

公司研究/季报点评

2017年10月29日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 14.88
合理价格区间(元): 15.50-17.88

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

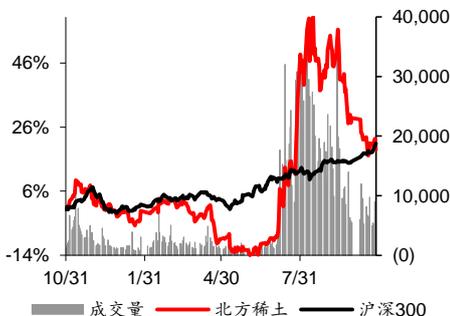
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

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

相关研究

- 1《北方稀土(600111,增持): 稀土业务量价齐升, 未来成长可期》2017.08
- 2《北方稀土(600111,增持): 稀土破局真成长, 沉静玫瑰始盛开》2017.08
- 3《包钢稀土(600111): 持谨慎观点 望积极变化》2014.08

股价走势图



资料来源: Wind

受益稀土涨价, 利润改善明显

北方稀土(600111)

事件: 2017Q3 实现归母净利润 2.37 亿元, 业绩符合预期

公司发布三季报, 2017 年 1-9 月实现营业收入 70.93 亿元, 较上年同期增 98.97%; 实现归母净利润为 3.49 亿元, 较上年同期增 916.71%。Q3 单季公司实现营收 30.18 亿元, 环比增 40.63%; 净利润 4.29 亿元, 环比增 348.78%; 归母净利润 2.37 亿元, 环比增 623.68%; Q3 业绩符合预期。

Q3 稀土均价环比提升约 50%, 利润改善明显

根据百川资讯, 从 2016Q4 至今稀土价格经历明显波动, 氧化镨钕最大涨幅达 120%, 从 8 月下旬开始回调约 58%; Q3 稀土均价为 44.51 万元/吨, 比 Q2 (29.83 万元/吨) 环比增加约 50%; 北方稀土作为我国乃至全球稀土龙头, 明显受益于以氧化镨钕为代表的轻稀土价格上涨。报告期公司积极发展以磁材催化剂代表的稀土功能材料业务, 同时精选产业链上游企业并购, 整合控股甘肃稀土、收购四会达博文实业, 集中度进一步提升。

上调稀土精矿采购价格, 发行第二期债券

公司公告与包钢股份重新签订《稀土精矿供应合同》, 确定稀土精矿交易价格为 14000 元/吨 (含税 16380 元/吨), 涨幅 51.35%, 自 2017 年 9 月 1 日起执行。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。我们测算精矿涨价传导到稀土氧化物成本约提高 20%, 但仍具备成本优势, 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。报告期公司发行第二期债券, 实际发行规模 16 亿元, 票面利率为 5.12%; 公司三季报财务费用 1.01 亿元, 环比涨 32%。

稀土供给端改革执行力度空前, 短期回调不改供需逆转之势

8 月下旬稀土办发文稳定市场, 稀土价格回调; 市场普遍担心稀土价格将再现历史上收储行情回落局面, 而我们认为本轮稀土行业供不应求的格局已经确立, 但历史囤积的庞大库存在收储停滞压制了价格, 只有待库存降至合理水平 (我们认为 2-3 个月), 才能真正迎来价格上涨步入高位区。从供给端看, 六大稀土集团整合完毕, 南北价格联盟成立, 打黑、环保、收储执行力度空前。需求端看, 我们测算未来 5 年稀土需求保持 6-7% 增速, 而按照国家总量控制计划, 打黑严查下行业大概率出现政策性供给不足。收储对社会库存去化达到供需平衡很重要, 收储量将决定稀土价格走势。

业绩释放预期强烈, “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, EPS 0.19/0.39/0.60 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, 参考上一轮景气周期的估值倍数, 同时考虑到原料成本提升以及近期稀土价格回调的影响, 按照 2019 年净利润 21.66 亿元给予 26-30×PE, 对应目标价 15.50-17.88 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 稀土打黑执行力度、收储不及预期、新能源磁材增量不及预期。

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)	10.76-20.08
总市值 (百万元)	54,060
总资产 (百万元)	22,028
每股净资产 (元)	2.42

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)	165.97	595.14	78.27	38.58	24.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

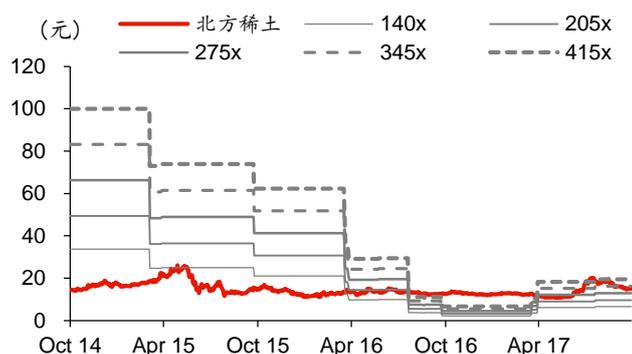
图表1： 2016.10-2017.10 氧化镨钕价格走势



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

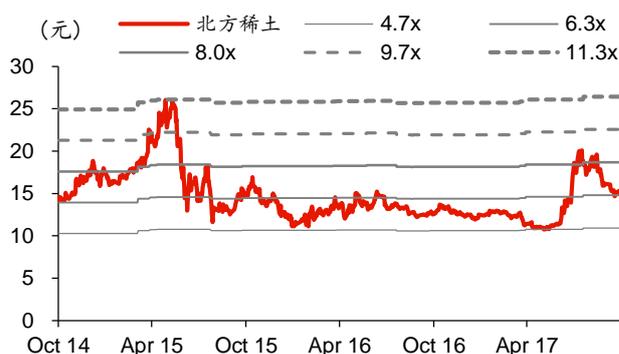
PE/PB - Bands

图表2： 北方稀土历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 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)	165.97	595.14	78.27	38.58	24.96
PB (倍)	6.50	6.52	6.04	5.36	4.62
EV_EBITDA (倍)	80.58	103.48	30.44	19.77	13.46

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