



## 有色金属

### Nonferrous metals

2010 年 4 月 22 日

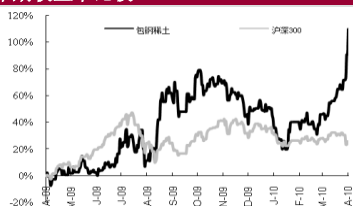
#### 市场数据 2010 年 4 月 22 日

当前价格 (元)	38.26
52 周价格区间 (元)	16.55 -38.26
总市值 (百万)	30889.13
流通市值 (百万)	17151.99
总股本 (万股)	80735
流通股 (万股)	49316
日均成交额 (百万)	408
近一月换手 (%)	88.38
Beta (2 年)	1.55
第一大股东	包头钢铁(集团)有限责任公司
公司网址	www.reht.com

#### 财务数据 FYE 行业均值

毛利率	40.71
净利率	21.00
净资产收益率	7.03
总资产收益率	4.82
资产负债率	55.13
股息率	117.43
市盈率	16.93
市净率	40.71

#### 一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
包钢稀土	43.7	54.6	109.9
沪深 300	-3.1	-4.9	24.3

#### 孙凡

+86- 0755 -83025609

sunfan@jyzq.cn

#### 执业证书编号

孙凡 : S0370209110086

## 包钢稀土 ( 600111 ): 垄断地位理应获得垄断价格, MRI 项目前景广阔

评级: 买入

盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入 (亿元)	32.24	25.93	35.52	38.77
主营收入增长率%	29%	-19.59%	36.98%	9.1%
净利润 (亿元)	1.67	0.55	7.13	8.95
净利润增长率%	-45.78%	-66.62%	1196%	22.01%
每股收益 (元)	0.21	0.07	0.88	1.10
ROE	10.20%	3.29%	15.25%	14.07%
PE	155.23	542.86	43.18	34.5

资料来源: 公司公告、金元证券研究所

- 2010 年一季度业绩超预期, 公司 2010 年一季度实现营业收入 9.79 亿元, 同比增长 161.07%, 环比下降 4.67%, 实现归属于母公司股东净利润 1.28 亿元, 同比增长 262%, 环比增长 85.51%, 每股收益为 0.159 元, 扣除非经常性损益后的每股收益 0.155 元。2010 年一季度业绩相比 2009 年全年业绩增长 130%, 超出了市场预期。
- 2009 年公司全年合并生产稀土氧化物 5.76 万吨、稀土金属 6328 吨, 功能材料 5561 吨。公司业绩大幅好转的原因在于主要产品价格在今年一季度出现明显上涨, 氧化铈、氧化镧、氧化铕和氧化镨钕一季度均价涨幅均在 15% 以上, 尤其是氧化铈和氧化铕价格创历史新高。尽管我国在稀土储量和产量上拥有垄断地位, 但却并未获得产品定价权, 为了改变行业散乱状态, 避免重复建设, 从地方到国家层面的各项政策陆续或即将出台。我们认为稀土氧化物价格今年仍有上涨的空间。
- 公司产业链进一步向下游延伸。今年 3 月包钢稀土出资 2 亿元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公司, 年产 300 台 1.0T 以下的 MRI 产品为主, 以为国外某著名品牌 ODM 方式制造, 预计建成后可贡献营业利润约 7500 万元。另外一个镍氢电池项目则依然处于亏损状态, 正在向镍氢动力电池转型, 并已向奇瑞混合动力汽车配套, 不过考虑到国内自主品牌新能源汽车销量还很有限, 镍氢电池项目业绩改善尚待时间。
- 风险因素: 稀土价格超预期下跌, 合资镍氢电池项目亏损扩大

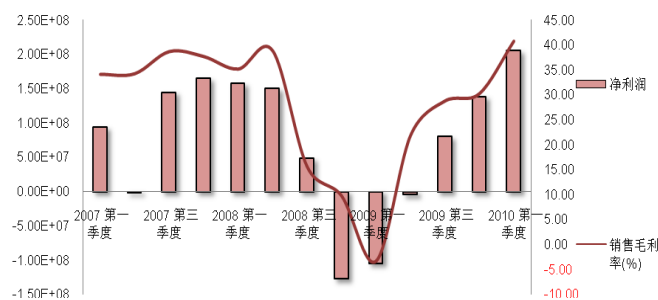
## 一季度盈利创历史最好水平

2009年度公司实现销售收入 25.93 亿元，同比下滑 19.59%，利润总额 1.73 亿元，同比下滑 33.09%，实现归属于母公司净利润 0.56 亿元，同比下滑 66.62%，归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1258.6 万元，同比下滑 91.77%，每股收益 0.069 元，扣除非经常性损益后每股收益 0.016 元。

2009 年业绩大幅下滑的主要原因是受国际金融危机冲击，产品价格大幅下降，主要产品价格下跌超过 50%，销量也大幅下滑，公司一季度亏损 7890 万元。但公司业绩逐季度回升明显，出现 V 型反转。

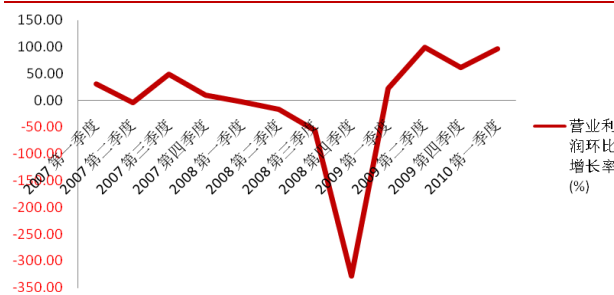
公司 2010 年一季度实现营业收入 9.79 亿元，同比增长 161.07%，环比下降 4.67%，实现归属于母公司股东净利润 1.28 亿元，同比增长 262%，环比增长 85.51%，每股收益为 0.159 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.155 元。2010 年一季度业绩相比 2009 年全年业绩增长 130%，超出了市场预期。

图表 1 公司单季度盈利与毛利率



数据来源：公司公告

图表 2 公司单季度营业利润环比增速（剔除 2009 年三季度）



数据来源：公司公告

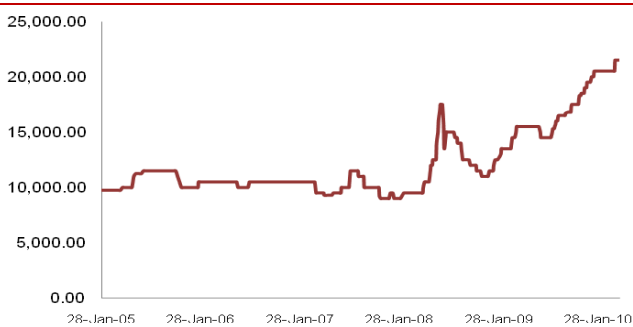
2010 年一季度盈利创历史最高，超过了 2007 年行业景气度最高时的水平，毛利率也回到了 2007 年时的水平，预计今年公司毛利率能维持在 40% 以上。环比来看，2008 年四季度营业利润增速降幅最大，其后

触底回升，2009年三季度达到了惊人的增长115倍，2010年一季度也同样增长96.56%，依然保持着高速增长。

### 主要产品价格上涨明显

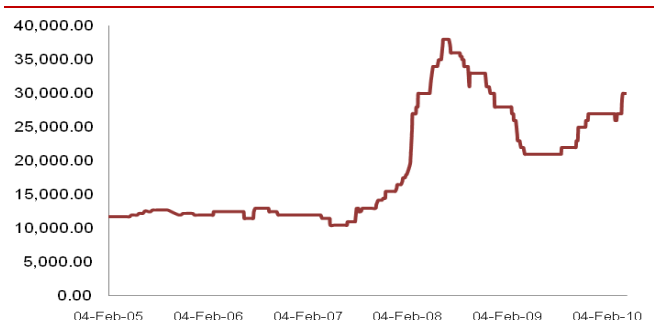
2009年公司全年合并生产稀土氧化物5.76万吨、稀土金属6328吨，功能材料5561吨。公司业绩大幅好转的原因在主要产品价格在于今年一季度出现明显上涨，氧化铈、氧化镧、氧化铈和氧化镨钕一季度均价涨幅均在15%以上，尤其是氧化铈和氧化铈价格创历史新高。2009年度存货计提冲回1.1亿元，这也是公司在2009年保持盈利的一大主要原因，预计2010年不会有重大资产减值计提。

图表 3 氧化铈价格走势



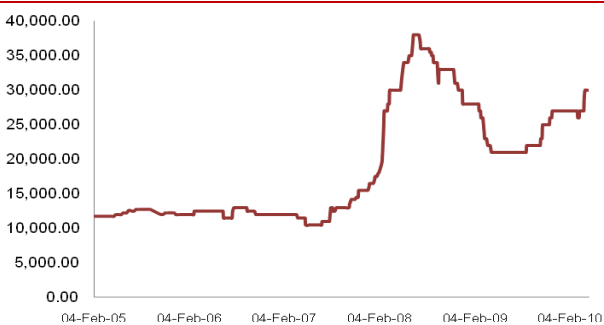
数据来源：上海有色金属网

图表 4 氧化镨钕价格走势



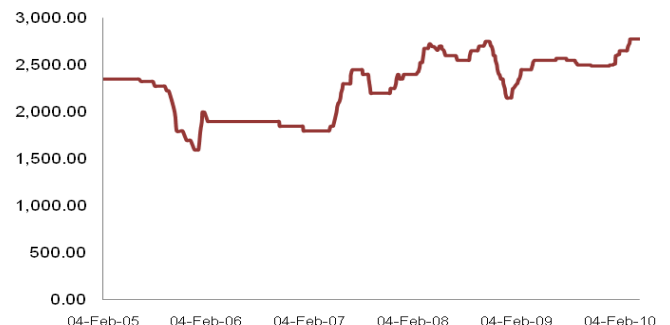
数据来源：上海有色金属网

图表 5 氧化镧价格走势



数据来源：上海有色金属网

图表 6 氧化铈价格走势



数据来源：上海有色金属网

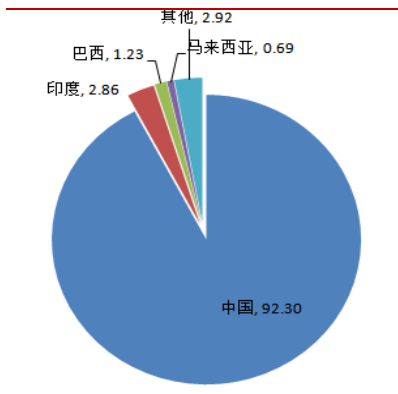
成本方面由于与集团有供货协议，强磁中矿、强磁尾矿的交易价格分别为20元/吨、12元/吨，且采购价格将自2009年起执行3年，成本不会随着售价上涨而上升，2010年一季度矿产品加工毛利是40.5%，我们预计今年全年矿产品加毛利将维持在40%以上。

### 收储将进一步巩固公司行业垄断地位

我国2009年稀土氧化物产量约12万吨左右，约占全球产量92.3%，从产量上看是实实在在的绝对垄断地位，然而在价格上我们却未能获得

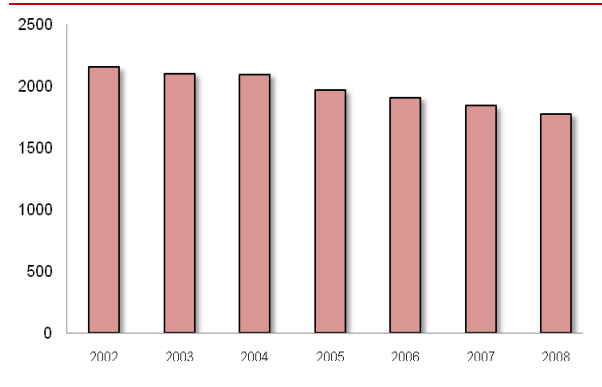
相匹配的垄断定价能力，反而日本、韩国等国此前已从我国廉价购买了足够使用 20 年左右的稀土产品作储备，由此掌控了国际定价权。

图表 7 世界稀土产量分布 (2009)



数据来源: Bloomberg

图表 8 我国稀土储量 (2002-2008)



数据来源: 国家统计局

2005 年，我国稀土年出口量比 1990 年翻了 9 倍，但价格却下降了 55% 以上。因在我国购买稀土原料初级产品不受配额限制，一些发达国家的企业近年来又大规模在我国稀土资源区投资设厂。仅内蒙古就有近 10 家外资工厂。这些企业在当地大量买入稀土原料和金属，简单加工后便运到国外进行深加工或储备，成功地规避了我国出口配额限制。1998 年我国稀土储量占全球总储量 42%，到 2009 年下降至 36%，美国、前苏联、澳大利亚等国最近十年稀土产量几乎为零（也从侧面证明了当前稀土价格还不足以吸引这些国家开采自身的稀土资源），中国廉价的稀土供应了全球市场，被业内人士戏称“黄金卖了个白菜价”。

每年一次的铁矿石谈判深深触动了国人的神经，“三巨头”的共同进退策略导致全球钢铁行业利润迅速向上游集中。这一做法也给我国稀土行业做出了一个很好的表率作用。如何利用我国在稀土储量和产量上的垄断地位获得产品定价权，改变行业散乱状态，避免重复建设，从地方到国家层面的各项政策陆续或即将出台。

### ■ 从地方到国家层面的收储政策

2009 年 2 月初，内蒙古批复了《内蒙古自治区稀土资源战略储备方案》，同时包钢稀土发布公告将分 5 年对 30 万吨稀土矿产品及适量稀土分离。储备资金将主要由包钢稀土自行承担，自治区、包头市、包钢(集团)公司将共同给予贴息支持，其中自治区贴息 1000 万元，包头市贴息 1000 万元，其余由包钢(集团)公司贴息。包钢稀土的收储主要通过下属国际贸易子公司执行，尽管收储对公司资金造成一定压力，但由于得到地方政府和集团的支持，这些低价收购的产品在稀土价格逐步回升的情况下为公司未来业绩发展提供了有力保障。

同时，国家层面的《稀土工业发展专项规划（2009—2015年）》和《稀土工业产业发展政策》也即将出台。主要内容包括：控制年度开采总量，出口配额管理，积极引导国内稀土产业优化布局、调整结构，提高准入门槛，以及鼓励稀土产业向应用领域延伸等。主要目的还是为了获取稀土的国际定价权。

#### ■ 逐步淘汰小型稀土矿企，资源进一步向大型企业集中

包钢稀土 2009 年稀土氧化物产量占全国产量 46%，也是两市唯一稀土主业上市公司，未来也是国内稀土行业的主要整合平台。公司目前已经基本控制北方稀土市场，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，提高了公司产品的市场占有率。还与甘肃、江西、广西等地部分稀土企业进行了合作交流，未来将逐步收购南方稀土矿山以扩大资源储备。

我们预计这些政策的逐步出台和实施将进一步加强包钢稀土在稀土产品上的定价权，公司主要产品价格仍有上涨空间。

### 大力拓展下游深加工领域

稀土有“工业维生素”之说，下游行业分布很广，包括电子、石油化工、冶金、机械、能源、轻工、环境保护、农业等领域。应用稀土可生产荧光材料、稀土金属氢化物电池材料、电光源材料、永磁材料、储氢材料、催化材料、精密陶瓷材料、激光材料、超导材料、磁致伸缩材料、磁致冷材料、磁光存储材料、光导纤维材料等。目前包钢稀土下游深加工项目主要集中在新能源和医疗设备两个领域。

#### ■ 年产 300 台稀土永磁核磁共振（MRI）产业化项目

MRI 是医疗设备领域技术含量最大，也是最高端产品，目前高端 MRI 产品全球市场几乎被飞利浦、西门子和 GE “三巨头”所垄断，高端产品售价可以达到 1000 万元/台（超导磁体，磁场强度 3.0T 以上），一般只有大城市的少量三甲医院拥有这种设备，而且是多家医院共用，一次检查费在 1000 元以上。低端产品售价约 200 万元/台（永磁体，磁场强度 1.0T 以下），这类产品技术门槛相对较低，国内生产厂家主要有安科、东软、万东、新奥博为等，以及西门子迈迪特，相比而言飞利浦和 GE 低端 MRI 产品不多。

今年 3 月包钢稀土出资 2 亿元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公司，并以其为主体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，包钢

稀土占股 40%，2010 年建成。新奥博为是由 8 位归国创业的科学家与河北新奥集团合资成立，主攻 MRI 和超声光散射乳腺成像两个方向，在 MRI 方向已经拥有 Centauri 3000 和 mStar 4500 两款产品（自主专利），即 0.3T 和 0.45T，这两款产品已经在河北廊坊第四医院等单位得到应用，新奥博为并且拥有生产 0.7T MRI 产品的技术。

据了解，包钢稀土这一年产 300 台稀土永磁核磁共振（MRI）产业化项目并非以自身品牌推向市场，而是为国外某品牌贴牌制造，我们认为这主要原因还是因为新奥博为品牌影响力有限，国内医院接受度不高，所以不得已采取为国外品牌 ODM 的曲线战略，走了一条和家电企业类似的发展之路。我们预计未来合资公司还是以生产 1.0T 以下的 MRI 产品为主，由于合资公司是以 ODM 而非 OEM 方式（外方并不提供技术支持，只提供品牌和销售支持），我们预计每台 MRI 销售给外方的价格约 100 万元，毛利率 35%，可贡献营业利润约 7500 万元。

另外包钢稀土在这一项目上也采取了严格的风险控制办法，地方政府无偿提供 4000 亩开发区土地（市场价值 4000 万元），同时若合资公司未来亏损达到 4000 万元可解散公司，由于新奥博为以无形资产出资，若合资公司解散，包钢稀土拥有优先资产处置权。

由于新奥博为公司已经具备生产 MRI 的技术和部分设备，我们认为这一年产 300 台稀土永磁核磁共振（MRI）产业化项目 2010 年建成并投产的可能性很大。同时得到外方品牌和销售网络支持，我们对这一项目的前景非常看好，但由于工厂仍在建设中，存在一定的不确定性，我们在计算 2010 年盈利时未将这一项目计算在内。

图表 9 新奥博为 MRI 产品图



来源：新奥博为公司

#### ■ 镍氢动力电池及正负极材料

包钢稀土在新能源业务主要依靠下属两个子公司内蒙古稀奥科镍氢电池极板有限公司和内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司。这两家公司以生产镍氢电池及正负极材料为主，已形成年产 700 万只 D 型镍氢电池的设计生产能力。但这两家公司自 2002 年成立开始就一直处于亏损

状态，目前正在向镍氢动力电池转型，并向奇瑞混合动力汽车配套，不过考虑到国内自主品牌新能源汽车销量还很有限，而且国内目前镍氢电池生产厂家以科力远、杉杉股份和中炬高新等公司为主。包钢稀土这两家子公司业绩改善尚待时间。

图表 10 稀奥科“D”型单体电池



来源：稀奥科公司

图表 11 稀奥科 24V 电池组



来源：稀奥科公司

盈利预期与估值分析

我们分别假设稀土氧化物今年价格维持不变、上涨 10%和上涨 20%，同时 MRI 项目 2010 年未能对公司业绩有所贡献，而镍氢电池项目亏损从 4200 万元降至 2500 万元。主要产品产量保持不变。对应 2010 年 EPS 分别为：

表格 1 盈利预测表

	营业收入	营业利润	毛利率	净利润	EPS	PE
价格不变	35.52	9.51	40.50%	7.13	0.88	43.18
上涨 10%	38.66	10.72	43.20%	8.04	0.99	38.38
上涨 20%	41.37	11.28	45.60%	8.46	1.04	36.54

数据来源：金元证券研究所

所以即便稀土价格维持在当前水平，公司 2010 年 EPS 依然能达到 0.88 元左右，对应动态 PE43 倍，处于历史估值水平的中下端，给予“买入”评级。

图表 12 包钢稀土 PE Band



数据来源：wind

**金元证券行业投资评级标准：**

**增持：**行业股票指数在未来6个月内超越大盘；

**中性：**行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平；

**减持：**行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准：**

**买入：**股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上；

**增持：**股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%；

**中性：**股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%；

**减持：**股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%；。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.