



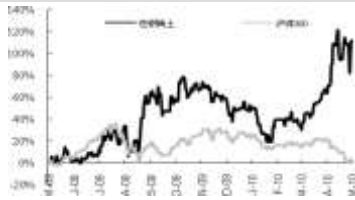
有色金属
Nonferrous metals

2010年5月18日

市场数据	2010年5月18日
当前价格(元)	37.57
52周价格区间(元)	16.55 -41.46
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
公司地址	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	
总资产报酬率	4.82	
资产负债率%	55.13	
市盈率 TTM(X)	119.03	
市净率(X)	17.16	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
包钢稀土	29.3	51.8	111.7
沪深300	-15.7	-11.8	2.6

孙凡

+86-0755-83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号

孙凡: S0370209110086

相关报告:

《包钢稀土(600111): 垄断地位理应获得垄断价格, MRI项目前景广阔》2010年4月22日

包钢稀土(600111)调研报告: 收储政策是一种“核威慑”力

评级: 买入

盈利预测	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(亿元)	32.24	25.93	35.14	43.03
主营收入增长率%	29	-19.59	33.78	17.5
净利润(亿元)	1.67	0.55	6.05	7.07
净利润增长率%	-45.78	-66.62	1006	13.01
每股收益(元)	0.21	0.07	0.76	0.88
ROE	10.20%	3.29%	14.36%	13.27%
PE	155.23	542.86	48.79	42.5

资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

投资要点:

- 通过调研我们对包钢稀土在收储政策上的处理方法有了更进一步的了解, 这一政策更多地是一种类似“核威慑”的稳定市场价格的手段, 非必要不使用。同时, 有别于大众的看法是我们认为在目前稀土氧化物价格相对稳定的情况下, 国家层面的收储政策显得并不是那么的重要(当然能有则是更好)。
- 我们认为未来 2-3 年内稀土氧化物价格的波动区间是 40000 至 90000 元/吨, 以目前 7 万元/吨的市场价来看, 还有 30% 上涨空间。尽管关于全球经济“二次探底”的疑虑一直未能解除, 但我们认为复苏总的方向并没有改变, 只是中途可能会有波折。从最近半个月的价格走势来看, 尽管基本金属跌幅在 15% 以上, 但稀土价格仍保持稳定。
- 由于国家对稀土产量的总体控制, 2-3 年内包钢稀土的产量不会有太大增长, 预计 2010 年稀土氧化物总产量 5.82 万吨。未来的盈利增长更多来自于产品价格的上涨。我们按照乐观、中性和悲观三种假设对包钢稀土进行估值。得出 2010 年 EPS 在三种假设下分别是: 0.91、0.76 和 0.64 元。考虑到宏观调控政策的不确定性和下半年 GDP 面临减速风险, 我们采取中性偏保守假设, 预计包钢稀土 2010 年 EPS 约 0.76 元, 相比上次评级下调 13.6%。
- 目前有色金属板块动态 PE 约为 32 倍, 剔除基本金属和贵金属之后的小金属板块动态 PE 约为 46 倍, 包钢稀土目前动态 PE 51 倍, 在小金属板块中估值中等偏上, 估值基本合理。但考虑到成长性以及国家产业政策的扶持力度, 未来估值水平有望随着盈利高增长而逐步消化, 我们维持“增持”评级。
- 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。

我们于近期对包钢稀土进行了实地调研，与公司管理层进行了面对面的沟通，同时参观了公司矿石采选生产线和 3000 吨永磁材料生产线。

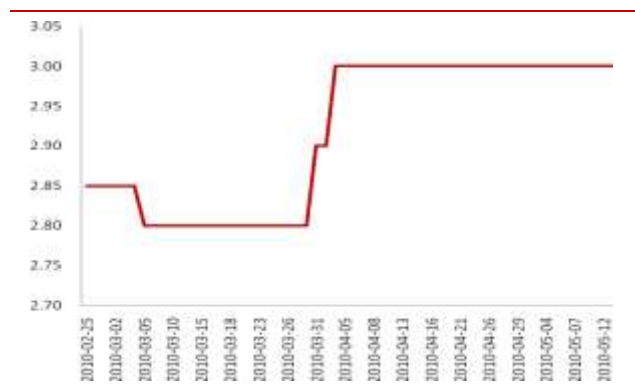
收储政策更多地是一种“威慑”作用

稀土收储一直是市场炒作的热点，但与市场一般性看法所不同的是，我们认为在目前稀土氧化物价格相对稳定的情况下，国家层面的收储政策显得并不是那么的重要（当然如果能有效执行，尽力减少小矿山的私挖滥采和出口走私现象，以目前“南北稀土”合计 80% 的产量占比，完全可以形成一个“双寡头”垄断格局。

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）公司承担。按照公司的计划是两年之内花 30 亿收储 8 万吨，那么平均每吨价格不到 4 万元，也就是说稀土氧化物的价格跌至 4 万元以下公司才会启动收储（公司稀土氧化物成本约 35000 元/吨，最近尽管主要金属价格大跌，但稀土氧化物市场价格还稳定在 7 万以上，基本不受影响）。而且公司从去年到现在也没有任何的收储行为发生。所以我们认为这一收储政策更多的是一种稳定市场价格预期的手段，非必要不会使用。

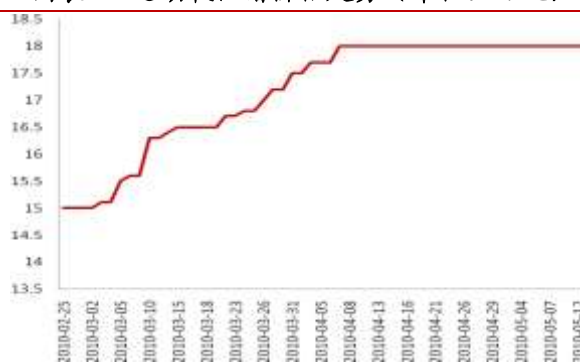
另外，收储对于包钢稀土来说只是存货转变为储备的过程，从财务处理上来没有根本性的变化，简单的说就是减少销售，类似于减产。由于包钢稀土占了国内近一半的产量，如果龙头企业主动减产往往也能起到稳定市场价格的效果。

图表 1: 近期氧化镧价格走势（单位：万元/吨）



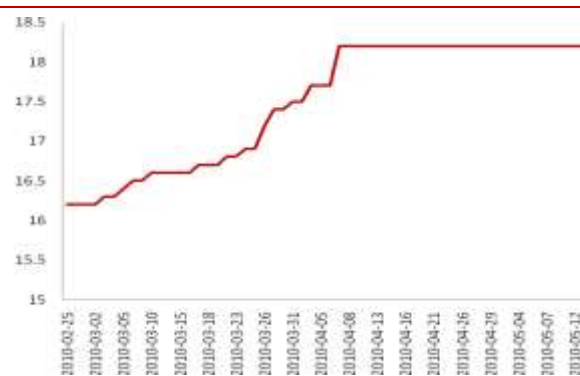
数据来源：百川资讯

图表 2 近期氧化镨价格走势 (单位: 万元/吨)



数据来源: 百川资讯

图表 3 近期氧化铈价格走势 (单位: 万元/吨)



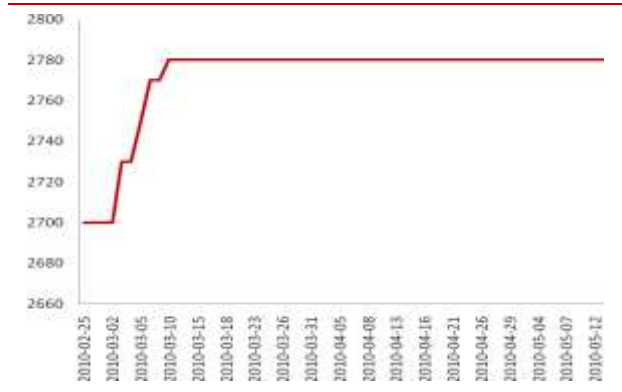
数据来源: 百川资讯

图表 4 近期氧化铈价格走势 (单位: 万元/吨)



数据来源: 百川资讯

图表 5 近期氧化镨价格走势 (单位: 元/千克)



数据来源: 百川资讯

稀土价格仍有 30% 上涨空间

2002 年, 美国最大的稀土矿——芒廷帕斯矿停止开采, 这一停就是近十年, 停产时稀土氧化物价格约 11000 美元/吨, 以当时美元汇率和可比价格计算, 停产时的稀土氧化物价格约是 90000 元/吨, 即只有价格涨至 90000 元/吨以上时, 海外稀土矿山才有复产动力, 而复产通常也需要半年至一年时间, 短期来看, 2-3 年内中国稀土的垄断难以动摇。但是, 应该看到的是我们之所以能够垄断全球市场正是因为我们用“白菜价”来卖稀土, 从而导致稀土价格低于国外矿山的生产成本, 尽管换来了市场地位, 但结果却是资源的破坏性开采和严重的环境污染等问题。

从 2003 年开始, 国家陆续出台稀土行业一系列整治措施, 从出口退税到征税, 再到出口配额, 提高准入门槛和环保标准, 以及关停部分小矿山等。目前北方只有包钢稀土一家企业拥有稀土开采权, 南方则是由江铜 (四川)、五矿 (江西)、广东广晟 (广东北部) 进行整合。尽管小矿山私挖滥采和走私现象一时难以杜绝, 但可以预见的未来, 稀土行业将会出现“南北稀土”双寡头竞争格局。

结合上述分析, 我们认为未来 2-3 年内稀土氧化物价格的波动区间是 40000 至 90000 元/吨, 以目前 7 万元/吨的市场价来看, 还有 30% 上涨空间。尽管关于全球经济“二次探底”的疑虑一直未能解除, 但我们认为复苏总的方向并没有改变, 中途可能会有波折, 但从最近半个月的价格走势来看, 尽管基本金属跌幅在 15% 以上, 但稀土价格基本不受影响。我们认为未来稀土价格总体趋势保持震荡上行。

产品结构及下游需求

包钢稀土主要成分: 镧 (25%)、铈 (50%)、镨 (6%)、钕 (15%)、钇、铈、钆 (2%), 主要产品价格今年以来回升较快。镧、铈、镨和钕稀缺,

而铈则需求相对平稳且库存较高。

①镧：石油催化剂、汽车尾气净化、光学镜片和镍氢电池中的储氢材料；②铈：玻璃脱色剂、抛光粉；③镨、钕：永磁体中的钕铁硼；④钕：钕可以用于制造钕钴合金，部分替代钕铁硼，但造价高，退磁性不如钕铁硼；⑤铕可用作荧光粉，在彩电的显像管中采用的性能优良的红基色荧光粉，以钇的化合物 Y2O2S 或 Y2O3 作基质，以铕 Eu³⁺作激活剂。这种产生出红色基色的荧光粉的使用效果，远远比过去使用的非稀土硫化物红色荧光粉为好。

总体来看，镧、镨、钕三者决定了稀土价格整体走势，尤其是金属钕镨在最近一年多时间里由于风电风机高速增长，价格也是一路走高，我们对未来金属钕、镨价格比较乐观。

下游深加工项目业绩释放仍待时日

包钢稀土三大下游深加工项目：①镍氢电池两个子公司依然处于亏损，但资产减值已经计提到净资产，负面影响较小，同时公司动力镍氢电池模组已经提交至长安、奇瑞等主机厂做测试；②MRI 项目详见前期报告《垄断地位理应获得垄断价格，MRI 项目前景广阔》；③15000 吨永磁体（钕铁硼）生产线，目前一期工程已完成 3000 吨产能的建设，调研中我们发现样品已经试制成功，据公司介绍目前订单处于饱满状态，我们预计下半年将正式投产，普通规格（N35）钕铁硼目前售价约 10 万元，市场平均毛利率 30%（中科三环、宁波韵升等），假设今年实际销售 1500 吨钕铁硼，则可以增加营业利润 3000 万元。

盈利预测与估值分析

由于国家对稀土产量的总体控制，2-3 年内包钢稀土的产量不会有太大增长，预计 2010 年稀土氧化物总产量 5.82 万吨。未来的盈利增长更多来自于产品价格的上涨。我们按照乐观、中性和悲观三种假设对包钢稀土进行估值。

乐观假设：镧、镨、钕等涨价 20%，铈涨价 10%（相比一季度均价）。

中性假设：所有产品价格维持不变。

悲观假设：镧、镨、钕等降价 10%，铈降价 20%。

表格 1: 产品价格预测表

	氧化镧 (万元/吨)	氧化镨 (万元/吨)	氧化钕 (万元/吨)	氧化铈 (万元/吨)	氧化铕 (元/千克)	稀土氧化物 (万元/吨)
一季度均价	2.38	15.05	15.30	2.00	248.00	6.78

乐观	2.86	18.06	18.36	2.20	272.80	7.83
中性	2.62	16.56	16.83	2.00	248.00	7.16
悲观	2.38	15.05	15.30	1.80	223.20	6.68

数据来源：金元证券研究所

表格 2 盈利预测表

	营业收入 (亿元)	营业利润 (亿元)	毛利率	净利润 (亿元)	EPS (元)	PE
乐观	36.57	9.14	42%	7.31	0.91	42.79
中性	34.11	7.85	40%	6.14	0.76	50.97
悲观	32.37	6.80	38%	5.18	0.64	60.42

数据来源：金元证券研究所

稀土及其下游行业是国家大力扶持和发展的方向，我们有理由对未来稀土氧化物价格持乐观态度，但考虑到国家刺激政策的逐步退出，市场一致预期下半年 GDP 将减速，同时股市持续下跌后也导致估值水平的下降，我们采取中性偏保守假设，预计包钢稀土 2010 年 EPS 约 0.76 元，相比上次评级下调 13.6%，下调的主要原因是宏观调控政策的不确定性和下半年 GDP 面临减速风险。

目前有色金属板块动态 PE 约为 32 倍，剔除基本金属和贵金属之后的小金属板块动态 PE 约为 46 倍，按中性盈利预期计算包钢稀土目前动态 PE 51 倍，在小金属板块中估值中等偏上，估值基本合理但也未出现明显低估，但考虑到成长性以及国家产业政策的扶持力度，未来估值水平有望随着盈利高增长而消化，我们维持“增持”评级。

图表 6 包钢稀土 PE Band



数据来源：wind

表格 3: 利润表

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2592.96	3513.46	4303.98	5078.70
减: 营业成本	1990.16	2108.07	2668.47	3148.79
营业税金及附加	22.21	30.10	36.87	43.51

营业费用	26.88	52.70	64.56	76.18
管理费用	325.02	281.08	344.32	406.30
财务费用	115.01	44.73	25.37	22.30
资产减值损失	8.55	8.55	8.55	8.55
加: 投资收益	-2.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	102.59	988.23	1155.85	1373.08
加: 其他非经营损益	70.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	173.49	988.23	1155.85	1373.08
减: 所得税	63.74	148.23	173.38	205.96
净利润	109.76	839.99	982.47	1167.11
减: 少数股东损益	53.99	235.20	275.09	326.79
归属母公司股东净利润	55.77	604.79	707.38	840.32

数据来源: 公司公告、金元证券研究所

表格 4: 资产负债表

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1545.30	2877.11	3276.43	6222.07
应收和预付款项	1169.60	1158.29	1707.98	1674.22
存货	1453.66	269.87	1911.83	662.57
其他流动资产	0.35	0.35	0.35	0.35
长期股权投资	46.60	46.60	46.60	46.60
投资性房地产	19.63	17.39	15.14	12.89
固定资产和在建工程	1964.83	1682.08	1399.34	1116.59
无形资产和开发支出	233.04	196.89	160.74	124.59
其他非流动资产	79.72	40.39	1.06	1.06
资产总计	6512.74	6288.96	8519.45	9860.94
短期借款	1514.37	1624	1766	1344
应付和预收款项	1094.32	906.24	1525.98	1285.55
长期借款	521.30	1221.30	1921.30	2421.30
其他负债	886.65	886.65	886.65	886.65
负债合计	4016.63	3014.19	4333.93	4593.50
股本	807.35	807.35	807.35	807.35
资本公积	308.42	308.42	308.42	308.42
留存收益	580.31	1123.78	1759.44	2514.56
归属母公司股东权益	1696.07	2239.55	2875.20	3630.33
少数股东权益	800.03	1035.23	1310.32	1637.11
股东权益合计	2496.10	3274.77	4185.52	5267.44
负债和股东权益合计	6512.74	6288.96	8519.45	9860.94

数据来源: 公司公告、金元证券研究所

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.