



金属, 采矿, 制品/原材料

包钢稀土 (600111)

稀土及配额价格急涨, 快速提升公司业绩

桑永亮
 021-38676052
 sangyongliang@gtjas.com
 S0880511010034

本报告导读:

近期稀土及配额价格急涨, 快速提升公司业绩, 预测 2011 年 EPS 为 6.4 元, 考虑到 2012 年稀土价格及公司增长的不确定性, 我们给予 20 倍市盈率, 目标价 128 元。

投资要点:

稀土价格继续快速上涨, 未来能涨到多少无法判断。但就在目前的价位下, 包钢稀土的业绩预期与一月前也发生了翻天覆地变化。EPS 预测从 3 月初的 3 元左右提升到 6 元以上。

3 月以来公司稀土吨毛利几近翻番。我们针对白云鄂博矿的储量及品位情况, 采用加权方法 (氧化镧 25%、氧化铈 50%、氧化镨 5%、氧化钕 20%) 算出包钢稀土混合稀土氧化物的加权平均价格。减掉成本和费用, 可以粗略看出, 包钢稀土产品吨毛利 3 月以来再次出现大幅上升 (图 1)。3 月初资本市场对包钢稀土的 EPS 预测普遍在 3 元左右, 从这个角度看, 现在稀土价格下公司业绩也应翻番。

3 月来包钢稀土产品国内外差价拉大 30%。采用同样的加权方法, 我们测算出包钢稀土产品国内外差价, 近一个月由近 60 万元/吨上涨到近 80 万元/吨, 涨幅 30%。我们对 2011 年出口配额的预测, 依据 2010 年的情况, 第二批配额基本是第一批的一半 (表 1)。

我们对包钢稀土业绩的预测, 采用假设。(1) 由于整个国内市场一季度稀土成交量和出口量均较少, 我们假设包钢稀土产品大部分在二季度以后销售, 而且生产和出口配额都年内使用完毕。(2) 假设现在时点的稀土价格和出口配额价格就是之后三个季度的均价。由此我们预测 2011 年 EPS 为 6.4 元, 考虑到 2012 年稀土价格及公司增长的不确定性, 我们给予 20 倍市盈率, 目标价 128 元, 增持评级。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,225	2,593	4,687	14,937	15,554
(+/-)%	29%	-20%	81%	219%	4%
经营利润 (EBIT)	446	229	1,598	11,466	12,077
(+/-)%	-33%	-49%	599%	618%	5%
净利润	169	56	750	5,167	5,469
(+/-)%	-45%	-67%	1246%	589%	6%
每股净收益 (元)	0.21	0.07	0.93	6.40	6.77
每股股利 (元)	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	13.8%	8.8%	34.1%	76.8%	77.6%
净资产收益率 (%)	10.3%	3.3%	30.7%	67.9%	41.8%
投入资本回报率 (%)	12.7%	4.8%	23.8%	81.4%	112.8%
EV/EBITDA	127.3	192.0	41.9	6.0	4.7
市盈率	422.1	1,280.0	95.1	13.8	13.1
股息率 (%)	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **128.00**

上次预测: 85.00

当前价格: 88.42

2011.04.06

交易数据

52 周内股价区间 (元)	28.16-96.30
总市值 (百万元)	71,386
总股本/流通 A 股 (百万股)	807/493
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	61%
日均成交量 (百万股)	19
日均成交值 (百万元)	1,433

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,266
每股净资产	2.81
市净率	31.5
净负债率	94%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-0.10	0.16
Q2	0.01	0.28
Q3	0.07	0.31
Q4	0.09	0.18
全年	0.07	0.93

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	24%	211%
相对指数	14%	18%	217%

相关报告

《热情延续, 稀土股可继续持有》
 2010.09.09
 《包钢稀土公司 2010-07-21 调研提纲》
 2010.07.20

模型更新时间: 2011.04.05

股票研究

 原材料
 金属, 采矿, 制品

包钢稀土 (600111)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **128.00**

上次预测: 85.00

当前价格: 88.42

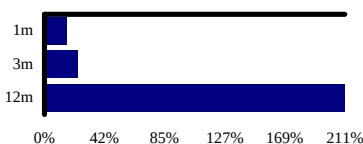
公司网址

www.reht.com

公司简介

内蒙古包钢稀土高科技股份有限公司是由包钢(集团)公司、香港嘉鑫有限公司、包钢综企(集团)公司于1997年9月共同发起设立,是中国稀土行业第一家股票上市公司,其前身为包钢稀土三厂,始建于1961年。现有员工1830人,其中:技术人员占11.2%,管理人员占2.13%。到目前为止公司总资产为25.2亿元,净资产为12.27亿元。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

28.16-96.30

市值 (百万)

71,386

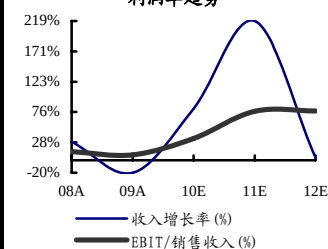
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,225	2,593	4,687	14,937	15,554
营业成本	2,492	1,990	2,740	2,850	3,002
税金及附加	20	22	40	128	133
销售费用	27	27	28	45	31
管理费用	239	325	281	448	311
EBIT	446	229	1,598	11,466	12,077
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	0	0	0
财务费用	90	115	-42	-238	-315
营业利润	242	103	1,639	11,704	12,391
所得税	37	64	428	2,944	3,116
少数股东损益	60	54	532	3,664	3,878
净利润	169	56	750	5,167	5,469
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,328	1,478	-807	2,504	14,382
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	73	66	66	66	66
固定资产合计	1,736	1,965	2,052	2,133	2,202
无形及其他资产	285	313	329	347	365
资产合计	5,775	6,464	5,900	14,711	24,431
流动负债	3,319	3,270	1,598	1,577	1,948
非流动负债	241	697	522	524	527
股东权益	1,638	1,691	2,442	7,609	13,078
投入资本(IC)	3,011	2,984	5,037	10,559	8,031
现金流量表					
NOPLAT	384	145	1,198	8,600	9,057
折旧与摊销	122	146	137	148	160
流动资金增量	-744	-395	-1,065	-5,424	2,615
资本支出	-508	-165	-170	-175	-175
自由现金流	-746	-269	100	3,148	11,657
经营现金流	-204	-198	-321	3,521	12,088
投资现金流	-528	-188	-170	-175	-175
融资现金流	1,446	432	-1,794	-34	-33
现金流净增加额	713	46	-2,285	3,311	11,879
财务指标					
成长性					
收入增长率	29.0%	-19.6%	80.8%	218.7%	4.1%
EBIT 增长率	-32.6%	-48.7%	598.6%	617.8%	5.3%
净利润增长率	-45.1%	-67.0%	1245.7%	588.5%	5.8%
利润率					
毛利率	22.7%	23.2%	41.5%	80.9%	80.7%
EBIT 率	13.8%	8.8%	34.1%	76.8%	77.6%
净利润率	5.2%	2.2%	16.0%	34.6%	35.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.3%	3.3%	30.7%	67.9%	41.8%
总资产收益率(ROA)	2.9%	0.9%	12.7%	35.1%	22.4%
投入资本回报率(ROIC)	12.7%	4.8%	23.8%	81.4%	112.8%
运营能力					
存货周转天数	118	207	207	207	207
应收账款周转天数	44	50	50	50	50
总资产周转天数	536	861	481	108	114
净利润现金含量	-1.21	-3.55	-0.43	0.68	2.21
资本支出/收入	16%	6%	4%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	61.4%	35.9%	14.3%	10.1%
净负债率	52.9%	33.1%	54.4%	-26.0%	-105.9%
估值比率					
PE	422.1	1,280.0	95.1	13.8	13.1
PB	43.6	42.2	29.2	9.4	5.5
EV/EBITDA	127.3	192.0	41.9	6.0	4.7
P/S	22.1	27.5	15.2	4.8	4.6
股息率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

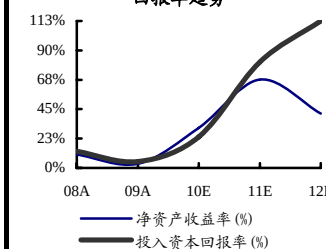
股票绝对涨幅和相对涨幅



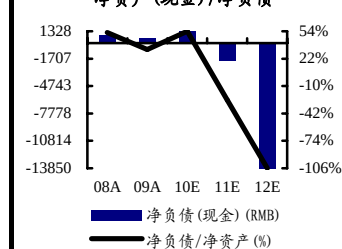
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



稀土价格继续快速上涨，未来能涨到多少无法判断。但就在目前的价位下，包钢稀土的业绩预期与一月前也发生了翻天覆地变化。EPS 预测从3月初的3元左右提升到6元以上。

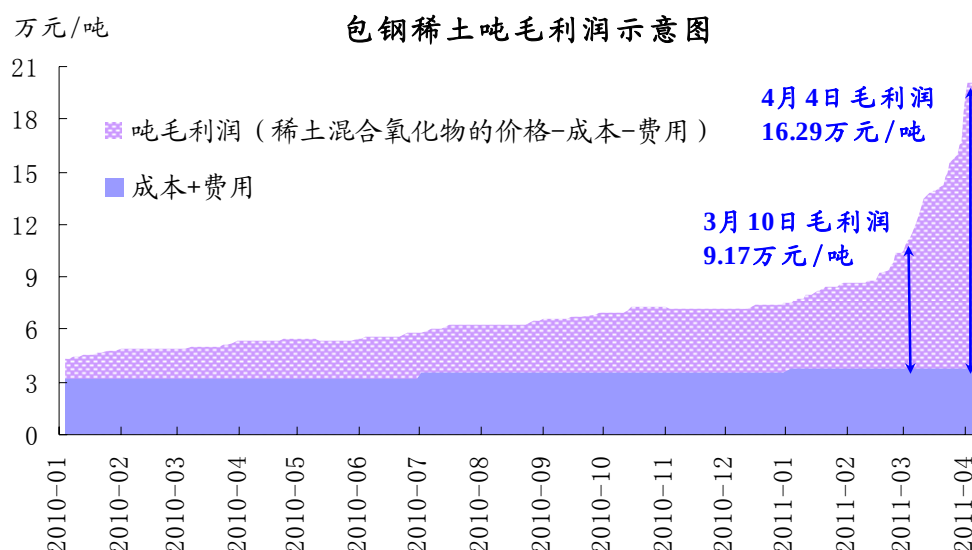
1. 稀土及配额价格急涨，快速推升包钢稀土业绩

1.1. 3月以来公司稀土吨毛利几近翻番

我们针对白云鄂博矿的储量及品位情况，采用加权方法（氧化镧 25%、氧化铈 50%、氧化镨 5%、氧化钕 20%）算出包钢稀土混合稀土氧化物的加权平均价格。减掉成本和费用，可以粗略看出，包钢稀土产品吨毛利3月以来再次出现大幅上升（图1）。

3月初资本市场对包钢稀土的EPS预测普遍在3元左右，从这个角度看，现在稀土价格下公司业绩也应翻番。

图1 包钢稀土吨毛利一个月时间几乎翻番



资料来源：亚洲金属网

1.2. 3月来包钢稀土产品国内外差价拉大 30%

采用同样的加权方法，我们测算出包钢稀土产品国内外差价，近一个月由近60万元/吨上涨到近80万元/吨，涨幅30%。

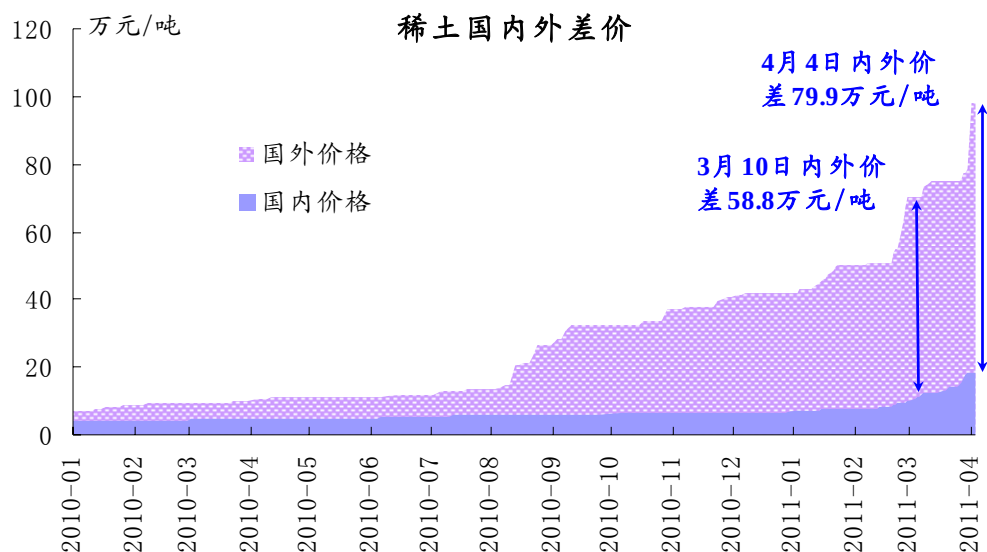
我们对2011年出口配额的预测，依据2010年的情况，第二批配额基本是第一批的一半（表1）。

表1: 包钢稀土出口配额预测

	2011年第一批 稀土出口配额	包钢稀土 控股比例	权益出 口配额	预测2011年权 益出口配额
内蒙古包钢稀土（集团）高科技股份有限公司	740	100.00%	740	—
包头华美稀土高科有限公司	954	33.30%	317.7	—
包头天骄清美稀土抛光粉有限公司	251	60.00%	150.6	—
内蒙古和发稀土科技开发股份有限公司	750	51.00%	382.5	—
合计	2695		1590.8	2386

资料来源：国泰君安，单位：吨

图 2 3 月以来，稀土内外差价增加 30%



资料来源：亚洲金属网

2. 假设稀土现价为以后三个季度的均价，预计 2011 年 EPS 为 6.4 元，目标价 128 元

我们对包钢稀土业绩的预测，采用如下假设：

- 由于整个国内市场一季度稀土成交量和出口量均较少，我们假设包钢稀土产品大部分在二季度以后销售，而且生产和出口配额都年内使用完毕。
- 假设现在时点的稀土价格和出口配额价格就是之后三个季度的均价。

由此我们预测 2011 年 EPS 为 6.4 元，考虑到 2012 年稀土价格及公司增长存在不确定性，我们给予 20 倍市盈率，目标价 128 元，增持评级。

表 1: 包钢稀土产品价格、产量假设

	产量(吨)	价格(含税, 万元/吨)
碳酸稀土	15007.7	5.70
稀土氧化物	39412.1	22.97
氧化镧	25%	7.90
氧化铈	51%	11.45
氧化镨	5%	56.40
氧化钕	19%	64.90
稀土金属	6256.0	78.00
出口配额 (权益)	2386	70.00

资料来源：国泰君安证券

作者简介:**桑永亮:**

S0880511010034

021-38676052

sangyongliang@gtjas.com

蔡鼎尧 (贡献作者):

S0880110090104

021-38674743

caidingyao008733@gtjas.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		