

公司研究

公司点评

跟踪评级\_调低:短期\_中性,长期\_A

## 成本快速上升, 业绩表现低于预期

——包钢稀土(600111)公司点评

### 核心观点

**价格显著下调, 上半年业绩缩水。**近日公司公布了2012年半年报, 2012年上半年公司实现营业收入62.97亿元, 同比增长5.3%; 实现利润总额24.38亿元, 同比减少37.73%; 实现归属母公司净利润15.96亿元, 同比减少20.60%, 实现EPS 0.65元。受二季度稀土价格继续下行影响, 公司单季收入环比下降23.62%, 净利润环比大幅减少69.95%, 导致公司上半年业绩低于预期。

**生产成本快速提升, 产品毛利率大幅下降。**由于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%; 另外, 由于今年包钢集团开始向公司转收60元/吨的稀土资源税, 预计相对2011年将增加资源税支出1.9亿元, 原材料购进价格大幅上升, 使得稀土金属和稀土氧化物的生产成本提高幅度均超过150%。而上半年下游市场低迷, 公司产品销售价格有所下降, 使得公司各类产品毛利率均出现较大幅度的调整, 其中稀土氧化物、稀土金属和磁性材料毛利率分别为58.16%、43.46%以及31.97%, 分别同比下降22.22、34.74和27.15个百分点。

**加快“新稀土”战略, 推进五大产业链建设。**尽管上半年公司产品销售情况并不理想, 但公司产业链建设进展顺利, 初步完成了3万吨磁性材料产业布局: 公司发起组建了稀土产品交易所, 整合稀土流通资源, 加速稀土行业整合, 进一步提升公司对于北方稀土资源的控制力; 出资7650万元, 发起设立了宁波包钢展昊新材料有限公司, 建设年产5000吨钕铁硼真空速凝甩带片项目; 出资8750万元, 发起设立了包钢天彩(靖江)科技有限公司, 建设年产4000吨节能灯用稀土三基色荧光粉项目; 向全资子公司稀土研究院以增加注册资本的方式投资7892万元, 建设稀土材料中试实验基地项目, 并对其钕钴永磁材料中试线进行技术改造。上半年公司在提升资源控制力的同时, 快速推进了产业链布局, 为公司全面进军下游稀土材料市场打下了坚实的基础。

**多项政策出台, 产业整合加速。**上半年稀土行业整合加速: 政府先后出台了《稀土行业白皮书》、《稀土行业准入条件》等文件, 为稀土行业的发展明确了方向, 并为淘汰落后产能和加速产业整合提供了政策依据;

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	11528.26	12725.15	15408.43	17777.76
同比增速(%)	119.25%	10.38%	21.09%	15.38%
净利润(百万)	3478.42	2724.18	3333.66	3543.14
同比增速(%)	363.33%	-21.68%	22.37%	6.28%
EPS(元)	2.87	1.12	1.38	1.46
P/E	26.20	32.76	26.77	25.19

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	242204.40
流通A股(万股)	147946.99
52周内股价区间(元)	34.03-77.96
总市值(亿元)	911.17
总资产(亿元)	147.27
每股净资产(元)	4.65
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):销量恢复超预期, 首季业绩亮丽》 2012-04-19
- 《国都证券-公司研究-公司点评-包钢稀土(600111):下游产品规模激增, 原料价格优势减弱》 2012-03-27
- 《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

### 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。

6月1日稀土专用发票试点正式开始，将有力的控制超采盗采，使得稀土供给合理化；福建、湖南和广东省分别发布了本省的稀土资源整合方案，南方稀土整合陡然提速。随着稀土行业整合进度的加快以及稀土行业更加健康和规范的发展，以公司为代表的龙头企业将率先受益，稀土价格有望稳步回升。

**盈利预测及投资评级。**预计公司 2012-2014 年营收、净利润 CAGR 各为 18.20%、14.05%，对应 EPS 分别为 1.12 元、1.38 元和 1.46 元，动态 PE 分别为 33 倍、27 倍和 25 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\_中性，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

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	10083.22	16014.90	20248.81	25666.60	<b>营业收入</b>	11528.26	12725.15	15408.43	17777.76
现金	2563.49	10581.99	9458.49	15772.40	营业成本	3137.20	5648.03	7045.41	8742.67
应收账款	503.74	1239.76	570.09	1377.20	营业税金及附加	158.00	128.57	163.57	204.00
其它应收款	90.36	351.15	91.38	361.15	营业费用	53.18	58.70	71.08	82.01
预付账款	164.15	376.71	171.11	422.51	管理费用	625.50	690.44	836.03	964.58
存货	6597.11	1755.04	9847.97	6051.90	财务费用	128.52	-4.85	-144.88	-2.15
其他	164.37	1710.25	109.76	1681.44	资产减值损失	164.16	149.84	224.97	240.68
<b>非流动资产</b>	4643.41	4155.25	5027.45	5640.00	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	2184.41	2588.34	2927.26	<b>营业利润</b>	7266.32	6062.47	7220.60	7552.98
无形资产	538.82	609.52	780.52	901.88	营业外收入	49.46	55.19	48.42	51.02
其他	1945.01	1197.54	1488.79	1635.02	营业外支出	40.23	21.78	27.50	29.84
<b>资产总计</b>	14726.63	20170.15	25276.26	31306.60	<b>利润总额</b>	7275.55	6095.89	7241.52	7574.17
<b>流动负债</b>	4944.61	5805.46	5453.72	7627.11	所得税	1666.74	1219.18	1448.30	1514.83
短期借款	1769.57	1547.30	1558.27	1625.05	<b>净利润</b>	5608.81	4876.71	5793.22	6059.33
应付账款	999.46	1203.14	1586.18	2093.28	少数股东损益	2130.39	2152.53	2459.55	2516.19
其他	2175.58	3055.02	2309.26	3908.78	<b>归属母公司净利润</b>	3478.42	2724.18	3333.66	3543.14
<b>非流动负债</b>	704.30	644.35	621.44	515.31	EBITDA	7345.06	6244.97	7324.18	7839.01
长期借款	612.09	474.79	454.07	372.27	EPS (摊薄)	2.87	1.12	1.38	1.46
其他	92.20	169.57	167.37	143.05					
<b>负债合计</b>	5648.91	6449.81	6075.16	8142.42	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3444.27	5596.80	8056.36	10572.55	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
归属母公司股东权益	5633.45	8123.53	11144.74	14293.59	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	14726.63	20170.15	25276.26	33008.56	营业收入增长率	119.25%	10.38%	21.09%	15.38%
					营业利润增长率	298.81%	-16.57%	19.10%	4.60%
					归属于母公司净利润增长率	363.33%	-21.68%	22.37%	6.28%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	72.79%	55.62%	54.28%	50.82%
					净利率	48.65%	38.32%	37.60%	34.08%
					ROE	61.79%	35.54%	30.17%	24.37%
					ROIC	66.30%	46.66%	42.11%	36.26%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	38.36%	31.98%	24.04%	26.01%
					净负债比率	31.63%	15.63%	11.25%	8.69%
					流动比率	2.04	2.76	3.71	3.37
					速动比率	0.71	2.46	1.91	2.57
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.98	0.73	0.68	0.63
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.87	1.12	1.38	1.46
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	3.73	0.05	3.14
					每股净资产(最新摊薄)	7.50	5.66	7.93	10.27
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26.20	32.76	26.77	25.19
					P/B	16.18	10.99	8.01	6.24
					EV/EBITDA	12.92	13.84	12.29	11.00
					永续增长率	3.00%		WACC	9.27%
					终值	57659.00		Ke	10.60%
					企业价值	86967.93		Kd	5.36%
					非核心资产价值	11242.83		t	20.00%
					债务价值	2171.72		Rf	4.00%
					股权价值	90442.24		Rm	10.00%
					股本	2422.04		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	37.34		Beta	1.10

  

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	1664.89	9042.45	131.47	7613.33
净利润	5608.81	4876.71	5793.22	6059.33
折旧摊销	0.00	239.69	305.31	367.18
财务费用	128.52	-4.85	-144.88	-2.15
投资损失	-4.75	-8.05	-8.38	-7.06
营运资金变动	-3469.95	3537.61	-5745.57	1284.24
其它	-597.75	401.34	-68.23	-88.21
<b>投资活动现金流</b>	-381.00	-144.89	-1100.89	-884.43
资本支出	303.24	178.11	641.41	532.25
长期投资	-10.05	-6.03	-6.03	-6.03
其他	-87.81	27.19	-465.51	-358.21
<b>筹资活动现金流</b>	44.51	-879.05	-154.08	-414.98
短期借款	411.62	-222.27	10.98	66.77
长期借款	-315.79	-137.31	-20.71	-81.80
其他	-51.32	-519.47	-144.35	-399.95
<b>现金净增加额</b>	1328.40	8018.50	-1123.50	6313.91

  

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	12725.15	15408.43	17777.76
同比(%)	119.25%	10.38%	21.09%	15.38%
归属母公司净利润	3478.42	2724.18	3333.66	3543.14
同比(%)	363.33%	-21.68%	22.37%	6.28%
毛利率(%)	72.79%	55.62%	54.28%	50.82%
ROE(%)	61.79%	35.54%	30.17%	24.37%
每股收益(元)	2.87	1.12	1.38	1.46
P/E	26.20	32.76	26.77	25.19
P/B	16.18	10.99	8.01	6.24
EV/EBITDA	12.92	13.84	12.29	11.00

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	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@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
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@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			