

深度报告

有色金属

有色金属冶炼

包钢稀土(600111)

推荐

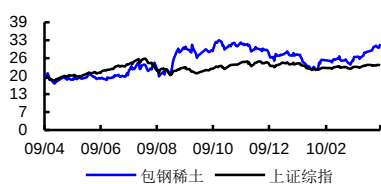
目标价: 元 昨收盘: 31.28 元 (维持评级)

2010年4月17日

本报告的独到之处

-
-

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	807.35/493.16
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	25,253.85/15,425.94
上证综指/深圳成指	3,130.30/12,416.86
12 个月最高/最低(元)	32.65/16.85

财务数据

净资产值(百万元)	1,696.07
每股净资产(元)	2.10
市净率	14.89
资产负债率	61.38%
息率	0.16%

相关研究报告:

- 《包钢稀土: 对外投资延伸产业链, 巩固行业龙头地位》——2010-3-3
- 《包钢稀土: 战略收储将有助于稀土行业加速复苏》——2010-2-10
- 《包钢稀土 09 年三季报快评: 业绩步入良性回升轨道》——2009-10-28
- 《包钢稀土 09 年中报快评: 销售模式的改变对公司产生深远的影响》——2009-08-19
- 《包钢稀土 08 年年报及 09 年一季报快评: 不乐观的现状, 可期待的未来》——2009-04-20

分析师: 彭波

电话: 0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

公司对产品定价权日趋强势

●一季度归属于母公司股东的净利润环比增长 85.51%

公司 2010 年一季度实现营业收入 9.79 亿元, 同比增长 161.07%, 环比下降 4.67%, 实现归属于母公司股东净利润 1.28 亿元, 同比增长 262%, 环比增长 85.51%, 每股收益为 0.16 元, 超出预期, 业绩步入快速回升轨道。

●短期而言, 真正能够对稀土价格起到决定性作用的仍是供应

目前全球范围内稀土行业的供需平衡在很大程度上是建立在中国政府对稀土资源实行总量控制管理, 防止过度开采、盲目竞争的整顿、规范基础之上的。行业目前快速复苏, 接下来可以预期的将是建立在国家层面上的收储和工信部主导的《稀土工业发展的专项规划》出台下的国家对行业的持续规范。一旦占全球市场近 97% 的供应量的中国严厉控制稀土供应, 而下游需求持续旺盛, 我们相信稀土行业将步入长久、稳健的发展轨道。

●公司的行业龙头地位以及定价权不断提高

依靠子公司国贸公司统销统购的运营模式, 公司以其控制的市场近 60% 的稀土氧化物, 将充分享受价格回升带来的收益。4 月初, 公司将所有稀土氧化物对外销售价格再次上调, 充分显示了其在对行业控制及产品定价权上的日趋强势。长远来看, 组建包钢稀土国际贸易公司进一步延伸了公司对稀土行业的资源控制力, 这对公司及整个北方稀土行业的发展将产生重要影响。此外, 公司正通过合理的收购、联合和重组等手段向稀土下游有巨大发展潜力的深加工产业延伸, 这将充分发挥包钢稀土的资源优势, 实现稀土产业化的良性发展。

●给予公司“推荐”的投资级别

公司今年业绩有望达到历史最好水平。以我们预测公司 2010 年~2011 年的每股收益分别为: 0.81 元、1.19 元和 1.38 元测算, 公司目前的 PE 处于其历史上最低水平, 而稀土行业对应的下游应用领域大多数属于朝阳行业, 周期性相对较弱。所以公司目前股价安全边际相对较高, 给予公司“推荐”投资评级的理由充分。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,224.56	2,592.96	5,740	7,794	8,954
(+/-%)	29.00%	-19.59%	121.3%	35.8%	14.9%
净利润(百万元)	167.08	55.77	655	962	1114
(+/-%)	-45.78%	-66.62%	1073.7%	47.0%	15.7%
每股收益(元)	0.21	0.07	0.81	1.19	1.38
EBIT Margin	11.13%		27.1%	29.5%	29.5%
净资产收益率(ROE)	10.20%	3.29%	32.9%	39.7%	38.1%
市盈率(PE)	151.14	452.84	38.6	26.2	22.7
EV/EBITDA	57.12		18.2	13.1	11.5
市净率(PB)	15.41	14.89	12.69	10.42	8.63

业绩步入快速回升轨道

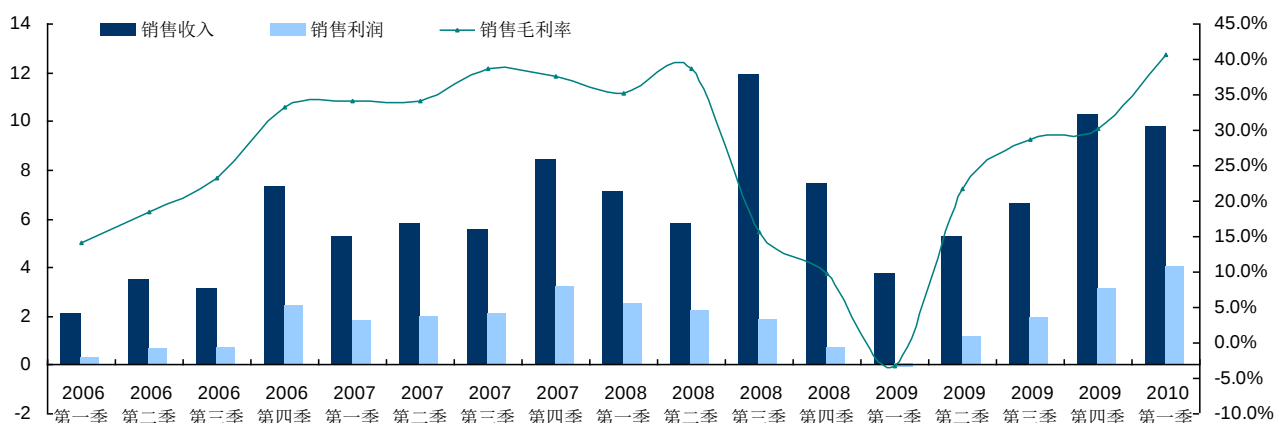
一季度归属于母公司股东的净利润环比增长 85.51%

公司同时公布了 2009 年年报以及 2010 年一季度季报。2009 年，公司全年合并生产稀土氧化物 5.76 万吨、稀土金属 6328 吨，功能材料 5561 吨；实现营业收入 25.93 亿元，同比下降 19.6%，实现归属于母公司股东的净利润 0.56 亿元，同比下降 67%，实现每股收益 0.07 元，基本符合预期。

公司 2010 年一季度实现营业收入 9.79 亿元，同比增长 161.07%，环比下降 4.67%，实现归属于母公司股东净利润 1.28 亿元，同比增长 262%，环比增长 85.51%，每股收益为 0.16 元，超出预期。从图 1 可以看出，2009 年二季度开始，公司的销售利润已经步入快速回升轨道，2010 年的一季度，公司销售利润更是创下了公司有业绩记录以来的最好成绩。公司 2010 年一季度综合销售毛利率达到了 40.65%，环比增长了 10.47 个百分点。

图 1: 单季销售收入、销售利润和销售毛利率变化情况

单位: 亿元, %

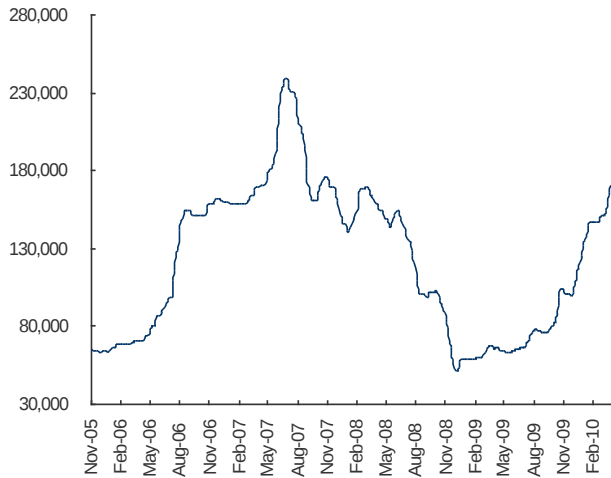


资料来源: 国信证券经济研究所

从公司各类稀土氧化物产品的价格走势来看，氧化铈、氧化镧和氧化镨钕一季度均价较 2009 年第四季度的均价分别上涨 13%、5.3%和 44.77%。此外，公司一季度的销售收入为 9.79 亿元，同比增长 161.07%，环比下降 4.67%。产品价格上升的同时销售收入环比下降，可以推断，公司一季度的产品销售量低于 2009 年的第四季度，显而易见，氧化镨钕价格在第四季度的大幅度上涨无疑是业绩回升的最大推动因素。

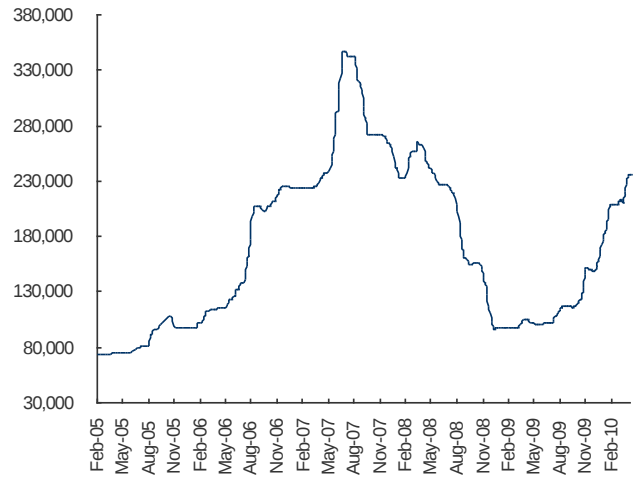
目前稀土品种中氧化镨钕平均报价在 18.1 万元/吨左右，较年初上涨 38.16%；金属钕报价 23.55 万/吨，较年初上涨 36.52%；氧化铈报价 21500 元/吨，较年初上涨 8%，氧化镧报价 30000 元/吨，较年初上涨 11.11%。从产品的走势来看，氧化铈和氧化镧市场需求仍相对较弱，估计公司一季度的产品销量结构中以镨钕氧化物为主，氧化铈和氧化镧销量有所减少。

图 2: 氧化镨钕价格 (元/吨)



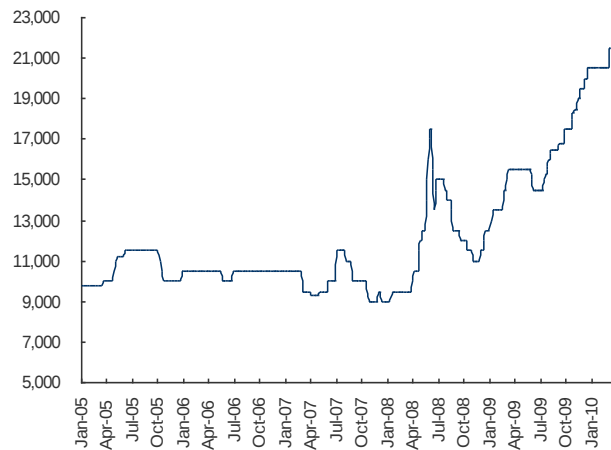
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 金属钕价格 (元/吨)



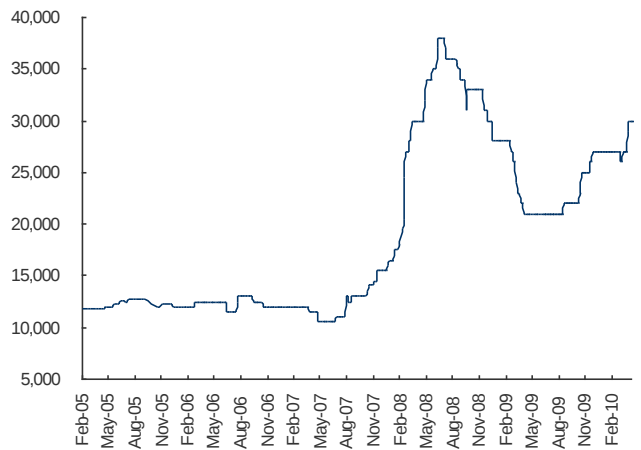
资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 氧化铈价格 (元/吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 氧化镧价格 (元/吨)



资料来源: 国信证券经济研究所

包钢稀土国际贸易公司下半年扭亏为盈

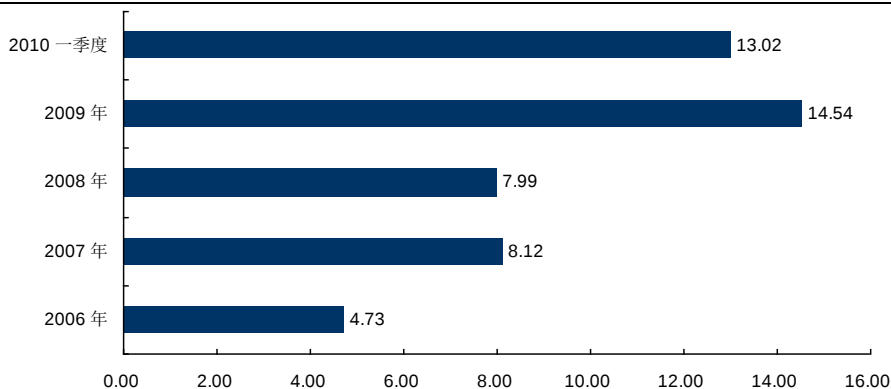
2008 年下半年, 公司联合部分子公司及其它企业组建了内蒙古包钢稀土国际贸易有限公司, 公司控股 67%, 2009 年, 国际贸易公司实现正常运营, 改变了公司原有的营销模式, 即由上年的委托加工、易货贸易改为销售碳酸稀土、对以白云鄂博矿为原料的稀土氧化物、稀土金属实施市场价统一收购、定向销售的方式。

在行业不景气的情况下, 国际贸易公司统购统销的运作模式给公司带来了巨大的销售压力, 公司存货 2009 年年末余额比年初余额增加 6.09 亿元至 14.54 亿元, 增加比例为 69.95%, 其中有超过 10 亿元是库存商品。存货增加的主要原因就是子公司国贸公司逐步实施稀土资源战略储备, 增加了稀土产品的存贮量。国贸公司 2009 年上半年亏损超过 1 亿元。但随着下半年行业的快速复苏, 国贸公司又能凭借其对行业产品销售渠道的巨大控制力充分享受稀土价格回升带来的收益, 国贸公司 2009 年全年实现了 4122 万元的净利润。

一季度, 公司的存货较 2009 年年末减少 1.52 亿元至 13.02 亿元, 表明国贸

公司正在逐步销售之前低价储备的库存商品,从一定程度上反映出稀土行业的复苏迹象明显。

图 6: 公司历年存货变化情况 单位: 亿元



资料来源: 国信证券经济研究所

稀奥科镍氢电池极板公司及镍氢动力电池公司仍处于半停产状态

2009 年, 稀奥科镍氢电池极板公司和稀奥科镍氢动力电池公司历经磨难生产出来的主要以电动自行车用为主的镍氢电池在市场开拓阶段就受到了巨大的打击, 由于市场上锂电池成本的不断下降, 而公司的镍氢电池因单位产品成本过高无法打开销售局面, 致使两公司不得半停产。两公司报告期继续亏损, 少数股东分担的本年报告期亏损超过了少数股东在该子公司年初所有者权益中所享有的份额, 其余额冲减母公司的所有者权益。

表 1: 两电池公司 2009 年经营状况 单位: 元

	总资产	净资产	主营收入	利润总额	净利润
稀奥科镍氢电池极板有限公司	160,561,110.43	-30,307,870.00	1,596,384.00	-20,009,686.06	-20,009,686.06
稀奥科镍氢动力电池有限公司	121,655,399.37	-42,920,027.93	78,401.71	-22,178,775.30	-22,178,775.30

资料来源: 国信证券经济研究所

十年来, 公司对这两家电池公司始终不离不弃。截止 2008 年 12 月 31 日, 公司目前已对两公司的投资共 1.9866 亿元进行了全额计提减值准备。2009 年公司第四届董事会第四次会议决议公告通过《关于内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司转型生产汽车用镍氢动力电池的议案》。公司决定支持控股子公司内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司 (公司控股 75%) 抓住汽车用镍氢动力电池巨大的市场潜力和发展空间, 对其现有生产线进行改造, 以达到生产混合动力汽车用镍氢电池的目标。为此, 公司将向内蒙古稀奥科镍氢动力电池有限公司借款用于该项改造。

目前公司已向国内某自主品牌汽车生产商提供镍氢动力电池试用, 试用效果良好, 有望成为该生产商的长期供货方。移动能源的时代即将来临, 未来无论是以酸铁锂电池还是以镍氢电池作为混合动力车的车载电池, 都必须解决关键的一致性和稳定性的问题。那么如比亚迪之使用廉价劳动力的人工作业模式在生产乘用车混合动力电池时就面临了巨大的挑战。如此看来, 包钢稀土的这条全自动电池生产线的优势就凸显了出来, 虽然降低生产成本仍是当前必须解决的重大问题, 但基于混合动力车用镍氢电池未来巨大的市场容量, 我们认为稀奥科镍氢动力电池公司前景还是值得期待。

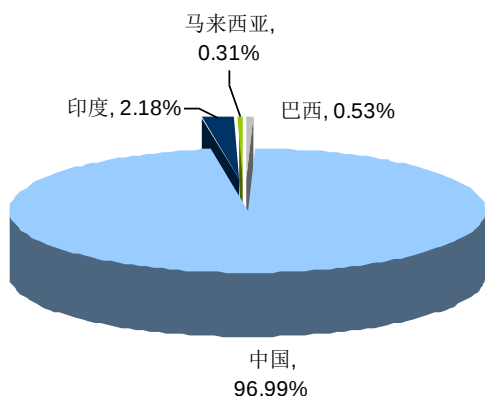
总的来说, 公司交出了一份符合预期的年报和一份超预期的 2010 年一季报。

供应控制可期——行业长久、稳健发展之道

中国稀土资源在全球的占比正在缩减

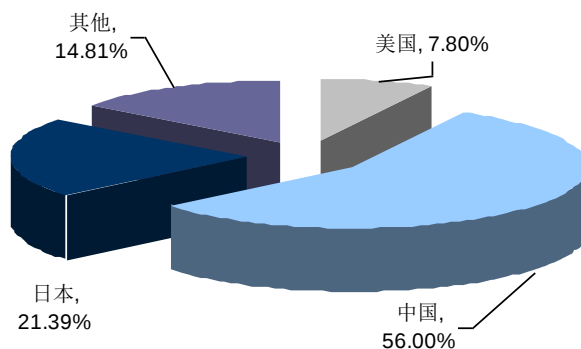
2009 年，中国共生产 12 万吨稀土氧化物，占到了全球产量的 96.99%，属于绝对垄断地位。而从全球稀土氧化物的需求来看，2009 年全球稀土需求量在 13 万吨左右，中国也占据了全球需求量的 56%，同样是当之无愧的稀土应用大国。从行业供需情况来看，目前全球的供需大致平衡。

图 7：全球稀土氧化物产量分布



资料来源：国信证券经济研究所

图 5：全球稀土氧化物需求分布



资料来源：国信证券经济研究所

从表 3 看，美国、澳大利亚、独联体等稀土相对丰富的国家在最近的 15 年基本上没用动用过本国的稀土资源。中国作为全球稀土资源最为丰富的国家，则几十年如一日的为全球廉价供应着绝大部分用量。中国的稀土探明储量也就是在这种消耗速度下从 1995 年的 4300 万吨占全球 43% 下降到 2009 年的 3600 万吨占全球 36.52%。如果继续以这样的速度耗损下去，中国将很快不再是稀土资源大国。我们国家也仅仅是在稀土、钨和铈这三种小金属上资源相对丰富，其他的包括铁矿石、铜等在内的资源品奇缺。如果国家再不对稀土、钨和铈这三个品种进行大力度保护，相信这三个品种很快就会消耗殆尽。

表 2：全球稀土探明储量及产量
单位：REO，吨

	1995 年		2009 年		矿产量	
	储量基础	占比	储量基础	占比	2008 年	2009 年
美国	13,000,000	13.00%	13,000,000	13.19%	-	-
澳大利亚	5,200,000	5.20%	5,400,000	5.48%	-	-
巴西	280,000	0.28%	48,000	0.05%	650	650
中国	43,000,000	43.00%	36,000,000	36.52%	120,000	120,000
独联体	19,000,000	19.00%	19,000,000	19.27%	NA	NA
印度	1,100,000	1.10%	3,100,000	3.14%	2,700	2,700
马来西亚	30,000	0.03%	30,000	0.03%	380	380
其他国家	18,390,000	18.39%	22,000,000	22.32%	NA	NA
世界总量	100,000,000	100.00%	98,578,000	100.00%	123,730	124,000

资料来源：国信证券经济研究所

短期而言，真正能够对稀土价格起到决定性作用的仍是供应

稀土是国民经济和现代国防不可替代的基础材料和战略资源，目前稀土元素正广泛应用于信息、生物、新材料、新能源、空间和海洋等六大高科技行业当中，是高新技术以及国际尖端技术必不可少的功能材料。我们完全赞同“随着下游新产业、新技术、新材料的不断发展，以氧化镨钕为首的各类稀土产品的应用领域将得到充分拓展，未来需求仍将呈现持续增长态势”的观点。但目前市场对于稀土下游应用领域拓展的预期局限在磁性材料、贮氢材料、抛光材料、发光材料和催化材料五大领域，而且正因为这几类领域的发展日新月异，替代产品层出不穷，其发展趋势最终能够在多大程度上影响到稀土的用量，到目前为止我们并不能够准确地给出统计数据。

我们的观点是，稀土是属于功能性材料的“工业维生素”，在任何一个领域的应用都是以“用量少但不可或缺”的角色出现，所以如果信息、生物、新材料、新能源、空间和海洋等六大高科技行业未来能处于向纵深发展的轨道中，那么功能性材料稀土的应用空间也将是向上的，这个没有争议。但短期而言，真正能够对稀土价格起到决定性作用的仍是供应。因为从本质上来说，稀土氧化物的冶炼、提取是一个没有太大技术壁垒的过程，而以全球近 1 亿吨的储量对应全球每年仅不到 15 万吨的用量，供应是否紧缺一目了然。

目前全球范围内稀土行业的供需平衡在很大程度上是建立在中国政府对稀土资源实行总量控制管理，防止过度开采、盲目竞争的整顿规范基础之上的。不过，对比国家每年对稀土开采总量控制的指标，事实上国内每年的产量还是远超过了国家下达的开采总量控制指标，可见国家对稀土行业的控制力度仍有待加强。

表 3：稀土开采总量控制
单位：REO，吨

	轻稀土	中重稀土	合计
2006 年	78,200	8,320	86,520
2007 年	78,200	8,820	87,020
2008 年	78,500	9,120	87,620
2009 年	72,300	10,020	82,320
2010 年	77,000	12,200	89,200

资料来源：国信证券经济研究所

今年有望见到国家层面的收储及《2009-2015 年稀土工业发展的专项规划》

继 2 月 9 日内蒙古自治区稀土资源战略储备方案实施之后，我们认为今年还有望见到国家层面对稀土行业的收储。同时，工信部正在积极推动《稀土工业发展专项规划（2009-2015 年）》和《稀土工业产业发展政策》的出台。目前业内对该规划的主要内容的估计包括：

资源开采控制：严格执行指令性计划，2009-2015 年，每年稀土精矿总体规模为 13-15 万吨，冶炼分离企业产量为 12-15 万吨。

实施出口管理：未来 6 年，出口配额总量每年将控制在 3.5 万吨以内，同时调减初级产品出口比例，鼓励稀土新材料和应用器材产品出口；限制钕、铽、镱、铕、镱等高附加值稀土产品出口；禁止各类稀土矿产品、混合氯化稀土、混合碳酸稀土等稀土盐类产品出口。

提高准入门槛：2009-2015 年，不再批准新的稀土矿采矿权；新建冶炼分离企业，由省一级核准转为工信部核准，取消市级应用加工企业审批权；并规定规模 1 亿元以上的加工应用项目须报工信部核准。

产业兼并重组：从技术、环保和管理水平等方面对现有稀土企业筛选，达不到要求的强制淘汰。冶炼分离企业由 100 家减为 20 家。扶持大型企业，鼓励稀土产业的联合重组，逐渐构建以若干大型企业集团为主导的稀土产业格局，提高产业集中度，走集约化发展的道路。

我们预计国家层面的收储及《稀土工业发展专项规划》的实施将对我国稀土行业带来深远影响，有望改变目前行业仍存在的乱挖滥采现象，从国家层面严格监督行业的有序、健康发展，使中国真正拥有稀土行业的国际“定价权”。一旦供应得到控制，行业长久、稳健的发展将值得期待。

公司的行业龙头地位以及定价权不断提高

包钢稀土 2009 年的稀土氧化物产量是 5.76 万吨，占国内产量的 48%，占全球产量的 46.55%。公司在全球稀土行业地位中的地位举足轻重。

2009 年以来，公司充分发挥子公司国贸公司对北方稀土氧化物和稀土金属统一收购、统一销售的优势，利用投放价格和投放量对市场进行积极引导，提高市场话语权，促进了稀土市场的止跌回升和稳步复苏。公司还在我国三大磁性材料生产

基地即山西、江浙、京津地区设立销售机构，提高了公司产品的市场占有率。

目前国贸公司的运行模式是：

第一步：委托以白云鄂博矿为原料的所有稀土氧化物、稀土金属生产商（包括公司本部和控股子公司）将稀土精矿加工成碳酸稀土，向该等生产商支付委托加工费。（目前这个加工费平均在 3000 元/吨左右，但会随碳酸稀土的市场报价变动而变动）

第二步：将委托加工的碳酸稀土以低于市场价卖回给以白云鄂博矿为原料的所有稀土氧化物、稀土金属生产商。（如目前的碳酸稀土市场价在 17000~18000 元/吨左右，但公司的售价仅在 7000~8000 元/吨，这主要对该等生厂商要执行第三步对应采取的补偿措施，但该价格也会随碳酸稀土的市场报价变动而变动。）

第三步：所有的稀土氧化物、稀土金属生产商要将其生产出来的所有稀土氧化物（估计在 7 万吨/年左右）按月以前六个月的国际市场平均报价卖回给国贸公司。

第四步：国贸公司在每年的 1 月、4 月、7 月、10 月视市场状况来决定是否对外销售稀土氧化物的价格进行提价。

在行业不景气的情况下，国际贸易公司统购统销的运作模式给公司带来了巨大的销售压力，公司存货从 2008 年年末的 7.99 亿一路攀升至 2009 年 14.54 亿。国贸公司于 2009 年 3 月分别向交通银行贷款 2 亿元、向民生银行贷款 2.9 亿元、向招商银行贷款 1 亿元，共计 5.9 亿元，以补充经营性流动资金需求，财务费用负担较重。不过，根据此次内蒙古自治区人民政府批复的《内蒙古自治区稀土资源战略储备方案》，储备资金虽然主要由企业自行承担，但自治区、包头市、包钢（集团）公司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）公司贴息，这将大大减轻公司的财务负担。更重要的是，上升到自治区政府层面的收储稀土，意味着公司的收储行为受到地方政府的高度认可。

而一旦下游需求复苏，公司以其控制的市场近 60% 的稀土氧化物，将充分享受价格回升带来的收益，行业龙头地位也将得到进一步的巩固。2010 年 4 月初，包钢稀土将所有稀土氧化物对外销售价格再次上调，充分显示了行业龙头企业在对行业控制及产品定价权上的日趋强势。长远来看，组建包钢稀土国际贸易公司进一步延伸了公司对稀土行业的资源控制力，这对公司及整个北方稀土行业的发展将产生重要影响。

公司正在不断向下游应用领域拓展

公司凭借集团的强大支持和低成本优势，在稀土原料和稀土氧化物产业端都当之无愧具备行业龙头地位，但下游深加工产品环节始终是公司的弱项。而目前公司拥有全球最大的稀土研究院，依托集团的支持、便利的融资平台和强大的研发能力，充分发挥包钢稀土资源优势，实现稀土产业化发展，公司进行产品结构调整已是顺理成章的事情。

根据公司 2008 年制定的战略规划，公司接下来将做大做强永磁材料、储氢合金、抛光材料和发光材料四大产业。具体产品结构调整策略包括：将金属钕产能扩充到 1 万吨，为建设 3 万吨的钕铁硼产能提供支撑。我国目前钕铁硼产能 6 万吨左右，一旦达产，公司将成为钕铁硼永磁材料产业的行业老大。

4月15日，公司临时股东大会审议通过了公司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公司，并以其为主体在包头稀土高新技术产业园区建设稀土永磁核磁共振影像系统产业化项目。合资公司注册资本5亿元人民币。其中包钢稀土拟以现金方式出资2亿元，占合资公司注册资本的40%；新奥博为拟以核磁板块的专利、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32,132万元人民币出资，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%。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有限公司及团队转让30%股权，从而使包钢稀土保持相对控股地位。投资期限为投资协议签订后二十年。双方合资组建公司，旨在建设大型稀土永磁核磁共振影像系统（MRI）生产基地，打造集资源转化、科研开发、生产制造、营销服务于一体的MRI医疗设备企业。

此次建设稀土永磁核磁共振影像系统产业化项目，将使包钢稀土产业中一条完整的新产业链：“镨钕氧化物——金属钕——钕铁硼磁性材料——核磁共振仪”浮出水面。

在向下游深加工延伸的过程中，不可避免会遇到一些挫折，公司建设稀奥科镍氢电池极板公司和镍氢动力电池公司的曲折经历就是一个深刻的教训。但向下游产业链的延伸是公司进一步控制稀土产业必不可少的步骤，关键是采用何种方式，进入哪类下游领域。根据我们的初步测算，拟投资的合资公司生产一台MRI需要500公斤左右的钕铁硼磁性材料，而1公斤钕铁硼中钕金属含量占32%，那么一台MRI最终需要160公斤金属钕。假设合资公司设计的MRI年产量是300台，则一年需要48吨左右的金属钕。从原料需求量来看并不是很多，但我们觉得在尽可能强地控制了上游原料的基础上，通过合理的收购、联合和重组等手段向稀土下游有巨大发展潜力的深加工产业延伸，并达到相对控股的话，将充分发挥包钢稀土的资源优势，实现稀土产业化的良性发展。

2010年公司业绩将达到历史最好水平

2010年伊始，公司即交出了一份亮丽的季报。基于对行业持续复苏，以及对公司行业龙头地位不断巩固，定价权不断提高的信心，我们认为公司今年的业绩将达到历史最好水平，此后随着稀土价格的稳步上行，业绩有望呈现稳定增长。

盈利预测的关键假设前提包括：

- 1、在国家整顿、规范下的稀土行业供给将得到进一步控制，而下游需求将持续旺盛，我们中长期看好稀土价。
- 2、谨慎原则，没有考虑“稀土永磁核磁共振影像系统产业化项目”对公司未来业绩的贡献
- 3、谨慎原则，没有考虑稀奥科镍氢电池极板和镍氢动力电池公司有盈利贡献
- 4、公司2010年~2012年的业绩预测关键假设如下：

表 4: 盈利预测关键假设

	2010 年	2011 年	2012 年
委托加工碳酸稀土(吨)	144,000.00	144,000.00	144,000.00
支付单位加工成本 (万元/吨)	0.30	0.35	0.40
销售碳酸稀土(吨)	32,640.00	32,640.00	32,640.00
碳酸稀土销售价格 (万元/吨)	0.75	0.90	1.20
总共购回的氧化钕(吨)	15,120.00	15,120.00	15,120.00
总共购回的氧化镧(吨)	36,720.00	36,720.00	36,720.00
总共购回的氧化铈(吨)	18,720.00	18,720.00	18,720.00
对外销售氧化镨钕(吨)	15,120.00	15,120.00	15,120.00
对外销售氧化镧(吨)	23,868.00	23,868.00	23,868.00
对外销售氧化铈(吨)	11,232.00	11,232.00	11,232.00
氧化钕价格销售 (万元/吨)	16.15	23.08	26.54
氧化镧价格销售 (万元/吨)	2.75	3.38	3.59
氧化铈价格销售 (万元/吨)	1.87	2.36	2.56
贮氢合金销售数量 (吨)	1,500.00	1,500.00	1,500.00
平均售价 (万元/吨)	12.00	12.00	12.00
金属钕销售数量 (吨)	5000	6000	6000
平均售价 (万元/吨)	19.66	25.64	27.35
钕铁硼销售数量 (吨)	15,000.00	15,000.00	15,000.00
平均售价 (万元/吨)	1.25	1.45	1.65

资料来源: 国信证券经济研究所

按照上述盈利预测关键假设, 我们预测公司 2010 年~2011 年的每股收益分别为: 0.81 元、1.19 元和 1.38 元。具备较好的确定性增长趋势。

给予公司“推荐”的投资级别

首先, 行业目前快速复苏, 接下来可以预期的将是建立在国家层面上的收储和工信部主导的《稀土工业发展的专项规划》出台下的国家对行业的持续整顿与规范。一旦占全球市场近 97% 的供应量的中国控制稀土供应, 我们相信行业将步入长久、稳健的发展轨道。

其次, 依靠子公司国贸公司统销统购的运营模式, 公司以其控制的市场近 60% 的稀土氧化物, 将充分享受价格回升带来的收益, 行业龙头地位将得到进一步的巩固, 市场“定价权”将得到进一步的提高。

再次, 公司正在尽可能强地控制了上游原料的基础上, 通过合理的收购、联合和重组等手段向稀土下游有巨大发展潜力的深加工产业延伸, 这将充分发挥包钢稀土的资源优势, 实现稀土产业化的良性发展。

此外，2010 年伊始，公司即交出了一份亮丽的季报。今年业绩有望达到历史最好水平，此后随着稀土价格的稳步上行，业绩有望呈现持续稳定增长。那么以我们预测的公司 2010 年~2011 年的每股收益分别为：0.81 元、1.19 元和 1.38 元测算，公司目前的 PE 处于其历史上最低水平，而稀土行业对应的下游应用领域大多数属于朝阳行业，周期性相对较弱。所以公司目前股价安全边际相对较高。

最后，新能源产业在未来的很长一段时间都将是市场关注的热点，而作为新能源产业不可或缺的功能性材料，稀土行业也将是市场持续关注的热点，概念性的炒作将伴随上游原料供应的缩紧与下游产业链的延伸此起彼伏。

综上所述，我们认为目前阶段给予公司“推荐”投资评级的理由充分。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E		利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1478	1800	1550	1550		营业收入	2593	5740	7794	8954
应收款项	1075	2380	3232	3713		营业成本	1990	3711	4849	5571
存货净额	1454	2759	3630	4176		营业税金及附加	22	49	67	77
其他流动资产	94	209	283	326		销售费用	27	9	16	18
流动资产合计	4101	7148	8696	9765		管理费用	325	416	562	645
固定资产	1965	1980	2121	2194		财务费用	115	80	104	100
无形资产及其他	221	262	333	405		投资收益	(3)	(3)	(3)	(3)
投资性房地产	130	130	130	130		资产减值及公允价值变动	(8)	(5)	(5)	0
长期股权投资	47	45	43	37		其他收入	0	0	0	0
资产总计	6464	9565	11324	12530		营业利润	103	1466	2189	2541
短期借款及交易性金融负债	1516	2154	2023	1616		营业外净收支	71	60	56	56
应付款项	762	1472	1937	2228		利润总额	173	1526	2245	2597
其他流动负债	992	1782	2355	2708		所得税费用	64	397	584	675
流动负债合计	3270	5408	6315	6552		少数股东损益	54	475	698	808
长期借款及应付债券	521	921	1021	1121		归属于母公司净利润	56	655	962	1114
其他长期负债	176	182	189	195						
长期负债合计	697	1104	1210	1316		现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
负债合计	3967	6511	7525	7869		净利润	56	655	962	1114
少数股东权益	800	1013	1325	1687		资产减值准备	(105)	1	1	1
股东权益	1696	1991	2424	2925		折旧摊销	138	188	212	236
负债和股东权益总计	6464	9515	11274	12480		公允价值变动损失	8	5	5	0
						财务费用	115	80	104	100
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E		营运资本变动	166	(1218)	(753)	(417)
每股收益	0.07	0.81	1.19	1.38		其它	15	212	312	361
每股红利	0.18	0.45	0.66	0.76		经营活动现金流	278	(158)	738	1293
每股净资产	2.10	2.47	3.00	3.62		资本开支	(241)	(200)	(430)	(380)
ROIC	3%	22%	27%	28%		其它投资现金流	(0)	0	0	0
ROE	3%	33%	40%	38%		投资活动现金流	(239)	(198)	(428)	(374)
毛利率	23%	35%	38%	38%		权益性融资	178	0	0	0
EBIT Margin	9%	27%	30%	30%		负债净变化	450	400	100	100
EBITDA Margin	14%	30%	32%	32%		支付股利、利息	(149)	(360)	(529)	(612)
收入增长	-20%	121%	36%	15%		其它融资现金流	(670)	638	(131)	(406)
净利润增长率	-67%	1074%	47%	16%		融资活动现金流	110	678	(560)	(919)
资产负债率	74%	79%	79%	77%		现金净变动	150	322	(250)	0
息率	0.6%	1.4%	2.1%	2.4%		货币资金的期初余额	1328	1478	1800	1550
P/E	452.8	38.6	26.2	22.7		货币资金的期末余额	1478	1800	1550	1550
P/B	14.9	12.7	10.4	8.6		企业自由现金流	208	(80)	730	1394
EV/EBITDA	79.7	18.2	13.1	11.5		权益自由现金流	(12)	899	623	1014

资料来源：公司资料和国信证券预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
		丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区	华东区	华北区
万成水 0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法 010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建 010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉 0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元 010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥 010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐 010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪 010-82254210 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn
	许娅 021-60875176 13482495069	
	江智俊 021-60875175 15221772073	
	孔华强 021-60875170 13681669123	