



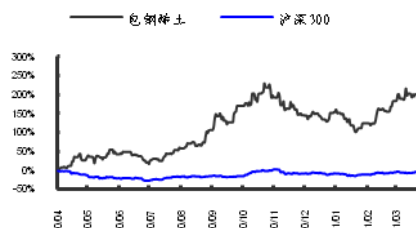
包钢稀土 (600111): 中国初步取得稀土定价权

受益于稀土产品快速上涨 公司进入业绩快速成长期

研究报告-有色金属

评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
包钢稀土	20.8	34.5	242.5
沪深 300	1.2	4.3	-2.8

市场数据 2011. 4. 06

当前价格 (元)	88.42
52 周价格区间 (元)	28.5-96.3
总市值 (百万)	71385.71
流通市值 (百万)	43604.91
总股本 (万股)	80734.80
流通股 (万股)	49315.66
日均成交额 (百万)	1635.82
近一月换手 (%)	103.81

分析师

张晓霞

证书编号: S0350207120532

联系人

苏丹

电话: 0755-83706210

邮件: sud@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是 ☐ 否

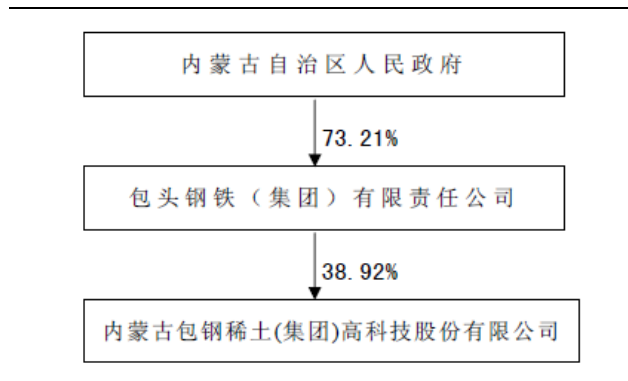
- 内蒙古包钢稀土高科技股份有限公司是由包钢(集团)公司、香港嘉鑫有限公司、包钢综企(集团)公司共同发起设立的,主要经营稀土精矿、稀土深加工产品、稀土新材料生产与销售、稀土高科技应用产品的开发、生产与销售
- 稀土有工业“黄金”之称,由于其具有优良的光电磁等物理特性,能与其他材料组成性能各异、品种繁多的新型材料,其最显著的功能就是大幅度提高其他产品的质量和性能,比如大幅度提高钢材、铝合金、镁合金、钛合金的性能。
- 稀土一个主要下游应用是稀土磁性材料。目前稀土磁性材料的主力军是钕铁硼。钕铁硼的传统应用目前没有衰退,而随着低碳经济的到来,包括风力发电、新能源汽车、无刷直流电动机等新的应用领域正在形成。预计未来 5 年,全球钕铁硼行业仍将保持 15% 的增速,而我国有望将保持 20% 的增速。
- **中国稀土行业治理已见成效:** 作为我国仅有的 5 个保护性开采矿种之一,国土部已经连续 5 年对全国稀土矿开采企业下达稀土开采总量控制指标。国土资源部近日发出通知,确定 2011 年全国稀土矿(稀土氧化物 REO)开采总量控制指标为 9.38 万吨,其中轻稀土 8.04 万吨,中重稀土 1.34 万吨,比上年仅增加 5%,远远少于稀土消费每年 15% 的平均增速。
- 国外稀土生产 2013 年之前无法恢复。由于中国的出口控制及收储政策,全球稀土供应出现较大缺口,2011 年以来,稀土氧化物产品的价格出现大幅上涨
- 受益于稀土产品价格上涨,预计 11 年 EPS 为 3.38 元,相对于目前股价,PE 为 29 倍,低于行业平均水平,给予“买入”评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	2592.96	5277.78	11473.44	17210.16
营业利润 (百万元)	102.59	1779.83	6337.65	11018.81
净利润 (百万元)	109.76	1512.85	5387.01	9365.99
摊薄每股收益 (元)	0.069	0.952	3.390	5.895
摊薄每股净资产 (元)	42.09	29.91	14.73	7.82
加权平均 ROE (%)	3.29%	32.21%	56.48%	52.16%

公司概况

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)公司共同发起设立的,是中国稀土行业第一家股票上市公司。

图表 1: 公司与实际控制人的产权及控制关系



资料来源: 公司公告

公司主要经营范围:

- 稀土精矿、稀土深加工产品、稀土新材料生产与销售、稀土高科技应用产品的开发、生产与销售
- 出口本企业生产的稀土产品、充电电池、五金化工产品; 进口本企业生产、科研所需的原辅材料、机器设备、仪器仪表及零配件;

国家治理政策生效 稀土价格已现长牛趋势

稀土就是化学元素周期表中镧系元素——镧(La)、铈(Ce)、镨(Pr)、钕(Nd)、钐(Pm)、钆(Gd)、铽(Tb)、镱(Yb)、镱(Lu), 以及与镧系的 15 个元素密切相关的两个元素——钪(Sc)和钇(Y)共 17 种元素, 称为稀土元素(Rare Earth)。简称稀土(RE 或 R)。

稀土按照分离后得到的混合物类型不同可分为铈组和钇组; 如果按物理化学性质可分为轻、中、重稀土三类。

图表 2: 矿物分离后得到的类型

分类	包含元素
轻稀土(铈组)	La、Ce、Pr、Nd、Pm、Sm、Eu、Gd
重稀土(钇组)	Tb、Dy、Ho、Er、Tm、Yb、Lu、Sc、Y

资料来源: 国海研究所

稀土应用领域

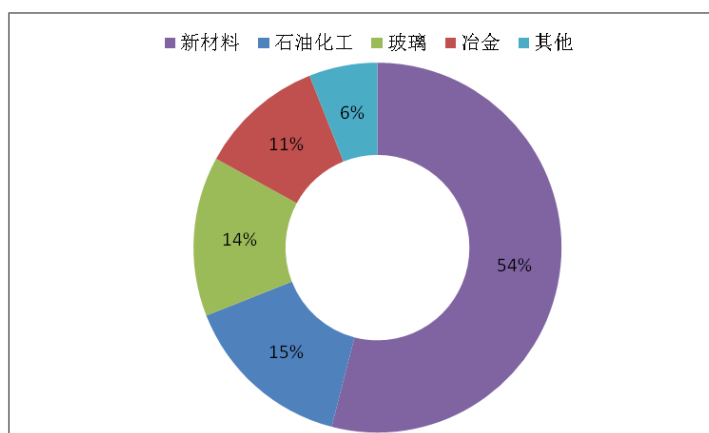
稀土有工业“黄金”之称，由于其具有优良的光电磁等物理特性，能与其他材料组成性能各异、品种繁多的新型材料，其最显著的功能就是大幅度提高其他产品的质量和性能，比如大幅度提高钢材、铝合金、镁合金、钛合金的性能。

图表 3：稀土应用领域

	应用领域	用途
传 统 工 业	农业领域	促进植物生长调节剂
	轻纺工业	鞣制毛皮，染色等
	冶金领域	去除钢铁、铝、镁、铜等中的杂质并改善性能
	石化领域	作为催化剂提高汽油的生产率
	玻璃/陶瓷领域	玻璃的着色、脱色和制备特种玻璃，以及用做陶瓷的颜料和制造特种陶瓷
	电光源领域	用作荧光灯的发光材料
新 材 料	显示器发光材料	用于彩色电视机、计算机及各种显示器
	磁性材料	用于电视机、电声、医疗设备 MRI、音圈电机 VCM、磁悬浮列车、混合动力汽车、军工等领域
	储氢材料	用于镍氢电池
	激光材料	固体激光材料和无机液体激光材料的最主要的激活
	稀土抛光粉	主要应用于光电子精密器件（半导体芯片）、CRT 彩电显象管（CRT）、液晶显示器（LCD）、光学镜头、玻璃磁盘、工业仪表、眼睛片、装饰玻璃等方面
	催化剂	汽车尾气净化催化剂

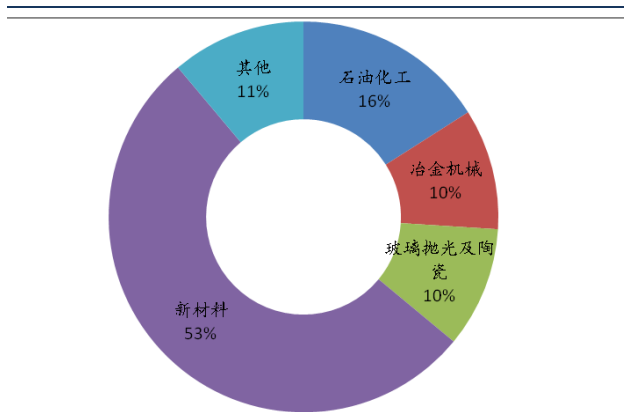
资料来源：国海研究所

图表 4：全球稀土消费结构

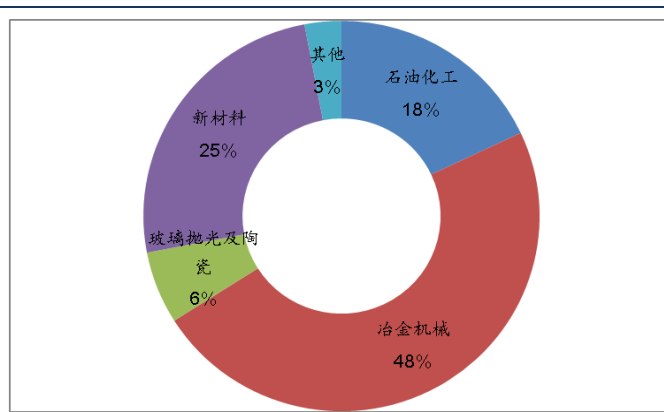


资料来源：国海研究所

图表 5: 中国稀土消费结构



图表 6: 美国稀土消费结构



资料来源: 国海研究所

稀土下游应用日趋广泛

稀土一个主要下游应用是稀土磁性材料。稀土永磁主要是指钕铁硼 (NdFeB) 系永磁材料、钐钴 (SmCo) 永磁材料和稀土铁氮 (ReFeN) 系永磁材料。

目前稀土磁性材料的主力军是钕铁硼, 钕铁硼不仅磁性能高, 而且价格低廉, 它的问世给磁体带来了革命性变化, 同时使全球计算机、通讯等产业得到了飞速发展。

钕铁硼应用分高科技用途、传统用途和低挡用途。高科技用途包括 MRI, VCM, DVD/CD 存储器, CD 拾音器, 电动自行车 (EB) 和 电动助力车 (EAV) 等, 这部分用量增长最快, 占钕铁硼磁体消费的 50% 左右, 是拉动钕铁硼磁体消费的主要动力; 传统领域的应用包括扬声器、磁分离器和磁化器包括用于油田和石油工业的脱蜡器, 每年用量较为稳定。

节能减排将促进磁性材料大发展

钕铁硼的传统应用目前没有衰退, 而随着低碳经济的到来, 包括风力发电、新能源汽车、无刷直流电动机等新的应用领域正在形成。

预计未来 5 年, 全球钕铁硼行业仍将保持 15% 的增速, 而我国有望将保持 20% 的增速。

全球稀土矿产分布

世界稀土资源储量丰厚, 中国已探明资源量居世界之首, 澳大利亚、俄罗斯、美国、巴西、加拿大和印度的稀土资源也较丰富, 近年越南也发现了大型稀土矿床。

全球范围内稀土的分布相对集中, 产于碱性岩-碳素岩中的稀土内生矿床集中分布在中国内蒙的白云鄂博矿、美国的芒廷帕斯矿和澳大利亚

的韦尔德山等地，这三个矿山占世界稀土总储量的 90%以上。

稀土的外生矿床主要是海滨矿砂，沿非洲东海岸、印度西海岸、中国东南沿海、马来半岛、印度尼西亚、澳大利亚东西海岸及巴西沿海带分布。

世界各国稀土资源禀赋差别较大，中国目前仍占据绝对优势，但由于近年大量开采，而国外的稀土开采基本停滞，中国提供了全球 95%的稀土供应，因此中国稀土资源储量全球份额有所下降。

根据资源储量统计数据，中国的资源储量约占全球的 47%，其中重稀土（钇组）储量为 54 万吨，占世界钇储量的 40%，与其它国家相比仍保持稀土资源大国地位。

图表 7：稀土储量分布

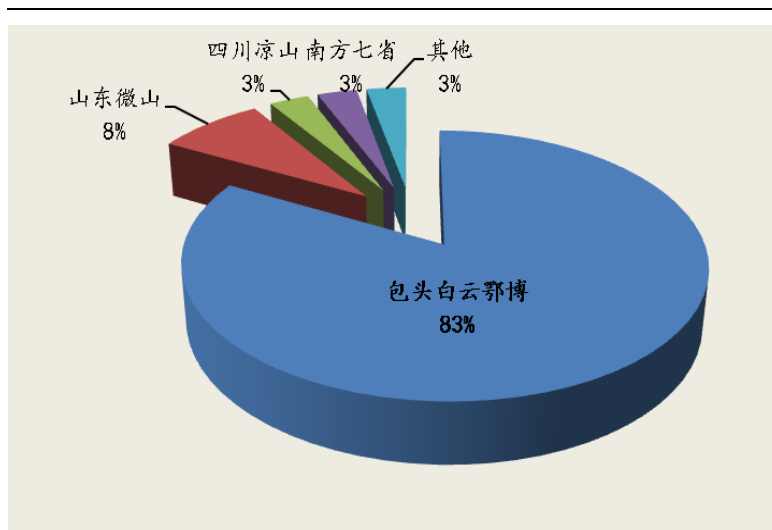
国家	资源储量（万吨）
中国	5300
俄罗斯	1900
美国	1300
澳大利亚	520
印度	110
加拿大	94
巴西	28
马来西亚	3
南非	39
斯里兰卡	1.2
其它	2100
总量	10395.2

资料来源：国海研究所

国内稀土资源分布

我国稀土矿主要有白云鄂博稀土矿、四川冕宁稀土矿、山东微山稀土矿、江南七省的离子吸附型稀土矿、广东、广西、江西的磷钇矿、湖南、广东、广西、海南、台湾的独居石矿、贵州含稀土的磷砂、长江重庆段淤砂中的钽矿、以及漫长海岸线上的海滨砂矿等。其中白云鄂博矿占我国储量的 80%以上，而南方七省的离子型矿是我国的特有资源。

图表 8：国内稀土资源分布



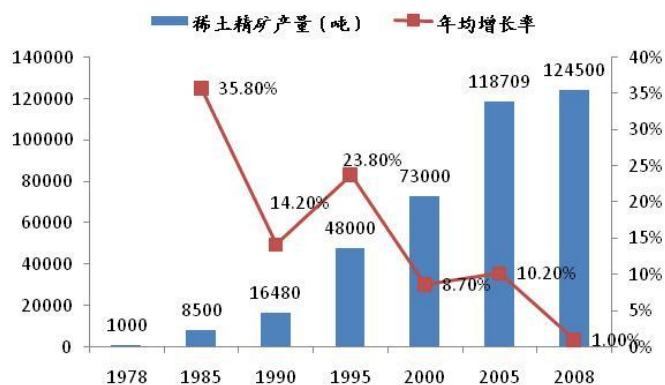
资料来源：国海研究所

中国稀土供应情况：曾长期为世界提供廉价稀土

中国长期给世界供应廉价的稀土，不仅导致贸易利益大量流失，而且使本土付出了沉重的环境代价。稀土生产过程特别是分离过程污染大、治理成本高，这也是一些国家不愿意大规模生产的重要原因。此外，我国稀土行业集中度偏低，私采滥挖现象严重，引发恶性竞争和走私问题，

据报道，2008 年我国稀土出口走私在 2 万吨左右，走私量约占实际出口量的三分之一。因此我国的实际产量要远大于国家相关部门统计的产量。

图表 9：国内稀土精矿产量



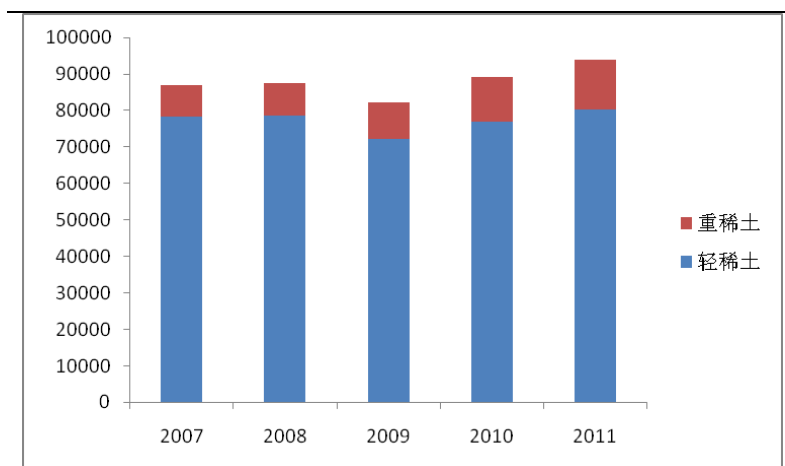
资料来源：稀土信息，国海研究所

中国稀土行业治理初见成效

作为我国仅有的 5 个保护性开采矿种之一，自 2007 年以来，国土部已经连续 5 年对全国稀土矿开采企业下达稀土开采总量控制指标。

国土资源部近日发出《关于下达 2011 年钨矿锑矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》，确定 2011 年全国稀土矿(稀土氧化物 REO)开采总量控制指标为 9.38 万吨，其中轻稀土 8.04 万吨，中重稀土 1.34 万吨，比上年仅增加 5%，远远少于稀土消费每年 15% 的平均增速。

图表 10: 开采总量控制指标



资料来源：国土资源部，国海研究所

另外，为了加快稀土产业整合，2010 年以来由工信部、环保部等起草的《稀土行业准入条件》(征求意见稿)、《稀土工业产业发展政策》相继公布。

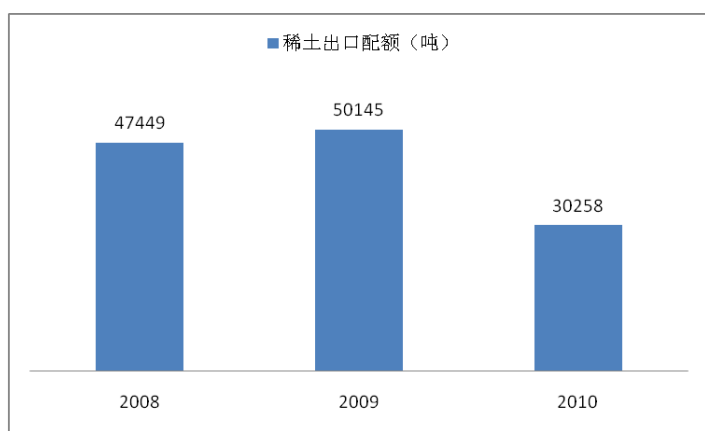
2010 年 9 月 6 日国务院发布的《关于促进企业兼并重组的意见》特别提到，以稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，其中稀土行业首次上升为国家战略。

同时，针对稀土产业发展失序、环境破坏严重、产品过度出口等一系列现象，我国逐步强化了对稀土矿开采、分离加工、出口配额的管控，对稀土矿采矿权证的审批发放不断收紧。

从 2007 年起，开始对稀土生产实行指令性规划，并采取措施限制稀土出口。商务部的数据显示，2001—2007 年，我国稀土产品出口量维持在 6 万—8 万吨之间；2008 年因市场萎缩，出口配额为 47 448.7 吨；2009 年为 50 145.1 吨；2010 年的出口配额则骤减至 30 258 吨；11 年还有进一步减少的趋势。2009 年工信部制定的《稀土工业发展的专项规划》，

更是明确提出，2009—2015 年每年出口稀土不超过 3.5 万吨。

图表 11：稀土出口配额 09 年后将逐年减少



资料来源：稀土信息，国海研究所

国外稀土生产 2013 年之前无法恢复

世界稀土消费主要集中在美国、中国、日本，日本和美国的稀土主要从我国进口。从 2006 年我国加强稀土出口管理，出口量也不断降低。日本、美国等地从我国进口原材料变得越来越困难，为了满足本国市场对稀土的需求，也纷纷加大了找矿、探矿的进度。

澳大利亚韦尔德露天稀土矿的开采初期阶段完成，开采出矿石 77.3 万吨，平均品位为 15.4%REO，但是没有选矿厂将矿石处理成稀土精矿。由于韦尔德山矿细颗粒特征，预计稀土氧化物的收率仅为 50%。

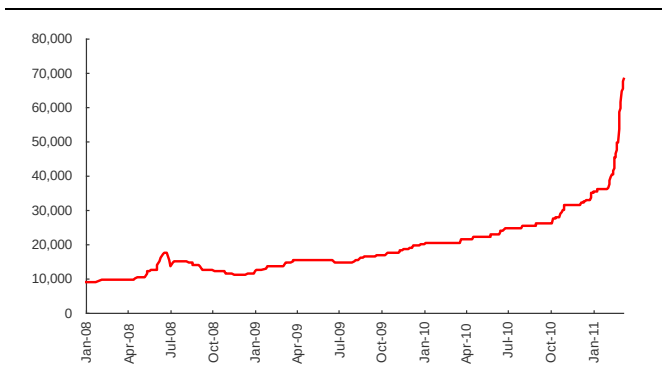
美国怀俄明州的 Bear Lodge 项目、爱达荷州的钻石溪 (diamond Creek)，内布拉斯加州的麋鹿小溪项目，加拿大 hoidas 湖与 Thor 湖项目、马拉维的坎加昆德项目、澳大利亚北省的诺兰项目，以及位于其他地区的稀土项目继续进行经济评估工作。

美国稀土有限公司 (U.S. Rare Earth Inc.) 总裁 Edward Cowle 表示，根据美国地质调查局的报告，该公司矿体所含的可及和可开采的镧、钕、镨、铈金属储量足以使美国摆脱对国外供应商的依赖。

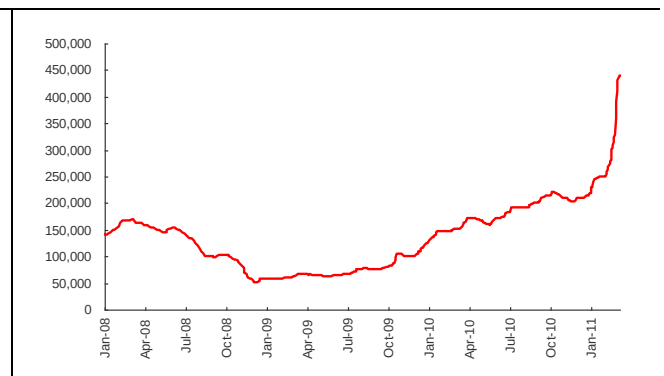
尽管这些国家拥有稀土矿床，但重建产业链不能再朝夕之间，因此预计在 2012 年前不太可能投入生产。

由于中国的出口控制及收储政策，全球稀土供应出现较大缺口，2011 年以来，稀土氧化物产品的价格出现大幅上涨 (图表 12-15)。

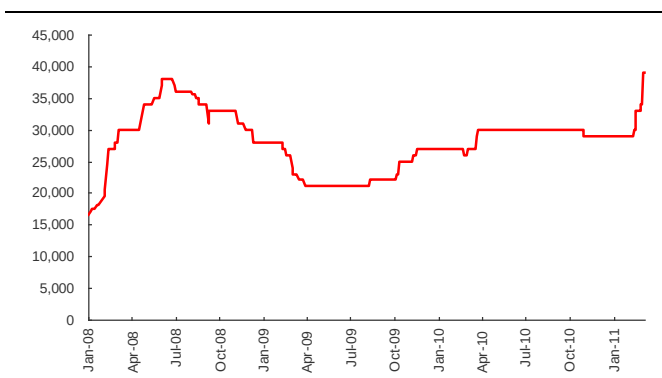
图表 12: 氧化铈价格 (单位: 元/每吨)



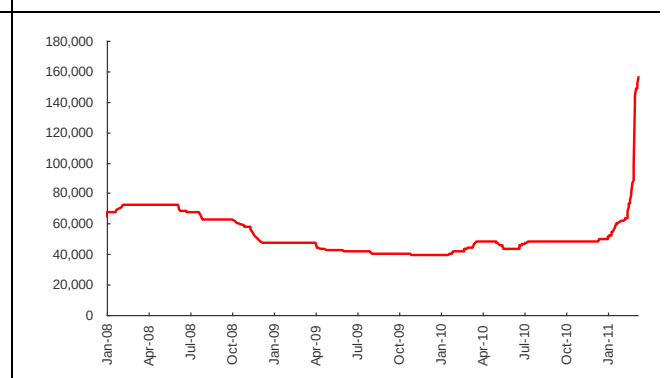
图表 13: 氧化镨钕价格 (单位: 元/每吨)



图表 14: 氧化镧价格 (单位: 元/每吨)



图表 15: 氧化钇价格 (单位: 元/每吨)



资料来源: 中华商务网, 国海证券

依据这种趋势, 我们预计今年整体稀土氧化物价格将在高位运行。

通过行业整合与收储 包钢稀土初步形成垄断地位

白云鄂博铁矿拥有世界稀土资源的 62%, 占国内已探明储量的 87.1%, 稀土精矿产量占全国总产量的 37%以上。

公司依托包钢集团拥有的白云鄂博稀土矿, 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今年内仍会维持在较低水平, 赋予了公司相关稀土产品的高毛利。

统一收储控制资源

根据《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, 包钢稀土将分 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, 其中两年之内将收储 8 万吨稀土氧化物。

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, 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。2010 年公司还收购了南方 3 家分离企业，收储力度加大，收储的地域范围逐渐渗透到南方的重稀土市场，市场影响力非常大。

2011 年产量预测

公司目前处理稀土精矿能力为 25 万吨（以 50%氧化物为主），产量为 20 万吨，其中工信部下发的稀土配额为 9.32 万吨，其余部分进行自行储备。

稀土氧化物年产量大约为 5 万吨，但由于稀土收储政策仍在继续，预计今年将继续收储 4 万吨，销售量可能在 1 万吨左右

图表 16：稀土氧化物产量预测（万吨）

	2008	2009	2010	2011
氧化铈	2.7	2.3	2.5	2.5
氧化镧	1.46	1.24	1.35	1.35
氧化镨钕	1.13	0.97	1.05	1.05
氧化铕	97.19	82.8	90	0.01

另外稀土出口配额今年第一批在 1500 吨左右，预计全年不会超过 3000 吨。

盈利预测及投资评级

假设氧化镨钕 50 万/吨，氧化铈 8 万/吨，氧化镧 5 万/吨，出口配额平均 50 万/吨，则今年公司的每股收益可能达到 3.38 元/股，对应现在的股价，为 29 倍的市盈率，低于行业平均水平，给予“买入”评级。

图表：相对估值

证券代码	证券简称	收盘价		EPS			PE		
		4 月 6 日	2009A	2010	2011E	2009A	2010	2011E	
600111.SH	包钢稀土	97.26	0.07	1.05	3.38	1408	93	29	
600259.SH	广晟有色	77.92	0.11	0.15	0.30	688	519	260	
600549.SH	厦门钨业	52.89	0.31	0.52	1.20	169	102	44	

资料来源：国海研究所

报表预测

报表预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2592.96	5277.78	11473.44	17210.16
减：营业成本	1990.16	103.54%	3492.77	3842.05
营业税金及附加	22.21	768.70	98.29	147.43
营业费用	26.88	1278.38%	118.95	178.43
管理费用	325.02	0.952	1438.17	2157.25
财务费用	115.01	0.097	10.39	-110.62
资产减值损失	8.55	1.120	0.00	0.00
加：投资收益	-2.62	48.98%	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.08	28.66%	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	32.21%	0.00	0.00
营业利润	102.59	51.46%	6314.88	10995.62
加：其他非经营损益	70.90	92.87	0.00	0.00
利润总额	173.49	29.91	6314.88	10995.62
减：所得税	63.74	0.001	947.23	1649.34
净利润	109.76	5277.78	5367.65	9346.28
减：少数股东损益	53.99	103.54%	2640.28	4597.32
归属母公司股东净利润	55.77	768.70	2727.36	4748.95

财务分析和估值指标汇总

	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率				
毛利率	23.25%	48.98%	69.56%	77.68%
三费/销售收入	18.01%	14.40%	13.66%	12.93%
EBIT/销售收入	10.97%	34.55%	55.13%	63.25%
EBITDA/销售收入	16.60%	41.22%	58.20%	65.06%
销售净利率	4.23%	28.66%	46.78%	54.31%
资产获利率				
ROE	3.29%	32.21%	62.63%	55.08%
ROA	4.37%	27.13%	53.97%	53.66%
ROIC	4.37%	51.46%	197.02%	120.68%
业绩和估值指标	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	284.41	1823.53	6325.26	10885.00
EBITDA	430.41	2175.45	6677.19	11197.59
NOPLAT	143.69	1550.00	5376.47	9252.25
净利润	55.77	768.70	2727.36	4748.95
EPS	0.069	0.952	3.378	5.882
BPS	2.101	2.956	5.394	10.680
PE	1280.04	92.87	26.17	15.03
PB	42.09	29.91	16.39	8.28

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的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征价。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。本报告版权归国海证券所有。