

包钢稀土(600111)调研报告

期待行业拐点的来临

中性

维持评级

原材料/贵金属及采矿

2009 年 4 月 10 日

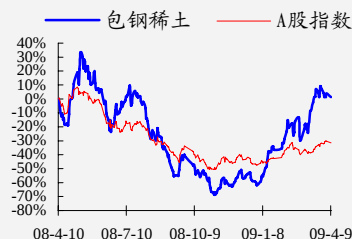
投资要点:

- 公司已经基本完成对我国北方稀土行业的整合，在稀土市场的占有率高达 40%。公司在稀土产品的开发上同时拥有资源、技术和规模等多种优势，是我国稀土行业中举足轻重的龙头企业。
- 2008 年下半年，随着全球经济危机的深化，永磁材料、抛光材料、储氢合金和稀土催化材料等稀土的主要下游均受到不同程度的冲击。稀土市场急转直下，公司的业绩也深受影响，预计短期内仍难以摆脱低迷。
- 受需求下滑的影响，主要稀土氧化物和稀土金属均大幅跌价。2008 年 1 月份，金属镨、钕的价格一度高达 26 万元/吨。此后，便一路下跌到 10 万元/吨以下，目前仍在 10 万元/吨左右徘徊。氧化镨、氧化钕的价格变化情况与金属镨、钕的价格变化类似，目前也跌至 6.8 万元/吨的低位。氧化铈的情况略好，价格变化不大，但由于其市场容量有限，对公司业绩的影响不大。
- 公司是国内较大的储氢合金生产企业之一。储氢合金是一类重要的储氢材料，在镍氢电池领域具有重要应用。镍氢电池混合动力汽车是目前市场上技术最为成熟的新能源汽车，在未来几年内有望得到快速发展。作为其上游，储氢合金的重要性是不言而喻的。但是，目前公司储氢合金的营收规模还不是很大，盈利能力也不强，毛利率只有 6.75% 左右，预计该项业务短期内仍不能给公司业绩带来提升。
- **投资评级：**根据我们的预测，公司 2008 年、2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.34 元、0.13 元和 0.25 元。根据 2008 年 4 月 9 日的收盘价 18.68 元，对应 54.94 倍，143.69 倍和 74.72 倍市盈率，公司的股值明显偏高，给与公司“中性”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	249,958	55.31	30,815	365.84	0.38		49.15	
2008E	288,200	15.30	27,200	-11.73	0.34		54.94	
2009E	185,889	-35.50	10,861	-60.07	0.13		143.69	
2010E	219,349	18.00	19,885	83.09	0.25		74.72	

走势图



市场数据

2009-4-9

收盘价:	18.68 元
52 周最高价:	24.94 元
52 周最低价:	5.66 元
平均持仓成本:	19.08 元

基本数据

2008Q3

总股本 (万股):	80,735
流通 A 股 (万股):	80,735
每股收益 (元):	0.35
每股净资产 (元):	2.18
每股经营现金流 (元):	(0.11)
市净率:	8.57

分析师: 潘喜峰

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: xifengpan@sohu.com

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

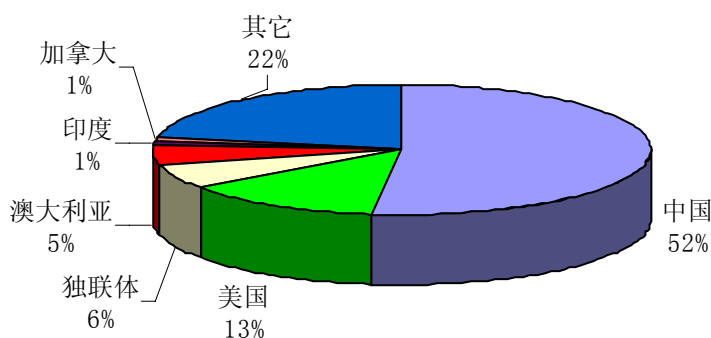
(邮编 200002)

一、材料的“维生素”——稀土元素

稀土是一类非常重要的战略资源。稀土元素与其它元素形成的化合物结构多样，因而具有许多特殊的物理化学性能。在许多高新技术领域都可以看到稀土元素的身影。由于其特殊的电子结构，在材料领域，稀土元素更是被誉为材料的“维生素”。目前，稀土永磁材料、稀土发光材料、稀土抛光材料、稀土储氢材料和稀土催化材料都被大规模商业化生产，在我国的国民经济和国防等领域发挥着不可替代的作用。

世界上的稀土资源分布具有极端的不均匀性，只集中分布在少数几个国家里。我国的稀土储量占世界的 52%，世界第一，具有明显的资源优势。近年来，我国的稀土产业飞速发展，各类稀土产品的生产量、消耗量和出口量均已占世界的 90% 以上，已经成为名副其实的稀土大国。

图 1 世界上稀土元素的分布



资料来源：东北证券金融与产业研究所

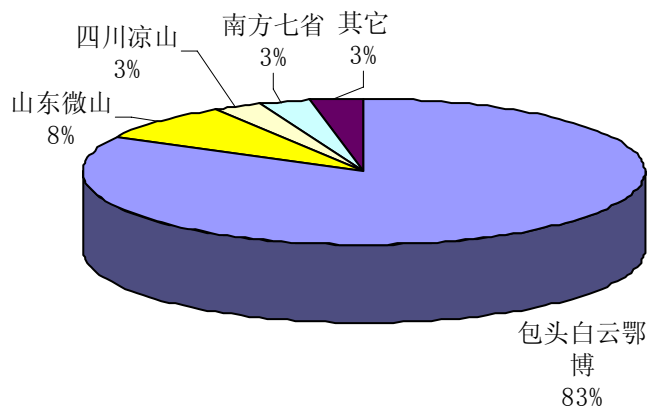
二、成长中的稀土行业龙头——包钢稀土

包钢稀土现在已经成为我国稀土行业的领军企业。公司在下面四个方面具有突出的优势。(1)我国的稀土资源分布也很不平衡。内蒙古包头地区的白云鄂博占据了全国轻稀土 83% 的储量，稀土资源极其丰富。公司地靠白云鄂博，具有明显的资源优势。(2)公司的原料主要来自大股东包钢选铁后的尾矿，在成本上具有很大的优势。(3)公司所属稀土研究院在稀土产品的开发方面具有多年的积累，在技术上具有较大的优势。(4)公司在稀土行业中市场高达 40%，具有明显的规模优势。上述四个优势决定了公司在做内稀土行业举足轻重的地位。

公司并不满足于单纯出售稀土氧化物和稀土金属等初级稀土产品，正在积极向产业链下游延伸。公司在原有稀土初级产品和稀土功能材料布局的基础上，进一步明确了以稀土磁性材料、发光材料、抛光材料、贮氢材料为重点发展方向，正在积极地推动稀土资源优势向功能材料优势转化的发展。目前公司在上述领域均有所突

破。未来，包钢稀土很有可能成为我国新材料领域的一支奇葩。

图2 我国稀土资源的分布

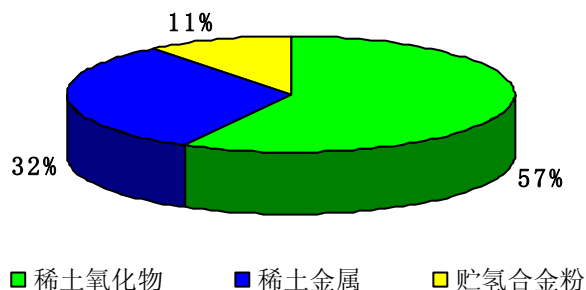


资料来源：东北证券金融与产业研究所

三、公司主营业务分析

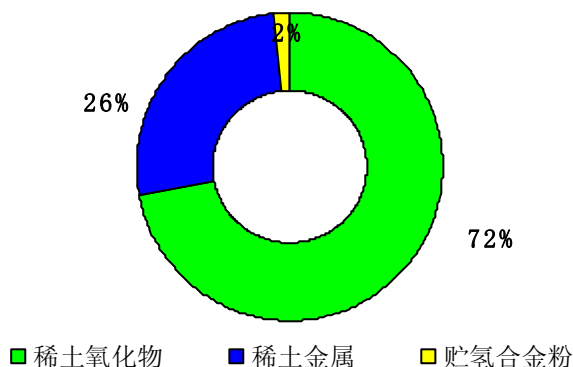
目前，稀土氧化物仍是公司营收的主要来源。2008 年半年报显示，稀土氧化物的营收占比高达 57%。稀土金属是公司收入的另一大来源，营收占比为 30%。公司还生产一部分储氢合金粉末，但营收占比只有 11%。稀土氧化物的盈利能力最强，毛利率高达 45.58%，公司 72%的毛利都是由稀土氧化物产品贡献的。稀土金属的盈利能力比稀土氧化物略差，毛利率为 30.1%。公司还生产镍氢电池的负极材料稀土储氢粉末。目前公司储氢合金生产线的稳定性还需要改善。同时受金属镍价格大幅波动的影响，盈利能力较差。2008 年上半年储氢合金的毛利率只有 6.75%。总的来看，公司目前还是以出售稀土初级产品为主，在稀土材料的深加工领域还处在起步阶段。

图3 公司的营收占比



资料来源：东北证券金融与产业研究所

图4 公司的毛利占比



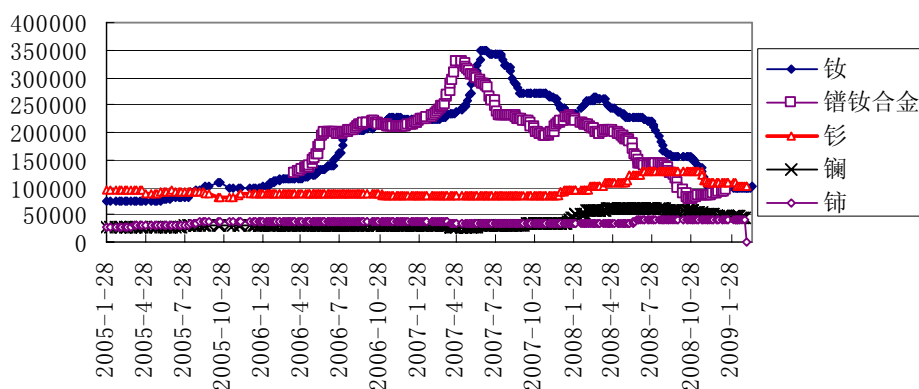
资料来源：东北证券金融与产业研究所

四、稀土龙头难耐经济危机

2008年下半年，随着经济危机的深化，稀土永磁材料、稀土发光材料、稀土抛光材料和稀土储氢材料等领域都受到了不同程度的影响。稀土行业的形势也急转直下，虽然包钢稀土曾联合国内的几家大的稀土企业联合限产，但最终仍没能阻止各类稀土产品价格的大幅下滑。2008年1月份，金属钕的价格达到了年内的最高点，26万元/吨。此后，其价格便一路下跌，目前已经跌至10万元/吨左右的低位。金属钐的价格在2008年7月份达到高位后也一路下滑，目前也在低位徘徊。金属镧、铈的情况略好，但也不太乐观。稀土氧化物的变化趋势与稀土金属的变化趋势大致相似，也均在低位徘徊。预计短期内稀土的价格仍难以大幅回升。

图5 几类主要稀土金属的价格曲线

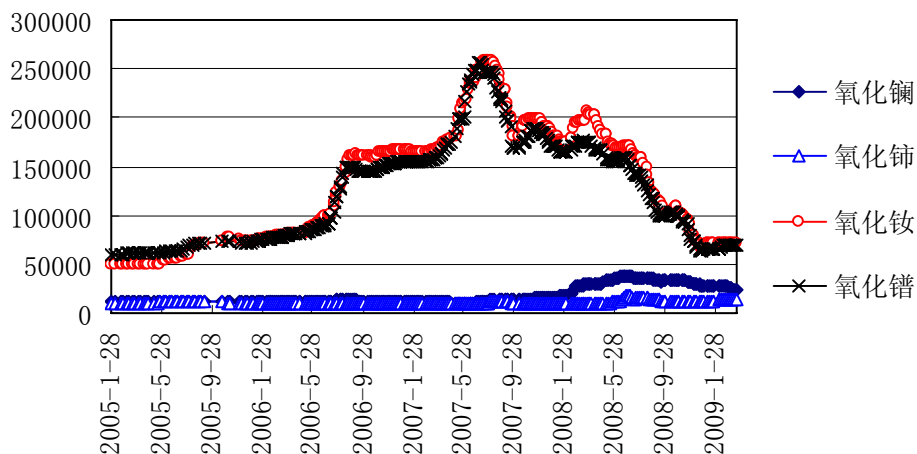
单位：万元/吨



资料来源：亚洲金属网、东北证券金融与产业研究所

图 6 几类主要稀土氧化物的价格曲线

单位：万元/吨

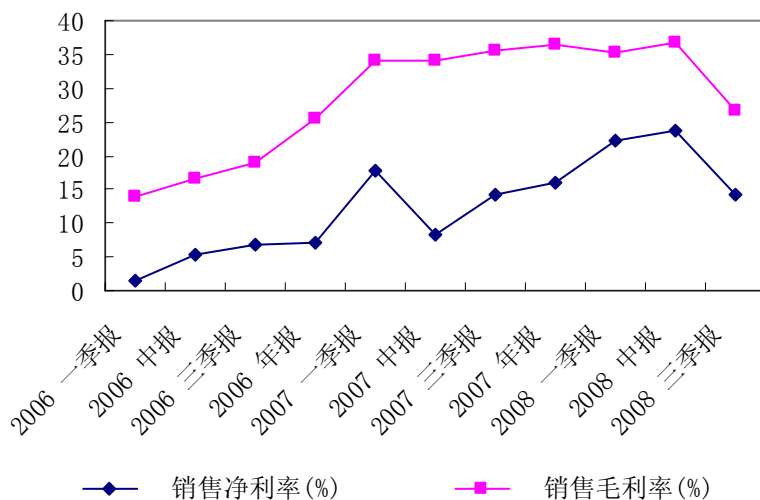


资料来源：亚洲金属网、东北证券金融与产业研究所

季报数据也表明，三季度公司的销售毛利率和销售经利润均大幅下滑。其中，销售毛利率由上半年的 36.77% 下降到三季度的 26.6%，下降了 10 多个百分点。销售经利润率也由 23.84% 下降到 14.35%，下降了 9.5 个百分点。2008 年四季度和 2009 年一季度，稀土价格一直在低位徘徊，而全球的经济形势仍未见好转。公司的经营仍将面临较大的压力。

图 7 公司的销售毛利率和销售净利率变化

单位：%



资料来源：亚洲金属网、东北证券金融与产业研究所

五、估值和盈利预测

表 1 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2007	2008E	2009E	2010E
一、主营业务收入	249,958	288,200	185,889	219,349
减：主营业务成本	159,193	288,200	185,889	219,349
减：主营业务税金及附加	2,704	2,306	1,487	1,755
营业费用	3,413	3,891	2,602	3,510
管理费用	18,482	18,733	13,012	15,793
财务费用	3,784	5,764	4,090	4,168
资产减值损失	4,531	0	0	0
加：公允价值变动收益		0	0	0
投资收益	334	0	0	0
二、营业利润	58,184	38,475	15,986	29,612
加：营业外收入	3,774	2,400	0	0
减：营业外支出	10,453	1,300	0	0
三、利润总额	51,505	39,575	15,986	29,612
减：所得税费用	11,218	5,145	2,238	4,442
四、净利润	40,287	34,430	13,748	25,170
归属于母公司所有者的净利润	30,815	27,200	10,861	19,885
少数股东损益	9,472	7,230	2,887	5,286
六、每股收益（元）	0.38	0.34	0.13	0.25

资料来源：东北证券金融与产业研究所

根据我们的预测，公司 2008 年、2009 年和 2010 年的每股收益分别为 0.34 元、0.13 元和 0.25 元。根据 2008 年 4 月 9 日的收盘价 18.68 元，对应 54.94 倍，143.69 倍和 74.72 倍市盈率，公司的股值明显偏高，给与公司“中性”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209