

包钢稀土 (600111) 金属非金属

稀土应用时代享受高溢价

| | | | | | | |
|------|----|------|---|-----|-------|---|
| 投资评级 | 推荐 | 公司评级 | A | 收盘价 | 35.19 | 元 |
|------|----|------|---|-----|-------|---|

投资要点:

- 稀土资源龙头，成本优势明显。**公司依托白云鄂博稀土与铁共生矿，稀土储量占世界近50%，资源优势得天独厚。由于公司直接从包钢集团购买矿浆，公司的原材料成本中不包括采矿、选矿等成本，公司相对于其他稀土企业成本优势明显。以2009年为例，公司从集团采购的中矿和尾矿共计4300万元，仅占销售收入的1.7%。
- 稀土应用产业链延伸，长期享受政策红利。**公司正通过收购、联合和重组等手段向下游有巨大发展潜力的深加工领域延伸，包括：稀土镨、钕—永磁材料钕铁硼、稀土镧—镍氢动力电池、稀土铈—抛光材料、稀土铈—荧光材料。稀土在低碳新材料产业的应用将逐渐成为稀土需求的主要方面，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。
- 政策导向促稀土行业整合加速。**包头稀土整合模式以“统购统销”方式有效控制了原料供应量和产成品销售，提高了对上游资源的控制力。包钢稀土设立国贸公司，意义不仅在收储，实际上还起着整合的作用。目前，一方面稀土开采总量指标相对平稳。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；另一方面，出口配额逐年下降。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。政策导向方面，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，国家对于稀土行业管制加强将对稀土行业的长远健康发展具有积极意义。
- 公司享受龙头及产业链优势的估值溢价。**预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.59元和0.95元，目前股价对应的动态PE分别为59倍和37倍。我们认为公司作为稀土行业的绝对龙头企业，将充分享受行业整合和产业链延伸带来的估值溢价，给予中长期“推荐”评级。

2010年7月16日

主要数据

| | |
|--------------|-----------------|
| 52周最高/最低价(元) | 43.65/19.48 |
| 上证指数/深圳成指 | 2424.30/9718.73 |
| 50日均成交额(百万元) | 1054.34 |
| 市净率(倍) | 16.75 |
| 股息率 | 0.14% |

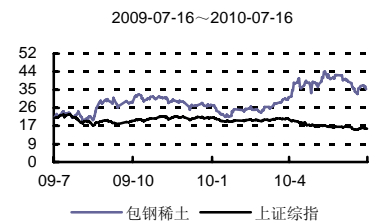
基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 流通股(百万股) | 493.16 |
| 总股本(百万股) | 807.35 |
| 流通市值(百万元) | 17354.18 |
| 总市值(百万元) | 28410.58 |
| 每股净资产(元) | 2.10 |
| 净资产负债率 | 233.92% |

股东信息

| | |
|-------|----------------|
| 大股东名称 | 包头钢铁(集团)有限责任公司 |
| 持股比例 | 38.92% |

52周行情图



相关研究报告

联系方式

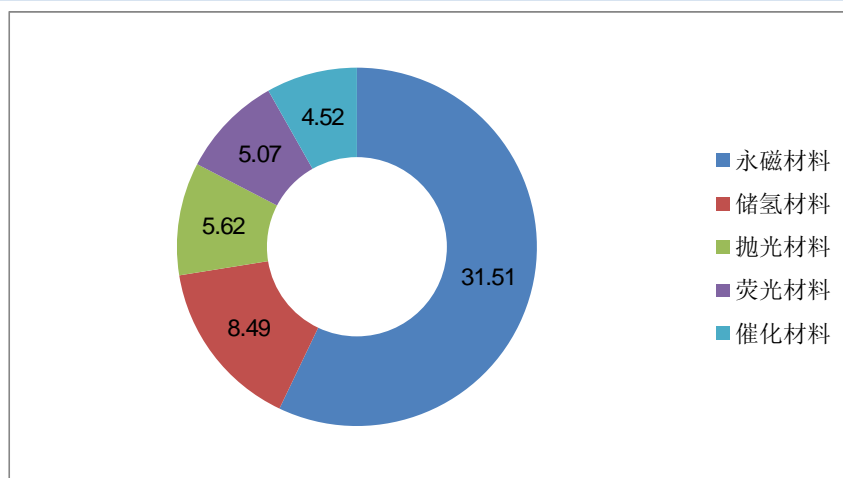
| | |
|---------|-------------------------|
| 研究员: | 苏立峰 |
| 执业证书编号: | S0020108071132 |
| 电话: | 021-51097188-1930 |
| 电邮: | sulifeng@gyzq.com.cn |
| 联系人: | 赵喜娟 |
| 电话: | (86-21) 51097188-1952 |
| 电邮: | zhaoxijuan@gyzq.com.cn |
| 地址: | 中国安徽省合肥市寿春路179号(230001) |

第 1 部分 稀土应用时代来临

稀土被称为 21 世纪的战略元素，素有“工业味精”的美称，主要用做添加剂起到特殊功能的作用，应用领域十分广阔。在传统行业主要应用在冶金、石油化工、玻璃陶瓷、轻工纺织等，在新兴产业的应用不断开拓，作为功能性材料广泛应用在高科技行业中。

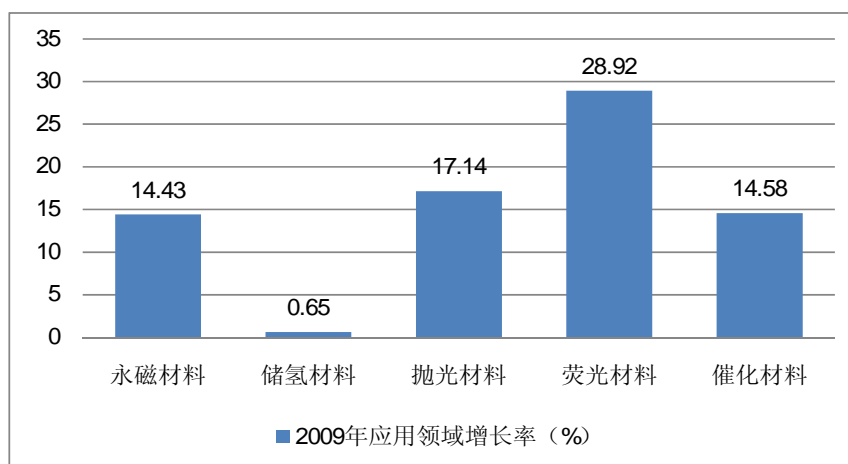
在稀土材料的消费结构中，永磁材料、催化净化和发光材料是主要的应用领域。稀土在低碳新材料产业的应用将逐渐成为稀土需求的主要方面。

图 1：稀土应用占比情况



资料来源：中国稀土信息、国元证券

图 2：2009 年稀土应用各领域增长情况



资料来源：中国稀土信息、国元证券

表 1：稀土材料主要用途

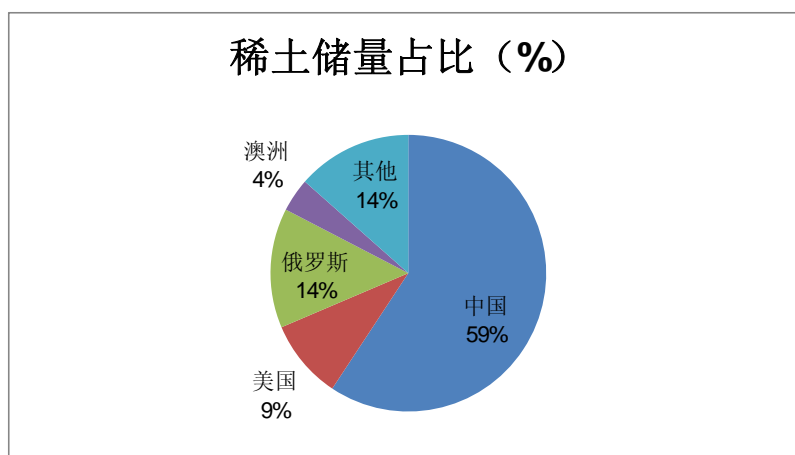
| 分类 | 用途 |
|------|---|
| 永磁材料 | 稀土永磁电机是钕铁硼磁体最大的应用领域，约占磁体总量的 70%。在日本，35%的钕铁硼永磁材料用在电机和发动机，35%用在计算机磁盘驱动器中的音圈电机（VCM）， |

| | |
|------|--|
| | <p>15%用在医疗器械的磁共振成像仪（MRI）。在我国，25%用在音响设备上，25%用在永磁电机，在 MRI 的使用比重仅有 4%。新能源汽车、风电、计算机、节能电器等行业是未来钕铁硼永磁体的主要需求领域，而这些行业在节能减排和新能源 政策的导向下具有巨大的发展潜力，未来十年将仍然会保持快速成长态势</p> |
| 发光材料 | <p>节能灯已经逐渐替代传统白炽灯，节能灯的能耗比白炽灯节省 60% 以上。彩电也在不断的升级换代，稀土三基色荧光粉在彩色高清度电视的运用越来越广泛，电视、笔记本电脑和平板电脑也在加大了对稀土荧光粉的运用。在"绿色照明工程" 的推动下，发光二极管（LED）得到了爆发性增长，成为第四代照明光源，预计未来 5 年仍然保持 30%以上的增长速度。</p> |
| 净化材料 | <p>在净化催化剂方面，稀土元素不仅本身具有催化活性，还可以作为添加剂或助催化剂提高其他催化剂的催化性能，是稀土大量使用的领域之一，稀土催化剂的净化效果好，质量稳定可靠，价格便宜。稀土催化剂的应用主要集中在汽车尾气净化和工业废气及人居环境净化。中国汽车产销量和保有量在过去的 5 年出现了高速增长，对城市环境的压力越来越大，尾气净化的需求市场十分巨大。稀土在汽车尾气净化催化剂中的应用将会 有一个大的飞跃，并成为一个新的稀土消费热点，稀土-贵金属复合催化剂的开发将大有可为。据估计，2005 年我国汽车尾气净化催化转换装置 800~1000 万套，需消费稀土 约 1500 吨；2010 年这组数据将达 1200 万套和 1800 吨。发达国家的环保催化剂一直保持了 20%以上的增长速度，而我国未来 5 年汽车尾气净化装置将有 25%的复合增长率</p> |

资料来源：金属材料、国元证券

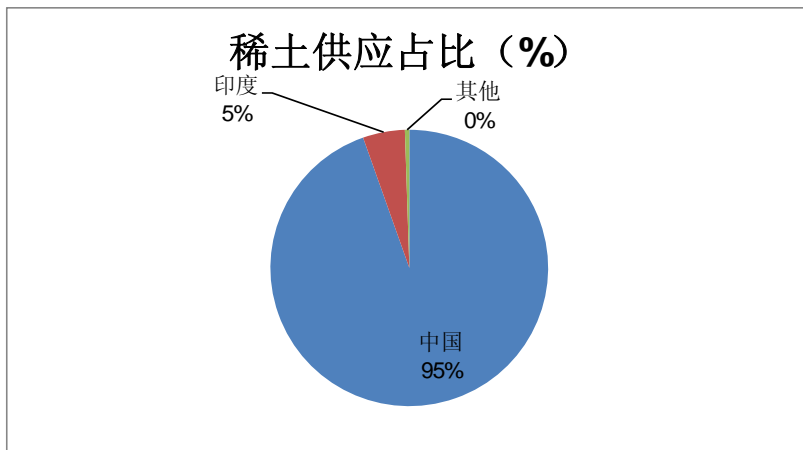
- 根据美国地质研究局数据，世界稀土基础储量为 154000 千吨，储量排名依次为 中国、俄罗斯、美国、澳大利亚和印度，其中中国占据 57.7%。内蒙包头白云鄂博东、西矿稀土储量合计 4350 万吨，是我国第一大稀土矿。

图 3：中国稀土储量占全球 59%



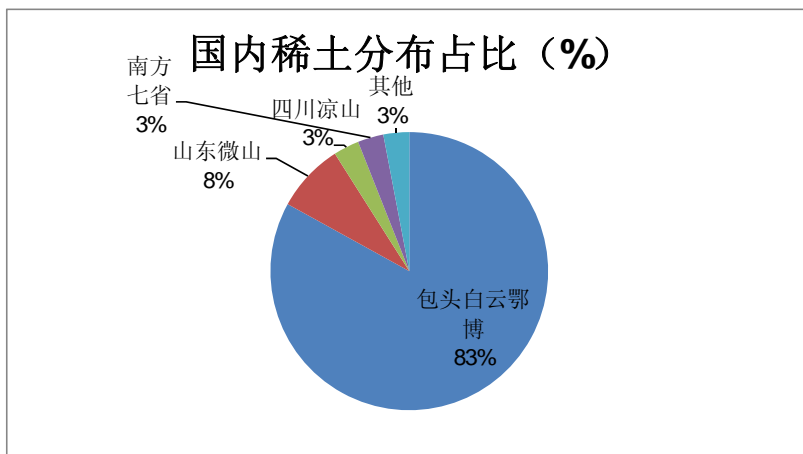
资料来源：USGS、国元证券

图 4：中国占全球稀土供应 95%



资料来源：USGS、国元证券

图 5：中国占全球稀土供应 95%



资料来源：USGS、国元证券

图 6：国内稀土产量情况

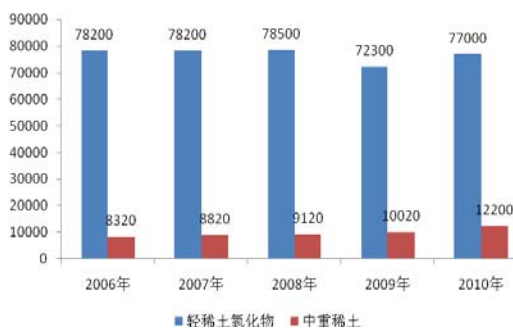
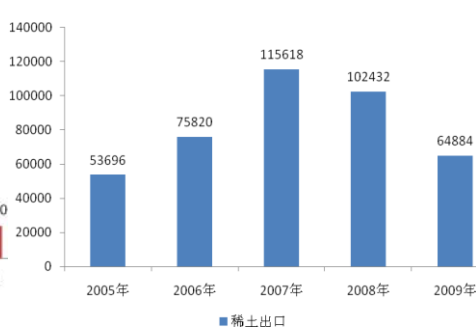


图 7：近年国内稀土实现出口控制



资料来源：国土资源部、国元证券

第 2 部分 “包头模式” 先动先发

- “包头稀土整合模式” 效果显著。2006 年之前，公司直接提供稀土精矿给地方企业和民营企业，再由其分离成氧化物销售给下游客户。2006 年开始采用总量控制，2007 年又开始实施“易货贸易”，即给分离企业 100 吨稀土氧化物，须返还 6 吨氧化钕，剩余产品才能由生产企业自行销售。2008 年，国贸公司组建后，实施统购统销，将稀土精矿卖给国贸公司的成员，条件是必须将分离的氧化物全部销售给国贸公司，并由国贸公司统一销售。“统购统销”方式有效控制了原料供应量和产成品销售，提高了公司对上游资源的控制力。

随着 2008 年国贸公司开始经营，加上政府收储等因素，氧化镨钕价格稳步上涨。今年上半年，国内氧化镨价格为 17.3 万至 17.7 万元/吨，氧化钕价格为 17.5 万至 18 万元/吨。

图 8:氧化镧、氧化铈价格走势

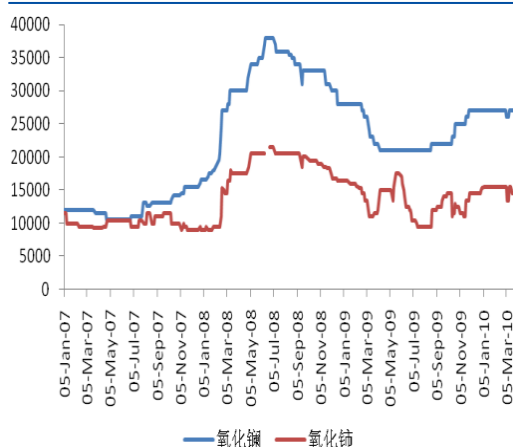
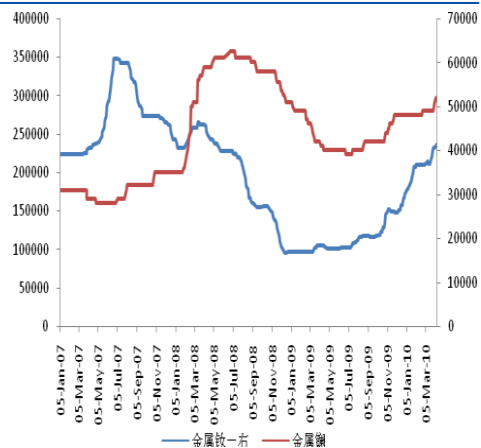


图 9: 金属钕、金属镧价格走势



资料来源：国土资源部、国元证券

第 3 部分 政策导向加速行业整合

- 继《稀土行业准入条件(征求意见稿)》发布后，国家工信部牵头定的《稀土工业发展的专项规划(2009-2015 年)》和《稀土工业产业发展政策》即将颁布。

在区域定位上，未来我国稀土矿分为南、北、西三大区。轻稀土将重点发展内蒙古和四川、有条件地发展山东；重稀土则重点发展江西、广东和福建。

在开采上，将严格执行指令性计划。

在出口方面，将对出口进一步实施细分管理，调减初级产品出口比例，鼓励稀土

新材料和应用器材产品出口。

在产业重组方面，提高准入门槛，2009年至2015年，国家将不再批准新稀土矿采矿权；新建冶炼分离企业，由省一级核准转为工信部核准，取消市级应用加工企业审批权；并规定规模1亿元以上的加工应用项目须报工信部核准。

产业兼并方面，从技术、环保和管理水平等方面对现有稀土企业筛选，达不到要求的强制淘汰；冶炼分离企业由100家减为20家；扶持大型企业，鼓励稀土产业的联合重组，逐渐构建以若干大型企业集团为主导的稀土产业格局，提高产业集中度，走集约化发展的道路。

表 2：稀土氧化物开采总量指标（单位：吨）

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

资料来源：国土资源部、国元证券

- 目前，一方面稀土开采总量指标相对平稳，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；另一方面，出口配额逐年下降。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。
- 政策导向方面，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。国家对于稀土行业管制加强将对稀土行业的长远健康发展具有积极意义。

第 4 部分 公司享受龙头和产业链优势溢价

图 10:公司盈利能力恢复

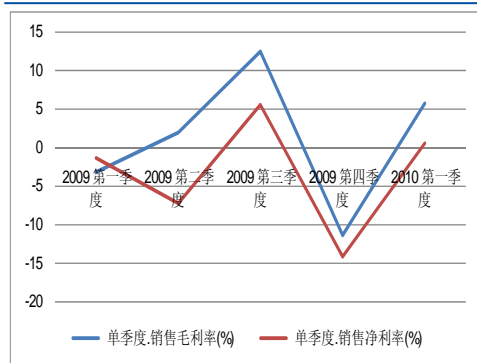
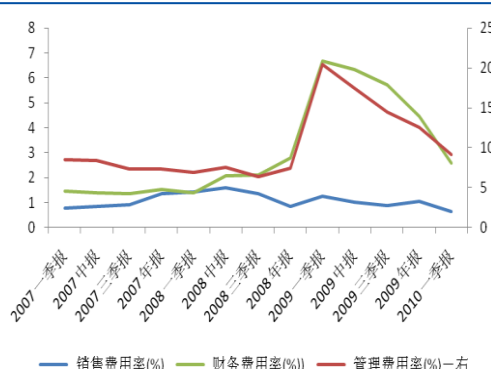


图 11: 公司三项费用率下降明显



资料来源: 国土资源部、国元证券

- **稀土资源龙头股，成本优势明显。**由于公司直接从包钢集团购买矿浆，公司的原材料成本中不包括采矿、选矿等成本吗，以2009年为例，公司从集团采购的中矿和尾矿共计4300万元，仅占销售收入的1.7%。公司相对于其他稀土企业成本优势明显。

表 3: 公司购买中矿、尾矿价格优惠

| 交易方 | 交易内容 | 定价原则 | 交易价格 |
|-------|------|------|--------|
| 包钢选矿厂 | 中矿 | 协议 | 20 元/吨 |
| 包钢选矿厂 | 尾矿 | 协议 | 12 元/吨 |

资料来源: 公司公告、国元证券

- **稀土产业链延伸战略，长期享受政策红利。**公司正通过收购、联合和重组等手段向下游有巨大发展潜力的深加工领域延伸，包括：稀土镨和钕—永磁材料钕铁硼、稀土镧—镍氢动力电池领域、稀土铈—抛光材料、稀土铈—荧光材料。稀土在低碳新材料产业的应用将逐渐成为稀土需求的主要方面，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。

表 4: 公司控股、参股公司情况

| 项目 | 公司 | 持股比例 | 产能情况 |
|---------|------------|------|--|
| 选矿 | 包钢稀土稀选厂 | 100% | 稀土精矿生产能力 10-11 万吨。 |
| 冶炼 | 包钢稀土稀选厂 | 100% | 稀土化合物年生产能力达到 2 万吨以上，稀土金属年生产能力达 1500 吨。 |
| 钕铁硼磁性材料 | 包钢稀土磁性材料公司 | 100% | 年产 15000 吨钕铁硼速凝薄带、5000 吨钕铁硼氢碎粉、2000 吨高性能磁体 |

| | | | |
|--------------|-------------|-------|--|
| 金属钕及镨钕合金 | 包头瑞鑫 | 79.5% | 稀土金属钕及镨钕合金年生产能力8000 吨 |
| 镍氢电池组装 | 稀奥科动力电池 | 75% | 设计能力700万支 |
| 镍氢电池正负极板 | 稀奥科镍氢电池极板公司 | 75% | 生产销售镍氢电池正负极板 |
| 贮氢合金粉 | 稀奥科贮氢合金有限公司 | 75% | 1500 吨混合稀土系贮氢合金粉 |
| 储氢合金粉 | 中山天骄稀土材料 | 66.5% | 年产稀土系储氢合金粉500 吨 |
| 稀土抛光粉 | 天骄清美稀土抛光粉 | 60% | 年产销3000 吨抛光粉 |
| 稀土储备贸易 | 包钢稀土国贸公司 | 55% | 30万吨储备分5年, 每年储备6 万吨 |
| 稀土盐类制品 | 科日稀土材料 | 50.5% | 年产碳酸铈 1200 吨、年产氢氧化铈 200 吨 |
| 稀土发光材料 | 京瑞新材料 | 47% | 发光材料用荧光级氧化铈, 生产能力达到80 吨 / 年 |
| 钕铁硼永磁材料、储氢材料 | 北京三吉利新材料 | 44% | 年生产 NdFeB 合金薄带2800 吨, 其它 NdFeB 合金 400 吨 |
| 氯化稀土 | 淄博包钢灵芝稀土 | 40% | 生产混合氯化稀土2 万吨/年, 分离氯化稀土能力2.5 万吨/年, 生产P507 萃取剂600 吨, 稀土金属1200 吨。 |
| 碳酸稀土 | 包头华美稀土 | 33% | 焙烧年处理稀土精矿10 万吨、年产各类稀土氧化物和化合物2.2 万吨的生产线。 |
| 钕铁硼合金 | 包头昭和稀土 | 30% | 生产和销售各种钕铁硼合金及其它稀土应用金属 |

资料来源：公司公告、国元证券

- **公司享受龙头及产业链优势的估值溢价。**预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.63元和0.93元，目前股价36.80元对应的动态PE分别为58.4倍和39.6倍。我们认为公司作为稀土行业的绝对龙头企业，将充分受益于行业整合和发展的重大机遇，给予中长期“推荐”评级。

表 5：公司产量预测

| 单位：吨 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------|-------|-------|-------|
| 碳酸稀土 | 32600 | 32600 | 32600 |
| 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 | 15000 | 15000 | 15000 |

资料来源：公司公告、国元证券

表 6：公司产品价格预测

| 单位：万元/吨 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|-------|-------|-------|
| 碳酸稀土 | 0.75 | 1.15 | 1.3 |
| 氧化镧 | 2.75 | 3.2 | 3.5 |
| 氧化铈 | 1.85 | 2.2 | 2.5 |
| 氧化钕 | 16. | 23 | 25 |
| 金属钕 | 19.65 | 25 | 27.35 |
| 储氢合金粉 | 12 | 12 | 12 |
| 钕铁硼 | 1.25 | 1.45 | 1.65 |

资料来源：公司公告、国元证券

利润表

单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2593 | 3862 | 4892 | 6015 |
| 营业成本 | 1990 | 2467 | 2824 | 3544 |
| 营业税金及附加 | 22 | 32 | 39 | 49 |
| 营业费用 | 27 | 40 | 49 | 61 |
| 管理费用 | 325 | 385 | 509 | 639 |
| 财务费用 | 115 | 109 | 151 | 104 |
| 资产减值损失 | 9 | 50 | 46 | 41 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -3 | -3 | -3 |
| 投资净收益 | -3 | -5 | -5 | 0 |
| 营业利润 | 103 | 777 | 1306 | 1575 |
| 营业外收入 | 76 | 65 | 68 | 67 |
| 营业外支出 | 5 | 10 | 8 | 9 |
| 利润总额 | 173 | 832 | 1366 | 1633 |
| 所得税 | 64 | 125 | 205 | 245 |
| 净利润 | 110 | 708 | 1161 | 1388 |
| 少数股东损益 | 54 | 233 | 397 | 469 |
| 归属母公司净利润 | 56 | 474 | 764 | 919 |
| EBITDA | 364 | 1029 | 1593 | 1883 |
| EPS (元) | 0.07 | 0.59 | 0.95 | 1.14 |

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

| | 二级市场评级 | | 公司质地评级 |
|------|----------------------------------|---|------------------|
| 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上 | A | 公司长期竞争力高于行业平均水平 |
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间 | B | 公司长期竞争力与行业平均水平一致 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间 | C | 公司长期竞争力低于行业平均水平 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上 | | |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|---|
| 推荐 | 行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上 |
| 中性 | 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内 |
| 回避 | 行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上 |

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn