

包钢稀土(600111)中报分析——上半年业绩下滑 毛利率向历史均值回归

评级 增持 维持

业绩点评

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格: 证券投资咨询

研究员: 王文静

电话: 010-88321797

Email: wangwj@tpyzq.com.cn

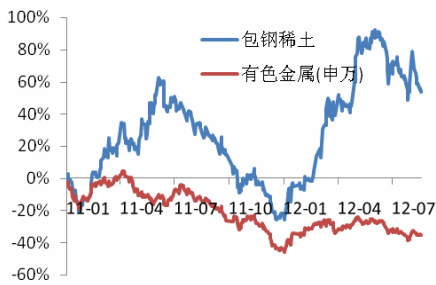
执业证书编号: S1190511090001

市场与公司基本数据

2012年8月22日

收盘价	36.74
52周内高	47.20
52周内低	16.94
总市值(亿元)	882
流通市值(亿元)	544
总股本(亿股)	24

公司股价与大盘走势比较



相关财务指标(单位: 百万元)

主要财务指标	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,258	11,528	13,346	17,155	22,119
同比(%)	103%	119%	16%	29%	29%
归属母公司净利润	751	3,478	2,975	3,634	4,346
同比(%)	1246%	363%	-14%	22%	20%
毛利率(%)	49.2%	72.8%	47.7%	49.6%	49.7%
RCE(%)	31.1%	61.7%	30.3%	28.0%	25.6%
每股收益(元)	0.93	2.87	1.23	1.50	1.79
PE	75.6	24.5	57.2	46.9	39.2
PB	23.49	15.11	17.36	13.12	10.03
EV/EBITDA	42	12	17	12	9

近日包钢稀土(600111)发布业绩快报, 数据显示2012年上半年净利润同比下滑20.60%, 实现基本每股收益0.65元, 低于市场预期。

投资要点:

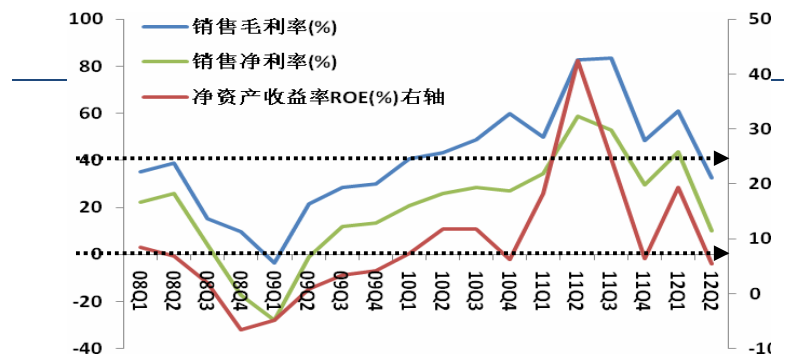
1、2012年半年报业绩低于市场预期

公司中报显示, 上半年公司实现销售收入62.97亿元, 同比增长5.32%; 实现营业利润24.12亿元, 同比下滑37.82%; 实现归属于上市公司股东净利润15.7亿元, 同比下滑20.60%; 实现基本每股收益0.65元。公司业绩基本符合我们的盈利预测, 但低于市场预期。

2、业绩下滑, 盈利能力向历史均值回归

公司在近三年的高毛利率水平主要受益两个方面: 1) 政策红利, 稀土资格价格大幅上涨; 2) 资源优势, 控股股东包钢集团低价供应原材料。

但是今年上半年稀土价格持续回落, 同时包钢集团稀土矿浆成本大幅上升以及资源税转嫁等问题, 导致公司营业收入缓增而营业成本显著上升。公司上半年毛利率为48.7%, 较去年同期下滑27个百分点, 仍处于历史较高水平。但是从单季度来看, 公司一季度毛利率为61.1%, 二季度毛利率下滑至35.2%, 为2008-2011年以来的平均水平。从净利率及净资产收益率来看, 两者也均在二季度显著下滑至历史均值水平。



资料来源: WIND, 太平洋证券

公司具体业务分析如下:

◆ **公司原材料采购定价改变与资源税转嫁，营业成本显著上升**

公司上半年营业收入同比增长 5.32%，但是营业成本增长 87.84%。公司采购成本大幅增长，是推升营业成本增长的主要原因。

公司与包钢集团签订的稀土矿浆采购定价公式改变，导致采购成本的显著上升。2012 年包钢集团向包钢稀土供应的强磁中矿价格每吨 260 元（不含税），强磁尾矿价格每吨 160 元（不含税），磁矿价格每吨 60 元（不含税）。去年同期强磁中矿价格仅为 20 元/吨，强磁尾矿为 12 元/吨。另外自 2011 年 4 月份国家对开采白云鄂博矿石征收 60 元/吨的稀土资源税，根据双方约定，该税款由包钢稀土承担。按公司披露的信息显示若以包钢集团预计年开采矿石量 1200 万吨计，预计 2012 年度包钢（集团）公司将向包钢稀土转收稀土资源税 8.4 亿元（1200 万吨*60 元/吨*1.17）。由于矿浆采购价格和稀土资源税同比增加，导致 2012 年上半年主要原料采购金额较去年同期大幅增涨。

从公司披露的关联交易资料来看，公司与包钢集团今年上半年仅采购稀土矿浆的交易金额为 4.9 亿，较去年上涨 18.6 倍左右，占当期营业成本的比例由去年同期不足 2% 上升到 15.2%。另外，假设按上半年包钢集团开采 600 万矿石计算，公司所承担的资源税为 4.2 个亿。两者合计达到 9.1 个亿，占上半年营业成本的 28%。采购成本的上涨推动营业成本显著上升，在下面图表中我们粗算出新的定价模式与集团资源税转嫁导致公司上半年毛利率率下滑 14.1 个百分点。**新的矿浆定价模式与资源税转嫁，使得公司的成本优势正在减弱。**

图表 2: 公司与包钢集团采购定价与资源税转嫁成本分析

	2012	2011
强磁中矿（元/吨 不含税）	260	20
强磁尾矿（元/吨 不含税）	160	12
磁矿（元/吨 不含税）	60	5
	2012 上半年	2011 上半年
采购金额（亿）	4.91	0.25
资源税转嫁（亿）	4.2（按半年均摊）	0（11 年半年报披露）
占主营成本比例	28.2%	1.5%
占主营收入比例	14.5%	0.4%
影响毛利率	14.1 个百分点	

资料来源: 公司 2011、2012 半年报, WIND, 太平洋证券

◆ **公司二季度业绩较一季度显著下滑**

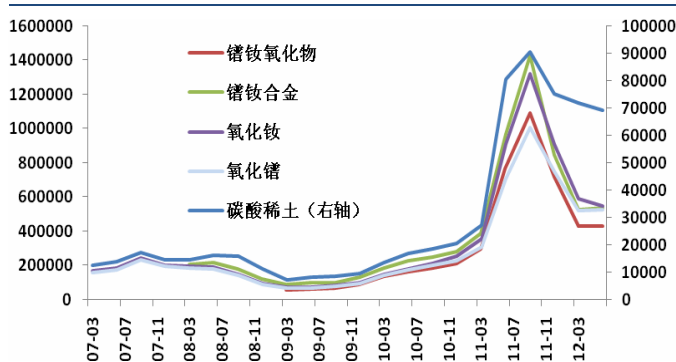
公司主要产品为销售稀土氧化物、稀土金属及功能性材料，2012 年上半年主要稀土产品价格如镨钕氧化物、氧化钕、碳酸稀土等产品价格跌幅基本在 20% 左右，加之经济下滑下游行业去库存需求减弱等因素，导致公司营业收入同比仅增长 5.32%。

分季度来看，二季度公司盈利大幅下滑。主营业务收入较一季度下滑 23.6%，但是营业成本却较一季度上涨 41.1%。从实际情况来看，上半年稀土氧化物等产品价格虽然整体波动

较大，但是从季度均值来看，二季度价格较一季度下滑幅度平均在 2% 左右，剔除价格因素，所以二季度营业收入的下滑可以解释为是下游需求疲软导致公司销量下滑。

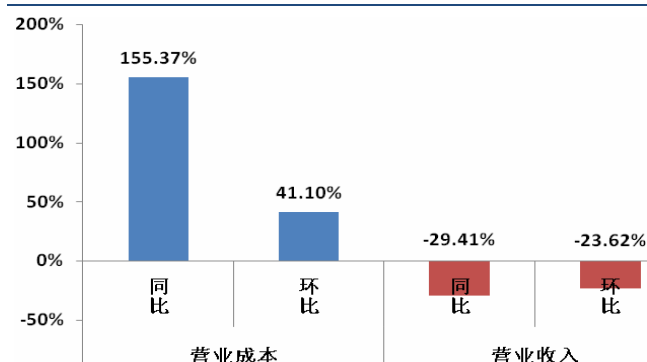
二季度营业成本的显著上升，我们认为可能是公司对集团稀土矿浆的采购款项 4.9 亿（已在半年报中披露）大部分是在二季度确认，另外公司需承担的集团稀土开采的资源税（公司未做披露），我们推测也可能是部分在二季度确认，因此采购成本上涨导致二季度营业成本激增，毛利率大幅度回落。

图表 3：稀土氧化物等季度均价走势（单位：元）



资料来源：WIND，太平洋证券

图表 4：二季度营收与成本同比及环比变化



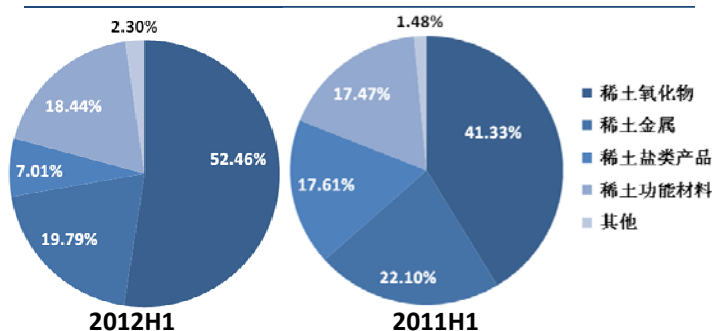
资料来源：WIND，太平洋证券

◆ 产品结构改变，毛利率相对较高的稀土氧化物销售占比提升较大

公司 2012 年上半年的产品结构与去年同期相比有所改变。其中，2012H1 高价高毛利率的稀土氧化物销售收入较去年同期提升近 40%，其在总营收中的占比为 52.46%，较去年同期提升了 11 个百分点，稀土功能材料的销售较去年同期增长 16%，其占比也提升至 18.44%。公司另外两种高毛利产品稀土金属及稀土盐类产品销售收入较去年都有一定的回落，尤其是稀土盐类下滑幅度达到 50%。稀土金属与稀土盐类销售占比下降到 19.79% 及 7.01%。

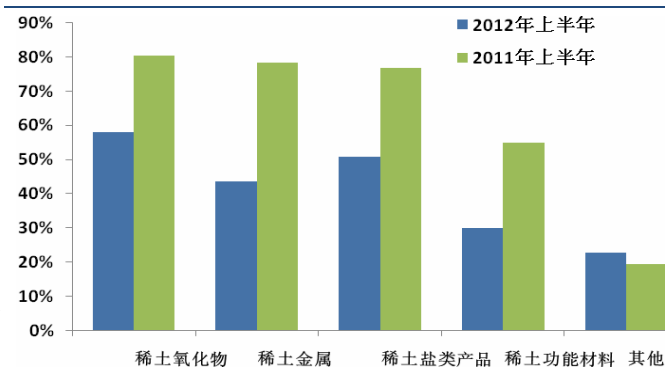
从公司各产品毛利率水平来看，相对去年同期，稀土氧化物毛利率下降 22 个百分点，毛利率降幅低于稀土金属和稀土盐类产品。所以，从这个角度看，公司提升稀土氧化物的销售占比，一方面保证了公司收入继续增长，同时缓和了公司毛利率大幅下降的压力。另外，公司稀土功能性材料的收入占比较为稳定，显示出公司着力发展下游加工的决心。

图表 5: 公司营收与成本同比及环比变化



资料来源: WIND, 太平洋证券

图表 6: 各产品毛利率对比



资料来源: WIND, 太平洋证券

3、下半年业绩展望

◆ 积极因素

国家近期启动稀土收储战略, 利用国家财政资金通过企业收储。据公开媒体报道具体收储可能在9月份开始。稀土收储有望提振目前疲弱的市场价格。

另外, 由于不断升级的稀土贸易争端, 管理层已着手对实施已久的稀土出口配额制度进行研讨, 我们猜测一旦该制度被取消, 为了继续保护国内稀土资源的合理开发利用, 国家将会针对行业出台更多的政策, 以加大行业整合力度, 使稀土价格充分体现合理价值。从这两个方面看, 如果下半年稀土价格企稳, 下游需求缓升, 将有望推动公司营收维持增长。

◆ 消极因素

公司与包钢集团稀土矿浆采购成本的大幅上升以及集团资源税转嫁等问题, 导致公司成本优势有所减弱。另外, 公开媒体报道有关部门正研究扩大资源税从价计征范围, 稀土有望被纳入, 税率会相应提高。如果稀土资源税改为从价计征, 公司所承担的集团稀土开采资源税成本预计相比目前将会再次提高。

我们根据最新行业及公司运行情况, 重新调整了我们的盈利预测, 12年及13年EPS下调2%左右。我们认为稀土价格疲弱及公司成本上升等问题, 2012年归属上市公司净利润将会下滑16%左右, 2012年-2014年的每股收益分别为1.23、1.50及1.79。考虑到受政策红利推动, 行业整合带来的投资机会, 维持公司“增持”评级。

附表:

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	5,130	10,083	15,798	21,414	29,104	营业收入	5,258	11,528	13,346	17,155	22,119
现金	1,776	2,563	5,435	5,977	10,329	营业成本	2,669	3,137	6,980	8,642	11,136
应收账款	492	504	1,045	804	1,538	营业税金及附加	42	158	133	174	231
其它应收款	122	90	261	279	353	营业费用	40	53	102	124	157
预付账款	138	164	416	476	610	管理费用	490	625	801	996	1,299
存货	1,971	6,597	6,980	11,819	13,866	财务费用	110	129	156	149	143
其他	630	164	1,660	2,059	2,407	资产减值损失	94	164	157	50	86
非流动资产	3,660	4,643	4,609	4,942	5,108	公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期投资	148	158	136	145	144	投资净收益	8	5	-	-	-
固定资产	1,775	2,002	2,166	2,261	2,310	营业利润	1,822	7,266	5,016	7,020	9,068
无形资产	520	526	622	717	796	营业外收入	41	49	51	49	50
其他	1,217	1,958	1,685	1,819	1,859	营业外支出	20	40	25	27	28
资产总计	8,790	14,727	20,406	26,356	34,212	利润总额	1,842	7,276	5,042	7,042	9,089
流动负债	3,350	4,945	5,499	6,428	7,576	所得税	471	1,667	1,160	1,648	2,107
短期借款	1,358	1,770	1,568	1,610	1,591	净利润	1,371	5,609	3,882	5,394	6,982
应付账款	540	999	1,791	2,318	3,037	少数股东损益	620	2,130	908	1,760	2,636
其他	1,452	2,176	2,139	2,501	2,948	归属母公司净利润	751	3,478	2,975	3,634	4,346
非流动负债	1,168	704	737	827	904	EBITDA	2,111	7,586	5,305	7,314	9,365
长期借款	928	612	707	796	872	EPS (元)	0.93	2.87	1.23	1.50	1.79
其他	240	92	30	32	32	主要财务比率					
负债合计	4,518	5,649	6,235	7,256	8,480	会计年度	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	1,855	3,444	4,352	6,112	8,748	成长能力					
股本	807	1,211	2,422	2,422	2,422	营业收入	102.8%	119.3%	15.8%	28.5%	28.9%
资本公积	320	147	147	147	147	营业利润	1676.1%	298.8%	-31.0%	39.9%	29.2%
留存收益	1,282	4,265	7,239	10,408	14,404	归属于母公司净利润	1246.2%	363.3%	-14.5%	22.1%	19.6%
归属母公司股东权益	2,416	5,633	9,808	12,977	16,973	盈利能力					
负债和股东权益	8,790	14,727	20,396	26,345	34,201	毛利率	49.2%	72.8%	47.7%	49.6%	49.7%
						期间费用率	7.0%	7.9%	7.4%	7.2%	7.3%
						净利率	14.3%	30.2%	22.3%	21.2%	19.6%
						ROE	31.1%	61.7%	30.3%	28.0%	25.6%
						ROIC	45.5%	91.0%	49.7%	47.9%	52.7%
						偿债能力					
						资产负债率	51.4%	38.4%	30.6%	27.5%	24.8%
						净负债比率	50.67%	50.84%	40.43%	37.11%	32.66%
						流动比率	1.53	2.04	2.87	3.33	3.84
						速动比率	0.94	0.71	1.60	1.49	2.01
						营运能力					
						总资产周转率	0.69	0.98	0.76	0.73	0.73
						应收账款周转率	13.33	23.15	17.24	18.56	18.88
						应付账款周转率	5.95	4.08	5.00	4.21	4.16
						每股指标 (元)					
						EPS	0.31	1.44	1.23	1.50	1.79
						每股经营现金流	0.39	0.80	1.00	0.52	2.07
						每股净资产	1.00	2.33	4.05	5.36	7.01
						估值比率					
						P/E	75.6	24.5	57.2	46.9	39.2
						P/B	23.49	15.11	17.36	13.12	10.03
						EV/EBITDA	41.7	11.6	16.6	12.0	9.4

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	943	1,948	2,419	1,262	5,009
净利润	1,371	5,609	3,882	5,394	6,982
折旧摊销	179	191	132	145	155
财务费用	110	129	156	149	143
投资损失	(8)	(5)	-	-	-
营运资金变动	(826)	(3,607)	(2,021)	(4,336)	(2,300)
其它	118	(369)	269	(90)	30
投资活动现金流	(586)	(290)	(260)	(277)	(241)
资本支出	207	271	162	146	137
长期投资	(371)	(22)	(21)	9	(1)
其他	(750)	(41)	(120)	(122)	(105)
筹资活动现金流	(26)	(826)	713	(443)	(416)
短期借款	(156)	412	(201)	42	(19)
长期借款	407	(316)	95	89	76
普通股增加	-	404	1,211	-	-
资本公积增加	11	(173)	-	-	-
其他	(288)	(1,153)	(391)	(574)	(473)
现金净增加额	144	25	2,871	542	4,352

资料来源:太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。