

有色金属冶炼 II

包钢稀土 (600111.SH) / 82.60 元
行业景气度高 业绩存在超预期可能

事项

近日，我们调研了包钢稀土。

主要观点

- 稀土行业处于中长期的上涨通道中。**近几年，政府越来越意识到稀土作为国家战略物资的重要性，2009 年起国土资源部开始制定稀土矿开采总量指标，限制稀土生产量；对稀土出口进行配额管理，2010 年较 2009 年出口配额数量大幅削减 37%，2011 年第一批发放的配额总数较 2010 年第一批减少 11.4%，配额数量的减少将进一步推高稀土国内外价差水平。目前配额价格已经从 20 万元/吨上涨至 50 万元/吨。同时，在需求端不断增长的情况下，国家对稀土战略地位的重视将使供给端呈现相对稳定甚至有所下降的局面，从而稳步推高稀土价格。我们认为海外矿山要实现投产并形成成熟的产业链至少在 2013 年以后，届时可能对稀土矿的价格有所影响。
- 公司实现对北方资源的控制较为确定。**白云鄂博矿稀土氧化物 (REO) 的工业储量占全国的 83.6%，公司作为国内大型稀土生产商，背靠白云鄂博矿，对整合北方矿区的稀土资源有绝对优势。
- 原矿获取成本低廉。**虽然白云鄂博矿不属于公司的自有资产，但公司与集团签订的协议中，购矿成本极其低廉。公司向集团购入强磁中矿、强磁尾矿的单价分别为 20 元/吨、10 元/吨，其原料成本仅占碳酸稀土生产成本的 28%。
- 公司 2011 年业绩存在超预期可能。**目前市场对 2011 年 EPS 的一致预期为 1.86 元，我们认为随着稀土氧化物及金属和出口配额价格的攀升，公司 2011 年的业绩超出市场预期可能性较大。
- 公司估值。**我们预计公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.95、2.63、3.17 元，对应 (3 月 10 日股价) PE 分别为 86.79X, 31.46X, 26.03X，首次覆盖，给予推荐评级。

风险提示

稀土氧化物价格涨幅不及预期；海外矿山投产进度快于预期；2011 年与集团购矿协议到期后，新的原料采购价格涨幅较大。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：张雪川 廖玉玲
Tel: 0755-82027508
Email: liaoyuling@hczq.com

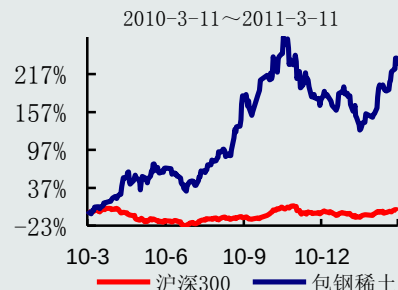
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	80735
流通 A 股/B 股(万股)	49316/0
资产负债率(%)	52.31
每股净资产(元)	2.81
市盈率(倍)	110.25
市净率(倍)	29.40
12 个月内最高/最低价	96.3/23.6

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4101	5953	10391	13238
现金	1478	1884	4251	5837
应收账款	297	622	1150	1358
其它应收款	123	197	385	480
预付账款	94	232	268	305
存货	1454	1959	2137	2667
其他	656	1059	2199	2592
非流动资产	2362	2565	2786	2943
长期投资	47	48	48	47
固定资产	1671	1973	2169	2322
无形资产	221	268	312	344
其他	424	276	257	229
资产总计	6464	8518	13177	16181
流动负债	3270	4017	5382	4689
短期借款	1514	2090	2864	1515
应付账款	357	574	725	871
其他	1398	1353	1793	2302
非流动负债	697	824	1044	1312
长期借款	521	675	880	1149
其他	176	149	164	163
负债合计	3967	4841	6426	6000
少数股东权益	800	1258	2431	4012
股本	807	807	807	807
资本公积金	308	308	308	308
留存收益	576	1304	3204	5053
归属母公司股东权益	1691	2419	4320	6169
负债和股东权益	6464	8518	13177	16181

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-198	110	2060	3737
净利润	110	1226	3293	4142
折旧摊销	146	111	133	147
财务费用	115	98	109	48
投资损失	3	0	0	0
营运资金变动	-582	-1314	-1495	-590
其它	11	-12	20	-11
投资活动现金流	-188	-310	-350	-300
资本支出	165	251	283	252
长期投资	1	7	-2	-1
其他	-23	-52	-70	-49
筹资活动现金流	432	607	656	-1850
短期借款	-609	576	774	-1349
长期借款	450	154	205	269
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	591	-122	-322	-771
现金净增加额	46	407	2367	1586

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2593	4826	9293	11097
营业成本	1990	2657	3952	4513
营业税金及附加	22	52	79	101
营业费用	27	45	92	107
管理费用	325	354	676	810
财务费用	115	98	109	48
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	0	0	0
营业利润	103	1620	4385	5517
营业外收入	76	17	32	35
营业外支出	5	3	26	30
利润总额	173	1635	4391	5523
所得税	64	409	1098	1381
净利润	110	1226	3293	4142
少数股东损益	54	458	1173	1580
归属母公司净利润	56	768	2120	2562
EBITDA	364	1829	4628	5713
EPS（元）	0.07	0.95	2.63	3.17

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-19.6%	86.1%	92.6%	19.4%
营业利润	-56.5%	1479.0%	170.7%	25.8%
归属母公司净利润	-66.6%	1277.8%	175.9%	20.8%
获利能力				
毛利率	23.2%	44.9%	57.5%	59.3%
净利率	2.2%	15.9%	22.8%	23.1%
ROE	3.3%	31.8%	49.1%	41.5%
ROIC	4.6%	28.8%	54.6%	60.2%
偿债能力				
资产负债率	61.4%	56.8%	48.8%	37.1%
净负债比率	51.35%	57.13%	58.27%	44.41%
流动比率	1.25	1.48	1.93	2.82
速动比率	0.80	0.99	1.53	2.25
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.64	0.86	0.76
应收帐款周转率	7	11	10	9
应付帐款周转率	5.36	5.70	6.08	5.66
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.95	2.63	3.17
每股经营现金	-0.25	0.14	2.55	4.63
每股净资产	2.10	3.00	5.35	7.64
估值比率				
P/E	1195.79	86.79	31.46	26.03
P/B	39.43	27.56	15.44	10.81
EV/EBITDA	187	37	15	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

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:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中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;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801