

重组转型稀土公司，盈利能力显著改善

2013年2月4日

未评级

*ST 关铝

动态报告

——*ST 关铝(000831)动态报告

林阳	有色金属行业首席分析师	执业证书编号: S1480510120003
	liny@dxzq.net.cn	010-66554024
李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-66554028

事件:

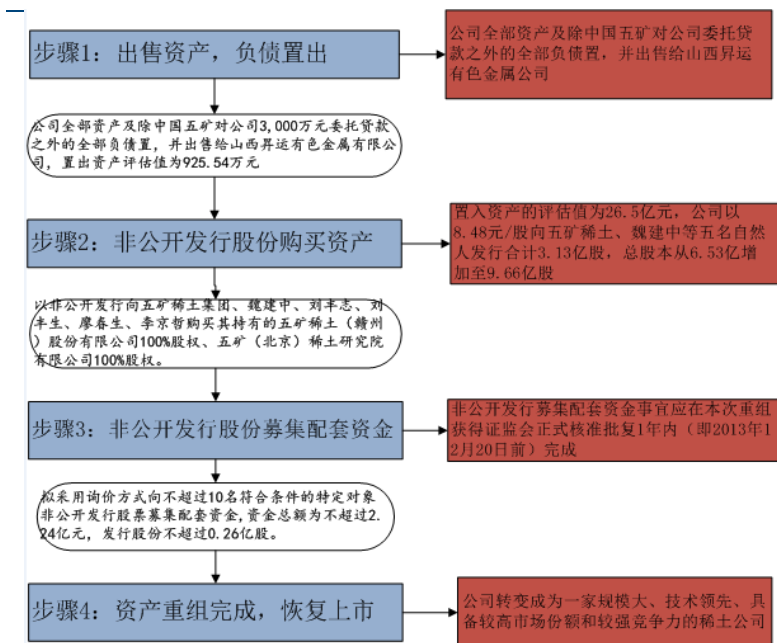
公司已经将原盈利性较差的电解铝及其深加工资产剥离出上市公司，同时注入五矿集团旗下的赣州稀土和稀土研究院等盈利状况良好、发展潜力大的稀土资产。日前已收到中国证监会的批复和深交所的决定，同意公司于重大资产重组完成后恢复上市，目前重组事宜已经进入交割阶段，预计将于2013年2月8日恢复上市。

观点:

1. 置出电解铝资产，注入五矿集团旗下稀土分离资产

根据公司的重组方案，公司将原有盈利性较差的电解铝等资产通过资产出售的方式，剥离出上市公司，同时公司大股东中国五矿股份有限公司将旗下的五矿赣州稀土和稀土研究院等资产通过非公开发行股票等方式注入上市公司。公司拟注入资产的评估值为26.5亿元，公司以8.48元/股向五矿稀土、魏建中等五名自然人发行合计3.13亿股，购入上述资产。重组完成后，公司总股本将从6.53亿增加至9.66亿股，公司控股股东仍为中国五矿股份有限公司。此外，重组完成后，公司将通过非公开发行募集配套资金，配套资金总额不超过本次交易资金总额的25%，主要用于提升重置资产绩效和补充流动资金。

图 1: 公司资产重组交易示意图



资料来源：公司公告，东兴证券

表 1：发行股份前后公司股权情况

股东名称/姓名	发行前		发行后（配套融资前）	
	股份数量（股）	比例（%）	股份数量（股）	比例（%）
五矿股份（直接持股）	195,366,600	29.90%	195,366,600	20.21%
五矿稀土	0	0	235,228,660	24.33%
五矿股份（直接及间接持股）	195,366,600	29.90%	430,595,260	44.54%
魏建中等 5 名自然人	0	0	78,023,946	8.07%
其他公众股东	458,033,400	70.10%	458,033,400	47.38%
总股本	653,400,000	100%	966,652,606	100%

资料来源：公司资料，东兴证券

另外，重组完成后，公司拟采用询价方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额为不超过 2.24 亿元，发行股份不超过 0.26 亿股，以提升重置资产绩效。本次交易完成后，公司将成为五矿集团旗下唯一的稀土分离业务发展平台和资本市场融资平台。

2. 重组后公司核心资产为五矿稀土

公司此次重组注入的主要资产是五矿稀土（赣州）和稀土研究院，五矿稀土（赣州）股份有限公司成立于 2008 年，是由中国五矿集团公司旗下的五矿有色金属股份公司为主发起人，联合赣县红金稀土有限公司和定南大华新材料资源有限公司原股东共同发起设立的股份制稀土企业集团。五矿稀土目前拥有 7 家子公司，并初步建成了以稀土分离为基础，集合发光材料、稀土节能灯生产的完整产业链。其中拥有国内规模最大、技术最先进的离子型稀土分离企业—赣县红金和定南大华，拥有国内产能最大、技术领先的稀土荧光粉生产企业—五矿发光材料公司，生产规模将达 4000 吨/年，占全国荧光粉生产总量的一半以上。

表 2：公司重组后子公司情况

子公司全称	企业类型	注册地	主营业务	持股比例(%)
五矿稀土（赣州）股份有限公司	国有控股	赣州市	稀土产品生产及销售	100
五矿（北京）稀土研究院有限公司	国有控股	北京海淀区	稀土分离技术转让及技术服务	100
赣县红金稀土有限公司（五矿赣州稀土所属）	国有控股	赣州赣县	矿产品加工	100
定南大华新材料资源有限公司（五矿赣州稀土所属）	国有控股	赣州定南县	矿产品加工	100

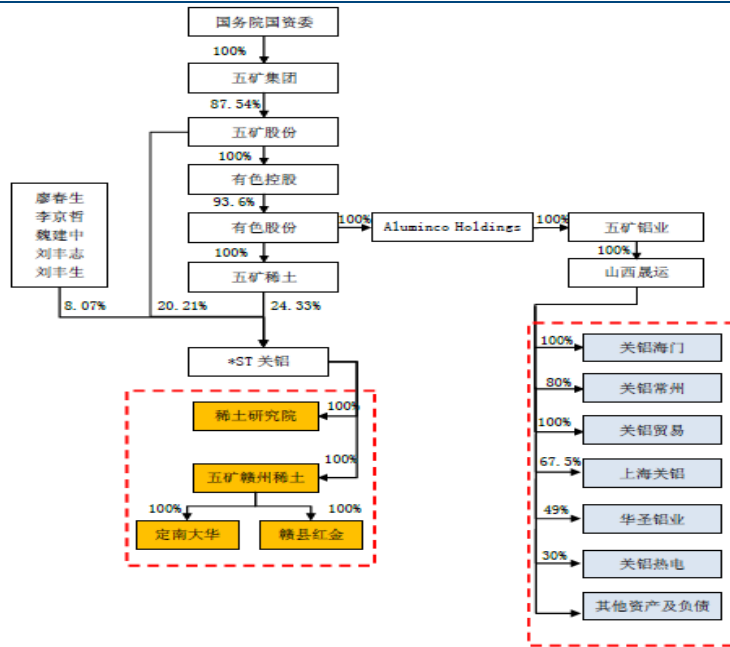
资料来源：公司资料，东兴证券

表 3：公司子公司稀土分离能力（REO，单位：吨）

公司名称	2010A	2011A	2012A
五矿稀土（赣州）	—	—	—
赣县红金稀土有限公司	4600	4600	4600
定南大华新材料资源有限公司	4400	4400	4400
稀土分离产能（合计）	9000	9000	9000

资料来源：公司资料，东兴证券

本次交易完成后，上市公司旗下的赣县红金和定南大华为国内工艺最为先进稀土全分离企业之一，位于稀土行业产业链的中上游环节，主要产品为稀土氧化物，主要客户为国内外稀土贸易商以及下游的稀土深加工企业（如荧光粉企业、节能灯企业、钕铁硼企业、稀土金属冶炼企业等）。

图 2：公司资产重组交易示意图


资料来源：公司公告、东兴证券

3. 转型稀土公司，盈利能力大幅改善

本次重组完成后，公司资产性质将发生重大变更，公司主营业务将变更为稀土冶炼分离及技术服务，经营状况、盈利能力和发展前景与国民经济景气周期之间存在很大关联度，同时也受到国家稀土产业政策的影响。根据置入资产和上市公司的盈利预测，本次重组完成后，上市公司盈利能力比重组前有较大幅度的提高，实现扭亏为盈。主要得益于稀土类产品的稀缺性及高毛利率特性，以及置入资产中五矿赣州稀土在氧化镧、氧化镨、氧化铽、氧化钇、氧化钪钕等产品上的市场影响力。

表 4：重组后公司盈利情况预测（单位：亿元）

	2011A(重组前)	2011A(重组后)	2012 (1~6月)		2012E	2013E
			重组前	重组后		
营业收入	42.9	25.9	13.2	8.67		
营业成本	40.3	14.5	13.4	4.88		
营业利润	-0.028	11.5	-1.82	3.82		
利润总额	0.133	11.5	-1.67	3.82		
净利润	0.086	8.68	-1.69	2.88		
归属于母公司所有者净利润	0.063	8.68	-1.69	2.88	3.10	3.60
基本每股收益(元)	0.01	0.89	-0.25	0.29	0.32	0.37

资料来源：公司资料、东兴证券

本次交易完成后 2011 年度及 2012 年 1-6 月营业收入有所减低，但由于拟注入的稀土业务毛利率较高，营业利润及归属于母公司所有者净利润大幅增长，全面逆转了 2012 年 1-6 月归属于母公司所有者净利润为负、归属于母公司所有者权益为负的不利局面。本次重大资产重组过程中，大华会计师事务所对置入资产稀土研究院、五矿赣州稀土盈利预测和上市公司备考盈利预测进行了审核，并出具了盈利预测审核报告。

重组完成后，公司将成为中国最大的南方离子稀土分离企业，公司将以整合国内外稀土资源、推动产业升级为己任，凭借产业和资本的双轮驱动作用，继续收购兼并整合现有资源，提高行业集中度，减少恶性竞争；加大研发投入和技术引进，在技术领域达到国际先进水平，促进中国稀土产业向高技术高附加值领域的转型。

表 5：国内主要稀土企业出口配额（REO，单位：吨）

	2011 年			2012E		
	第一批	第二批	总计	轻稀土	中重稀土	总计
五矿集团公司	1250	1327	2577	2148	309	2457
其中：五矿有色金属股份有限公司	747	773	1520	1267	199	1466
赣县红金稀土有限公司	102	158	260	288	42	330
江西南方稀土高技术股份有限公司	401	396	797	593	68	661
广东广晟有色金属进出口有限公司	431	449	880	866	141	1007
赣州虔东稀土集团股份有限公司	329	303	632	688	144	832
乐山盛和稀土科技有限公司	750	840	1590	917	112	1029
包钢集团公司	2695	3220	3220	3140	310	3450
赣州晨光稀土新材料股份有限公司*	374	424	798	774	138	912
益阳鸿源稀土有限责任公司*	594	664	1258	820	125	945

资料来源：公司资料，东兴证券

4. 估值与定价

由于公司重组后资产性质发生变更，其盈利能力受到稀土价格大幅波动的影响，公司资产价值和投资价值需要进行重新评估，为了更好的评估公司股票价格，我们将参照重组模式与公司类似的*ST 天成，分别从市盈率和注入资产市值两个角度进行分析和评估。

*ST 天成重组模式与公司类似，首先出售原始公司全部的资产和负债，再通过非公开发行股份购买资产，注入盛和稀土 99.99% 的股权，公司主营业务变更为稀土冶炼与分离及深加工，从而恢复上市公司盈利能力。如果按照*ST 天成完成重组后的估值水平，给予其 55.6~75 倍 PE，按照公司 2013 年基本每股收益 0.37 元，对应公司合理股价应该为 20.57~27.75 元。

表 6：按照*ST 天成重组后市盈率评估公司股价（单位：元）

	最新股价	每股收益 ²⁰¹³	最高股价 对应 PE	股价	目前 PE	股价
*ST 天成 (600392)	22.23	0.40	75	30.01	55.6	22.23
*ST 关铝 (000831)	10.02	0.37	75	27.75	55.6	20.57

资料来源：公司资料，东兴证券

由于*ST 天成和公司都以稀土冶炼与分离及深加工为主营业务，主要资产都是稀土分离资产，如果按照稀土氧化物的产能和对应市值进行估值，参考*ST 天成的市值和产能，公司合理市值应该在 135~189 亿元之间，对应的股价应该在 13.97~19.57 元之间。

表 7：按照*ST 天成重组后市值评估公司股价

	REO 产能	最高市值	市值/产能	股价	当前市值	市值/产能	股价
*ST 天成 (600392)	5400 吨	111 亿	0.021	30.01	83.68 亿	0.015	22.23
*ST 关铝 (000831)	9000 吨	对应 189 亿	0.021	19.57	对应 135 亿	0.015	13.97

资料来源：公司资料，东兴证券

结论： 公司成功将原有盈利性较差的电解铝等资产通过资产出售的方式剥离出上市公司，并成功将大股东旗下的五矿稀土和稀土研究院等资产注入上市公司，公司盈利能力大幅改善。如果按照同样是稀土资产注入的*ST 天成的估值水平进行估值，公司股价应该在 20.57~27.75 元之间，如果按照注入资产的产能和市值比进行估值，公司合理股价应该在 13.97~19.57 元之间。综合来看，公司股价区间在 13.97~27.75 元之间。但如果公司复牌时，市场投机氛围浓厚，公司股价可能超过我们所测算的区间。

风险提示：

- 1) 下游需求低迷，稀土价格大幅波动对业绩造成影响
- 2) 国家稀土产业政策重大变化，对公司业绩造成影响

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。