

注矿决定未来

—包钢股份一季报简评

包钢股份

600010

季报点评

报告期内，公司实现营业收入85.55亿元，同比增长4.56%；营业利润5991.94万元，同比下降55.88%；归属于母公司所有者净利润1076.5万元，同比下降89.28%；基本每股收益0.0017元，基本符合市场预期。公司的主要产品为板材（40.14%，2011年营收占比，下同）、线棒材（22.82%）、型材（10.88%）和管材（10.86%）。

产品价跌量涨，营收略有上升。公司产品的价格同比均有下降，我们推测营业收入上涨的主要原因是公司产量有所增加。公司在去年8月收购了天诚线材有限公司，线材产能有所增加；159无缝管项目以及中厚板工程已经于2011年底投产，报告期内可能有所放量。因产品价格下跌，公司的毛利率降低1.38个百分点至5.55%；销售费用的升高推动期间费用率增加0.29个百分点至5.45%，**毛利率下降和期间费用率上升导致营业利润大幅下滑。**

非流动资产处置损失大幅增加。报告期内公司营业外支出4691.74万元（均为非流动资产处置损失），比上年同期增加4611.16万元。我们推测该损失应该是公司轨梁厂进行改造时报废部分设备造成的。营业外支出的大幅增加造成公司净利润下滑幅度高于营业利润下滑幅度。我们估计，在该项目完成前，非流动资产处置损失还将继续扩大。

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型钢改造项目都将陆续于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。

公司盈利状况已有好转。虽然公司的同比数据较为悲观，但环比来看，公司的毛利率有所上升，净利润也开始扭亏为盈，配合已完成项目的放量，第二季度公司盈利能力可能会继续回升。

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%、氧化钨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

维持

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

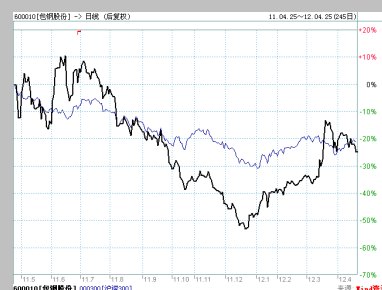
分析：2012年4月24日

发布：2012年4月25日

价格

当前市价：5.92元

股价表现



公司估值

	2011	2012E	2013E	2014E
EPS	0.08	0.07	0.08	0.09
PE	76.6	82.2	76.9	67.7
PB	2.9	2.8	2.7	2.6

注：EPS为最新股本摊薄后数据

料需求。按照铁精粉价格在940元/吨（参考唐山铁精粉不含税价）进行测算，铁精粉业务将带来14亿左右的营业利润。尾矿中含有丰富的铈和稀土氧化物，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。

盈利预测：不考虑注矿因素，我们预测，2012-2014年公司的EPS分别为0.07元、0.08元和0.09元，对应4月24日公司的收盘价5.92元，公司的动态P/E分别为82倍，77倍和68倍。不考虑尾矿综合利用的情况下，如果注矿成功，公司的EPS或将达到0.19元（摊薄后），2012年的动态P/E为31.16倍，目前股价已充分反映了注矿因素，未来公司成长性有限，因此维持公司“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
西区新建四座焦炉工程	建设中	2012 年完成一座,其余 2013 年陆续投产	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	4,585,572	4,925,617	5,316,455
增长率	-22.9%	19.2%	5.6%	7.1%	7.4%	7.9%
营业利润(万元)	(221,118)	27,563	67,349	60,088	64,232	72,911
增长率	-299.7%	-112.5%	144.3%	-10.8%	6.9%	13.5%
净利润(万元)	-163122	19410	49629	46244	49471	56151
增长率	-277.2%	-111.9%	155.7%	-6.8%	7.0%	13.5%
每股净资产(元)	1.93	1.96	2.01	2.08	2.16	2.24
每股收益(元)	-0.25	0.03	0.08	0.07	0.08	0.09
市盈率(P/E)	-23.3	195.9	76.6	82.2	76.9	67.7
市净率(P/B)	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	39.3	14.4	13.2	28.8	24.1	20.4
息率(%)	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，东海证券预测

利润表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
---------	------	------	------	-------	-------	-------

营业收入	3401623	4054638	4281492	4585572	4925617	5316455
营业成本	3422079	3856141	3986624	4304753	4613663	4966967
营业税金及附加	23774	16358	18364	18342	19702	21266
销售费用	39951	44063	47037	50441	54182	58481
管理费用	47698	50566	63512	64198	68959	74430
财务费用	72386	70904	93335	89949	107880	125399
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	60088	64232	72911
营业外净收支	4675	(1576)	(2700)	0	50	50
利润总额	(216443)	25987	64649	60088	64282	72961
所得税费用	(53461)	6309	14994	13820	14785	16781
少数股东损益	140	269	26	24	26	29
归属于母公司净利润	(163122)	19410	49629	46244	49471	56151
增长率	-277.2%	-111.9%	155.7%	-6.8%	7.0%	13.5%
现金流量表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	(163122)	19410	49629	46244	49471	56151
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	89949	107880	125399
营运资本变动	130330	(58502)	19801	116543	(21588)	(24954)
其它	57762	29587	(16915)	6983	26	29
经营活动现金流	192797	256398	312471	349214	286605	373276
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	236677	284308	258833
融资活动现金流	17186	(208346)	200306	236677	284308	258833
现金净变动	54677	(148604)	55562	28739	32138	36938
货币资金的期初余额	443008	497685	349082	404644	433382	465520
货币资金的期末余额	497685	349082	404644	433382	465520	502458
企业自由现金流	0	119543	(9980)	(142978)	(171452)	(127586)
权益自由现金流	0	0	418083	24438	29789	34690

资产负债表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	497685	349082	404644	433382	465520	502458

应收款项	444271	479852	797251	628161	674742	728281
存货净额	983688	1100597	1372472	1353978	1431770	1520521
其他流动资产	144079	101396	55499	59612	64033	69114
流动资产合计	2074608	2034065	2632472	2475133	2636065	2820375
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	5196284	5637295	6074726
短期借款及交易性金融负债	323732	371917	799378	1036054	1320362	1579195
应付款项	996863	1058486	1375464	1353978	1431770	1520521
其他流动负债	518130	531554	546441	507959	537373	570940
流动负债合计	1838726	1961956	2721283	2897991	3289505	3670656
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	3847896	4239410	4620660
少数股东权益	4140	4247	12902	12926	12952	12981
股东权益	1240521	1260472	1289218	1335462	1384933	1441084
负债和股东权益总计	4294206	4204399	4973308	5196284	5637295	6074726
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	0.07	0.08	0.09
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	2.16	2.24
ROS	-5%	0%	1%	1%	1%	1%
ROE	-13%	2%	4%	3%	4%	4%
毛利率	-1%	5%	7%	6%	6%	7%
EBIT Margin	-3%	2%	4%	3%	3%	4%
EBITDA Margin	4%	9%	10%	7%	9%	10%
收入增长	-23%	19%	6%	7%	7%	8%
净利润增长	-277%	-112%	156%	-7%	7%	14%
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	-23.3	195.9	76.6	82.2	76.9	67.7
P/B	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	39.3	14.4	13.2	28.8	24.1	20.4

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, 并不构成对客户的投资建议, 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