

包钢稀土：战略地位开始凸显

增持(首次)

事件：

近期，我们对公司进行了一次实地调研，与公司高管就公司目前的经营战略和经营情况进行了深入的交流，同时也积极探讨了稀土行业未来的发展趋势，我们认为在《稀土行业规划》渐行渐近的背景下，公司作为稀土行业的龙头企业，资源优势突出，同时也将充分受益于行业整合和发展的重大机遇。首次给予“增持”评级。

点评：

资源优势突出，成本优势明显。公司作为国内最大稀缺资源垄断股，依托白云鄂博稀土与铁共生矿，稀土储量占全世界的接近 50%，资源优势可谓得天独厚。公司冶炼稀土所需原料来源于包钢集团炼铁后的强磁中矿、强磁尾矿以及生产所需的部分水、电、汽等，均按协议价从包钢集团采购，2009年起公司与包钢集团签订了为期 3 年的《强磁中矿供应合同》，《强磁尾矿供应合同》和《水、电、汽供应合同》，矿采购价格基本与 2006 年相同，分别为中矿 20 元/吨，尾矿 12 元/吨，环水 0.3 元/吨，电 0.47-0.55 元/度，蒸汽采购价格达到 25 元/吉焦（见表 1）。相对于其他稀土企业而言，公司的原材料成本中不包括采矿、选矿等成本，而是直接从包钢集团购买矿浆，2009 年年报显示，公司从包钢集团购买的矿浆总价款仅占同期营业成本的 1.24%，公司成本优势明显，2009 年公司生产稀土氧化物 5.76 万吨，占国内产量的 48%，占全球产量的 46.55%；其中稀土铈占比达 51%，稀土镧占比达 25%，稀土钕和镨分别为 16%和 5%（见图 1）。公司在全球稀土行业地位中的地位举足轻重。

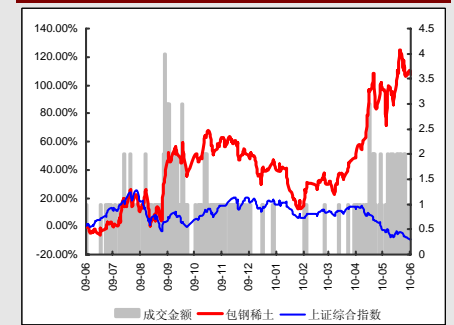
分析师

分析师姓名 闵丹

电话：010-88085977

Email: mindan@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	322455.90	259295.60	375649.57	447914.53	509239.32
同比增长率	29.00%	-19.59%	44.87%	19.24%	13.69%
净利润	22903.43	10975.56	60256.29	85124.19	104674.14
同比增长率	-43.15%	-52.08%	449.00%	41.27%	22.97%
每股收益(元)	0.209	0.07	0.63	0.93	1.14

定价权日趋强势。09年公司成立的国贸公司对稀土氧化物和稀土金属实行统一收购、统一销售的经营模式，定价权日趋强烈，将充分享受价格上涨带来的收益。4月初，公司上调所有稀土氧化物对外销售价格，5月当市场中稀土销售价格出现下滑的情况下，公司产品的销售价格尚未下调，充分显示了公司对行业控制以及在产品定价权上日趋强势。长远来看，组建包钢稀土国际贸易公司进一步延伸了公司对稀土行业的资源控制力，这对北方稀土行业的发展以及公司的盈利能力产生重要影响。

战略布局向深加工领域延伸，未来将长期受益于低碳经济的饕餮盛宴。公司正在通过收购、联合和重组等手段将战略布局向下游有巨大发展潜力的深加工领域延伸，具体体现在以下四条产业链：

(1) 稀土镨和钕—永磁材料钕铁硼。由稀土镨和钕生产的永磁材料钕铁硼是未来3-5年稀土领域发展的重要引擎。公司正是因为看到了这一点，因此加大了对钕铁硼磁性材料生产线的投入。公司未来预建设3万吨的钕铁硼产能，但考虑到目前我国钕铁硼产能仅为6万吨左右，未来尽可能减少对市场容量的冲击，公司计划其中1.5万吨产能通过收购现有钕铁硼生产企业获得；另外1.5万吨产能公司已在2009年上半年启动，该项目分2期建设，首期3000吨产能已经在2009年底顺利完成，2期计划在2010年启动，建成后公司将形成1.5万吨钕铁硼速凝薄带、5000吨钕铁硼氢碎粉、2000吨高性能磁体的规模。钕铁硼的主要下游需求领域为变频空调领域、新能源汽车领域、风电领域、MRI以及VCM产品。在上述领域中，除VCM产品已步入成熟期，增速相对较小外，其余领域，特别是变频空调和新能源汽车领域，未来都有广阔的市场前景，从而有望保持稀土钕的需求量每年20%左右的增速，是未来稀土行业发展的风向标。

(2) 稀土镧—镍氢动力电池领域。稀土是镍氢电池负极的主要原料，目前子公司内蒙古稀奥科储氢合金有限公司拥有1500吨/年的储氢合金粉产能；内蒙古稀奥科电池极板有限公司拥有1500万套镍氢电池极板产能；内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司拥有700万只D型动力电池或1000万只C型动力电池的产能。由于生产自行车动力电池一直处于亏损状态，2009年公司控股的内蒙古稀奥科镍氢电池有限公司实施技术改造，成功从生产自行车动力电池向汽车动力电池转变，工艺和生产线的研究与试验取得了显著成果，随着新能源汽车得不断推广，未来汽车用镍氢电池应用前景广阔，该部分业务有望在今年实现扭亏。

(3) 稀土铈—抛光材料。公司的子公司天骄清美，在抛光材料方面已形成2000吨的生产规模，公司还计划在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。抛光材料主要用于电脑和电视液晶显示器和光学镜头等方面，但由于目前抛光材料的收入占比在总收入占比较低，对公司业绩的贡献非常有限。

(4) 稀土铕—荧光材料。荧光材料主要用于照明、显示和光电器件等领域，特别是照明领域。节能灯是荧光材料的主要需求领域，它比普通白炽灯节能80%，为减少二氧化碳的排放和降低能源消耗，世界各国均加紧“绿色照明”工程的实施。欧盟规定40瓦以上的白炽灯自2010年初退出市场，2012年后所有白炽灯将由节能灯替代，美国、澳大利亚也出台了相应的政策。我国《“十一五”城市绿色照明工程规划纲要》中提出，到2010年城市照明中高效节能灯具的使用率将达85%以上。随着节能灯的推广，灯用三基色荧

光粉产量从 2004 年的 1900 吨上升至 2009 年的 6160 吨，占稀土荧光材料的 74.3%。2009 年，我国白炽灯产量 27.3 亿只，荧光灯产量 35 亿只，其中，节能灯产量约 30 亿只，占荧光灯总产量的 85% 以上。面对巨大的存量市场和增量市场，全球范围内淘汰白炽灯、推广节能灯举措的实施和卤粉荧光灯的加速替代，将带动我国节能灯生产行业的快速发展。预计到 2013 年，我国白炽灯产量将下降至 14.2 亿只，节能灯在荧光灯中的占比将上升至 92% 以上，产量将近 70 亿只，是当前节能灯产量的 2.25 倍。稀土发光材料作为节能灯生产必须的基础原材料，其市场需求也将出现爆发式增长。根据全国稀土荧光粉、灯协作网预测，按照 1 只荧光灯使用 1.7 克稀土荧光粉计算，2013 年我国节能灯用稀土荧光材料市场规模将超过 12000 吨，较 2009 年市场需求量增长 97.34%，复合年增长率达到 18.52%。

综上所述，稀土在低碳新材料产业的应用将逐渐成为稀土需求的主角（见表 2），2009 年稀土在新材料领域的应用比例已达一半以上，约为 50.69%，未来有望发展到 70%。其中永磁电机是推动钕铁硼需求的重要引擎，节能灯以及镍氢电池的推广也将推动稀土需求爆发性增长。公司适时拓展了深加工产业链，旨在中长期分享低碳经济发展的饕餮盛宴。

稀土行业整合加速，政策频出，有利于行业长期健康发展。（1）开采总量指标相对平稳。

为保护和合理利用我国优势矿产资源，按照保护性开采的特定矿种实行有计划开采的规定，依据矿产资源规划和《保护性开采的特定矿种勘查开采管理暂行规定》等的有关要求，经综合研究资源储量、现有探矿权、采矿权设置情况以及市场需求趋势等因素基础上，国土资源部已连续多年对钨矿、锑矿和稀土矿实行开采总量控制管理，具体情况见表 2，基本上保持平稳小幅增长，10 年增幅较大是由于 09 年受金融危机影响，大幅下调了开采总量指标的缘故。我们预计未来国家对开采总量指标的控制依然是保持小幅平稳上升的趋势。（2）出口配额逐年下降。08 年出口配额较 07 年下降 21%；09 年较 08 年下降 3%；10 年第一批出口配额 16304 吨，较 09 年第一批出口配额小幅上涨 0.23%，预计全年出口配额与 09 年持平或略有增长。有消息称到 2015 年，出口配额总量每年将控制在 3.5 万吨以内，而且将对出口进一步施行细分管理，局部品种将被严禁出口。

除了上述政策利好稀土行业的整体发展趋势外，已经通过审议的《稀土工业污染物排放标准》，和正在制定中的《稀土行业准入条件》、《稀土工业发展专项规划》和《稀土工业产业发展政策》等草案都在强调提高集中度，提高进入门槛，将中国近百家稀土分离企业重组至 20 家，从而形成我国对稀土产品的定价权。因此，这次我们可以看见国家对于稀土行业管制加强的决心，对稀土行业的长远健康发展具有积极、重要的知道意义。

预计公司 10 年实现每股收益 0.63 元，给予“增持”评级。

产量方面：考虑到受开采配额的影响，我们预计公司未来 3 年的产量将保持相对平稳，增长幅度很小；价格方面：考虑到未来稀土行业将呈现出“一方面稀土需求爆发式增长开始显现，另一方面稀土供应正在有序收紧”的良好发展局面，稀土价格有望维持增长态势（具体假设见表 4-5）。在上述假设下预计公司 2010 年-2011 年公司每股收益分别为 0.63 元和 0.93 元，以 6 月 4 日 40.14 元计算对应的动态 PE 分别为 63.7 倍和 43.16 倍。我们认为在《稀土行业规划》渐行渐近的背景下，公司作为稀土行业的龙头企业，将充分受益于行业整合和发展的重大机遇，首次给予“增持”评级，建议积极关注，逢低介入。

表 1：公司原材料采购价格

	交易方	交易内容	定价原则	交易价格
原材料	包钢选矿厂	中矿	协议	20 元/吨

原材料	包钢选矿厂	尾矿	协议	12 元/吨
原材料	包钢选矿厂	环水	协议	0.30 元/吨
水	包钢白云铁矿	水	协议	2 元/吨
电	包钢供电厂	电	协议	0.4714 元/度
电	包钢白云铁矿	电	协议	0.55 元/度
汽	包钢热电厂	蒸汽	协议	25 元/吉焦

资料来源：公司公告

表 2：稀土应用领域

应用领域	用途
传统领域：	
冶金/机械	去除钢铁和基本有色金属中的杂质，改善材料性能
石化	提高汽油生产率的催化剂
玻璃陶瓷	玻璃的着色、脱色剂，陶瓷的颜料，
农业	植物生长调节剂
轻纺	鞣制毛皮，染色等
新材料领域：	
磁性材料	稀土镨和钕，用于变频空调、风电、汽车、电脑以及 MRI 等领域
储氢材料	稀土镧，用于制造镍氢动力电池
抛光材料	稀土铈，用于电脑和电视液晶显示器、光学镜头等方面
荧光材料	稀土铕，用于显示、照明和光电器件等领域

资料来源：宏源证券。

表 3：稀土氧化物开采总量指标（单位：吨）

年份	2006	2007	2008	2009	2010
轻稀土	78200	78200	78500	72300	77000
同比增长		0.00%	0.38%	-7.90%	6.50%
重稀土	8320	8820	9120	10020	12200
同比增长		6.01%	3.40%	9.87%	19.96%
合计	86520	87020	87620	82320	89200
同比增长	-20%	0.58%	0.69%	-6.05%	8.36%

资料来源：宏源证券，国土资源部

表 4：产品产量假设

产品（单位：吨）	2010E	2011E	2012E
碳酸稀土	15000	15000	15000
氧化镧	15000	15000	15000
氧化铈	30000	30000	30000
氧化钕	8500	8000	8000
金属钕	5000	6000	6000
储氢合金粉	1500	1500	1500

钕铁硼 6000 10000 15000

资料来源：宏源证券

表 5：产品价格假设

价格(单位: 万元/吨)	2010E	2011E	2012E
碳酸稀土	1.28	1.37	1.45
氧化镧	2.56	2.82	3.08
氧化铈	1.88	2	2.31
氧化钕	15.81	19	22.2
金属钕	19.66	23	25.6
储氢合金粉	12.00	12	12
钕铁硼	1.15	1.33	1.49

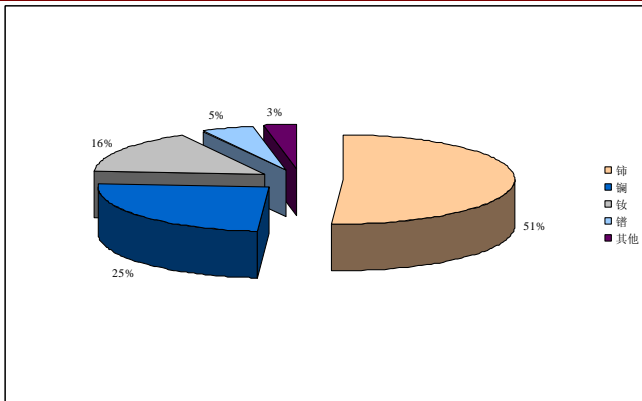
资料来源：宏源证券

表 6：盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
单位(万元)				
一、营业总收入	259295.60	375649.57	447914.53	509239.32
营业收入	259295.60	375649.57	447914.53	509239.32
二、营业总成本	248783.43	306943.65	353930.12	394047.11
营业成本	199016.00	252616	282230	305213
营业税金及附加	2221.32	3216.57	3852.067	4367.47
销售费用	2688.24	4050.8	4837.4	5423.55
管理费用	32502.05	34252.30	43415.56	53208.25
财务费用	11500.76	10929.59	15115.61	18196.09
资产减值损失	855.08	1878.2	4479.1	7638.5
三、其他经营收益				
投资净收益	-261.58	-37.564957	-192.16083	-261.040892
四、营业利润	10258.65	68668	93792	114931
加：营业外收入	7550.37	7228.81	9238.1	11710.3
减：营业外支出	459.90	5007.41696	2884.243729	3495.412041
五、利润总额	17349.12	70890	100146	123146
减：所得税	6373.55	10633.4	15021.9	18471.9
六、净利润	10975.56	60256	85124	104674
减：少数股东损益	5398.75	9678	9729	12731
归属母公司所有者 净利润	5576.81	50578	75395	91943
七、每股收益				
股本(万股)	80735	80735	80736	80737
基本每股收益(元)	0.069	0.63	0.93	1.14

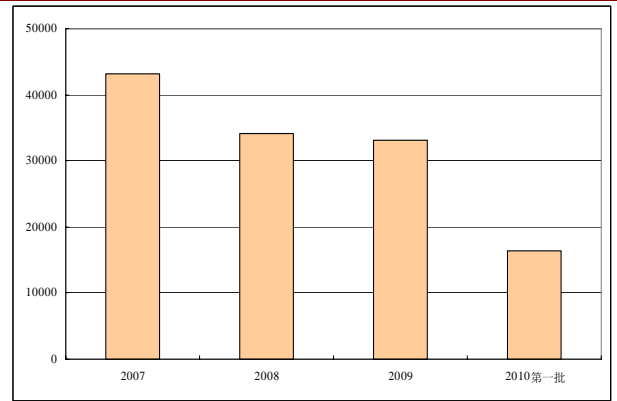
资料来源：宏源证券，

图 1: 白云鄂博稀土矿构成



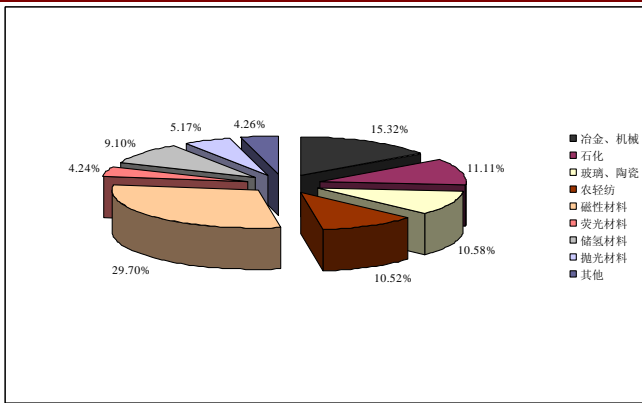
资料来源: 宏源证券

图 2: 稀土出口配额 (单位: 吨)



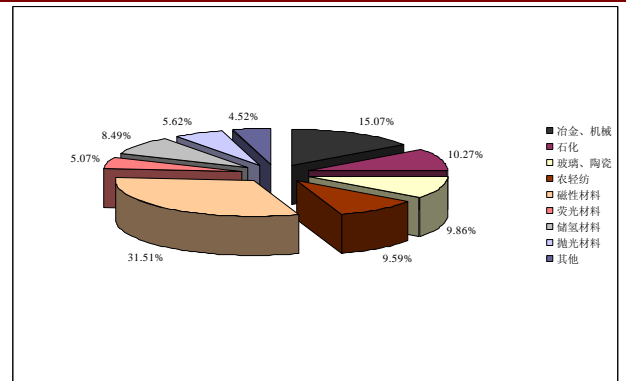
资料来源: 国土资源部

图 3: 2008 年下游需求占比



资料来源: 中国稀土信息, 宏源证券

图 4: 2009 年下游需求占比



资料来源: 中国稀土信息, 财经国家专刊

分析师简介:

分析师姓名：宏源证券研究所有色行业研究员，2008 年加盟宏源证券研究所。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。