

有色行业

包钢稀土 (600111)

评级: 增持

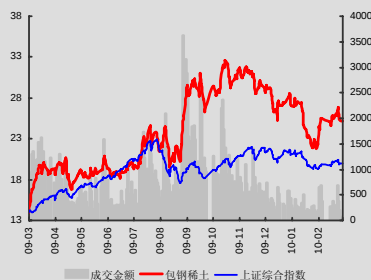
研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

包钢稀土与上证指数走势对比:



近期报告:

《稀土: 引领全球新材料发展之路》2010.3.11

《宝钛股份(600456)最坏的时期已经过去, 全面好转尚需时日》2010.1.28

《西部材料(002149)民用市场受益于环保需求, 军用市场值得期待》2010.1.26

《金钼股份(601958)钼价从周期性低点逐渐恢复, 公司产能释放推升业绩》2010.1.25

包钢稀土 (600111): 中国式储备制度起步,

公司业绩步入良性轨道

投资要点

- **公司具有资源和原料成本优势。**包钢稀土是我国最大的稀土资源和稀土深加工企业, 其控股股东为包钢集团公司, 包钢集团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%, 稀土精矿产量占全国总产量的 37%以上。公司的主要原料强磁中矿、强磁尾矿以及生产所需部分水、电、汽主要从包钢集团采购, 其成本优势明显。
- **公司完善产业链, 发展 4 个功能材料领域。**公司近年来拓展了产业链的下游, 稳定发展稀土精矿和碳酸稀土的产量的同时, 加大了高附加值的产品, 并努力拓展 4 个功能材料领域: 钕铁硼磁性材料、贮氢合金粉、抛光材料和荧光材料。新奥科合资公司曾是公司沉重的包袱, 连续几年亏损, 今年上半年公司生产线将改造完毕进入投产, 预计今年有望扭亏为盈; 此外, 公司投资的 MRI 项目也将与 2010 年底投产, 预计未来几年将为公司贡献利润。
- **公司依靠自身力量和国家政策扶持向行业领军者迈进。**在过去三年时间里, 公司通过整合集团资产、收购内蒙古地区稀土企业和整合外省地区的稀土资源与企业, 已达到基本控制稀土市场话语权。公司于 2008 起开始着手建立稀土精矿储备库, 计划在 5 年内投资 6 亿元建设十座 3 万吨级的稀土精矿储备库, 从长远的战略考虑, 可以加强公司对国内、外稀土原料市场的调节和平衡, 对国外大厂商可能的复产计划形成一定的影响, 进而巩固公司在行业内的竞争地位。
- **投资建议:**我们预测公司 2009 年、2010 和 2011 年分别实现每股收益 0.08 元、0.49 元和 0.66 元, 值得注意的是, 公司业绩改善很快, 且我们分别按悲观、中性和乐观三种情况对公司业绩做了预测, 在乐观情况下, 公司未来两年 EPS 分别为 0.57 元和 0.81 元, 而其对应的公司估值低于行业平均水平。我们认为随着国家对稀土行业治理成效的显现, 稀土价格会回暖, 从更长远的角度来看, 未来受国家对战略资源的政策影响, 稀土价格将回归本位, 廉价原材料时代将会“终结”, 未来稀土资源企业的集中度将提高, 公司作为稀土资源型企业, 未来在稀土定价权方面将掌握更多的主动性, 给予公司“增持”评级。

1、公司概况

1.1 公司具有资源和原料成本优势

- 包钢稀土是我国最大的稀土资源和稀土深加工企业，其控股股东为包钢集团公司（占股38.92%）。包钢集团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%，稀土精矿产量占全国总产量的37%以上。
- 公司的主要原料强磁中矿、强磁尾矿以及生产所需部分水、电、汽主要从包钢集团采购：2009年起公司与包钢集团签订了为期3年的《强磁中矿供应合同》，《强磁尾矿供应合同》和《水、电、汽供应合同》，矿采购价格基本与2006年相同，仅蒸汽采购价格上涨10元/吉焦。
- 包钢集团销售给公司的强磁中矿和强磁尾矿属于开采铁矿石的副产品，因此，相对于其他稀土企业而言，公司的原材料成本中不包括采矿、选矿等成本，而是直接从包钢集团购买矿浆，公司矿浆具有明显的成本优势：2009年中报显示，公司从包钢集团购买的矿浆总价款占同期营业成本的3.12%。

表 公司原料采购方式

	交易方	交易内容	交易价格	占同类交易比例	价格方式
购买原料	包钢选矿厂	中矿	20 元/吨	100%	协议价
	包钢选矿厂	尾矿	12 元/吨	100%	协议价
	包钢选矿厂	环水	0.30 元/吨	100%	协议价
	包钢白云铁矿	铁矿石	85 元/吨	100%	协议价
销售商品	包钢物资公司	铁精粉	市场价	25.9%	市场价
供电	包钢供电厂	电	0.40 元/度	100%	协议价
供汽	包钢热电厂	蒸汽	25 元/吉焦	100%	协议价

1.2 公司完善产业链，发展4个功能材料领域

- 公司近年来拓展了产业链的下游，逐渐减少稀土精矿和碳酸稀土的产量，转而发展高附加值的产品，公司在产业链方面的拓展主要集中在4个功能材料领域：钕铁硼磁性材料、贮氢合金粉、抛光材料和荧光材料。

图 公司结构图

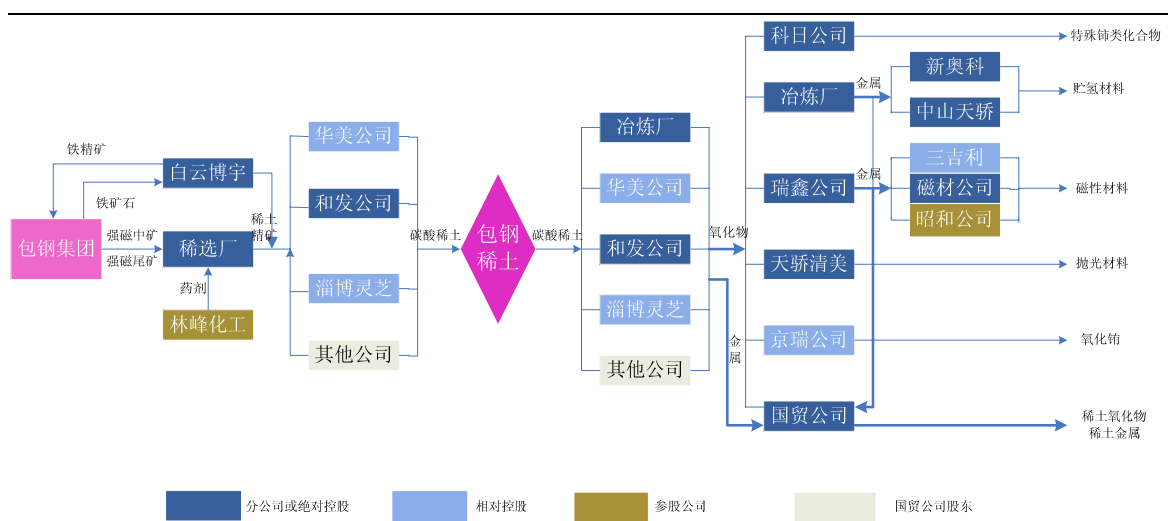


图 2009 年中期营业收入构成

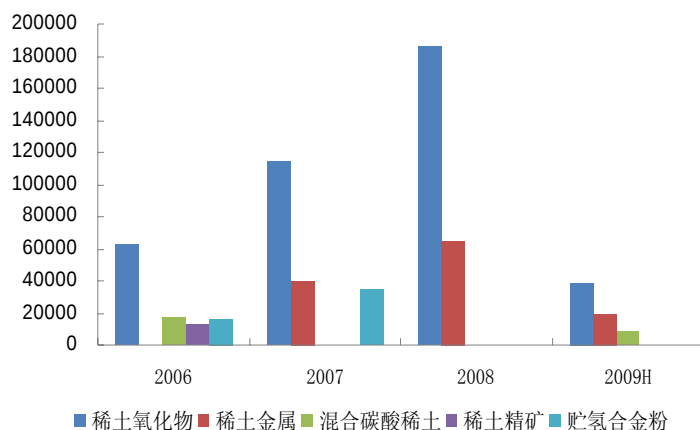
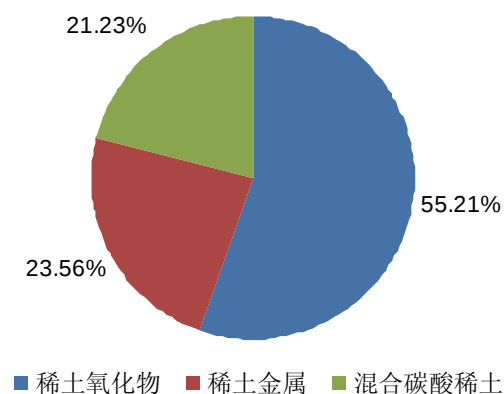


图 2009 年中期利润构成



1.2.1 钕铁硼磁性材料

- **15000 吨高性能磁性材料已启动。**2009 年 5 月底，公司投资 7.3 亿元的年产 15000 吨高性能磁性材料产业化项目正式启动，此项目包括 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、各种磁力工具、磁化设备等钕铁硼下游行业。目前该项目已建成投产 3000 吨，此外公司收购的北京三吉利公司拥有 3000 吨磁性材料的产能。公司计划最终拥有 3 万吨钕铁硼磁性材料产能，另外 15000 吨产能公司计划通过收购获得。
- **MRI 项目有益于形成新的产业链和经济增长点。**公司 3 月 2 日发布公告，公司以现金方式出资 2 亿元（占 40% 股权）与河北新奥博为技术有限公司合资成立包头市稀宝博为医疗系统有限责任公司，并以其为主体在包头稀土高新技术产业开发区建设稀土永磁核磁共振影像系统（MRI）产业化项目。新奥博为是民营企业新奥集团下属企业，拥有核磁板块的专利。此次合资，新奥博为以核磁板块的专利、专利申请以及与之不可分割的专有技术等无形资产所有权和部分实物资产评估作价 32132 万元出资，其中 3 亿元为合资公司注册资本，占合资公司注册资本的 60%，另 2132 万元进入合资公司的资本公积。合资公司设立后 15 个工作日内，新奥博为将分别向新奥资本管理公司及核心技术团队转让 30% 股权，从而使包钢稀土保持相对控股地位。MRI 是核磁医疗设备行业，在全球 MRI 市场销售中，美国品牌占到 40% 以上，欧洲品牌占 30% 左右，日本品牌占 15%-18%，为此，国家明确将磁共振成像设备列为当前优先发展的高技术产业化重点领域之一。根据我们的调研情况，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，MRI 项目于 2010 年底建成投产。我们认为，此次投资有利于公司形成新的产业链条和经济增长点，但短期内对业绩贡献不明显。

1.2.2 贮氢合金粉

- **新奥科合资公司曾是公司沉重的包袱。**内蒙古稀奥科镍氢电池极板有限公司、内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司和新奥科镍氢贮氢合金粉有限公司均是 2000 年包钢稀土和美国 ECD/OBC 公司、GET（原 WKC 和光）公司共同投资成立的中外合资企业，电池极板

和动力电池装配生产线是从美国引进的全自动化线，而技术上的不成熟导致一直无法运转，直到 2007 年日本三樱工业株式会社对其生产线进行改造后，才能正常运转，但由于产品仍处于市场开拓阶段，且生产未达到设计产能，2009 年中期稀奥科镍氢电池极板有限公司和稀奥科镍氢动力电池有限公司分别亏损了 827 万元和 843 万元，对包钢稀土的净利润影响均超过 10%。

- **贮氢合金粉业务今年有望扭亏。**据调研了解，2009 年稀奥科镍氢电池项目大力实施转型生产汽车用镍氢动力电池，工艺和生产线的研究与试验取得了显著成果，今年上半年公司改造后的生产线将投产。目前包钢稀土正在与几家生产混合动力汽车的企业接触，希望借助日益火爆的新能源，从生产自行车动力电池向汽车动力电池转变，以谋求新机，我们认为，2010 年欧美及日本等贮氢合金粉消费大国的经济逐步复苏，预计此块业务今年扭亏的可能性较大。

表 两家合资企业 2009 年中期资产状况（单位：万元）

	总资产	净资产	主营收入	净利润
内蒙古稀奥科镍氢电池极板有限公司	16479	-1860	109	-827
内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司	12591	-2917	1	-843

1.2.3 抛光材料

- 公司准备在包头稀土开发区投资 3000 吨抛光材料，同时将原有的 2000 吨产能也搬迁到开发区，共形成 5000 吨产能。

1.2.4 荧光材料

- 公司准备在南方做荧光材料，主要是利用南方的钇，此外，公司目前有 100 多吨的氧化钬的产量。

2、公司依靠自身力量和国家政策向行业领军者迈进

2.1 行业整合三部曲

- 北方以轻稀土为主，南方以重稀土为主，但是南、北方稀土资源中共有的主要是钕、镨、镱，因此这三种稀土金属南北方存在竞争；铈主要分布在包头和四川，但是四川企业竞争能力不强。近年来，五矿集团在整合江西稀土资源，江西铜业集团在整合四川稀土资源（冕宁地区矿权），广晟在整合广东稀土资源，南方的整合和集中度目前还在进行中。
- 在过去三年时间里，公司通过整合集团资产、收购内蒙古地区稀土企业和整合外省地区的稀土资源与企业已基本控制稀土市场话语权：

（1）2007 年 10 月，包钢稀土以现金方式收购了集团的稀土类资产，与此同时，公司受让集团位于包头市的面积为 421.13 亩的土地使用权，作为稀土研究院的经营建设用地及未来稀土产业发展建设用地；

（2）2008 年公司收购了包头鑫垣稀土科技有限公司拥有的稀土类相关实物资产，收购了内蒙古和发稀土科技开发股份有限公司 51% 的股权（拥有稀土氧化物 6000 吨、金属钕 800 吨、抛光粉 1500 吨、贮氢材料 1000 吨的生产能力），对北方稀土行业的整合力度进一步扩大；

（3）2008 年下半年，公司联合部分子公司及其他企业组建了内蒙古包钢稀土国际贸易有限公司（公司持股 67%），对以白云鄂博矿为原料的稀土氧化物、稀土金属实施市场价统一采购、定向销售，以统购统销的方式取代“易货贸易”政策，至此公司基本实现了对氧化物销售的

控制;

(4) 此外, 公司与江西、广西等地部分稀土企业的合作探讨不断升入, 将对外整合的目标面向了全国同行业。

- 我们认为, 公司从整合集团资产, 到整合北方稀土企业、成立国贸公司, 这三部曲加强了公司对稀土行业的资源控制力, 对公司及整个北方稀土行业的发展产生重要影响, 2009 年稀土行业的运行状况显示, 公司已经基本控制了北方稀土市场, 龙头地位也得到了进一步巩固。从整个中国的稀土行业来看, 近几年稀土无序开采、竞相低价出口的现象已经得到国家相关部门的重视, 政策和舆论导向都在以求实现我国稀土行业混乱局面的彻底根治, 而包钢稀土作为我国稀土资源的控制者未来将成为行业整合的领军者。

2.2 中国式储备制度起步

- 今年 2 月初, 内蒙古批复了《内蒙古自治区稀土资源战略储备方案》, 其中由公司提出的稀土精矿战略储备方案获批, 对于该储备项目, 内蒙古自治区、包头市、包钢集团将共同给予贴息支持, 自治区贴息 1000 万元, 包头市贴息 1000 万元, 其余由包钢集团贴息。
- 公司于 2008 起开始着手建立稀土精矿储备库, 计划在 5 年内投资 6 亿元建设十座 3 万吨级的稀土精矿储备库, 该项目建成后, 可以使公司进入稀选流程的资源回收率由目前的 25% 提高到 50%, 稀土资源总回收率提高 10%, 使白云鄂博稀土资源的开发和利用更加合理。
- 我们认为, 公司建设储备库有利于存储稀土矿, 从长远的战略考虑, 如此规模的精矿储备, 可以加强公司对国内、外稀土原料市场的调节和平衡, 对国外大厂商可能的复产计划形成一定的影响, 进而巩固公司在行业内的竞争地位。

3、公司经营状况

2.1 2009 年四季度行业逐渐复苏, 但净利润仍同比大幅下滑

- 受益于 2006 年开始的我国稀土行业的强劲复苏, 主要是氧化镨、钕价格的暴涨, 公司 2006 年和 2007 年业绩同比均出现大幅度增长, 直至 2008 年上半年, 镨、钕价格在下游钕铁硼消费的蓬勃增长支撑下保持稳定走势。但是 2008 年下半年以来, 受金融危机影响, 美国、欧洲、日本三大经济体陷入衰退, 拉动稀土消费增长的汽车、石油、数码影像、电动玩具等几大稀土下游行业陷入困境, 稀土产品价格出现大幅下跌。2009 年稀土行业经历了从低迷到逐渐回暖的过程, 下半年尤其是四季度以来, 行业逐渐复苏, 产品价格持续上涨, 公司扭转了上半年的亏损局面, 但全年实现净利润仍同比下降 60%-70%。

2.2 稀土储备占用公司流动资金, 但政策扶持减轻部分压力

- 公司三季报显示, 存货达 14.78 亿元, 较 2008 年末存货值增加 6.8 亿元, 据了解, 存货的增加为公司储备的稀土氧化物和分离物。尽管公司采购价格较低, 但稀土储备占用了公司流动资金。财务数据显示, 2009 年 1 季度公司短期贷款高达 22.21 亿元, 应付票据 4.86 亿元, 2009 年 11 月公司在银行间市场发行了第二期短期融资券, 实际发行总额 3 亿元。我们认为 2009 年公司的资金压力较大, 预计 2009 年的财务费用率较高。
- 对于公司的稀土储备制度来说, 财务成本为最大的压力, 不过, 从内蒙古批复的《内蒙古自治区稀土资源战略储备方案》来看, 公司今年财务压力明显减轻, 因为对于长期看好的稀土市场来说, 稀土储备的财务成本为最大的压力。我们认为, 随着稀土价格的上涨, 公司分批次的储备方式能享受价格回升的收益, 预计未来两年公司资产负债率将下降。

图 公司营业收入及同比增长情况

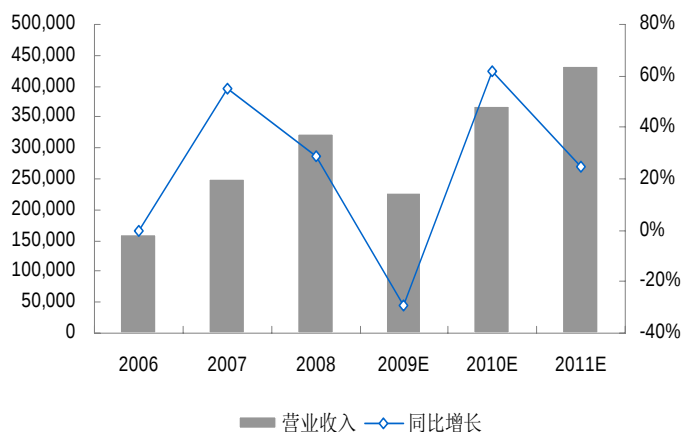


图 公司三费率变动状况

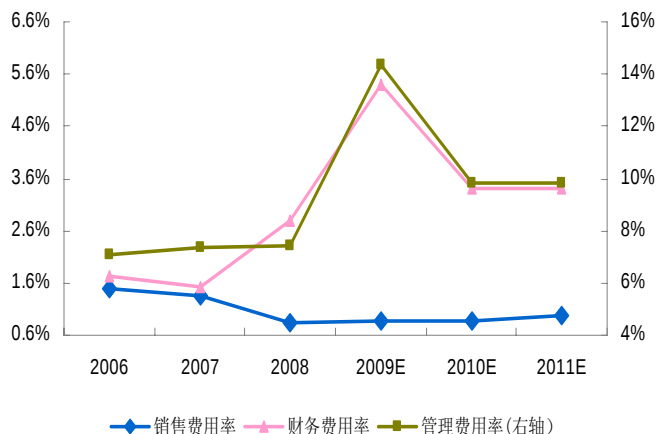


图 公司存货变动情况 (单位: 百万)

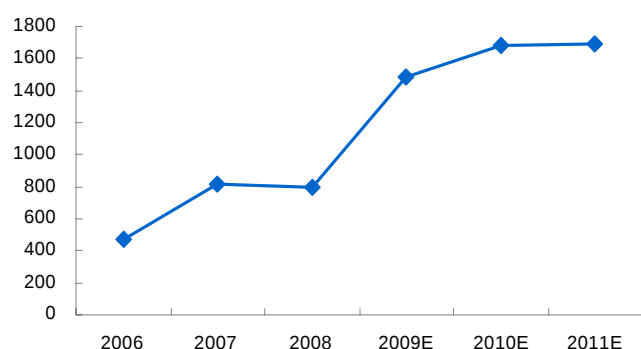
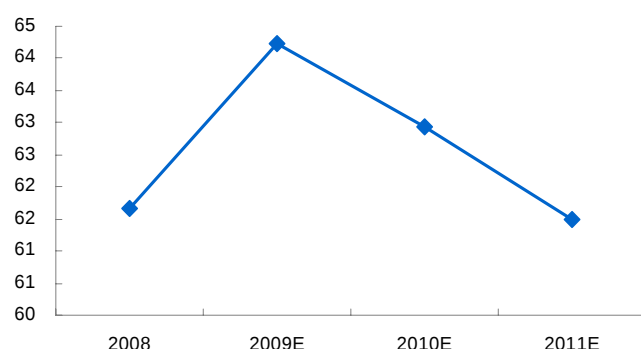


图 公司资产负债表变动 (单位: %)



3、盈利预测及假设

- 考虑到我国对稀土行业开采量及产量的限制，并综合我们调研的结果，我们预计未来两年公司产量及销售变动幅度不大，我们对公司的产量及销售价格做了如下表的假设。根据此假设，我们预测公司2009年、2010年和2011年分别实现每股收益0.08元、0.49元和0.66元。
- 目前公司主要产品为稀土氧化物、稀土金属，其中稀土氧化物是营业收入和毛利的主要来源，其价格对公司业绩起到决定性的作用，因此，我们对公司的主要产品做了悲观、中性和乐观三种情况的盈利预测。乐观情况下，稀土产品价格回升至2006年均价的水平，公司2010年和2011年实现每股收益0.57和0.81元；在悲观假设下，稀土价格仅出现小幅上涨，公司2010年和2011年实现每股收益0.31和0.33元和0.47元。此外，值得注意的是，公司业绩对氧化铈价格敏感性较高，而公司基本控制了氧化铈市场的90%以上，氧化铈价格下行风险非常小。
- 我们认为随着国家对稀土行业治理成效的显现，稀土价格会回暖，从更长远角度来看，未来受国家对战略资源的政策影响，稀土价格将回归本位，廉价原材料时代将会“终结”。未来

稀土资源企业的集中度将提高，公司作为稀土资源型企业，未来在稀土定价权方面将掌握更多的主动性，我们给予公司“增持”评级。

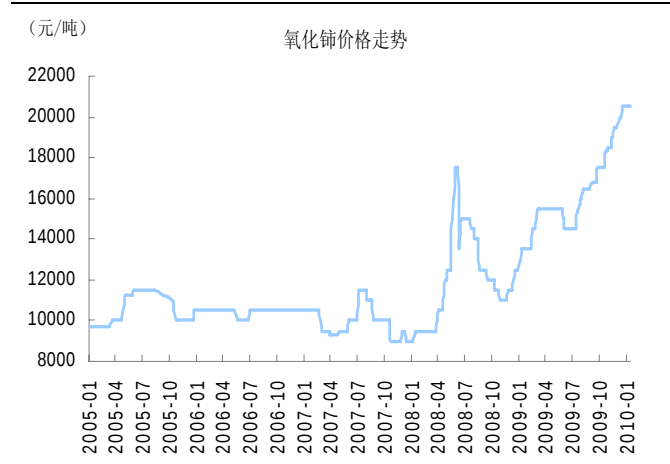
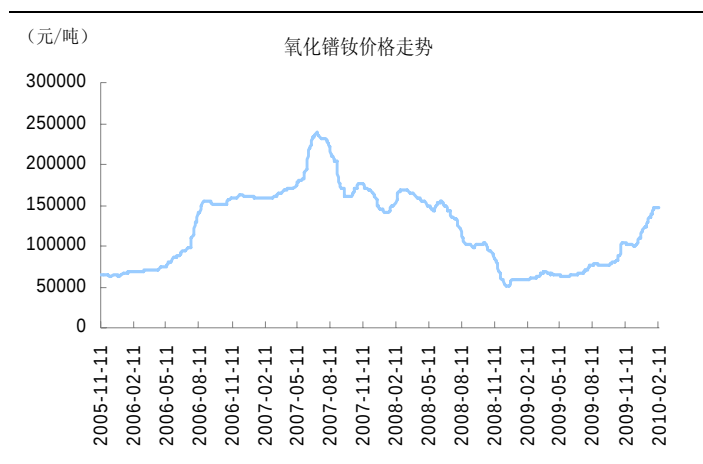
表 公司产量及价格预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
氧化镧产量			11000	14000	14000	14000
氧化铈产量			25000	22000	23000	23000
氧化镨钕产量			17500	18000	18000	19000
储氢合金粉产量			1000	1500	1500	1600
折合氧化物(吨)	12442	37498	53997	54000	54000	56000
销售均价	129333	66659.2	59717.4	42088.9	68148.1	77000

表 三种假设下公司 EPS 变动情况

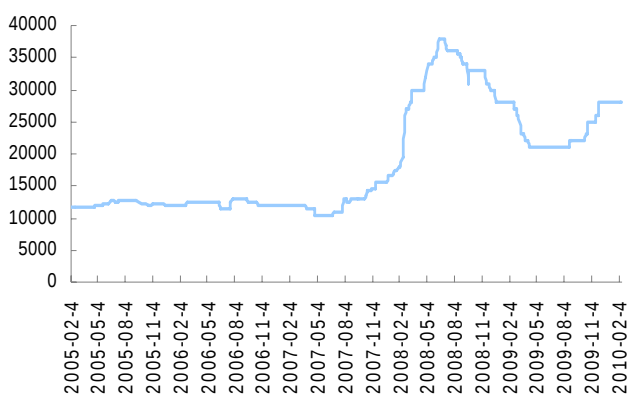
	氧化镧价格	氧化铈价格	氧化镨钕价格	储氢合金粉价格	EPS
悲观假设					
2009E	23000	15500	77000	120000	0.08
2010E	27500	20000	130000	150000	0.33
2011E	28000	21000	15000	155000	0.47
中性假设					
2009E	23800	16000	77200	132000	0.09
2010E	29000	23000	140000	150000	0.44
2011E	32000	24000	160000	170000	0.55
乐观假设					
2009E	24200	16200	78000	160000	0.11
2010E	32000	25000	160000	180000	0.57
2011E	37000	26000	200000	190000	0.81

图 公司主要产品价格走势



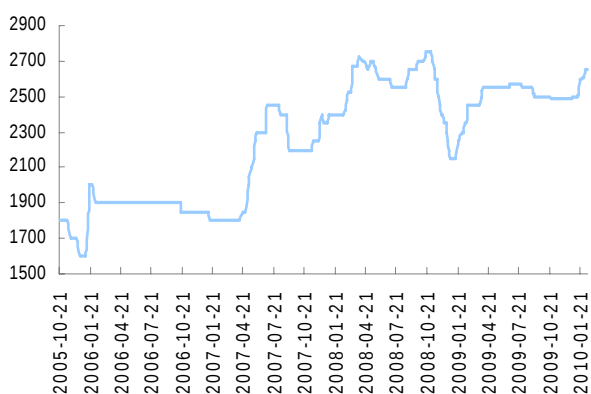
(元/吨)

氧化铜价格走势



(元/吨)

氧化铜价格走势



资产负债表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1328	1355	1438	1559	EPS	0.21	0.08	0.49	0.66
存货	799	1485	1678	1688	营业收入	3225	2273	3680	4312
应收账款	413	209	321	259	营业成本	2492	1773	2613	2889
其他流动资产	1114	585	439	248	营业税金及附加	20	27	40	52
流动资产	3655	3634	3876	3754	销售费用	27	20	32	43
固定资产	1524	1568	1589	1624	销售费用率	0.83%	0.88%	0.88%	0.99%
长期股权投资	49	46	46	46	管理费用	239	327	361	423
无形资产	203	204	205	208	管理费用率	7.43%	14.38%	9.80%	9.80%
其他长期资产	344	390	392	402	财务费用	90	123	125	147
非流动资产	2120	2208	2232	2280	财务费用率	2.78%	5.40%	3.40%	3.40%
资产总计	5775	5842	6108	6034	资产减值损失	113	-40	-100	-50
短期借款	2123	1321	1452	1428	公允价值变动	0	0	0	0
应付账款	385	320	286	283	投资净收益	-1	-2	2	2
其他流动负债	810	1361	1419	1311	营业利润	242	41	611	811
流动负债	3319	3002	3157	3022	加: 营业外收入	44	35	35	35
长期负债	75	549	502	489	减: 营业外支出	20	2	25	20
其他长期负债	167	202	185	200	利润总额	266	74	621	826
非流动性负债	241	751	687	689	所得税	37	21	93	124
负债合计	3561	3753	3844	3711	所得税率	13.93%	28.63%	15.00%	15.00%
股本	807	807	807	807	净利润	229	53	528	702
资本公积	309	315	320	385	少数股东损益	60	-13	132	169
股东权益合计	1638	1368	1575	1610	归属母公司净利润	169	66	396	534
少数股东权益	577	721	689	713					
负债股东权益合计	5775	5842	6108	6034					
现金流量表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	229	53	528	702	增长率(%)				
折旧和摊销	122	73	79	82	营业收入	29.00	-29.52	61.91	25.00
营运资本变动	(128)	296	87	13	营业利润	-58.33	-82.99	1380.63	32.88
其他	(427)	(624)	(507)	(652)	净利润	-43.15	-76.93	898.34	33.15
经营现金流	(204)	(202)	187	145	利润率(%)				
资本支出	542	188	241	229	毛利率	28.30	22.00	29.00	33.00
其他	14	7	11	13	EBIT Margin	10.88	8.66	20.27	22.57
投资现金流	(528)	(181)	(230)	(216)	EBITDA Margin	14.66	11.87	22.41	24.47
负债变化	1772	192	91	(133)	净利率	4.85	2.32	14.34	16.29
股息支出	93	96	99	101	回报率(%)				
其他融资现金流	(233)	314	135	426	净资产收益率	10.34	2.53	23.30	30.24
融资现金流	1446	410	127	192	总资产收益率	3.97	0.90	8.64	11.64
现金及现金等价物净增加额	713	27	84	121	其他(%)				
					资产负债率	61.65	64.24	62.93	61.50
					股息率	0.46	0.47	0.49	0.50

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。