

2011-04-07

证券研究报告

有色金属/稀有金属

公司研究 / 年报点评

## 包钢稀土 (600111)

增持/维持评级

股价: RMB97.15

### 分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

### 联系人

祁禾

(0755)82492290

qihe@mail.htlhsc.com.cn

### 相关研究

《稀土资源税上调:意料之外 情理之中》

(2011/03/25)

《包钢稀土:景气迭攀新高》

(2011/03/14)

《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)

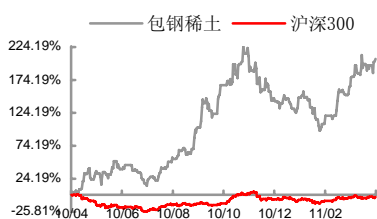
《稀土行业研究:江西稀土行业调研纪要》(2010/04/15)

《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)	71,386

### 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

# 业绩符合预期 行业景气依旧

- 公司于 04 月 07 日发布 2010 年年报, 实现营业收入 52.58 亿元, 同比增长 102.8%, 归属于母公司净利润 7.51 亿元, 同比增长 1246.2%, 实现 EPS 0.93 元/股, 同比增长 1246.2%。业绩符合预期。
- 2010 年, 国家采取了一系列措施来规范稀土行业, 包括: 通过《稀土工业污染物排放标准》, 开展稀土产业开发秩序专项整治, 制定 2011 年稀土出口配额等。在下游需求旺盛而供给收紧的情形下, 2010 年全年稀土价格全面上涨, 截止 12 月 31 日, 公司主营产品氧化镨钕、氧化铈、氧化铈报价分别较 2010 年初上涨 72%、3.5%和 63%。
- 价格上涨提升公司盈利能力。2010 年公司稀土氧化物、混合碳酸稀土、稀土金属的营业利润率分别由 28.87%、40.50%和 18.45%提升至 57.59%、55.56%和 51.93%。2010 年全年公司共生产稀土氧化物 6.24 万吨、稀土金属 7121.92 吨和功能材料 7749.27 吨。
- 拓展下游深加工业务。2010 年, 公司 15000 吨磁性材料产业化项目一期工程竣工投产, 具备了年产 3000 吨钕铁硼磁性材料的能力。年产 300 台稀土永磁磁共振影像系统将于 2011 年 6 月底投产, 5000 吨抛光粉异地扩建工程也会很快投产。
- 加大重组整合力度。公司通过控股北方骨干企业, 基本实现了对北方稀土业的整合。为进一步巩固自身优势, 实现南北联合, 公司斥资 2.3 亿收购了江西三家稀土冶炼企业部分股权, 合计控制 1.15 万吨的中重稀土冶炼产能, 占当地的 1/3。包钢稀土国贸公司赣州分公司成立, 有助于进一步提升公司在稀土市场的影响力和控制力。
- 稀土资源税的调整。财政部、国家税务总局宣布, 自 2011 年 4 月 1 日起, 统一调整稀土矿原矿资源税税额标准。调整后的税额为: 轻稀土, 包括氟碳铈矿、独居石矿, 60 元/吨。开采与铁矿共生、伴生的氟碳铈矿、独居石矿等稀土矿, 除征收铁矿石资源税外, 按本规定征收稀土资源税。包钢集团每年开采稀土伴生铁矿 1200 万吨, 按照 60 元/吨计算, 每年需缴纳 7.2 亿元的稀土资源税, 这部分将由公司承担。

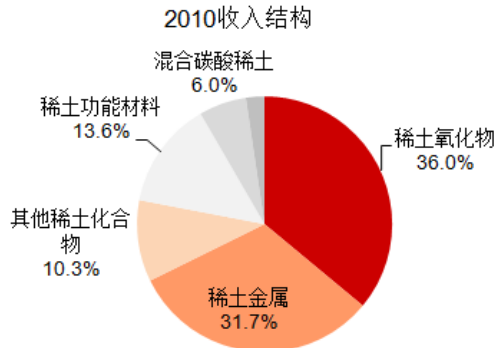
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	5258	6706	7042	7394
(+/-%)	102.8	27.5	5	5
归属母公司净利润(百万元)	751	2182	2403	2657
(+/-%)	1246.2	190.7	10.1	10.6
EPS(元)	0.93	2.70	2.98	3.29
P/E(倍)	104.31	35.89	32.59	29.47

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 静态的看，稀土资源税将增加上市公司营业总成本 7.2 亿/年(2011 年为 5.4 亿)。但动态来看，在下游需求旺盛而供给收紧的前提下，我们认为资源税带来的开采成本增加有望顺利传导到下游。一方面，海外矿山的重启和新建尚需时日，短期内或难以形成有效供给。而另一方面，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。
- 矿浆价格调整。包钢稀土主要原料稀土矿浆需从集团购买，按照披露的矿浆价格计算公式，矿浆的价格与白云鄂博矿矿石的价格近似成正比（近似于矿石价格的 30%-40%）。2012 年上半年的矿浆价格由 2011 年下半年的平均价格计算。按照目前价格计算，2012 年矿浆价格将从平均 12.33 元/吨上升至 46.78 元/吨(2011 年矿浆价格不变)。若按 6 万吨稀土氧化物的产量计算，成本上升 1500 元/吨。
- 我们继续看好稀土主要下游领域--新能源、新材料产业在经济结构转型中的新引擎作用，在“一方面需求爆发性增长，另一方面供应持续受限”的积极局面之下，我们判断稀土业的高景气度有望继续得到维持，而龙头企业的受益逻辑依然相当明确，维持“增持”评级。我们预测 2011-13 年 EPS 为：2.70、2.98、3.29 元/股。

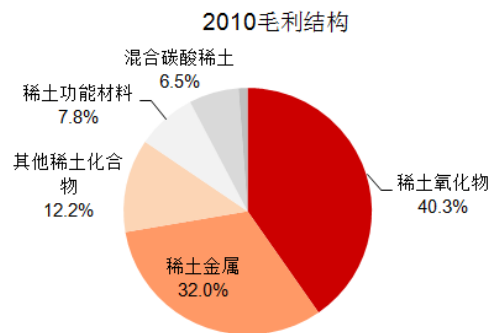
## 公司收入和毛利结构

图 1: 2010 公司收入结构



资料来源：华泰联合证券研究所

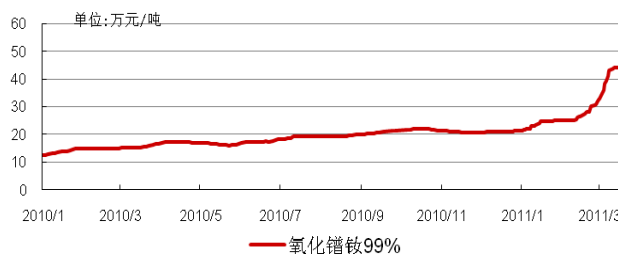
图 2: 2010 公司毛利结构



资料来源：华泰联合证券研究所

## 稀土氧化物价格走势

图 3: 氧化镨钕价格



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4: 氧化铈价格



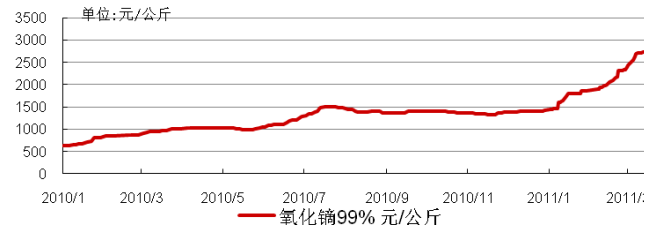
资料来源：华泰联合证券研究所

**图 5: 氧化镧价格**



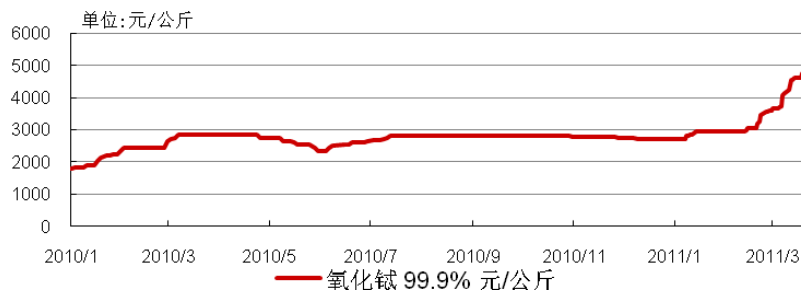
资料来源: 华泰联合证券研究所

**图 6: 氧化镨价格**



资料来源: 华泰联合证券研究所

**图 7: 氧化铽价格**



资料来源: 华泰联合证券研究所

## 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。

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	2010	2011E	2012	2013	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	5130	7969	11178	14752	<b>营业收入</b>	5258	6706	7042	7394
现金	1776	4858	7985	11456	营业成本	2669	1452	1522	1522
应收账款	492	737	757	780	营业税金及附加	42	59	60	62
其他应收款	122	238	243	243	营业费用	40	62	56	57
预付账款	138	73	77	77	管理费用	490	637	606	591
存货	1971	962	1064	1055	财务费用	110	81	35	-15
其他流动资产	630	1101	1052	1141	资产减值损失	94	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3660	4102	4608	4992	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	148	114	125	121	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	1775	2079	2496	2846	<b>营业利润</b>	1822	4415	4763	5176
无形资产	520	656	772	942	营业外收入	41	53	56	50
其他非流动资产	1217	1253	1214	1083	营业外支出	20	15	13	16
<b>资产总计</b>	8790	12070	15786	19744	<b>利润总额</b>	1842	4453	4807	5210
<b>流动负债</b>	3350	3314	3423	3418	所得税	471	1113	1202	1250
短期借款	1358	1358	1358	1358	净利润	1371	3340	3605	3960
应付账款	540	453	466	474	少数股东损益	620	1158	1202	1303
其他流动负债	1452	1503	1599	1586	归属母公司净	751	2182	2403	2657
<b>非流动负债</b>	1168	1145	1147	1150	EBITDA	1932	4615	4938	5324
长期借款	928	928	928	928	EPS (元)	0.93	2.70	2.98	3.29
其他非流动负债	240	217	219	222					
<b>负债合计</b>	4518	4459	4570	4568	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1855	3013	4214	5517	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	807	807	807	807	<b>成长能力</b>				
资本公积	320	320	320	320	营业收入	102.8%	27.5%	5.0%	5.0%
留存收益	1282	3464	5867	8524	营业利润	1676.1%	142.3%	7.9%	8.7%
归属母公司股	2416	4598	7002	9659	归属母公司净	1246.2%	190.7%	10.1%	10.6%
<b>负债和股东权</b>	8790	12070	15786	19744	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	49.2%	78.3%	78.4%	79.4%
					净利率(%)	0.0%	35.6%	37.4%	14.3%
					ROE(%)	31.1%	47.5%	34.3%	27.5%
					ROIC(%)	33.9%	73.8%	69.2%	65.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	51.4%	36.9%	28.9%	23.1%
					净负债比率(%)	50.67%	51.31%	50.07%	50.10
					流动比率	1.53	2.40	3.27	4.32
					速动比率	0.93	2.10	2.95	4.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.69	0.64	0.51	0.42
					应收账款周转	13	11	9	9
					应付账款周转	5.95	2.93	3.31	3.24
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.93	2.70	2.98	3.29
					每股经营现金	1.17	4.60	4.75	5.10
					每股净资产(最)	2.99	5.70	8.67	11.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	100.99	34.75	31.55	28.53
					P/B	31.38	16.49	10.83	7.85
					EV/EBITDA	40	17	16	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