

2010-04-18

有色金属/稀土业

公司研究 / 更新报告

包钢稀土 (600111)

增持/ 维持评级

股价: RMB31.28

分析师

叶洮
SAC 执业证书编号:S1000206110083
+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

孙蕾
021-68498607 sunlei@lhqz.com

联系人

王茜
+755-82364392 wangqianysj

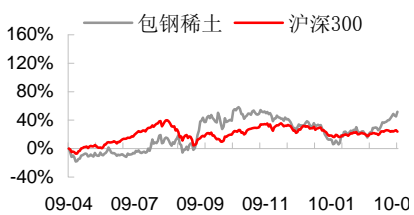
相关研究

- 《江西稀土行业调研纪要》 (2010/04/15)
- 《盈利明显提升 行业持续向好》 (2010/03/22)
- 《供应收缩路径日益清晰》 (2010/03/17)
- 《稀土行业电话会议纪要》 (2010/03/11)
- 《稀土行业: 破晓时分》 (2010/03/08)
- 《致力于打造完整产业链》 (2010/03/03)
- 《包头稀土收储明确 期待产业规划出台》 (2010/02/10)

基础数据

总股本 (百万股)	807
流通 A 股 (百万股)	493
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	15426

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

V 型反转

-2009 年年报及 2010 年一季报点评

上调盈利预测, 维持“增持”评级。鉴于年初以来稀土价格显著上涨, 我们上调公司全年盈利预测, 预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.80、1.15 以及 1.52 元/股。我们认为, 稀土产业正呈现出“一方面需求爆发性增长、而同时供应有序收紧的积极局面”, 长期景气周期的“窗口”已经打开; 作为行业龙头, 公司有望迎来“量价齐升”的市场前景, 维持“增持”评级。

2009 年主营产品价格大幅下降, 业绩明显下滑。公司全年实现销售收入 25.93 亿元, 同比降低 19.6%, 实现归属于母公司净利润 5577 万元, 同比减少 67.0%, 基本每股收益 0.07 元/股, 基本符合预期。伴随整合进程加快, 公司稀土氧化物产量有所提升, 全年合并生产稀土氧化物 5.76 万吨 (同比增长 6.7%)、稀土金属 6328 吨、功能材料 5561 吨。

2010 年一季度主营产品价格明显上涨, 盈利大幅提升。报告期实现销售收入 9.79 亿元, 同比增长 161.4%, 实现归属于母公司净利润 1.28 亿元, 同比增长 262.7%, 基本每股收益为 0.16 元/股, 略高于预期。主要原因包括: 1、报告期稀土产品价格持续上涨且销售量增加; 2、三项费用率有所下降。

公司管理水平逐步提高、市场控制力增强。2009 年以来, 公司充分发挥国贸公司对北方稀土氧化物和稀土金属统一收购、统一销售的优势, 利用投放价格和投放量对市场进行积极引导, 提高了市场话语权。而公司也在我国三大磁性材料生产基地即山西、江浙、京津地区设立销售机构, 提高了产品的市场占有率。估计公司下一步或将加快与南方稀土企业的联合重组步伐, 进一步完善其产业发展的整体布局。

下游产业链的延伸或将成为未来新的利润增长点。公司预计将于 2010 年内建成年产 300 台稀土永磁核磁共振产业化项目, 并建设 1.5 万吨高性能磁性材料产业化项目二期工程和 3000 吨高性能抛光粉异地扩建项目。而包括稀奥科电池公司在内的此前亏损的下游产品公司也在进行生产线转型改造。公司正在积极延伸产业链, 推进产业集群化发展。

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2593.0	979.4	4,555.2	5,407.5	6,370.1
(+/-%)	-19.6	161.4	75.7	18.7	17.8
归属母公司净利润(百万元)	55.8	128.4	646.2	924.6	1,225.9
(+/-%)	-67.0	262.7	1058.7	43.1	32.6
EPS(元)	0.07	0.16	0.80	1.15	1.52
P/E(倍)	452.8	196.7	39.1	27.2	20.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

稀土价格迅速上涨，并有望维持强势。自年初至4月初，主要稀土氧化物价格均有不同程度上涨，其中公司主营产品氧化镨钕上涨 50%，氧化铈上涨 40%，氧化镧上涨 27%。我们将其归因于：一方面国贸公司对价格控制力提升；另一方面随着全球经济逐步复苏的补库存的进行，稀土下游需求强劲复苏，主要应用领域钕铁硼市场发展较好，订单饱满。

中长期来看，金融危机过后，新能源和新产业作为各国经济转型和结构调整的重点，有望成为未来全球经济发展的新引擎。稀土因其特殊的理化特性，注定成为新能源产业不可或缺的核心资源，正面临着从“工业味精”到“工业食粮”的深刻转变，稀土需求已然面临新阶段的起点。

上调盈利预测。鉴于年初以来稀土价格显著上涨，且我们判断这种趋势有望持续，现分别上调 2010-2011 年公司主营产品价格假设：氧化镨钕价格由 15、17 万/吨，上调至 17.5、20 万元/吨；氧化铈价格由 2、2.2 万/吨，上调至 2.2、2.5 万元/吨；氧化镧价格由 2.8、3.1 万元/吨，上调至 3.2、3.6 元/吨。对应上调公司 2010-2011 年 EPS 至：0.80、1.15 元/股。

表 1、稀土价格敏感性分析

氧化镨钕价格	17.50	19.25	21.00	22.75	24.50	26.25	28.00
上涨幅度	0	10%	20%	30%	40%	50%	60%
2010 年 EPS	0.80	0.95	1.09	1.24	1.38	1.53	1.69

资料来源：华泰联合证券研究所

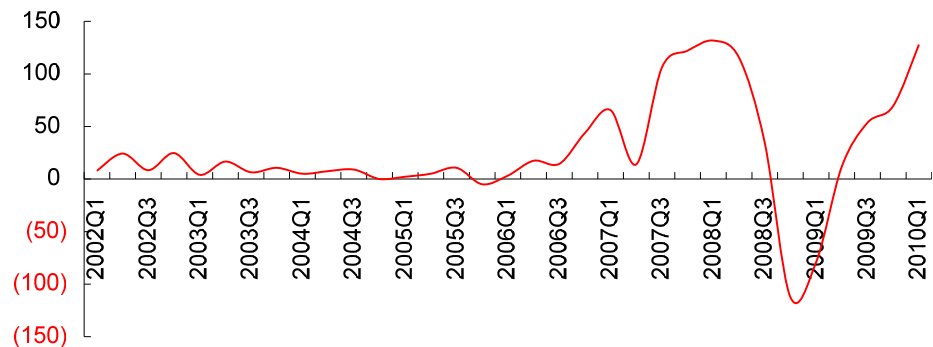
公司业绩超预期的可能源自：1、稀土价格继续上涨，我们认为其逻辑上的可能性较大；2、截止一季度末公司仍拥有 13 亿元存货，若需求持续向好，该部分库存可望成为 2010 年的销量增量。

风险提示：1) 下游产品业务发展情况存在不确定性。2) 稀土价格波动风险。

附图

图 1、公司单个季度净利润变化

单位：百万元

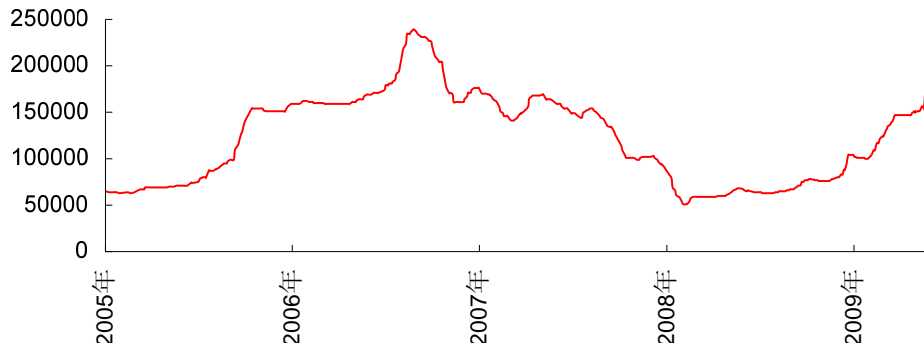


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

年初至今氧化
镨钕价格上涨约
50%。

图 2、氧化镨钕价格走势

单位：元/吨

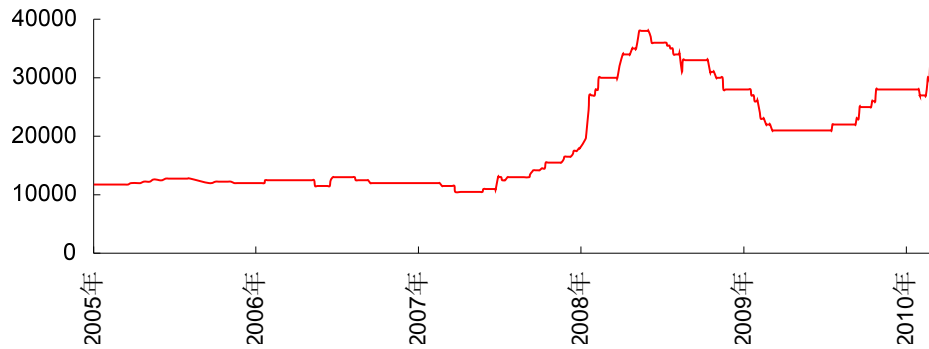


资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

年初至今氧化
镧价格上涨约 35%

图 3、氧化镧价格走势

单位：元/吨

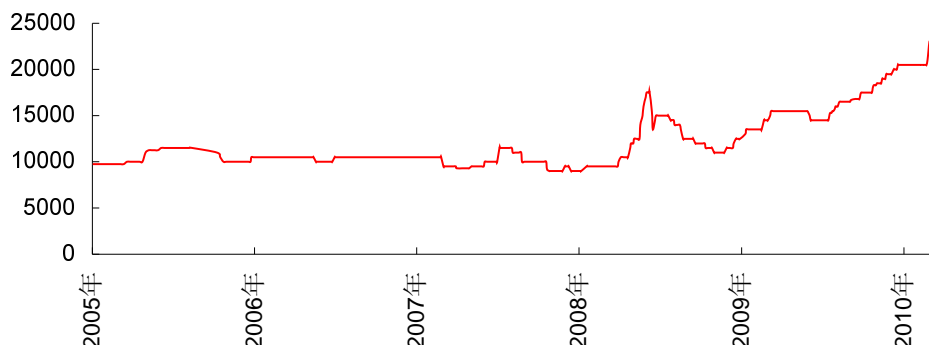


资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

年初至今氧化
铈价格上涨约 20%

图 4、氧化铈价格走势

单位：元/吨



资料来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2010E	2012E	会计年度	2009	2010E	2010E	2012E
流动资产	4101	5800	6842	7747	营业收入	2593	4555	5408	6370
现金	1478	2067	2625	3115	营业成本	1990	2706	2842	2984
应收账款	297	995	963	1147	营业税金及附加	22	37	43	52
其它应收款	123	193	233	277	营业费用	27	47	54	64
预付账款	94	192	178	188	管理费用	325	454	563	676
存货	1454	1353	1563	1532	财务费用	115	114	134	105
其他	656	1000	1280	1488	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	2362	2636	2947	3223	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	47	48	47	47	投资净收益	-3	-1	-1	-1
固定资产	1671	1951	2285	2588	营业利润	103	1196	1771	2487
无形资产	221	208	195	182	营业外收入	76	16	40	38
其他	424	428	419	406	营业外支出	5	1	37	33
资产总计	6464	8436	9789	10970	利润总额	173	1211	1774	2492
流动负债	3270	3868	3950	3371	所得税	64	323	495	721
短期借款	1514	2055	2012	1283	净利润	110	888	1279	1770
应付账款	357	525	519	554	少数股东损益	54	242	355	545
其他	1398	1289	1419	1533	归属母公司净利润	56	646	925	1226
非流动负债	697	1183	1189	1188	EBITDA	364	1466	2092	2811
长期借款	521	1021	1021	1021	EPS (元)	0.07	0.80	1.15	1.52
其他	176	162	168	167					
负债合计	3967	5051	5139	4560					
少数股东权益	800	1042	1397	1942					
股本	807	807	807	807					
资本公积	308	308	308	308					
留存收益	576	1226	2137	3353					
归属母公司股东权益	1696	2342	3253	4469					
负债和股东权益	6464	8436	9789	10970					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2010E	2012E	会计年度	2009	2010E	2010E	2012E
经营活动现金流	-198	100	1263	1850	成长能力				
净利润	110	888	1279	1770	营业收入	-19.6%	75.7%	18.7%	17.8%
折旧摊销	146	156	187	219	营业利润	-57.7%	1065%	48.1%	40.4%
财务费用	115	114	134	105	归属于母公司净利润	-67.0%	1059%	43.1%	32.6%
投资损失	3	1	1	1	获利能力				
营运资金变动	-582	-1167	-319	-261	毛利率	23.2%	40.6%	47.4%	53.2%
其它	11	107	-19	16	净利率	10.1%	2.2%	14.2%	17.1%
投资活动现金流	-188	-454	-514	-514	ROE	3.3%	27.6%	28.4%	27.4%
资本支出	165	430	495	495	ROIC	4.5%	21.8%	27.1%	33.0%
长期投资	1	4	-1	-0	偿债能力				
其他	-23	-20	-20	-20	资产负债率	61.4%	59.9%	52.5%	41.6%
筹资活动现金流	432	943	-191	-846	净负债比率	51.3%	60.0%	59.0%	50.6%
短期借款	-609	541	-43	-728	流动比率	1.25	1.50	1.73	2.30
长期借款	450	500	0	0	速动比率	0.81	1.15	1.34	1.84
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-0	0	0	0	总资产周转率	0.42	0.61	0.59	0.61
其他	591	-97	-148	-118	应收账款周转率	6	6	5	5
现金净增加额	46	590	558	490	应付账款周转率	5.36	6.14	5.45	5.56
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.07	0.80	1.15	1.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.25	0.12	1.56	2.29
					每股净资产(最新摊薄)	2.10	2.90	4.03	5.53
					估值比率				
					P/E	384.94	33.22	23.22	17.51
					P/B	12.66	9.17	6.60	4.80
					EV/EBITDA	63	16	11	8

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com