



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

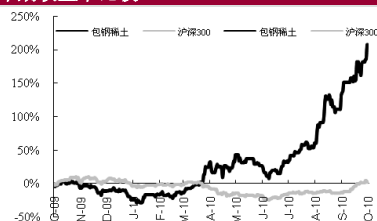
有色金属 Nonferrous metals

2010 年 10 月 28 日

市场数据	2010 年 10 月 28 日
当前价格(元)	93.91
52 周价格区间(元)	21.46 -96.03
总市值(百万)	75818.05
流通市值(百万)	46312.34
总股本(万股)	80735
流通股(万股)	49316
日均成交额(百万)	2251
近一月换手(%)	153.17
Beta(2 年)	1.33
第一大股东	包头钢铁(集团)有限责 任公司
公司网址	www.reht.com

财务数据	FYE	行业均值
毛利率%	44.62	
净利率%	25.60	
净资产收益率%	26.69	
总资产报酬率	18.06	
资产负债率%	52.31	
市盈率 TTM(X)	158.99	
市净率(X)	33.46	

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
包钢稀土	32.5	116.9	207.1
沪深 300	17.2	18.6	2.2

孙凡

+86-0755-83025609

sunfan@jyzq.cn

执业证书编号: S0370209110086

相关报告:

《包钢稀土(600111)调研报告:收储政策是一种“核威慑”力》 2010 年 5 月 19 日

《包钢稀土(600111):垄断地位理应获得垄断价格, MRI 项目前景广阔》 2010 年 4 月 22 日

包钢稀土(600111) 三季报点评: 稀土价格仍有 120% 上涨空间, 提升目标价至 150 元

评级: 买入

盈利预测	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	32.24	50.00	84.00	120.00
主营收入增长率%	29	92.83%	68.00%	42.86%
净利润(亿元)	1.67	8.69	13.91	20.05
净利润增长率%	-45.78	1459.87%	60.00%	44.12%
每股收益(元)	0.21	1.077	1.724	2.484
ROE	10.20%	35.11%	37.33%	36.27%
PE	155.23	87.16	54.47	37.80

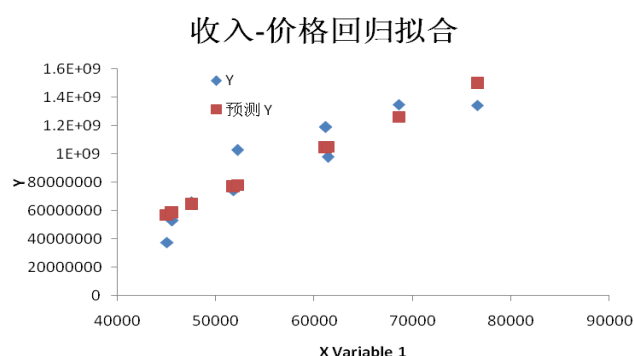
资料来源: 公司公告, 金元证券研究所

投资要点:

- 包钢稀土 10 月 27 日晚间公布的 2010 年三季报显示, 由于稀土产品价格大幅上涨, 公司第三季度盈利 2.51 亿元, 大幅增长 368.67%。季报显示, 由于稀土产品价格比上年同期大幅上涨, 同时销量有所增加, 公司第三季度实现营业收入 13.42 亿元, 同比大幅增长 103.05%; 基本每股收益为 0.311 元同比增 368.67%。今年 1-9 月, 公司累计实现净利润 6.05 亿元, 去年同期为亏损 1364.78 万元; 营业收入为 36.70 亿元, 去年同期为 15.66 亿元。前三季 EPS 0.749 元, 预计 2010 全年业绩 1.05~1.10 元, 符合我们之前的预期。不过需要注意的一点是三季度稀土氧化物平均价格上涨了近 9%, 但公司收入并未增长。
- 包钢稀土今年业绩大幅增长已无悬念, 其对应 PE 也接近 100 倍, 所以问题的焦点在于未来的业绩增长能否支撑如此高估值? 由于国家严格控制稀土开采, 每年生产配额增长有限, 而且 2011 年 6 月之前不再发新的稀土采矿证, 所以可预见的未来(1-2 年内)包钢稀土的产量难以大幅增长, 其业绩增长主要来自稀土价格的增长(公司在稀土下游应用方面短期难以贡献利润, 忽略不计)。
- 稀土价格的天花板在哪里? 2001 年, 美国最大的稀土矿——芒廷帕斯矿停止开采, 这一停就是近十年, 停产时稀土氧化物价格约 24000 美元/吨(离岸价), 以可比价格计算, 相当于如今的 35384 美元/吨, 即 237076 元/吨, 考虑到 25% 关税和运输成本, 即国内稀土氧化物价格达到 20 万元/吨(含税价)之上, 美国芒廷帕斯矿才有恢复生产的动力, 以目前不到 9 万元/吨的价格来看, 未来国内稀土氧化物价格还有 120% 的上涨空间。而且矿山从准备复产到正式生产至少需要半年至一年时间。

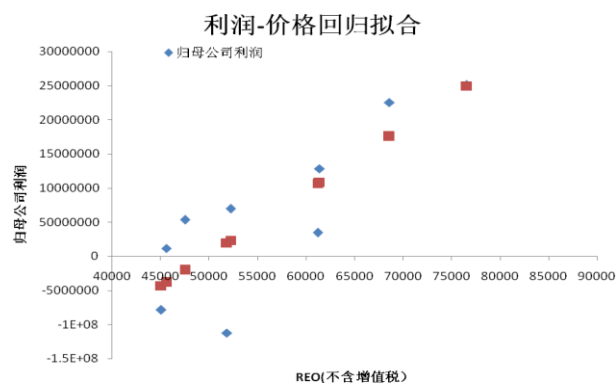
- 包钢稀土从 2008 年开始整合包头的稀土企业，我们对 2008 年三季度至今的公司收入、盈利和稀土氧化物价格进行回归分析，发现收入、盈利和稀土氧化物价格呈现较强正比关系，通过回归，公司收入-价格判断系数 83%，利润-价格判断系数 69%，说明收入与价格的正相关性更强，而利润由于还受其他因素影响相关性要弱一些。根据测算，稀土氧化物（REO，不含税）价格每上涨 1 万元/吨，收入增长 12 亿元，归属母公司的利润增长 3.7 亿元，以三季度稀土氧化物（REO，不含税）价格 7.6 万元/吨来计算，价格每上涨 10%，EPS 可增厚 0.36 元。不过需要注意的是利润-价格判断系数并不高，所以通过回归可以较好的预测收入，盈利预测还需考虑其他因素。

图表 1 公司收入与稀土价格回归拟合图



数据来源：金元证券

图表 2 归属母公司利润与稀土价格回归拟合图



数据来源：金元证券

- 我们预计 2011 年和 2012 年稀土氧化物（REO，不含税）价格分别为 97000 元/吨和 125000 元/吨，预计公司 2011 年和 2012 年收入分别是 84 亿和 120 亿元，EPS 分别是 1.72 元和 2.48 元。对应 PE 54 和 38 倍，考虑到国家对稀土行业的整理将是一项长期工作，而未来稀土需求受新能源汽车和风力发电机的发展将出现供不应求，包钢稀土作为稀土板块的龙头企业，估值合理，提升目标价至 150 元。
- 风险因素：稀土价格超预期下跌，下游深加工项目达产不及预期。

报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2499.59	3224.56	2592.96	5000.00	8400.00	12000.00
减: 营业成本	1591.93	2492.13	1990.16	3000.00	5208.00	7440.00
营业税金及附加	27.04	20.32	22.21	42.83	71.96	102.80
营业费用	34.13	26.85	26.88	75.00	126.00	180.00
管理费用	184.82	239.44	325.02	400.00	672.00	960.00
财务费用	37.85	89.61	115.01	52.20	39.26	31.11
资产减值损失	45.31	113.12	8.55	8.55	8.55	8.55
加: 投资收益	3.34	-0.57	-2.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.08	0.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	581.84	242.43	102.59	1421.42	2274.23	3277.54
加: 其他非经营损益	-66.79	23.69	70.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	515.06	266.12	173.49	1421.42	2274.23	3277.54
减: 所得税	112.18	37.08	63.74	213.21	341.13	491.63
净利润	402.87	229.03	109.76	1208.21	1933.10	2785.91
减: 少数股东损益	94.72	59.90	53.99	338.30	541.27	780.05
归属母公司股东净利润	308.15	169.13	55.77	869.91	1391.83	2005.86
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	322.27	1146.84	1545.30	2213.24	2705.61	6009.69
应收和预付款项	802.00	1527.07	1169.60	2143.22	3450.82	4540.67
存货	811.62	799.37	1453.66	999.09	3258.88	2823.94
其他流动资产	0.00	0.27	0.35	0.35	0.35	0.35
长期股权投资	48.68	48.55	46.60	46.60	46.60	46.60
投资性房地产	23.91	20.15	19.63	17.39	15.14	12.89
固定资产和在建工程	1370.09	1736.33	1964.83	1682.08	1399.34	1116.59
无形资产和开发支出	117.97	215.18	233.04	196.89	160.74	124.59
其他非流动资产	36.89	74.01	79.72	40.39	1.06	1.06
资产总计	3533.43	5567.76	6512.74	7339.25	11038.53	14676.38
短期借款	452.22	2123.34	1514.37	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1006.44	1005.75	1094.32	1615.20	2822.49	3377.81
长期借款	60.72	71.50	521.30	1221.30	1921.30	2421.30
其他负债	99.87	152.78	886.65	886.65	886.65	886.65
负债合计	1619.25	3353.37	4016.63	3723.15	5630.44	6685.76
股本	403.67	807.35	807.35	807.35	807.35	807.35
资本公积	518.67	308.59	308.42	308.42	308.42	308.42
留存收益	595.13	521.95	580.31	1362.02	2612.73	4415.21
归属母公司股东权益	1517.47	1637.89	1696.07	2477.78	3728.49	5530.98
少数股东权益	396.70	576.50	800.03	1138.33	1679.59	2459.65
股东权益合计	1914.17	2214.39	2496.10	3616.11	5408.09	7990.62
负债和股东权益合计	3533.43	5567.76	6512.74	7339.25	11038.53	14676.38
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E

经营性现金净流量	336.80	-199.42	-193.79	1618.62	-31.35	3034.48
投资性现金净流量	-277.95	-528.14	-187.96	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-18.04	1445.62	431.61	-950.68	523.71	269.61
现金流量净额	40.68	718.07	49.86	667.94	492.36	3304.09

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.