

2010年8月9日

# 包钢稀土

## 业绩大幅增长

**A**
**买入**

600111.SS - 人民币 61.29

标价格:人民币 85.00(▼90.00)

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(%)	29	(10)	3	106
相对新华富时A50指数(%)	39	1	15	117

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)	45,335
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,487
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
包头钢铁集团	38.92

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*李文宏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**

包钢稀土公告 2011 年上半年净利润同比大幅增长 458.5% 至 19.77 亿元, 折合摊薄后每股盈利 1.632 元。2011 年前 2 季度, 公司主要稀土氧化物及金属物价格持续大幅攀升, 并叠创新高, 稀土行业景气度显著提升, 在此促动下公司净利润和毛利率明显上扬, 我们相应小幅上调稀土价格假设。同时受益于公司收购华美全部股权以及华信冶炼厂关停后出口配额划拨, 公司全年出口配额也小幅增加。此外公司上半年出口量较少, 下半年出口配额将贡献可观利润。虽然 3、4 季度资源税以及人工等成本将抬升成本, 但在产品价格上扬以及出口配额利润支撑下, 我们预测公司下半年业绩环比将有较好增长。基于以上假设我们维持对公司的盈利预测。2 季度以来有色板块整体估值大幅下调, 因此我们相应调整公司估值, 我们将公司目标价小幅下调至 85.00 元, 并维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 稀土产业景气度显著提升。
- 公司稀土出口配额增长, 将于下半年集中使用。
- 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

- 经济探底或拖累稀土价格下调。
- 国内稀土产业整合效果不佳。

### 估值

- 我们以 20 倍的 2011 年市盈率给公司估值, 对应的目标价由 90.00 元下调至 85.00 元, 但维持公司买入评级。

### 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	13,392	15,273	16,804
变动(%)		103	155	14	10
净利润(人民币 百万)	56	751	5,144	6,016	6,804
全面摊薄每股收益(人民币)	0.046	0.620	4.248	4.968	5.618
变动(%)		1,246.2	585.2	17.0	13.1
市场预期每股收益(人民币)		1.020	2.000	2.476	
核心每股收益(人民币)	0.046	0.620	4.248	4.968	5.618
变动(%)		1,246.2	585.2	17.0	13.1
市盈率(倍)	1,389.1	103.2	15.1	12.9	11.4
核心市盈率(倍)	1,389.1	103.2	15.1	12.9	11.4
每股现金流量(人民币)	(0.25)	1.17	2.52	3.10	4.07
价格/每股现金流量(倍)	(261.0)	54.7	25.4	20.6	15.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	145.8	25.6	9.9	8.6	7.5
每股股息(人民币)	0.050	0.100	1.062	1.242	1.405
股息率(%)	0.1	0.2	1.7	1.9	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 稀土价格大幅上扬推高盈利

公司 2011 年上半年净利润同比大幅增加 458.51%（净利约为 19.77 亿元），折合摊薄后每股盈利 1.632 元。公司主要稀土产品 2011 年上半年历经价格暴涨是净利润大幅增长的主要原因：氧化铈均价同比上涨 413%、氧化镧均价同比上涨 242%、氧化钕均价同比上涨 294%、氧化镨价格同比上涨 210%。

在终端产品价格暴涨的背景下，公司上半年毛利率也出现了大幅攀升：稀土氧化物毛利率上涨 31.92%，稀土金属毛利率也攀升 36.87%。

## 上半年出口配额用量较少，下半年集中贡献盈利

2011 年 7 月 14 日商务部公布了今年第二批出口配额。值得注意的是，公司全年稀土出口配额约为 4,300 余吨，同比小幅增长 5%（折合约 210 吨）。这主要是由于公司于 10 年 11 月参股赣州晨光稀土 9.25% 股权，后又于 4 月收购了华美稀土剩余 66.7% 的股权，同时包头华信冶炼公司因关停而将其 2011 年下半年出口业务并入包钢稀土所致。

图表 2. 包钢稀土出口配额情况和预测

(吨)	股权	2010	2011E	2012E	2013E
华美稀土	100.00%	2,317	2,066	2,066	2,066
包钢稀土高科技	100.00%	1,984	1,719	1,719	1,719
天骄清美稀土	60.00%	484	522	522	522
和发稀土	51.00%	2,055	1,608	1,608	1,608
赣州晨光稀土	9.25%	855	798	798	798
<b>权益稀土配额</b>		<b>4,095</b>	<b>4,303</b>	<b>4,918</b>	<b>4,918</b>

资料来源：公司数据

如果明年公司出口配额和今年持平，且华美和原属华信但现划拨包钢稀土的出口配额数量分别保持基本不变，则公司 2012 年权益出口配额有望进一步大幅增长 14% 至 4,920 吨。

从公司上半年海外市场销售额等数据分析，我们认为公司前 6 个月稀土出口数量较少：2010 年全年公司海外销售额约占总销售额的 15.32%；综合考虑 2011 年公司出口配额增长，且去年较为廉价的稀土出口配额价格现长期维持于 40-50 万元（即稀土出口售价约在国内售价基础上增加 40-50 万元），那么今年全年海外销售额占比理应高于去年水准（15.32%）。

而据中报数据，公司前6个月海外销售额占总销售比例仅为6.2%，我们认为下半年这一数值必将大幅增长，换言之，公司极有可能于下半年集中使用稀土出口配额。考虑到目前出口配额自身价值（40-50万元）以及海外稀土资源紧俏带来的稀土价格溢价，我们相信公司稀土产品部分下半年盈利将会进一步提升。

### 维持盈利预测，但下调目标价

公司主要稀土产品年初以来迅速攀升，各类产品屡创新高。虽然进入7月以后，稀土产品全线回调，但上半年公司主要产品氧化钕、氧化镨、氧化铈和氧化镧价格相对于我们之前的假设仍有相当可观的溢价。出于谨慎考虑，我们将会小幅上调对氧化铈等主要稀土产品的价格预测。

2011年4月1日起国家统一对轻稀土矿征收资源税（60元/吨），且全部由公司承担。但中报信息称：由于包头钢铁（集团）有限责任公司与地方税务局对于该资源税的纳税金额方面存在争议，因此中报内包头钢铁（集团）有限责任公司尚未将资源税引起的价格变动转移到公司。据我们测算这将影响上半年成本近1.8亿元，这部分成本将会统一计入下半年。

虽然下半年资源税以及人工等各项费用将会抬升成本，但基于我们上调全年稀土价格预测以及下半年使用出口配额带来的盈利，我们相信公司下半年每股盈利环比将有可观的增长，因此我们维持之前对公司的盈利预测。

自2011年2季度以来有色金属板块整体估值历经大幅下调，由于公司现估值较为便宜，所以我们仅小幅下调公司估值：我们给予公司20倍2011年市盈率估值，并将目标价下调6%至85.00元。我们重申对公司的**买入**评级。

图表 3.11 年中报业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 年中报	2011 年中报	同比变化(%)
<b>销售收入</b>	2,328.2	5,979.1	156.8
销售成本	1,344.1	1,718.2	27.8
营业税	20.6	68.9	234.7
<b>毛利润</b>	<b>963.5</b>	<b>4,192.0</b>	<b>335.1</b>
其他营业收入	0.0	0.0	
分销费用	17.2	22.7	32.1
管理费用	169.8	209.2	23.2
资产减值损失	(0.6)	29.6	n.a.
<b>经营利润</b>	<b>777.1</b>	<b>3,930.4</b>	<b>405.8</b>
财务费用	51.2	53.9	5.3
投资收入	0.2	2.7	1,112.9
其它非经营性收入	8.7	36.0	312.3
<b>税前利润</b>	<b>734.9</b>	<b>3,915.2</b>	<b>432.8</b>
税金	177.9	916.3	415.1
少数股东权益	203.0	1,022.2	403.5
<b>净利润</b>	<b>354.0</b>	<b>1,976.7</b>	<b>458.5</b>
<b>全面摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.29</b>	<b>1.6</b>	<b>458.5</b>
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	41.4	70.1	
经营利润率	33.4	65.7	
净利率	15.2	33.1	

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	13,392	15,273	16,804
销售成本	(1,990)	(2,669)	(4,524)	(4,981)	(5,423)
运营费用	(239)	(478)	(870)	(1,207)	(1,326)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>364</b>	<b>2,111</b>	<b>7,998</b>	<b>9,085</b>	<b>10,056</b>
折旧与摊销	(146)	(179)	(158)	(177)	(199)
<b>营业利润 (息税前利润)</b>	<b>218</b>	<b>1,932</b>	<b>7,840</b>	<b>8,908</b>	<b>9,857</b>
净利息收入(费用)	(115)	(110)	(109)	(83)	(47)
其它盈利/(亏损)	71	20	38	43	34
<b>税前利润</b>	<b>173</b>	<b>1,842</b>	<b>7,769</b>	<b>8,868</b>	<b>9,843</b>
所得税	(64)	(471)	(1,942)	(2,306)	(2,461)
少数股东损益	(54)	(620)	(682)	(546)	(579)
<b>净利润</b>	<b>56</b>	<b>751</b>	<b>5,144</b>	<b>6,016</b>	<b>6,804</b>
<b>核心净利润</b>	<b>56</b>	<b>751</b>	<b>5,144</b>	<b>6,016</b>	<b>6,804</b>
每股收益(人民币)	0.046	0.620	4.248	4.968	5.618
核心每股收益(人民币)	0.046	0.620	4.248	4.968	5.618
每股派息(人民币)	0.050	0.100	1.062	1.242	1.405
营收增长率(%)	n.a.	103	155	14	10
系税前利润增长率(%)	n.a.	788	306	14	11
息税折旧前利润增长率(%)	n.a.	481	279	14	11
每股收益增长率(%)	n.a.	1,246	585	17	13
核心每股收益增长率(%)	n.a.	1,246	585	17	13

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	3,348	4,124	6,753
应收帐款	297	492	2,143	3,818	5,041
库存	1,454	1,971	3,619	4,234	4,880
其它流动资产	873	890	2,348	3,427	4,613
<b>流动资产合计</b>	<b>4,101</b>	<b>5,130</b>	<b>11,458</b>	<b>15,603</b>	<b>21,287</b>
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
<b>长期资产合计</b>	<b>2,362</b>	<b>3,660</b>	<b>3,832</b>	<b>3,989</b>	<b>4,133</b>
<b>总资产</b>	<b>6,464</b>	<b>8,790</b>	<b>15,289</b>	<b>19,592</b>	<b>25,420</b>
应付账款	357	540	905	996	1,085
短期债	1,514	1,358	1,486	317	0
其它流动负债	1,398	1,452	2,801	3,013	3,280
<b>流动负债合计</b>	<b>3,270</b>	<b>3,350</b>	<b>5,192</b>	<b>4,327</b>	<b>4,365</b>
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	5,066	9,578	14,681
<b>股东权益</b>	<b>1,696</b>	<b>2,416</b>	<b>6,277</b>	<b>10,789</b>	<b>15,892</b>
少数股东权益	800	1,855	2,537	3,083	3,662
<b>负债权益总计</b>	<b>6,464</b>	<b>8,790</b>	<b>15,289</b>	<b>19,592</b>	<b>25,420</b>
每股账面价值(人民币)	1.40	2.00	5.18	8.91	13.12
每股有形资产(人民币)	1.83	2.35	4.78	8.52	12.76
每股净负债/(现金)(人民币)	0.69	0.63	(0.66)	(2.16)	(4.49)

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	7,769	8,868	9,843
折旧与摊销	146	179	158	177	199
净利息费用	109	125	109	83	47
营运资本变动	(831)	(1,780)	(6,266)	(11,276)	(16,922)
支付税金	(64)	(471)	(1,942)	(2,306)	(2,461)
其它经营现金流	269	1,048	3,222	8,207	14,220
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>(198)</b>	<b>943</b>	<b>3,050</b>	<b>3,754</b>	<b>4,927</b>
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
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(188)</b>	<b>(586)</b>	<b>(331)</b>	<b>(332)</b>	<b>(341)</b>
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	451	409	263	(1,040)	(191)
支付股息	(40)	81	(1,286)	(1,504)	(1,701)
其它筹资现金流	21	(570)	(125)	(102)	(64)
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>432</b>	<b>(81)</b>	<b>(1,148)</b>	<b>(2,646)</b>	<b>(1,956)</b>
现金余额变动	46	276	1,572	776	2,629
年初现金	1,432	1,478	1,776	3,348	4,124
公司自由现金流	(386)	360	2,719	3,423	4,586
股权自由现金流	(50)	659	2,964	2,365	4,379

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
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	14.0	40.1	59.7	59.5	59.8
息税前利润率	8.4	36.7	58.5	58.3	58.7
税前利润率	6.7	35.0	58.0	58.1	58.6
净利率	2.2	14.3	38.4	39.4	40.5
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.3	1.5	2.2	3.6	4.9
利息覆盖率	1.9	17.6	71.7	107.8	210.3
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	1.5	2.6	3.8
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	1389.1	103.2	15.1	12.9	11.4
核心业务市盈率	1389.1	103.2	15.1	12.9	11.4
目标价对应核心业务市盈率	1845.8	137.1	20.0	17.1	15.1
市净率	45.7	32.1	12.3	7.2	4.9
价格/现金流	(261.0)	54.7	25.4	20.6	15.7
企业价值/息税折旧前利润	145.8	25.6	9.9	8.6	7.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	266.6	234.2	225.5	287.7	306.7
应收帐款周转天数	41.8	34.2	35.9	71.2	96.2
应付帐款周转天数	50.3	37.5	19.7	22.7	22.6
<b>回报率(%)</b>					
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	118.3	70.5	51.0
资产收益率	2.1	16.4	48.8	37.8	32.8
已运用资本收益率	4.8	29.5	87.6	66.8	54.5

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，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