

第一创业研究所

张文丰 S1080510120007

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

包钢股份（600010）

——毛利率稳定，看好注入铁矿的独特性与成长性

事件：

包钢股份8月24日晚发布了2011年半年报，公司上半年生产商品坯材487.72万吨；实现销售收入219.37亿元，同比增长16.09%，实现净利润3.68亿元，每股收益0.06元，同比减少2%。

点评：

● 业绩与去年同期基本持平，符合市场预期

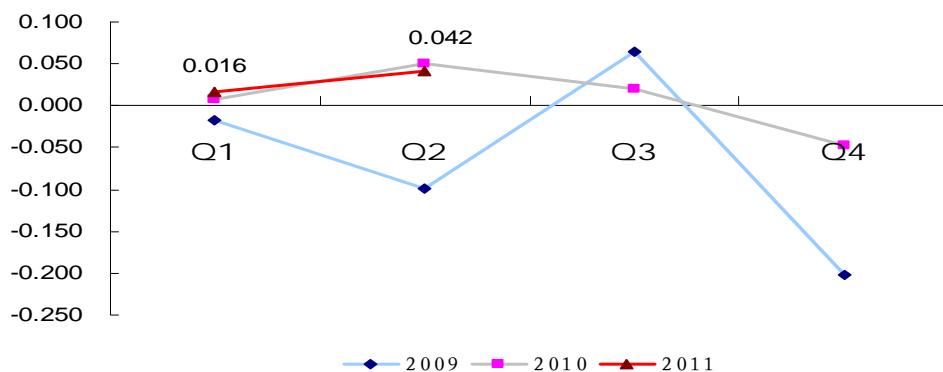
报告显示，公司2011年上半年生产商品坯材487.72万吨；实现销售收入219.37亿元，同比增长16.09%，实现净利润3.68亿元，每股收益0.06元，同比减少2%，基本符合市场预期。其中，一、二季度EPS分别为0.016元和0.042元，二季度环比增长165.49%，整体变化趋势与去年同期基本一致。

表1 公司上半年业绩与去年同期基本持平

财务指标	2011上	2010上	变动率
营业收入(元)	21,937,198,135.75	18,895,916,719.99	16.09%
营业成本(元)	20,297,979,563.19	17,483,305,746.95	16.10%
毛利率(%)	7.47%	7.48%	0.00%
三费合计(元)	929,287,297.12	860,704,022.56	7.97%
期间费用率(%)	4.24%	4.55%	-0.32%
利润总额(元)	497,314,990.04	509,458,089.49	-2.38%
净利润(元)	366,983,230.69	374,483,821.25	-2.00%
总股本(股)	6,423,367,636.00	6,423,367,636.00	0.00%
每股收益(元)	0.057	0.058	-2.00%

资料来源：公司半年报，第一创业证券

图1 二季度EPS显著上升（单位：元）



资料来源：公司财报，第一创业证券



● **财务费用与资产减值损失侵蚀较多利润**

据测算，公司2011年上半年毛利同比增16.04%，但利润总额却出现了负增长（-2.38%），这主要是由于公司费用上升及资产减值损失增多。其中，财务费用比去年增加88,14万元或24.59%，这是由于公司报告期发行了20亿的中期票据及长期借款增加使得借款利息支出增加。据了解，公司第一期中期票据本年3月发行，起息日期为3月10日，利率固定为6.27%，期限为5年；资产减值损失方面，因上期有存货跌价损失转回1.66亿元，使得资产减值损失总额-1.02亿元，但今年正常计提损失，使得此减项增加了1.79亿元，这也是造成利润出现负增长的重要因素。

● **毛利率整体稳定，型材毛利占比明显下滑**

据测算，公司2011年上半年整体毛利率为7.47%，与去年7.48%基本持平。不过，各品种的毛利率却发生一些变化。其中，型材毛利率减少2.42个百分点至14.61%，依然是各钢材产品中盈利能力最强的品种。其余各品种毛利率均有所上升，其中管材毛利率增加2.41个百分点，板带毛利率增加1.77个百分点，钢坯毛利率增加3.22个百分点。

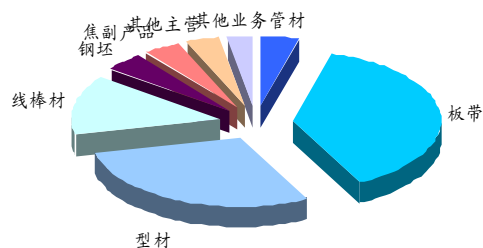
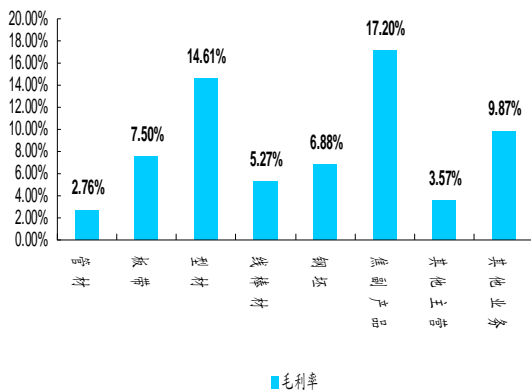
从各产品贡献毛利的结构来看，板材、型材共贡献三分之二的毛利，是公司主要利润来源，这与去年一致，但毛利结构却有显著的变化。其中，型材占比大幅下降13.88个百分点至29.06%；管材和板材占比则分别提升3.82和7.78个百分点。造成这一变化的主要原因在于受国家调整铁路建设规划的影响，重轨等型材销售有所减少，且收入同比下降了8.43个百分点，且毛利率也有所下降，而与此同时，公司管材收入大幅上升85.77%。

表 2 公司型材毛利率下降 2.42 个百分点

分产品	毛利率	变动
管材	2.76%	增加2.41 个百分点
板带	7.50%	增加1.77 个百分点
型材	14.61%	减少2.42 个百分点
线棒材	5.27%	增加0.22 个百分点
钢坯	6.88%	增加3.22个百分点
焦副产品	17.20%	减少1.47个百分点
其他主营	3.57%	减少1.15个百分点

资料来源：公司半年报，第一创业证券

图 2 型材依然盈利能力最高（单位：万吨） 图 3 板带材贡献近 7 成毛利



资料来源：公司半年报，第一创业证券

资料来源：公司半年报，第一创业证券

● **将注入白云鄂博西矿，储量 6.67 亿吨，产能 300 万吨，后期扩产可能性大**

公司正准备定向增发收购集团持有的巴润矿业股权及相应的采矿权资产。巴润矿依白云鄂博西矿而建，设计规模为年采原矿 1500 万吨，年产超过 63%品位的铁精矿 300 万吨，已于 2010 年 7 月全部达产。



白云鄂博西矿是白云鄂博矿其中一个矿区（另外还有白云鄂博东、主矿和东部接触带等），平均含铁量 33.27%，低磷、低氟、低稀土，且含有较丰富的铈资源。该矿是为保护主、东矿稀土资源而建，开采方式为露天开采，资源储量为 6.67 亿吨，对应有偿处置的可采剩余储量为 1.56 亿吨。不过，由于该矿种稀土品位相对较低，在集团稀土尾矿非常丰富的情况下于相当长时期内都不会加以利用，从而为公司贡献业绩。但因稀土资源的稀缺性和价格的高位，其资源内在储量价值也可有效提升公司整体价值。

此外，根据其储量规模，我们预计西矿后续扩产的可能性较大，在铁矿价格将继续高位的条件下，该矿后期或可带来业绩的明显改善。

● 维持“强烈推荐”的投资评级

在考虑公司铁矿注入的条件下，我们暂维持公司 2011-2012 年 EPS0.12 元、0.14 元的预测，对应 PE 分别为 55.4 和 50.4 倍，与同类钢铁公司相比估值较高。不过，由于本次注入的矿山规模较大，其内含稀有金属具备较高的资源价值，且存在产能大幅提升的可能，后续业绩改善的空间较大，继续维持对该公司“强烈推荐”的投资评级。

● 风险提示

非公开发行事项目未获股东大会或证监会核准；宏观经济整体下滑使钢材需求大幅放缓。

表 3 考虑铁矿资产注入后的盈利预测表

项目	2009	2010	2011E	2012E
钢铁销量(万吨)	1005	985.26	1000	1050
铁精粉产量(万吨)	0	0	300	300
营业收入(元)	34,003,986,352	40,546,380,656	45,515,864,488	49,614,155,620
YOY (%)	-22.91%	19.20%	12.26%	9.00%
毛利(元)	-204,432,241	1,984,970,900	4,036,397,908	4,300,756,265
毛利率 (%)	-0.60%	4.90%	7.21%	7.23%
期间费率 (%)	4.70%	4.08%	4.08%	4.08%
利润总额(元)	-2,163,563,490	259,874,010	1,351,241,001	1,484,340,472
净利润(元)	-1,630,568,602	194,098,492.01	999,582,936.46	1,098,043,506.80
每股收益(元)	-0.254	0.030	0.124	0.136
YOY (%)	-277.24%	-111.90%	310.75%	9.85%
PE	/	227.68	55.43	50.46

资料来源：公司年报，第一创业证券

注：钢铁销量数据是根据公司年报公布的产量数据进行估算。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120