

**包钢稀土 (600111)**  
**增持/维持评级**

股价: RMB82.17

**分析师**

叶洮  
SAC 执业证书编号:S1000510120008  
(0755)8249 2171  
yetao@mail.htlhsc.com.cn

王茜  
SAC 执业证书编号:s1000510120021  
(0755)8236 4392  
wangqianys@mail.htlhsc.com.cn

**联系人**

祁禾  
(0755)82492290  
qihe@mail.htlhsc.com.cn

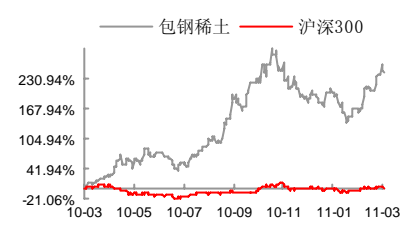
**相关研究**

- 《包钢稀土: 坐北望南, 集稀土业之大成》 (2010/08/02)
- 《包钢稀土: V 型反转》 (2010/04/18)
- 《稀土行业研究: 江西稀土行业调研纪要》 (2010/04/15)
- 《包钢稀土: 盈利明显提升 行业持续向好》 (2010/03/22)

**基础数据**

总股本 (百万股)	807
流通 A 股 (百万股)	807
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	66,340

**最近 52 周股价走势图**



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**景气迭攀新高**

- 上调均价假设。**2011 年以来, 稀土价格快速上涨, 截止 3 月 11 日, 公司主营产品氧化镨钕、氧化镧、氧化铈报价分别为: 43.1、3.4、6.15 万元/吨, 较年初分别上涨 101%、17.2%和 88%。预计 2011 年稀土平均售价将明显高于 2010 年, 因此我们上调 2011 年均价假设分别至 38、3.5、5.9 万元/吨, 2012 年均价假设分别至 39.9、3.68、6.2 万元/吨。
- 尽享行业景气, 上调盈利预测。**基于: 1、主营产品价格明显上涨; 2、供应紧张, 配额价格显著上涨。商务部发布第一批出口配额, 其中公司获得 2695 吨 (权益 1591 吨), 我们上调公司全年盈利预测, 预计 2010-2012 年 EPS 分别为: 0.94、2.70、3.04 元/吨。
- 稀土产业提升至“国家战略安全”高度。**在 2 月份国务院常务会议上, 中央进一步部署稀土行业持续健康发展的政策措施, 力争用 5 年时间实现国内稀土行业持续健康发展格局, 具体内容为: 1、进一步严格实施保护性开采、提高环保标准; 2、继续坚决打击私采乱挖现象; 3、加快行业整合, 提升产业集中度; 4、完善产业链, 加快关键应用技术研发和产业化。该政策的出台真正将稀土产业提升至“国家战略安全”高度, 对行业意义重大。
- 全球稀土资源供应结构有望得到优化。**中国占全球稀土资源储量的 46%, 却供应 90%以上产量, 资源消耗较为严重。我们认为, 如果本次政策得以严格执行, 将有利于全球稀土资源合理开发利用, 届时将使部分海外稀土资源重启, 从而降低我国稀土供应比例, 优化全球资源供应结构。
- 截至目前, 海外矿山正在积极准备复产, 经粗略测算, 其成本平均在 24-25 万元/吨 (折合氧化镨钕) 左右, 因此, 其重启或将对稀土价格进一步上涨构成一定制约。但海外矿山的重启仍需要一定时间, 短期内或难以形成有效供给。而作为新能源产业不可或缺的核心资源, 稀土需求的高增长有望得到保持, 其中钕铁硼年需求增速有望保持在 15-20%。因此, 稀土价格强势仍有望得到维持。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2593.0	3059.0	6132.0	6573.0
(+/-%)	-19.6	18.0	100.5	7.2
归属母公司净利润(百万元)	55.8	760.0	2182.0	2458.0
(+/-%)	-66.6	1262.9	187.1	12.6
EPS(元)	0.07	0.94	2.70	3.04
P/E(倍)	1158.5	86.27	30.0	26.67

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **下游产业链的延伸有望增加新的盈利点。**公司 300 台稀土永磁核磁共振仪项目有望于 2011 年中期投产，加之其在建的 1.5 万吨高性能磁性材料二期工程、3000 吨高性能抛光粉项目，未来公司在完善产业链、推进产业集群化发展方面有望有所建树；而稀土研究院有望在关键应用技术研发和产业化方面提供持续支持。
- 依托得天独厚的资源及产业链优势，稀土高新区成为全国国家级高新区中唯一冠有稀土专业名称的高技术产业开发区；而稀土作为“国家战略资源”，其产业链延伸与应用技术研发的重要性不言而喻。在新三板市场即将启动之际，我们对于稀土高新区的发展报以乐观期待。公司近水楼台，有望间接获益。
- **维持“增持”评级。**我们继续看好稀土主要下游，新能源、新材料产业在经济结构转型中的新引擎作用，而稀土的战略地位也在国家政策的支持下正在持续提升，在“一方面需求爆发性增长，而供应继续受限”的积极局面之下，龙头企业有望长期受益，维持“增持”评级。
- 风险提示：海外矿山复产进程快于预期；价格快速上涨造成下游需求严重萎缩。

## 附图表

表 1、2011 年 EPS 敏感性分析

		氧化镨钕（万元/吨）				
		36.00	40.00	44.00	48.00	52.00
氧化铈 (万元/吨)	5.00	2.47	2.71	2.95	3.19	3.19
	5.50	2.53	2.77	3.01	3.25	3.49
	6.00	2.60	2.83	3.07	3.31	3.55
	6.50	2.66	2.90	3.14	3.37	3.61
	7.00	2.72	2.96	3.20	3.44	3.67

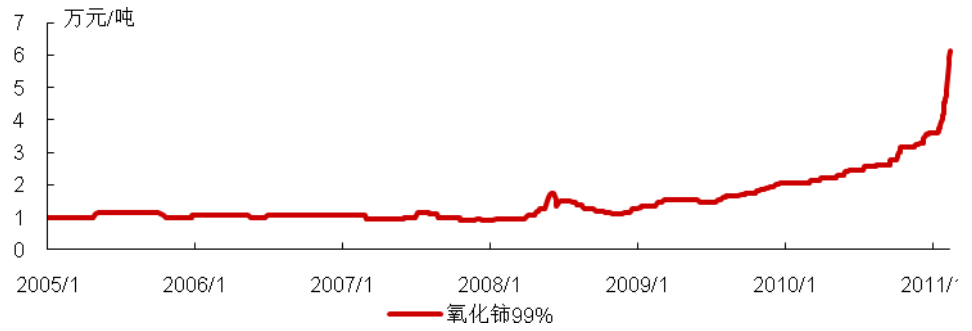
数据来源：华泰联合证券研究所

图 1、氧化镨钕价格走势



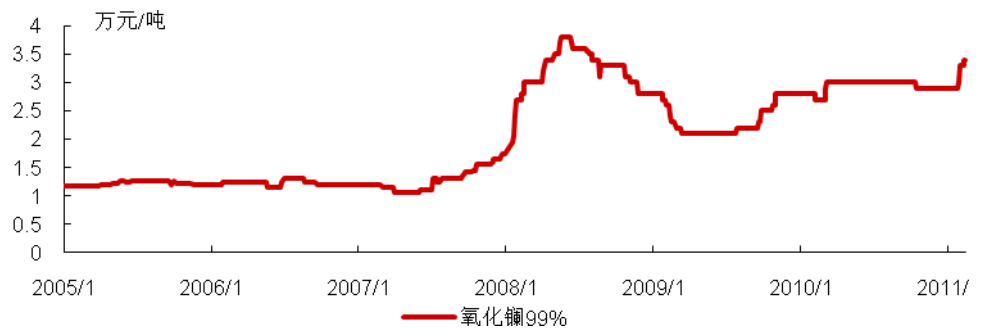
数据来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 2、氧化铈价格走势



数据来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

图 3、氧化镧价格走势



数据来源：亚洲金属网，华泰联合证券研究所

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	4101	2955	5902	9308	<b>营业收入</b>	2593	3059	6132	6573
现金	1478	1005	2643	5816	营业成本	1990	1094	1121	1155
应收账款	297	376	739	792	营业税金及附加	22	27	52	55
其他应收款	123	128	262	285	营业费用	27	28	49	51
预付账款	94	60	59	61	管理费用	325	291	527	526
存货	1454	609	645	687	财务费用	115	68	17	-32
其他流动资产	0	777	1555	1667	资产减值损失	9	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2362	3284	3352	3676	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	47	47	47	47	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	1671	1951	2285	2588	<b>营业利润</b>	103	1551	4365	4819
无形资产	221	247	275	298	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1038	745	744	营业外支出	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	6464	6239	9254	12984	<b>利润总额</b>	173	1551	4365	4819
<b>流动负债</b>	3270	1934	1670	1739	所得税	64	388	1091	1156
短期借款	1514	479	0	0	净利润	110	1163	3274	3662
应付账款	357	391	379	379	少数股东损益	54	403	1091	1205
其他流动负债	709	1063	1292	1360	归属母公司净	56	760	2182	2458
<b>非流动负债</b>	697	686	691	690	EBITDA	218	1775	4569	5005
长期借款	521	521	521	521	EPS (元)	0.07	0.94	2.70	3.04
其他非流动负债	17	165	170	169					
<b>负债合计</b>	3967	2620	2361	2429					
少数股东权益	800	1203	2295	3499	<b>主要财务比率</b>				
股本	807	807	807	807	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
资本公积	308	308	308	308	<b>成长能力</b>				
留存收益	576	1300	3482	5940	营业收入	-19.6%	18.0%	100.5	7.2%
归属母公司股	1696	2416	4598	7056	营业利润	-56.5%	1412.1	181.4	10.4%
<b>负债和股东权</b>	6464	6239	9254	12984	归属母公司净	-66.6%	1262.9	187.1	12.6%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	0.0%	64.2%	81.7%	82.4%
					净利率(%)	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
					ROE(%)	3.3%	31.5%	47.5%	34.8%
					ROIC(%)	4.1%	39.9%	73.0%	73.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	61.4%	42.0%	25.5%	18.7%
					净负债比率(%)	133.73	38.23%	22.12	21.50
					流动比率	1.25	1.53	3.53	5.35
					速动比率	0.81	1.21	3.15	4.96
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.42	0.48	0.79	0.59
					应收账款周转	7	8	10	7
					应付账款周转	5.36	2.93	2.91	3.05
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.07	0.94	2.70	3.04
					每股经营现金	-0.25	1.41	3.33	4.57
					每股净资产(最)	3.09	2.99	5.70	8.74
					<b>估值比率</b>				
					P/E	1189.56	99.75	34.74	30.85
					P/B	26.58	31.38	16.49	10.75
					EV/EBITDA	318	43	17	15

数据来源: 华泰联合证券研究所



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

**免责声明**

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn