

稀土价格上涨，盈利能力提升 增持下调

投资要点:

- 净利润同比增长 458.51%
- 稀土价格大幅上涨是公司业绩增长的主要动力
- 2012 年原材料成本涨幅接近 3 倍，削弱公司盈利能力

报告摘要:

- 净利润同比增长 458.51%。**公司上半年实现营业收入 59.8 亿元，同比增长 156.8%；实现净利润 19.8 亿元，同比增长 458.51%，对应每股收益 1.63 元。
- 2011 年上半年稀土价格大幅上涨。**包头轻稀土矿的四种稀土氧化物分别是氧化镧、氧化铈、氧化镨和氧化钕，这四种产品 2010 年均价为 2.96 万元/吨、2.38 万元/吨、18.45 万元/吨和 19.43 万元/吨，今年上半年均价分别为 8.32 万元/吨、10.82 万元/吨、51.39 万元/吨和 63.77 万元/吨，分别大幅增长 181.08%、354.62%、178.54% 和 228.20%。由于公司产品生产成本和期间费用相对固定，导致公司主要产品毛利率较去年同期均大幅上涨了 30 个百分点以上，因此稀土价格大幅上涨是公司业绩大幅增长的主要动力。
- 2012 年价格高位与成本上涨并存。**供给方面，2011 年稀土开采配额为 9.38 万吨，同比增长 5.15%；出口配额为 30184 吨，较去年同期增长 34.15%，大大好于去年。需求方面，受益于战略新兴产业的发展，预计未来 3-5 年，钕铁硼的增速有望保持年均 20% 以上，因此 2012 年稀土价格还将维持高位。但由于目前价格已处于较高水平，未来进一步上涨空间已然不足。除此之外，公司原材料采购价格启用新的定价体系，成本较当下增长近 3 倍，大大削弱了公司的盈利能力。
- 预计 2011 年 EPS 4.40 元，下调至“增持”评级。**由于 3 月中旬之后稀土价格涨幅较大，因此我们上调对全年稀土价格的假设，预计公司 11-13 年每股收益分别为 4.40 元、2.56 元和 2.82 元，对应动态 PE 为 14 倍、24 倍和 22 倍，估值相对合理。但考虑到稀土价格已经过高，未来回调概率较大，2012 年开始公司原材料成本又将大幅提高，盈利能力有所下降，因此我们下调公司至“增持”评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2592.96	5257.94	17175.21	16879.57	16879.57
同比增长率	-19.59%	102.78%	226.65%	-1.72%	0.00%
净利润	55.77	750.74	5324.50	3102.39	3414.40
同比增长率	-67.03%	1246.18%	609.24%	-41.73%	10.06%
每股收益(元)	0.05	0.62	4.40	2.56	2.82

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

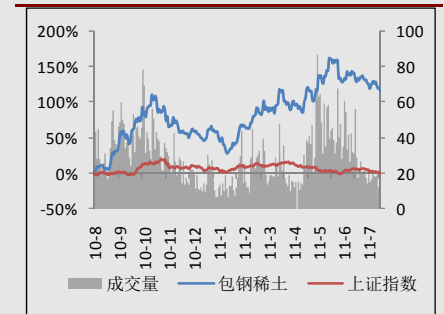
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	12.11
流通股本: 亿	7.397
第一大股东	包头钢铁(集团)股份有限公司
第一大股东持股比例	38.92%

数据来源: 宏源证券

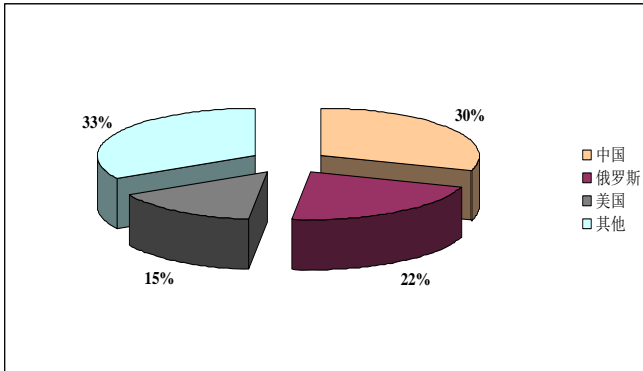
相关研究

2011 年业绩还将大幅增长-包钢稀土年报点评..... 2011.04

百元在即-包钢稀土跟踪报告.. 2011.03

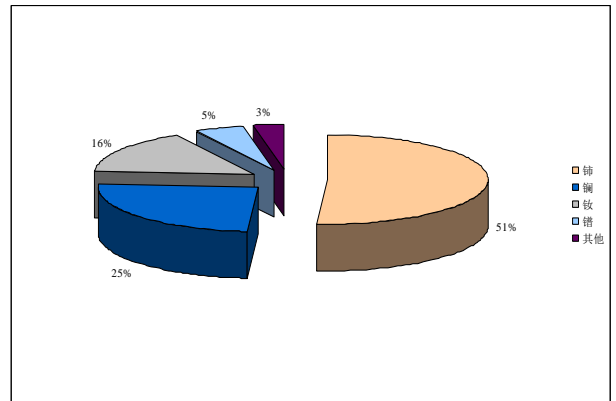
战略地位开始凸显-包钢稀土调研简报 2010-05

图 1: 全球稀土资源分布



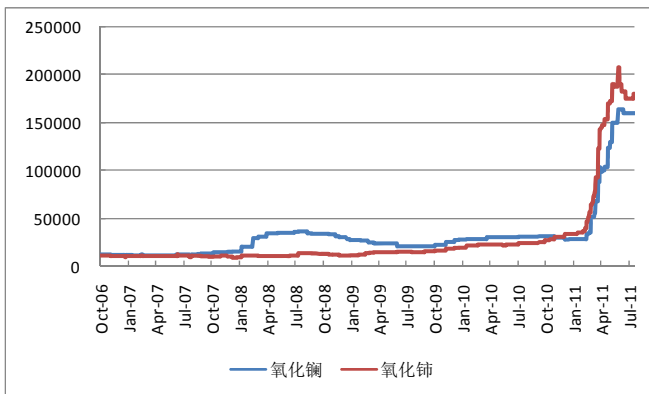
资料来源: 中国稀土信息, 宏源证券

图 2: 白云鄂博矿稀土构成



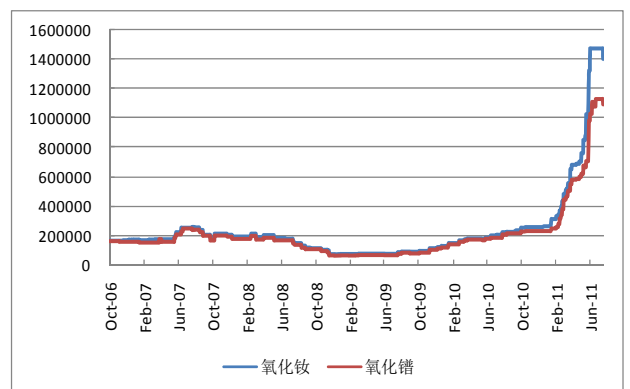
资料来源: 中国稀土信息, 财经国家专刊

图 3: 氧化镧和氧化铈价格走势(单位: 元/吨)



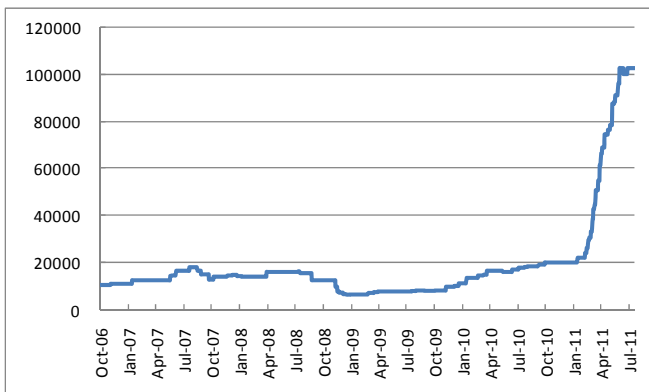
资料来源: 宏源证券

图 4: 氧化镨和氧化铈价格走势(单位: 元/吨)



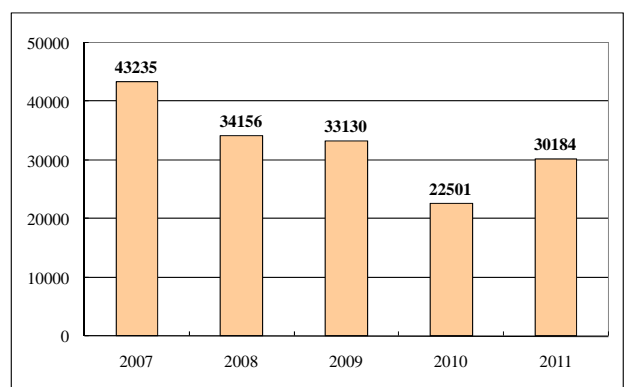
资料来源: 公司公告

图 5: 碳酸稀土价格走势(单位: 元/吨)



资料来源: 宏源证券

图 6: 出口配额 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告

表 1: 2011 年公司原材料采购价格

	交易方	交易内容	定价原则	交易价格
原材料	包钢选矿厂	中矿	协议	20 元/吨
原材料	包钢选矿厂	尾矿	协议	12 元/吨
原材料	包钢选矿厂	环水	协议	0.30 元/吨
水	包钢白云铁矿	水	协议	1.77 元/吨
电	包钢供电厂	电	协议	0.40 元/度
电	包钢白云铁矿	电	协议	0.58 元/度
汽	包钢热电厂	蒸汽	协议	25 元/吉焦

资料来源: 公司公告

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5257.94	17175.21	16879.57	16879.57
增长率 (%)	102.78%	226.65%	-1.72%	0.00%
归属母公司股东净利润	750.74	5324.50	3102.39	3414.40
增长率 (%)	1246.18%	609.24%	-41.73%	10.06%
每股收益 (EPS)	0.62	4.40	2.56	2.82
每股经营现金流	0.78	3.58	7.11	1.86
销售毛利率	49.24%	82.45%	51.07%	51.44%
销售净利率	26.08%	53.45%	30.13%	31.12%
净资产收益率 (ROE)	31.07%	83.07%	35.51%	30.22%
投入资本回报率 (ROIC)	39.85%	145.17%	34.41%	45.47%
市盈率 (P/E)	99	14	24	22
市净率 (P/B)	31	12	8	7

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	5257.94	17175.21	16879.57	16879.57
减: 营业成本	2668.92	3013.49	8259.90	8197.50
营业税金及附加	42.27	147.71	141.79	140.10
营业费用	39.85	171.75	168.80	168.80
管理费用	490.26	1631.65	1519.16	1519.16
财务费用	109.60	341.99	172.77	22.70
资产减值损失	93.52	137.40	135.04	135.04
加: 投资收益	8.45	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1822.00	11731.23	6482.12	6696.27
加: 其他非经营损益	20.12	38.24	38.24	38.24
利润总额	1842.12	11769.46	6520.36	6734.51
减: 所得税	471.02	2589.28	1434.48	1481.59
净利润	1371.10	9180.18	5085.88	5252.92
减: 少数股东损益	620.36	3855.68	1983.49	1838.52
归属母公司股东净利润	750.74	5324.50	3102.39	3414.40

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1522.47	4293.80	9557.78	10930.19
应收和预付款项	1381.46	8975.89	1835.32	8968.44
存货	1971.35	845.40	6875.25	787.08
其他流动资产	0.35	0.35	0.35	0.35
长期股权投资	147.68	147.68	147.68	147.68
投资性房地产	18.74	16.58	14.42	12.26
固定资产和在建工程	2132.24	2127.96	2111.75	2081.24
无形资产和开发支出	529.58	460.41	391.24	322.07
其他非流动资产	804.91	705.34	605.78	605.78
资产总计	8508.77	17573.42	21539.56	23855.11
短期借款	1357.95	2390.03	0.00	0.00
应付和预收款项	1302.24	2413.64	4459.53	2375.75
长期借款	927.89	0.00	0.00	0.00
其他负债	649.48	649.48	649.48	649.48
负债合计	4237.56	5453.16	5109.02	3025.24
股本	807.35	1211.02	1211.02	1211.02
资本公积	319.78	-83.89	-83.89	-83.89
留存收益	1289.11	5282.49	7609.28	10170.08
归属母公司股东权益	2416.24	6409.62	8736.41	11297.21
少数股东权益	1854.96	5710.64	7694.13	9532.66
股东权益合计	4271.21	12120.26	16430.55	20829.87
负债和股东权益合计	8508.77	17573.42	21539.56	23855.11

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	942.23	4338.67	8605.21	2251.56
投资性现金净流量	-586.16	-256.03	-256.03	-256.03
筹资性现金净流量	-26.34	-1311.30	-3085.20	-623.11
现金流量净额	329.72	2771.34	5263.97	1372.41

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。