

下一个高点腾飞在即

研究结论

国家加强资源控制力度 稀土价格连创新高 从近期出台的稀土“国五条”到稀土行业污染物排放标准出台。稀土行业政策更加量化和细化。从行业整合到行业准入和环保标准，监管到整治，国家对稀土资源实施更为严格的政策控制力度，将有利于稀土的行业整合和良性发展。受此影响，主要稀土氧化物价格2011年初至今涨幅达到40%以上，价格联创新高。国家层面的稀土收储政策预期也将在近期出台，预计将进一步推升稀土价格。

下游需求增长强劲：稀土的用途广泛，从iPhone、节能灯、汽车尾气催化剂，到石油冶炼，军工中的导弹中都有稀土的存在。永磁材料是目前稀土最大的消费领域，并且增长迅速。钕铁硼具有体积小、重量轻、磁性强的特点。采用稀土永磁电机可以在高效节能前提下，明显减轻电机的重量和体积。而当前的节能环保的发展趋势为钕铁硼磁体需求增长起来推动作用。在大力发展清洁能源的趋势下，混合动力车和风力涡轮发电机的产量将迅速增长，而随着需求结构的调整，预计中国变频空调等节能环保领域的电机部分将会出现显著增长，从而导致对稀土产品的需求将大幅增长。

海外稀土开采中期内不会改变供应紧张局面 根据预测全球稀土需求预期将以10%的年复合增长率增长，预期到2014年世界稀土需求将达到20-21万吨。按照目前的情况中国预计将供应其中16-17万吨的稀土氧化物。澳大利亚Lynas预计将于2012年开始出矿，北美铝业也预计将于2014年开始出矿，预期要到2014年之后海外稀土供应量才有可能出现可以与中国稀土竞争的大型稀土供应。

公司为稀土行业龙头 价格上涨受益者 公司依托大股东包钢集团控制了白云鄂博稀土矿4350万吨的工业储量。同时公司也开始参与南方稀土的开发，通过对三家江西省赣州的稀土分离企业进行股权投资，增加中重稀土权益分离产能3600吨。公司是国内稀土出口配额最多的企业且产业链完整，正在建设的300台永磁核磁共振项目、1.5万吨高性能磁性材料项目二期工程和3000吨高性能抛光粉异地扩建项目构筑了下游产业优势。在国家保护稀土资源的政策背景下，整个行业已步入良性发展通道中，公司资源垄断地位短期内无法撼动，作为行业龙头将首先受益。

盈利预测 我们预期公司10-12年EPS分别为0.91/3.05/3.76元。公司作为国内稀土供应龙头企业，依托集团资源优势，是稀土价格上涨的受益者。未来也有向下游高附加值产品延伸发展的计划。我们对公司未来前景非常乐观，参照可比同类公司估值情况，给予公司11年40倍PE，对应目标价120元。首次给予公司买入评级。

风险因素 澳洲Lynas矿和北美铝业矿山将于2012-2014年陆续投产可能对稀土价格冲击风险。由于市场对稀土类上市公司未来高增长性的乐观判断，目前其整体估值水平较高，但是市场如果出现波动，估值中枢存在下移风险，但是我们仍然认为公司是其中基本面较为优质的公司之一。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

钢铁行业首席分析师

执业证书编号：S0860207100115

联系人

张镭

8621-63325888 x 6102

zhanglei@orientsec.com.cn

徐建花

xujianhua@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年3月9日) 85.60元

目标价格 120.00元

总股本/A股(亿股) 8.07/4.93

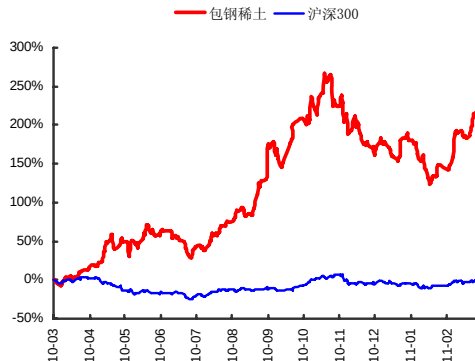
A股市值(亿元) 691.09

国家/地区 中国

行业 有色金属

报告发布日期 2011年3月10日

股价表现



财务预测

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2593	4422	10602	12292
同比	-20%	71%	140%	16%
归属母公司净利	56	734	2465	3032
同比	-67%	1216%	236%	23%
ROE	3%	37%	83%	72%
EPS(元)	0.07	0.91	3.05	3.76
每股净资产(元)	2.10	2.46	3.68	5.18
P/E(倍)	1239.2	94.1	28.0	22.8
p/B(倍)	40.9	34.8	23.3	16.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

行业基本面	4
行业基本面	4
中国稀土资源控制力度加大 推升价格连创新高	4
海外资源开发 2-3 年内不会改变稀土供应紧张局面	7
需求：稀土永磁材料需求增长迅速	11
1) 新能源汽车	13
2) 风电	13
3) 变频家电	15
公司概况	15
稀土资源得天独厚	15
产业链完整，北方稀土龙头	15
统一收储统一销售确立公司北方稀土垄断地位 国家收储出台在即	16
进入南方稀土领域 进一步扩大市场影响力	17
扩展下游加工，提升产品结构	18
估值分析	19
风险因素	20
1、海外产能释放导致价格、毛利率下降风险	20

图表目录

图 1 全球稀土资源储量 (2009 年)	6
图 2 中国稀土资源储量.....	6
图 3 2010 年全球稀土消费 日本是中国最大的稀土客户	6
图 4 2010 年全球稀土氧化物产能, 中国产能 12.5 万吨	6
图 5 氧化镨、氧化钕价格持续上涨	6
图 6 氧化铈价格情况	6
图 7 我国近年来稀土开采出口配额情况	8
图 8 全球稀土氧化物供需情况	9
图 9 北美铝业 Mountain Pass 矿山稀土元素	10
图 10 Lynas Mt. Weld 矿稀土元素	10
图 11 海外稀土进展情况	10
图 12 稀土永磁材料	11
图 13 中国稀土新材料消费中永磁材料是主要应用领域	11
图 14 未来几年全球稀土消费预计年复合增长率 11% 的速度增长	12
图 15 新能源汽车 (HEV, PHEV, BEV, FCEV) 占总汽车销售数量不断加大	13
图 16 全球累计风电装机容量, 过去 10 年 CAGR 23%	14
图 17: 2010 年上半年公司主营业务收入结构 (%)	16
图 18: 2010 年上半年公司主营业务毛利率情况 (%)	16
图 19 公司股权结构	16
图 20 包钢稀土出口配额国内最大	17
 表 1 历年来稀土政策	4
表 2 年初至今主要稀土氧化物价格均上涨 40% 以上	5
表 7 中国部分海上风电项目情况	14
表 3 2009 年全球稀土产量和储量情况	7
表 4 稀土供需日趋紧张	8
表 5 海外稀土项目进展情况	9
表 6 钕铁硼需求情况预测	12
表 8 包钢控股和相对控股子公司产能	18
表 9 重要假设	19
附图: 相关上市公司近期资金流向	22

行业基本面

中国稀土资源控制力度加大 推升价格连创新高

中国的稀土资源丰富，拥有全球 36% 的稀土资源。截止到目前为止，全国三分之二以上的省（区）已发现上千处稀土矿床、矿点和矿化产地，除内蒙古的白云鄂博、江西赣南、广东粤北、四川凉山为稀土资源集中分布区外，山东、湖南、广西、云南、贵州、福建、浙江、湖北、河南、山西、辽宁、陕西、新疆等省区亦有稀土矿床发现，但是资源量要比矿化集中富集区少得多。全国稀土资源总量的 98% 分布在内蒙、江西、广东、四川、山东等地区，形成北、南、东、西的分布格局，并具有北轻南重的分布特点。

从近期出台的稀土“国五条”到稀土行业污染物排放标准出台。稀土行业政策更加量化和细化。从行业整合到行业准入和环保标准，监管到整治。国家对稀土资源实施更为严格的政策控制力度，将有利于稀土的行业整合和良性发展。受此影响，主要稀土氧化物价格2011年初至今涨幅达到40%，价格连创新高。国家层面的稀土收储政策预期也将在近期出台，预计将进一步推升稀土价格。

表 1 历年来稀土政策

时间	政策概要
1998 年起	对稀土产品出口实行配额管理制
2005 年起	取消稀土冶炼分离产品的出口退税，将稀土原矿列入加工贸易禁止类商品
2006 年	建立稀土等优势矿产的矿产品战略储备
2006 年 5 月	国家将对矿山储量实施动态监管
2006 年 11 月	对稀土矿产品、稀土化合物等加征出口暂定关税，税率为 10%
2006 年 12 月	要求对稀土等矿种进行整治，依据“以大并小，以优并劣”等原则整合矿山
2007 年起	国家对稀土生产由指导性计划改为指令性计划
2007 年 6 月	稀土金属产品开征 10% 的出口关税；稀土金属原矿的出口关税 10% 升至 15%
2007 年 11 月	限制外商投资稀土冶炼、分离；禁止外商投资稀土勘查、开采、选矿等项目
2007 年 11 月	禁止进口技术包括稀土矿冶炼工艺、单一稀土分离制备技术等
2008 年 1 月	部分含钇等元素的产品暂定税率上调到 25%，其他均上调至 15%
2008 年 6 月	稀土精矿出口关税自 10% 提高为 15%，稀土金属出关税为 10%
2008 年 11 月	稀土金属原矿的出口关税由 10% 提高至 15%
2008 年 12 月	金属镨铁和钕铁硼开征 20% 出口关税
2010 年 3 月	暂停受理新的钨矿、铋矿和稀土矿勘查、开采登记申请
2010 年 4 月	推广白云鄂博型铁尾矿中残余的铈、稀土及其的高效分离回收技术
2010 年 9 月	国务院推动稀土等企业重组，优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组
2010 年 12 月	2011 年第一批稀土出口配额共计 31 家企业 14446 吨，比 2010 年第一批配额的 16305 吨降 11.4%
2011 年 1 月	金属钕和新增税目稀土铁合金的出口关税分别由 15% 和 20% 提高至 25%
2011 年 1 月	颁江西省赣州市划定设立首批稀土国家规划矿区，原来赣州拥有的 88 个稀土开采证合并是国家整合和有计划管理稀土资源的又一个措施。

2011 年 1 月	颁布《稀土工业污染物排放标准》，自 2011 年 10 月起实施，稀土生产成本将因此大幅上升
2011 年 2 月	稀土“国四条”出台：国务院常务会议指出力争用 5 年时间,形成合理开发、有序生产、高效利用、技术先进、集约发展的稀土行业持续健康发展格局。这是国家层面首次对稀土行业发展设定具体时限。四条措施：一要建立健全行业监管体系，加强和改善行业管理。二要依法开展稀土专项整治，坚决打击非法开采和超控制指标开采、违法生产和超计划生产、破坏生态和污染环境等各类违法违规行为，维护行业秩序。三要加快行业整合，调整优化产业结构。深入推进稀土资源开发整合，加快行业兼并重组，提高产业集中度。推动企业技术改造。四要加快稀土关键应用技术研发和产业化。
2011 年 2 月	中国稀土行业协会的筹建材料已获工信部批复并通过了民政部门的审批，预计 5 月，有望在挂牌成立。协会会员基本囊括了全国主要的稀土开发冶炼企业，达 90 多家
2011 年 2 月	预计 6、7 月份将正式出台《稀土行业准入标准》，标准将限定企业准入标准，并推动产业升级和重组

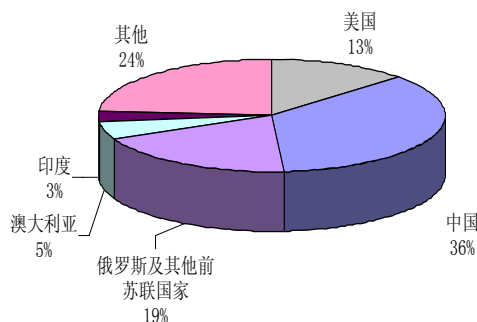
资料来源：东方证券研究所

表 2 年初至今主要稀土氧化物价格均上涨 40%以上

	价格 (3 月 4 日)	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动
碳酸稀土矿	29,800	12.9%	32.4%	47.5%	45.4%
中钇富铈矿	178,500	7.5%	27.0%	40.0%	40.0%
氧化钕	399,900	11.4%	33.7%	62.6%	53.2%
氧化镨	329,000	13.1%	28.0%	45.6%	41.2%
氧化镧	34,000	6.3%	9.7%	17.2%	17.2%
氧化铈	2,393	4.8%	33.5%	74.3%	70.0%
氧化铽	3,600	10.8%	22.0%	32.8%	32.8%
氧化铈	3,375	3.1%	9.0%	12.7%	13.4%

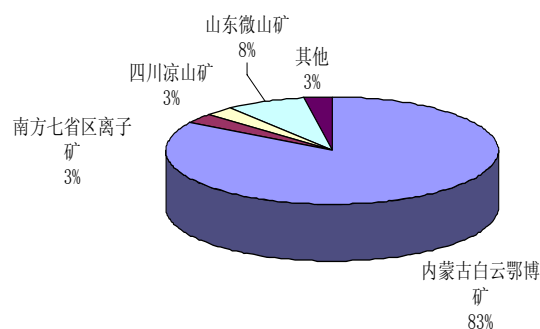
资料来源：东方证券研究所

图 1 全球稀土资源储量（2009 年）



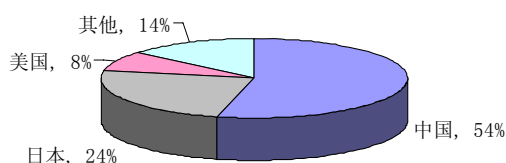
资料来源：USGS，东方证券研究所

图 2 中国稀土资源储量



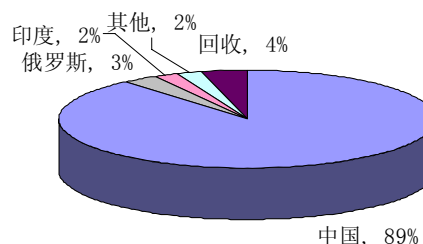
资料来源：东方证券研究所

图 3 2010 年全球稀土消费 日本是中国最大的稀土客户



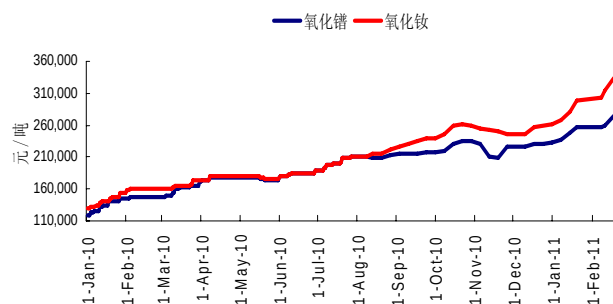
资料来源：Lynas，东方证券研究所

图 4 2010 年全球稀土氧化物产能，中国产能 12.5 万吨



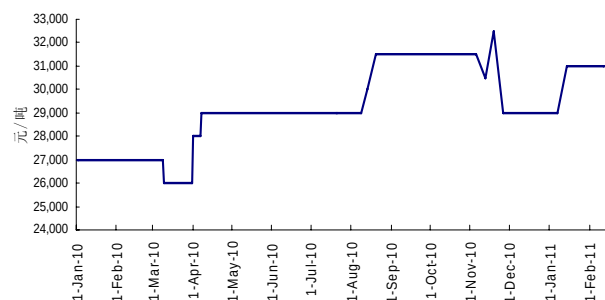
资料来源：Lynas，东方证券研究所

图 5 氧化镨、氧化钕价格持续上涨



资料来源：中华商务网，东方证券研究所

图 6 氧化镧价格情况



资料来源：东方证券研究所

表 3 2009 年全球稀土产量和储量情况

国家	产量 (吨)	占比%	储量 (百万吨)	占比 %	远景储量 (百万吨)	占比 %
美国	N/A		13	13	14	9.3
中国	120,000	97	36	36	89	59.3
俄罗斯及其他前苏联地区			19	19	21	14
澳大利亚			5.4	5	5.8	3.9
印度	2,700	2	3.1	3	1.3	1
巴西	650		少量			
马来西亚	380		少量			
其他	270		22	22	23	12.5
合计	124,000		99		154	

资料来源：USGS，东方证券研究所

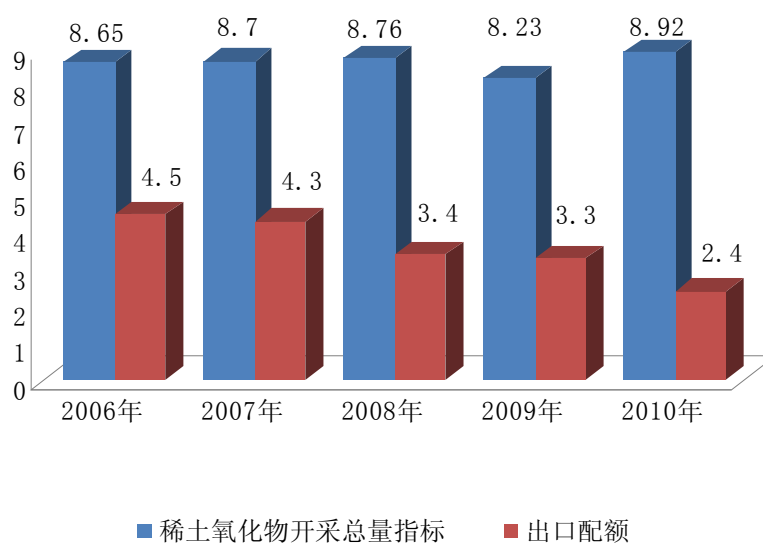
海外资源开发 2-3 年内不会改变稀土供应紧张局面

目前全球稀土消费量约13.4万吨。产量在12.4万吨，供应不足部分由前期开采的精矿弥补。根据USGS预期到2012年世界稀土需求量将达到18万吨。到2014年预计全球每年稀土需求将超过20万吨。假设中国产量在2014年达到16万吨每年，仍将有4万吨的缺口。我国目前稀土年冶炼分离能力在20 万吨以上，2009年稀土产量12.94万吨，

美国过去完全依靠自产稀土。但由于日益严格的环保标准以及中国等国的低成本稀土冲击，过去15年以来已完全依赖进口稀土。美国本土目前已经不开采稀土。北美铝业稀土分离厂从2007年开始恢复营运，销售从之前开采的稀土中分离出的稀土分离物。目前美国正在进行勘探工作的稀土矿山有怀俄明州的Bear Lodge，爱达荷州的Diamond Creek，内布拉斯加的Elk Creek，加拿大的萨斯喀彻温省的Hoidas Lake，等矿山。

虽然澳洲Lynas 和北美铝业在加州的Mountain Pass预计将于2012-2014年开始开采，但我们预测2-3年内不会对稀土市场的供应产生任何实质性的影响。随着下游需求高速发展，预计稀土供应紧张的局面仍将持续。

图 7 我国近年来稀土开采出口配额情况



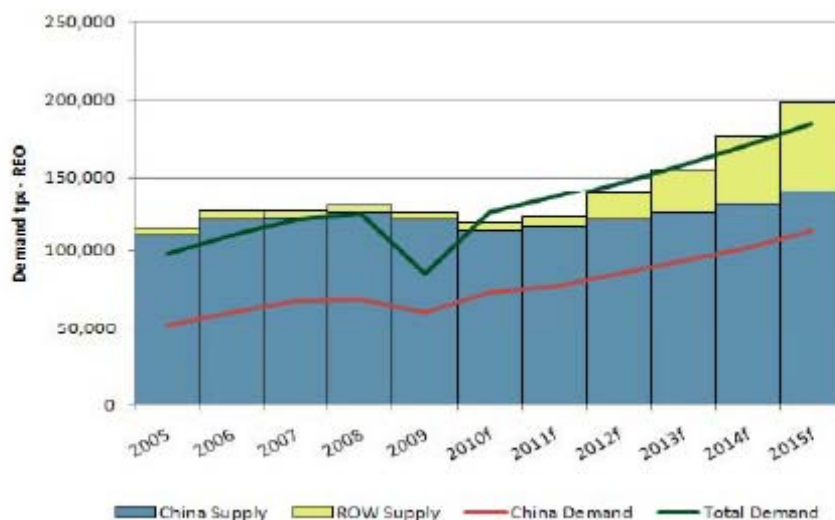
资料来源：东方证券研究所

表 4 稀土供需日趋紧张

	中国出口配额	中国以外需求	供需平衡
2005	65,699	46,000	19,699
2006	61,821	50,000	11,821
2007	53,643	50,000	3,643
2008	65,705	50,000	15,705
2009	49,785	25,000	24,785
2010	30,259	48,000	(17,741)
2011 上半年	14,508	N/A	

资料来源：东方证券研究所

图 8 全球稀土氧化物供需情况



资料来源：Arafura, 东方证券研究所

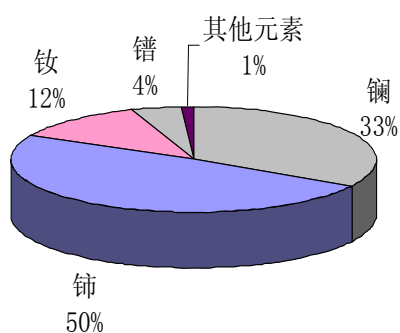
表 5 海外稀土项目进展情况

国家	项目及公司	REO 储量 (万吨)	REO 边际品位	REO %	现状
澳大利亚	Mt Weld CLD(LYC)	1,220	2.50%	9.70%	与日本双日公司签订稀土供应协议。双日将提供 2.5 亿美元的资金主要用于 Lynas 第二阶段稀土扩产计划。扩产计划完成后 Lynas 稀土产能将达到 2.2 万吨/年。Lynas 会在未来 10 年内向日本提供每年约 8,500 吨的稀土。双日会成为 Lynas 稀土在日本的唯一承销商。如果资金顺利到位，Lynas 有望在 2012 年下半年达产。目前了解到的下游客户订单占 2.2 万吨产能的 70%，也就是说仍有 6600 吨的稀土有可能会被美、日购买
美国	Mountain Pass (Molycorp)	180	5.00%	8.90%	矿山正在建设中，预计需要 18-24 个月建设周期，2014 年达产，预计产量 4 万吨/年。已与 Neo Material 签订战略合作，以保证稀土供应来换取永磁技术。同时与日立签订 MOU 进行氧化物和永磁体合作。
澳大利亚	Nolans(Arafura)	3,030	1.00%	2.80%	可行性研究
加拿大	Hoidas Lake (Great Western Minerals)	280	1.50%	2.40%	可行性研究
加拿大	Thor Lake (Avalon Rare Earths)	19,000		1.50%	2010 年开始动工开采

格陵兰岛	Kvanefjeld (Greenland Minerals)	45,700		1.10%	可行性研究
澳大利亚	Dubbo Zirconia (Alkane Resources)	7,320		0.80%	可行性研究

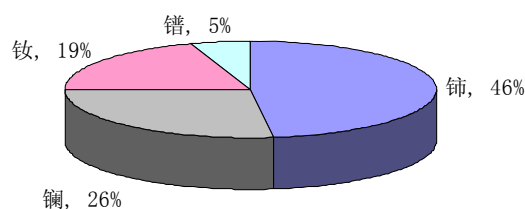
资料来源：东方证券研究所

图 9 北美铝业 Mountain Pass 矿山稀土元素



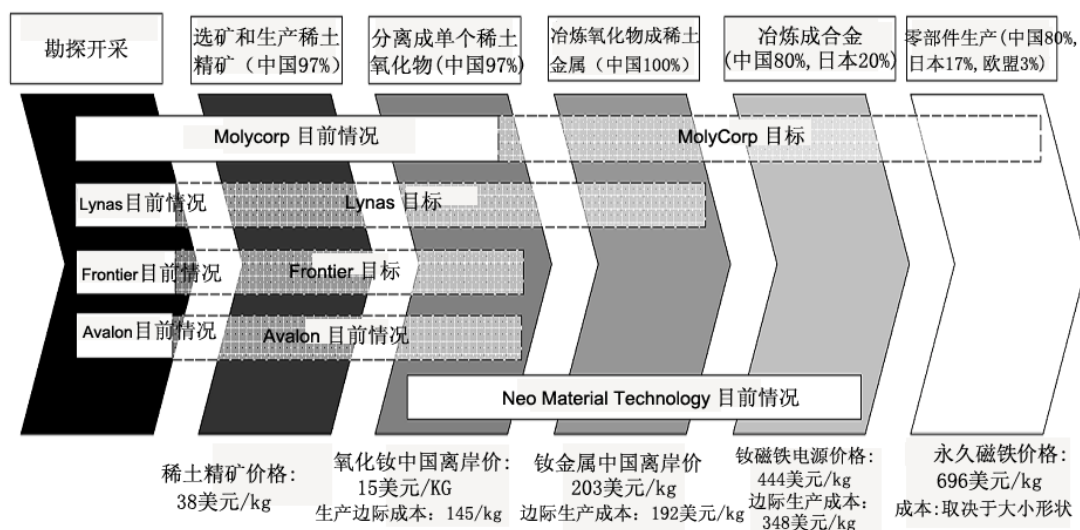
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 10 Lynas Mt. Weld 矿稀土元素



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 11 海外稀土进展情况



资料来源：CIBC，东方证券研究所

需求：稀土永磁材料需求增长迅速

稀土永磁体主要为钕铁硼(Nd Fe B)永磁体，是金属钕、铁、硼和其他微量金属元素构成的合金磁体，是第三代稀土永磁材料。钕铁硼具有体积小、重量轻、磁性强的特点，且成本也比前两代稀土永磁材料低很多，被称为“磁王”。依制作工艺不同又可分为烧结、粘结钕铁硼两种。

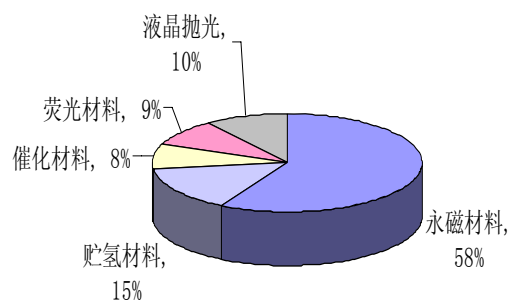
目前钕铁硼永磁体市场主要包含 HDD VCM(硬盘音圈马达)、高端电机/发动机、MRI(核磁共振)、音响、通讯设备等。而永磁电机是钕铁硼增量最大的应用领域，约占其需求的70%。采用稀土永磁电机可以在高效节能前提下，明显减轻电机的重量和体积。而当前的节能环保的发展趋势为钕铁硼磁体需求增长起来推动作用。中国的钕铁硼永磁材料的需求结果明显落后日本等发达国家，中国的主要需求端在传统低端领域的电声、磁选等，随着需求结构的调整，预计中国用于汽车、风电、变频空调等节能环保领域的电机部分将会出现大幅增长。

图 12 稀土永磁材料

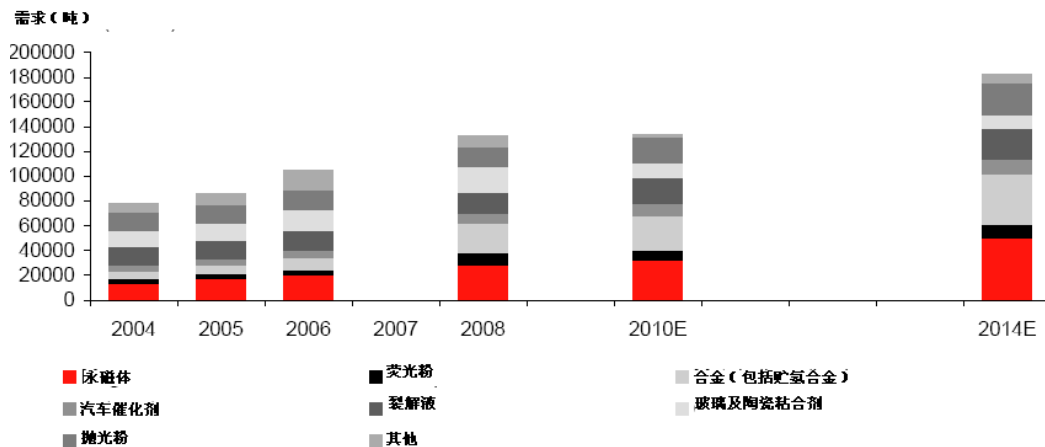


资料来源：Neomax、东方证券研究所

图 13 中国稀土新材料消费中永磁材料是主要应用领域



资料来源：稀土信息、东方证券研究所

图 14 未来几年全球稀土消费预计年复合增长率 11%的速度增长


资料来源: Lynas, 东方证券研究所

表 6 钕铁硼需求情况预测

中国需求				
变频空调		2010E	2014E	CAGR
每台需钕铁硼	公斤	0.25	0.25	
台数	万台	780	2,300	
所需钕铁硼	吨	1,950	5,750	
风电				
新增装机容量	MW	12,472	20,000	
新增直驱永磁装机容量	MW	4,989	12,000	
钕铁硼永磁用量	吨	3,991	9,600	
合计钕铁硼需求	吨	5,941	15,350	27%
全球需求				
风电				
新增装机容量	MW	38,000	63,720	
新增直驱永磁装机容量	MW	9,500	31,860	
钕铁硼永磁用量	吨	7,600	25,488	
小型化汽车				
每台需钕铁硼	公斤	0.5	0.5	
数量	万辆	5,300	6,000	
钕铁硼永磁用量	吨	26,500	30,000	
新能源汽车				
每台需钕铁硼	公斤	3	3	
数量	万辆	2	667	
钕铁硼永磁用量	吨	1	20,000	
合计钕铁硼需求		32,443	65,350	19%

资料来源: 东方证券研究所

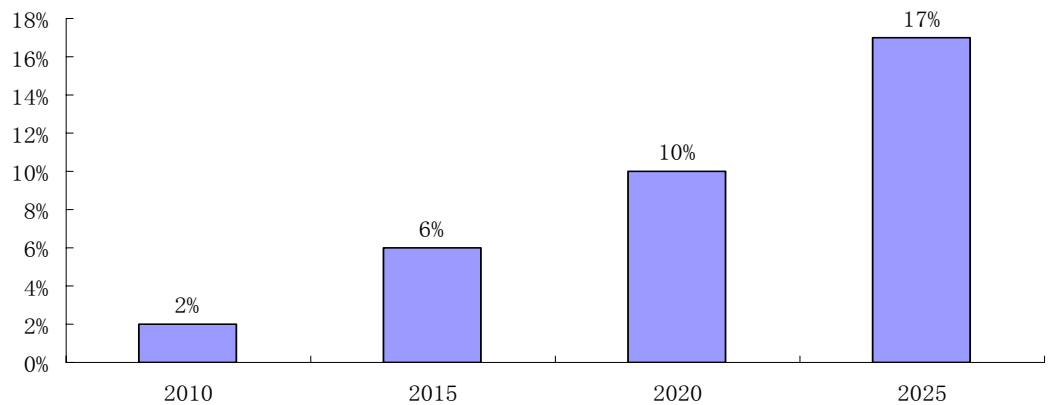
1) 新能源汽车

当前节能环保的发展方向将推升新能源汽车的发展以及小型轻量化车的大幅增长，从而带动钕铁硼永磁材料的需求增长。新能源汽车将是未来主要发展方向，以丰田Prius为例，一台混合动力车（HEV）使用钕铁硼永磁材料约2 公斤左右，预计到2020 年HEV 汽车将占全球汽车产量的17%左右，钕铁硼的直接增量需求将达到近4万 吨。而轻量化汽车市场将是钕铁硼永磁体未来另一重要市场，平均每台汽车配备了40颗以上的电机，以小型轻量化汽车50%的永磁电机替代来计算，对钕铁硼永磁材料需求将超过3万吨，

我们预计2010年使用于永磁电机及电池的永磁材料将占全球稀土消费量的45%。到2014这一数字将达到50%。日本是全球领先的电动助力转向装置所用高性能电机及混合动力汽车用镍氢电池生产商，因此日本是中国以外最大的稀土消费国。日本占了最大份额的中国出口配额，多达65%。

日立金属预测HEV/EV 中使用的永磁体到2015年将翻两番。预计所有新能源汽车将在未来五年内达到500万辆，10年内达到1100万辆。也就是说将占汽车销售量的6%和10%。

图 15 新能源汽车（HEV, PHEV, BEV, FCEV） 占总汽车销售数量不断加大

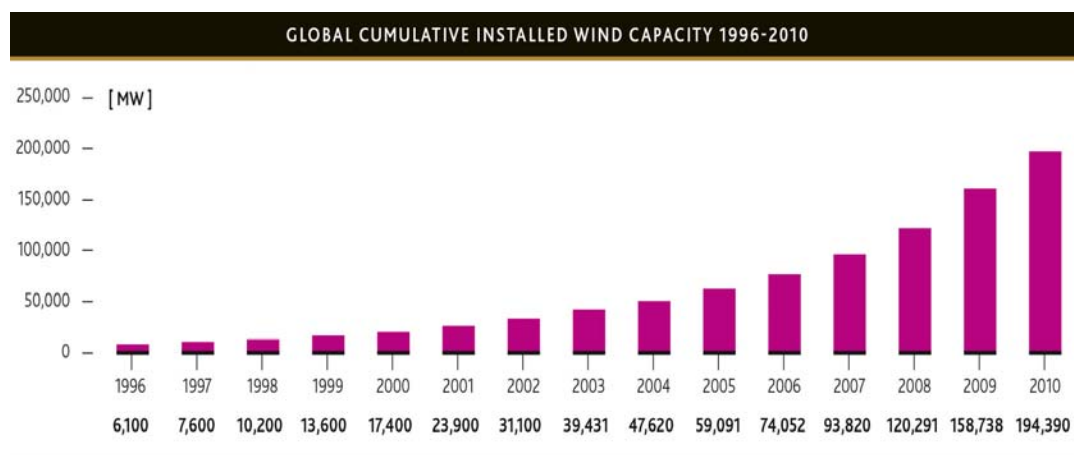


资料来源：Lynas，东方证券研究所

2) 风电

风力发电机是钕铁硼另一大应用市场。根据预测，全球风电装机容量预计将从2010年的1.9亿千瓦上升到2020年的15亿千瓦。平均每年新增1.31亿千瓦。据了解，一台1兆瓦的直驱式风力发电机需要钕铁硼永磁材料大约1吨。假设直驱式风力发电机将在全部风力发电机的20%，预计每年新增风力发电机需要稀土永磁材料约2.6万吨。

目前欧美市场直驱永磁式风力发电机渗透率在25%以上，而中国只有10%，我们认为未来中国的风机电机中，直驱永磁风力发电机的渗透率将会超过欧美发达国家，成为主流风力电机，从而推动中国的高性能钕铁硼永磁材料需求年复合增长率将超过20%，预计到2014 年对钕铁硼永磁材料的需求将达到9000 吨以上。

图 16 全球累计风电装机容量，过去 10 年 CAGR 23%


资料来源：GWEC，东方证券研究所

表 7 中国部分海上风电项目情况

项目名称	地理位置	装机容量（万 KW）
长岛近海风电场	山东长岛（一期 4.8 万）	150
中海油威海海上风电场	山东威海	100
滨海风电场（滩涂）	山东潍坊	180
华能荣成海上风电项目	威海北部滩涂	10.2
东大桥海上风电场	上海东大桥	10
奉贤海上风电场	上海市奉贤区	10
奉贤大型海上风电场	上海市奉贤区	30
南汇大型海上风电场	上海市南汇	40
横沙大型海上风电场	上海市崇明区	20
慈溪海上风电场	浙江杭州湾	4.95 (20)
普陀六横近海风电场	普陀市六横	20
浙江绿能拷门海塘风电项目	岱山县拷门海塘	20
慈溪海上风电场	杭州湾	4.95
赣榆海上风电场	江苏连云港	45 (80)
连云港海上风电场	江苏连云港	20
响水海上风电场	江苏盐城	20
滨海海上风电场	江苏盐城	20 (50)
射阳海上风电场	江苏盐城	20 (30)
大丰海上风电场	江苏盐城	20
东台海上风电场	江苏盐城	20 (2016 年到 100)
如东海海上风电场	江苏南通	20 (30)
启东海上风电场	江苏南通	20 (50)
汉沽海上风电场	天津滨海新区	20

资料来源：东方证券研究所

3) 变频家电

变频家电是稀土永磁行业现阶段需求的主要增长点。直流永磁同步电机在节能家电领域应用空间巨大。以变频空调来说，直流变频比交流变频节电 15—30%，而我国目前变频空调占市场份额仅 10%，日本市场的占有率却高达 90% 以上。按照平均每台变频空调使用钕铁硼材料 0.25 公斤，假设我国的变频空调在 09 年 600 万台基础上，未来保持年均 30% 的增长速度，预计到 2014 年中国变频空调产量将达到 2300 万台。需要钕铁硼永磁材料将达到近 6000 吨。

公司概况

稀土资源得天独厚

包钢稀土开发利用世界上稀土资源储量最丰富的白云鄂博稀土资源，拥有得天独厚的资源优势，白云鄂博铁矿拥有 4350 万吨的工业储量，分别占世界稀土资源的 62%，占国内已探明储量的 87.1%。公司原材料采购成本极低，强磁中矿、强磁尾矿的交易价格分别为 20 元/吨、12 元/吨，持续供矿的能力稳定，且供给价格将自 2009 年起执行 3 年，因此公司的稀土矿的采购成本短期内不会出现较大变动。

依靠集团得天独厚的资源优势，公司主导了北方轻稀土市场。此外，为加快稀土产业重组，政府鼓励龙头企业做大做强。去年 8 月，内蒙古自治区人民政府下发了《关于开展稀土资源开发秩序专项整治的工作方案》。该方案明确表明，为巩固整顿和规范稀土矿产资源开发秩序工作成果，构建稀土资源开发秩序监管长效机制，内蒙古自治区人民政府将进一步整治内蒙古自治区稀土开采、选矿、冶炼秩序，并明确到 2010 年年底，在内蒙古自治区范围内实现稀土战略资源由包头钢铁(集团)有限责任公司专营。由此包钢集团公司获得了内蒙古稀土专营权。在国家保护稀土资源的政策背景下，整个行业已步入良性发展通道中，公司资源垄断地位短期内无法撼动，作为行业龙头将首先受益。

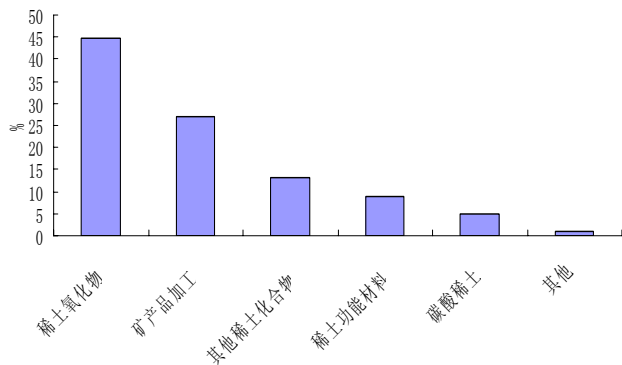
产业链完整，北方稀土龙头

包钢稀土作为我国稀土行业的龙头企业，建立了从稀土精矿—碳酸稀土—稀土氧化物—稀土金属至下游精深加工的完整一体化生产体系，以及相应的研发和销售平台，是中国乃至世界上最大的稀土产业基地。

公司拥有 3 家直属厂、1 家全资子公司、11 家绝对控股子公司、7 家相对控股子公司、3 家参股公司。公司 2009 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；实现销售收入 25.93 亿元，实现净利润 5577 万元。公司近期预增公告显示 2010 年净利润有望同比增长 12 倍以上。

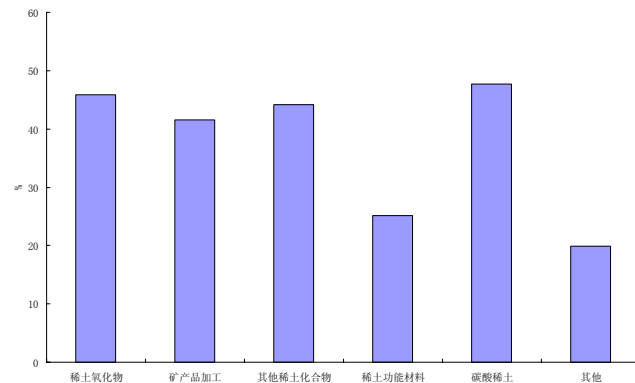
截止 2010 年上半年，公司上游稀土氧化物和矿产品加工占据了 75% 的营业利润，而下游稀土功能材料利润率 25%，远低于稀土氧化物 45% 的利润率。并且子公司稀奥科镍氢电池极板和动力电池有限公司已多年营业为负，并已考虑转型汽车。因此，尽管产业链完整，短期内上游选矿冶炼仍为主要利润来源。

图 17：2010 年上半年公司主营业务收入结构（%）



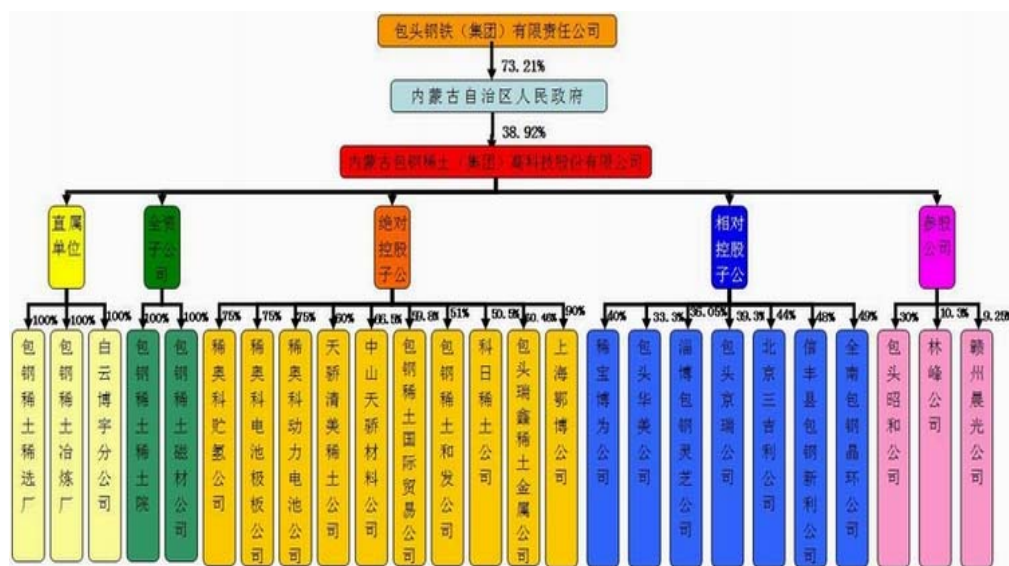
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 18：2010 年上半年公司主营业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 19 公司股权结构



资料来源：公司网站，东方证券研究所

统一收储统一销售确立公司北方稀土垄断地位 国家收储出台在即

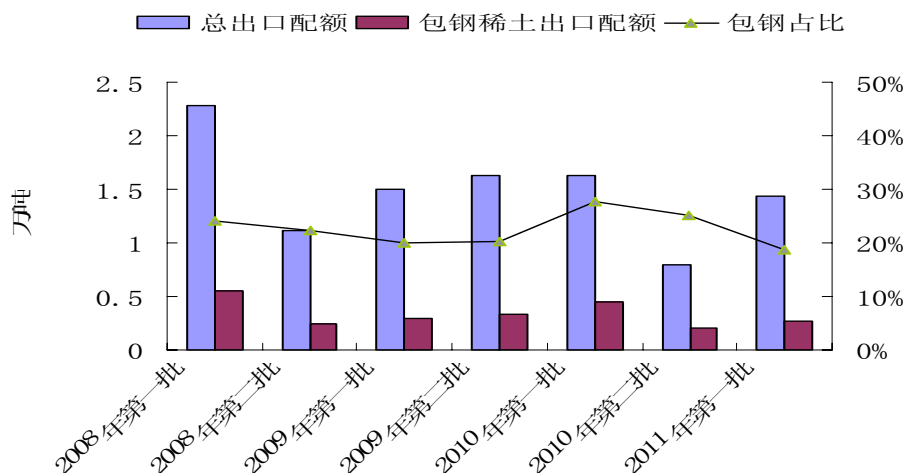
2008年，公司成立了国贸公司，开始对以白云鄂博矿为原料的稀土氧化物、稀土金属实施统一收购统一销售，进一步加强了公司对稀土行业的资源控制力。在稀土产品的收购定价上，公司取前6个月的平均价作为结算价，因此在目前稀土产品价格上涨的趋势中，公司处于有利地位。目前与公司签署统一收购协议的分离企业共有9家，共计10万吨的产能。稀土产品出口配额对国内企业非常珍贵。2010年国内20多家稀土产品出口企业共计有约3万余吨的配额总量，公司的出口量占据了约25%的份额，对出口市场的

价格影响力非常强。在国内市场上，通过动态调节和平衡国内稀土供应市场，公司对稀土价格的影响力明显加强，巩固了在行业内的地位，建立了更有利于公司的市场地位。

2010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》，其中由包钢稀土提出并实施的包头稀土原料产品战略储备方案获批准。根据这一方案，包头成为国家确定的首批收储试点，预计包钢稀土共将兴建10个稀土氧化物储备设施，将分5年对30万吨稀土矿产品及适量稀土分离产品、稀土金属产品进行收储。

国家层面，2009年工信部拟定的《稀土工业产业发展政策(征求意见稿)》提出：包头白云鄂博资源开采要加强综合利用，搞好稀土资源储备。但由于对具体的储备品种、数量等存争议，此后国家储备暂无下文。据悉，今年国家发改委国储局正在拟定新的指导收储实施细则的意见，计划将包钢稀土的企业自发收储上升到国家储备的层面。国土资源部已经讨论了内蒙古稀土开发方案，肯定了内蒙古稀土整治取得明显效果，并提到了“全面推动稀土战略资源储备，尽快建立全国轻稀土开发联动机制”。此外预计将在今年6、7月出台的《稀土行业准入标准》目的在于以龙头企业为主导进行资源或渠道整合，政府辅之以开采总量控制、出口配额、资源收储等措施推进整合。国家收储或将在资金上为公司提供支持，解决收储带来的财务紧张问题。2010年底，内蒙古自治区和包头市两级政府配套的财政贴息补贴已经下拨，补贴分两年，每年各1000万，即总数4000万元，下一步补贴可能还会增加。作为国内最大的稀土供应商，包钢稀土的收储已成为某种程度上的行业收储。若公司的收储能最终上升到国家层面，将进一步巩固公司的行业龙头地位，并为中国稀土带来更大的话语权。

图 20 包钢稀土出口配额国内最大



资料来源：公司公告、东方证券研究所

进入南方稀土领域 进一步扩大市场影响力

2010年公司开始进入南方稀土领域，以7386万元取得赣州市信丰新利稀土有限公司48%股权，出资8920.78万元与江西省赣州市全南晶环科技有限公司共同出资组建稀土企业，取得股权48%；出资6934万元对赣州晨光稀土新材料股份有限公司增资取得9.25%股权。对三家公司的投资，丰富了公司产业结构中的重稀土，增加中重稀土权益分离产能3600吨。

与此同时，包钢稀土国贸公司成立赣州分公司。此外政府层面上，包头与赣州之间正就稀土产业的合作进行政府间的磋商，希望能实现南北稀土重镇间的优势互补，其内容包括探讨市场定价机制，技术交流等等。赣州市占全球重稀土储量60%~70%，包钢稀土和包头政府在南方的努力具有非常重大的战略

意义，将进一步扩大公司的市场影响力

扩展下游加工，提升产品结构

2010年3月，公司以现金方式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。公司控股40%，这是公司完善产业链下游的又一步努力。

MRI是重要的核磁医疗设备，在全球MRI市场销售中，GE、日立、西门子等国外品牌占据了85%以上的市场份额，在中国医疗改革的推动下，MRI在中国的需求升温，预计将有1000多台的需求量，此次公司计划300台的生产规模，培育MRI市场上的国内龙头，由于公司在该市场的新进入者，认可度上存在障碍，因而采用贴牌GE的方式打开市场，由于MRI成本中钕铁硼等磁性材料成本占据了70%，公司在稀土市场上的控制地位可在一定程度上可以挤压其它竞争者，降低了该市场的竞争强度。

公司子公司中现有约9个企业涉足稀土下游加工，但尚未给公司带来丰厚盈利。凭借集团强大的资源成本优势和全球最大稀土研究院的研发能力，完善下游产业链，提高产品技术含量和附加值，是公司的未来发展方向。

表8 包钢控股和相对控股子公司产能

子公司	控股比例	公司概况
包钢稀土稀选厂	100%	产能 25 万吨，尾矿品位从 5%以上降至 2.5%，年产 4.5 万吨稀土精矿磁矿工业化生产线
包钢稀土冶炼厂	100%	稀土化合物年产能 2 万吨，稀土金属年产能 1480.6 吨
白云博宇分公司	100%	销售稀土矿，建筑安装等
包钢稀土磁材公司	100%	年产 15,000 吨钕铁硼速凝薄带、5,000 吨钕铁硼氢碎粉、2,000 吨高性能磁体
稀奥科贮氢合金有限公司	75%	年产 1500 吨混合稀土系贮氢合金粉
稀奥科镍氢电池极板和动力电池有限公司	75%	年产 700 万只 D 型镍氢动力电池的设计生产能力，
天骄清美稀土抛光粉有限公司	60%	生产四个系列二十六种规格的稀土抛光粉产品，年产销 3000 吨的能力
天骄稀土材料有限公司	66.9%	稀土系储氢合金粉（制造绿色环保电池—氢镍电池的关键材料），年产能力 500 吨。
包钢稀土国贸公司	55%	统销统购，5 年内建成 30 万吨稀土精矿和 2 年内建成 8 万吨氧化物储备
包钢和发稀土有限公司	51%	稀土精矿焙烧能力 25000 吨/年，稀土氧化物分离能力 12000 吨/年，稀土贮氢合金粉能力 1000 吨/年，金属钕 800 吨，抛光粉 1500 吨，高岭土 30000 吨/年的生产能力，稀土催化剂能力 3000 吨/年。
科日稀土材料公司	50.5%	年产碳酸钬 1200 吨、年产氢氧化钬 200 吨
包头瑞鑫稀土金属材料股份有限	60.5%	稀土金属钕及镨钕合金产能 9300 吨，居世界第一，其他稀土金属及合金粉、丝、棒等材料达到年 40 吨规模，氟化物生产能力 400 吨/年

公司		
包头市稀宝博为	40%	年产 3500 台永磁核磁共振设备
医疗系统有限公		
司		
包头华美稀土高	33.3%	集中焙烧年处理稀土精矿 10 万吨、年产各类稀土氧化物和化合物 2.2 万
科有限公司		吨
淄博包钢灵芝稀	36.5%	混合氯化稀土 20000 吨，分离氯化稀土能力达 25000 吨，生产 P507 萃取
土高科技		剂 600 吨，稀土金属 1200 吨
包头市京瑞新材	39%	荧光级氧化铈的生产能力达到 80 吨/a，产量占全球需求量的 40%以上
料有限公司		
北京三吉利新材	44%	NdFeB 合金薄带 2800 吨，其它 NdFeB 合金 400 吨
料股份有限公司		
信丰县包钢新利	48%	年 3000 吨中钕富铈矿分离能力、年回收 5000 吨钕铁硼废料的能力及年
稀土有限公司		产 700 吨荧光材料钕加铈等产品
全南包钢晶环稀	49%	拥有 3500 吨以上的南方矿全分离能力，其中氧化铽、氧化镱的年产能分
土有限公司		别为 30 吨、190 吨

资料来源：东方证券研究所

估值分析

在11/12年氧化镨价格39/43万元/吨,氧化钕价格45/50万元/吨的价格假设下,我们预期公司10-12年EPS分别为 0.91/3.05/3.76元。

公司作为国内稀土供应龙头企业,依托集团资源优势,是稀土价格上涨的受益者。未来也有向下游高附加值产品延伸发展的计划。我们对公司未来前景非常乐观,参照可比同类公司估值情况,给予公司11年40倍PE,对应目标价120元。首次给予公司买入评级。

表 9 重要假设

价格(万元/吨)	2011	2012	2013
氧化镧	3.4	3.7	3.9
氧化铈	5.8	6.4	6.7
氧化镨	39.3	43.2	45.4
氧化钕	45.3	49.8	52.3
储氢合金粉	18.7	20.6	21.6
钕铁硼	1.9	2.1	2.2
碳酸稀土	3.4	3.7	3.9
金属钕	57.2	62.9	66.1
价格(万元/吨)	2011	2012	2013
氧化镧	3.4	3.7	3.9
氧化铈	5.8	6.4	6.7
氧化镨	39.3	43.2	45.4

氧化钕	45.3	49.8	52.3
储氢合金粉	18.7	20.6	21.6
钕铁硼	1.9	2.1	2.2
碳酸稀土	3.4	3.7	3.9
金属钕	57.2	62.9	66.1
价格（万元/吨）	2011	2012	2013
氧化镧	3.4	3.7	3.9
氧化铈	5.8	6.4	6.7
氧化镨	39.3	43.2	45.4
氧化钕	45.3	49.8	52.3
储氢合金粉	18.7	20.6	21.6
钕铁硼	1.9	2.1	2.2
碳酸稀土	3.4	3.7	3.9
金属钕	57.2	62.9	66.1

资料来源：东方证券研究所

表 10 可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	PE	2011 EPS (WIND)
		2011-3-9		
600111.SH	包钢稀土	85.6	51	1.69
600259.SH	广晟有色	73.76	186	0.40
600549.SH	厦门钨业	50.86	46	1.09
000758.SZ	中色股份	33.1	69	0.48
000962.SZ	东方钽业	25.79	62	0.42
600456.SH	宝钛股份	28.89	87	0.33
	均值		83	

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

风险因素

1、海外产能释放导致价格、毛利率下降风险

随着海外矿山2012-2014年产能释放导致价格下降，毛利率下降风险。。

2、资源类有色金属股普遍估值偏高

由于市场对资源类上市公司未来高增长性的乐观判断，目前其整体估值水平较高，但是市场如果出现波动，估值中枢存在下移风险，但是我们仍然认为公司是其中基本面较为优质的公司之一

附表：财务报表预测与比率分析

百万	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	百万	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
流动资产	4101	3171	5618	6764	7653	营业总收入	2593	4422	10602	12292	13250
现金	1478	-155	-1612	-1468	-1169	营业总成本	2488	3087	6002	6285	6847
应收票据	656	1105	2651	3073	3313	营业成本	1990	2591	4924	5439	5770
应收账款	297	531	1272	1475	1590	销售费用	27	46	110	127	137
预付账款	94	181	345	381	404	管理费用	325	286	685	388	419
存货	1454	1295	2462	2719	2885	财务费用	115	121	186	224	398
非流动资产	2362	2444	3106	3239	7099	其他经营收益	-3	-3	-3	3	3
长期投资	66	66	66	66	66	投资净收益	-3	-3	-3	3	3
固定资产	1671	1888	1776	1663	5300	营业利润	103	1332	4598	6010	6407
在建工程	294	30	60	89	199	营业外收入减支出	71	129	309	25	133
无形资产	312	354	848	983	1060	利润总额	173	1461	4906	6035	6539
资产合计	6464	5615	8724	10004	14752	减：所得税	64	365	1227	1509	1635
						净利润	110	1095	3680	4526	4904
应付项目	883	907	1723	734	779	少数股东损益	54	362	1214	1494	1618
付息负债	2039	1994	2921	3567	6478	归属母公司净利润	56	734	2465	3032	3286
短期借款	1514	1896	2777	2141	4609						
长期付息负债	524	98	147	1423	1869	成长能力					
其他负债	1046	15	37	15	16	营业收入同比	-20%	71%	140%	16%	8%
负债合计	3967	2915	4681	4316	7274	EBITA同比	-34%	574%	229%	30%	9%
所有者权益	2491	2699	4041	5690	7478	归属母公司净利润同比	-67%	1216%	236%	23%	8%
实收资本	807	807	807	807	807	利润水平					
资本公积	308	308	308	308	308	销售毛利率	23%	41%	54%	56%	56%
留存收益	576	869	1855	3068	4383	销售净利率	4%	25%	35%	37%	37%
少数股东权益	800	715	1070	1506	1979	整体绩效					
负债和权益合计	6459	5615	8722	10006	14752	RCE	3%	37%	83%	72%	60%
						ROIC	4%	20%	37%	40%	32%
经营活动现金流	-276	1026	2334	3142	5042	运营效率					
净利润	110	1095	3680	4526	4904	应收账款周转率	7.3	10.7	11.8	8.9	8.6
折旧摊销	146	153	200	185	445	存货周转率	2.3	3.2	5.6	4.7	4.7
营运资金变动	-534	-226	-1549	-1566	-304	偿债能力					
投资活动现金流	-391	-238	-864	-315	-4302	流动比率	1.7	1.1	1.2	2.4	1.4
资本支出	-402	-149	-612	-237	-4268	速动比率	1.1	0.7	0.7	1.4	0.9
长期投资	4	-3	-3	3	3	EBITA / I	1.9	12.0	25.7	27.8	17.1
筹资活动现金流	816	-2418	-2932	-2680	-440	资产负债率	61%	52%	54%	43%	49%
短期借款	-609	381	881	-635	2468	每股指标					
长期借款	449	-427	49	1276	447	EPS	0.07	0.91	3.05	3.76	4.07
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净资产	2.10	2.46	3.68	5.18	6.81
资本公积	0	0	0	0	0	P/E	1239.2	94.1	28.0	22.8	21.0
其他	976	-2373	-3861	-3321	-3355	p/B	40.9	34.8	23.3	16.5	12.6
现金净增加额	150	-1633	-1457	145	299						

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn