



**买入**

**14% ↑**

目标价格: 人民币 42.00

原目标价格: 人民币 50.00

600111.SS

价格: 人民币 37.00

目标价格基础: 37倍 13年市盈率

板块评级: 增持

**主要催化剂/事件**

- 稀土供需摆脱低迷的状态
- 公司钕铁硼等深加工产品成功打入市场

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	100	(4)	(16)	22
相对新华富时 A50 指数	100	0	(7)	35

发行股数(百万)	2,422
流通股(%)	61.08
流通股市值(人民币 百万)	54,736
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,616
净负债比率(%) (2012E)	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  
以 2012 年 8 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 有色金属

李文宾

(8621) 2032 8507

wenbin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070002

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

# 包钢稀土

## 需求低迷和成本上升拖累业绩增速转负

公司 2012 年 1-6 月公司完成营收 62.97 亿元, 同比增长 5.32%; 实现净利润 15.7 亿元, 同比大幅下降 20.60% (公司 2011 年上半年实现净利润 19.77 亿元), 折合每股盈利约 0.648 元, 基本和我们之前的预期相符。总的来说, 虽然今年稀土行业政策不断落地, 但全球经济疲软带来的需求孱弱依然决定了上半年各类稀土产品价格基本处于下滑通道。这也导致 2 季度公司营收和净利润同比和环比均出现大幅下挫。随着下半年海外稀土分离产能的陆续投产, 如若欧美需求依然没有起色, 那么稀土价格将面临十分严峻的局面。出于谨慎考虑, 我们下调公司 2012-13 年每股盈利。考虑到公司北方稀土整合的战略龙头地位, 可以给予一定的估值溢价。我们将公司的目标价从 50.00 元下调至 42.00 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司已成为北方稀土整合平台, 且正逐步向下游加工领域拓展。
- 海外稀土分离产能有望于下半年投产, 全球稀土供给将大幅增加。

### 评级面临的主要风险

- 海外市场经济趋冷拖累稀土出口和稀土价格。
- 公司稀土下游深加工领域扩张成效不大。

### 估值

- 由于我们对未来一段时间内的稀土价格持谨慎的预期, 我们分别下调 12-13 年盈利预测 5.8% 和 13.2% 至 1.04 元和 1.15 元。但考虑到公司高居我国北方稀土整合平台, 因而可以给予一定的估值溢价。我们将公司的近目标价从 50.00 元下调至 42.00 元, 这是基于近 37 倍的 2013 年市盈率估值。我们依然维持对公司的买入评级。

### 投资摘要

年份	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年终日: 12月31日					
销售收入(人民币 百万)	5,258	11,528	16,144	19,804	26,640
变动(%)		119	40	23	35
净利润(人民币 百万)	751	3,478	2,509	2,776	3,071
全面摊薄每股收益(人民币)	0.310	1.436	1.036	1.146	1.268
变动(%)		363.3	(27.9)	10.6	10.6
市场预期每股收益(人民币)			1.699	1.930	1.740
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.10	1.32	
调整幅度(%)			(5.8)	(13.2)	
核心每股收益(人民币)	0.310	1.436	1.036	1.146	1.268
变动(%)		363.3	(27.9)	10.6	10.6
全面摊薄市盈率(倍)	119.4	25.8	35.7	32.3	29.2
核心市盈率(倍)	119.4	25.8	35.7	32.3	29.2
每股现金流量(人民币)	1.17	0.00	0.76	0.69	(0.74)
价格/每股现金流量(倍)	31.7		48.7	54.0	(49.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	6.3	13.5	10.7	10.3
每股股息(人民币)	0.100	0.350	0.259	0.286	0.317
股息率(%)	0.3	0.9	0.7	0.8	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 半年度业绩同比下滑，2 季度下滑明显

据公司 2012 年半年报数据, 1-6 月公司共完成营收 62.97 亿元, 同比增长 5.32%; 半年实现净利润 15.7 亿元, 同比大幅下降 20.60% (公司 2011 年上半年实现净利润 19.77 亿元), 折合每股盈利约 0.648 元 (2012 年 5 月 3 日, 公司实施每 10 股送 10 股的分配方案), 公司半年度业绩基本和我们之前的预期相符 (我们预测 2012 年每股盈利 1.10 元)。

分季度来看, 2012 年第二季度实现营收 27.27 亿元, 同比下滑 29.41%, 环比也下挫 23.62%。从净利润指标来看, 第二季度同比大幅下滑 75.71%, 但环比大幅回落 69.96%。

分产品来看, 公司稀土氧化物和矿产品加工两大产品的毛利分别较去年同期下降约 22% 和 35%。

总的来说, 今年各类稀土产品价格基本处于一路下滑的通道。纵然稀土行业政策不断落地, 但全球经济疲软带来的需求孱弱依然决定了上半年稀土价格并未因政策涌现而重现 2010 年的盛世。这也是公司业绩逐季回落的主要原因。此外 1 季度可能有部分业绩来自于一次性的收储。

图表 1. 混合碳酸稀土价格



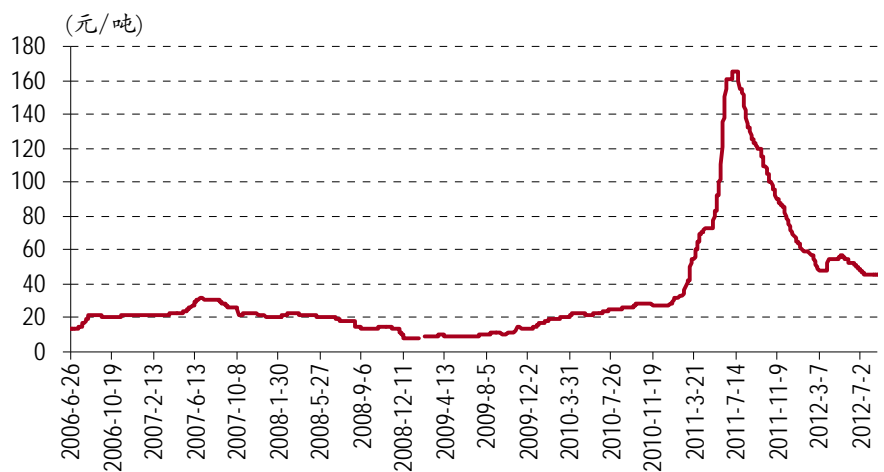
资料来源: 中华商务网

图表 2. 氧化镨钕



资料来源: 中华商务网

图表 3.金属镨钕



资料来源：中华商务网

### 供需持续处于弱势，轻稀土价格短期压力不小

2012年稀土产业整体需求十分疲弱，这主要和欧美经济不景气高度相关。7月21日中国海关统计咨询服务中心公布的数据显示，今年1-6月份中国稀土矿石、金属及化合物出口量较上年同期下降42.7%，仅为4,908吨。这一数据也恰恰证实了海外需求不振的事实。

望眼下半年，欧美稀土矿山即将开始大规模投产，如果一切顺利海外对国内轻稀土的需求量有可能会继续萎缩。

从供给来看，我们认为国内行业稀土分离产能过剩是不争的事实，即使2011年4季度包钢稀土等重点企业停产以图保价，但停产并未带来行业的好转。

因而谨慎起见，我们认为可以未来轻稀土供给过剩将会成为一种常态，稀土价格上行的动力可能不足。

### 下调盈利预测和目标价，但维持买入评级

出于对稀土价格和公司销量的谨慎预期，我们分别下调 12-13 年盈利预测 5.8% 和 13.2% 至 1.04 元和 1.15 元。

目前稀土产业整合已经从中央政府层面细化至省级层面，目前内蒙、广东、湖南、广西以及福建的稀土整合思路已经较为明显。而根据我国政府打造北方稀土龙头的战略意图，包钢稀土无疑是首选平台。公司也有望可能整合四川、山东等。同时公司也已积极染指南方中重稀土领域。因而我们认为虽然公司未来业绩增长动力稍显不足，但依然可以给予一定的估值溢价。

我们将公司的近目标价从 50.00 元下调至 42.00 元，这是基于近 37 倍的 2013 年市盈率估值。我们依然维持对公司的 **买入** 评级。

**图表 2. 2012 上半年业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 年半年报	2012 年半年报	同比变化(%)
销售收入	5,979.1	6,297.1	5.32
销售成本	1,718.2	3,227.5	87.84
营业税	68.9	84.6	22.68
毛利润	4,192.0	2,985.1	(28.79)
其他营业收入	0.0	0.0	
分销费用	22.7	20.0	(12.12)
管理费用	209.2	284.6	36.04
资产减值损失	29.6	157.0	n.a.
经营利润	3,930.4	2,523.4	(35.80)
财务费用	53.9	113.0	109.56
投资收入	2.7	1.5	(44.09)
其它非经营性收入	36.0	25.8	(28.19)
税前利润	3,915.2	2,437.8	(37.74)
税金	916.3	595.3	(35.03)
少数股东权益	1,022.2	272.9	(73.30)
净利润	1,976.7	1,569.6	(20.60)
全面摊薄每股收益(元)	0.816	0.648	(20.60)
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	70.1	47.4	
经营利润率	65.7	40.1	
净利率	33.1	24.9	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	5,258	11,528	16,144	19,804	26,640
销售成本	(2,669)	(3,137)	(8,388)	(9,854)	(15,147)
经营费用	(478)	(805)	(747)	(848)	(1,336)
息税折旧前利润	2,111	7,586	7,009	9,102	10,157
折旧及摊销	(179)	(191)	(166)	(172)	(177)
经营利润(息税前利润)	1,932	7,395	6,843	8,930	9,981
净利息收入/(费用)	(110)	(129)	(122)	(137)	(283)
其他收益/(损失)	20	9	33	21	21
税前利润	1,842	7,276	6,754	8,814	9,719
所得税	(471)	(1,667)	(1,688)	(2,203)	(2,430)
少数股东权益	(620)	(2,130)	(2,556)	(3,835)	(4,218)
净利润	751	3,478	2,509	2,776	3,071
核心净利润	751	3,478	2,509	2,776	3,071
每股收益(人民币)	0.310	1.436	1.036	1.146	1.268
核心每股收益(人民币)	0.310	1.436	1.036	1.146	1.268
每股股息(人民币)	0.100	0.350	0.259	0.286	0.317
收入增长(%)	n.a.	119	40	23	35
息税前利润增长(%)	n.a.	283	(7)	31	12
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	259	(8)	30	12
每股收益增长(%)	n.a.	363	(28)	11	11
核心每股收益增长(%)	n.a.	363	(28)	11	11

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,842	7,276	6,754	8,814	9,719
折旧与摊销	179	191	166	172	177
净利息费用	125	157	122	137	283
运营资本变动	(1,780)	(5,139)	(9,814)	(15,975)	(22,740)
税金	(471)	(1,667)	(1,688)	(2,203)	(2,430)
其他经营现金流	1,048	(818)	6,298	10,716	13,194
经营活动产生的现金流	943	0	1,839	1,660	(1,797)
购买固定资产净值	(207)	(271)	(120)	(75)	(48)
投资减少/增加	(365)	(21)	0	0	0
其他投资现金流	(14)	2	171	134	107
投资活动产生的现金流	(586)	(290)	51	59	60
净增权益	0	404	0	0	0
净增债务	409	171	346	428	5,437
支付股息	(81)	424	(627)	(694)	(768)
其他融资现金流	(354)	(1,879)	(135)	(142)	(288)
融资活动产生的现金流	(26)	(881)	(417)	(408)	4,382
现金变动	331	(1,171)	1,473	1,311	2,645
期初现金	3,381	3,712	2,563	4,036	5,347
公司自由现金流	357	(287)	1,889	1,720	(1,737)
权益自由现金流	656	(245)	2,216	2,130	3,685

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,776	2,563	4,036	5,347	7,992
应收帐款	492	504	2,583	4,951	7,992
库存	1,971	6,597	6,710	8,376	13,633
其他流动资产	890	419	2,810	4,430	7,386
流动资产总计	5,130	10,083	16,139	23,104	37,003
固定资产	1,775	2,002	1,983	1,934	1,874
无形资产	520	526	500	473	447
其他长期资产	1,365	2,116	1,951	1,798	1,651
长期资产总计	3,660	4,643	4,433	4,205	3,972
总资产	8,790	14,727	20,572	27,309	40,975
应付帐款	540	999	1,678	1,971	3,029
短期债务	1,358	1,770	2,079	2,485	7,908
其他流动负债	1,452	2,176	2,569	2,673	3,327
流动负债总计	3,350	4,945	6,326	7,129	14,264
长期借款	928	612	648	671	685
其他长期负债	240	92	87	81	77
股本	807	1,211	2,422	2,422	2,422
储备	1,609	4,422	5,089	7,171	9,474
股东权益	2,416	5,633	7,511	9,593	11,896
少数股东权益	1,855	3,444	6,001	9,835	14,054
总负债及权益	8,790	14,727	20,572	27,309	40,975
每股帐面价值(人民币)	1.00	2.33	3.10	3.96	4.91
每股有形资产(人民币)	2.35	4.22	2.90	3.77	4.73
每股净负债/(现金)(人民币)	0.63	(0.15)	(0.54)	(0.90)	0.25

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	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	40.1	65.8	43.4	46.0	38.1
息税前利润率(%)	36.7	64.1	42.4	45.1	37.5
税前利润率(%)	35.0	63.1	41.8	44.5	36.5
净利率(%)	14.3	30.2	15.5	14.0	11.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.5	2.0	2.6	3.2	2.6
利息覆盖率(倍)	17.6	57.5	56.0	65.1	35.3
净权益负债率(%)	11.9	净现金	净现金	净现金	2.3
速动比率(倍)	0.9	0.7	1.5	2.1	1.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	119.4	25.8	35.7	32.3	29.2
核心业务市盈率(倍)	119.4	25.8	35.7	32.3	29.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	135.5	29.2	40.5	36.7	33.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	37.1	15.9	11.9	9.3	7.5
价格/现金流(倍)	31.7	n.a.	48.7	54.0	(49.9)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.3	6.3	13.5	10.7	10.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	269.6	498.5	289.5	279.4	265.2
应收帐款周转天数	34.2	15.9	34.9	69.4	88.7
应付帐款周转天数	37.5	31.6	30.3	33.6	34.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	10.8	12.2	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	31.1	61.7	38.2	32.5	28.6
资产收益率(%)	16.4	38.7	29.1	28.0	21.9
已运用资本收益率(%)	29.5	64.5	49.5	46.1	35.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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