

## 销量下降，业绩略低于预期

包钢稀土 (600111)

评级: 增持 (维持)

跟踪报告

2010年10月28日 星期四

### 有色金属小组

联系人: 张方

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

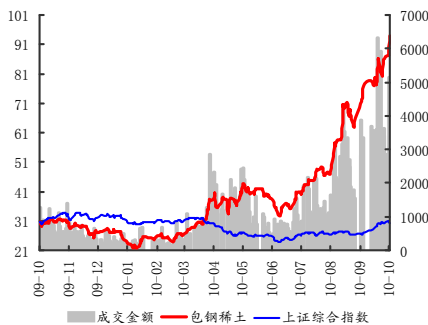
### 重要数据

总股本(亿股)	8.07
流通股本(亿股)	4.93
总市值(亿元)	758.18
流通市值(亿元)	463.12

### 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	32.5%	18.4%
3个月	127.9%	114.8%
6个月	163.8%	159.4%

个股相对上证综指走势图



相关报告:

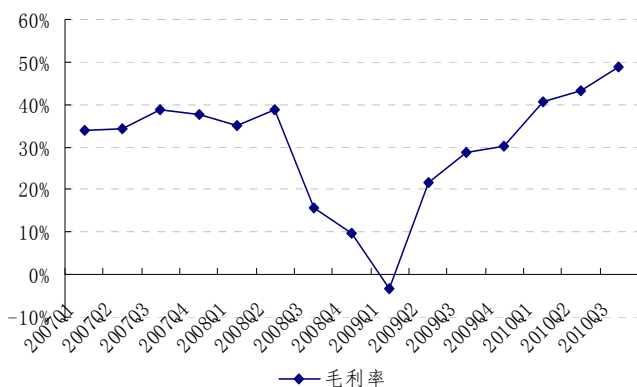
### 投资要点

- 1-9月实现归属于母公司净利润 6.05 亿元。2010年1-9月，公司实现营业收入 36.70 亿元，同比增长 134.42%；营业利润 12.23 亿元，去年同期为-3491 万元；归属于母公司所有者净利润为 6.05 亿元，去年同期为-1365 万元；摊薄每股收益 0.75 元。其中，3 季度单季度实现营业收入 13.42 亿元，同比增长 103.05%；营业利润 4.96 亿元，同比增长 483.59%；归属于母公司所有者净利润为 2.51 亿元，同比增长 368.67%；摊薄每股收益 0.31 元。
- 稀土价格稳步上扬，而成本基本锁定是公司盈利丰厚的主要原因。公司主要经营稀土精矿、氧化物、稀土金属、下游新材料的生产与销售，是国内稀土行业的龙头。在稀土战略地位大幅提高后，稀土价格大幅上升。2010年1-9月公司综合稀土氧化物价格为 58666 元/吨，同比涨幅达到 95.33%，公司依附包钢集团，成本基本锁定在 3 万元/吨，使得公司综合毛利率稳步提升（3 季度单季度毛利率已经达到 48.69%），价格上涨使公司获利丰厚。而去年同期综合氧化物价格在 30033 元/吨，基本处于盈亏平衡点。另外，公司下游磁性材料逐渐盈利、镍氢电池亏损减轻也是利润增长的原因。
- 3 季单季度归属于母公司净利润环比上涨 11.24%，略低于预期，主要原因是产品销量环比下滑。公司 7-9 月实现营业收入 13.42 亿元，环比下降 0.49%；营业利润 4.96 亿元，环比增长 8.90%；归属于母公司所有者的净利润为 2.51 亿元，环比增长 11.24%。2010 年第 3 季度公司稀土综合氧化物平均价格为 66540 元/吨，较第 2 季度环比再次上涨 13.85%，而公司营业收入却环比微降，可推测在国家出台稀土限产和出口配额下降的政策后，公司 3 季度产品销售量环比下滑。
- 至 2011 年中期，我们判断稀土价格稳步上扬的态势基本不会改变。一方面，稀土行业作为战略性产业，愈加受到国家的重视。工信部负责制订、并将出台的《稀土工业发展的专项规划（2009 年~2015 年）》，除了在供

给上加强整顿和整合外，还大力发展稀土下游产业，加大稀土新材料（磁性材料、荧光材料、贮氢材料等）的应用力度，稀土将受益于稀土新材料应用的空间支撑。而另一方面，随着国家加大对出口控制的力度，国外一些大的需求国，如日本、美国等或开始与其他国家合作开发稀土、或开始研究开发国内稀土，国际稀土的开采也将出现一定程度的增长，这将会在一定程度上弥补国际稀土的供需缺口。但总体来看，我们判断，至 2011 年上半年，稀土行业的景气度依然很高，稀土稳步上扬的趋势将不会改变。

- **未来的增长点主要在于下游深加工产品的逐步赢利。**我们认为，在国家控制稀土产销量的背景下，公司上游矿产和氧化物产品受益价格上涨的力度较大，而受益于量增的力度减弱，未来的增长点主要在于下游深加工产品。2010 年公司除了加大汽车用镍氢动力电池生产线改造外，还将建设年产 300 台稀土永磁核磁共振产业化项目（已进入基建阶段），并积极建设 1.5 万吨高性能磁性材料产业化项目二期工程、3000 吨高性能抛光粉异地扩建项目，构筑公司下游产业新优势，进一步推进公司产业化发展。
- **维持“增持”评级。**我们预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 1.06 元、1.45 元和 1.78 元，对应 10 月 27 日股价 93.9 元，对应动态 PE 分别为 89 倍、65 倍和 53 倍，考虑到稀土行业的战略地位以及公司一体化产业链逐步发挥协同效应，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**1) 稀土产品超预期下行的风险；2) 宏观调控和行业整合风险。

图 1. 单季度毛利率快速提高



资料来源：东海证券研究所

图 2. 单季度利润额增长迅速 (万元)

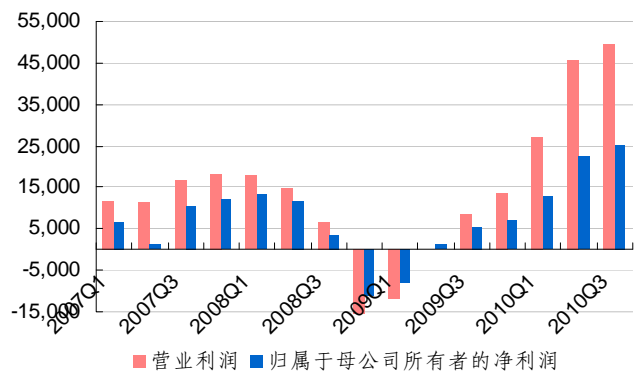
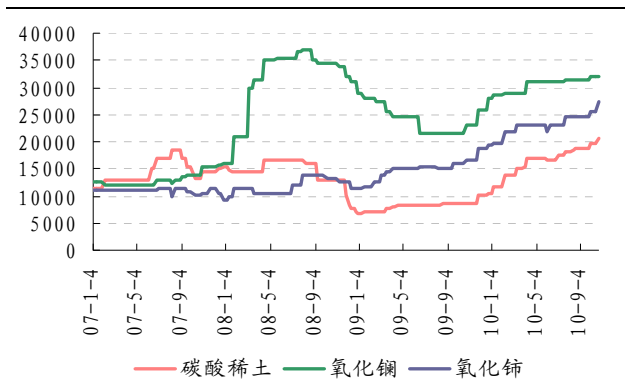


图 3. 公司稀土矿产品和氧化物价格稳步上涨 (元/吨)



资料来源: 东海证券研究所

图 4. 公司稀土氧化物价格稳步上涨 (元/吨)

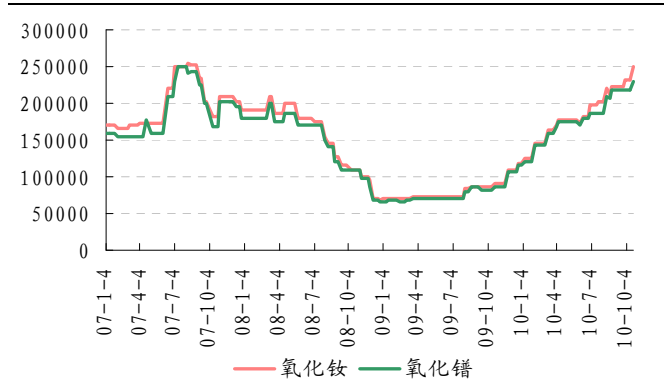
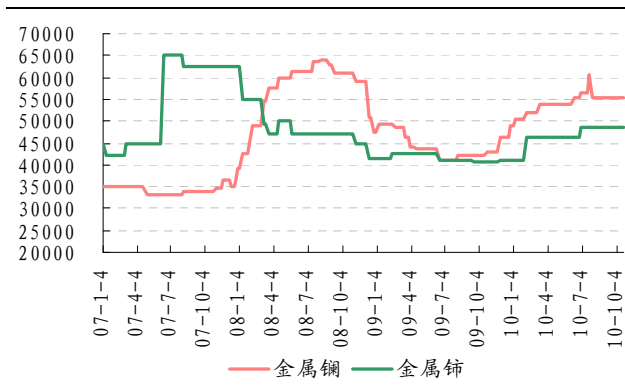


图 5. 公司稀土金属价格走势 (元/吨)

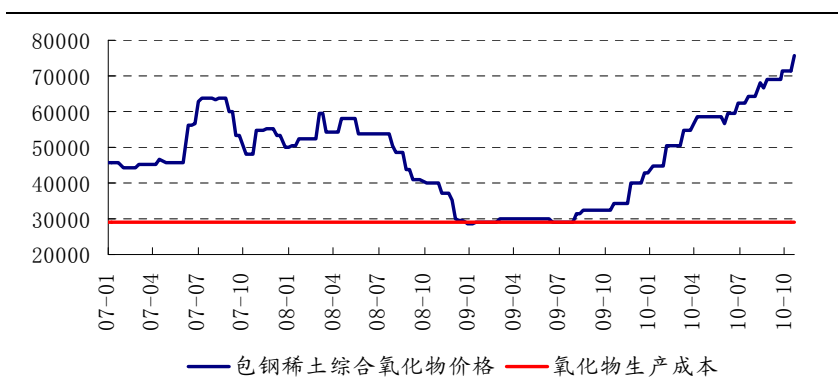


资料来源: 东海证券研究所

图 6. 公司稀土金属价格走势 (元/吨)



图 7. 公司综合稀土氧化物价格走势 (元/吨)



资料来源: 东海证券研究所

图 8. 包钢稀土 (600111) 盈利预测表

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>322,456</b>	<b>259,296</b>	<b>512,500</b>	<b>622,847</b>	<b>720,847</b>
增长率 (%)	266.18%	-19.59%	97.65%	21.53%	15.73%
减: 营业成本	249,897	199,016	289,030	348,013	398,013
毛利率 (%)	22.50%	23.25%	43.60%	44.13%	44.79%
营业税金及附加	2,032	2,221	4,500	5,000	5,500
销售费用	2,685	2,688	4,500	6,000	7,000
管理费用	23,944	32,502	35,500	39,500	42,500
财务费用	8,961	11,501	16,000	19,000	24,000
费用合计	35,591	46,691	56,000	64,500	73,500
期间费用率 (%)	11.04%	18.01%	10.93%	10.36%	10.20%
资产减值损失	11,312	855	0	0	0
加: 公允价值变动收益	-8	8	0	0	0
投资收益	-57	-262	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>23,560</b>	<b>10,259</b>	<b>162,970</b>	<b>205,334</b>	<b>243,834</b>
增长率 (%)	1495.53%	-56.46%	1488.61%	25.99%	18.75%
营业利润率 (%)	7.31%	3.96%	31.80%	32.97%	33.83%
加: 营业外收入	4,357	7,550	2,000	2,000	2,000
减: 营业外支出	1,988	460	500	500	500
<b>利润总额</b>	<b>25,928</b>	<b>17,349</b>	<b>164,470</b>	<b>206,834</b>	<b>245,334</b>
增长率 (%)	1233.29%	-33.09%	848.00%	25.76%	18.61%
利润率 (%)	8.04%	6.69%	32.09%	33.21%	34.03%
减: 所得税费用	3,537	6,374	35,000	42,000	50,000
所得税率 (%)	13.64%	36.74%	21.28%	20.31%	20.38%
<b>净利润</b>	<b>22,391</b>	<b>10,976</b>	<b>129,470</b>	<b>164,834</b>	<b>195,334</b>
增长率 (%)	1384.58%	-50.98%	1079.62%	27.31%	18.50%
净利润率 (%)	5.18%	2.15%	16.68%	18.76%	19.88%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>16,708</b>	<b>5,577</b>	<b>85,470</b>	<b>116,834</b>	<b>143,334</b>
增长率 (%)	1180.47%	-66.62%	1432.60%	36.70%	22.68%
少数股东损益	5,683	5,399	44,000	48,000	52,000
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.07</b>	<b>1.06</b>	<b>1.45</b>	<b>1.78</b>

资料来源: 东海证券研究所

**附注:****一、行业评级**

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122