

有色金属

2015.09.10

评级: 中性
上次评级: 中性

利空出尽，期待政策利好

——稀土行业中报点评

刘华峰（分析师） 徐明德（研究助理）
0755-23976751 021-38676053
liuhuafeng@gtjas.com xumingde@gtjas.com
证书编号 S0880515060003 s0880115080222

本报告导读：

价格下行导致稀土开采冶炼企业上半年业绩下滑，当前时点利空出尽，后续政策利好值得期待，维持中性评级。

摘要：

- **稀土价格基本见底。1) 利空基本全面反应，稀土价格已经回归。**2014年年底市场所期待的打黑、收储以及取消关税后的限制供给新组合政策在2015年上半年全面落空。海外市场需求4月份之前处于观望态度，同比下滑21%，5-6月份补库带来需求增长。国内政策、海外需求的低于预期导致稀土价格持续回落，尤其是轻稀土。重点品种镨、钕、镝、铽均价同比变动分别为-35%、-7%、-1%、12%。2) **站在当前时点，我们认为后续利好值得期待。**尽管市场对于收储目前还没有太多的预期，但鉴于2014年的收储经验，我们认为，当前时点，政策的利好仍然值得期待。
- **上市公司以量补价，整合带来收入增长。**2015年上半年，行业营收总和为58.25亿元，相比2014年同期的42.48亿元，增长达到37%。由于价格下跌，我们大概可以测出北方稀土、广晟有色、厦门钨业、五矿稀土、盛和资源销量同比增速分别为：58%、57.8%、-8.5%、2457%、18.6%，销量增加源自：1) 各家上市公司借助集团，整合了相关稀土资源。2) 年初价格上涨，公司加大销售力度。
- **毛利率下行，净利润承压。**尽管管理费用率和财务费用率整体有小幅下滑，但受到价格下跌的影响，毛利率下降较大，导致企业盈利出现恶化。五矿稀土扭亏、盛和资源增长，广晟有色、厦门钨业、北方稀土同比业绩出现下滑，尤其是厦钨和广晟业绩下滑明显。我们认为依靠行业自身力量难以出现较大复苏，如果打黑和收储不出台，价格维持低位，企业盈利将继续承受压力。
- **维持行业中性评级，受益标的：广晟有色、五矿稀土。**我们认为六大资源的整合力度将保持平稳，以量补价的确带来行业收入增速较好，但价格维持低位将给上市公司带来较大业绩压力。一年一度的收储打黑等政策预期仍然是当前关注的重点，也将成为后期板块超额收益的重要来源。当前时点，板块利空出尽，政策利好值得期待。受益标的：广晟有色（拟定增引入刘益谦）、五矿稀土（集团国企改革）。

细分行业评级

稀土 中性

相关报告

其他小金属：《行业景气持续提升》
2015.09.08
新材料：《主业探底，外延加速》
2015.09.06
有色金属：《人民币贬值对有色板块利好有限》
2015.08.18
有色金属：《南北矿，风口上》
2015.08.14
有色金属：《抢占上游高点，整合势在必行》
2015.08.09

目 录

1. 综述.....	3
2. 国内稀土价格疲软，出口均价降幅较大.....	3
3. 行业以量补价，经营环境仍然恶劣.....	6
3.1. 收入和销量增长源于行业整合和上半年逢高出货.....	6
3.2. 各公司稀土盈利状况近期有所分化，长期仍然承压.....	7
3.3. 资产负债率较低，三费比率保持稳定.....	8
3.4. 净利润率（全业务）处于零轴附近.....	10
4. 盈利预测与估值.....	10

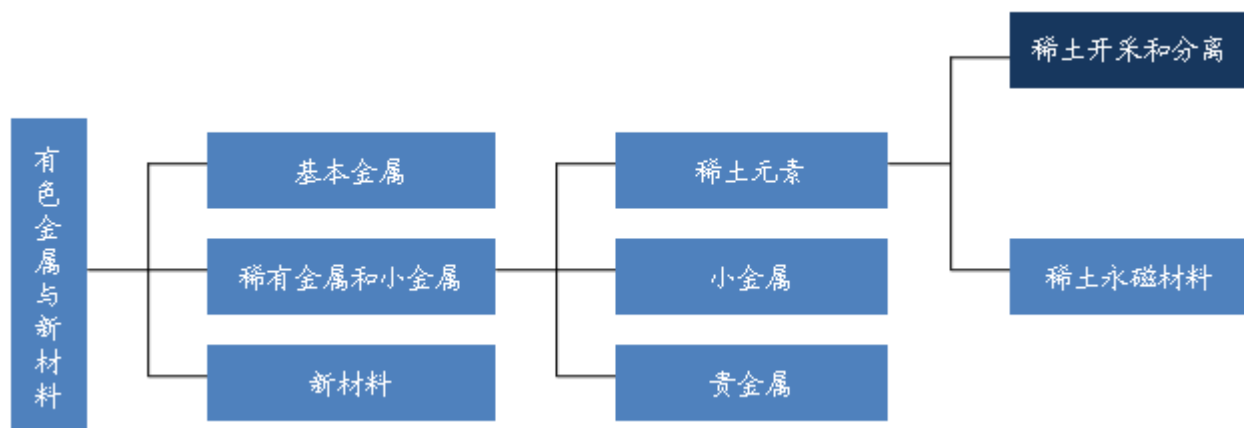
图表目录

表 1: 稀土行业的经营环境仍在恶化.....	3
表 2: 公司稀土产品销量增长来源于行业整合.....	7
表 3: 稀土开采和稀土冶炼分离重点覆盖公司盈利预测和估值.....	11
图 1: 本文研究的范围涵盖稀土开采和分离行业.....	3
图 2: 氧化镨、氧化钕均价分别下跌 34.7%和 6.8%.....	4
图 3: 氧化镧、氧化铈均价分别下跌 36%和 34.3%.....	4
图 4: 氧化镝均价价格下跌 1.5%.....	4
图 5: 氧化铽均价上涨 12.2%.....	4
图 6: 氧化钇均价下跌 41.3%.....	4
图 7: 中钇富钕矿均价下跌 8.1%.....	4
图 8: 5 月关税取消后稀土出口量剧增.....	5
图 9: 2015 年 1-6 月，稀土出口均价较 2014 年同期下降 13.9%.....	6
图 10: 2015 年上半年稀土行业收入触底回升.....	6
图 11: 行业内各公司毛利润长期下降，近期分化.....	8
图 12: 行业内各公司毛利率长期下降，近期分化.....	8
图 13: 资产负债率处于较低水平.....	8
图 14: 销售费用率保持低位.....	8
图 15: 管理费用率持续下行.....	9
图 16: 财务费用率持续下降.....	9
图 17: 现金比率持续上升.....	10
图 18: 公司均处于亏损边缘.....	10

1. 综述

我们重点覆盖的稀土开采企业北方稀土、广晟有色、厦门钨业，稀土冶炼分离企业五矿稀土、盛和资源，对 2015 年中期主要信息披露进行解读和分析，结合稀土价格，探寻稀土开采和分离行业的投资机会。

图 1：本文研究的范围涵盖稀土开采和分离行业



数据来源：国泰君安证券研究

2015 年 1-6 月，稀土行业各公司的净利润均出现了不同程度的下滑，主要原因还是稀土价格及稀土产品的价格下滑。总体来看，稀土行业的经营环境仍在恶化。

表 1：稀土行业的经营环境仍在恶化

公司	北方稀土	广晟有色	厦门钨业	五矿稀土	盛和资源
营业收入（亿元）	32.25	14.10	44.15	3.28	5.45
其中：稀土产品（亿元）	31.21	9.44	3.17	3.26	5.43
同比增速	32%	28%	-16%	2229%	9%
毛利润（亿元）	8.37	1.00	8.52	0.53	0.86
其中：稀土产品（亿元）	8.46	0.96	-0.10	0.51	0.84
同比增速	15%	-14%	394%	25400%	47%
归属于母公司所有者的净利润(亿元)	2.61	-0.35	0.34	0.01	0.22
同比增速	-6%	-600%	-76%	103%	214%
市值（亿元）	504	127	192	163	102

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究，取自 2015 年 9 月 9 日

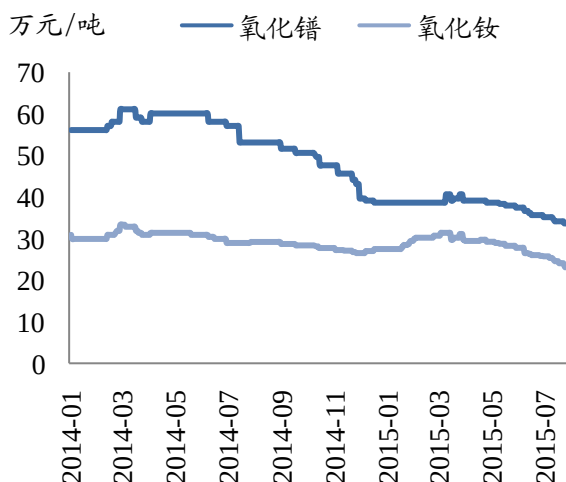
2. 国内稀土价格疲软，出口均价降幅较大

2015 年上半年稀土价格疲软。与 2015 年年初价格相比，二季度末稀土价格平均下跌 3.9%。其中，氧化镨、氧化钕、氧化镝、氧化铽、氧化铟、氧化铈、氧化钇、中钇富钬矿涨跌幅分别为-7.8%、-6.2%、-7.1%、9.8%、-7.1%、-7.7%、0%、-5.1%。春节前后，下游分离冶炼厂的停工导致市面稀土供应偏紧，引发部分稀土品种出现 10%左右的价格反弹，少部分稀土品种（镝、铽）价格反弹甚至超过了 20%。春节过后，随着下游分离厂的复工，稀土重回供过于求的格局，震荡下跌，陆续创出

新低。

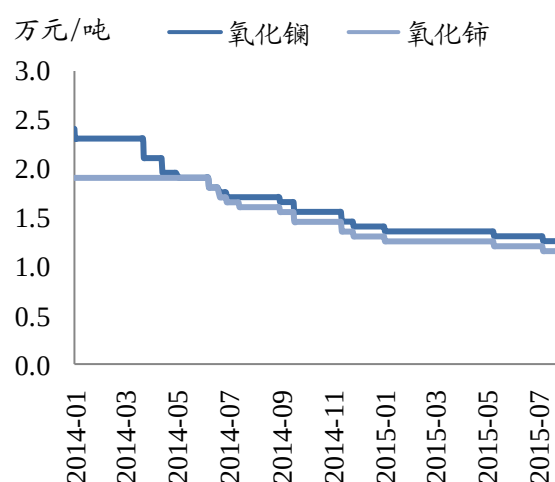
与 2014 年上半年均价相比, 2015 年上半年稀土均价下跌 18.8%, 氧化镨、氧化钕、氧化镝、氧化铽、氧化镧、氧化铈、氧化钇、中钇富钕矿涨跌幅分别为 -34.7%、-6.8%、-1.5%、12.2%、-36%、-34.3%、-41.3%、-8.1%。鉴于目前经济增速持续下滑, 稀土下游需求低迷, 未来稀土价格可能继续承压。

图 2: 氧化镨、氧化钕均价分别下跌 34.7% 和 6.8%



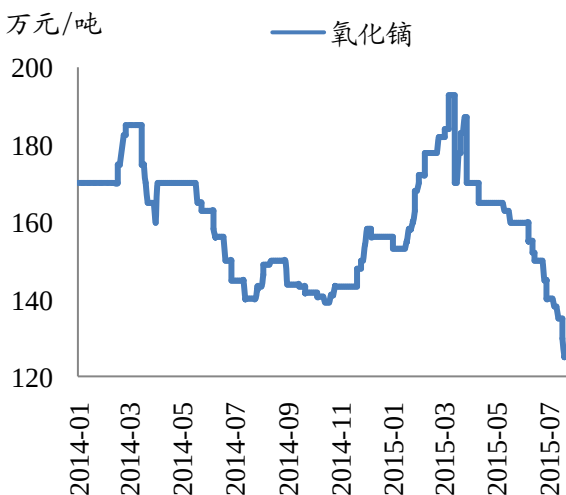
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 3: 氧化镧、氧化铈均价分别下跌 36% 和 34.3%



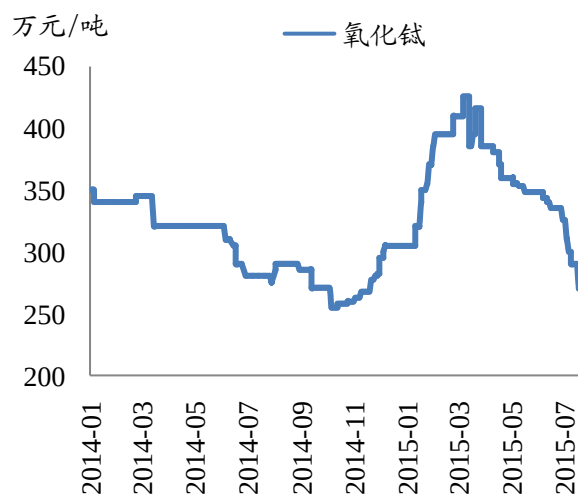
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 4: 氧化镝均价价格下跌 1.5%



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

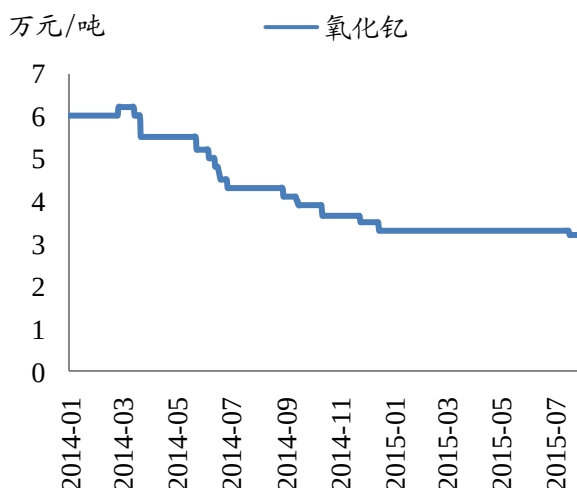
图 5: 氧化铽均价上涨 12.2%



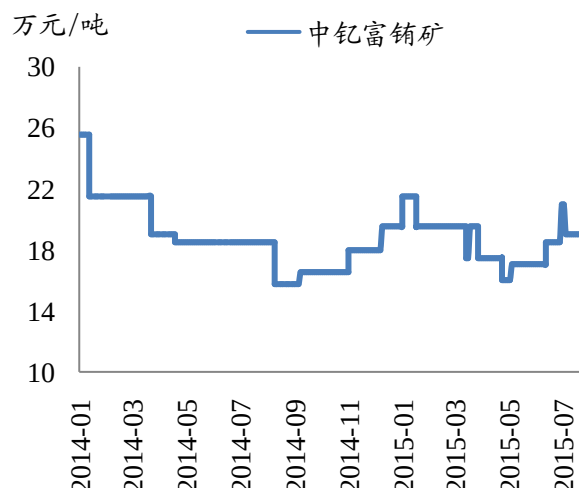
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 6: 氧化钇均价下跌 41.3%

图 7: 中钇富钕矿均价下跌 8.1%



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

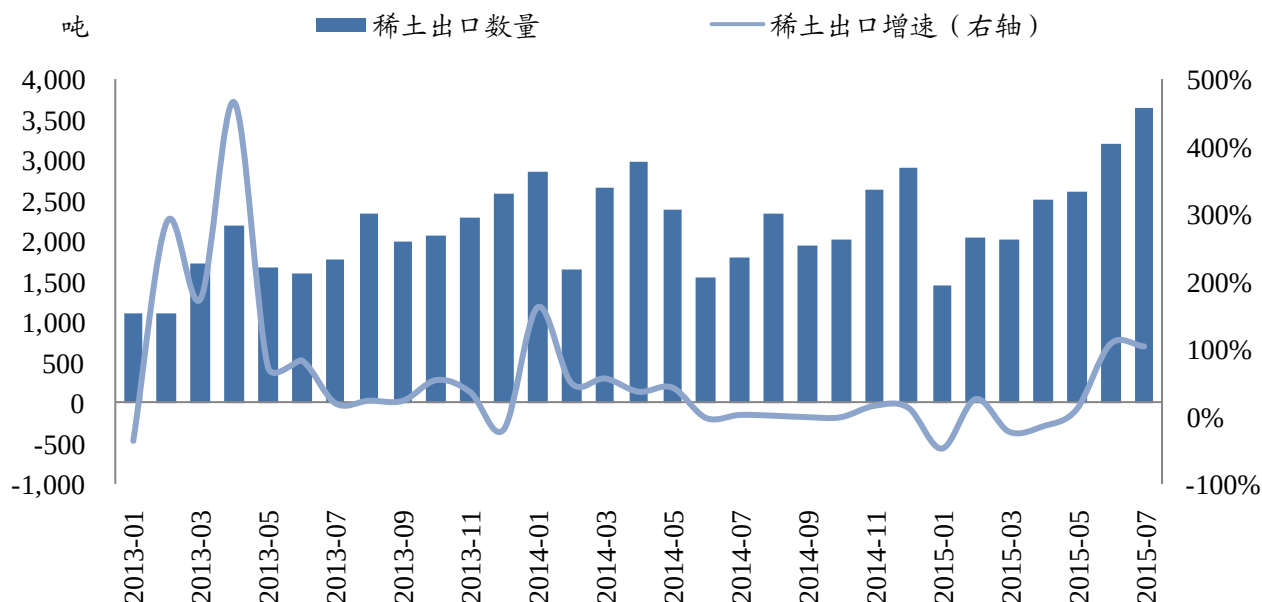


数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

5月关税取消后稀土出口量剧增。根据海关总署的数据: 2015年1月, 稀土出口量同比下降49%; 2月, 同比增长25%; 3-4月继续下降24%和16%; 5月小幅回升9%; 6-7月迅猛增长107%和103%。

稀土出口量在5月前后出现严重分化的主要原因是: 自2015年5月1日起, 稀土出口关税取消, 海外企业普遍将稀土采购计划推迟到该时点之后。

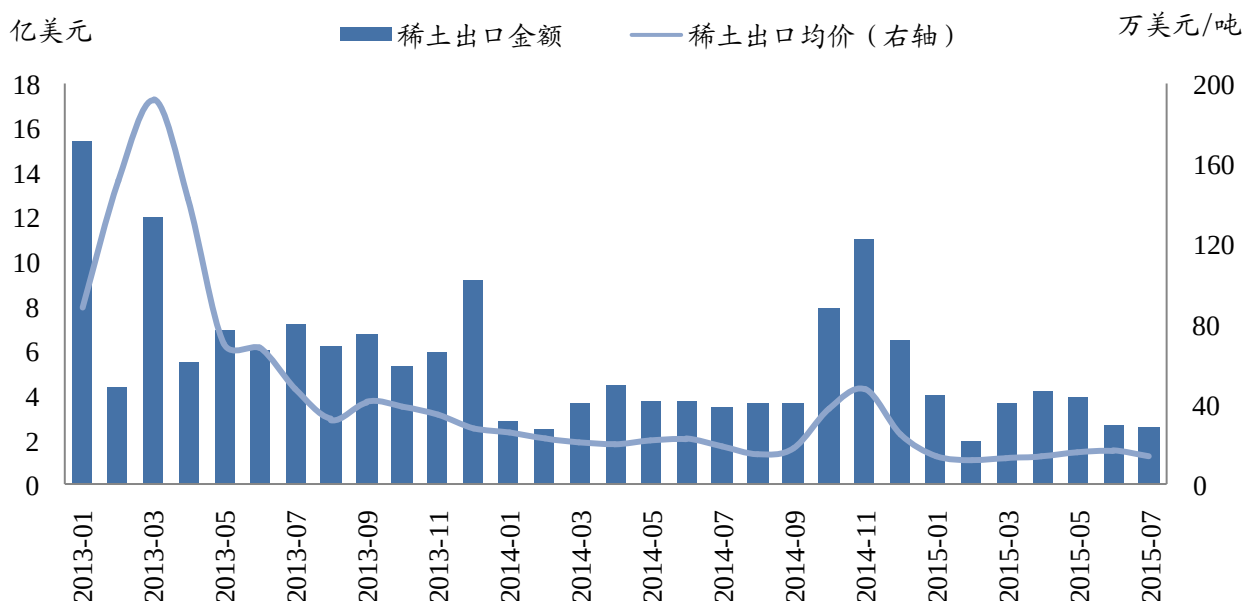
图 8: 5月关税取消后稀土出口量剧增



数据来源: 海关总署, 国泰君安证券研究

2015年1-6月, 稀土出口总金额为17.2亿美元, 同比下滑15.3%, 累计出口稀土13880吨, 同比下降1.6%, 稀土平均出口价为12.4万美元/吨, 同比下降了13.9%。

图 9: 2015 年 1-6 月, 稀土出口均价较 2014 年同期下降 13.9%



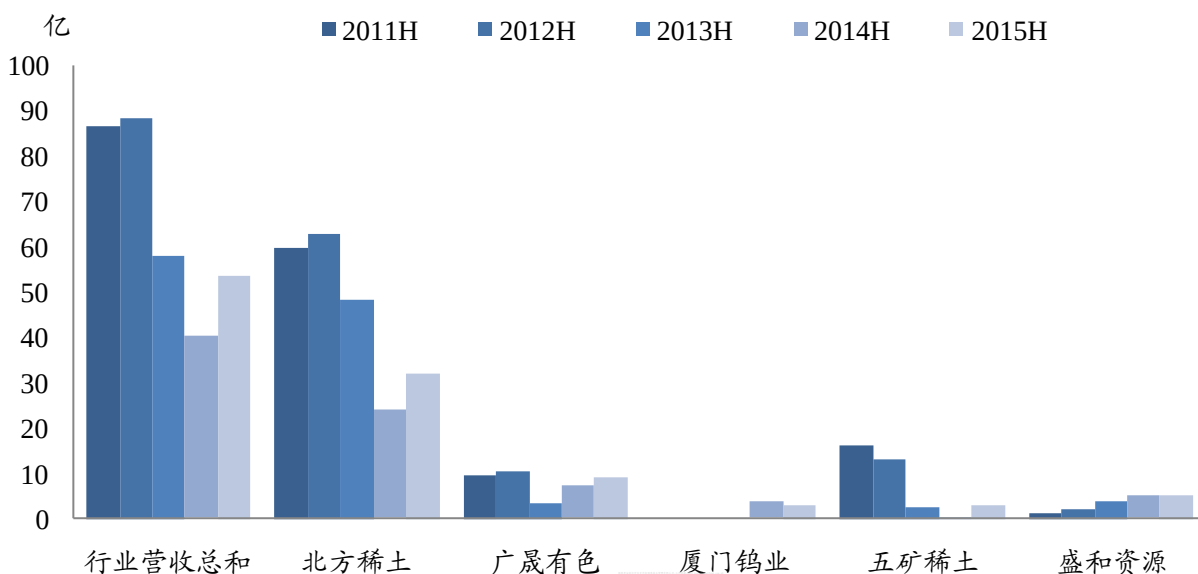
数据来源: 海关总署, 国泰君安证券研究

3. 行业以量补价, 经营环境仍然恶劣

3.1. 收入和销量增长源于行业整合和上半年逢高出货

稀土行业营业收入触底回升。2015 年 1-6 月, 5 家上市公司稀土业务的营业收入总和为 53.59 亿元, 相比 2014 年上半年的营业收入 40.15 亿元, 增长 33.5%。具体到公司层面来看, 北方稀土、广晟有色、五矿稀土、盛和资源稀土业务的收入同比分别增长 32%、28%、2229%、9%, 厦门钨业的稀土业务收入同比下滑 16%。

图 10: 2015 年上半年稀土行业收入触底回升



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (图中所示的广晟有色和厦门钨业均为稀土业务)

通过分析稀土价格的变化和公司主营收入的变化, 我们大概可以测出

北方稀土、广晟有色、厦门钨业、五矿稀土、盛和资源的销量同比增速分别是：58%、39%、-8.5%、2458%、18.6%，销量增加的原因有两个：1）稀土价格在 2015 年一季度反弹，公司趁机加大销售力度，逢高出货；2）各家上市公司围绕六大稀土集团整合所属区域的稀土资源，所属产能和生产性指标均有所增加。具体情况如下表所示。

表 2：公司稀土产品销量增长来源于行业整合

公司	产品销量增长/下降	产品销量变化原因
北方稀土	增长 58%	1) 整合若干家所属区域的稀土企业，生产性指标和产能有所增长 2) 销售计划内的灵活调整
广晟有色	增长 39%	1) 增发收购若干家稀土企业，生产性指标和产能有所增长 2) 销售计划内的灵活调整
厦门钨业	下降 8.5%	公司根据市场情况，缩减了销售计划
五矿稀土	增长 2458%	1) 广州建丰冶炼分离厂的并表； 2) 销售计划内的灵活调整（2014 年的销量基数很小）
盛和资源	增长 18.6%	销售计划内的灵活调整

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

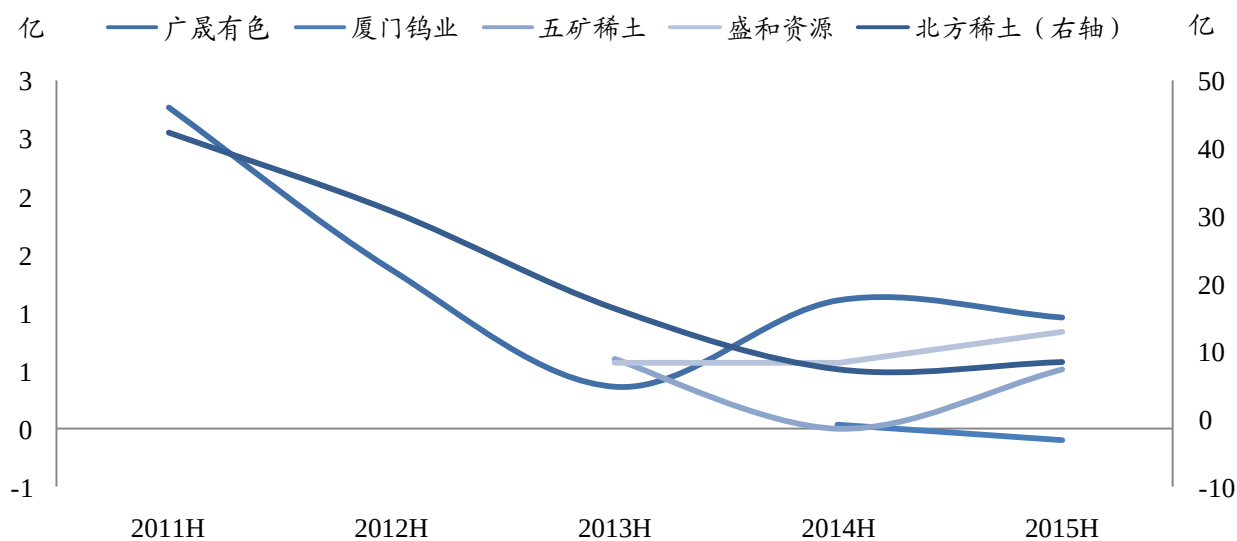
3.2. 各公司稀土盈利状况近期有所分化，长期仍然承压

从 2011 年至 2015 年，稀土行业的毛利润随着稀土价格的下滑而不断下滑，但 2015 年的毛利润呈现出分化的趋势。2015 年 1-6 月，北方稀土、广晟有色、厦门钨业、五矿稀土、盛和资源稀土业务的毛利润分别是 8.46 亿、0.96 亿、-0.1 亿、0.51 亿和 0.84 亿，2014 年 1-6 月上述 5 家公司稀土业务的毛利润分别是 7.37 亿、1.11 亿、0.03 亿、200 万、0.57 亿，同比增速 15%、-14%、-394%、25400%、47%。

从 2011 年至 2015 年，稀土行业的毛利率随着稀土价格的下滑而不断下滑，但 2015 年的毛利率呈现出分化的趋势。北方稀土、广晟有色（稀土业务）、厦门钨业（稀土业务）的毛利率分别为 26.2%、10.2%和 -3.2%，同比下降 4.7、4.9 和 4.1 个百分点；五矿稀土、盛和资源的毛利率分别为 15.5%和 15.4%，同比上升 14.1 和 4 个百分点。

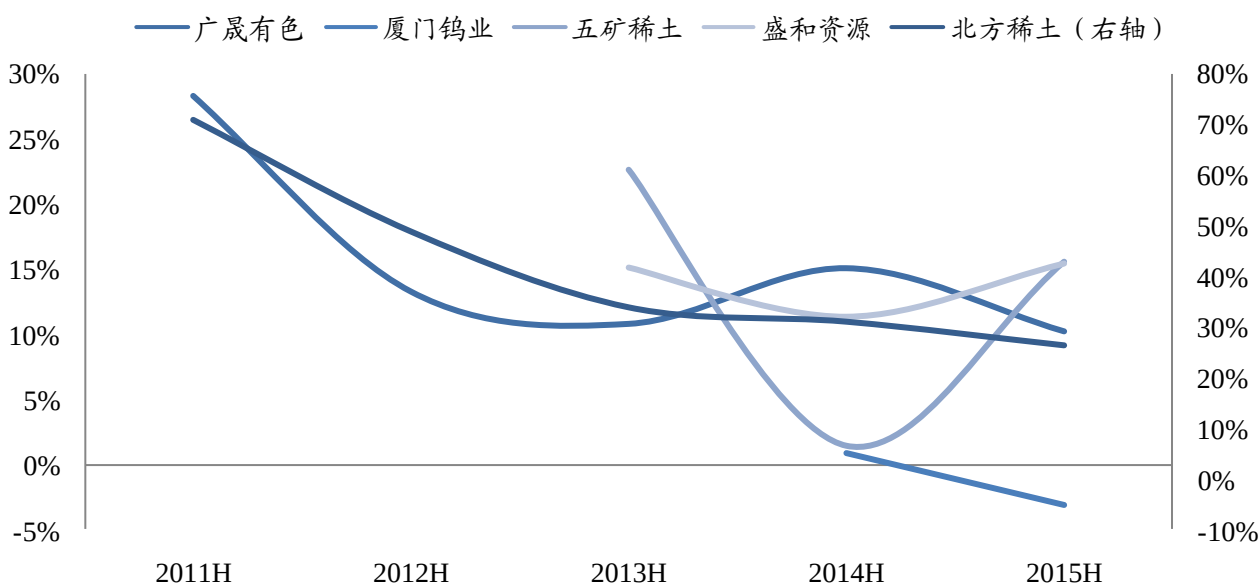
2015 年 1-6 月，各公司的稀土业务之间盈利状况分化的原因是：各公司根据市场状况主动调节自身产销量，从而引起来单位产品成本的变化。长期来看，稀土价格的持续下跌将使得各公司稀土业务的毛利率继续承压。

图 11: 行业内各公司毛利润长期下降, 近期分化



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (图中所示的广晟有色和厦门钨业均为稀土业务)

图 12: 行业内各公司毛利率长期下降, 近期分化



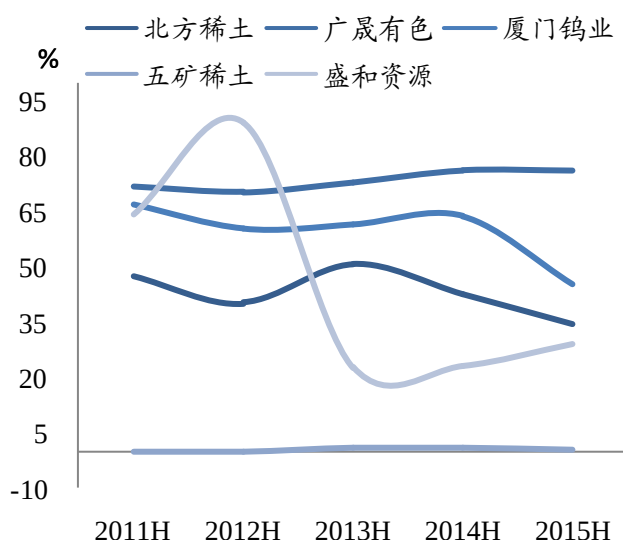
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究 (图中所示的广晟有色和厦门钨业均为稀土业务)

3.3. 资产负债率较低, 三费比率保持稳定

公司资产负债率普遍低于 50%, 广晟有色在非公开发行实施完毕后, 资产负债率也将有效降低。公司保持较低的资产负债率, 有利于未来进一步对所属区域内的稀土资源进行整合。公司的销售费用率较低且保持稳定, 显示出业内的寡头格局较为显著。管理费用率从 2014 年开始有所下降, 未来随着整合进程的推进, 仍有进一步降低的空间, 原因是稀土资源的开发, 同质化程度较高, 符合规模经济的类型, 管理费用的增长慢于营业收入的增长。公司的财务费用率持续下降, 现金比率持续上升, 资产负债状况不断得到改善。

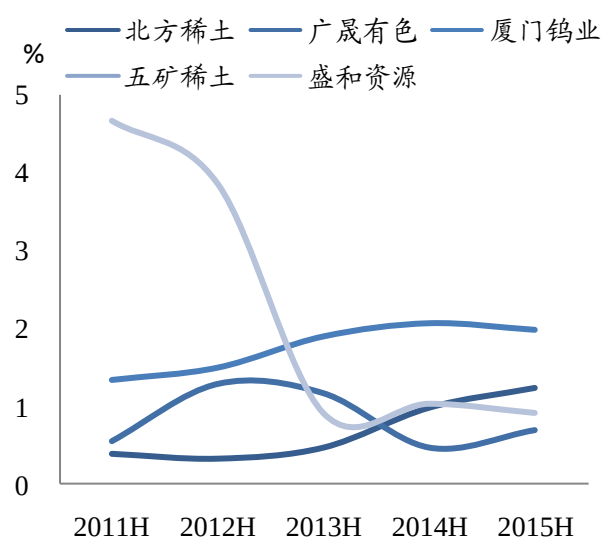
图 13: 资产负债率处于较低水平

图 14: 销售费用率保持低位



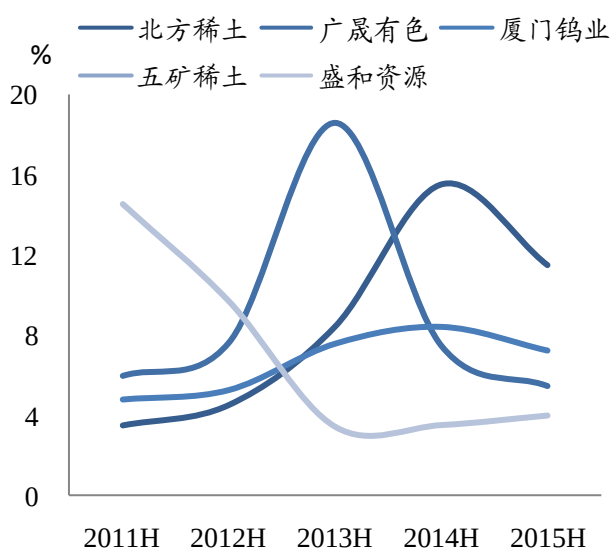
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 15: 管理费用率持续下行

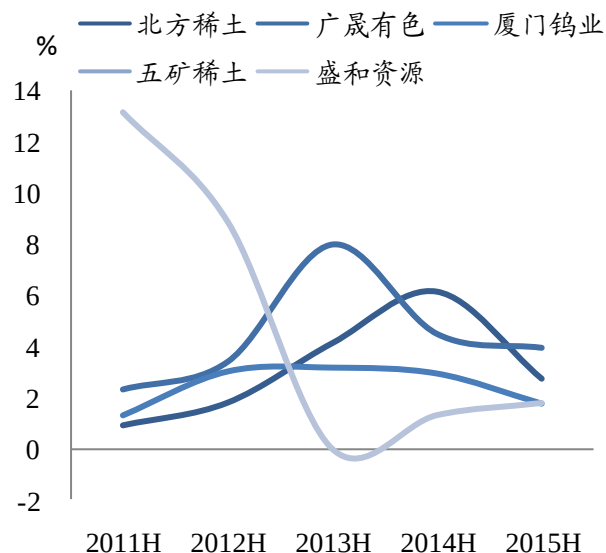


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 16: 财务费用率持续下降

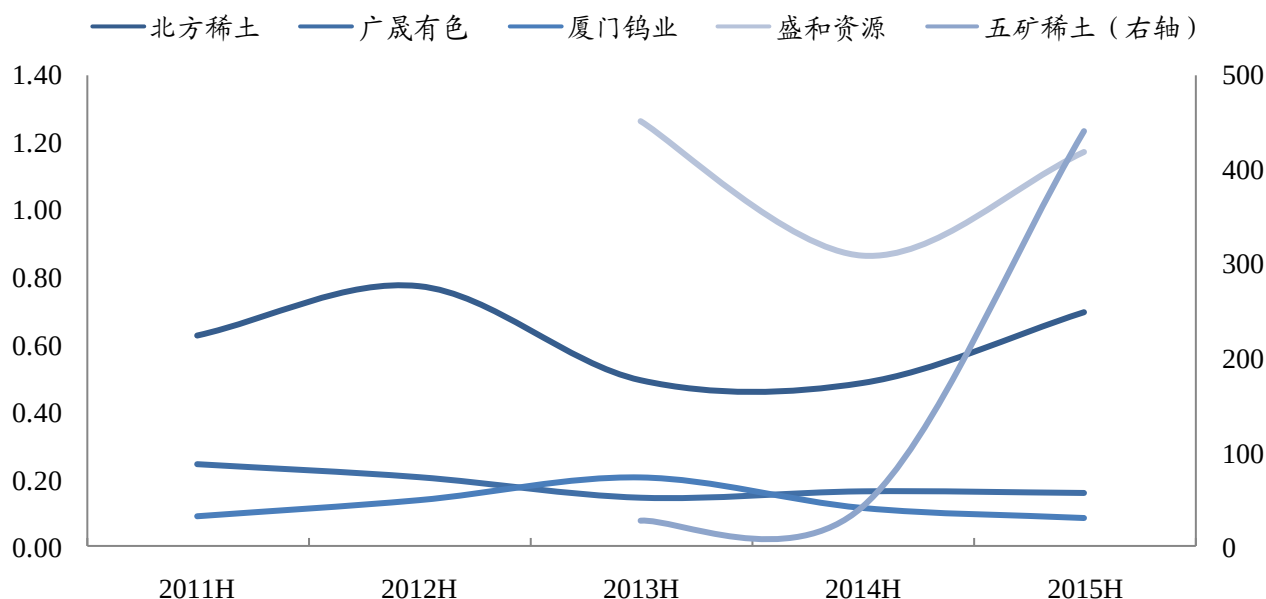


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 17: 现金比率持续上升

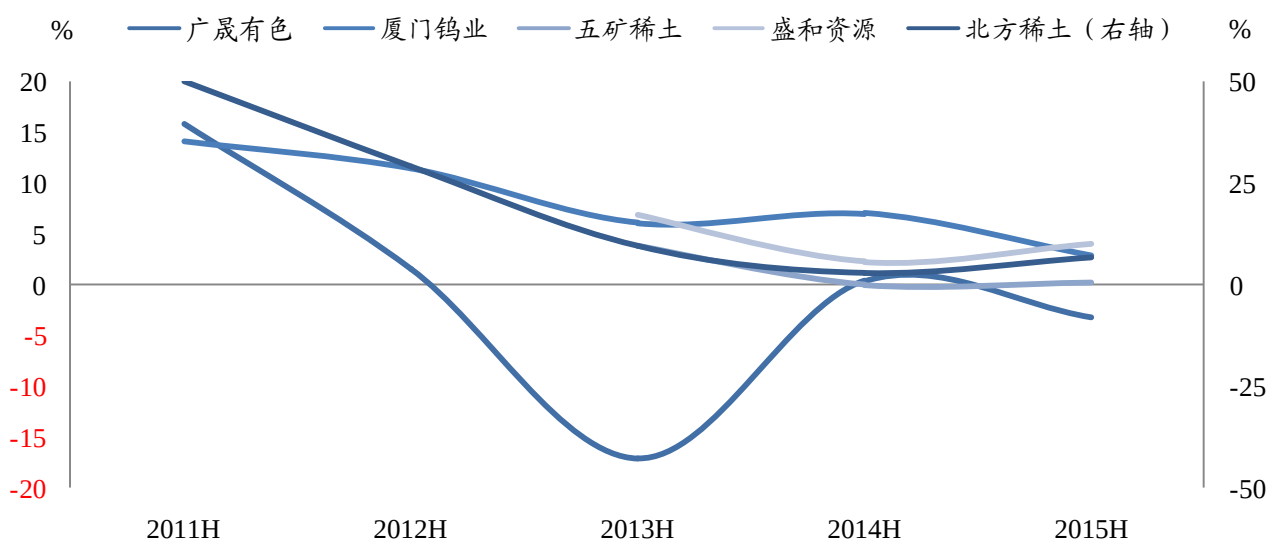


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.4. 净利润率(全业务)处于零轴附近

净利润率(全业务)在零轴附近。2015年1-6月, 北方稀土、广晟有色、厦门钨业、五矿稀土、盛和资源的净利润率分别是 6.82%、-3.14%、2.9%、0.3%、4%, 同比分别增长 3.8、-3.5、-4.1、0.3、1.7 个百分点。从净利润率变化的长期趋势来看, 部分公司的其它金属业务(钨钼)和稀土业务的情况相似, 盈利状况也处于不断下滑的状态。稀土行业的五个公司目前普遍均处于盈亏平衡点附近, 若未来稀土和其它金属的价格继续下行, 这些公司的盈利状况将进一步承压。

图 18: 公司均处于亏损边缘



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4. 盈利预测与估值

维持行业中性评级。有色板块金属价格近期的确有反弹需求，但我们认为幅度可能有限，扩财政的力度需要继续观察，维持行业中性评级。稀土资源对于我国战略意义重大，当前时点上利空出尽，后续打黑和增储政策值得期待。我们认为受益标的包括广晟有色（拟定增引入刘益谦）、五矿稀土（集团国企改革）。

表 3：稀土开采和稀土冶炼分离上市公司盈利预测和估值

公司	当前股价 (元/股)	PE (TTM)	EPS 预测 (元/股)			PE 预测			PB
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	
北方稀土	13.87	76.5	0.16	0.16	0.23	86	86	61	6.1
广晟有色	48.45	679	0.35	0.49	0.61	139	98	79	16.5
厦门钨业	17.76	43.2	0.4	0.49	0.64	44	37	28	2.6
五矿稀土	16.63	-293	0.17	0.40	0.53	100	42	32	6.6
盛和资源	27.09	53	0.55	0.71	0.86	49	38	32	8

数据来源：Wind，国泰君安证券研究，股价取自 2015 年 9 月 9 日，EPS 预测取自 wind 一致性预期

风险提示：稀土行业整合的推进速度不及预期；下游需求持续恶化导致稀土价格继续下行。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		