



持有

11% ↑

目标价格: 人民币 35.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 42.00

600111.CH

价格: 人民币 33.45

目标价格基础: 39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	78	(1)	(16)	48
相对新华富时A50指数	77	(5)	(12)	54

发行股数(百万)	2,422
流通股(%)	61.08
流通股市值(人民币 百万)	49,485
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10月19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

稀土市场持续低迷

2012年1-9月公司完成营收82.62亿元, 同比下滑18.12%; 实现净利润20.74亿元, 同比大幅下降59.96%, 折合每股盈利约0.648元, 低于预期。公司第三季度业绩有所恶化, 这主要是由于稀土产品价格与销量均同比大幅减少导致营业收入大幅下滑(同比减少52.20%); 同时公司销售的产品主要是成本较高的中重稀土和磁性材料, 因而营业收入不降反升(同比增加103.66%)。3季度以来国内稀土市场依然十分低迷, 这主要是因为海外市场受经济不景气拖累较重; 同时4季度起美澳矿企开始陆续复产, 对国内市场心理打击较大。基于对稀土市场和产品价格的谨慎预期, 我们将公司12-14年每股盈利预测下调17.5%、21.4%和26.5%至0.855元、0.901元和0.932元, 并将公司目标价下调至35.00元, 同时将公司评级从买入下调至持有。

支撑评级的要点

- 全球稀土需求不振, 短期内难见复苏。
- 海外稀土分离产能有望于4季度起投产, 全球稀土供给将逐步增加。

评级面临的主要风险

- 稀土出口和稀土价格继续恶化
- 公司稀土下游深加工领域扩张成效不大

估值

- 基于我们对未来一段时间内的稀土市场景气度不佳的预期, 我们分别将公司12-14年每股盈利预测下调17.5%、21.4%和26.5%至0.855元、0.901元和0.932元, 并将公司目标价由42.00元下调至35.00元(基于近39倍的2013年市盈率估值), 同时将公司评级从买入下调至持有。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	5,258	11,528	15,385	18,824	25,411
变动(%)		119	33	22	35
净利润(人民币 百万)	751	3,478	2,071	2,183	2,257
全面摊薄每股收益(人民币)	0.310	1.436	0.855	0.901	0.932
变动(%)		363.3	(40.5)	5.4	3.4
市场预期每股收益(人民币)			1.524	1.752	1.645
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.04	1.15	1.27
调整幅度(%)	-	-	(17.5)	(21.4)	(26.5)
核心每股收益(人民币)	0.310	1.436	0.855	0.901	0.932
变动(%)		363.3	(40.5)	5.4	3.4
全面摊薄市盈率(倍)	107.9	23.3	39.1	37.1	35.9
核心市盈率(倍)	107.9	23.3	39.1	37.1	35.9
每股现金流量(人民币)	1.17	0.00	0.65	0.52	(1.01)
价格/每股现金流量(倍)	28.6	-	51.5	64.7	(33.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.9	5.8	13.4	10.7	10.6
每股股息(人民币)	0.100	0.350	0.214	0.225	0.233
股息率(%)	0.3	1.0	0.6	0.7	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

前三季报业绩大幅下滑，2 季度恶化明显

据公司 2012 年 3 季度数据, 1-9 月公司共完成营收 82.62 亿元, 同比下滑 18.12%; 实现净利润 20.74 亿元, 同比显著下降 59.96% (公司 2011 年前三季度实现净利润 51.80 亿元), 折合每股盈利约 0.698 元。总的来说公司三季报业绩低于我们的预期。

分季度来看, 2012 年第三季度实现营收 19.65 亿元, 同比下滑 52.20%, 环比也下挫 27.94%。从净利润指标来看, 第三季度仅为 2.32 亿元, 同比大幅下滑 89.37%, 环比也大幅回落 16.58%。

第三季度公司业绩大幅下滑, 主要是由于稀土产品价格与销量均同比大幅减少导致营业收入大幅下滑 (同比减少 52.20%); 同时公司销售的产品主要是成本较高的中重稀土和磁性材料, 因而营业收入不降反升 (同比增加 103.66%)。同期公司销售毛利率下滑至 44.18%, 这也是近两年半以来的新低。

稀土行业仍处弱市, 复苏还需耐心等待

2012 年第三季度海外稀土产业整体需求仍并不见好转。

从最新公布的 8 月稀土出口数据来看: 我国 8 月出口稀土矿石、金属及化合物 4,063 吨, 环比增加 8.5%; 但 1-8 月稀土出口量同比下降 31.7% 至 25,792 吨。8 月份出口量相对增加, 主要是因为当月氧化镧和氧化镨的出口大幅增加 (氧化镨出口 52.450 吨, 环比增长 123.67%, 氧化镧出口 287.86 吨, 环比增长 49.29%), 但其他产品大多依然环比下滑。

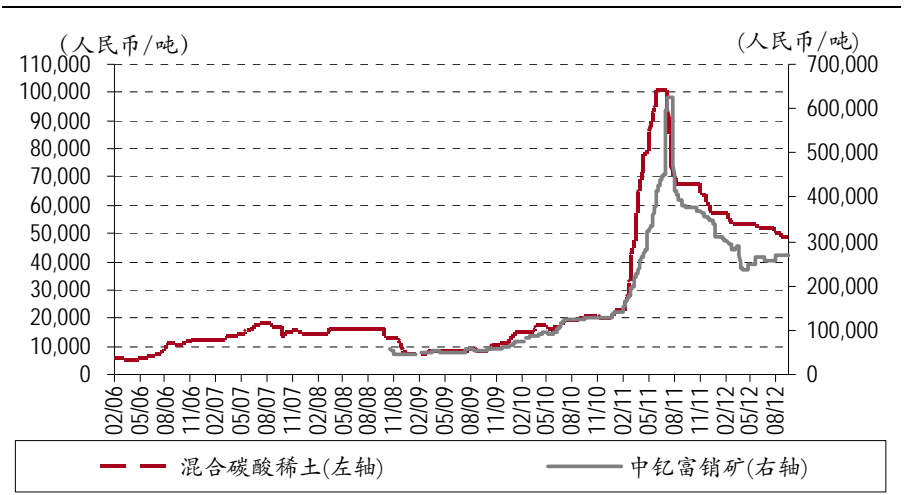
当前疲软的国际经济形势已促使全球对于稀土的需求持续低迷, 尤其是目前中日关系十分紧张, 有报道称日本企业正大力开发东南亚地区的稀土资源, 这对中国稀土出口贸易商的心理打击较大。此外国外稀土产业自 2012 年四季度起也将恢复生产, 虽然短期内量不多, 还无法影响到中国稀土的主导地位, 但对市场心理的打击还是十分大的。因而总体来说国内稀土市场处于十分脆弱的境地。

望眼未来, 随着美澳稀土矿山开始大规模投产, 海外对国内轻稀土的依赖将会大幅减少。

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。

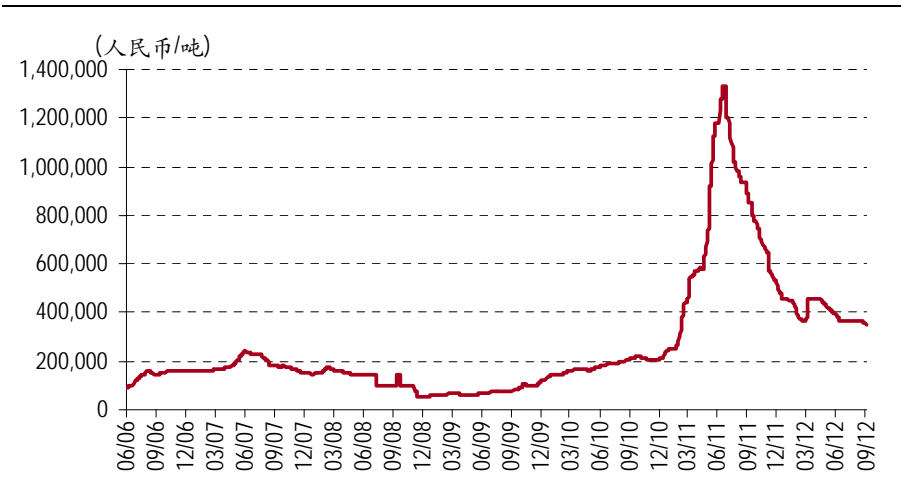
因而谨慎起见, 我们认为可以未来轻稀土供给过剩将会成为一种常态, 稀土价格上行的动力可能不足。

图表 1. 国内稀土矿价格



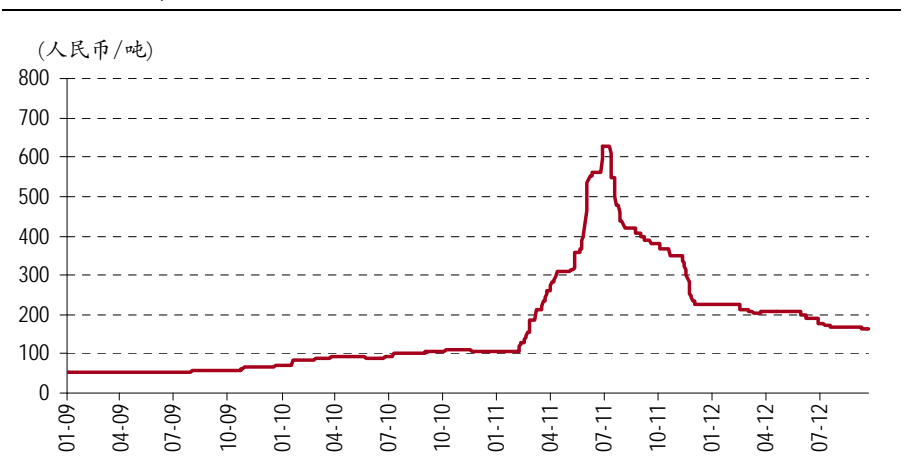
资料来源：中华商务网

图表 2. 国内氧化镨钕



资料来源：中华商务网

图表 3. 国内稀土钆铁硼



资料来源：中华商务网

下调盈利预测和目标价，下调评级为持有

出于对稀土价格和公司销量的谨慎预期，我们分别下调 12-14 年盈利预测 17.5%、21.4%和 26.5%至 0.855 元、0.901 元和 0.932 元。

基于对国内稀土产业链短期景气度复苏前景尚不明确的预期，我们将公司的近目标价从 42.00 元下调至 35.00 元，这是基于近 39 倍的 2013 年市盈率估值，同时我们将公司的评级从买入下调至**持有**。

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	15,385	18,824	25,411
销售成本	(2,669)	(3,137)	(8,256)	(9,711)	(15,055)
经营费用	(478)	(805)	(704)	(798)	(1,266)
息税折旧前利润	2,111	7,586	6,425	8,316	9,091
折旧及摊销	(179)	(191)	(166)	(172)	(177)
经营利润(息税前利润)	1,932	7,395	6,258	8,144	8,914
净利息收入/(费用)	(110)	(129)	(122)	(141)	(302)
其他收益/(损失)	20	9	33	21	21
税前利润	1,842	7,276	6,170	8,024	8,634
所得税	(471)	(1,667)	(1,543)	(2,006)	(2,158)
少数股东权益	(620)	(2,130)	(2,556)	(3,835)	(4,218)
净利润	751	3,478	2,071	2,183	2,257
核心净利润	751	3,478	2,071	2,183	2,257
每股收益(人民币)	0.310	1.436	0.855	0.901	0.932
核心每股收益(人民币)	0.310	1.436	0.855	0.901	0.932
每股股息(人民币)	0.100	0.350	0.214	0.225	0.233
收入增长(%)	n.a.	119	33	22	35
息税前利润增长(%)	n.a.	283	(15)	30	9
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	259	(15)	29	9
每股收益增长(%)	n.a.	363	(40)	5	3
核心每股收益增长(%)	n.a.	363	(40)	5	3

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	6,170	8,024	8,634
折旧与摊销	179	191	166	172	177
净利息费用	125	157	122	141	302
运营资本变动	(1,780)	(5,139)	(9,485)	(15,202)	(21,356)
税金	(471)	(1,667)	(1,543)	(2,006)	(2,158)
其他经营现金流	1,048	(818)	6,144	10,124	11,959
经营活动产生的现金流	943	0	1,574	1,253	(2,443)
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	310	617	5,795
支付股息	(81)	424	(518)	(546)	(564)
其他融资现金流	(354)	(1,879)	(135)	(147)	(306)
融资活动产生的现金流	(26)	(881)	(342)	(75)	4,925
现金变动	331	(1,171)	1,283	1,236	2,541
期初现金	3,381	3,712	2,563	3,846	5,083
公司自由现金流	357	(287)	1,625	1,313	(2,384)
权益自由现金流	656	(245)	1,916	1,912	3,396

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	3,846	5,083	7,623
应收帐款	492	504	2,462	4,706	7,623
库存	1,971	6,597	6,605	8,254	13,549
其他流动资产	890	419	2,685	4,220	7,064
流动资产总计	5,130	10,083	15,598	22,262	35,860
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	20,031	26,468	39,832
应付帐款	540	999	1,651	1,942	3,011
短期债务	1,358	1,770	2,044	2,638	8,419
其他流动负债	1,452	2,176	2,417	2,480	3,073
流动负债总计	3,350	4,945	6,112	7,060	14,503
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	4,761	6,398	8,091
股东权益	2,416	5,633	7,183	8,820	10,513
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	20,031	26,468	39,832
每股帐面价值(人民币)	1.00	2.33	2.97	3.64	4.34
每股有形资产(人民币)	2.35	4.22	2.76	3.45	4.16
每股净负债/(现金)(人民币)	0.63	(0.15)	(0.48)	(0.73)	0.61

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
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	40.1	65.8	41.8	44.2	35.8
息税前利润率(%)	36.7	64.1	40.7	43.3	35.1
税前利润率(%)	35.0	63.1	40.1	42.6	34.0
净利率(%)	14.3	30.2	13.5	11.6	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.0	2.6	3.2	2.5
利息覆盖率(倍)	17.6	57.5	51.4	57.6	29.5
净权益负债率(%)	11.9	净现金	净现金	净现金	6.0
速动比率(倍)	0.9	0.7	1.5	2.0	1.5
估值					
市盈率(倍)	107.9	23.3	39.1	37.1	35.9
核心业务市盈率(倍)	107.9	23.3	39.1	37.1	35.9
目标价对应核心业务市盈率(倍)	112.9	24.4	40.9	38.8	37.6
市净率(倍)	33.5	14.4	11.3	9.2	7.7
价格/现金流(倍)	28.6	n.a.	51.5	64.7	(33.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.9	5.8	13.4	10.7	10.6
周转率					
存货周转天数	269.6	498.5	291.8	279.3	264.3
应收帐款周转天数	34.2	15.9	35.2	69.5	88.5
应付帐款周转天数	37.5	31.6	31.4	34.8	35.6
回报率					
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	32.3	27.3	23.3
资产收益率(%)	16.4	38.7	27.0	26.3	20.2
已运用资本收益率(%)	29.5	64.5	45.9	43.2	32.2

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。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

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士，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刊载或转发的，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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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