

2010年10月28日

包钢稀土

三季度盈利较好，停产、收储意在提振稀土价格

A
买入

600111.SS - 人民币 45.92

目标价格:人民币 60.00(↗85.00)

乐宇坤*

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(4)	(19)	(32)	(27)
相对新华富时A50指数(%)	7	(23)	(25)	(6)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,211.0
流通股(%)	61.08
流通股市值(人民币 百万)	33,966.1
3个月日均交易额(人民币 百万)	853
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
包钢钢铁集团	38.92

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*李文宾为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2011年包钢稀土前三季度营收同比大幅增长174.90%至100.9亿元, 净利润同比攀升417.4%至31.29亿元, 折合摊薄后每股盈利2.584元, 低于我们先前的预期。2011年以来稀土价格大幅攀升是公司营收和毛利率频创纪录的主要原因。而公司业绩低于我们预期主要是由于全球经济放缓拖累海外稀土市场需求, 公司海外业务萎缩明显。三季度以来稀土价格受需求低迷拖累大幅下挫, 为稳定市场和平衡供需, 公司公告于10月19日起停产1个月; 此外公司下属国贸公司也于9月和10月两次公告收储计划。我们相信未来稀土价格有望企稳。由于公司停产和海外业务下滑, 我们下调公司11-13年盈利预测, 并将目标价下调至60.00元, 但维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 稀土价格有望在公司停产和收储刺激下企稳。
- 公司是北方稀土整合平台, 有望实现内蒙稀土“专营”。

评级面临的主要风险

- 经济放缓拖累海外稀土需求。
- 公司稀土下游产业拓展不利。

估值

- 我们分别下调2011-2013年盈利预测16.6%、8.4%和6.3%至3.541元、4.552元和5.263元。我们也相应将公司目标价由85.00元下调至60.00元(基于约13倍2012年市盈率估值), 但维持买入评级。

图表1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,593	5,258	12,371	14,675	16,340
变动(%)		103	135	19	11
净利润(人民币 百万)	56	751	4,288	5,513	6,373
全面摊薄每股收益(人民币)	0.046	0.620	3.541	4.552	5.263
变动(%)		1,246.2	471.7	28.6	15.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	4.248	4.968	5.618
调整幅度(%)	-	-	(16.6)	(8.4)	(6.3)
核心每股收益(人民币)	0.046	0.620	3.541	4.552	5.263
变动(%)		1,246.2	471.7	28.6	15.6
市盈率(倍)	997.2	74.1	13.0	10.1	8.7
核心市盈率(倍)	997.2	74.1	13.0	10.1	8.7
每股现金流量(人民币)	(0.25)	1.17	1.79	2.79	3.72
价格/每股现金流量(倍)	(187.4)	39.3	25.6	16.5	12.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	105.7	18.7	8.4	6.8	5.8
每股股息(人民币)	0.050	0.100	0.885	1.138	1.316
股息率(%)	0.1	0.2	1.9	2.5	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

三季度盈利大幅增长

2011 年公司前三季度营收同比大幅增长 174.90%至 100.9 亿元，净利润同比攀升 417.4%至 31.29 亿元，折合摊薄后每股盈利 2.584 元，低于我们先前的预期。

2011 年以来，稀土价格大幅攀升推动公司营收和毛利润频创上市以来最高纪录：氧化铈均价同比上涨 566%、氧化镧均价同比上涨 410%、氧化钕均价同比上涨 496%、氧化镨价格同比上涨 341%。

公司业绩低于我们预期主要是因为下半年全球经济显著放缓导致海外稀土市场需求持续低迷，公司出口业务随之突遇寒冬。由于出口配额的因素，公司海外氧化物售价普遍比国内高 30-50 万/吨。我们估计公司全年出口业务下滑幅度较大。

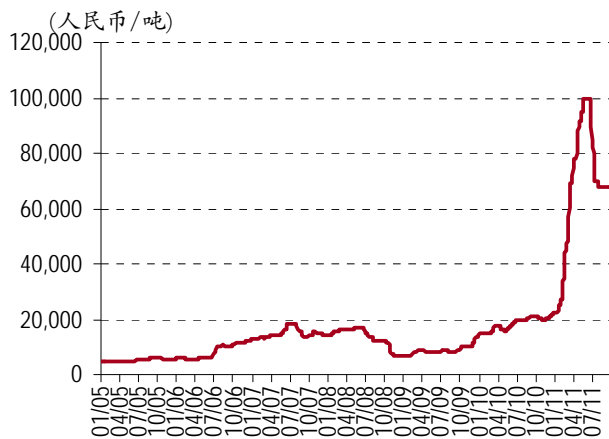
稀土价格有望企稳

2011 年主要稀土氧化物价格纷纷迭创新高。然而稀土价格上涨过快也严重制约了下游需求。三季度以来，在全球经济放缓和国内紧缩政策持续的拖累下，稀土需求持续处于低迷状态。尤其值得警惕的是，进入 9 月以来欧美和日本需求毫无起色，导致今年传统“金九银十”消费旺季完全落空。

受国内外需求疲软拖累，稀土价格也于 9 月初起大幅回落：2011 年 10 月 26 日，根据亚洲金属网数据，氧化铈价格较年度高点回落 21.3%、氧化镧回落 15.2%、氧化钕回落 36.0%、氧化镨回落 12.0%。

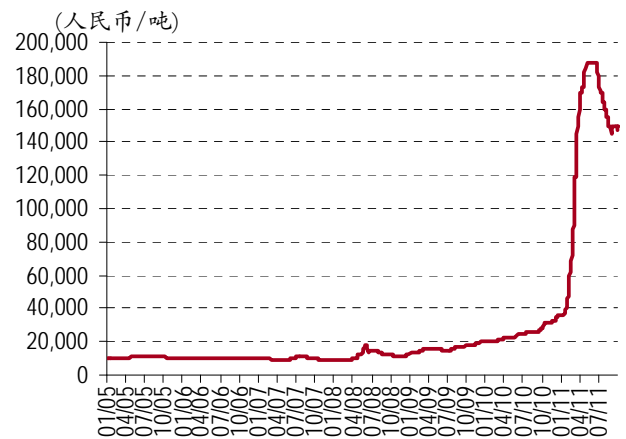
更为严重的是，今年上半年稀土价格的暴涨催生了较为严重的行业投机行为。贸易商、稀土公司通过囤积稀土产品或原矿以谋取暴利，稀土价格在一定程度上被人为扭曲。而当稀土价格下行趋势出现后，前期囤积稀土的厂商纷纷抛售低价存货，进而又成为了“杀跌”的主力。这一轮稀土价格的暴涨暴跌必然将会对整个产业的健康发展产生较为严重的负面效应。

图表 2. 碳酸稀土



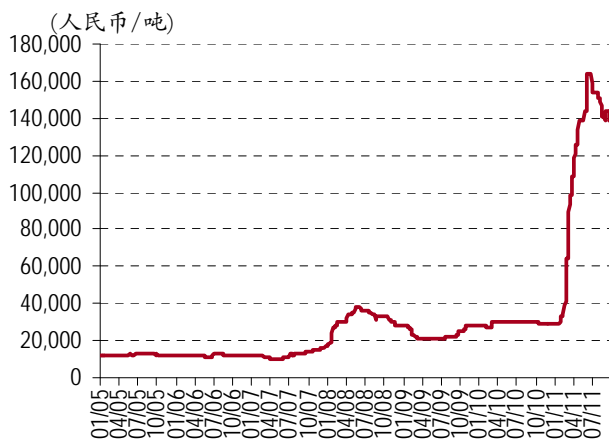
资料来源: 万得资讯

图表 3. 氧化铈



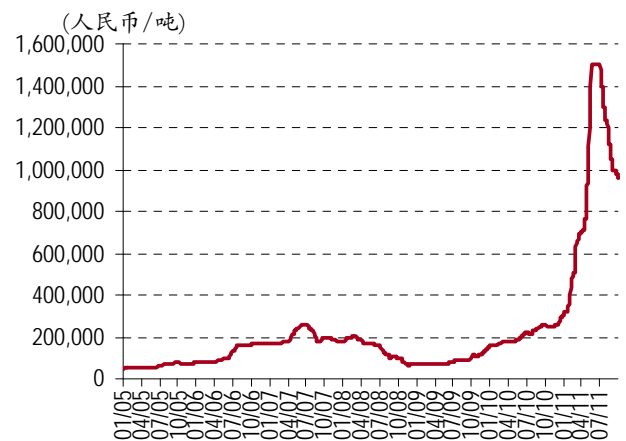
资料来源: 万得资讯

图表 4. 氧化钕



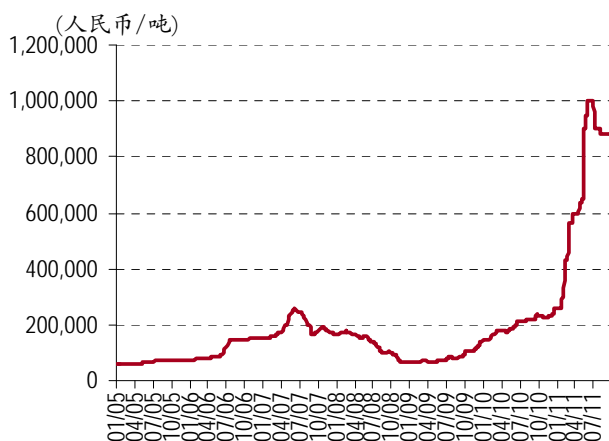
资料来源: 万得资讯

图表 5. 氧化钆



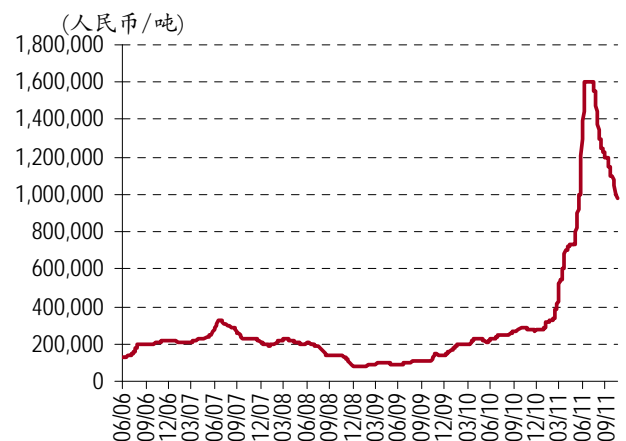
资料来源: 万得资讯

图表 6. 氧化镨



资料来源: 万得资讯

图表 7. 金属镨钕



资料来源: 万得资讯

在稀土产品价格持续下滑、下游需求不旺、供过于求的形势下，为进一步稳定市场和平衡供需，作为我国北方轻稀土龙头企业 and 主要稀土整合平台的包钢稀土公告：从2011年10月19日起停止下属冶炼分离企业（包括直属冶炼厂、华美公司、和发公司、山东灵芝公司）生产一个月。停产期间，包钢稀土也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。此外由于江西赣州中重稀土分离指标已耗尽，包钢稀土旗下全南晶环和信丰新利已先于公告停产。

此外在包钢稀土公告停产前，包钢稀土通过旗下国贸公司于9月19日、10月19日先后两次发布收储稀土产品的声明：

1. 9月19日，国贸公司决定收购拥有国家指令性计划企业生产的价格不高于90万元/吨、符合《包钢稀土国际公司收购产品质量要求的》的稀土镨、钕氧化稀土产品。
2. 10月19日，国贸公司扩大了收储范围，称将收购拥有国家指令性计划企业生产的氧化镧、氧化铈和氧化镱稀土产品，收购价格分别为14万元/吨、15万元/吨和2,000万元/吨（均含税），产品质量须符合《包钢稀土国贸公司收购产品质量要求》。

2002年起，我国稀土产量全球占比常年维持在90%以上。根据2011年国土资源部下达的稀土氧化物开采指标，我国今年可开采9.38万吨稀土氧化物。包钢稀土2010年产量高达6.24万吨稀土氧化物，虽然由于10月19日起公司将停产1个月，但考虑到今年众多中小型稀土分离厂在整合政策纷纷关闭或因原矿短缺而停产等因素，我们相信公司仍将是我国稀土龙头企业。

因此我们认为包钢稀土收储和停产等限量保价策略将会对稀土价格起到较好的支撑作用。

虽然目前稀土价格历经大幅调整，但仍高于我们的预测值，出于谨慎考虑，我们依然维持我们的预测价格不变。

图表 8. 主要稀土产品价格预测（含税价）

(万元)	2011 E	2012 E	2013E
氧化铈 99% REO	13.50	14.20	14.60
氧化镧 99% REO	9.00	9.45	9.70
氧化钕 99% REO	55.00	57.75	59.50
氧化镨 99% REO	45.00	47.25	48.70

资料来源：中银国际研究

下调盈利预测和目标价，但维持买入评级

考虑到公司将于四季度停产 1 个月，且公司海外市场萎缩，因此我们分别下调 2011-2013 年盈利预测 16.6%、8.4%和 6.3%至 3.541 元、4.552 元和 5.263 元。

我们也相应下调公司目标价至 60.00 元（基于 13 倍 2012 年市盈率估值），但维持买入评级。

图表 9.11 年 1-3 季度业绩摘要

(人民币, 百万)	10 年 1-3 季度	11 年 1-3 季度	同比变化(%)
销售收入	3,670.4	10,090.2	174.9
销售成本	2,032.7	2,397.9	18.0
营业税	39.3	138.6	252.7
毛利润	1,598.4	7,553.6	372.6
其他营业收入	0.0	0.0	
分销费用	27.8	37.8	36.4
管理费用	269.1	333.7	24.0
资产减值损失	(0.6)	32.4	n.a.
经营利润	1,302.1	7,149.7	449.1
财务费用	80.3	90.1	12.2
投资收入	0.8	3.9	397.6
其它非经营性收入	11.2	54.8	388.7
税前利润	1,233.8	7,118.4	477.0
税金	294.0	1,938.1	559.1
少数股东权益	334.9	2,050.8	512.4
净利润	604.9	3,129.4	417.4
全面摊薄每股收益(元)	0.499	2.584	417.4
盈利能力(%)			
毛利率	43.5	74.9	
经营利润率	35.5	70.9	
净利率	16.5	31.0	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,593	5,258	12,371	14,675	16,340
销售成本	(1,990)	(2,669)	(4,712)	(5,086)	(5,551)
运营费用	(239)	(478)	(792)	(1,153)	(1,284)
息税折旧前利润	364	2,111	6,868	8,437	9,506
折旧与摊销	(146)	(179)	(158)	(177)	(199)
营业利润(息税前利润)	218	1,932	6,710	8,260	9,307
净利息收入(费用)	(115)	(110)	(121)	(115)	(71)
其它盈利/(亏损)	71	20	38	43	34
税前利润	173	1,842	6,627	8,187	9,269
所得税	(64)	(471)	(1,657)	(2,129)	(2,317)
少数股东损益	(54)	(620)	(682)	(546)	(579)
净利润	56	751	4,288	5,513	6,373
核心净利润	56	751	4,288	5,513	6,373
每股收益(人民币)	0.046	0.620	3.541	4.552	5.263
核心每股收益(人民币)	0.046	0.620	3.541	4.552	5.263
每股派息(人民币)	0.050	0.100	0.885	1.138	1.316
营收增长率(%)	n.a.	103	135	19	11
系税前利润增长率(%)	n.a.	788	247	23	13
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	481	225	23	13
每股收益增长率(%)	n.a.	1,246	471	29	16
核心每股收益增长率(%)	n.a.	1,246	471	29	16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	173	1,842	6,627	8,187	9,269
折旧与摊销	146	179	158	177	199
净利息费用	109	125	121	115	71
营运资本变动	(831)	(1,780)	(5,624)	(10,256)	(15,579)
支付税金	(64)	(471)	(1,657)	(2,129)	(2,317)
其它经营现金流	269	1,048	2,546	7,282	12,864
经营活动产生的现金流	(198)	943	2,172	3,377	4,507
固定资产净采购	(165)	(207)	(450)	(430)	(420)
投资减少/(增加)	4	(371)	0	0	0
其它投资现金流	(27)	(8)	119	98	79
投资活动产生的现金流	(188)	(586)	(331)	(332)	(341)
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	451	409	684	(663)	(989)
支付股息	(40)	81	(1,072)	(1,378)	(1,593)
其它筹资现金流	21	(570)	(137)	(134)	(88)
筹资活动产生的现金流	432	(81)	(524)	(2,176)	(2,671)
现金余额变动	46	276	1,317	869	1,495
年初现金	1,432	1,478	1,776	3,093	3,962
公司自由现金流	(386)	360	1,841	3,046	4,166
股权自由现金流	(50)	659	2,506	2,365	3,162

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	1,478	1,776	3,093	3,962	5,457
应收帐款	297	492	1,979	3,669	4,902
库存	1,454	1,971	3,770	4,323	4,996
其它流动资产	873	890	2,191	3,304	4,496
流动资产合计	4,101	5,130	11,033	15,259	19,851
固定资产	1,671	1,775	2,019	2,264	2,575
无形资产	221	520	494	468	442
其它长期资产	471	1,365	1,318	1,257	1,116
长期资产合计	2,362	3,660	3,832	3,989	4,133
总资产	6,464	8,790	14,864	19,247	23,984
应付账款	357	540	942	1,017	1,110
短期债	1,514	1,358	1,907	1,115	0
其它流动负债	1,398	1,452	2,559	2,870	3,162
流动负债合计	3,270	3,350	5,409	5,002	4,272
长期借款	521	928	1,063	1,192	1,318
其他长期负债	176	240	220	200	183
股本	807	807	1,211	1,211	1,211
储备	889	1,609	4,424	8,558	13,338
股东权益	1,696	2,416	5,635	9,769	14,549
少数股东权益	800	1,855	2,537	3,083	3,662
负债权益总计	6,464	8,790	14,864	19,247	23,984
每股账面价值(人民币)	1.40	2.00	4.65	8.07	12.01
每股有形资产(人民币)	1.83	2.35	4.24	7.68	11.65
每股净负债/(现金)(人民币)	0.69	0.63	(0.10)	(1.37)	(3.42)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	14.0	40.1	55.5	57.5	58.2
息税前利润率	8.4	36.7	54.2	56.3	57.0
税前利润率	6.7	35.0	53.6	55.8	56.7
净利率	2.2	14.3	34.7	37.6	39.0
流动性(倍)					
流动比率	1.3	1.5	2.0	3.1	4.6
利息覆盖率	1.9	17.6	55.5	71.6	130.6
净权益负债率(%)	22.4	11.9	净现金	净现金	净现金
速动比率	0.8	0.9	1.3	2.2	3.5
估值(倍)					
市盈率	997.2	74.1	13.0	10.1	8.7
核心业务市盈率	997.2	74.1	13.0	10.1	8.7
目标价对应核心业务市盈率	1302.9	96.8	16.9	13.2	11.4
市净率	32.8	23.0	9.9	5.7	3.8
价格/现金流	(187.4)	39.3	25.6	16.5	12.3
企业价值/息税折旧前利润	105.7	18.7	8.4	6.8	5.8
周转率					
存货周转天数	266.6	234.2	222.4	290.4	306.4
应收帐款周转天数	41.8	34.2	36.5	70.2	95.7
应付帐款周转天数	50.3	37.5	21.9	24.4	23.8
回报率(%)					
股息支付率	72.4	10.8	25.0	25.0	25.0
净资产收益率	3.3	31.1	106.5	71.6	52.4
资产收益率	2.1	16.4	42.5	35.8	32.3
已运用资本收益率	4.8	29.5	76.0	62.9	53.8

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371