

应谨慎对待注矿概念

—包钢股份年报简评

包钢股份

600010

年报点评

2011年全年，公司实现营业收入428.15亿元，同比增长6.80%；营业利润6.73亿元，同比增长76.63%；归属于母公司所有者净利润4.96亿元，同比增长64.82%；基本每股收益0.080元，略低于市场预期。

公司产量变化不大。公司的主要产品为板材、线棒材、型材、管材、带钢和钢坯，其中板材的营收占比达到40%以上。2011年全年生产铁 976万吨、钢1021万吨、商品坯材972万吨，产量增长保持在3%以内。公司营业收入的增长主要来自于钢材价格的上升，2011年平均钢材综合指数同比上升11.03%。

毛利率的上升带来营业利润的大幅增长。公司主要原料铁精粉和冶金焦的平均价格分别上涨10.98%和7.26%，低于同期钢材价格上涨幅度，公司的综合毛利率上升1.99%至6.89%。

四季度亏损拖累全年业绩。2011年第四季度是钢铁行业的低谷，钢材价格下降先于原材料价格下降，公司第四季度综合毛利率下降至5.10%，原材料和产成本价格的下降给公司带来1.04亿元的资产减值损失。除此之外，动车事故发生后，铁路投资的减少也给公司型材业务带来了负面影响。公司第四季度亏损2.1亿元，拖累了全年业绩。

未来最大看点仍是母公司注矿。公司在2011年3月发布公告拟以非公开增发方式募资不超过60亿元，收购母公司包钢集团巴润矿业有限责任公司和白云鄂博铁矿西矿采矿权，目前该计划已经通过股东大会批准，尚待证监会的批复。白云鄂博铁矿西矿平均含铁33.57%、氧化钕0.064%-0.08%、稀土氧化物0.948%-1.072%。铁矿石资源储量为6.67亿吨，目前拥有原矿产能1000万吨/年，铁精矿产能350万吨。可以满足公司20%-25%的原料需求。按照铁精粉价格在800-900元/吨保守测算，铁精粉业务将带来14-17亿的营业利润。尾矿中含有丰富的钕和稀土氧化物，综合利用将给公司带来较高的利润。但目前存在一些技术问题，短期内难以做到尾矿的综合利用。

新建钢材项目将给公司主营带来新的增长。公司自筹项目直径159mm热轧无缝管生产线项目、直径460mm热轧无缝管生产线项目、轨梁厂大H型钢线改造生产线改造项目都将陆续在2012-2013年达产。目前国内大H型钢供不应求，利润较高，预计该项目达产后将给公司带来35亿元的营业收入和2亿元的营业利润。

首次

中性

分析师：鲍庆

投资咨询执业证书编号：

S0630511010013

联系方式：

bq@longone.com.cn

联系人：孙亮

021-50586660-8612

日期

分析：2012年2月28日

发布：2012年2月29日

价格

当前市价：5.23元

股价表现



公司估值

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.08	0.08	0.09	0.10
PE	67.7	67.9	60.3	50.5
PB	2.6	2.5	2.4	2.3

注：EPS为最新股本摊薄后数据

盈利预测: 2012年钢铁行业面临产能过剩与原料价格较高的双重威胁, 公司的钢铁业务可能长期处于毛利率较低的状态。不考虑注矿因素, 我们预测, 2012-2014年公司的EPS分别为0.08元、0.09元和0.10元, 对应2月28日公司的收盘价5.23元, 公司的动态P/E分别为68倍, 60倍和51倍。不考虑尾矿综合利用的情况下, 如果注矿成功, 公司的EPS将增厚0.12元-0.14元(摊薄后), 2012年的动态P/E为24倍-28倍, 估值已不低, 目前股价已充分反映了注矿因素, 未来公司成长性有限, 因此给予公司中性评级。

风险提示: 目前公司非公开发行方案仍然没有获得证监会批准, 以公司目前的盈利能力无法支持目前股价。一旦审批出现意外, 公司的股价可能出现大幅波动。

【公司钢材项目情况】

项目	目前状态	建成时间	达产时间
无缝管 159 管工程	基本完成	2011 年 9 与月	2012 年
无缝管 460 管工程	基础设施工中, 设备订货完成	2012 年	2012-2013 年
轨梁厂大 H 型钢线改造	土建、设备基础设施工工	2012 年底	2013 年
中厚板工程	主体设备已投产	2011 年	2012 年
中厚板热处理工程	试生产	2011 年下半年	2012 年
新建六机六流方圆扁坯连铸机工程	土建完成, 设备安装中	2012 年	2012 年
		2012 年完成一座, 其余 2013 年陆	
西区新建四座焦炉工程	建设中	续投产	2013 年

【盈利预测】

盈利预测及市场重要数据	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(万元)	3,401,623	4,054,638	4,281,492	4,485,083	4,820,104	5,205,665
增长率	-22.9%	19.2%	5.6%	4.8%	7.5%	8.0%
营业利润(万元)	(221,118)	27,563	67,349	64,263	72,345	86,421
增长率	-299.7%	-112.5%	144.3%	-4.6%	12.6%	19.5%
净利润(万元)	-163122	19410	49629	49457	55715	66548
增长率	-277.2%	-111.9%	155.7%	-0.3%	12.7%	19.4%
每股净资产(元)	1.93	1.96	2.01	2.08	2.17	2.27
每股收益(元)	-0.25	0.03	0.08	0.08	0.09	0.10
市盈率(P/E)	-20.7	174.1	67.7	67.9	60.3	50.5
市净率(P/B)	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	36.2	13.2	12.1	29.4	24.5	20.5
息率(%)	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

利润表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	3401623	4054638	4281492	4485083	4820104	5205665
营业成本	3422079	3856141	3986624	4230860	4539238	4890542
营业税金及附加	23774	16358	18364	17940	19280	20823
销售费用	39951	44063	47037	49336	53021	57262
管理费用	47698	50566	63512	62791	67481	72879

财务费用	72386	70904	93335	62093	71738	80738
投资收益	624	2721	2218	2200	3000	3000
资产减值及公允价值变动	21197	(11728)	6428	0	0	0
其他收入	(38673)	19963	(13918)	0	0	0
营业利润	(221118)	27563	67349	64263	72345	86421
营业外净收支	4675	(1576)	(2700)	0	50	50
利润总额	(216443)	25987	64649	64263	72395	86471
所得税费用	(53461)	6309	14994	14780	16651	19888
少数股东损益	140	269	26	26	29	35
归属于母公司净利润	(163122)	19410	49629	49457	55715	66548
增长率	-277.2%	-111.9%	155.7%	-0.3%	12.7%	19.4%
现金流量表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	(163122)	19410	49629	49457	55715	66548
资产减值准备	(57622)	(29318)	16941	(6959)	0	0
折旧摊销	246645	283493	249443	186404	258696	342049
公允价值变动损失	(21197)	11728	(6428)	0	0	0
财务费用	72386	70904	93335	62093	71738	80738
营运资本变动	130330	(58502)	19801	122446	(20913)	(24418)
其它	57762	29587	(16915)	6985	29	35
经营活动现金流	192797	256398	312471	358332	293527	384214
资本开支	(142605)	(180700)	(450911)	(559759)	(538776)	(595070)
其它投资现金流	(1860)	1747	531	2607	0	0
投资活动现金流	(155306)	(196656)	(457215)	(557152)	(538776)	(595170)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	384905	(233427)	(227758)	0	0	0
支付股利、利息	0	(7708)	0	0	0	0
其它融资现金流	(752624)	273925	655821	218061	276911	247396
融资活动现金流	17186	(208346)	200306	218061	276911	247396
现金净变动	54677	(148604)	55562	19241	31663	36439
货币资金的期初余额	443008	497685	349082	404644	423885	455548
货币资金的期末余额	497685	349082	404644	423885	455548	491987
企业自由现金流	0	119543	(9980)	(155309)	(192359)	(151037)
权益自由现金流	0	0	418083	14940	29314	34191

资产负债表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	497685	349082	404644	423885	455548	491987
应收款项	444271	479852	797251	614395	660288	713105
存货净额	983688	1100597	1372472	1329684	1407302	1495395
其他流动资产	144079	101396	55499	58306	62661	67674
流动资产合计	2074608	2034065	2632472	2426270	2585799	2768161
固定资产	2124804	2063060	2241163	2621478	2901558	3154580

无形资产及其他	0	23	21	20	19	19
投资性房地产	83556	78310	63878	63878	63878	63878
长期股权投资	11238	28940	35775	35775	35775	35875
资产总计	4294206	4204399	4973308	5147421	5587029	6022512
短期借款及交易性金融负债	323732	371917	799378	1017439	1294350	1541747
应付款项	996863	1058486	1375464	1329684	1407302	1495395
其他流动负债	518130	531554	546441	498790	528125	561436
流动负债合计	1838726	1961956	2721283	2845913	3229777	3598578
长期借款及应付债券	959509	726082	498324	498324	498324	498324
其他长期负债	251311	251641	451580	451580	451580	451680
长期负债合计	1210820	977723	949905	949905	949905	950005
负债合计	3049545	2939680	3671188	3795818	4179682	4548582
少数股东权益	4140	4247	12902	12928	12957	12992
股东权益	1240521	1260472	1289218	1338675	1394390	1460938
负债和股东权益总计	4294206	4204399	4973308	5147421	5587029	6022512
关键财务与估值指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	-0.25	0.03	0.08	0.08	0.09	0.10
每股红利	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.93	1.96	2.01	2.08	2.17	2.27
ROS	-5%	0%	1%	1%	1%	1%
ROE	-13%	2%	4%	4%	4%	5%
毛利率	-1%	5%	7%	6%	6%	6%
EBIT Margin	-3%	2%	4%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	9%	10%	7%	8%	10%
收入增长	-23%	19%	6%	5%	7%	8%
净利润增长	-277%	-112%	156%	0%	13%	19%
资产负债率	71%	70%	74%	74%	75%	76%
息率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-20.7	174.1	67.7	67.9	60.3	50.5
P/B	2.7	2.7	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	36.2	13.2	12.1	29.4	24.5	20.5

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

鲍庆: 宏观策略分析师, 上海财经大学产业经济学硕士, 3 年银行业从业经验, 3 年以上证券业从业经验, 2007 年加入东海证券研究所, 主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897