



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年3月16日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

包钢稀土(600111.CH)

海外复产及地震影响有限, 择机介入仍有一定空间

主要财务信息

(人民币百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,225	2,593	5,195	8,017	9,319
(+/-%)	29.0%	-19.6%	100.4%	54.3%	16.2%
主营业务利润	705	581	2,369	4,990	6,088
(+/-%)	-19.9%	-17.7%	308.1%	110.6%	22.0%
净利润	167	56	884	2,052	2,547
(+/-%)	-45.8%	-66.6%	1485.2%	132.2%	24.1%
每股收益(元)	0.21	0.07	1.10	2.54	3.16
(+/-%)	-45.8%	-66.6%	1485.2%	132.2%	24.1%
每股经营现金流(元)	-0.26	-0.25	0.27	1.33	4.13
市盈率(倍)	406.5	1217.8	76.8	33.1	26.7
市净率(倍)	41.4	40.0	29.3	18.1	12.3
股价/经营现金	-324.5	-343.2	306.1	63.4	20.4
EV/EBITDA(倍)	153.9	188.3	33.0	14.9	11.8
净资产收益率(%)	10.6%	3.3%	45.4%	67.7%	54.9%
已动用资本回报率(%)	4.4%	1.2%	16.2%	25.4%	22.4%
股息收益率(%)	0.0%	0.1%	0.4%	0.9%	1.1%

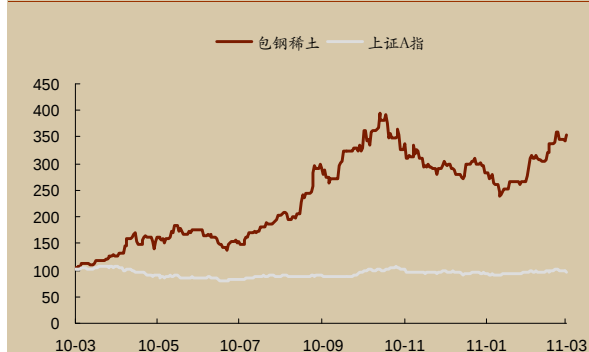
股票信息

包钢稀土	
股票代码	600111.CH
当前股价(元)	84.12
日成交量(百万股)	24.60
52周最高价/最低价	96.3/23.6
发行股数(百万股)	807.0
其中: 流通股(百万股)	493.0
主要股东(持股比例)	包头钢铁(集团)有限责任公司(38.92%)

最近估值走势

	1周	1个月	3个月	年初至今
[600111.CH]	(1.7)	20.1	17.8	17.7
[上证A指]	(3.5)	(0.1)	(0.5)	3.1

最近估值走势



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

投资要点:

短期来看日本地震对其稀土需求影响有限, 假设日本 50% 的厂商停产 3 个月, 将减少需求 2500 吨 (占全球全年需求的 1.7% 以及季度需求的 7%), 但这并不会从根本上改变中国供给收紧, 海外复产缓慢造成的结构性短缺格局。稀土价格上涨趋势或将放缓, 但中期仍将维持高位。包钢稀土作为龙头生产商将显著受益于价格上涨。我们上调 2011/2012 年的盈利预测至 2.54/3.16 元, 对应 PE 为 33/27 倍。

理由:

整合政策将继续加码, 集中度有望进一步提高。国务院 2 月提出五年发展计划为稀土行业发展奠定了基调。我们判断除了已经出台的更高环保标准外, 更严格的保护性开采、更紧的生产和出口配额以及国家收储等政策将陆续出台, 行业集中度有望进一步提高。

海外矿山复产缓慢, 短期缺口难以迅速填补。尽管美、澳稀土矿山已经逐步开始复产, 但 2011 年产量很少, 2012 年才有一定改善。中长期来看, 中国对全球产量贡献占比将按政府计划逐年降低, 但仍将维持最大出产地地位, 保留一定的定价权。

新经济将推动稀土下游应用快速增长。风电、节能电机和新能源汽车是推动稀土永磁需求增长的三大动力, 我们预计未来几年中国钕铁硼需求复合增速超过 20%; 稀土发光材料前景同样看好, 复合增速有望超过 15%。

政策和价格共同支撑业绩与股价。近期稀土价格的快速攀升不排除有部分投机因素, 但我们认为稀土价格中期至少能保持平稳或高位震荡。公司作为行业龙头将显著受益于价格上涨。预计稀土价格每上涨 10%, 公司盈利将增加 14%。

估值与建议:

我们于 2010 年 7 月首次关注包钢稀土, 股票 3 个月涨幅超过 160%。2011 年以来, 国内稀土产品价格平均上涨超过 50%, 氧化镨钕价格涨幅更是超过 90%。我们上调 2011/2012 年公司的盈利预测至 2.54/3.16 元, 对应的市盈率为 33/27 倍。自我们过去两周周报中连续提示关注以来股票已上涨 12%, 但我们依然看好稀土产品 2011 年的价格支撑及对公司盈利的提升, 维持对股票审慎推荐的评级。

风险: 进一步紧缩; 稀土价格下跌; 海外矿山复产快于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

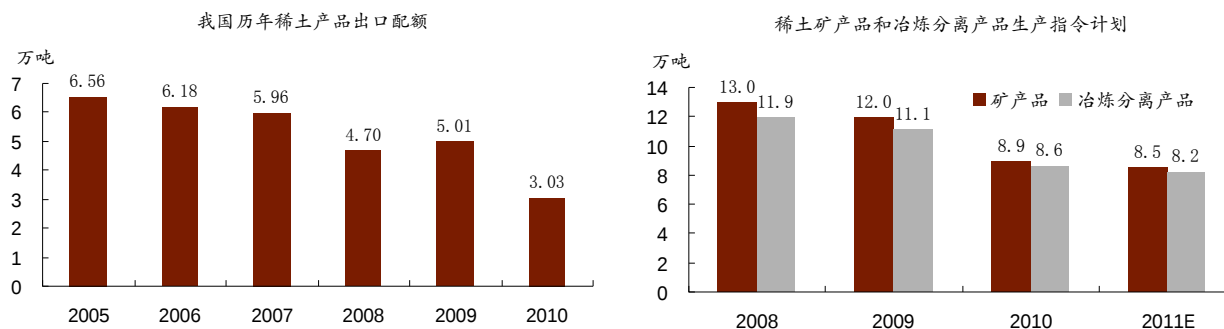
稀土行业整合政策将继续加码，集中度有望进一步提高

五年计划提升至国务院高度，为稀土行业发展奠定基调。2月16日，国务院常务会议研究部署了促进稀土行业持续健康发展的政策措施，提出建立健全行业监管体系、稀土专项整治、加快行业整合以及加快技术研发和产业化等四项措施，力争用5年左右时间，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。这是国家第一次如此高规格的针对稀土领域的会议，表明政府对稀土行业的重视程度进一步深化，中国稀土行业整合将会继续，对中国稀土行业的发展有重要的指导意义。

储量全球占比逐年降低，更严格的保护性开采势在必行。多年来由于中国对稀土资源的保护力度不够，中国长期以低廉的价格供应全球90%以上的稀土，致使美国和澳洲等国的稀土矿山全部停采。正是由于这种无节制的开采，中国的稀土储量在全世界的占比已由1993年的52%减少至目前的36%。此外，尽管中国稀土产量一家独大，但中国并没有掌握定价权，稀土开采和冶炼分离带来的环境污染也十分严重，因此采取更加严格的保护性开采政策势在必行。

中国稀土生产和出口配额将会继续下降，供给继续收缩。近几年来我国的稀土生产和出口配额均逐年下降，其中稀土矿产品生产指令性计划由2008年的13万吨下降到2010年的8.9万吨，年复合下降速度为17.3%；出口配额由05年的6.56万吨下降到2010年的3.03万吨，年复合下降速度约为15%，11年上半年出口配额仅为14446吨，同比下降11.4%。近期，政府又表示将采取国内使用和出口同等减量限制的政策。因此，中国的稀土生产和出口配额将会继续下降，进一步收缩供给。

图表1：中国稀土生产和出口配额近年呈下降趋势

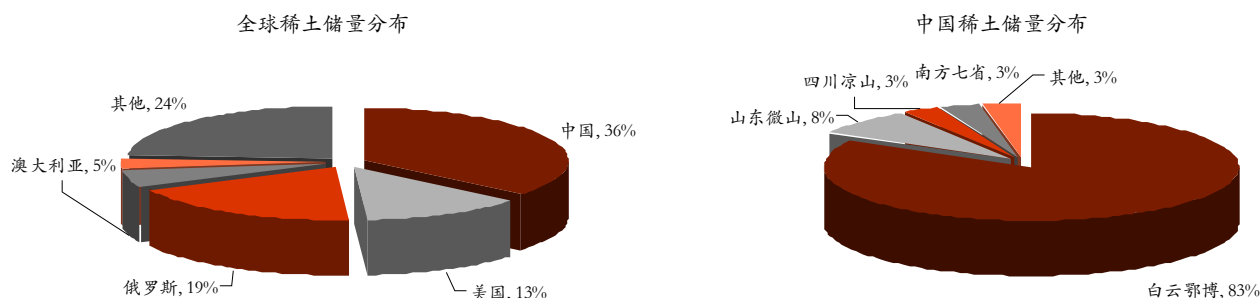


资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

更高环保标准的公布将使中小产能关闭整合难以避免。《稀土工业污染物排放标准》于近期（2011年2月28日）正式出台。按照此标准，我国稀土采选、分离企业所要达到的环保水平甚至要超过西方发达国家。以目前情形来看，中国几乎所有的稀土采选分离企业都不达标，这就需要企业加大环保投入，预计整个行业将增加10亿元以上的成本。而如果该标准能够严格执行的话，对于中小企业来说无疑是釜底抽薪，不得不逐渐退出市场，行业的兼并重组将会加快，包钢稀土等龙头企业将会继续发展壮大，供给将会更加集中。

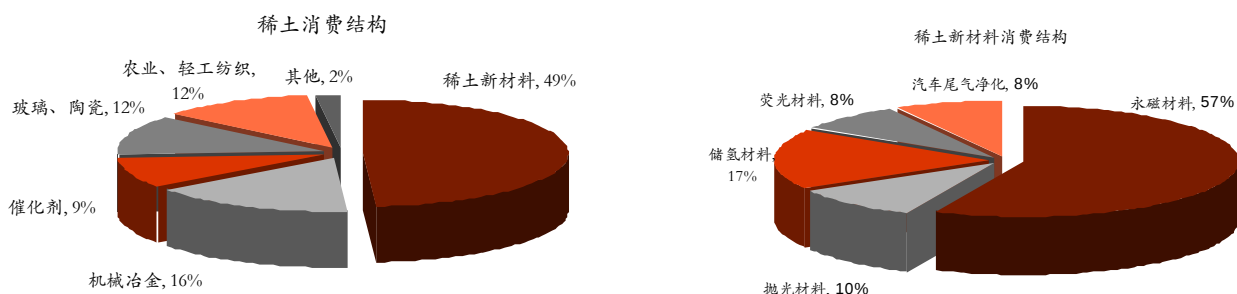
国家收储政策有望出台。早在去年初，包钢稀土就正式宣布实施包头稀土原料产品战略储备方案，兴建10个稀土氧化物储备设施，主要储备轻稀土精矿资源，总储备量超20万吨，截至去年9月已建成6个。据媒体报道，国家对稀土等稀有金属的战略收储政策也正在研究之中。虽然目前相关政策尚未正式出台，但从保护我国具有储量优势的资源品种以及调节市场供需平衡的角度来看，对稀有小金属进行战略收储具有必要性。我们认为国家收储政策出台只是个时间上的问题，这将对包括稀土在内的相关小金属的价格起到稳定和支撑作用。

图表 2：中国及全球稀土储量分布



资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

图表 3：稀土消费结构



资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

海外矿山逐步复产，但供需缺口短期难以迅速改善。

海外存在储量比较丰富品位较好的稀土资源。俄罗斯、美、澳等国也是稀土资源大国，上述三国的储量合计达到 3740 万吨，超过中国储量。美国的芒廷帕斯（Mountain Pass）、加那大的托尔湖(Thor Lake)矿都是百万吨以上的大矿。品位方面，韦尔德山矿（Mountain Weld）和芒廷帕斯矿（Mountain Pass）品位分别高达 11.9%和 8-9%，并不比包头白云鄂博稀土矿品位低。除已有矿山外，国外也在加大勘探力度，不断有新矿发现，譬如美国稀土有限公司（U.S. Rare Earths）去年在莱姆哈伊（Lemhi）山口发现了兼具轻稀土和重稀土的大型稀土矿，据评估此矿是北美储量最大、开采难度最小的稀土矿。

图表 4：国外主要稀土矿山简介

矿床名称	国别	矿石储量(万吨)	REO品位	金属量(万吨)	稀土类型
芒廷帕斯（Mountain Pass）	美国	5000	8-9%	430	轻稀土
贝诺杰（Bear Lodge）	美国	980	4.1%	36	轻稀土
托尔湖（Thor Lake）	加拿大	6500	2.0%	133	轻、重稀土
霍盖达斯湖（Hoidas Lake）	加拿大	152	2.3%	3.5	轻稀土
韦尔德山（Mt Weld）	澳大利亚	770	11.9%	92	轻稀土
诺兰（Nolans）	澳大利亚	30000	2.8%	85	轻稀土

资料来源：中国选矿技术网，中金公司研究部

海外矿山复产需要时间，短期难以改变全球供给短缺的格局。美国、澳大利亚、加拿大、俄罗斯、印度及东南亚等国正在重新或者加大对稀土矿的开采。目前进展最快的当属美国的芒廷帕斯矿（Mountain Pass）以及澳洲的韦尔德山矿（Mountain Weld），两个矿山目前设计产能均约为 10000-20000 吨。11 年两个矿稀土产量相当有限，而在最乐观假设下，12 年两个矿有望贡献产量约 2 万吨（占 2010 年海外需求的 37%），但考虑到资金、环保等问题，我们估计最终产量会低于这个数，其他较大的矿山最快也要在 13 年投产，因此短期内全球稀土供给格局难以改变。

图表 5：国外稀土矿山复产进程

项目名称	主要参与公司	产能 (REO, 吨)	预计投产年
芒登帕斯矿	美国钼业公司(Molycorp)	10000-20000	2012
威尔德矿	澳大利亚莱纳斯公司 (Lynas)	10000-20000	2011
Nolans	澳大利亚Afratura资源公司	10000	2011-2013
Nechalacho	加拿大阿瓦隆资源公司(Avalon)	5000	2013-2014
越南Dong Pao	丰田Tsushogo公司/越南政府	5000	2012
Hoidas Lake	加拿大西部矿业公司(Great Western Minerals)	3000-5000	2014
Bear Lodge	美国稀有元素资源公司(Rare Element Resources)	n.a	n.a
Kvanefjeld	格林兰矿业和能源公司(Greenland Mineral and Energy)	n.a	2014
哈萨克斯坦铀尾矿	日本住友和哈萨克斯坦Kazatomprom	3000	2010-2011
巴西Pitinga Neo	新材料金属和三菱	n.a	n.a

资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

长期来看，中国占比将根据国家计划逐步降低，但仍将保持一定的定价权。随着海外矿山的逐步上产以及中国产量的减少，中国稀土产量占全球的比重将会逐渐下降。中国稀土学会预测，2013 年中国稀土产量在全球的占比将由 2010 年的 97% 下降到 65%，2015 年则将进一步下降到 36%，中国一家独大的局面将会结束，中、美、澳将成为主要的稀土供给国，全球稀土增量实现多元化，有利于重构合理的稀土竞争。尽管占比下降，但中国会维持最大生产国的地位，特别是在中重稀土领域，同时还拥有成本优势，因此我们认为中国稀土仍有望拥有相当的定价权。

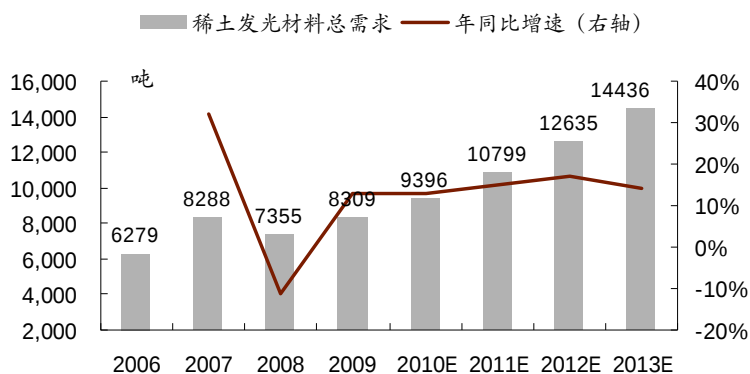
新经济驱动下，稀土下游应用将出现快速增长

稀土的用途十分广泛，目前传统领域和新兴领域各占一半，未来稀土在新兴领域的发展将会更加迅速。稀土传统的应用领域主要包括机械冶金、石油化工、玻璃陶瓷等行业，新兴领域主要是稀土功能材料，包括稀土永磁、荧光粉、抛光粉以及储氢合金粉等。随着中国经济转型的逐渐深入，新材料、节能环保以及高端装备制造等新兴行业将会得到大力发展，带动稀土需求快速增加。

风电、节能电机和新能源汽车将不断推动稀土永磁需求增长。根据 GWEC 预测，到 2015 年我国风电总装机容量将达到 1.15 亿千瓦，风电建设平均每年将带动钕铁硼消费 12000 吨；节能电机方面，我国电机系统容量约 7 亿千瓦，每年新增 1.5 亿千瓦，但高效节能电机份额不到 3%，未来五年如果节能电机渗透率达到 15%，每年钕铁硼平均需求将达到 4000 吨；新能源汽车方面，2020 年我国新能源汽车保有量预计达到 500 万辆，平均每年将带动钕铁硼需求约 1500 吨，我们预计未来 5 年钕铁硼稀土永磁材料的需求将维持 20% 以上的增速。

稀土发光材料未来发展前景看好。稀土发光材料的使用会给光源带来节能、环保、色彩显示功能好以及寿命长的作用。我们认为伴随着节能照明和消费电子产业的崛起，稀土发光材料行业内新技术、新产品将层出不穷，稀土发光材料已经成为节能照明、显示器和特种光源不可或缺的基础材料。稀土发光材料行业未来的发展潜力巨大，将带动稀土消费的快速增长，据专业机构预测，到 2013 年稀土发光材料市场容量将达到 14436 吨，年复合增速超过 15%。

图表 6：稀土发光材料需求前景看好



资料来源：全国稀土荧光粉、灯协作网，中金公司研究部

我们预计到 2014 年全球稀土需求量可达 17.7 万吨，年复合增长率约 7%，超出过去 20 年时间里 5% 的年平均增速。届时，全球轻稀土供需将会略为宽松，但中重稀土供需仍将偏紧。

图表 7：国际稀土平衡表

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
中国产量	120,000	118,000	116,000	114,000	112,000
增速		-2%	-2%	-2%	-2%
海外产量	5,000	8,000	20,000	48,000	62,000
增速		60%	150%	140%	29%
全球总产量	125,000	126,000	136,000	162,000	174,000
增速		1%	8%	19%	7%
中国需求	80,000	87,200	95,048	103,602	111,891
增速		9%	9%	9%	8%
中国出口	40,000	30,800	20,952	10,398	109
增速		-23%	-32%	-50%	-99%
海外需求	54,000	56,700	59,535	62,512	65,012
增速		5%	5%	5%	4%
全球总需求	134,000	143,900	154,583	166,114	176,903
增速		7%	7%	7%	6%
供给平衡	-9,000	-17,900	-18,583	-4,114	-2,903
中国供给占比	96%	94%	85%	70%	64%
中国需求占比	60%	61%	61%	62%	63%

注：2010 年和 2014 年数据参考亚洲金属网，2011-2013 年数据根据一定的 CAGR 估算得来，供大家参考

资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

近期稀土价格大幅上涨，我们对未来走势依然看好。

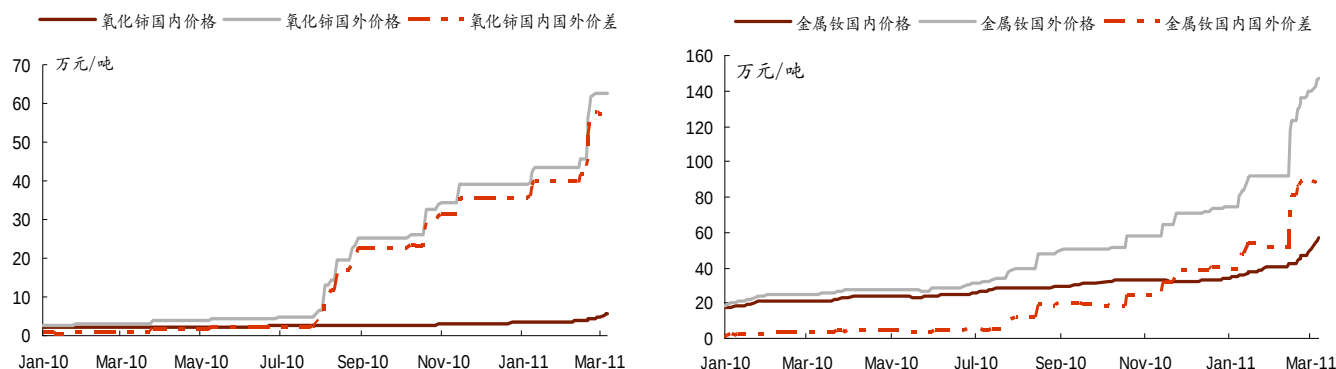
国内稀土价格显著上涨。每年 3、4 月份是钕铁硼磁性材料的需求旺季，再加上市场对政府继续收紧稀土供给的预期强烈，生产商惜售、贸易商囤货，也有部分游资参与炒作，造成了近期稀土价格的大幅上涨，年初以来平均涨幅已超过 50%，其中金属钕价格涨幅达到了 66%，氧化镨钕价格上涨 92%，氧化铈价格上涨 80%，大大超出了我们和市场的预期。

出口价格上涨同样显著，国内外价差屡创新高。目前中国产量占全球的 95% 以上，由于出口的减少，短期内全球稀土供给趋紧，造成中国稀土出口价格的大幅上涨，年初以来金属钕上涨 98%，氧化铈价格上涨 60%。而内外供给的不平衡也致使国内外价格产生巨大的差异，拥有出口配额的企业将因此而获得巨大的利润。近期国内外稀土价差持续上升，目前金属钕的价差已达到 90 万/吨，氧化铈的价差也已接近 60 万元/吨。

日本地震对需求有一定影响，但程度有限。日本主要电子企业的工厂因与本次地震震中相距较远，所受影响较小，稀土的运输也没有遭到较大的破坏，短期内部分电子企业的停产会对稀土需求有所影响，但影响有限。目前日本每年需要从中国进口大约 20000 吨稀土，约占中国出口总额的 50%，我们假设 50% 电子企业停产，停产期为 3 月，日本稀土需求相应降低约 2500 吨，占 11 年全球总需求（144500 吨）的 1.7% 及季度需求的 7%。

长期来看，内外价差将逐步回落，但国内价格仍能维持高位。日本需求的临时下降无法根本改变中国供给收紧和海外复产缓慢造成的短缺格局，中期稀土价格仍将维持高位。长期来看，国外供给会随着稀土矿山的上产而逐步增加，内外价差（主要是配额价值和关税，多数产品关税为 25%）会逐步回落，但受成本、中国减产以及下游需求增长迅速的支持，国内稀土价格仍有望维持高位。我们预测 2011 和 2012 年稀土氧化物年均价同比分别上涨 45% 和 20%。

图表 8：国内外稀土价格均大幅上涨，价差自去年下半年整合加码以来明显拉大



资料来源：亚洲金属网，中金公司研究部

包钢稀土——政策和价格共同支撑业绩与股价

拥有对全球最大储量的稀土资源的独家获取权，成本优势明显。母公司包钢集团是全球稀土资源储量最大的公司，在白云鄂博的稀土资源储量约占全球储量的 30%。2009 年上市公司稀土金属产品产量达 5.76 万吨（产量大于销量，所有的稀土金属产品加起来是 5 万多吨），占全球的 46.55%。冶炼材料来源于包钢集团炼铁后产生的尾矿液（稀土与铁矿伴生），公司以非常低廉（每三年一定）的协议价格从包钢集团购得尾矿液进行冶炼，省去了采矿、选矿所需要的成本，其购买尾矿液的成本仅占总营业成本的 1.2%，因此公司的成本优势相当明显。

稀土资源整合加强了公司对稀土产品的控制力和定价权。公司作为北方稀土资源的龙头，将充分受益于稀土资源整合。公司成立的国贸公司对稀土氧化物实行“统购统销”，有效控制了原料的供应量和产品的销量，将不断提高对氧化镨钕、氧化镱等稀土氧化物的定价权，充分享受产品价格上涨带来的收益。此外，公司收购了赣州三家稀土分离企业，参与四川稀土整合，公司在中国稀土领域的影响力越来越大，有利于提升整个行业和公司的盈利能力。

布局深加工领域，形成以钕铁硼、储氢材料、抛光材料及荧光材料为主的四大产业链。随着风电、节能家电、新能源汽车等低碳经济相关产业的快速增长，稀土的应用领域日趋广泛，尖端技术领域逐渐成为稀土需求的主角。长期来看永磁电机、节能电机、节能灯及镍氢电池（储氢合金）的发展将会大大推动对稀土的需求。公司适时向下游稀土深加工领域延伸，形成了以钕铁硼永磁材料、储氢材料、抛光材料及荧光材料为主的四大产业链，并朝着四大功能材料规模、质量、效益全国第一的目标迈进，推进稀土产业化发展。

稀土价格大幅上涨将推动公司业绩爆发式增长。由于公司获取资源的成本相当低，且短期内增加的可能性不大，所以稀土产品价格的大幅上涨能更多的转化为公司的业绩增长。我们的模型显示，稀土价格每上涨 10%，公司的盈利将会增加 14%。此外，公司 11 年上半年持有 1440 吨的出口配额，我们估计全年公司总计会获得 2800 吨的出口配额，仅此就将会为公司带来 0.6 元的业绩（假设每吨配额价值 35 万元）。

估值与建议：我们上调 2011 年与 2012 年 EPS 预测至 2.54 元与 3.16 元，以反映稀土价格的大幅上涨，对应 2011/2012 年市盈率为 33/27 倍。我们的模型中稀土年均价格较 2010 年同比上涨 45%，较目前价格仍低 20%。如果 2011 年均价与目前价格一致，我们的盈利预测将较现在提升 28%。我们看好公司在全球稀土龙头企业的地位，认为近期稀土产品价格上升将会继续，从而助推业绩上涨，而相关的稀土政策细则两会后有望陆续推出，成为股价上涨的催化剂。我们维持对包钢稀土审慎推荐的投资评级。

我们于 2010 年 7 月 20 日首次关注包钢稀土，至 2010 年 11 月初高点累计上涨 160%。后由于政府调控，股票随大盘回调，两周之前我们再次推荐包钢稀土，至今也已有 12% 的涨幅，但距 11 月初高点仍有 13% 的距离，而目前稀土产品平均价格则比当时高出 85%，我们再次重申对包钢稀土的关注和偏好。可能的风险除超预期的调控外，包括短期内一些参与稀土产品炒作的游资撤出，或许会导致产品价格回调，以及日本地震造成的停产期限长于预期。鉴于稀土的资源价值和包钢稀土的龙头地位，如果股价出现大幅回调，可视为择机介入的机会。

图表 9: 包钢稀土主要产品价格预测

价格（不含税，元/吨）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
碳酸稀土	11,823	7,448	13,596	19,034	22,841
氧化镨钕	107,183	66,127	153,423	214,792	257,750
氧化铈	26,364	20,126	24,928	26,174	31,409
氧化铈	10,109	13,534	20,632	30,948	37,138
金属钕	170,940	100,538	223,638	335,457	402,548
储氢合金粉	140,000	120,000	126,000	138,600	166,320
钕铁硼	-	-	11,000	12,100	14,520

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10: 包钢稀土主演产品销量假设

吨	2008	2009	2010E	2011E	2012E
碳酸稀土	15,000	31,900	28,000	28,000	28,000
氧化镨钕	9,800	9,800	10,000	10,000	10,000
氧化铈	13,000	13,500	13,500	13,500	13,500
氧化铈	25,000	23,000	24,000	24,000	24,000
金属钕	5,000	5,500	6,515	6,500	6,500
储氢合金粉	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
钕铁硼			3,000	3,000	3,000

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 11: 中金覆盖公司估值表

代码	评级	2011-03-15 收盘价	货币	上涨 空间	市值 百万元	YTD表现 3M日均成交额 百万元	P/B(x) 2010E 2011E 2012E	P/E(x) 2010E 2011E 2012E	BPS 2010E 2011E 2012E	EPS 2010E 2011E 2012E	EPS增长率 2011E 2012E		
指数													
上证综指	SHCOMP INDEX	2896.3			18,953,180	3%	126411	2.1	13.6				
香港国企指数	HSCEI INDEX	12552.0			4,826,856	-1%	15112	1.8	10.5				
基本金属													
中国铝业H	2600.HK	中性	7.2	港币	16%	147,196	2%	199	1.7 1.3 1.2	109.9 31.0 22.7	4.4 5.6 6.0	0.07 0.23 0.32	254% 37%
目标价		8.4	港币						1.9 1.5 1.4	127.5 36.0 26.4			
中国铝业A	601600.CH	中性	10.4	人民币		124,093	3%	310	2.7 2.2 2.2	181.5 53.7 40.5	3.8 4.6 4.9	0.06 0.19 0.26	238% 33%
江西铜业H	358.HK	推荐	23.3	港币	38%	128,163	-9%	376	2.2 1.8 1.6	14.4 11.6 11.0	10.6 13.2 14.9	1.61 2.01 2.11	25% 5%
目标价		32.0	港币						3.0 2.4 2.2	19.9 16.0 15.2			
江西铜业A	600362.CH	推荐	39.0	人民币		108,047	-14%	1393	4.3 3.5 3.1	28.1 23.1 22.0	9.1 11.1 12.5	1.38 1.68 1.77	22% 5%
中金岭南	000060.CH	审慎推荐	19.5	人民币		30,992	-13%	552	5.8 5.0 4.3	46.5 32.2 27.7	3.4 3.9 4.6	0.42 0.61 0.71	44% 17%
驰宏锌锗	600497.CH	审慎推荐	29.0	人民币		29,256	13%	593	6.2 5.5 4.7	63.4 43.4 35.5	4.7 5.3 6.2	0.46 0.67 0.82	46% 22%
黄金													
紫金矿业H	2899.HK	审慎推荐	6.3	港币	35%	122,549	-13%	143	3.6 2.8 2.3	14.5 10.8 9.8	1.8 2.2 2.7	0.44 0.58 0.64	34% 10%
目标价		8.5	港币						4.8 3.8 3.1	19.5 19.5 13.2			
紫金矿业A	601899.CH	审慎推荐	7.8	人民币		103,314	-5%	755	5.2 4.2 3.4	20.8 15.9 14.1	1.5 1.9 2.3	0.37 0.49 0.55	31% 13%
招金矿业	1818.HK	审慎推荐	35.2	港币	11%	51,302	11%	67	8.9 7.7 6.6	36.3 29.2 24.8	3.9 4.6 5.3	0.97 1.21 1.42	24% 18%
目标价		39.0	港币						9.9 8.5 7.3	40.2 32.3 27.4			
中金黄金	600489.CH	审慎推荐	35.7	人民币		50,847	-11%	556	10.5 8.4 6.8	40.5 31.7 27.8	3.4 4.3 5.2	0.88 1.13 1.29	28% 14%
山东黄金	600547.CH	审慎推荐	47.1	人民币		66,998	-11%	764	16.9 12.7 9.8	54.7 40.0 34.3	2.8 3.7 4.8	0.86 1.18 1.37	37% 17%
小金属													
深加工类													
*厦门钨业	600549.CH	N.A	47.7	人民币		32,530	0%	589	11.0 9.0 7.5	71.9 50.4 42.7	4.3 5.3 6.4	0.66 0.95 1.12	43% 18%
章源钨业	002378.CH	中性	34.7	人民币		14,867	n.a	67	11.3 9.8 8.3	89.2 77.0 52.8	3.1 3.5 4.2	0.39 0.45 0.66	16% 46%
西藏矿业	000762.CH	审慎推荐	33.2	人民币		9,153	-11%	216	13.8 12.2 10.7	162.8 105.1 86.7	2.4 2.7 3.1	0.20 0.32 0.38	55% 21%
东方钨业	000962.CH	审慎推荐	23.9	人民币		8,500	-6%	204	6.9 6.5 6.0	103.7 79.5 51.8	3.5 3.7 4.0	0.23 0.30 0.46	30% 53%
包钢稀土	600111.CH	审慎推荐	84.1	人民币		67,914	18%	1267	29.3 18.1 12.3	76.8 33.1 26.7	2.9 4.6 6.9	1.10 2.54 3.16	132% 24%
厦钨矿业	002155.CH	推荐	35.0	人民币		19,159	-3%	547	9.6 8.3 7.2	87.2 34.7 28.9	3.7 4.2 4.9	0.40 1.01 1.21	152% 20%
金钼股份	601958.CH	审慎推荐	24.8	人民币		79,923	2%	814	5.8 5.3 4.8	108.3 68.9 45.7	4.3 4.6 5.2	0.23 0.36 0.54	57% 51%
洛阳钼业	3993.HK	审慎推荐	6.6	港币	32%	32,134	-8%	59	2.6 2.3 2.0	28.6 21.8 17.1	2.5 2.8 3.2	0.23 0.30 0.39	31% 28%
目标价		8.7	港币						3.4 3.1 2.7	37.8 37.8 22.5			
西部材料	002149.CH	审慎推荐	23.5	人民币		4,095	-6%	38	4.7 4.5 4.2	126.3 69.4 50.7	5.0 5.2 5.6	0.19 0.34 0.46	82% 37%
宝钛股份	600456.CH	审慎推荐	27.2	人民币		11,712	0%	195	3.1 3.1 3.0	3402.5 136.6 59.7	8.7 8.8 9.2	0.01 0.20 0.46	2391% 129%
云南锗业	002428.CH	审慎推荐	75.3	人民币		9,454	n.a	125	7.3 6.7 6.1	112.5 89.8 69.1	10.3 11.2 12.3	0.67 0.84 1.09	25% 30%
格林美	002340.CH	审慎推荐	53.5	人民币		6,489	n.a	44	6.9 5.7 4.6	67.0 41.5 30.6	7.8 9.5 11.6	0.80 1.29 1.75	62% 35%
普鲁股份	002379.CH	审慎推荐	38.0	人民币		2,942	n.a	16	3.2 2.9 2.5	73.3 32.4 19.6	11.8 13.0 14.9	0.52 1.17 1.93	126% 65%

*中金岭南盈利预测未包含全球锂部分；厦门钨业数据为市场一致预期

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 12：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自 2000 年或上市以来）

	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6	88.5	39.5	107.0	54.7
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9	83.3	32.0	103.2	42.2
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3	78.2	24.6	99.3	29.8
目前水平	53.7	23.1	15.9	40.0	31.7	32.2	50.4	33.1	41.5	32.4	69.4	136.6
相对中值	-3%	4%	-43%	33%	-11%	43%	66%	-28%	-50%	1%	-33%	223%

	西藏矿业	东方钽业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南锗业	驰宏锌锗	章源钨业
中值+1倍标准差	97.6	78.3	78.4	33.8	19.1	17.5	30.5	29.0	71.5	25.4	35.9	77.8
中值	81.1	64.8	54.1	23.5	10.3	11.5	20.1	20.3	52.2	21.1	28.4	66.5
中值-1倍标准差	64.3	51.3	29.8	13.2	1.6	5.5	9.7	11.5	32.8	16.8	20.9	55.3
目前水平	105.1	79.5	34.7	29.2	31.0	11.6	10.8	21.8	68.9	89.8	43.4	77.0
相对中值	30%	23%	-36%	24%	201%	1%	-46%	8%	32%	325%	53%	17%

注：厦门钨业目前水平采用市场一致预期

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 13：包钢稀土历史与预测财务数据

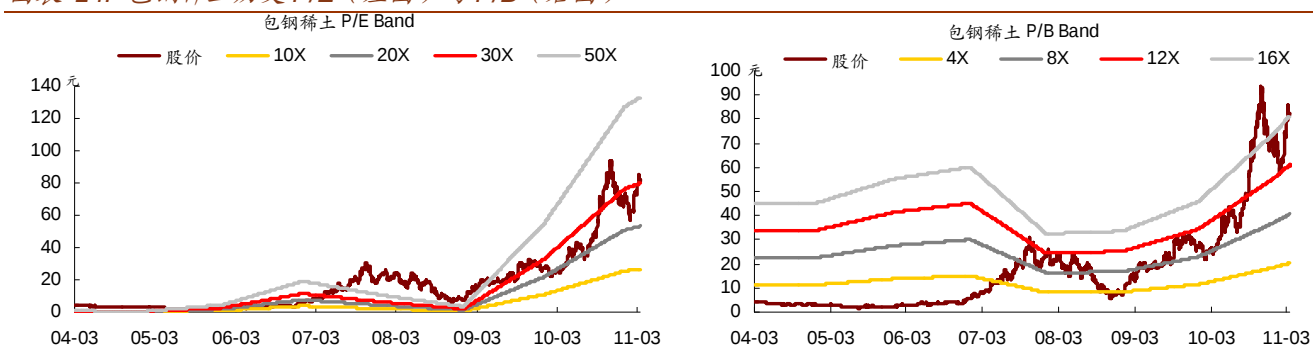
损益表 (人民币百万元)	12/08	12/09	12/10E	12/11E	12/12E	12/08	12/09	12/10E	12/11E	12/12E
主营业务收入	3,225	2,593	5,195	8,017	9,319	1,328	1,478	619	717	2,774
销售成本	(2,499)	(1,990)	(2,771)	(2,946)	(3,137)	413	297	2,078	3,207	3,727
销售分銷及行政成本	(266)	(352)	(447)	(550)	(604)	799	1,454	2,598	4,008	4,659
研究及开发	-	-	-	-	-	1,114	873	139	148	157
其它营业利润(支出)	-	-	-	-	-	3,655	4,101	5,433	8,080	11,318
EBITDA	447	364	2,089	4,627	5,695	1,736	1,965	2,130	2,323	2,497
折旧及摊销	(122)	(146)	(166)	(186)	(211)	203	221	240	261	277
利息税项前利润	325	218	1,923	4,440	5,484	73	66	66	66	66
利息收入	-	-	-	-	-	107	110	110	110	110
利息支出	(90)	(115)	(110)	(110)	(110)	5,775	6,464	7,980	10,840	14,267
联营公司收入/(支出)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其它	24	71	11	0	0	385	357	1,386	1,473	1,569
税项前利润	259	173	1,825	4,330	5,374	2,124	1,516	1,316	1,314	1,314
税项	(35)	(64)	(442)	(1,083)	(1,343)	810	1,397	969	1,110	1,175
少数股东权益	(57)	(54)	(499)	(1,195)	(1,483)	3,319	3,270	3,670	3,897	4,058
优先股股息前净利润	167	56	884	2,052	2,547	72	521	520	521	521
优先股股息	-	-	-	-	-	168	176	176	176	176
净利润 (特殊项目前)	167	56	884	2,052	2,547	240	697	696	697	697
税项后特殊项目	-	-	-	-	-	3,559	3,967	4,366	4,595	4,755
净利润	167	56	884	2,052	2,547	-	-	-	-	-
每股盈利 (基础, 特殊项目前) (元)	0.21	0.07	1.10	2.54	3.16	1,639	1,696	2,315	3,752	5,535
每股盈利 (基础, 特殊项目后) (元)	0.21	0.07	1.10	2.54	3.16	578	800	1,299	2,494	3,977
每股盈利 (全面摊薄, 特殊项目后) (元)	0.21	0.07	1.10	2.54	3.16	5,197	6,464	7,980	10,840	14,267
每股股息 (元)	0.00	0.05	0.33	0.76	0.95	-	-	-	-	-
派息率 (%)	0.0	72.4	30.0	30.0	30.0	2.03	2.10	2.87	4.65	6.86
自由现金流收益率 (%) (A股)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	-	-	-	-	-

增长及利润率 (%)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	12/12E	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	12/12E
主营业务收入增长	29.0	(19.6)	100.4	54.3	16.2	10.6	3.3	45.4	67.7	54.9
EBITDA 增长	(42.6)	(18.6)	474.6	121.5	23.1	3.5	0.9	13.0	21.8	20.3
EBIT 增长	(47.5)	(33.1)	784.0	130.8	23.5	10.4	5.2	38.5	65.6	56.5
净利润增长	(45.8)	(66.6)	1485.2	132.2	24.1	90.5	204.6	182.5	182.5	182.5
每股盈利增长	(45.8)	(66.6)	1485.2	132.2	24.1	153.4	151.4	146.0	146.0	146.0
毛利率	21.9	22.4	45.6	62.2	65.3	155.3	160.5	182.5	182.5	182.5
EBITDA 率	13.9	14.0	40.2	57.7	61.1	52.9	22.4	33.7	17.9	(9.9)
利息税项前利润率	10.1	8.4	37.0	55.4	58.9	3.6	1.9	17.5	40.3	49.8

现金流量表 (人民币百万元)	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	12/12E	12/08	12/09E	12/10E	12/11E	12/12E
优先股股息前净利润	224	110	1,383	3,248	4,030	-	-	-	-	-
折旧及摊销	122	146	166	186	211	406.5	1,217.8	76.8	33.1	26.7
少数股东权益	-	-	-	-	-	41.4	40.0	29.3	18.1	12.3
营运资金变动	(767)	(582)	(1,591)	(2,320)	(1,021)	153.9	188.3	33.1	14.9	11.8
其它经营活动现金流	212	128	110	110	110	0.0%	0.1%	0.4%	0.9%	1.1%
经营活动现金流	(209)	(198)	68	1,224	3,330	-	-	-	-	-
资本开支	(511)	(165)	(350)	(400)	(400)	-	-	-	-	-
收购	(30)	(31)	-	-	-	-	-	-	-	-
出售	14	7	-	-	-	-	-	-	-	-
其它	(1)	0	-	-	-	-	-	-	-	-
投资活动现金流	(528)	(188)	(350)	(400)	(400)	-	-	-	-	-
股息支出 (普通股及优先股)	(93)	(149)	(375)	(726)	(874)	-	-	-	-	-
借项变动	1,560	440	(202)	-	-	-	-	-	-	-
发行(再购买)股票	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其它融资活动现金流	(21)	141	-	-	-	-	-	-	-	-
融资活动现金流	1,446	432	(577)	(726)	(874)	-	-	-	-	-
现金流总计	708	46	(859)	99	2,056	-	-	-	-	-

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 14: 包钢稀土历史 P/E (左图) 与 P/B (右图)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED