

下游产品规模激增, 原料价格优势减弱

——包钢稀土(600111)公司点评

核心观点

稀土销量锐减, 四季度业绩缩水。近日公司公布了 2011 年年报, 2011 年公司实现营业收入 115.28 亿元, 同比增长 119.25%; 实现利润总额 72.76 亿元, 同比增长 294.96%; 实现归属母公司净利润 34.78 亿元, 同比增长 363.33%。受稀土价格飞涨以及公司停产保价的措施影响, 公司四季度稀土产品销量锐减, 单季收入环比下降 65.02%, 净利润环比大幅减少 69.72%, 导致公司全年业绩低于预期。公司 2011 年的利润分配预案为每 10 股送 10 股并派发 3.5 元(含税)的现金红利。

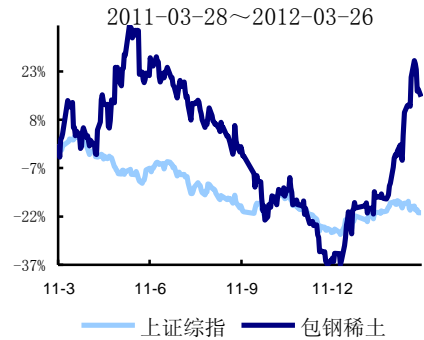
毛利率大幅提高, 下游产品收入规模激增。受益于报告期内稀土产品价格飞涨, 公司各类产品营业收入和毛利率均相应大幅增加, 公司产品综合毛利率提升 23.55 个百分点, 达到 72.79%。随着钕铁硼磁材、稀土永磁共振成像、抛光材料以及镍氢电池等项目的陆续投产, 公司稀土功能材料的营业收入同比增加 253.68%, 其收入占比提升 4.14 个百分点, 达到 20.84%。预计伴随着稀土价格回调以及公司稀土功能材料项目产能的进一步释放, 公司下游产品收入规模有望进一步提升。

稀土矿浆定价方式改变, 原料价格优势减弱。公司与包钢集团签订的稀土矿浆供应合同已于去年到期, 新供应合同稀土矿浆价格将以市场均价为基础, 公司原料固定价格时代宣告结束。对新的定价公式计算结果进行取整处理, 2012 年公司从包钢集团采购的强磁中矿、强磁尾矿和磁矿三种矿浆的不含税价格将分别达到 260 元/吨、160 元/吨和 60 元/吨, 相对 2011 年提高约 1200%, 预计将增加公司三种矿浆采购成本约 4.8 亿元。另外, 从 2011 年 4 月 1 日起, 包钢集团开始向公司转收 60 元/吨的稀土资源税, 以包钢集团 1200 万吨的采矿石量计算, 预计 2012 年将向公司转收稀土资源税约 8.40 亿元, 相对 2011 年增加 1.9 亿元。原料成本大幅提升, 将削弱公司的原料价格优势。

下游市场回暖, 稀土价格有望企稳回升。稀土价格从年初至3月中旬一直保持了下滑趋势, 其中钕金属的价格相对去年最高点, 跌幅已经超过 65%, 稀土价格已经进入下游厂商可以接受的区间。随着二季度下游厂商纷纷投产, 稀土价格也呈现止跌回升的迹象, 预计二季度稀土价格有望全面企稳回升。

建立合资公司, 加速下游产业链扩张。由于稀土配额增速有限, 未来公司的发展重点仍将集中在下游产业链扩张方面。公司拟出资 7650 万元

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	121102.20
流通A股(万股)	73973.49
52周内股价区间(元)	34.03-99.84
总市值(亿元)	793.10
总资产(亿元)	87.90
每股净资产(元)	2.99
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-包钢稀土(600111):加速向产业链下游扩张, 行业龙头地位不可撼动》 2011-08-09
- 《国都证券-公司研究-公司点评-包钢稀土(600111):稀土价格继续上扬, 业绩持续高增长》 2011-04-28

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	11528.26	14407.52	18686.67	22318.77
同比增速(%)	119.25%	24.98%	29.70%	19.44%
净利润(百万)	3478.42	3367.15	4459.59	4909.60
同比增速(%)	363.33%	-3.20%	32.44%	10.09%
EPS(元)	2.87	2.78	3.68	4.05
P/E	13.10	23.55	17.78	16.15

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 袁放

电话: 010-84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

设立合资公司，建设年产 5000 吨的钕铁硼真空速凝甩带片项目。该项目建成将使得公司钕铁硼磁材的总产能达到 9000 吨，推动公司早日实现 1.5 万吨磁性材料产能的目标。

盈利预测及投资评级。预计公司 2012-2014 年营收、净利润 CAGR 各为 24.63%、12.17%，对应 EPS 分别为 2.78 元、3.68 元和 4.05 元，动态 PE 分别为 24 倍、18 倍和 16 倍；鉴于今年稀土产品价格将大幅下调以及公司原料成本优势减弱等因素，暂时调低公司评级至短期_推荐，长期_A 评级。

风险提示。稀土价格下跌风险，海外复产早于预期。

附录：包钢稀土财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	10083.22	16711.73	22741.82	29705.73	营业收入	11528.26	14407.52	18686.67	22318.77
现金	2563.49	10532.94	10797.56	17552.05	营业成本	3137.20	5741.17	7602.23	9947.68
应收账款	503.74	1470.26	724.65	1720.05	营业税金及附加	158.00	145.57	198.38	256.11
其它应收款	90.36	409.52	127.16	440.97	营业费用	53.18	66.46	86.20	102.96
预付账款	164.15	448.22	216.16	529.09	管理费用	625.50	781.72	1013.90	1210.97
存货	6597.11	1892.79	10627.26	7464.10	财务费用	128.52	9.74	-144.91	31.84
其他	164.37	1958.00	249.03	1999.48	资产减值损失	164.16	169.65	272.84	302.16
非流动资产	4643.41	4795.98	6144.41	7106.49	公允价值变动收益	-0.13	0.00	-0.03	-0.06
长期投资	157.73	163.77	169.80	175.83	投资净收益	4.75	8.05	8.38	7.06
固定资产	2001.85	2600.86	3310.80	3888.23	营业利润	7266.32	7501.25	9666.39	10474.06
无形资产	538.82	737.58	1019.50	1212.81	营业外收入	49.46	55.19	48.42	51.02
其他	1945.01	1293.77	1644.31	1829.62	营业外支出	40.23	21.78	27.50	29.84
资产总计	14726.63	21507.70	28886.23	36812.23	利润总额	7275.55	7534.67	9687.31	10495.25
流动负债	4944.61	5907.37	5901.91	8352.27	所得税	1666.74	1506.93	1937.46	2099.05
短期借款	1769.57	1547.30	1558.27	1625.05	净利润	5608.81	6027.74	7749.85	8396.20
应付账款	999.46	1239.46	1770.31	2416.30	少数股东损益	2130.39	2660.58	3290.26	3486.60
其他	2175.58	3120.61	2573.32	4310.92	归属母公司净利润	3478.42	3367.15	4459.59	4909.60
非流动负债	704.30	728.97	749.31	655.12	EBITDA	7345.06	7732.10	9836.51	10884.14
长期借款	612.09	559.41	581.94	512.07	EPS (摊薄)	2.87	2.78	3.68	4.05
其他	92.20	169.57	167.37	143.05					
负债合计	5648.91	6636.34	6651.22	9007.39	主要财务比率				
少数股东权益	3444.27	6104.85	9395.11	12881.71	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
归属母公司股东权益	5633.45	8766.51	12839.90	17222.04	成长能力				
负债和股东权益	14726.63	21507.70	28886.23	39111.14	营业收入增长率	119.25%	24.98%	29.70%	19.44%
					营业利润增长率	298.81%	3.23%	28.86%	8.36%
					归属于母公司净利润增长率	363.33%	-3.20%	32.44%	10.09%
					获利能力				
					毛利率	72.79%	60.15%	59.32%	55.43%
					净利率	48.65%	41.84%	41.47%	37.62%
					ROE	61.79%	40.53%	34.85%	27.89%
					ROIC	66.30%	53.96%	49.76%	42.46%
					偿债能力				
					资产负债率	38.36%	30.86%	23.03%	24.47%
					净负债比率	31.63%	15.11%	10.44%	7.79%
					流动比率	2.04	2.83	3.85	3.56
					速动比率	0.71	2.51	2.05	2.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	0.80	0.74	0.68
					应收账款周转率	23.15	14.60	17.03	18.26
					应付账款周转率	4.08	5.13	5.05	4.75
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.87	2.78	3.68	4.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	7.92	1.73	7.15
					每股净资产(最新摊薄)	7.50	12.28	18.36	24.86
					估值比率				
					P/E	13.10	23.55	17.78	16.15
					P/B	8.09	9.05	6.18	4.61
					EV/EBITDA	6.72	9.98	8.16	7.08
					永续增长率	3.00%		WACC	9.30%
					终值	62694.78		Ke	10.60%
					企业价值	94994.72		Kd	5.37%
					非核心资产价值	11193.79		t	20.00%
					债务价值	2273.78		Rf	4.00%
					股权价值	97809.87		Rm	10.00%
					股本	1211.02		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	80.77		Beta	1.10

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1664.89	9591.76	2094.24	8663.18
净利润	5608.81	6027.74	7749.85	8396.20
折旧摊销	0.00	284.79	388.44	482.82
财务费用	128.52	9.74	-144.91	31.84
投资损失	-4.75	-8.05	-8.38	-7.06
营运资金变动	-3469.95	2876.21	-5822.52	-152.41
其它	-597.75	401.34	-68.23	-88.21
投资活动现金流	-381.00	-830.72	-1660.24	-1349.62
资本支出	303.24	818.84	1117.63	881.79
长期投资	-10.05	-6.03	-6.03	-6.03
其他	-87.81	-17.91	-548.64	-473.86
筹资活动现金流	44.51	-791.58	-169.37	-559.07
短期借款	411.62	-222.27	10.98	66.77
长期借款	-315.79	-52.69	22.53	-69.87
其他	-51.32	-516.62	-202.89	-555.98
现金净增加额	1328.40	7969.45	264.62	6754.49

重要财务指标				
单位:百万元				
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	11528.26	14407.52	18686.67	22318.77
同比(%)	119.25%	24.98%	29.70%	19.44%
归属母公司净利润	3478.42	3367.15	4459.59	4909.60
同比(%)	363.33%	-3.20%	32.44%	10.09%
毛利率(%)	72.79%	60.15%	59.32%	55.43%
ROE(%)	61.79%	40.53%	34.85%	27.89%
每股收益(元)	2.87	2.78	3.68	4.05
P/E	13.10	23.55	17.78	16.15
P/B	8.09	9.05	6.18	4.61
EV/EBITDA	6.72	9.98	8.16	7.08

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com