

小金属

署名人: 杨国萍
S0960209060280
0755-82026714
yangguoping@cjis.cn
署名人: 张锺
S0960209060260
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 120.00元

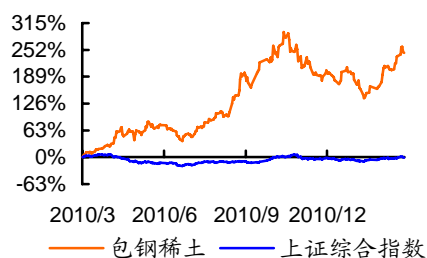
当前股价: 81.38元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2937.63
总股本(百万)	807
流通股本(百万)	493
流通市值(亿)	401
EPS (TTM)	0.84
每股净资产(元)	3.09
资产负债率	61.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
包钢稀土	23.64	12.40	17.16
上证综合指数	1.33	0.36	9.27



相关报告

包钢稀土

600111

强烈推荐

行业整合才刚刚开始, 公司是实质受益的先行者

投资要点:

- 稀土行业的整合提升到前所未有的高度, 我们认为行业整合才刚刚开始, 历史价格高点将成为未来的底部。稀土行业在经历的长期的廉价资源——行业整合无成效——整合力度加强以及目前初见成效的过程, 从矿山开采、到中游冶炼、下游深加工以及产品销售、出口等很多环节仍需要进一步以及持续的规划和规范。
- 更重要的一个方面——稀土下游需求面临着广阔的空间。稀土的需求主要分布在传统领域包括玻璃陶瓷、石油化工、冶金机械、农业轻工业以及过去几年增长迅速、未来有更广阔空间的新材料等领域, 随着新能源、新材料、节能环保等产业的进一步推进, 稀土功能材料产业的发展使稀土需求持续乐观。
- 海外稀土矿产资源的开采两年内可能还难以形成有效的供应。我们认为, 海外稀土矿产资源的重新利用涉及到 2 个主要的问题, 第一个是成本较高, 第二个是在实际操作过程中可能存在一些关键缓解的障碍如环保等, 未来两年形成有效的供应的难度较大。
- 出口的配额的控制也将更加严格, 这有可能使出口配额向优势企业集中, 包钢稀土作为行业龙头, 还有可能受益出口配额调整。
- 依托集团, 公司上游资源保障能力强, 是公司未来拓展发展空间的坚实基础。公司是我国最大的稀土资源和稀土深加工企业, 其控股股东包钢(集团)公司所属的白云鄂博铁矿拥有世界稀土资源的 62%, 占国内已探明储量的 87.1%, 资源背景是产业链以及深加工的进一步发展的坚实基础。
- 下游稀土功能材料有望成为公司未来盈利增长点, 公司目前在稀土四大功能材料领域都已初具规模, 尤其在钕铁硼磁性材料领域, 形成了镨钕氧化物——金属钕——钕铁硼磁性材料——核磁共振仪完整产业链、拥有 1.5 万吨/年的高性能磁性材料与 300 台核磁共振产业化项目; 还拥有年产 1500 吨贮氢合金粉与 700 万只镍氢动力电池生产能力; 拥有 2000 吨抛光材料以及 100 吨荧光剂氧化铕的生产能力。公司还将进一步完善功能材料产业链, 功能材料将成为未来盈利增长点。
- 给予公司强烈推荐的投资评级。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 1.09 元、2.88 元和 3.21 元, 考虑公司所处行业上游持续整合、下游需求可能持续超预期, 产品价格依然有较强的上涨的动力, 公司同时享受上游整合与下游产业发展带来的超额受益, 业绩存在超预期的可能, 我们给予公司强烈推荐的投资评级, 未来 6-12 个月目标价为 120 元。
- 风险提示: 稀土产品价格大幅波动; 主要原料价格大幅上涨。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2593	4845	8265	8912
收入同比(%)	-20%	87%	71%	8%
归属母公司净利润	56	884	2327	2591
净利润同比(%)	-67%	1485%	163%	11%
毛利率(%)	23.2%	48.6%	68.4%	68.9%
ROE(%)	3.3%	34.8%	47.8%	34.7%
每股收益(元)	0.07	1.09	2.88	3.21
P/E	355.84	22.45	8.53	7.66
P/B	11.70	7.81	4.08	2.66
EV/EBITDA	58	10	4	4

资料来源: 中投证券研究所

1. 中国最大的稀土生产企业

包钢稀土是包头钢铁（集团）有限责任公司以稀土三厂及选矿厂稀土车间的资产出资，与嘉鑫有限公司和包钢综合企业（集团）公司作为共同发起人，以募集方式设立的股份有限公司，于1997年公开发行普通股股票，并在上海证券交易所挂牌交易，2006年4月完成股权分置改革。截至2010年3季度末，公司总股本8.07亿股，包钢集团持有公司38.92%的股份，嘉鑫公司持有公司9.95%的股份。

包钢稀土拥有从稀土选矿到稀土冶炼、分离、电解金属和稀土深加工等稀土生产工艺，可以生产稀土精矿、各种混合及单一稀土化合物、电池级混合稀土金属和各种单一稀土金属，目前具备年生产稀土精矿14万吨、冶炼分离稀土氧化物5万吨、稀土金属6300吨、15000吨高性能磁性材料、稀土抛光粉2000吨、稀土贮氢合金1500吨和镍氢电池700万只的生产能力，是中国最大的稀土生产企业。同时，包钢稀土研究院是中国最大的稀土科技研发基地，亦是中国最权威的稀土技术研发应用机构，雄厚的技术实力为公司长期保持竞争能力奠定了坚实的基础。

图 1 包钢稀土股权结构图

内蒙古自治区人民政府	
	73.21%
包头钢铁（集团）有限责任公司	
	38.92%
包钢稀土（600111）	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

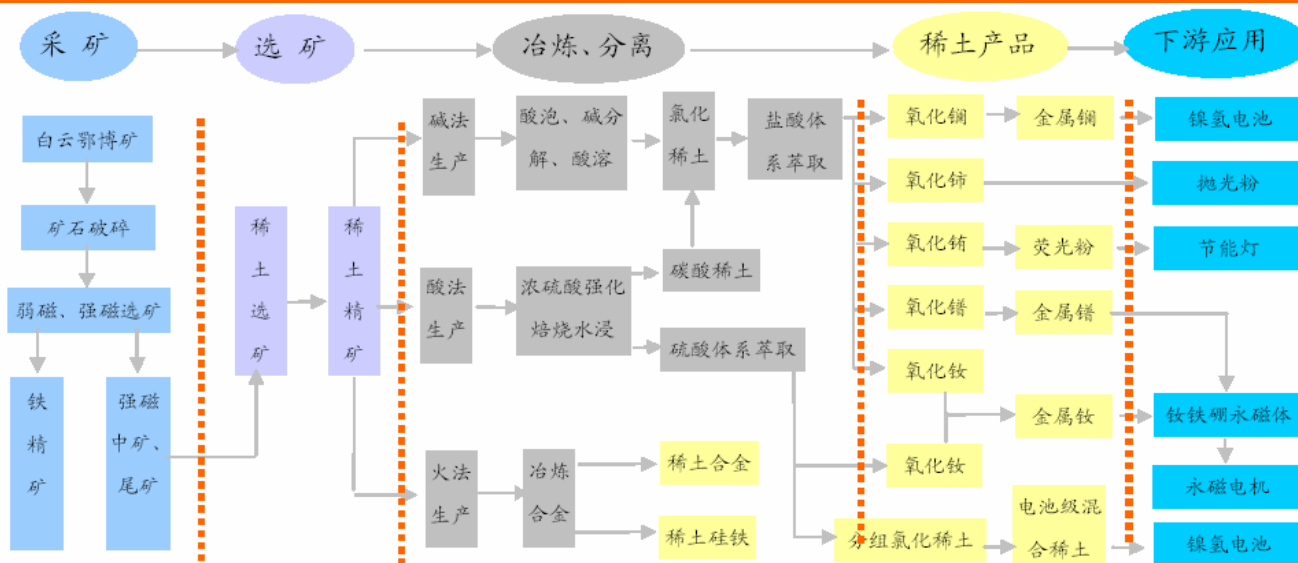
表 1 包钢稀土纳入合并报表的公司情况

序号	公司名称	控制类型	注册资本 (万元)	经营范围	合计持 股比例
1	包头瑞鑫稀土金属材料股份有限公司	控股子公司的 子公司	4880.00	稀土产品及应用产品的生产、 销售	79.51%
2	包头稀土研究院	全资子公司	10790.60	工程设计、稀土的技术转让、 咨询、开发、服务	100%
3	内蒙古包钢稀土磁性材料有限公司	控股子公司	17600.00	稀土磁性材料的生产、销售	100%
4	包头天骄清美稀土抛光粉有限公司	控股子公司	934.5 万美元	生产和销售稀土抛光粉	60%
5	中山市天骄稀土材料有限公司	控股子公司	2000.00	生产、销售混合稀土贮氢合金 材料	66.50%
6	包头华美稀土高科有限公司	相对控股	13252.00	稀土产品及应用产品的生产、 销售	33.30%
7	淄博包钢灵芝稀土高科技股份有限公司	相对控股	3800.00	稀土产品、混合氯化稀土的生 产、销售	36.05%
8	包头市京瑞新材料有限公司	相对控股	1200.00	高纯稀土化合物的生产和销 售	46.67%
9	内蒙古包钢和发稀土有限公司	控股子公司	5001.00	稀土产品的生产及销售、技术 咨询服务	51%
10	北京三吉利新材料有限公司	相对控股	3500.00	钕铁硼永磁材料储氢材料、稀 土及其合成材料的生产、销 售、技术咨询	44%
11	内蒙古稀奥科贮氢合金有限公司	控股子公司	1300 万美元	生产、销售混合稀土贮氢合金	75%

12	内蒙古稀奥科镍氢电池极板有限公司	控股子公司	1600 万美元	生产、销售镍氢电池正负极板	75%
13	内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司	控股子公司	160 万美元	生产、销售镍氢动力	75%
14	上海鄂博稀土贸易有限公司	控股子公司	50	销售稀土产品、钢材、建材	90%
15	包头科日稀土材料有限公司	控股子公司	125 万美元	附加值的稀土产品的生产及销售	50.50%
16	内蒙古包钢稀土国际贸易有限公司	控股子公司	70,000.00	稀土氧化物、化合物、稀土金属及合成产品的采购、仓储、销售	67%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司业务流程情况



资料来源：公司资料

2. 依托包钢集团，公司具有雄厚的资源保障基础

包钢稀土具有雄厚的资源保障基础，公司所需的主要原材料强磁中矿、尾矿是包钢集团生产中的副产品，也是公司进行稀土产品生产的基本原料，这些主要来源于包钢集团。包钢集团所属白云鄂博矿是世界闻名的大型铁、稀土、铈共生矿床，其稀土资源工业储量约为 4350 万吨，其铁矿占国内已探明储量的 80%以上，稀土精矿产量占全国总产量的 30%以上，持续供矿的能力稳定。

依托包钢集团内的白云鄂博矿，公司原材料采购成本低，2007~2008 年强磁中矿、强磁尾矿的交易价格分别为 20 元/吨、12 元/吨，且此供给价格自 2009 年起执行 3 年，因此公司稀土矿的采购成本短期内内不会出现较大变动，我们判断，即使协议到期、原材料价格调整，公司成本也不会出现很大的压力，而且随着公司未来深加工领域的发展，抗原料价格波动的能力也将明显增强。

表 2 公司原料采购方式

交易标的	交易方	价格	占同类交易比例	价格方式
中矿	包钢选矿厂	20元/吨	100%	协议价
尾矿	包钢选矿厂	12元/吨	100%	协议价
铁矿石	包钢白云铁矿	85元/吨	100%	协议价

环水	包钢选矿厂	0.30元/吨	100%	协议价
电	包钢供电厂	0.40元/度	100%	协议价
蒸汽	包钢热电厂	25元/吉焦	100%	协议价

资料来源：公司资料、中投证券研究所

3. 完整的稀土产业链与生产布局

公司拥有从稀土选矿到稀土冶炼、分离、电解金属和稀土深加工等稀土生产工艺，可以生产稀土精矿、各种混合及单一稀土化合物、电池级混合稀土金属和各种单一稀土金属。目前具备年产稀土精矿 14 万吨、冶炼分离稀土氧化物 5 万吨、稀土金属 6300 吨、高性能磁性材料 15000 吨、稀土抛光粉 2000 吨、稀土贮氢合金 1500 吨和镍氢电池 700 万只的生产能力，是中国最大的稀土生产企业。另外，包钢稀土研究院是中国最大的稀土科技研发基地，亦是中國最权威的稀土技术研发应用机构，雄厚的技术实力为公司长期保持竞争能力奠定了坚实的基础。

表 3 包钢稀土主要业务环节基本情况

主要产业链环节	生产单位	基本情况
选矿	稀选厂（分公司）	最目前世界上大的稀土精矿生产厂，具备 6 个生产车间，利用白云鄂博矿选铁作业过程中产生的强磁中矿、强磁尾矿，采用浮选流程生产 30%~60% 各品级氟碳铈—独居石混合稀土精矿
	冶炼厂（分公司）	采用碱法生产工艺生产混合氯化稀土溶液，稀土化合物生产能力 2 万吨以上，稀土金属生产能力 1500 吨
	和发稀土公司（51%）	拥有稀土焙烧能力 2.5 万吨/年，稀土氧化物分离能力 1.2 万吨/年，稀土贮氢合金粉能力 1000 吨/年，高岭土 3 万吨/年的生产能力
冶炼分离	华美高科（33.30%）	采用“酸法”、“碱法”、“萃取分离”等有色金属湿法冶炼工艺生产各类混合及单一稀土化合物，具有集中焙烧处理稀土精矿 10 万吨、年产各类稀土氧化物和化合物 2.2 万吨的生产线
	淄博灵芝（36.06%）	目前具备年产混合氯化稀土 2 万吨、分离氯化稀土 2.5 万吨、稀土金属 1000 吨的生产能力。
金属钕与镨钕合金	包头市京瑞新材料（39.65%）	主营产品有金属钕及镨钕合金，现有生产能力 8000 吨/年
销售	包钢稀土国际贸易公司	稀土产品的统一采购、储备、销售和出口。5 年内建成 30 万吨稀土精矿储备，每年储备 6 万吨
	内蒙古包钢稀土磁性材料公司（100%）	2010 年产能为 3000 吨合金、2000 吨高性能磁体。最终将发展为包括 15000 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，主要应用于计算机（VCM）、混合动力及普通汽车、风力发电机、核磁共振成像仪、各种磁化设备等行业
钕铁硼磁性材料	北京三吉利公司（44%）	有 2000 吨磁性材料的产能
	包头市稀宝博为医疗系统有限责任公司（40%）	MRI 项目的设计产能为 300 台，每台 MRI 所需钕铁硼为 3-4 吨左右，所需磁体全部来自新建的钕铁硼项目生产线
贮氢合金粉和镍氢电池	奥科贮氢（75%）	具备年产 1500 吨混合稀土贮氢合金粉的生产能力。
	奥科极板（75%）	主要生产镍氢电池正负极板，目前奥科贮氢和奥科极板两家公司的产品作为原材料主要用于奥科镍氢公司的电池生产。
抛光材料	奥科镍氢（75%）	具备年产 700 万只镍氢动力电池的生产能力
	天骄清美（60%）	在抛光材料方面具备年产 2000 吨的生产能力。公司计划在包头稀土开发区投资 3000 吨抛光材料，同时将原有的产能也搬迁到开发区，共形成 5000 吨产能。
荧光材料	京瑞新材（39.29%）	目前具备年产荧光极氧化铕 100 吨的生产能力。公司计划利用南方的钇资源，在南方做荧光材料。

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4. 产业链逐步向下游深加工延伸，未来有望打造成为 稀土功能材料全国龙头

公司产业逐步向下游延伸，2006 年依赖公司的主营业务的构成发生了巨大的变化，稀土氧化物逐渐成为公司最主要的产品，而稀土精矿和碳酸稀土从 2007 年开始不再直接作为产品销。近年来，公司下游产品稀土金属、稀土功能材料等收入比重逐年提升，公司产业链明显逐步向下游转移。

基于公司行业地位、行业发展方向以及公司投资项目与未来的发展规划，我们认为，公司未来有望在永磁材料、贮氢材料、发光材料、抛光材料等稀土功能材料打造成生产规模、品种质量、市场份额的全国龙头。

图 3 包钢稀土营业收入情况（百万元）

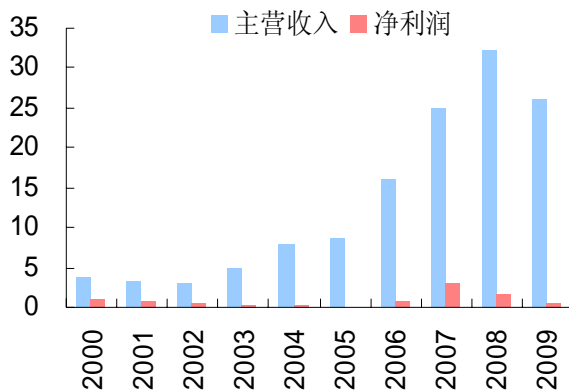
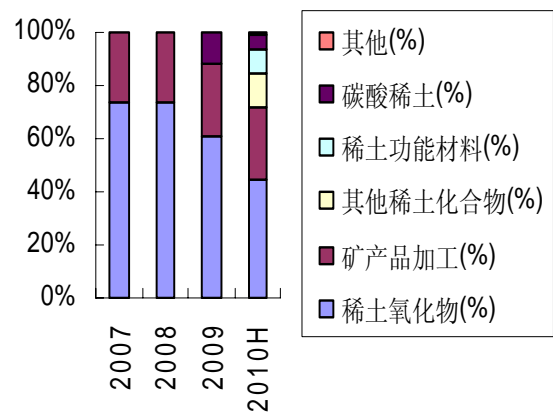


图 4 包钢稀土营业收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 包钢稀土主要产品毛利率情况

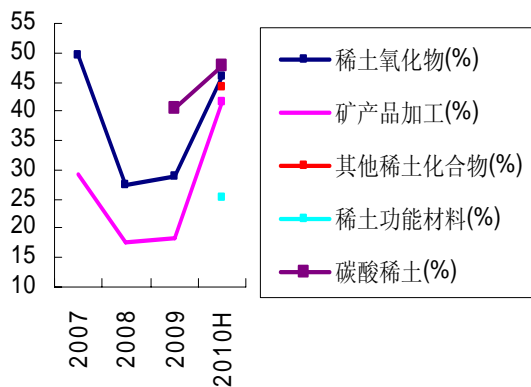
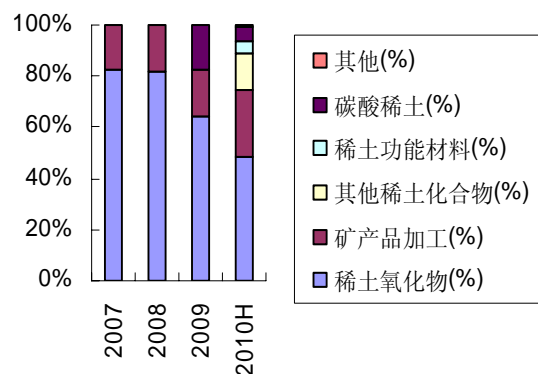


图 6 包钢稀土利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

给予公司强烈推荐的投资评级。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 1.11 元、2.89 元和 3.46 元，考虑公司所处行业上游持续整合、下游需求可能持续超预期，产品价格依然有较强的上涨的动力，公司同时享受上游整合与下游产业发

展带来的超额受益，业绩存在超预期的可能，我们给予公司强烈推荐的投资评级，未来 6-12 个月目标价为 120 元。

表 4 公司主要产品产量预测 (万吨)

产品	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
稀土氧化物	5.4	5.76	5.6	5.6	5.6
其中: 氧化镧	1.46	1.56	1.51	1.51	1.51
氧化铈	2.7	2.88	2.8	2.8	2.8
氧化镨钕	1.13	1.21	1.18	1.18	1.18
氧化铀 (吨)	97.19	82.8	90	90	90

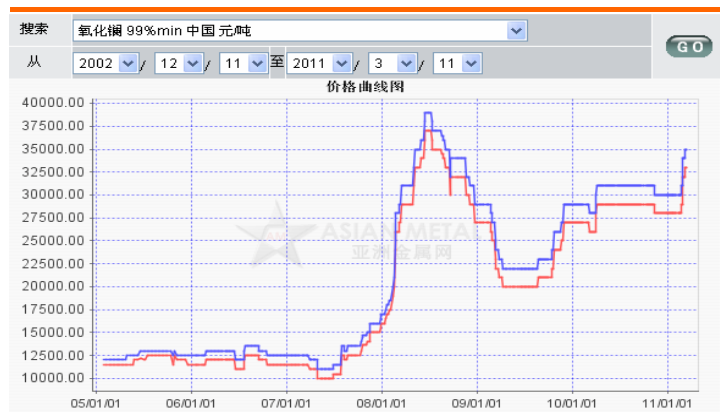
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 5 主要产品价格预测 (万元/吨)

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
氧化镧	2.34	2.92	3.5	3.8
氧化铈	1.58	2.47	6	6.5
氧化镨钕	7.74	18.14	40	42
氧化铀	250	284	350	380

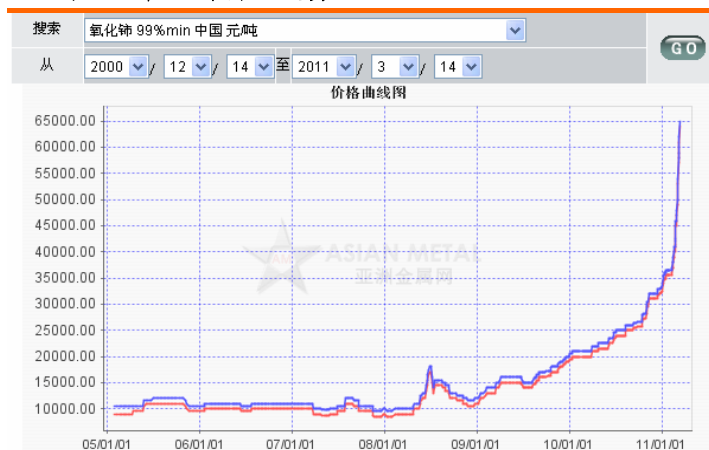
资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 7 氧化镧价格走势



资料来源: 亚洲金属网

图 8 氧化铈价格走势



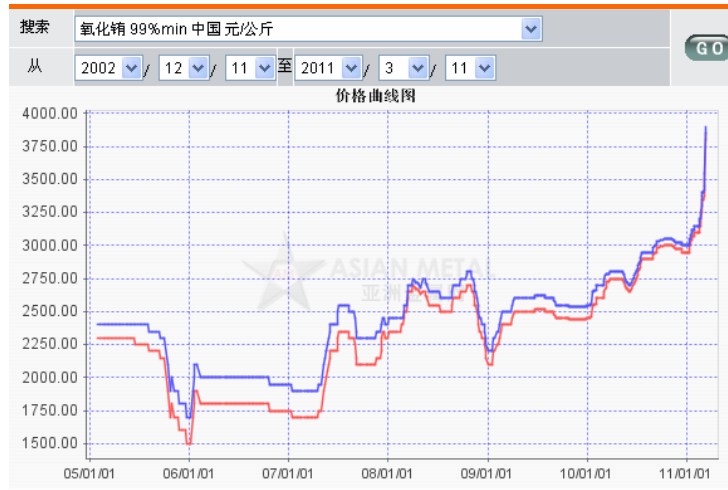
资料来源: 亚洲金属网

图 9 氧化镨钕价格走势



资料来源：亚洲金属网

图 10 氧化铈价格走势



资料来源：亚洲金属网

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434