

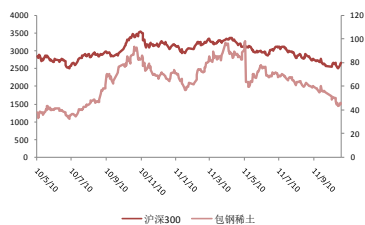
公司评价

谨慎推荐（下调）

发行基本情况

截止日期	2011-10-27
收盘价	45.92 元
总股本	121102.2 万股
上市流通股	73973.49 万股
流通受限股	47128.71 万股

公司股价走势图



相关报告

《央企难独大，南方稀土“一大两小”格局已现雏形——全国稀土工作会议点评报告》

2011-06-15

研发部

何阳阳¹

SAC 执业证书编号：S1340510120005

联系电话：010-68858167

Email: luobaiyan@cnpsec.com

稀土价格是决定公司业绩的主要因素

——包钢稀土（600111）2011年三季度报点评

事件：

尽管稀土价格近期回调明显但与去年同期相比依旧大幅上涨，受此影响，前三季度公司实现营业收入 1009021.06 万元，同比增长 175%，归属母公司净利润 312942.08 万元，同比增长 417%，但环比却下滑 22.8%，实现基本每股收益 2.58 元。

点评：

● **下游需求萎缩，稀土价格同比上涨导致业绩同比增幅明显。** 尽管稀土价格在大幅上涨后出现回调，但与去年同期相比依然有 3 到 4 倍的涨幅。依据 WIND 数据统计，2011 年前三季度，碳酸稀土的价格是 6.72 万元/吨，同比上涨 312.74%；氧化铈的价格是 12.89 万元/吨，同比上涨 463.16%；氧化镧的价格是 10.74 万元/吨，同比上涨 253.46%；氧化钕的价格是 87.82 万元/吨，同比上涨 391.26%；氧化镨的价格是 68.83 万元/吨，同比上涨 296.8%。由此可见，稀土价格同比大幅上涨是公司业绩同比增长的主要原因，再加上公司三费相对稳定，而尾矿和中矿却以极低的价格从包钢集团购买，所以随着稀土价格暴涨公司毛利率上涨很快，利润也大幅上涨。但事实上，上半年稀土价格大幅上涨对下游的冲击很大，很多磁材厂都处于停产或半停产状态，以至于实际需求快速萎缩，在这种情形下，我们认为公司业绩的增长主要是由价格上涨所导致的。

● **资源税对公司的影响将逐渐体现。** 从 2011 年 4 月 1 日起，新实施的稀土资源税税额标准为：轻稀土（包括氟碳铈矿、独居石矿）为 60 元/吨；中重稀土（包括磷钇矿、离子型稀土矿）为 30 元/吨。与之前 3 元/吨的税额标准相比，稀土开采企业的税负将提高 10 至 20 倍。尽管包钢稀土生产所需的原材料主要来自包钢集团的中矿和尾矿，包钢稀土本身并不进行稀土开采，但在稀土价格大幅上涨的情况下，包钢集团开采白云鄂博矿需缴纳的稀土资源税由包钢稀土承担。随着包钢集团与地方税务局就资源税问题达成一致，稀土资源税的计提会对公司业绩产生一定影响。

● **积极拓展下游，加快完善产业链。** 为了防止行业周期性波动，寻找新的利润增长点，在完成北方稀土整合的同时，加快做大做强稀土功能材料步伐，提升包钢稀土下游经济总量是公司未来发展的重点。而公司将与安徽大地熊公司合作建设年产 4000 吨钕铁硼速凝薄带合金片项目也是公司拟通过联合重组、合资合作方式在包头以外地区新增 1.5 万吨稀土磁性材料产能的具体举措。随着公司抛光粉、钕铁硼和磁共振影像系统的相继投产，公司产业链将进一步完善，在稀土下游行业的话语权也将得到提升。

● **稀土价格短期压力较大，但长期有望继续维持高位。** 由于上半年政策利好频传，而市场也借机囤货看涨，所以稀土价格大幅上涨。但现如今，年内政策高点已过，价格掉头下滑，投机商则急于出清库存，再加上市场需求萎缩，厂商普遍因为难以承担高价稀

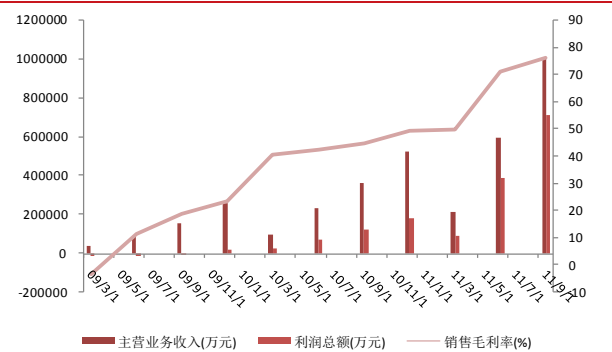
¹ 报告贡献人：罗柏言

土而停产或寻找替代品，这就导致市场上抛压沉重，价格阴跌不止。更重要的是，在稀土价格暴涨之时，出于利益的驱动，企业私挖滥采和违规超采现象严重，市场也出现超量囤积，以至于现如今有大量“不带票”的稀土低价冲击市场，从而给市场带来了额外的抛压。尽管江西赣州地区的稀土矿已经基本停产，包钢稀土也出台一系列收购托市政策，并在稀土价格继续阴跌的情况下宣布旗下所属冶炼分离企业停产一个月，停产期间包钢稀土将相应停止对上述冶炼分离企业及外部合作企业的原料供应，然而从短期来看，停产托市对市场的影响有限，稀土价格短期压力依旧较大。但随着稀土行业整合获得突破性进展，稀土流通环节进一步规范以及下游需求的逐步恢复，从长期来看，稀土价格有望继续维持高位。

● **给予公司“谨慎推荐”评级。**我们预计公司 2011—2013 年的 EPS 分别为：3.49 元，2.98 元，3.38 元，对应的 PE 分别为：13X，15X，14X。考虑到稀土下游需求将逐步恢复，公司也开始大力拓展下游并寻求新的利润增长点，所以我们给予公司“谨慎推荐”评级。

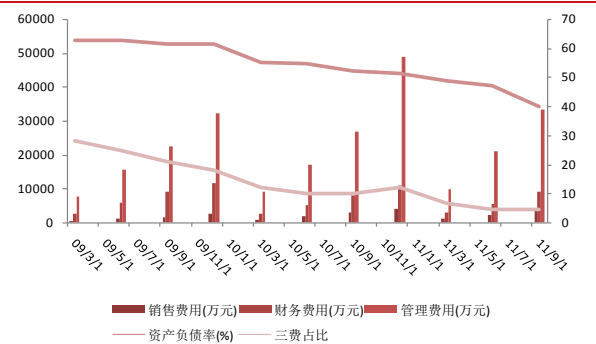
● **风险提示：**1、稀土价格继续下跌；2、下游需求继续萎缩；3、公司在建项目投产不如预期。

图表 1：公司收入、利润和毛利变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 2：公司三费和负债变化情况



数据来源：WIND 资讯 中邮证券研发部

图表 3: 公司财务报表预测

资产负债表					现金流量表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1776	4118	4394	4988	经营活动现金流	943	2187	2334	2650
应收票据	629	1459	1557	1767	投资活动现金流	-586	-1359	-1450	-1646
应收账款	492	1141	1217	1382	筹资活动现金流	-26	-61	-65	-74
预付账款	138	319	341	387	现金净增加额	331	767	819	929
其他应收款	122	283	303	343					
存货	1971	4570	4877	5537					
其他流动资产	0	0	0	0					
流动资产	5130	11892	12690	14407					
长期投资	148	342	365	415					
固定资产	1775	4115	4391	4985					
无形资产	520	1206	1287	1461					
递延所得税	27	62	66	75					
非流动资产	3660	8484	9054	10279					
资产总计	8790	20376	21744	24686					
短期借款	1358	3148	3359	3814					
应付票据	261	604	645	732					
应付账款	540	1251	1335	1516					
预收款项	384	890	950	1078					
应交税费	126	293	313	355					
其他流动负债	406	940	1004	1139					
流动负债	3350	7766	8288	9409					
长期借款	928	2151	2295	2606					
应付债券	0	0	0	0					
预计负债	0	0	0	0					
其他非流动负债	26	61	65	74					
非流动负债	1168	2708	2890	3281					
负债合计	4518	10475	11178	12690					
少数股东权益	1855	4300	4589	5210					
归母公司权益	2416	5601	5977	6786					
所有者权益合计	4271	9902	10566	11996					
负债和股东权益	8790	20376	21744	24686					

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5258	12189	13008	14767
营业成本	2669	3047	5203	5907
营业税金及附加	42	98	105	119
销售费用	40	92	99	112
管理费用	490	1137	1213	1377
财务费用	110	254	271	308
营业利润	1822	4224	4507	5117
利润总额	1842	6504	5553	6304
所得税	471	1663	1420	1612
净利润	1371	4841	4133	4692
归属母公司净利	751	4228	3609	4098
EPS	0.62	3.49	2.98	3.38

主要财务指标				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (%)	103%	132%	7%	14%
营业成本 (%)	34%	14%	71%	14%
毛利率 (%)	49%	75%	60%	60%
三项费率 (%)	12%	12%	12%	12%
净利润 (%)	1149%	253%	-15%	14%
ROE (%)	31%	75%	60%	60%
P/S	10.58	4.56	4.28	3.77
P/B	23	10	9	8
P/E	74	13	15	14

数据来源: 公司公告 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；
中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。