

稀土龙头充分享受政策红利

谨慎推荐（维持）

包钢稀土（600111）年报和1季报点评

投资要点：

2010年4月19日

- ◇ **2009年每股收益0.07元，同比下降66.62%**。全年实现营业收入25.93亿元，同比减少19.59%；归属上市公司净利润5577万元，同比减少66.62%，每股收益0.069元。
- ◇ **1季度业绩大幅回升，EPS为0.159元**。2009年3季度后在全球经济转暖以及中国稀土收储政策的刺激下，稀土价格出现了反转上涨态势，公司作为稀土龙头受益涨价明显，业绩逐级提高。1季度EPS为0.159元，显著受益涨价。
- ◇ **产业链延伸获得实质进展**。公司在2009年完成1500吨高性能磁性材料的一期建设项目，一期也在2010年启动。积极推进300台稀土永磁核磁共振产业化项目，公司计划在2010年建成该产业化项目。公司还将在2010年建设3000吨高性能抛光粉异地扩建项目。对镍氢电池公司生产线进行技术改造，提高产能利用率。
- ◇ **政策因素主导稀土行业进入长期牛市**。稀土行业政策支持力度不断强化，行业面临前所未有的发展前景，稀土行业将进入长期政策性牛市，价格持续上升是趋势所在；并且稀土氧化物和金属物主要下游行业大多为新能源、新材料行业，市场需求广阔。公司作为稀土龙头，将长期受益于政策红利。
- ◇ **行业前景广阔，维持谨慎推荐**。预计2010/2011年每股收益分别为0.56元、0.81元，对应10/11年PE为56、38倍，虽然PE估值偏高，但行业处于景气上升过程中，公司可获得估值溢价，维持谨慎推荐评级，建议持续关注。

刘卓平

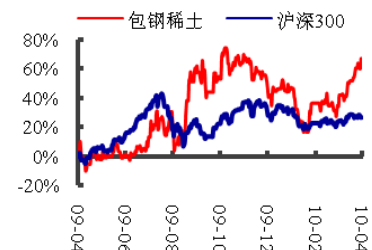
电话：0769-22119410

邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

主要数据 2010年4月16日

| | |
|--------------|--------|
| 收盘价(元) | 31.28 |
| 总股本(万股) | 80,735 |
| 流通 A 股股本(万股) | 49,316 |
| 12 月最高价(元) | 33.30 |
| 12 月最低价(元) | 16.55 |

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3224.56 | 2,592.96 | 3,941.29 | 5,044.86 |
| 同比% | 0.29 | -19.59 | 52.00 | 28.00 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 169.13 | 55.77 | 450.65 | 651.56 |
| 同比% | -0.45 | -67.03 | 708.08 | 44.58 |
| 毛利率% | 22.71 | 23.25 | 32.50 | 35.00 |
| ROE% | 2.24 | 2.24 | 12.71 | 15.25 |
| 每股收益(元) | 0.21 | 0.07 | 0.56 | 0.81 |
| 每股净资产(元) | 2.03 | 2.10 | 2.50 | 2.80 |
| 市盈率(倍) | 149.31 | 452.84 | 56.04 | 38.76 |
| 市净率(倍) | 15.42 | 14.89 | 12.51 | 11.17 |

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

包钢稀土年报&季报点评：题材虽好，估值偏高

2009年4月22日

1. 2009 年每股收益 0.07 元，同比下降 66.62%

公司年报显示，全年实现营业收入 25.93 亿元，同比减少 19.59%；归属上市公司净利润 5577 万元，同比减少 66.62%，每股收益 0.069 元，低于预期。

业绩同比大幅下降的主要原因是受全球经济危机影响，公司主要产品稀土氧化物和稀土金属物价格大幅下降，导致盈利能力下滑明显。2009 年主要稀土氧化物如氧化钕、氧化镧均价分别比 2008 年下跌了 40.57%、24%，金属钕、金属镧价格分别下跌了 40%、23.6% 只有少数稀土价格出现了上涨，如氧化铈、氧化镨等。

产量方面，公司 2009 年稀土氧化物产量为 6.76 万吨，同比增长了 6.7%，并有稀土金属 6328 吨，功能材料 5561 吨，总体生产规模进一步扩大。

从季度业绩看，公司业绩拐点出现在 2009 年 3 季度，随着稀土价格的全面回升，公司的盈利逐渐回到正常水平。2、3、4 季度 EPS 分别为 0.015、0.066、0.086 元，逐季提高。

2.1 季度业绩大幅回升，EPS 为 0.159 元

2009 年 3 季度后在全球经济转暖以及中国稀土收储政策的刺激下，稀土价格出现了反转上涨态势，公司作为稀土龙头受益涨价明显，业绩逐级提高。

1 季度业绩更是大幅上涨，收入同比大幅增长了 161%，净利润 20566 万元同比增长了 262.66%，环比也增长了 85%，单季度 EPS 为 0.159 元。

导致 1 季度业绩同比大幅增长的主要原因是稀土价格大幅上涨，1 季度氧化钕价格为 15.75 万元/吨，同比大幅提高了 113%，其他稀土氧化物如氧化镧、氧化铈价格也分别同比提高了 2.8%、54%。

因为价格的上涨，公司的盈利水平大幅提高，1 季度综合毛利率达到了 40.71%，环比去年 4 季度大幅提高了 1.5 个百分点，而去年同期却是大幅亏损的。

表 1：公司单季度经营对比

| 名称 | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 单季度. 每股收益(元) | -0.098 | 0.015 | 0.066 | 0.086 | 0.159 |
| 单季度. 销售毛利率(%) | -3.39 | 21.77 | 28.72 | 30.2 | 40.71 |
| 单季度. 净资产收益率 ROE(%) | -4.94 | 0.75 | 3.34 | 4.17 | 7.29 |
| 单季度. 营业总收入(亿元) | 3.75 | 5.3 | 6.61 | 10.27 | 9.79 |
| 单季度. 营业总成本(亿元) | 4.93 | 5.28 | 5.76 | 8.91 | 7.09 |
| 单季度. 营业收入(亿元) | 3.75 | 5.3 | 6.61 | 10.27 | 9.79 |
| 单季度. 营业利润(亿元) | -1.19 | -0.01 | 0.85 | 1.37 | 2.7 |
| 单季度. 利润总额(亿元) | -1.03 | 0.04 | 0.91 | 1.82 | 2.75 |
| 单季度. 归属母公司股东的净利润(亿元) | -0.79 | 0.12 | 0.54 | 0.69 | 1.28 |
| 单季度. 经营活动产生的现金流量(亿元) | 1.02 | 0.52 | -3.73 | 0.21 | 0.27 |
| 单季度. 投资活动产生的现金流量(亿元) | -0.29 | -0.96 | -0.5 | -0.12 | -0.35 |
| 单季度. 筹资活动产生的现金流量(亿元) | -0.17 | 1.23 | 2.93 | 0.32 | -4.02 |
| 单季度. 现金及现金等价物净增加(亿元) | 0.56 | 0.79 | -1.3 | 0.41 | -4.1 |

资料来源：东莞证券研发中心、wind 资讯

3. 产业链延伸获得实质进展

公司早期主要从事稀土资源的开采为主，向下游产业链拓展不够。近年来公司加大了对下游加工和新能源材料、功能材料的加工制造，取得了良好的效果。

公司在 2009 年上半年启动了 1500 吨高性能磁性材料的投资项目，该项目总投资额为 7.3 亿元，分 2 期建设，首期已经在 2009 年底顺利完成，形成了 3000 多吨的产能。公司计划在 2010 年启动 2 期建设，建成后公司将形成 15000 吨钕铁硼速凝薄带、5000 吨钕铁硼氢碎粉、2000 吨高性能磁体的规模，这些磁性材料主要应用于计算机、混合动力及普通汽车、风力发电机、核磁共振成像仪等行业，市场前景广阔。

此外，公司还积极推进 300 台稀土永磁核磁共振产业化项目，公司计划在 2010 年建成该产业化项目。公司还将在 2010 年建设 3000 吨高性能抛光粉异地扩建项目，并将原有的 2000 吨产能搬迁到高新开发区，共形成 5000 吨产能，构筑公司下游产业新优势。

2010 年 3 月 2 日，公司公告以现金方式出资 2 亿元（占 40% 股权）与河北新奥博为技术有限公司合资成立包头市稀宝博为医疗系统有限责任公司，并在包头稀土高新技术产业开发区建设稀土永磁核磁共振影像系统（MRI）产业化项目。该投资是公司稀土产业化进展的重要一步，MRI 是核磁医疗设备行业，是国家大力鼓励发展的高技术产业链领域之一，目前在全球 MRI 市场销售中，主要为欧美生产商，国产化率很低。该项目前景广阔，但短期内难以形成效应。

对于公司早期进入的镍氢电池行业，目前仍处于持续亏损状态，其中内蒙古稀奥科镍氢电池极板有限公司 2009 年亏损了 2000 万元，而蒙古古稀奥科镍氢动力电池公司则亏损了 2218 万元。公司已经完成年产 1500 万套圆柱形镍氢电池正负极板项目和 1000 万套圆柱形镍氢电池装配项目的建设投产，并对稀奥科镍氢电池公司进行了生产线改造。我们认为 2010 年随着电池生产线产能利用率的提升，亏损的状况有望扭转。

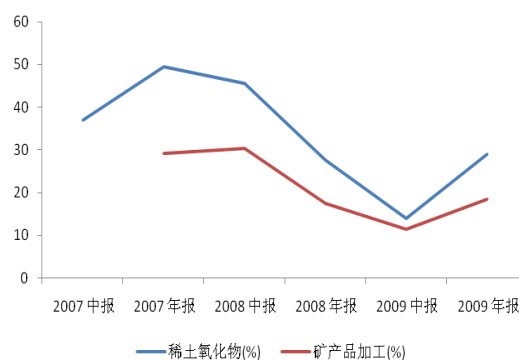
4. 销售得到显著改善，管理水平有待提高

公司在 2008 年成立国贸公司，专门从事公司主要稀土产品的对外销售，使产销分离提高效率，也对稀土价格进行更有效的控制。国贸公司对北方稀土氧化物和金属统一收购和销售，促进了稀土市场的稳步复苏，公司在我国三大磁性材料生产基地山西、江浙和京津地区分别设立的销售机构，提高了公司产品的市场占有率。

公司的销售费用率在 2008 年 3 季度开始呈现逐渐下降趋势，2009 年为 1.04%，1 季度为 0.64%，都处于乐观水平。报告期内，公司国贸公司实现盈利 4122 万元。

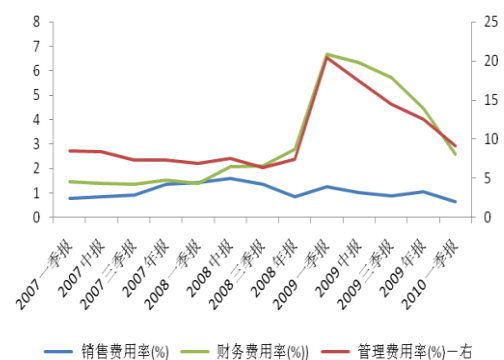
但公司的管理费用却大幅提高，2009 年管理费用率高达 12.53%，比 2008 年提高了 5.1 个百分点。公司公告称是因为合并报表范围变化、个别子公司在 2009 年出现了停产使原本在生产成本的费用转入了管理费用，以及研发费用、维修费的增加所致。我们认为即便扣除这部分非常规性因素，公司的管理费用率依然偏高，2010 年 1 季度公司基本恢复了生产，但管理费用率依然达到了 9.14%。

图 1: 公司毛利率



资料来源: 东莞证券研发中心, 公司公告

图 2: 公司三项费用率



资料来源: 东莞证券研发中心, 公司公告

5. 政策因素主导稀土行业进入长期牛市

近年来国家对稀土行业的整合力度不断加强, 且严格控制产量保护稀土资源; 实现出口限额, 藉以提高稀土价格。在中国的稀土资源分布中, 北方主要是内蒙古地区, 以轻稀土为主, 南方主要分布在四川、江西、广东等地, 以重稀土为主。目前我国已经基本形成了 4 大稀土资源和生产基地, 包钢稀土整合内蒙古稀土资源, 是最大的轻稀土资源和生产基地, 包钢集团所属的白云鄂博铁矿拥有世界稀土资源的 62%, 占国内已探明储量的 87%, 稀土精矿产量占全国总产量的 37% 以上。五矿集团整合江西稀土资源, 江铜集团整合四川稀土资源, 广东的广晟集团整合广东稀土资源。

国家对稀土资源逐渐实施战略性收储计划。公司在 2008 年着手建设稀土精矿储备库, 计划在 5 年内投资 6 亿元建设 10 座 3 万吨级的稀土精矿储备库, 提高精矿资源回收率。公司在 2 月初获得了内蒙古批复的《内蒙古稀土资源战略储备方案》, 公司的储备方案获得批准, 将获得政策性补贴。

我国是世界上稀土资源储量最大的国家, 近年来的一系列政策表明我国的稀土行业整合将越来越深入, 对稀土出口施行严格配额控制, 对稀土矿产实行计划开采, 这些措施对稀土价格形成了强有力的政策支撑, 可以说政策因素将主导稀土行业处于长期牛市中。

包钢稀土作为我国资源储量最丰富、稀土精矿产量最大的稀土龙头, 将长期享受政策红利。且公司不断扩展产业链, 积极向稀土下游行业扩展, 盈利空间潜力很大。

图 3: 主要稀土氧化物价格

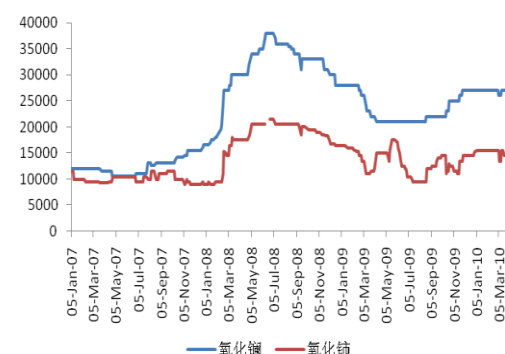
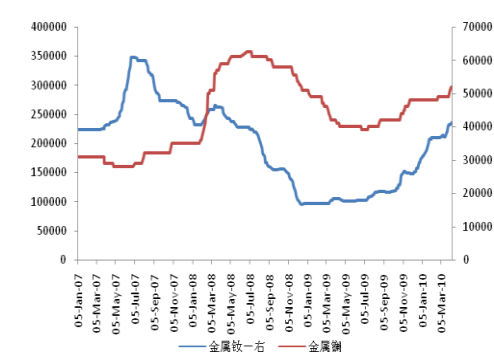


图 4: 主要稀土金属物价格



资料来源：东莞证券研发中心

资料来源：东莞证券研发中心

4. 行业前景广阔，维持谨慎推荐

稀土行业政策支持力度不断强化，行业面临前所未有的发展前景，并且稀土氧化物和金属物主要下游行业大多为新能源、新材料行业，市场需求广阔。公司作为稀土龙头，将长期受益于政策红利。

预计 2010/2011 年每股收益分别为 0.56 元、0.81 元，对应 10/11 年 PE 为 56、38 倍，虽然 PE 估值偏高，但行业处于景气上升过程中，公司可获得估值溢价，维持谨慎推荐评级，建议持续关注。

表 2：公司利润预测表

| 科目(百万元) | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业总收入 | 3,224.56 | 2592.96 | 3941.29 | 5044.86 |
| 营业总成本 | 2,981.48 | 2487.83 | 3138.00 | 3862.50 |
| 营业成本 | 2,492.13 | 1990.16 | 2660.37 | 3279.16 |
| 营业税金及附加 | 22.21 | 22.21 | 31.53 | 40.36 |
| 销售费用 | 27 | 26.88 | 41.38 | 52.97 |
| 管理费用 | 239 | 325.02 | 354.72 | 403.59 |
| 财务费用 | 90 | 115.01 | 50.00 | 86.43 |
| 资产减值损失 | 113 | 8.55 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营收益 | (1) | -2.54 | 2.00 | 2.00 |
| 公允价值变动净收益 | (0) | 0.08 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (1) | -2.62 | 2.00 | 2.00 |
| 其中 对联营和合营投资收益 | (1) | -3.64 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 242 | 102.59 | 805.29 | 1184.35 |
| 加 营业外收入 | 44 | 75.50 | 50.00 | 50.00 |
| 减 营业外支出 | 20 | 4.60 | 5.00 | 5.00 |
| 利润总额 | 266 | 173.49 | 850.29 | 1229.35 |
| 减 所得税 | 37 | 63.74 | 212.57 | 307.34 |
| 净利润 | 229 | 109.76 | 637.72 | 922.01 |
| 减 少数股东损益 | 60 | 53.99 | 187.06 | 270.46 |
| 归属于母公司净利润 | 169.13 | 55.77 | 450.65 | 651.56 |
| 最新总股本(万股) | 80734.80 | 80734.80 | 80734.80 | 80734.80 |
| 基本每股收益(元) | 0.21 | 0.07 | 0.56 | 0.81 |
| 市盈率(倍) | 149.31 | 452.84 | 56.04 | 38.76 |

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

| 公司投资评级 | |
|--------|-----------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上 |
| 行业投资评级 | |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上 |
| 谨慎推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±5% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上 |

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn