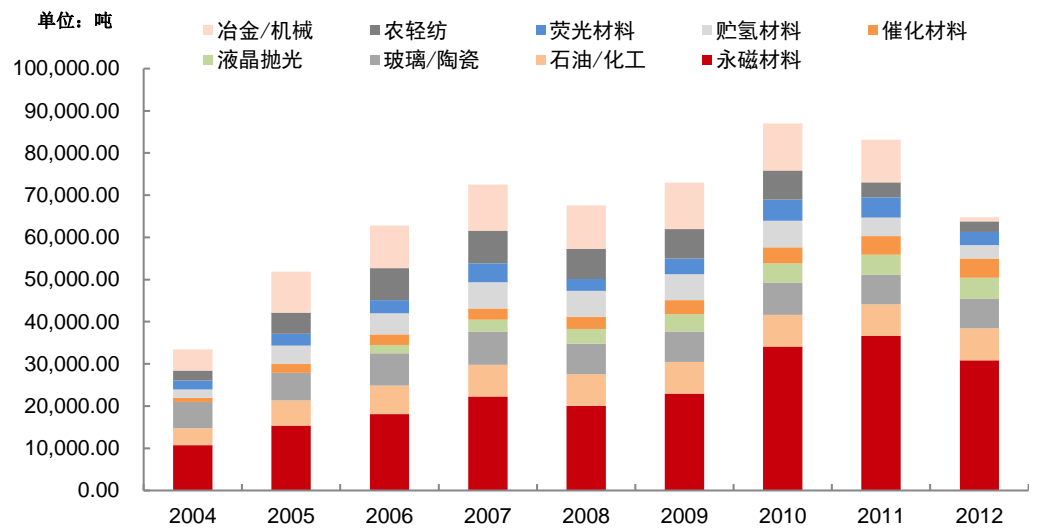


**永磁材料为主，多种应用带动稀土下游需求端稳步增长**

稀土增速保持在7%左右，磁材占比过半增速10%以上。参考2007-2012年稀土需求量数据增速，我们预计未来稀土下游需求增速约为7%。稀土最大的下游应用为稀土永磁增速保持在10%以上，主要动力来自于新能源汽车、机器人等新增需求，传统行业增速稳定。稀土的下游需求除钕铁硼外，还有各种稀土催化剂，有色金属特殊材料中的稀土添加剂，还有玻璃陶瓷、光学玻璃的添加剂，及光学研磨材料等。

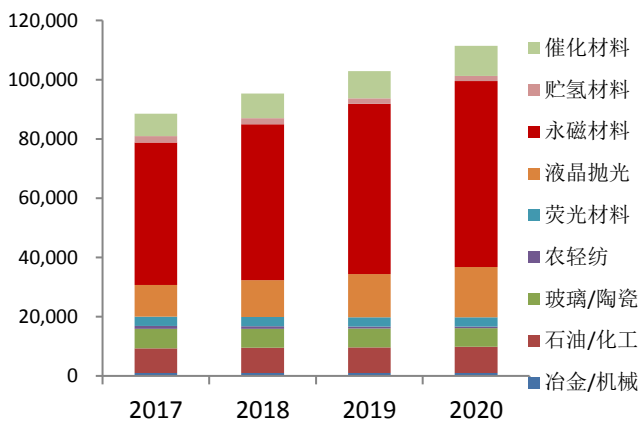
**稀土应用朝高端应用转变。**工信部原材料工业司稀土办主任贾银松表示，我国企业在稀土高端材料中国际市场份额约为25%，其他主要被欧美日等先进工业化国家企业占有；参考磁性、催化、发光、贮氢等主要稀土功能材料产业指标和各领域专业意见，争取到2020年高端应用达到50%以上。

**图表9：2004-2012 国内稀土下游应用结构趋势**



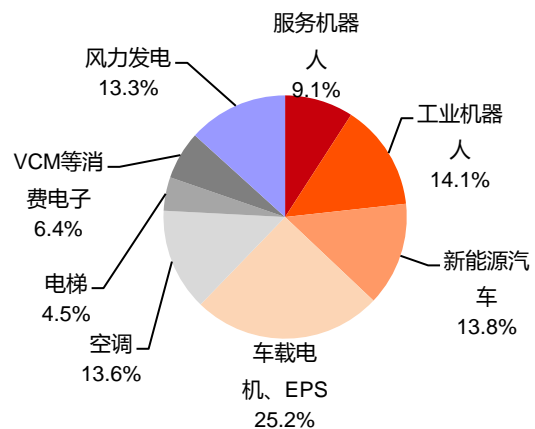
资料来源：Wind，相关数据到2012年后截止统计，华泰证券研究所

**图表10：2017-2020 国内稀土需求预测（吨）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表11：2020 年国内高性能钕铁硼应用分布预测**

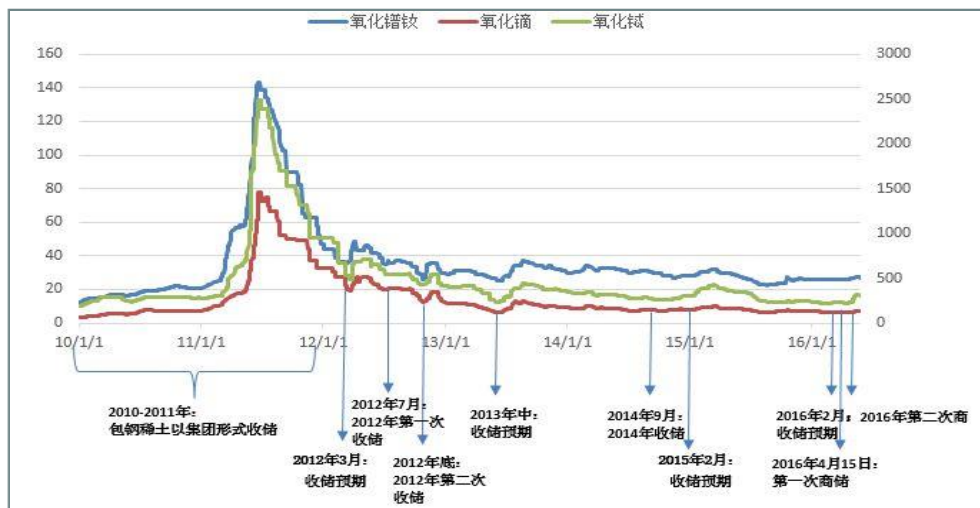


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 稀土价格步入上升通道，带动业绩提升

稀土价格长期低位徘徊，历史收储形成脉冲行情。2011年稀土行情过后，全民炒稀留下的庞大社会库存，催生黑稀产业造成对稀土产业的负面影响；国家进行配额限产、收储和打黑旨在恢复供需平衡。2012-2016历次收储由于仍存在库存和黑稀土未被有效遏制，总是形成脉冲性行情。

图表12： 2010-2016 主要稀土品种价格走势



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

稀土供不应求格局确立，终将迎来质变。2017 受到稀土供给侧改革影响，打黑和收储的执行力空前高效，稀土价格终将迎来质变。打黑和环保监察常态化预期正在形成，叠加收储预期和需求旺季等多重利好影响，2017 合规供给 10.5 万吨匹配约 10 万吨需求，供需基本平衡；收储导致镨钕镱以外的非主流品种供给紧张。黑稀土消失后形成的刚需亟需白稀土弥补，但是配额制生产导致短期内无法实现，而有限的社会库存又在收储执行下更加捉襟见肘，稀土开始供不应求。

主要稀土品种涨幅明显，南北联盟交相涨价。以氧化镨钕、氧化铽为代表的稀土品种价格从 2016 年 10 月开始上涨，到 7 月底主要稀土品种涨幅接近甚至超过 50%，比如氧化镨钕涨幅 60%、氧化铽涨幅 52%、氧化钕涨幅 105%。稀土价格长期在底部徘徊，而有色金属一季度均出现大幅上涨；其次稀土价格经过五六年的价格低位，社会库存较低，因此短期价格上涨和前期板块滞涨推升稀土价格补涨预期。此外，南北方稀土联盟开始交相涨价，主流稀土产品距离历史峰值仍有 400% 以上涨幅空间不容小觑。

图表13: 2016Q4 至今稀土价格涨幅

稀土原料 (万元/吨)	价格 0731	涨跌幅					
		日	周	月	2016Q4 至今	2017 初至今	
轻 稀 土	包头氧化镧 3N	1.53	0.00%	0.00%	0.00%	39.09%	6.25%
	包头氧化铈 3N	1.45	0.00%	5.84%	5.84%	52.63%	30.63%
	金属镧铈	3.20	0.00%	0.00%	0.00%	18.52%	6.67%
	氧化镨	49.00	0.00%	8.89%	19.51%	56.55%	48.48%
	氧化铈	36.50	1.39%	5.80%	19.67%	48.37%	40.38%
	氧化镨铈	39.50	3.95%	6.76%	17.91%	60.57%	51.92%
	金属镨	77.00	2.67%	10.00%	18.46%	42.59%	35.09%
	金属铈	46.50	2.20%	4.49%	16.25%	47.15%	37.57%
	金属镨铈	50.00	4.17%	6.38%	16.28%	58.23%	47.93%
中 重 稀 土	氧化钪	1.20	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	氧化铈	82.00	0.00%	0.00%	0.00%	105.00%	90.70%
	氧化钇	1.80	0.00%	0.00%	-10.00%	-10.00%	-5.26%
	氧化钆	9.00	3.45%	5.88%	9.76%	30.43%	25.00%
	氧化铈	415.00	2.47%	3.75%	6.41%	52.01%	40.68%
	金属铈	530.00	3.52%	3.52%	6.00%	47.22%	34.18%
	氧化镨	132.00	8.20%	5.60%	11.86%	8.64%	7.32%
	金属镨	175.00	2.94%	2.94%	2.94%	2.34%	0.57%
	氧化钆	41.00	0.00%	0.00%	0.00%	39.93%	26.15%
	氧化铈	18.50	0.00%	2.78%	2.78%	14.20%	12.12%
	氧化铈	13.00	0.00%	0.00%	0.00%	-13.33%	0.00%
	氧化镨	610.00	0.00%	0.00%	0.00%	45.24%	41.86%
	氧化铈	2200.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 百川资讯, 截至 2017-7-31 数据, 华泰证券研究所

## 做精稀土原料，资源得天独厚

公司依托控股股东独家掌握的白云鄂博资源优势，强化稀土资源掌控，积极探索开发国内外稀土资源，持续巩固提高上游产业竞争优势，深化产业结构调整和转型升级，以自主创新、合资合作等方式做精做细稀土原料产业。

## 依托全球最大储量稀土矿山，开采冶炼配额占比超 50%

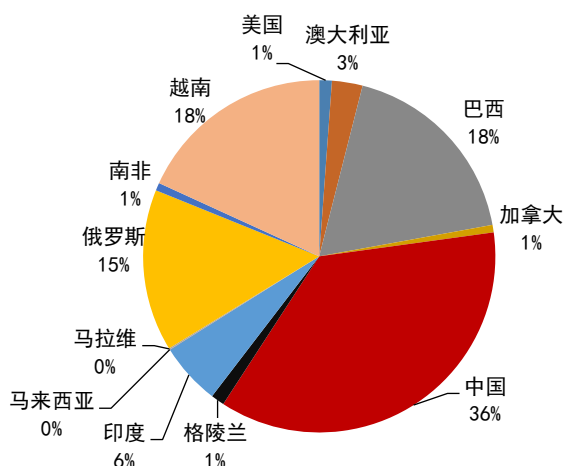
依托包钢集团白云鄂博稀土矿，资源储量位居全球首位。包钢集团拥有对全球最大的稀土矿区——白云鄂博稀土矿的独家开采权，矿区轻稀土储量 4600 万吨，占全国储量的 85.7%；而我国稀土矿在全球占比 36%。白云鄂博矿区是享誉世界的“稀土之都”，也是包头钢铁集团和稀土生产原料的主要基地。

图表14：白云鄂博矿区



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图表15：2016 世界主要轻稀土矿分布



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**轻稀土龙头，掌控北方稀土资源。**公司是国内轻稀土龙头，经过近年稀土行内整合，公司基本掌控北方稀土资源。目前公司直属、控股、参股企业合计稀土原料产能 80000 吨、稀土功能材料产能 38000 吨，全面掌控北方稀土资源。

图表16：2015-2016 北方稀土产能、产量和库存

		2016	2015
产能	稀土原料产品 (吨)	80000	80000
	稀土功能材料 (吨)	38000	38000
产量	稀土原料产品 (吨)	44535.51	41607
	稀土功能材料 (吨)	23023.27	17804
库存	稀土原料产品 (吨)	161838.64	164119.9
	稀土功能材料 (吨)	2197.07	1300.01

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**开采和冶炼配额超全国 50%。**2017 年全国稀土矿产品计划总量 10.5 万吨（折合 REO）、冶炼分离计划总量分别是 10 万吨（折合 REO）。北方稀土作为行业龙头，获得稀土矿产品和冶炼分离产品生产总量计划 5.95 万吨、5.01 万吨，分别占全国总量控制指标的 56.67%、50.08%。

图表17: 2016-2017 北方稀土开采和冶炼配额计划

		2017		2016
		第二批	第一批	第二批
稀土生产总量控制 计划(折稀土氧化 物,吨)	矿产品	29750	29750	29750
	冶炼分离产品	25042	25042	22537
全年首批稀土生产 总量占比(%)	矿产品	56.67	56.67	56.67
	冶炼分离产品	50.16	50.01	50.08

资料来源: 工信部, 华泰证券研究所

### 稳定独家原料供应, 低成本供货价格

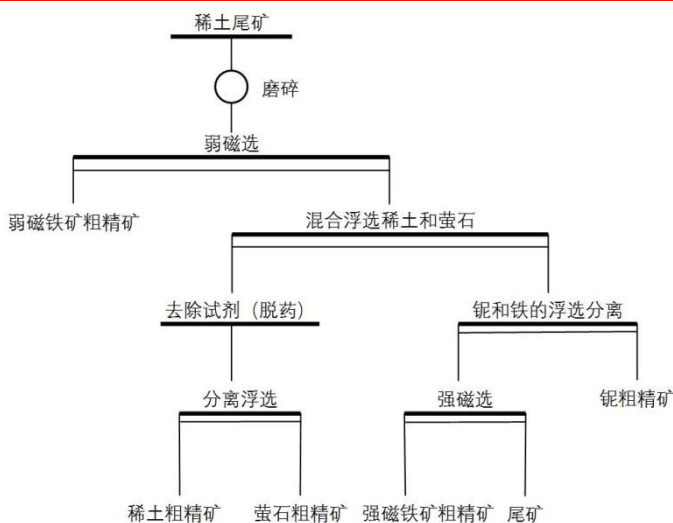
**包钢股份排他性保证稀土矿资源供应。**控股股东包钢集团独家拥有白云鄂博的采矿权, 北方稀土由包钢集团控股子公司包钢股份提供稀土原料, 供应稳定。包钢股份具备年产 30 万吨稀土精矿的生产能力; 稀土和铁矿石是共生矿, 包钢集团的制度设计将选矿放在包钢股份, 包钢股份排他性供应给北方稀土。

**原料采购成本优势明显。**2014 年起尾矿价格依照双方约定的定价公式, 一年一议, 资源所得税由集团公司承担。2017 年北方稀土与包钢股份签署《稀土精矿供应合同》, 约定上半年确定为不含税 9250 元/吨 (含税 10822.50 元/吨)。每半年根据实际情况进行调整; 价格优势明显。

**北方稀土原料的成本优势来源于两方面:** 1) 北方稀土的原料来自于包钢股份提取铁矿后堆积的尾矿浆, 因此可免去前端开采矿的成本, 加工成本明显低于市场价格; 2) 白云鄂博资源丰富, 假设每年只采 1000 万吨的矿, 假设 5% 含矿量, 80% 收率, 则出 40 万吨稀土, 明显大于全球市场需求, 因此更容易进行稀土提取, 满足生产量的需求, 成本降低。

**预计未来精矿原料成本基本稳定。**稀土精矿价格按照稀土浆料的价格计算, 当前稀土氧化物品位约 5-6%, 相应选矿比达到约 20:1 (每 20 吨矿浆可选出 1 吨矿石), 稀土矿浆料 380 元/吨, 因此折合成生产 1 吨精矿的矿浆价格, 再加上 1000-2000 元/吨加工费用, 基本和精矿采购价格 (不含税 9250 元/吨) 相当。稀土开采流程是细粉-弱磁-强磁-正浮选-反浮选, 稀土提取主要采用强磁的尾矿和中矿, 虽然不同阶段矿浆成本差距较大, 但折合成精矿后, 价格相对稳定。稀土开采成本相对固定, 预计未来 1-2 年原料成本将维持在稳定区间。

图表18: 稀土尾矿处理工艺流程



资料来源: 稀有金属期刊, 华泰证券研究所

## 优化稀土原料结构，提高附加值

### 1) 稀土氧化物

公司的稀土氧化物品种以镨钕镱为主。稀土品种产量通常以当地矿源自然配分为主，包头轻稀土品种以钕镨钕镱为主，据国家计委稀土专家组调研报告数据，氧化镨钕配分合计约 21.7%，镱钕配分合计约 75%。稀土下游对镨钕金属的需求比例偏高，因此剩余库存以镱钕居多。公司一方面积极消耗库存，一方面拓展镱钕的下游应用。

图表19：包头稀土矿稀土配分

主要稀土组分	La2O3	CeO2	Pr6O11	Nd2O3	Sn2O3	Eu2O3	Gd2O3		
配分 (ROE,%)	25	50.07	5.1	16.6	1.2	0.18	0.7		
其他稀土组份	Tb2O7	Dy2O3	Ho2O3	Er2O3	Tm2O3	Yb2O3	Lu2O3	Y2O3	
配分 (ROE,%)	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	0.43

资料来源：国家计委稀土专家组调研报告汇编，华泰证券研究所

### 2) 稀土金属

稀土金属处于供不应求状态。目前公司稀土金属受到产能限制，基本处于供不应求的状态。预计今年稀土金属产量将显著提升，预计到 2018 年技改后产量明显提升。稀土的下游需求多以稀土金属的形式，如贮氢、磁性材料等；少部分以氧化物形式，如催化剂、发光材料、抛光粉等。

加强稀土金属冶炼比例，提高附加值。由于下游金属需求旺盛，公司未来将逐步提高稀土金属在原材料中的销售比例。同时通过进一步冶炼成稀土金属，提高稀土原料附加值。公司生产技术指标较为先进，冶炼耗能低，可有效降低加工成本。

### 3) 稀土盐类

销售占比逐渐减小，满足特殊产品需求。稀土盐类是氧化物前端，该部分销售占比逐步减少，用于满足部分稀土氧化物用盐类形式保存的需要，或用于满足某些特殊性能要求订单。

## 外延拓展，做大稀土功能材料

**做大稀土功能材料，提高附加值。**在做精稀土原料的基础上，公司计划做大稀土功能材料，重点发展磁性材料、抛光材料、贮氢材料、发光材料、催化材料等稀土功能材料产业，有选择地发展稀土应用产品，持续提升功能材料及应用产品收入比重和市场占有率，引导产业向中高端、高附加值发展。

**全球最大稀土研究院，加快科研成果转化。**公司发挥下属稀土研究院的科研优势为产业运营提供技术支撑。稀土研究院是全球最大的以稀土资源开发利用为宗旨的专业研究机构，辅以公司内部十多家企业技术(研发)中心，科研优势明显，未来公司将加快永磁、催化、PVC 稀土助剂、稀土合金产品等科研成果转化进度。

### 磁性材料：内部整合，定位中端产品

**内部整合磁材业务，优化资源配置。**北方稀土目前拥有产能约 2.9 万吨，其中内蒙古包钢稀土磁性材料有限责任公司 1.5 万吨、安徽包钢稀土永磁合金制造有限责任公司、宁波包钢展昊新材料有限公司以及北京三吉利新材料有限公司 3 家公司加总将近 1.5 万吨。2017 年第一季度，磁性材料收入 5.92 亿元，占总收入的 30.71%；未来磁材业务将成为重点发展方向。

**定位中低端市场，下游需求旺盛。**北方稀土的磁材当前主要面向下游加工企业，而不面对最终端客户，比如安徽子公司生产磁材的前端磁粉，再供货给下游。公司磁材产品定位需求量广阔的中低端市场，比如宁波子公司生产面向中低端的钕铁硼等，售价明显降低。

图表20：北方稀土磁性材料子公司产能

公司名称	北方稀土持股比例	钕铁硼合金/磁体产能(吨)
磁材公司	81.86%	15000 / (3000)
北京三吉利公司	44%	5000
安徽永磁公司	60%	4000
宁波展昊公司	51%	5000
合计	-	29000 / (17000)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 抛光粉：稀土成本优势显现，需求凸显

**稀土抛光粉效率高、颗粒度均匀，附加值高。**稀土抛光材料的典型代表是氧化铈基抛光粉，作为研磨抛光材料以其粒度均匀、硬度适中、抛光效率高、抛光质量好、使用寿命长以及清洁环保等优点，比其他抛光粉（如 Fe<sub>2</sub>O<sub>3</sub> 红粉）的使用效果更佳，被称为“抛光粉之王”，因此被广泛应用于光学玻璃、液晶玻璃基板以及触摸屏玻璃盖板等电子领域抛光，附加值高。

**电子产品高端抛光粉需求旺盛，进口替代进程加速。**当前国内抛光粉生产技术与日本为代表的世界先进水平相比差距依然很大，如视频玻璃、液晶电视、精密仪器和航天器件等方面的精密抛光材料。在液晶显示和高档光学玻璃加工领域产业规模急剧扩大的阶段，稀土抛光粉市场需求旺盛。

**全球最大稀土抛光粉生产基地，具备年产 7500 吨产能。**北方稀土子公司包头天骄清美稀土抛光粉有限公司，是北方稀土重要的稀土抛光材料生产基地，是目前世界最大的稀土抛光材料生产研发企业，具备年产 7500 吨稀土抛光材料生产能力，2016 年抛光粉产量 5000 吨，预计 2017 会有明显增长，有望实现满产。天骄清美是由中国北方稀土(集团)高科技股份有限公司、日本清美 AGC 化学株式会社共同出资经营的高新技术企业。公司产品广泛应用于液晶玻璃基板、硬盘玻璃基板、手机盖板玻璃、精密光学元件、光掩模及饰品等领域，远销日本，东南亚等国家地区。

### 贮氢材料：市场增速放缓，待规模化生产

**发挥性能优势，探索大型储能应用。**贮氢材料早期主要用于镍氢电池，具有安全可靠的特点，当前逐步被锂电池替代，导致市场萎缩。在需要不断充放电的情况下，镍氢电池具备一定的优势，未来贮氢材料的应用方向是大型储能设备，如不插电的混合动力车。2017年一季度，北方稀土全资子公司内蒙古稀奥科贮氢合金有限公司贮氢材料收入为0.32亿元，占总收入的1.63%。但由于其行业特点，生产规模小固定成本高，导致公司贮氢材料毛利率为负。

**收购国内最大贮氢合金粉企业，优化产品结构。**2017年7月，公司收购了四会市达博文实业有限公司49%的股份，成为该公司最大股东。达博文公司主要产品为贮氢合金粉，具备年产5000吨贮氢合金粉的生产能力，是国家高新技术企业，也是目前国内生产规模最大的贮氢合金粉生产基地和研究实验基地之一。依托达博文公司具有成熟的工艺流程及技术研发能力，有助于公司调整优化贮氢材料生产结构，做大做强贮氢材料。

### 稀土发光材料：荧光粉市场需求减少稀土销量下降

**稀土发光材料色彩鲜艳、效率高，广泛用于荧光粉照明。**由于稀土元素特殊的原子结构，使其可以用作荧光发光材料的基质成分，也能用作添加剂。稀土发光材料具有色纯度高、色彩鲜艳、效率高、寿命长等优点，被广泛地应用于电光源照明、电视机显色材料等方面。其中电光源照明是其应用的最主要方面，灯用荧光粉的产量在所有荧光粉中占据首位。

**发光材料受LED荧光粉市场影响。**发光材料2016年发光材料收入为0.09亿元，较15年下降47.1%，主要是由于随着LED技术的发展，荧光粉市场需求降低所致，2016年发光材料毛利率为0.12%，较15年大幅下降8个百分点，原因是由于发光材料销量大幅下降，单位成本上升所致。

### 稀土催化剂：精准定位，有效切入北方锅炉催化市场

**成立内蒙希捷环保，筹建稀土催化剂项目。**2016年，公司与北京京运通等合资成立内蒙古希捷环保公司，建设“年产5万立方米稀土基烟气脱硝催化剂”项目，项目总投资4.5亿元；其中一期2万立方米，二期3万立方米，预计2017年底建成投产1万立方米。

**投产后经济效应明显，提高钕产品附加值。**当前稀土催化剂售价约1.4万/立方米，项目投产后，预计销售收入6.8亿元，年均利润总额1.2亿元。稀土催化剂主要用在石油炼化和汽车尾气两大领域，用于替代传统的五氧化二钒催化剂，有毒。此项目投产后，能够延伸公司产业链，提高公司稀土钕类产品附加值。

**精准定位北方电站锅炉催化蓝海，发挥区域优势。**公司的稀土催化剂主要定位在电站锅炉市场，基于以下维度考虑：1) 北方有较多钢铁、煤炭、发电厂，市场规模足够大；内蒙有许多本地企业不属于五大发电集团，可作为公司的目标客户。2) 有效避开传统石油炼化催化企业自带催化剂企业的竞争，以及面向终端消费者客户的市场。3) 市场需求量旺盛，通常一个1亿装机容量的锅炉电站，需要3万立方米的稀土催化剂，并且3年需更换。

### 稀土合金：积极储备技术，看好未来市场

**稀土合金质量轻强度高，适用于高端工业领域。**稀土合金具有质量轻、强度高、耐腐蚀、韧性及延展性好等优点，可大幅度提高其他产品的质量和性能。典型品种如稀土镁合金、稀土铝合金、稀土硅铁合金等。稀土合金可明显提高用于制造坦克、飞机、导弹的钢材、铝合金、镁合金、钛合金的战术性能；也可成为电子、激光、核工业、超导等诸多产业的润滑剂。



**积极储备稀土合金技术，加速产业化进程。**由于稀土合金的诸多性能优势，公司也在积极进行稀土合金技术的研发和储备；目前由于稀土的掺杂混合机制尚未解决，因此离产业化生产还有一定距离。

### 其他：稀土终端医疗产业

公司 2016 年拟投资 2 亿元规划建设稀土医疗产业基地，延伸稀土终端高科技应用。项目建设期限预计 2 年，自 2016 年 9 月至 2018 年 5 月。北方稀土稀宝医疗目前正在实施的有三大项目：

- **移动车载磁共振项目：**稀宝医疗与中国心脑血管病急救产业联盟(IBX)共同实施，研制国内首台移动车载磁共振，建设移动车载磁共振生产总装线。目前正在进行底盘车辆的改装设计。
- **稀宝朗润项目：**稀宝医疗与苏州朗润医疗系统有限公司合资注册成立内蒙古稀宝朗润医疗科技有限公司，生产、销售数字化 X 射线成像系统 (DR)、数字化彩色超声诊断仪 (彩超) 等二类医疗器械。目前正在办理《医疗器械生产许可证》，预计 3 年内可以实现产品上市销售。
- **远程会诊及医疗影像云平台项目：**依托稀宝医疗多级远程会诊系统，建立一个智能化的医疗平台，即“互联网+医疗+智能装备”远程会诊及医疗影像云平台。

## 盈利预测与估值：沉静玫瑰始盛开

### 主要假设

从 2016Q4 至今 (2017-7-31)，主要稀土品种价格涨幅接近甚至超过 50%。北方稀土作为国内轻稀土龙头和全球最大的稀土供应商，以镧铈和镨钕为主的原料销售业务直接受益。

#### 1) 稀土原材料

**售价：**据百川资讯，2017H1 氧化镨钕均价 28.50 万元/吨，2017 年 7 月 31 日氧化镨钕价格 39.50 万元/吨并加速上涨。我们保守预计 2017H2 氧化镨钕平稳涨价到 45 万元/吨，则下半年均价约 42 万元/吨，全年均价约 35 万元/吨。同时假设 2018-2019 年稀土均价涨幅保持在 15%。氧化镧铈以及稀土金属价格涨幅比例假设均同氧化镨钕。

**成本：**包钢集团是北方稀土控股股东，积极保障稀土原料的供应。公司从包钢股份采购稀土精矿产品，跟之前以矿浆形式采购折算的成本基本一致。假设稀土矿浆料 380 元/吨，相应矿选比达到 20:1（每 20 吨矿浆可选出 1 吨矿石）。因此原料费用，加上加工费 1500-2000 元/吨，假设采购价基本维持在 9000 元/吨（税前）左右的振幅区间。

#### 2) 稀土功能材料

**售价：**北方稀土功能材料以磁材为主，并不面对最终端客户，稀土价格上涨可有效传导。因此假设 2017 年稀土功能材料销售均价涨幅跟稀土原料一致，约在 2016 平均售价水平上提高 30%左右。假设 2018-2019 每年均价增长 15%。其他稀土功能材料如抛光粉、发光、催化、贮氢等方向，假设售价略有提升。

**成本：**假设从矿浆原料到功能材料，公司内部单位加工成本和最初的单位原料成本基本维持不变。

#### 3) 其他

假设企业平均税率为 20%（部分子公司为高新技术企业税率为 15%）；

假设期间费用率分别为 12-13%；

参考 2011 年稀土涨价期间公司稀土业务的权益比例，2017 年稀土涨价启动，假设公司当年归母净利润权益占比 70%。

并考虑到公司于 2017 年上半年完成 20 亿元债务发行，财务费用增加。

### 盈利预测

#### 1) 稀土原材料

由于整体配额限制，预计折合稀土氧化物后总销量稳定在冶炼配额范围内，并且随着稀土氧化物和金属的价格的稳步提升营收逐步增加。公司的稀土原材料品种中，将加大稀土金属的比例，提高附加值，预计稀土金属 2017 年销量增速达 70%以上，2018-2019 年保持 30%左右增速。稀土氧化物销量保持在 1 万吨以上，其中假设氧化镨钕销量略有下降，镧铈销量有所增加。稀土盐类产品主要针对某些特殊客户需求，预计销量、单价、毛利都维持在当前水平。

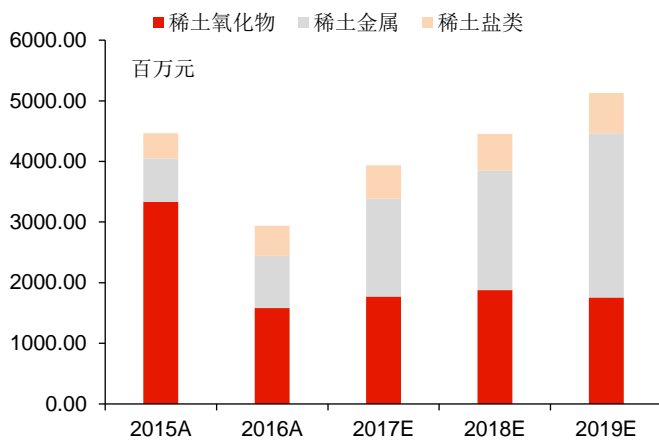
#### 2) 稀土功能材料

未来公司的重要增长点之一是稀土功能材料，尤其是稀土磁材板块，公司作为磁材中间品供应商，面向终端磁材加工客户，下游需求强劲；同时积极扩大磁材产能，预计 2017 年磁材销量增速将达到 20%以上。催氢项目正在建设，预计将于 2018 年开始销售贡献利润，假设销量为 2 万立方米，到 2019 年完成 5 万立方米产能建设并投产。此外发光、抛光粉、贮氢等业务销量和售价略有增长。

#### 3) 非稀土贸易

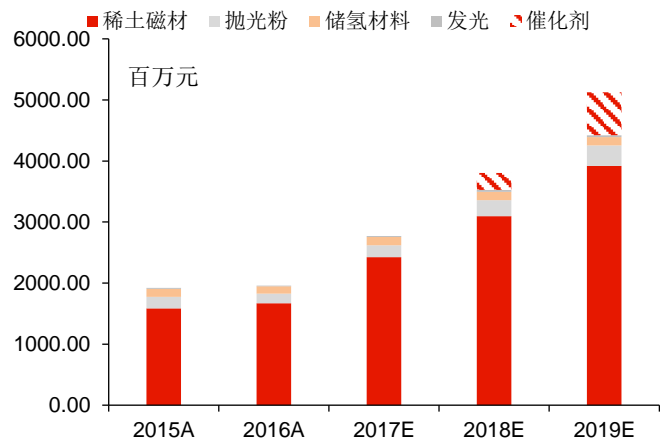
公司 2017 年一季度有约 5 亿元非稀土贸易业务，年底贸易业务预计达到 20 亿元，主要用于拓展非稀土的品种，包括钢铁和有色的等品种。非稀土贸易扣除费用后暂不考虑收益。

图表21: 稀土原材料板块营收结构预测



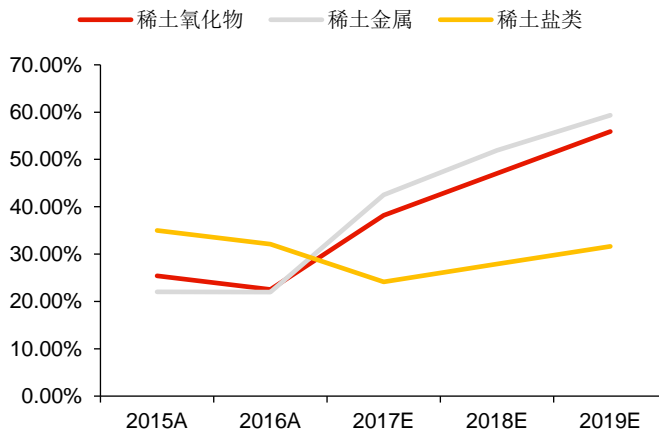
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 稀土功能材料板块营收结构预测



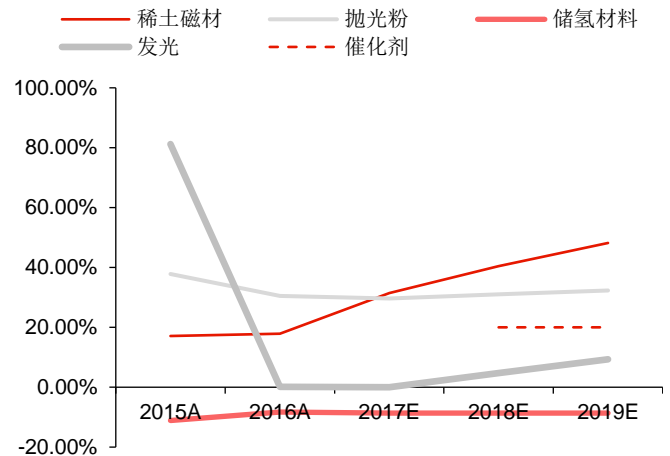
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 稀土原材料板块毛利率预测



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表24: 稀土功能材料板块营收结构毛利率预测

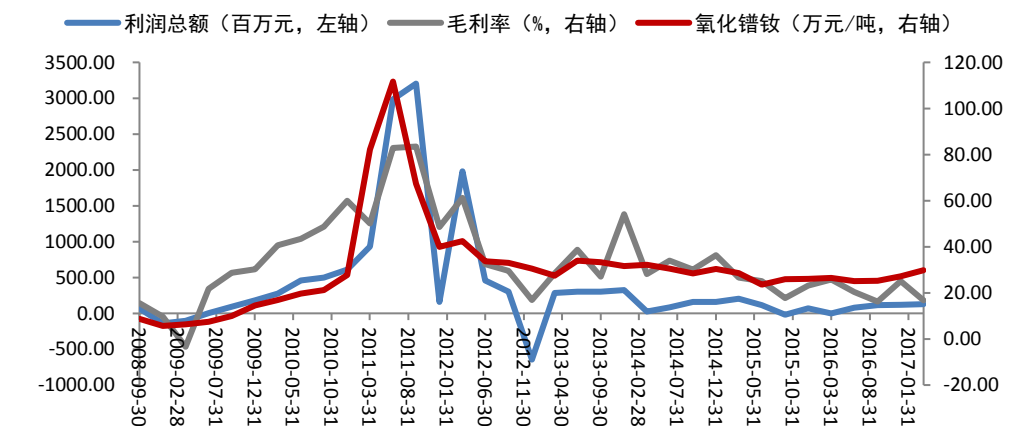


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 业绩弹性测算

稀土价格上涨, 盈利值得期待。2016Q4 至今稀土涨价, 公司原材料销售部分包括以镨钕和镧铈为主的稀土氧化物和稀土金属业务将直接受益。历史数据统计, 公司业绩弹性随稀土价格变动规律明显, 稀土企业盈利情况和稀土价格高度相关, 并通常滞后 2-3 个月。

图表25: 公司利润释放通常滞后稀土价格上涨 2-3 月



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们分别对以下五种稀土价格下北方稀土业绩弹性测算：现价（2017年7月31日，百川资讯氧化镨钕 39.5 万元/吨）、以及现价基础上涨幅 30%、50%、80%、100%；相当于全年氧化镨钕价格分别维持在 39.50、51.35、59.25、71.10、79.00 万元/吨，这五种情况下的业绩弹性。统一假设公司归母净利润权益占比 80%；不考虑债券发行导致的财务费用增加、并将因资产减值造成的递延所得税进行平滑处理。测算结果如下所示。

**图表26：北方稀土业绩弹性测算**

涨幅	0.00%	30.00%	50.00%	80.00%	100.00%
对应氧化镨钕价格（万元/吨）	39.50	51.35	59.25	71.10	79.00
营业收入（百万元）	9622.38	11501.67	12754.63	14634.08	15887.04
净利润（百万元）	1515.63	2699.15	3488.23	4671.84	5460.92
归母净利润（百万元）	1212.50	2159.32	2790.58	3737.47	4368.74

资料来源：Wind，现价指 2017 年 7 月 31 日百川资讯稀土价格，华泰证券研究所

说明：以涨幅 50% 的业绩弹性为例，假设稀土价格在 2017 年 7 月 31 日基础上涨幅 30% 并且全年维持（相当于氧化镨钕 51.35 万/吨），则预计全年归母净利润达 21.59 亿元。

### 估值

综上，预计北方稀土 2017-2019 营收分别为 89.09/104.58/124.51 亿元，预计归母净利润为 6.91/14.01/21.66 亿元，对应 EPS 为 0.19/0.39/0.60 元。考虑到北方稀土作为轻稀土龙头受益于稀土价格提升，业绩弹性较大，假设稀土在现价(20170731)基础上涨幅达 30% 并全年维持，则归母净利润也与 2019 年相近。

历史上 2011 年稀土迅速涨价，公司经历一波周期高点；我们参考上一轮稀土周期最高市值除以最高净利润作为目标估值倍数。北方稀土上一波周期顶点最高市值 1115 亿元(2012 年 6 月 1 日)，2011 年归母净利润 34.78 亿元，对应 32XPE。我们预测 2019 年业绩达到本次稀土供给改革行情的相对业绩合理中枢，按照 2019 年净利润 21.66 亿元，给予 34-36XPE（本轮稀土供给端改革后行业更加健康持续），则估值 736-780 亿元，对应目标价 20.26 -21.46 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**图表27：稀土相关公司估值**

代码	简称	营业收入（百万元）		净利润（百万元）		TTM	PE 2017	PB 2017
		2015	2016	2015	2016			
600259	广晟有色	3427.62	4161.96	(311.66)	230.30	501.09	--	7.95
600392	盛和资源	1098.15	1371.13	18.52	(31.33)	(247.94)	53.52	4.20
000831	五矿稀土	459.16	447.74	(411.57)	17.08	(36.19)	275.86	6.20
600549	厦门钨业	7754.84	8528.39	(577.18)	299.10	167.13	76.86	4.01
600111	北方稀土	6548.81	6548.81	57.64	80.28	768.38	--	5.60

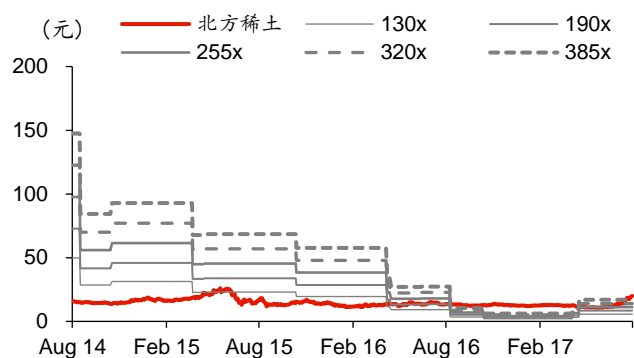
资料来源：Wind 一致预测，2017.8.10，华泰证券研究所

### 风险提示

- 1、稀土供给侧改革不及预期，镨钕镱等稀土品种价格无明显上涨；
- 2、下游磁材、催化剂等项目建设和推进不及预期。

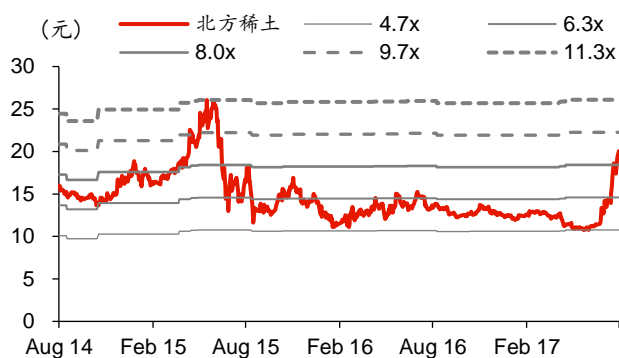
### PE/PB - Bands

图表28: 北方稀土历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表29: 北方稀土历史 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	9,332	10,578	14,329	16,048	18,909
现金	2,333	2,878	2,561	3,554	4,793
应收账款	964.51	922.08	1,638	1,851	2,240
其他应收账款	127.17	49.15	135.82	144.76	168.48
预付账款	110.03	87.78	149.76	154.44	167.64
存货	4,860	5,293	8,126	8,425	9,283
其他流动资产	937.22	1,348	1,719	1,919	2,257
非流动资产	5,206	5,044	4,974	4,623	4,284
长期投资	60.41	51.11	49.91	52.06	51.18
固定投资	2,268	2,684	2,591	2,375	2,152
无形资产	549.54	533.08	478.15	432.08	384.12
其他非流动资产	2,327	1,776	1,855	1,764	1,697
资产总计	14,538	15,622	19,303	20,671	23,193
流动负债	4,390	5,494	6,318	6,171	6,514
短期借款	2,590	3,548	3,510	3,299	3,363
应付账款	859.17	937.75	1,473	1,511	1,667
其他流动负债	940.40	1,008	1,334	1,361	1,484
非流动负债	241.78	328.71	2,237	2,270	2,278
长期借款	0.00	0.00	2,000	2,000	2,000
其他非流动负债	241.78	328.71	236.54	269.72	278.00
负债合计	4,631	5,823	8,554	8,440	8,792
少数股东权益	1,590	1,502	1,798	2,148	2,690
股本	3,633	3,633	3,633	3,633	3,633
资本公积	155.98	155.98	155.98	155.98	155.98
留存公积	4,503	4,485	5,162	6,294	7,921
归属母公司股	8,316	8,297	8,951	10,083	11,710
负债和股东权益	14,538	15,622	19,303	20,671	23,193

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,708	100.96	(2,245)	1,657	1,784
净利润	57.64	80.28	986.71	1,752	2,707
折旧摊销	261.68	268.18	280.81	282.18	282.69
财务费用	145.87	85.08	191.22	126.62	77.11
投资损失	(23.67)	(8.99)	(12.23)	(13.06)	(12.10)
营运资金变动	1,651	(676.39)	(3,894)	(773.41)	(1,553)
其他经营现金	616.48	352.80	202.02	283.40	282.34
投资活动现金	(275.30)	(139.73)	63.88	(16.80)	7.40
资本支出	140.52	151.17	2.04	0.00	(0.34)
长期投资	147.45	0.87	(50.08)	21.43	(0.55)
其他投资现金	12.68	12.30	15.84	4.63	6.51
筹资活动现金	(2,057)	554.71	1,864	(647.53)	(552.04)
短期借款	(1,796)	958.20	(38.17)	(211.46)	64.86
长期借款	(167.01)	0.00	2,000	0.00	0.00
普通股增加	1,211	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.04)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,295)	(403.49)	(97.70)	(436.08)	(616.90)
现金净增加额	376.66	517.87	(317.14)	992.92	1,239

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,549	5,113	8,909	10,458	12,451
营业成本	5,011	4,011	6,392	6,813	7,356
营业税金及附加	49.90	62.27	81.92	103.83	125.25
营业费用	78.69	67.13	113.66	134.73	159.89
管理费用	701.12	598.22	757.22	836.67	933.84
财务费用	145.87	85.08	191.22	126.62	77.11
资产减值损失	305.78	115.79	36.22	62.74	53.90
公允价值变动收益	0.06	(0.02)	0.02	0.01	0.01
投资净收益	23.67	8.99	12.23	13.06	12.10
营业利润	280.05	182.16	1,348	2,394	3,758
营业外收入	121.88	138.02	122.54	127.59	127.64
营业外支出	33.78	10.38	19.85	19.02	17.86
利润总额	368.14	309.80	1,451	2,502	3,868
所得税	310.50	229.52	464.33	750.65	1,160
净利润	57.64	80.28	986.71	1,752	2,707
少数股东损益	(268.08)	(10.56)	296.01	350.30	541.46
归属母公司净利润	325.72	90.84	690.69	1,401	2,166
EBITDA	687.59	535.42	1,820	2,802	4,118
EPS (元)	0.09	0.03	0.19	0.39	0.60

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	12.18	(21.92)	74.23	17.40	19.06
营业利润	(24.31)	(34.95)	640.19	77.52	56.99
归属母公司净利润	(49.35)	(72.11)	660.38	102.87	54.57
获利能力 (%)					
毛利率	23.48	21.55	28.25	34.85	40.92
净利率	4.97	1.78	7.75	13.40	17.39
ROE	3.92	1.09	7.72	13.90	18.49
ROIC	0.75	0.73	8.30	13.72	19.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	31.86	37.28	44.32	40.83	37.91
净负债比率 (%)	59.27	60.94	65.60	63.69	61.83
流动比率	2.13	1.93	2.27	2.60	2.90
速动比率	0.78	0.76	0.73	0.96	1.19
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.34	0.51	0.52	0.57
应收账款周转率	4.70	4.59	5.82	5.09	5.13
应付账款周转率	4.58	4.46	5.30	4.57	4.63
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.03	0.19	0.39	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.03	(0.62)	0.46	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.29	2.28	2.46	2.78	3.22
估值比率					
PE (倍)	221.41	793.92	104.41	51.47	33.30
PB (倍)	8.67	8.69	8.06	7.15	6.16
EV_EBITDA (倍)	106.84	137.21	40.36	26.21	17.84

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