

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001

0755-83706284 lihk@ghzq.com.cn

联系人：廖淦

0755-83706284 liaog@ghzq.com.cn

优异的稀土整合平台，攻守俱佳的投资品种

——五矿稀土（000831）深度报告

投资要点：

- 公司收购广州建丰，揭开资产注入大幕** 公司以现金收购的方式从集团公司收购了广州建丰 75% 的股权。上市公司的冶炼配额指标从 3000 吨提升到 4700 吨。五矿集团曾在重组之前发过避免同业竞争的承诺函，此次将广州建丰的冶炼厂注入上市公司，意味着开始逐步兑现避免同业竞争承诺。公司是五矿集团稀土整合平台，五矿集团在上市公司之外共拥有 3 张稀土开采证、2080 和 6815 吨开采与冶炼配额。若五矿集团将剩余资产陆续注入上市公司，公司业绩仍有一倍以上的提升空间。
- 密集政策的落实有望持续缩减稀土供给，中重稀土成本线支撑现价，下跌空间已经很小** 1月28日召开的稀土工作会议已经明确了 2015 年的工作重点，若上述整合政策能被有效执行，将持续缩减稀土供给。另外南方中重稀土的成本线也对目前价格有较强的支撑作用。
- 行业库存较低，部分品种供应偏紧，价格反弹有望延续** 由于生产性指标已经用完，国内的稀土分离冶炼厂大部分在春节前都不会复工，对于手中仅剩不多的库存纷纷采取惜售态度；国内外稀土应用商的库存处于偏低状态，陆续有补库存的需要。在过去两个月的时间里，部分品种供应明显偏紧，氧化铽、氧化镝和氧化镱的价格分别上涨了 25.9%、6.8% 和 3.2%。我们认为，上述稀土品种的涨价趋势将至少持续到春节前后。
- 投资评级与建议** 从中长期的角度来看，稀土供给已经处于出清中期，由于政策的密集呵护，下跌的空间已经很小，具备良好的战略配置意义；从短期博弈的角度来看，公司具备较高的业绩弹性和资产注入预期，是稀土板块中站在“风口”的进取型配置品种。假设公司 2014-2016 年的稀土冶炼产品销量为 2800 吨、3400 吨、4700 吨，稀土冶炼产品的平均毛利率分别为 4%、10%、22.5%，预计 2014-2016 年公司的 EPS 分别为 -0.05、0.12、0.43 元，对应市盈率 N/A、283、79 倍，给予公司“增持”评级。
- 风险提示** 稀土政策落实情况不及预期；宏观经济低迷，下游需求疲软；剩余稀土资产注入进度缓慢

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1705	1361	2854	3567
增长率(%)	-58%	-20%	110%	25%
净利润（百万元）	224	(55)	99	468
增长率(%)	-21%	-125%	-279%	374%
摊薄每股收益（元）	0.23	-0.06	0.10	0.48
ROE(%)	8.47%	-2.13%	3.67%	14.82%

目 录

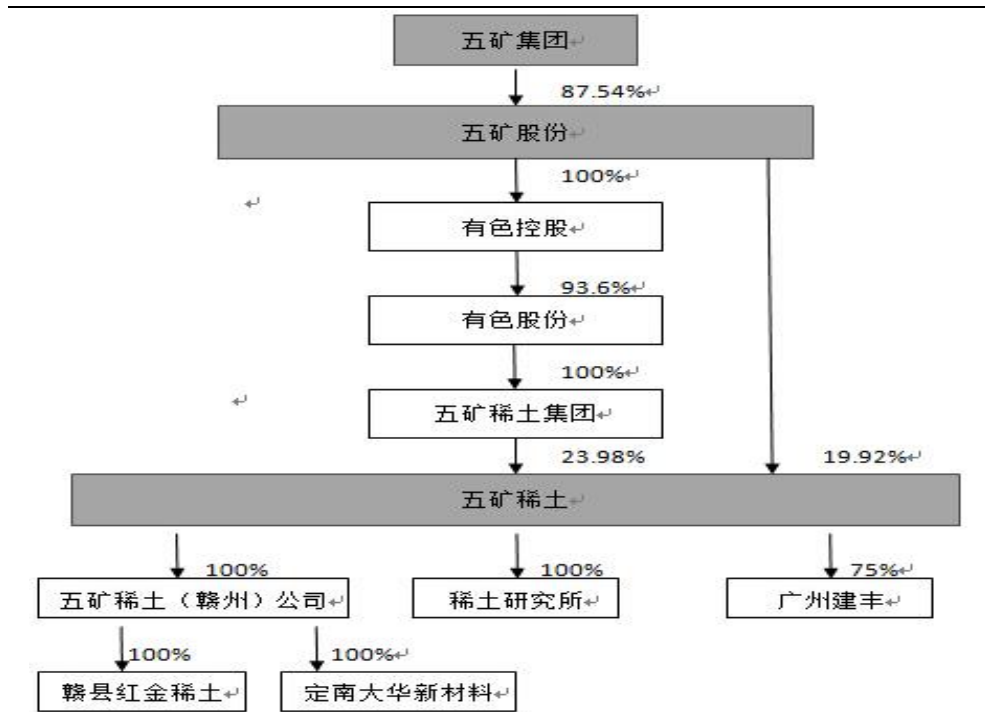
1、公司概况.....	3
2、公司是五矿集团的稀土整合平台，后续资产注入预期强烈.....	4
2.1、五矿集团简介.....	4
2.2、五矿集团拥有大量质地优良的稀土资源.....	6
2.3、五矿集团将广州建丰注入上市公司，开启资源整合大幕.....	7
3、稀土行业发展状况分析.....	7
3.1、稀土行业在过去几年历经政策和价格巨变.....	8
3.2、大周期状况：密集政策持续缩减稀土供给，成本支撑中重稀土价格，稀土价格下行空间很小.....	9
3.3、小周期状况：行业库存较低，部分品种供应偏紧，价格反弹有望延续.....	12
4、投资逻辑和估值分析.....	12
4.1、投资逻辑——集团资产注入和板块性机会.....	12
4.2、估值分析：平台价值分析和业绩弹性分析.....	13
5、投资建议.....	15
6、风险提示.....	15

1、公司概况

公司前身是 ST 关铝。公司在 2012 年进行了重大资产重组：主营业务由电解铝及铝加工业务变更为稀土冶炼分离及稀土技术研发。目前公司总股本为 9.81 亿股，实际控制人为五矿集团。

公司目前业务简单，仅有三个稀土分离冶炼厂和一个稀土研究所——全资控股的五矿稀土赣州公司（含赣县红金和定南大华）和 75% 控股的广州建丰稀土公司。公司另有一个全资子公司——稀土研究院——定位于稀土分离最优化设计解决方案的研究公司。稀土研究院的盈利较为稳定，每年净利润在 1000 万元左右。

图 1、公司组织结构图



资料来源：国海证券研究所

公司的核心业务是稀土氧化物（REO）冶炼分离。五矿稀土（赣州）本部不具备生产能力，仅仅充当采购贸易商的角色。公司在收购广州建丰以后，拥有稀土冶炼产能约 12000 吨（赣县红金 4600 吨、定南大华 4400 吨、广州建丰 3000 吨），配额约 4700 吨（赣县红金 1670 吨、定南大华 1320 吨、广州建丰 1700 吨）。从 2012 年到 2014 年，由于稀土市场持续低迷，公司的稀土产品销量及销售价格下滑程度很大。

表 1、2012-2014 年 REO 收入和利润情况

	2012 年	2013 年	2014H
REO 收入 (亿)	14.6	17	0.14
REO 毛利润 (亿)	7.5	4.1	0.002
毛利率	51.46%	24.19%	1.42%

REO 收入变化	16.26%	-94.65%
REO 毛利润变化	-45.35%	-99.67%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 2、公司的产能产量状况

冶炼资产	2010			2011			2012			2013		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
五矿稀土 赣州本部	-	-	2349	-	-	604	-	-	-	-	-	-
赣县红金	4600	3376	4348	4600	1629	2872	4600	-	-	4600	-	-
定南大华	4400	3544	4017	4400	2556	2691	4400	-	-	4400	-	-
(合并)总计	9000	6920	10713	9000	4184	6167	9000	2194	3142	9000	3569	3873
产能利用率	77%			46%			24%			40%		

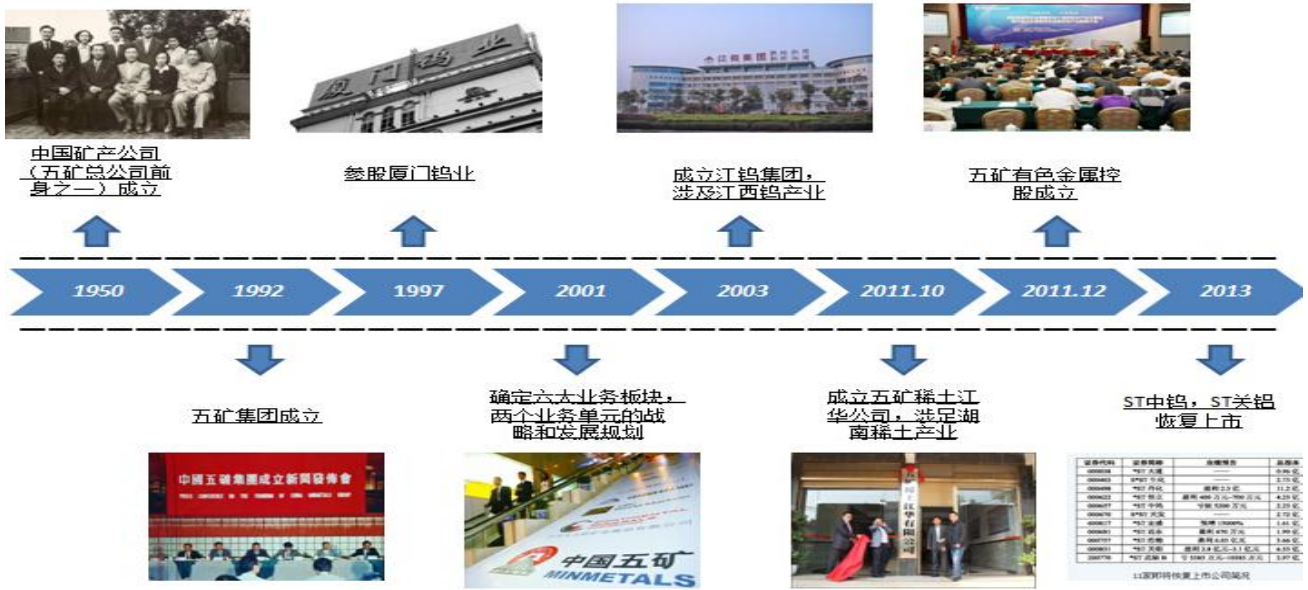
资料来源：公司数据、国海证券研究所

2、公司是五矿集团的稀土整合平台，后续资产注入预期强烈

2.1、五矿集团简介

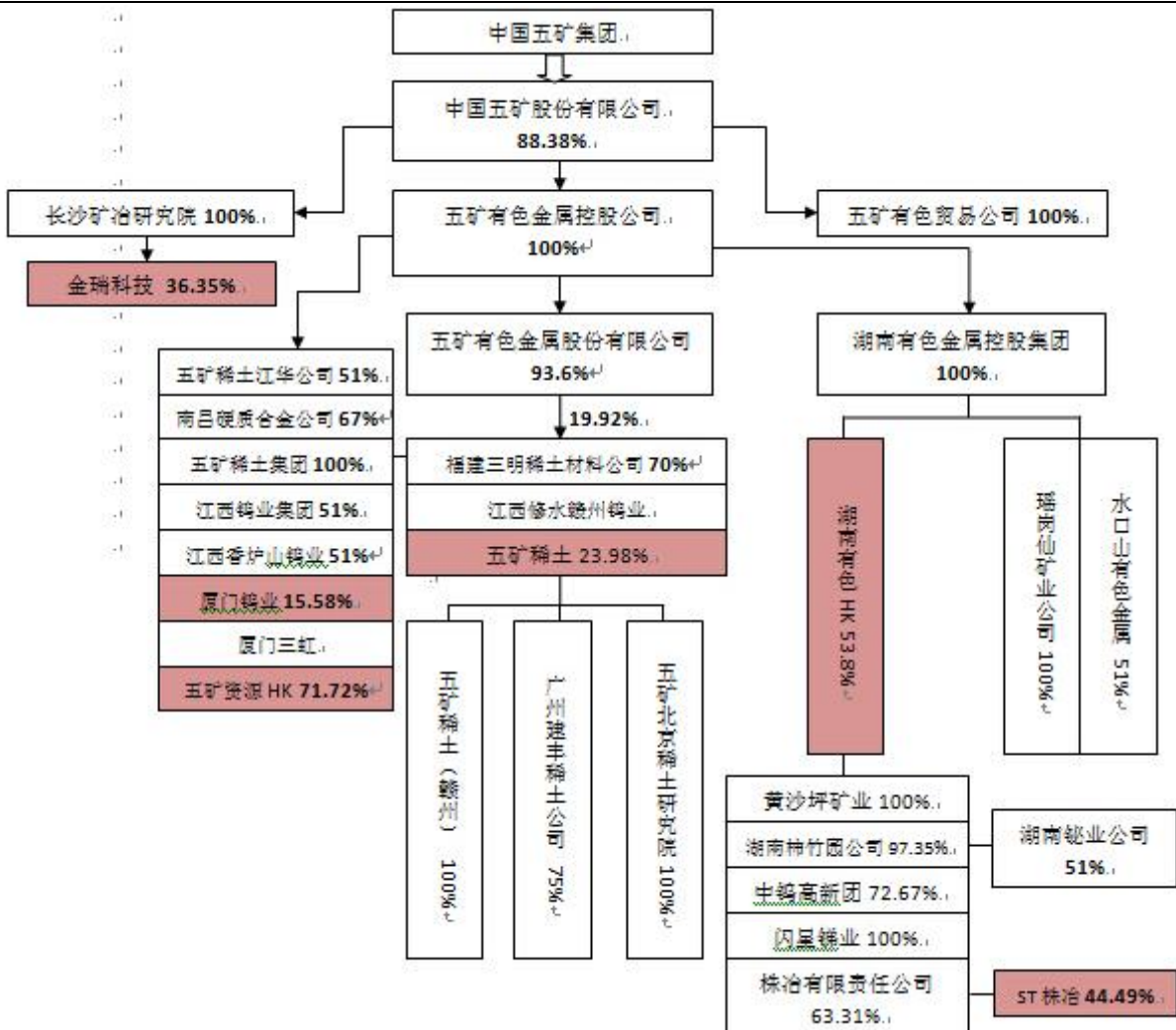
五矿集团成立于 1950 年，前身是中国矿产公司和中国五金进口公司，总部位于北京。2011 年底，五矿集团形成六大业务板块、两个业务单元的战略和发展规划。通过一系列富有成效的国内外重组并购和业务整合，五矿集团从过去计划经济色彩浓厚的传统国有企业转变为自主经营、具有较强竞争力的现代企业，从单一的进出口贸易公司转变为以资源为依托、上下游一体化的金属矿产集团，从单纯从事产品经营的专业化公司转变为产融结合的综合型企业集团。

图 2、五矿集团发展历程



资料来源：国海证券研究所

图 3、五矿集团股权结构图



资料来源：国海证券研究所

五矿集团是国家批准成立的六大稀土集团之一，聚焦于整合南方稀土资源，积极发展同地方政府和有关企业的合作关系，推进整合当地的稀土产业，推进稀土资源的开发和整合工作。五矿集团依靠强大的央企背景进行大步伐扩张，稀土产业遍及湖南、云南、江西、福建、广东、广西。早在2003年，五矿集团就参与组建江钨集团，以此获得5000吨稀土分离产能，此后于2008年设立五矿稀土(赣州)公司、2010年涉足广东稀土冶炼行业和湖南稀土开采，并先后和娄底市、衡阳市、永州市等地方政府签署合作协议。

2.2、五矿集团拥有大量质地优良的稀土资源

除了赣县红星、定南大华和广州建丰这三家已经注入上市公司的稀土分离公司，五矿集团旗下还拥有众多稀土资产。

1) 稀土矿山和采矿许可证。五矿集团目前拥有3张稀土采矿权证，分别为湖南五矿稀土江华有限公司江华县稀土矿、云南陇川云龙稀土开发有限公司龙安稀土矿、福建省三明稀土材料有限公司中山稀土矿，持股比例分别为70%、51%、51%。

2) 稀土冶炼分离和稀土贸易业务。冶炼分离业务主要集中在江钨集团旗下拥有定南县南方稀土有限公司、寻乌南方稀土有限公司等，稀土贸易业务则主要由五矿有色金属贸易有限公司负责经营。

3) 稀土深加工业务。江钨集团旗下的赣州华京稀土新材料有限公司(控股75%)主要从事稀土储氢合金粉、稀土甩带合金的加工生产及销售业务，另外五矿稀土(赣州)发光材料有限公司和五矿东林照明(江西)有限公司分别从事荧光粉和节能灯生产业务。

表 3、五矿集团所属的稀土开采与冶炼配额

单位：吨	2013 年第一批		2013 年第二批		2014 年	
	矿产 配额	冶炼 配额	矿产 配额	冶炼 配额	矿产 配额	冶炼 配额
福建省三明市稀土材料厂中山稀土矿	10	0	30	0	40	0
五矿稀土江华有限公司	1000	0	1000	0	2000	0
陇川云龙稀土开发有限公司	0	0	40	0	40	0
赣县红金稀土有限公司(已注入)	0	835	0	1335	0	1670
定南大华新资源有限公司(已注入)	0	600	0	800	0	1314
定南县南方稀土有限责任公司	0	515	0	515	0	1030
寻乌南方稀土有限责任公司	0	500	0	500	0	1000
五矿江华瑶族自治县兴华稀土新材料有限公司	0	50	0	50	0	100
广州建丰五矿稀土有限公司(已注入)	0	850	0	850	0	1700
总计	1010	3350	1070	4050	2080	6814

资料来源：国海证券研究所

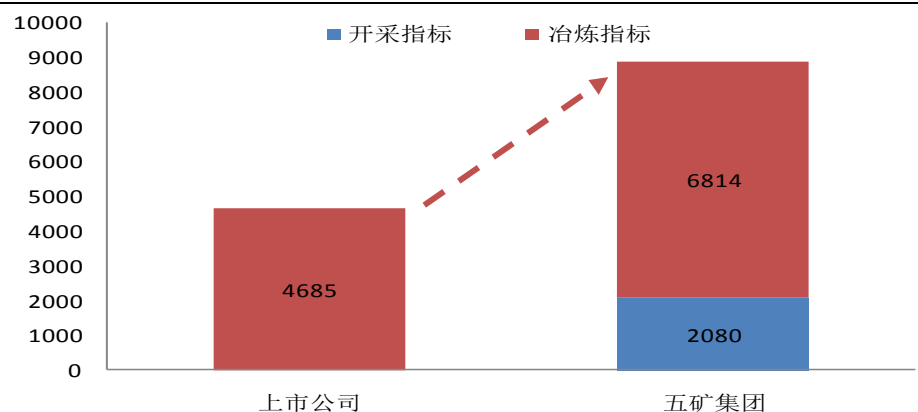
2.3、五矿集团将广州建丰注入上市公司，开启资源整合大幕

2012年8月，五矿集团就曾出具《五矿集团公司及其下属企业五矿稀土关于避免同业竞争之承诺函》：本次重大资产重组完成后，对于五矿集团所控制的其他企业与重组后的关铝股份从事相同或相似业务的情况，五矿集团承诺将在本次重大资产重组完成后的三至五年左右，在操作符合法律法规、法定程序的前提下，通过股权并购、资产重组、业务重组或放弃控制权等方式进行解决，避免同业竞争。从避免同业竞争的角度来说，五矿集团的稀土采矿业务和分离冶炼业务是属于同业竞争的范畴，也就是说，这两部分资产是属于集团资产注入预期范围内。

2014年9月，五矿集团将广州建丰75%的股权通过现金出售的方式注入上市公司，开始逐步兑现资产注入承诺。2013年和2014年，广州建丰的冶炼配额均是1700吨。收购广州建丰以前，上市公司仅有冶炼配额指标3000吨左右（赣县红星1670+定南大华1320），通过收购广州建丰，冶炼配额迅速提升了56%。

以2014年的稀土开采与冶炼配额来看，上市公司（含广州建丰）的开采和冶炼配额分别为0和4700吨，五矿集团所放置在上市公司之外的开采与冶炼配额总量还有2080和2130吨，若后续将全部集团稀土资产注入公司，则上市公司的配额总量仍有一倍左右的提升空间。按照《承诺函》中提及的解决同业竞争的时间表，从2013年开始算起的话，最迟到2017年底就将解决同业竞争的问题，将剩余稀土开采资产和冶炼资产全部注入上市公司。

图 4、集团稀土资产完全注入后，公司所属配额将提升一倍左右



资料来源：国海证券研究所

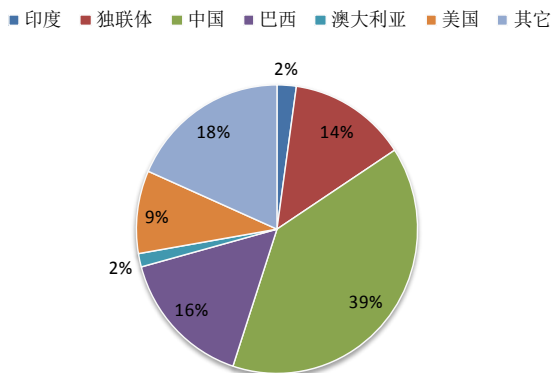
3、稀土行业发展状况分析

稀土被称为工业的“维生素”，共包含17种元素——镧(La)、铈(Ce)、镨(Pr)、钕(Nd)、钷(Pm)、钐(Sm)、铕(Eu)、钆(Gd)、铽(Tb)、镝(Dy)、钬(Ho)、铒(Er)、铥(Tm)、镱(Yb)、镱(Lu)、钇(Y)、钪(Sc)。虽然稀

土元素在实际应用中所占比重不如基本金属高，但它们被广泛运用在石油、化工、冶金、纺织、陶瓷、玻璃、永磁材料等领域，且大多都具有不可替代性。

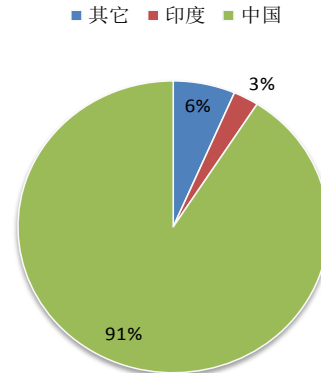
“世界稀土看中国。”中国的稀土储量大概占世界储量的40%。中国大概从1984年开始为世界供应稀土，凭借价格优势，逐步成为世界最大的稀土供应国，长期供应了世界90%的稀土产量。稀土可以说是我国为数不多的战略性资源品种。

图 5、世界稀土储量分布图



资料来源：USGS、国海证券研究所

图 6、世界稀土产量分布图



资料来源：USGS、国海证券研究所

公司所进行的稀土氧化物的冶炼分离主要针对的是离子吸附型稀土矿(以重稀土为主)。离子吸附型稀土矿主要分布在我国江西、广东、湖南、广西、福建等地，其中以江西赣州的储量最为集中。

图 7、国内稀土储量分布图



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、赣州稀土资源重点县



资料来源：WIND、国海证券研究所

3.1、稀土行业在过去几年历经政策和价格巨变

2010年-2015年，我国稀土行业经历了从政策到价格的巨大变化。出于对战略资源进行可持续开发的目的，中国于2010年开始对稀土行业实施严格的开采和出口管控政策。但由于配额和高关税政策损害了美国日本欧洲的利益，我国政府

被欧美联合起诉至 WTO，并在初审和终审裁决中败诉。2015 年初，我国不得不放弃出口配额制度。

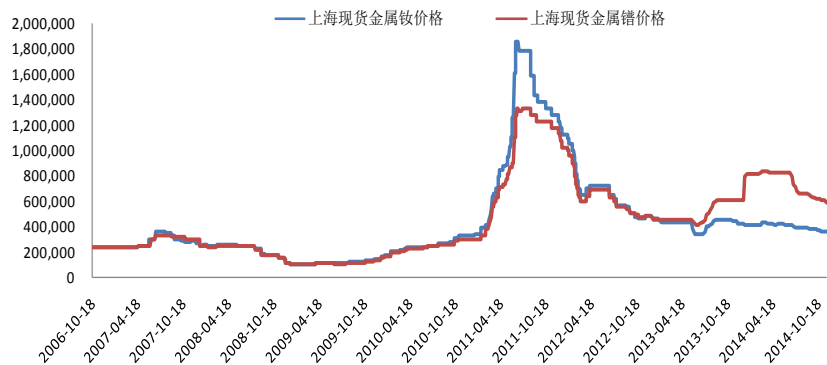
表 4、稀土主要政策变动过程

时间	政策变动
2010 年	国家对稀土矿实行开采总量控制管理；发放了 30259 吨出口配额（同比削减 40%），将稀土出口关税从 15%上调到 25%
2011 年	国家大幅提高了稀土矿原矿资源税税额标准，调整后的税额标准为：轻稀土（包括氟碳铈矿、独居石矿）60 元/吨；中重稀土（包括磷钇矿、离子型稀土矿）30 元/吨
2012 年	国家要求稀土企业使用稀土专用所得税发票；国家首次对中重稀土实行收储
2013 年	国家批准成立六大稀土集团——包钢集团、五矿集团、中铝集团、赣州稀土、厦门钨业、广晟有色
2014 年	国家再次对稀土实施收储；开启史上历时最长和最严格的打黑行动；泛亚有色交易所首次启动稀土商业收储；
2015 年	国家正式取消稀土出口配额

资料来源：国海证券研究所

基于中国政府管制稀土供应带来的收缩预期，稀土价格在 2010 年开始一路上涨，并于 2011 年 6、7 月份时达到了顶峰，随后因为稀土私采泛滥而一路狂泻，中途虽有数次反弹，但总体维持了下跌的趋势持续至今。

图 9、稀土价格走势

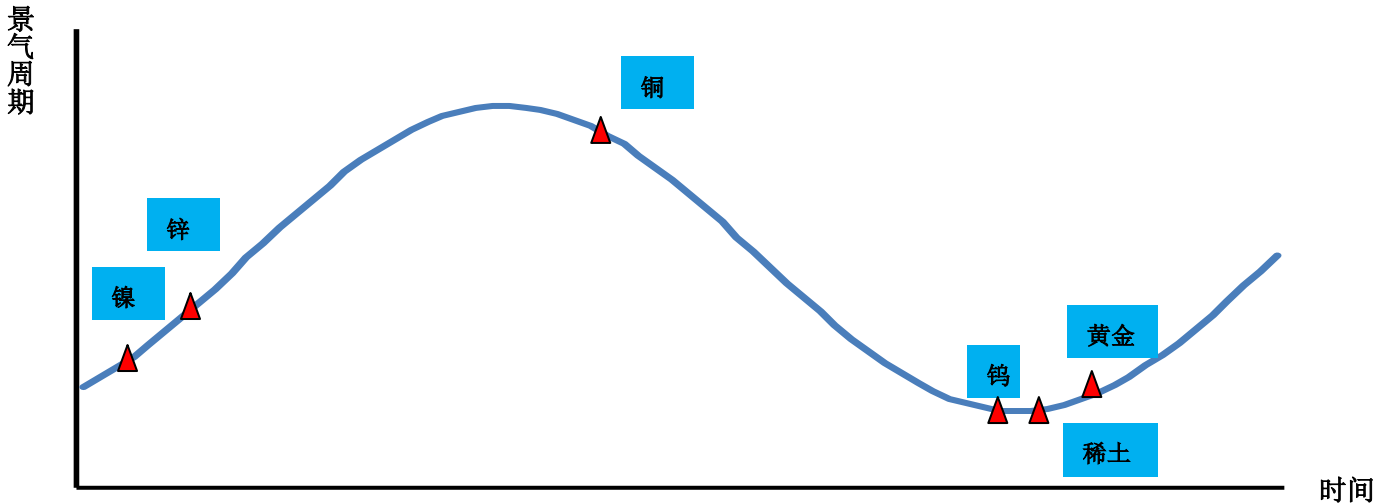


资料来源：WIND 资讯、国海证券研究所

3.2、大周期状况：密集政策持续缩减稀土供给，成本支撑中重稀土价格，稀土价格下行空间很小

目前稀土行业仍处于产能出清的中期。从我们调研的情况来看，由于严打和高压的震慑力度，私采稀土的现象已经基本消失，但有证矿山的超采和分离冶炼厂的超额作业仍屡禁不绝。由于国内经济增速的下滑，稀土需求端的增速显得有些不温不火，预计未来几年能维持 5.8% 的复合增长率。总体来看，目前仍然是处于产能过剩的阶段，但过剩的程度正在快速的下降，产能出清仍有待时日。

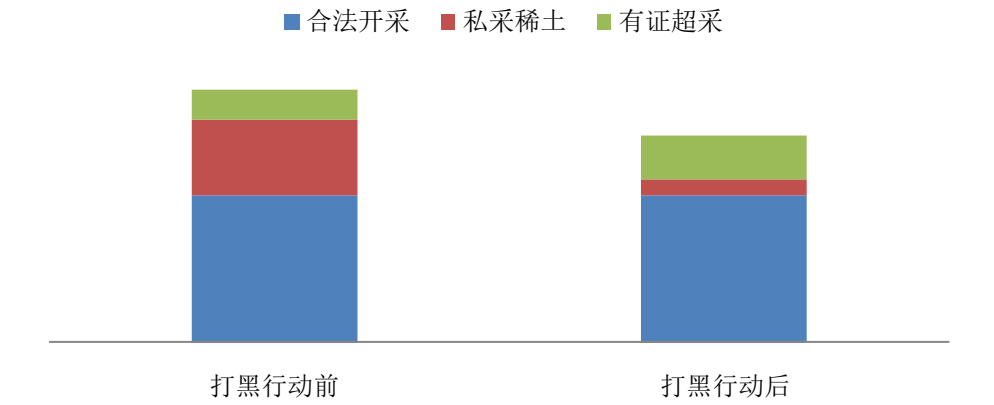
图 10、稀土行业处于产能出清的中期阶段



资料来源：国海证券研究所

有证矿山超采源于所有权和采矿权的分离。以赣州地区为例，虽然 88 张采矿许可证是掌握在赣州稀土矿业公司手中，但矿山所有权却属于村民或者矿主的。矿业公司只能通过劳务承包形式，雇佣矿主开采所属的稀土矿，并按开采指标回收稀土。目前这种劳务承包的合作形式，客观上很难控制矿山的实际开采量。有证矿山的超采行为是目前市面上主要的私矿增量来源。

图 11、打黑前后对比，稀土供应来源变化



资料来源：国海证券研究所

开采成本支撑中重稀土价格。目前开采一吨离子型“水稀土”的成本大概是 5-5.5 万元，资源所得税价格大概是 2.5 万元/吨，而现在市面上品位较低的“水稀土”价格仅为 8 万多块一吨。即使按照每年每合法开采 20 吨超采 10 吨（不交税）来计算，收益率也仅为 18%，仅略高于市场上的资金成本。根据我们的调研情况，考虑到地方矿产公司还有拖欠工程款的现象，不少矿主在现价格上拒绝开采自家矿山。因此，我们认为，中重稀土的开采成本在现价位具备较强的支撑力。

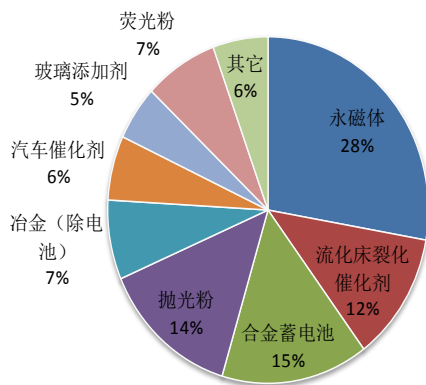
稀土行业迎来政策的密集落实期，未来稀土供给持续缩减可期。国家已经将稀土作为战略性品种来看待。1 月 28 日召开的稀土工作会议已经明确了 2015 年的工作重点：1) 六大稀土集团整合全国所有稀土矿山和冶炼分离企业，实现实质性重组。2) 深入打击违法违规行为。3) 大力发展高端应用产业。4) 加强稀

土生产和流通管理，使稀土计划指标向六大集团集中。5) 抓紧出台稀土资源税改革方案，修改完善《稀有金属管理条例》。

目前虽不确定“对矿山和分离厂进行实质性重组”是采取何种形式进行，但若该政策被切实执行，则可以从根本上解决有证矿山超采的问题，从而实现对稀土供给端的收缩。

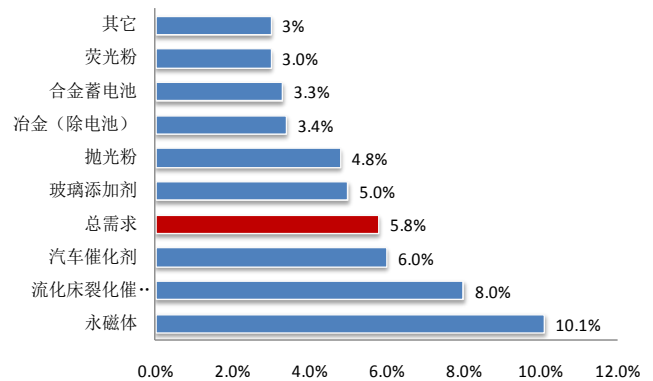
稀土需求保持稳定增长。根据稀土协会的预测，未来五年上述稀土应用领域中，增长速度较快的依次是磁体(10.1%)、石油催化剂(8%)、汽车尾气催化剂(6%)，稀土总需求的复合增速将达到5.8%。

图 12、稀土氧化物在工业中的应用



资料来源: CIBC World Markets、国海证券研究所

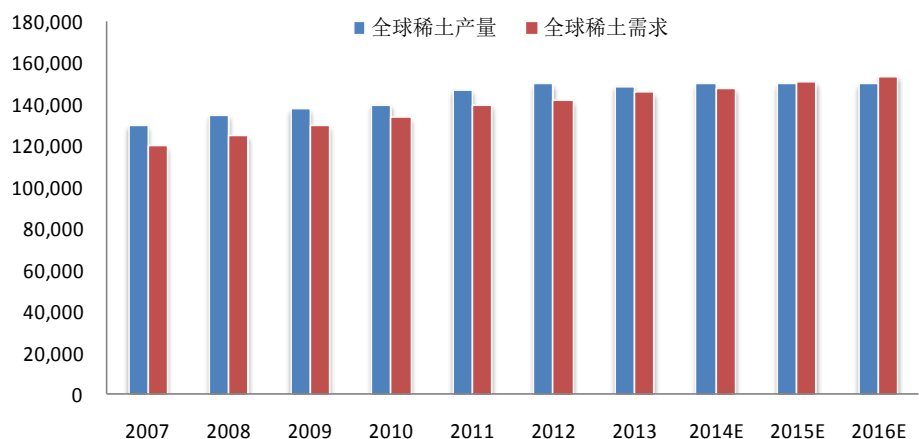
图 13、2014-2018 稀土氧化物应用领域增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

根据 USGS 的预测,2013 年全球稀土产量大约为 14.9 万吨,需求量大约为 14.6 万吨。过去几年,全球稀土供需持续处于过剩的状态,但随着中国政府逐步打击国内的私采活动,未来几年,稀土需求将缓慢接近并超过供给。

图 14、全球稀土供需情况预测



资料来源: USGS、WIND 资讯、国海证券研究所

综上所述,我们认为:密集政策的落实有望持续缩减稀土供给,结合南方中重稀土成本线的支撑力度,中重稀土的下跌空间已经很小。

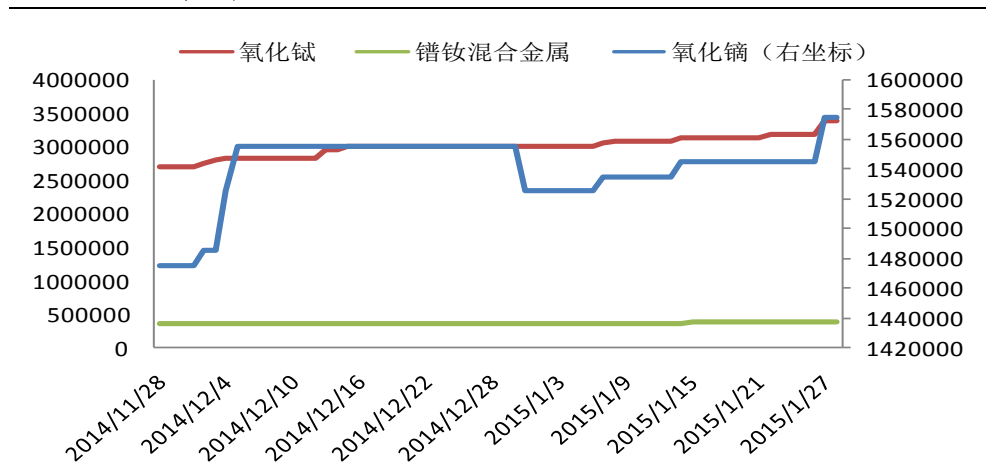
3.3、小周期状况：行业库存较低，部分品种供应偏紧，价格反弹有望延续

我们分别对稀土产业链上中下游进行了一系列调研，调研结果显示：国内的稀土分离冶炼厂大部分在春节前都不会复工，对于手中仅剩不多的库存采取惜售态度；国内外稀土应用商的库存处于偏低状态，陆续有补库存的需要。

由于稀土分离冶炼厂拥有的生产性指标严重低于其产能，在年底和年初的时候，指标已经用完或还没发放，工厂只能处于停工状态，市场处于消耗原有库存的状态。由于近几年稀土价格持续下行，国内的中游贸易商和下游应用商都基本采取按需采购的原则，尽量不留库存；而国外的下游应用商由于预期到配额和关税政策半年内就会取消（取消后稀土价格会下降），纷纷保持低库存的状态，并尽可能把采购周期往后延迟，手中库存也相对较低。

从稀土价格上来看，在过去两个月的时间里，部分品种供应明显偏紧，氧化铽、氧化镝和氧化镨钕的价格分别上涨了 25.9%、6.8%和 3.2%。我们认为，上述稀土品种的涨价趋势将至少持续到春节前后。另外国家可能会在合适的时机对稀土进行收储，收储具体时间暂不确定，可能将对稀土短期走势造成一定的影响。

图 15、主流稀土氧化物近期的价格变化



资料来源：亚洲金属网、国海证券研究所

4、投资逻辑和估值分析

4.1、投资逻辑——集团资产注入和板块性机会

公司目前业务简单，仅有三个稀土分离冶炼厂和一个稀土研究所。投资逻辑主要

在于“五矿集团的资产注入预期”、“密集出台政策铸就稀土价格底部”和“部分品种供应偏紧引发价格反弹”。

1、公司收购广州建丰，揭开资产注入大幕。公司以现金收购的方式从集团公司收购了广州建丰 75%的股权。上市公司的冶炼配额指标从 3000 吨提升到 4700 吨。五矿集团此次将广州建丰的冶炼厂注入上市公司，意味着开始逐步兑现资产注入承诺。公司是五矿集团稀土整合平台，五矿集团在上市公司之外共拥有 3 张稀土开采证、2080 和 6815 吨开采与冶炼配额。若集团将剩余资产陆续注入上市公司，公司业绩仍有一倍以上的提升空间。

2、密集政策的落实有望持续缩减稀土供给，中重稀土成本线支撑现价，下跌空间已经很小。1 月 28 日召开的稀土工作会议已经明确了 2015 年的工作重点，若上述政策能被有效执行，将持续缩减稀土供给。另外南方中重稀土的成本线也目前价格有较强的支撑作用。

3、行业库存较低，部分品种供应偏紧，价格反弹有望延续。由于生产性指标已经用完，国内的稀土分离冶炼厂大部分在春节前都不会复工，对于手中仅剩不多的库存纷纷采取惜售态度；国内外稀土应用商的库存处于偏低状态，陆续有补库存的需要。在过去两个月的时间里，部分品种供应明显偏紧，氧化铈、氧化镨和氧化镱的价格分别上涨了 25.9%、6.8%和 3.2%。我们认为，上述稀土品种的涨价趋势将至少持续到春节前后。

4.2、估值分析：平台价值分析和业绩弹性分析

比较 A 股几大稀土公司及其集团价值

稀土行业因为有开采和冶炼的生产性指标，所具备的稀土储量和冶炼产能并不能代表实际盈利能力，真正有价值的部分在于开采和冶炼的配额。我们将 A 股稀土公司及其集团拥有的配额进行对比，结合未来集团的注入预期，认为五矿稀土是稀土平台中条件较为优异的。

表 5、六大稀土巨头及集团所属配额比较

公司	代码	集团性质	上市公司权益稀土资产 (吨/年)		集团权益稀土资产 (吨/年)		市值 (亿元)
			冶炼配额	矿产配额	冶炼配额	矿产配额	
五矿稀土	000831	央企	4684	无	1300	2080	360
厦门钨业	600549	国企	2500	2000	无	无	268
北方稀土	600111	国企	35000	59500 (需交矿浆费)	无	无	619
广晟有色	600259	国企	3000	2000	无	200	155
赣州稀土	未上市	国企	1700	8900	无	无	-
中国铝业	601600	央企	无	无	2000	400	603

资料来源：国海证券研究所

表 6、稀土巨头所属集团名下资产

公司	集团性质	上市公司稀土资产	性质	权益	2014年配额	集团稀土资产	性质	权益	2014年配额
五矿稀土	央企	赣州红金稀土有限公司	冶炼	100%	1670	福建三明稀土材料有限公司	矿	70%	40
						五矿稀土江华有限公司	矿	51%	2000
						陇川云龙稀土开发有限公司	矿	100%	40
		定南大华新资源有限公司	冶炼	100%	1200	定南县南方稀土有限责任公司	冶炼	江钨集团	1030
						寻乌南方稀土有限责任公司	冶炼	江钨集团	1000
		广州建丰五矿稀土有限公司	冶炼	75%	1700	五矿稀土江华瑶族自治县兴华稀土新材料有限公司	冶炼	不详	100
厦门钨业	国企	长汀县闽欣稀土有限公司杨梅坑稀土矿	矿产	100%	20	无	无	无	无
		连城县鼎黄坊稀土矿	矿产	60%	20				
		连城县鼎盛稀土矿有限公司文坊稀土矿	矿产	100%	20				
		上杭县兆瑞矿产有限公司加庄稀土矿	矿产	60%	20				
		福建三明市稀土材料厂中山稀土矿	矿产	—	20				
		厦门钨业	矿产	100%	1900				
		长汀金龙稀土	冶炼	98%	2500				
		三明金明稀土	冶炼	70%					
包钢稀土	国企	包头开采配额	开采	100%	59500	白云鄂博矿	矿产	100%	-
		包头冶炼配额	冶炼	100%	35000				
		信丰县包钢新利稀土有限公司	冶炼	48%	800				
		全南包钢晶环稀土有限公司	冶炼	49%	840				
广晟有色	国企	平远县华企稀土	矿产	90%	1400	河源市华达集团东源古云矿产	矿产	80%	200
		大浦县新诚基工贸	矿产	90%	600				
		广东富远稀土新材料公司	冶炼	99%	2200				
		龙南和利冶炼公司	冶炼	50%	930				
		清远嘉禾公司	冶炼	30%	1200				
赣州稀土	国企	44 涨采矿证	矿产	100%	8900	无	无	无	无
		赣州稀土龙南冶炼分离公司	冶炼	100%	800				
		赣州稀土(龙南)有色金属有限公司	冶炼	60%	800				

资料来源：公司数据、国海证券研究所

业绩弹性分析

根据 2013 年年报记载，公司具有稀土行业库存 1875 吨，当年生产量为 3569 吨，销售量为 3873 吨，库存生产比达到了 0.52。当稀土价格上涨时，公司所备库存将极大受益于涨价红利。根据亚洲金属网的数据，目前氧化镨钕的价格为 290500 元/吨，若氧化镨钕的价格分别反弹到 310000（2013 年均价）、390000（2012 年均价）、700000（2011 年均价）元/吨，敏感性分析如下：

表 7、公司业绩敏感度分析

涨价幅度	0%	6.7%	34%	140%
氧化镨钕价格（万元/吨）	29.05	31	39	70
EPS	-0.06	0.26	0.49	2.33

资料来源：国海证券研究所

5、投资建议

从中长期的角度来看，稀土供给已经处于出清中期，由于政策的密集呵护，下跌的空间已经很小，具备良好的战略配置意义；从短期博弈的角度来看，公司具备较高的业绩弹性和资产注入预期，是稀土板块中站在“风口”的进取型配置品种。假设公司 2014-2016 年的稀土冶炼产品销量为 2800 吨、3400 吨、4700 吨，稀土冶炼产品的平均毛利率分别为 4%、10%、22.5%，预计 2014-2016 年公司的 EPS 分别为-0.05、0.12、0.43 元，对应市盈率 N/A、283、79 倍，给予公司“增持”评级。

6、风险提示

稀土政策落实情况不及预期；

宏观经济低迷，下游需求疲软；

剩余稀土资产注入进度缓慢；

7、业绩预测

表 8、五矿稀土盈利预测

证券代码:	000831.sz	股票价格:	36.94	投资评级:	增持	日期:	2015/2/2		
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	8%	-2%	4%	15%	EPS	0.23	-0.06	0.10	0.48
毛利率	24%	4%	10%	23%	BVPS	2.70	2.64	2.74	3.22
期间费率	3%	3%	5%	5%	估值				
销售净利率	13%	-4%	3%	13%	P/E	161.62	-657.44	367.04	77.43
成长能力					P/B	13.69	13.98	13.47	11.48
收入增长率	-58%	-20%	110%	25%	P/S	21.25	26.62	12.70	10.16
利润增长率	-21%	-125%	-279%	374%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.59	0.48	0.97	1.05	营业收入	1705	1361	2854	3567
应收账款周转率	1.19	1.19	1.19	1.19	营业成本	1293	1309	2566	2744
存货周转率	2.02	2.02	2.02	2.02	营业税金及附加	11	9	19	24
偿债能力					销售费用	1	4	11	17
资产负债率	8%	8%	8%	7%	管理费用	48	46	101	131
流动比	10.39	9.44	9.40	11.02	财务费用	(7)	(4)	13	16
速动比	7.65	6.64	3.95	5.19	其他费用/(-收入)	(70)	(70)	(10)	(5)
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	288	(74)	133	630
现金及现金等价物	351	406	(1474)	(1781)	营业外净收支	14	0	0	0
应收款项	1431	1142	2395	2993	利润总额	302	(74)	133	630
存货净额	641	654	1282	1373	所得税费用	77	(19)	34	162
其他流动资产	6	4	9	12	净利润	224	(55)	99	468
流动资产合计	2429	2207	2213	2597	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	163	247	352	437	归属于母公司净利润	224	(55)	99	468
在建工程	0	80	70	70	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	14	14	13	11	经营活动现金流	(551)	240	(1763)	(187)
长期股权投资	0	4	4	4	净利润	224	(55)	99	468
资产总计	2884	2829	2929	3396	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	20	18	26	37
应付款项	2	2	3	4	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(796)	278	(1888)	(691)
其他流动负债	232	232	232	232	投资活动现金流	(217)	(167)	(95)	(85)
流动负债合计	234	234	235	236	资本支出	13	(164)	(95)	(85)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	7	(4)	0	0
其他长期负债	3	3	3	3	其他	(237)	0	0	0
长期负债合计	3	3	3	3	筹资活动现金流	824	0	(0)	(1)
负债合计	237	237	239	239	债务融资	(30)	0	0	0
股本	981	981	981	981	权益融资	216	0	0	0
股东权益	2647	2592	2690	3157	其它	638	0	(0)	(1)
负债和股东权益总计	2884	2829	2929	3396	现金净增加额	55	73	(1858)	(272)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

李会坤，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，以勤勉的职业态度，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1008室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576936-818	13811639168	linl@ghzq.com.cn
白丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn