

2006年08月15日

中报点评

G 稀土 (600111)

稀土行业回暖，公司率先受益

评级 推荐
现价 6.75 元

投资要点

- 公司 06 年上半年实现主营业务收入 56311 万元，比上年同期增长 31.39%；实现主营业务利润 8948 万元，比上年同期增加 64%，实现净利润 2068 万元，比上年同期增长 186%。每股收益 0.051 元，比上年同期增长 183%。
- 随着国家从 05 年开始对我国稀土行业的一系列整顿措施的出台，我国稀土市场在今年出现了较大的起色，稀土精矿、碳酸稀土、氧化钕和氧化镨钕等产品价格均出现了大幅度回升。各类稀土产品价格的上涨是公司业绩同比大幅上涨的根本原因。
- 由于公司具备资源优势，公司主要产品稀土精矿为公司贡献了将近 45% 的利润。公司上半年销售稀土精矿近 3 万吨（以 REO50% 计），实现收入近 7290 万元，毛利率高达 55.04%，比上年同期的 47.70% 提高了 7.32%，在产量并未明显提升的情况下，主要得益于稀土精矿价格的上涨。
- 我们期待稀土行业整顿力度的进一步加强，届时公司的资源和冶炼产能优势将进一步得到发挥，业绩也将更上一层楼。同时，在目前各类稀土产品价值回归的行业背景下，我们认为控股股东早日对公司实施资产重组和资源整合对公司未来的发展更具现实意义，集团承诺的资产置换早日实现同样值得期待。
- 我们维持公司 06、07 年的每股收益分别为 0.09 元和 0.19 元的预测。以 07 年的 EPS 计算，动态 PE 将近 36 倍，从相对估值看，目前股价仍存在一定高估。但我们仍坚持认为，在我国稀土行业迎来全面整合之际，公司作为我国稀土行业的龙头将迎来最佳的发展时机，公司在稀土资源控制上的绝对优势将在未来得到充分的发挥，行业整合之际也正是对公司股票进行战略性投资的最好时机，维持对公司“推荐”的投资级别。

截止年度	主营收入	净利润	增长	每股收益	市盈率	EV/EBITDA	每股股利
12月31日	(百万)	(百万)	(%)	(元)	(x)	(x)	(元)
2004	795	22	-42.24	0.05	129	30.03	0.04
2005	881	13	-40.36	0.03	216	39.37	0.06
2006F	970	37	181.10	0.09	77	25.26	0.09
2007F	1040	78	113.23	0.19	36	18.34	0.09

彭波：有色金属行业研究员

(0755) 22623797

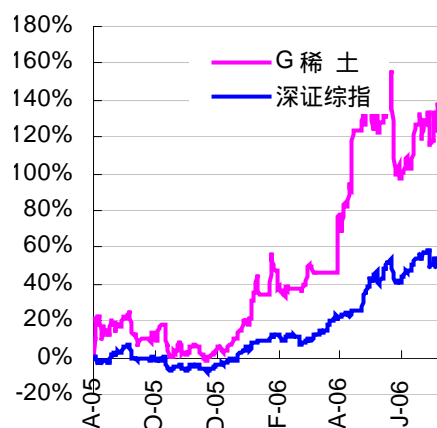
pengbo@pasc.com.cn

行业	有色金属
公司网址	http://www.nfc.com.cn
52 周幅度(元)	3.99/8.96
52 周日平均成交额(百万)	16.85
总股本(万股)	40367
流通股(万股)	19219
流通市值(百万)	1297
大股东持股量(%)	36.73
每股净资产(元)	2.89
净资产收益率(%)	1.78
每股净负债(元)	1.72

相关研究报告

《国家政策收紧、行业拐点初显》——2006年5月23日

近一年与深证综指走势对比



I. 06 年中期经营状况回顾

公司中报业绩与我们预测相符合。公司 06 年上半年实现主营业务收入 56311 万元，比上年同期增长 31.39%；实现主营业务利润 8948 万元，比上年同期增加 64%，实现净利润 2068 万元，比上年同期增长 186%。每股收益 0.051 元，比上年同期增长 183%。

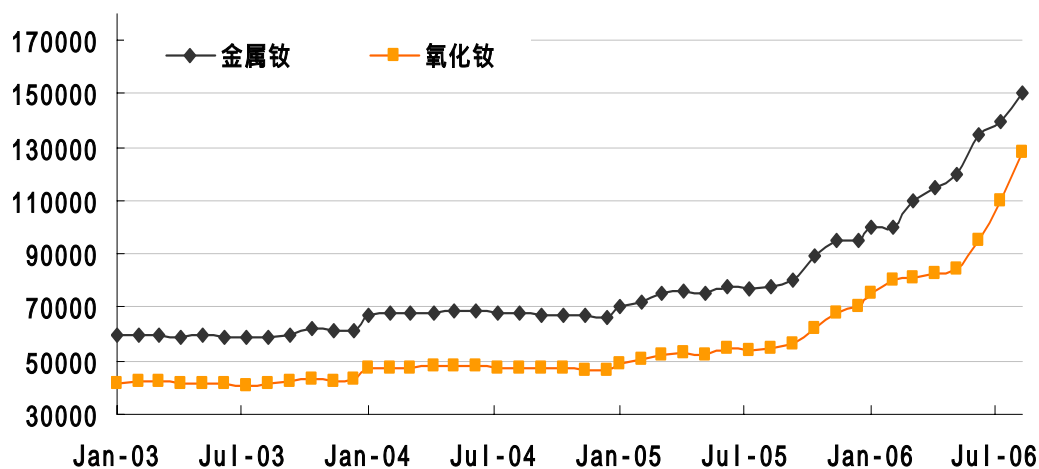
■ 行业整顿下各类稀土产品价格迅速上扬

如我们所料，随着国家从 05 年开始对我国稀土行业的一系列整顿措施的出台，特别是自国土资源部 06 年 4 月下发“从 4 月 26 日起全国停发稀土矿采矿许可证、明确稀土矿 2006 年总量控制指标”的通知以来，南方等地区大量减产，加上下游市场活跃，原料需求增大，我国稀土市场在经历了漫长的 6 年低靡时期后，终于在今年有了较大的起色，稀土精矿、碳酸稀土、氧化钕和氧化镨钕等产品价格均出现了大幅度回升。

上半年，稀土精矿（50%REO）价格由 05 年年底的 2000 元/吨上涨至目前的 2600~2800 元/吨，涨幅达到 30%~40%。碳酸稀土价格由 05 年年底的 5500~6500 元/吨上涨至目前的 7800~8800 元/吨左右，涨幅达到 35%。而各类稀土氧化物价格也出现了不同程度的上涨，特别是稀土氧化钕和氧化镨钕，在下游钕铁硼永磁材料旺盛需求的带动下，价格出现了暴涨。氧化钕价格由 05 年年底的 6.8~8 万元/吨上涨至目前的 13 万元/吨，涨幅接近翻番。氧化镨钕价格也飙升至目前的 11 万元左右。很显然，各类稀土产品价格的上涨是公司业绩同比大幅上涨的根本原因。

图表 1 03 年~06 年国内市场金属钕和氧化钕价格走势

单位：元/吨



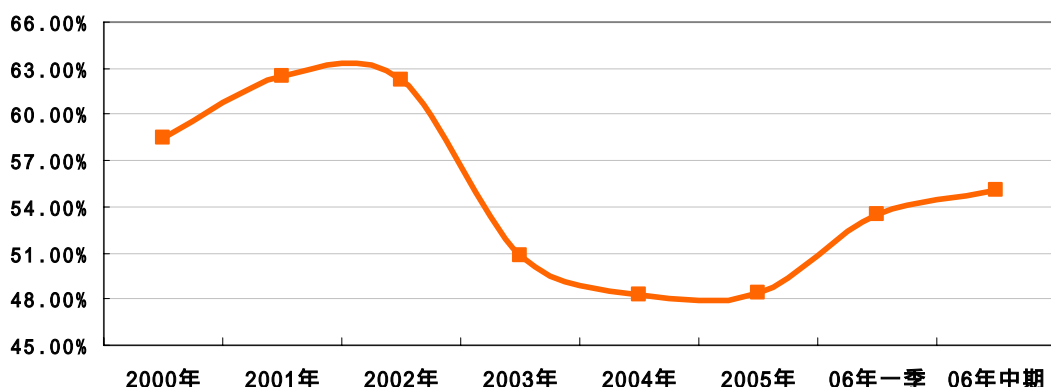
资料来源：公司中报、平安证券综合研究所

■ 公司主营业务利润贡献主要来自于稀土精矿产品销售

由于公司具备资源优势，公司主要产品稀土精矿为公司贡献了将近 45% 的利润。公司上半年向大股东包钢集团购买了约 63.9 万吨的强磁中矿和强磁尾矿（即以 REO10%~15% 计的稀土矿），上半年销售稀土精矿近 3 万吨（以 REO50% 计），实现收入近 7290 万元，毛利率高达 55.04%，比上年同期的 47.70% 提高了 7.32%，在产量并未明显提升的情况下，主要得益于稀土精矿价格的上涨。

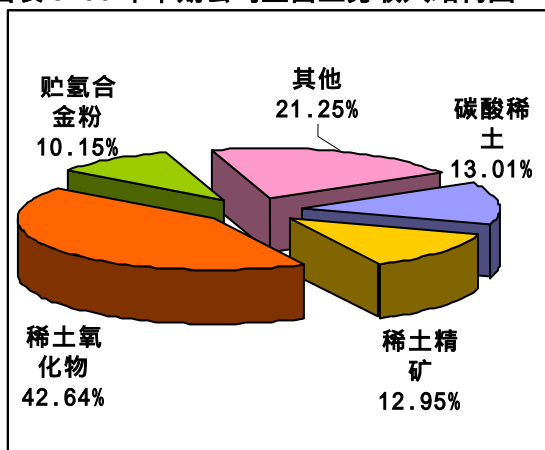
公司其他稀土产品销售毛利率均有所上升。其中碳酸稀土产品毛利率上升至 19.52%，较上年同期上涨 13.37%。稀土氧化物产品综合毛利率上升至 5.4%，较上年同期上涨 7.59%。需要提及的是，公司并未具体披露各稀土氧化物产品具体产量，但在上半年氧化钕与氧化镨钕价格暴涨的情况下，公司该两类产品的毛利率理应有大幅度的提高。但由于另外两类产量占比较大的氧化镧和氧化铈产品价格上涨幅度相比而言较小，由此导致公司稀土氧化物的综合毛利率上涨幅度不是很明显。

图表 2 公司稀土精矿毛利走势图



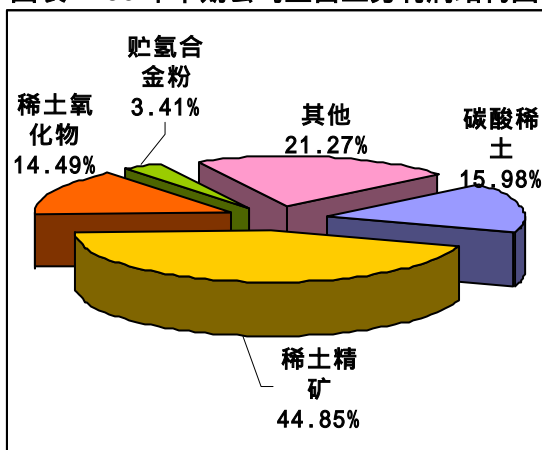
资料来源：公司中报、平安证券综合研究所

图表 3 06 年中期公司主营业务收入结构图



资料来源：公司中报、平安证券综合研究所

图表 4 06 年中期公司主营业务利润结构图



· 公司未来经营情况分析

■ 期待稀土行业整顿力度的进一步加强

国家经过多年研究制定的对稀土行业的种种调控政策，终于在今年显现出成果和效益，各类稀土产品出现了一定的价值回归。然而要将这种良性的局面维持下去还任重道远，毕竟我国稀土产业条块分割，多头管理，企业隶属关系复杂，受利益驱动和地方、部门主义的保护，违规或越权审批稀土项目的现象很有可能死灰复燃，最终导致国家限产政策得不到很好地贯彻执行，行业混乱局面仍然得不到控制，实现不了全行业整合的最终目的，则届时公司仍将忍受我国稀土价格在低位徘徊的尴尬局面——这仍是我们最为担心的公司面临的主要风险。

目前公司上游稀土精矿产能在 20 万吨左右，但产能利用率不到 50%，主要是受众多民营稀土冶炼企业过度竞争所限。我们期待稀土行业整顿力度的进一步加强，在国家行业政策不断趋严、未来行业整顿力度不断加大的背景下，一批严重污染环境的民营企业如果能被强制关闭，行业秩序将得到维持，届时公司的资源和冶炼产能优势将进一步得到发挥，业绩也将更上一层楼。

■ 期待集团承诺的资产置换早日实现

公司控股的稀奥科镍氢电池极板有限公司和稀奥科镍氢动力电池有限公司由于美方责任，两项目至今仍未投入生产。公司稀土下游应用产品暂时陷入停滞状态，有待进一

步发展。中报披露，两公司的两条生产线技术改造得到了大股东贷款额度的支持，技术改造资金来源已经落实。目前公司已经与日本三樱株式会社就生产线技术改造和合同有关细节进行了多轮的技术谈判和商务谈判，公司表示将尽快启动改造计划。但我们认为从生产线技术改造完工到试产和投产以及最后的达产，存在着技术和时间上的不确定性，中短期内实现为公司贡献利润的可能性不大。

根据控股股东包钢集团董决字[2006]15号《关于同意内蒙古包头稀土高科技股份有限公司股权分置改革方案的决议》，包钢集团承诺在稀土高科股权分置改革完成后，将对稀土高科分步实施资产重组和资源整合方案，以包钢稀土产业部分资产置换公司在稀奥科镍氢电池极板有限公司和稀奥科镍氢动力电池有限公司的一定比例的股权（达到相对控股）。旨在调整和优化公司产品结构，使稀土高科进一步集中主业、整合资源、优化配置、做大做强，确保稀土行业的龙头地位。

据我们的了解，包钢集团除股份公司外的稀土资产主要有：包头瑞鑫稀土金属材料公司（集团控股、股份公司参股 20%，年产金属钕 1000 吨，05 年净利润 216 万元）、包头天骄清美抛光粉公司股权、中山天骄稀土公司股权和包头昭和稀土新材料公司股权。在目前各类稀土产品价值回归的行业背景下，我们认为控股股东早日对公司实施资产重组和资源整合对公司未来的发展更具现实意义，我们期待集团承诺的资产置换早日实现。

· 盈利预测及投资建议

■ 盈利预测

2006~2007 年公司盈利预测中的主要假设包括：

- 公司向集团购买强磁中矿和强磁尾矿价格分别为 20 元/吨和 12 元/吨不变。
- 公司持股比例均为 75%的稀奥科镍氢电池极板有限公司和稀奥科镍氢动力电池有限公司未投产。
- 公司综合所得税率按 22%计算（母公司执行 15%的所得税率，2006~2007 年所得税款的 50%返还给公司）。
- 我们对公司 06~07 年主要生产产品的产量和销售价格假设如下：

图表 5 盈利预测中相关重要数据

	2006 年 销量（吨）	2006 年 价格（万元/吨）	2007 年 销量（吨）	2006 年 价格（万元/吨）
稀土精矿	57000.00	0.26	57000.00	0.30
碳酸稀土	17000.00	0.70	17000.00	0.75
氧化钕	2070.00	8.40	2070.00	9.00
其他稀土氧化物	11730.00	3.10	11730.00	3.20
贮氢合金	1500.00	11.00	1500.00	12.00

资料来源：平安证券综合研究所

图表6 盈利预测表

单位：万元

项 目	2004-12-31A	2005-12-31A	2006-12-31E	2007-12-31E
主营业务收入合计	79523.03	88058.76	96971.00	104016.00
主营业务成本合计	66068.58	76234.05	80474.83	82021.85
主营业务税金及附加	265.09	498.82	549.30	589.21
主营业务利润	13189.36	11325.89	15946.87	21404.94
加：其他业务利润	177.28	296.09	300.00	300.00

营业费用（销售费用）	2117.81	1584.92	1745.33	1872.13
管理费用	5743.43	6322.86	6962.78	6782.22
财务费用	1847.64	2238.41	2715.49	2827.49
营业利润	3657.76	1475.79	4823.26	10223.10
加：投资收益	11.93	0.81	0.00	0.00
期货收益	870.20	578.51	600.00	600.00
营业外收支净额	-933.29	-110.43	-200.00	-200.00
利润总额	3606.60	1944.68	5223.26	10623.10
减：所得税	1020.32	436.45	1172.27	2384.17
减：少数股东权益	398.52	203.37	383.02	417.84
净利润	2187.76	1304.86	3667.97	7821.09
股本(万股)	40367.40	40367.40	40367.40	40367.40
EPS(元/股)	0.05	0.03	0.09	0.19

资料来源：公司报表，平安证券综合研究所

■ 投资建议

我们维持公司 06、07 年的每股收益分别为 0.09 元和 0.19 元的预测。以 07 年的 EPS 计算，动态 PE 将近 36 倍，从相对估值看，目前股价仍存在一定高估。但我们仍坚持认为，在我国稀土行业迎来全面整合之际，公司作为我国稀土行业的龙头将迎来最佳的发展时机，公司在稀土资源控制上的绝对优势将在未来得到充分的发挥，行业整合之际也正是对公司股票进行战略性投资的最好时机，维持对公司“推荐”的投资级别。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度在 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于 ±10% 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价下跌幅度超过 10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2006 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司
PING AN SECURITIES COMPANY LIMITED

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：(0755) 82262888 传真：(0755) 82449257