

钢铁行业

上市公司深度研究

包钢股份(600010)

买入

集团资源综合开发利用进入实施阶段

跟踪(维持)

报告日期: 2012年10月26日

市场数据: 2012年10月26日

收盘价(元)	5.52
一年内最高/最低(元)	7.15/3.53
市净率	2.77
市盈率	276
流通A股市值(百万元)	35460

基础数据: 2012年06月30日

每股净资产(元)	1.99
资产负债率%	76.97%
总股本/流通A股(亿股)	64.24/64.24
流通B股/H股(亿股)	-/-

相关研究

《资源+品种+地域 提升公司投资价值》包钢股份深度研究 2011/1/12

《潜龙在渊 蓄势待发—太钢不锈钢深度研究报告》2009/02/20

分析师: 刘俊清

执业证书编号: S0760511010013

liujunqing@sxzq.com

电话: 0351-8686975

联系人:

张小玲 电话: 0351-8686990

邮箱: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军 电话: 010-82190365

邮箱: mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28

层

公司研究/深度报告

盈利预测:

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	42814.92	37677.13	40691.30	42725.87
营业收入增长率%	5.59%	-12.00%	8.00%	5.00%
净利润(百万元)	496.27	323.61	660.22	770.40
净利润增长率%	155.71%	-34.79%	104.01%	16.69%
基本每股收益(元)	0.08	0.05	0.10	0.12

投资要点:

➢ **公司钢品种结构齐全,可较好地抵御市场波动风险。**目前公司具备1000万吨/年的粗钢生产能力,能够生产“板、管、型、线”构筑四大系列产品,各产品生产能力适中,可抵御不同品种的周期波动。在行业低谷扩产的无缝钢管项目正成为公司新的利润增长点。

➢ **稀土钢将成为公司的发展方向。**富含稀土是公司钢铁产品的天然优势,稀土钢具有韧性好、耐腐蚀的特点。包钢集团在“十二五”规划中,将建设500万吨/年稀土汽车板定位成集团结构调整的举措之一。随着行业内淘汰落后和兼并重组的快速开展,稀土钢由于其优良的性能将成为高端汽车板的主要品种之一,为公司增加利润。

➢ **注入巴润矿业将大幅提升公司盈利能力。**2011年启动的巴润矿业整体注入方案(巴润矿业全部资产以及白云鄂博西矿的采矿权)已获得证监会核准,只待核准文件发布,即可进行资产交割。集团承诺补偿巴润矿业2011年3月以来的亏损而不享受其盈利,一方面增加采矿利润;另一方面可以向上延伸产业链、提升经营利润,从而提升包钢股份的盈利能力。

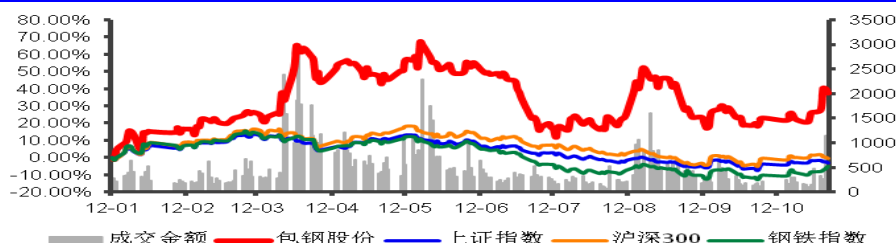
➢ **集团已正式启动氧化矿的环保搬迁和铁、稀土、铌等资源综合利用项目。**9月3日,“包钢尾矿库综合治理与保护”项目的重要组成部分,包钢氧化矿选矿搬迁及白云鄂博矿资源综合利用工程正式开工,工程集装备升级、节能减排、技术创新于一体,为白云鄂博尾矿的开发利用奠定基础。资料显示,包钢集团“尾矿湖”将于两年内封存管理。市场所需稀土等原料将从新建的环保选场尾矿的综合开发利用项目里产生。

➢ **巴润矿业的尾矿将率先被综合利用,为市场提供稀有资源。**随着巴润矿业的注入,公司成功拥有铁矿石资产;随着集团开发项目的推进,巴润矿业至7月底已的有1221万吨(即月平均近60万吨/年的)混合尾矿和未计数的氧化矿尾矿或被最早开发利用;精炼的铌、钽氧化物将成为替代进口产品应用于航空航天的高科技领域,为公司创造价值。

➢ **风险因素。**钢铁行业持续低位运行,巴润矿业注入期较长、尾矿开发迟缓等都会给公司未来经营带来较大的不确定性。

➢ **盈利预测与股票评级。**不考虑资产注入等因素,预计2012、2013、2014年每股收益分别为0.05元、0.10元和0.12元。考虑行业平均水平以及公司未来发展,我们认为股票的合理价位区间为7.5元~8.0元,在5.5元以下可以积极介入,给出买入评级。

近一年以来包钢股份股价与大盘对比走势:





目 录

1、包钢股份是西北地区最大的钢铁生产企业	3
1.1 包钢股份主营构成及其经营情况	4
1.2 控股股东拥有矿业、钢铁、稀土等几大产业链，实力雄厚.....	5
2、注入巴润矿业已获证监会核准，产业链向上游延伸.....	5
2.1 注入资产巴润矿业的基本情况和资源状况.....	6
2.2 注入巴润矿业的资产及相关申请和核准公告.....	7
3、白云鄂博资源综合开发利用情况	8
3.1 白云鄂博资源概况	8
3.2 白云鄂博资源开发利用技术储备	8
3.3 白云鄂博西矿资源丰富，可率先被开发利用.....	9
4、盈利预测及投资建议	10
4.1 基本假设	10
4.2 分类预测	10
4.3 股票评级及投资建议	13
5、风险因素	14
5.1 钢铁业持续低迷，影响公司的正常经营.....	14
5.2 注入巴润矿业不能按计划在年内进行	14
5.3 集团层面稀土、铌等资源的开发利用项目进展缓慢，	14

图目录

图 1 包钢股份股权结构图	3
图 2 我国主要钢铁企业分布图:	3
图 3 2012 年上半年包钢股份收入构成.....	4
图 4 2012 年上半年包钢股份营业利润构成.....	4
图 5 国内黑色金属冶炼及压延工业销售利润率的走势.....	4
图 6 我国钢铁压延公司的-的销售利润率变化情况	4
图 7 包钢集团的四大产业体系	5
图 8 2009 年以来焦煤价格走势	11
图 9 2010 年 10 月以来国产铁矿石价格	11
图 10 2008 年以来钢轨价格走势图	11
图 11 2009 年中以来普通中厚板价格走势.....	11
图 12 2008 年以来冷热扎板材价格走势.....	12
图 13 2010 年以来线螺产品市场价格走势图.....	12
图 14 2010 年以来无缝钢管市场价格走势图.....	12
图 15 2010 年底以来我国钢材产品与原材料综合价差变化.....	12
图 16 包钢股份近两年来的 PB、PE 走势图	14

表目录

表格 1 国土部批准的稀土采矿权	6
表格 2 巴润矿业评估基准日的资产状况	7
表格 3 盈利预测表	单
位: 百万元	13

1.1 包钢股份主营构成及其经营情况

公司拥有板材、钢轨（型材）、钢管、长材等四大类几十个品种的钢材。包钢股份是我国高速钢轨的主要供应商之一，重轨生产线可满足时速350公里以上客运高速铁路用轨的需求；是品种规格较为齐全的无缝钢管生产基地，是西北地区最大的薄板生产基地。

图 3 2012 年上半年包钢股份收入构成

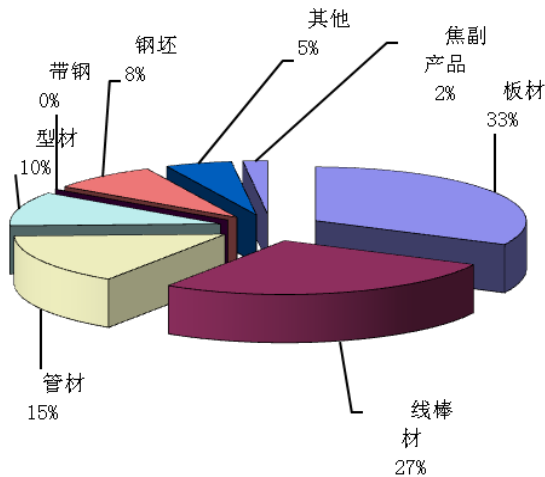
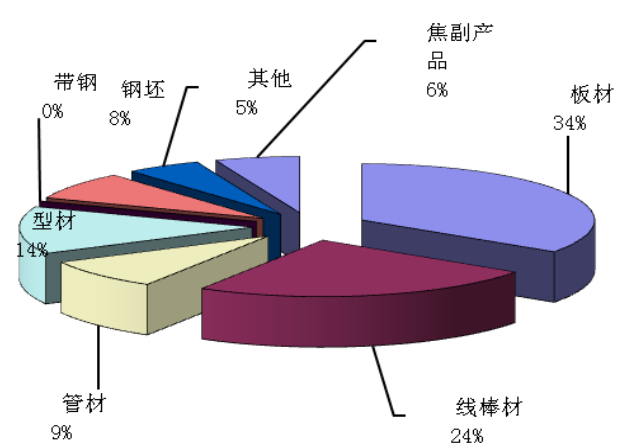


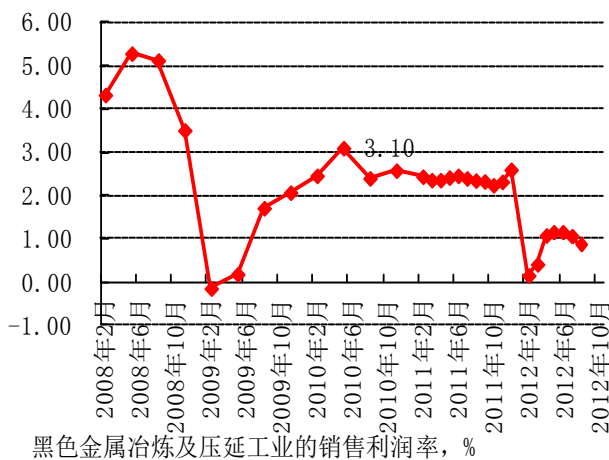
图 4 2012 年上半年包钢股份营业利润构成



数据来源：公司公告，山西证券研究所

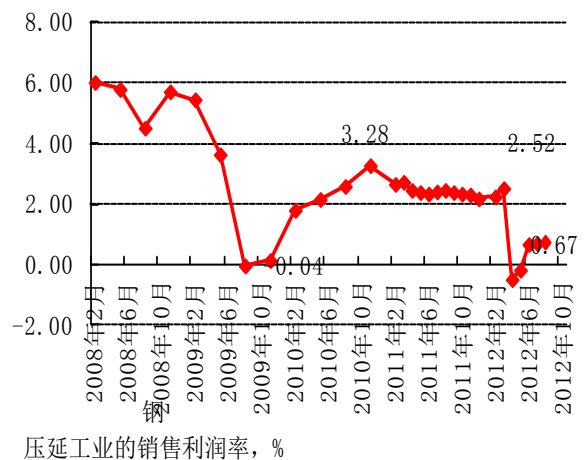
自2008年开始，受全球金融危机的影响，钢铁行业进入周期性低谷。加之我国钢铁业粗放型发展，行业整体盈利能力较差，长期低于我国工业企业的平均盈利水平。包钢股份也不例外，近几年一直处于微利经营状态，预计未来几年仍将随着行业的波动而波动运行。

图 5 国内黑色金属冶炼及压延工业销售利润率走势



黑色金属冶炼及压延工业的销售利润率，%

图 6 我国钢铁压延公司的销售利润率变化情况



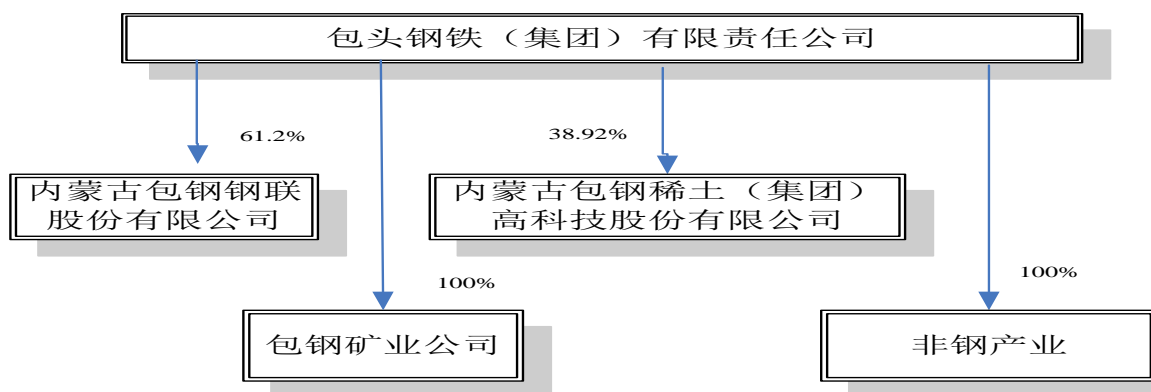
压延工业的销售利润率，%

资料来源：国家统计局，Wind 资讯，山西证券研究所

1.2 控股股东拥有矿业、钢铁、稀土等几大产业链，实力雄厚

包钢股份的控股股东包钢集团是国家在“一五”期间建设的156个重点项目之一，1954年建厂，1998年改制为公司制企业，拥有包钢股份和包钢稀土两个上市公司，是我国重要的钢铁工业基地和最大的稀土工业基地，是内蒙古自治区最大的工业企业。经过多年的经营和探索，目前已经形成钢铁、稀土、矿业、非钢产业四大产业体系，钢铁产业全部集中包钢股份；稀土产业全部集中在包钢稀土；矿产全部集中在矿业公司，截至目前，包钢矿业已掌控铁矿石权益资源6亿吨以上，并与澳大利亚、蒙古等国企业开展了广泛的资源合作，拥有一定的有色金属资源及产业发展能力，正在办理内蒙古自治区境内两个10亿吨煤田的矿业权证；其他辅助非钢产业集中在非钢产业集团（西创公司），截至2011年末的集团总资产达到998亿元。“十二五”期间，包钢集团规划将建成粗钢产能1850万吨的大包钢，年产550万吨的稀土汽车板项目已于2012年一季度开工建设，目前进展顺利。预计至十二五末，宝钢集团将在2011年收入超500亿元的基础上，再造一个包钢，率先打造自治区收入超千亿元企业。

图 7 包钢集团的四大产业体系



资料来源：公司公告，山西证券研究所

2、注入巴润矿业已获证监会核准，产业链向上游延伸

根据2011年3月份公告，集团公司将白云鄂博西矿采矿权及巴润矿业全部资产注入上市公司，随后陆续发布了内蒙古国资委批准、中国证监会核准的相关公告。公告显示，巴润矿业注入包钢股份的工作即将进入实质性操作阶段，公司产业链将正式向上游延伸，铁矿石将成为包钢股份的主要产品之一，为公司创造利润。

2.1 注入资产巴润矿业的基本情况和资源状况

巴润矿业为包钢集团的全资子公司，于2004年8月27日在达茂旗注册成立，包钢集团以用于白云鄂博铁矿西矿矿山基本建设投资和生产设备、设施投资及部分流动资金作为出资。巴润矿业设计采剥量1500万吨/年，选矿厂设计规模为每年处理磁铁矿1000万吨，生产铁精矿300万吨，与民营选矿厂可共同形成450万吨/年铁精粉生产能力，矿产生产装置于2009年投产并于2010年达产，截止2011年2月28日，根据未经审计的财务数据，公司的总资产为62.35亿元，净资产为38.58亿元。

白云鄂博西矿是世界著名的白云鄂博矿床最大的矿体群之一，位于白云鄂博矿床西部。矿区地理坐标为：东经109° 50' 23" ~109° 57' 37"，北纬41° 47' 34" ~41° 48' 46"，矿区呈近东西狭长带状展布，长9.8km，宽1.9km，面积17.45km²。初期勘探铁矿石储量数亿吨，属低磷、低氟、低稀土大型铁矿床，矿体分布集中，适合大型露天开采。

西矿项目所在地地处丘陵地带，地表植被为干旱草原典型植被，无常年地表水流，地下水完全靠大气降水补给，含氟量偏高。项目区四周大部分土地为荒地，该地区人烟稀少，环境较不敏感。

西矿矿区范围由21个拐点圈定，开采深度由1674米至1210米标高，开采方式为露天开采，2005年9月（国土资储备字（2005）251号文）国土资源部评审备案的白云鄂博铁矿西矿铁矿石资源储量为6.67亿吨，预计西矿采矿权的价值为20亿元左右。

根据国土资源部（国土资储备字（2005）251号）备案证明，国土资源部（国土资采矿评认（2006）62号）采矿权评估结果确认书和采矿权价款缴费凭证，包钢集团缴纳价款为42,305.55万元，对应的有偿处置资源储量为17,952万吨，扣除截至2011年3月31日动用的储量2,389.33万吨，剩余15,562.67万吨。

2012年9月4日，国土资源部2012第21号《关于稀土探矿权采矿权名单的公告》显示，白云鄂博西矿采矿权是由国土资源部批准的“综合利用稀土的铁矿采矿权”，这就为以后综合开发利用稀土资源奠定了基础。

表格 1 国土部批准的稀土采矿权

序号	采矿权人	矿山名称	许可证号	首设时间	有效期截止时间	发证机关	备注
66	包头钢铁（集团）有限责任公司	包头钢铁（集团）有限责任公司白云鄂博铁矿西矿	C1000002009102120040147	2009年	2013年9月19日	国土资源部	综合利用稀土的铁矿采矿权
67	包头钢铁（集团）有限责任公司	包头钢铁（集团）有限责任公司白云鄂博铁矿	C1500002011042140115856	2001年	2031年12月15日	内蒙古自治区国土资源厅	综合利用稀土的铁矿采矿权

数据来源：国土资源部



2.2 注入巴润矿业的资产及相关申请和核准公告

根据公司公告，包钢集团将其全资子公司巴润矿业的全部资产及白云鄂博西矿采矿权注入到包钢股份。截至目前，巴润矿业已经具备年产1000万吨铁矿石原矿的采、选能力以及管道运输能力。

表格 2 巴润矿业评估基准日的资产状况

项目	2011年3月31日	2010年12月31日
资产总额	615,049.10	525,183.60
其中：流动资产合计	167,701.20	102,240.00
非流动资产合计	447,347.90	422,943.60
负债总额	245,599.30	514,399.90
其中：流动负债合计	79,599.30	514,399.90
非流动负债合计	166,000.00	-
所有者权益总额	369,449.80	10,783.80

数据来源：公司公告

相关申请及批复文件如下。

20110312：包钢股份非公开增发预案

20110312：包钢股份非公开发行涉及关联交易公告

20110825：包钢股份定向增发公告预案修改

20120802：内蒙古包钢钢联股份有限公司董事会公告，主要内容之一 关于白云鄂博铁矿西矿所采选出的尾矿渣的归属：白云鄂博铁矿西矿的尾矿渣是由包钢集团巴润矿业有限责任公司（以下称“巴润矿业”）采掘铁矿石后，对矿石进行粉碎磁选铁精粉或委托他人选矿后形成的废弃物，包钢集团确认白云鄂博铁矿西矿的尾矿渣属于巴润矿业。

20120810：内蒙古包钢钢联股份有限公司董事会公告，主要内容：关于白云鄂博铁矿西矿所采选出的尾矿渣的归属及存储情况：集团公司确认白云鄂博铁矿西矿的所有尾矿渣均属于巴润矿业，白云鄂博铁矿西矿的尾矿渣分为混合矿尾矿渣和氧化矿尾矿渣两种，混合矿尾矿渣是巴润矿业选矿厂对混合矿选矿后形成的废弃物采用干堆方式堆放在巴润矿业尾矿库中，尾矿库于2010年10月投入使用，截至目前存放在尾矿库中的尾矿渣为1,221万吨；氧化矿尾矿渣是巴润矿业委托民营选矿厂对氧化矿选矿后形成的废弃物，堆放在巴润矿业厂区，其数量尚无统计，巴润矿业对氧化矿尾矿渣进行处理不存在障碍。

20120830：包钢股份关于非公开发行A股股票申请获得中国证监会发行审核委员会审核通过的公告

20120912：内蒙古包钢钢联股份有限公司董事会公告：主要内容就内蒙古包钢钢联股份有限公司（以下简称“包钢股份”）非公开发行股份募集资金收购包头钢铁（集团）有限责任公司（以下简称“包钢集团”）持有的包钢集团巴润矿业有限责任公司（以下简称“巴润矿业”）



100%股权和白云鄂博铁矿西矿采矿权事宜，根据2011年3月11日包钢集团与包钢股份签署的附条件生效的资产转让协议，巴润矿业自评估基准日即2011年3月31日（不包括基准日当日）至交割审计日期间产生的利润由包钢股份享有，亏损由包钢集团承担。包钢集团承诺在巴润矿业股权交割给包钢股份时，包钢集团将以2011年3月31日至交割审计日期间实际采矿量所产生的净利润为依据对巴润矿业或包钢股份进行补偿，补偿涉及的税收全部由包钢集团承担。

3、白云鄂博资源综合利用情况

3.1 白云鄂博资源概况

我们知道，白云鄂博位于包头市正北约150公里处，白云鄂博矿山东西延伸约20余公里，相对高度约200米，稀土资源储量占全国的97%，为除中国以外世界总储量的5倍多。白云鄂博矿是一座世界罕见的多金属共生矿床，分布在东西长18公里，南北宽约3公里，总面积48平方公里的范围内。现已探明矿体内蕴藏着175多种矿物，71多种元素，具有或可能具有综合利用价值的元素有26种。矿物种类主要有铁、铈和稀土矿物，探明铁矿储量14亿吨，形成主矿、东矿、西矿、东介勒格勒4个工业矿床，全区矿化范围达48平方公里；稀土矿工业储量3600万吨，占全世界的36%，占全国的90%以上，因而被誉为“稀土之乡”；铈矿储量660万吨，铈资源居世界第二位。此外，在矿体的上盘，还蕴藏着1.5亿吨的富钾板岩，平均品位达氧化钾12.14%。另外，还蕴藏着铜、石英石、萤石、磷灰石、软锰矿等多种矿物。稀土、铈与铁共生，多种物质成份共存，形成了白云鄂博铁矿独特的矿床类型。

巴润矿业整体注入包钢股份以后，白云鄂博西矿的全部资源极采选铁矿以后的尾矿全部归属包钢股份，那么，尾矿中所含的稀土资源自然要有包钢股份开发利用。

3.2 白云鄂博资源开发利用技术储备

由于铈具有抗腐蚀性、抗高温性和超导性，与其他金属形成的合金，可以用于航空航天等尖端科技领域，具有广阔的应用价值和战略意义。

3.2.1 铈资源的开发利用获得技术突破。

2010年第，《包头稀土铈资源综合利用关键技术研究》取得重大突破。包钢集团矿冶研究院对白云鄂博矿体中铈的开发利用经过多年的研究，终于取得了重大突破，成功提取到4%以上的铈精矿，并成功进行了工业试验，为实现工业应用奠定了基础。工业采用全浮选工艺流程，可以综合回收稀土、铁、铈资源。工艺流程采用混合浮选——混合泡沫回收稀土精矿——浮砂回收铁精矿——铁尾矿再回收铈精矿。铈采用一粗三精浮选工艺，首先获得品位2%以上的浮选铈精矿，然后再采用强磁脱铁工艺对浮选铈精矿进行处理，获得品位为4%以上的铈精矿及品位为1%品位的铈次精矿。铈精矿品位4%以上，回收率25%以上，可以作为冶炼低级铈铁的原料，完成了首选工业试验方案补充试验，并获得稀土精矿、铁精矿和铈精矿终端3种产品。该工艺的成功，为包钢白云鄂博以铈为代表的稀土、铁、萤石、钽等资源综合利用回收产业化提



供了技术依托。白云鄂博铈资源得到回收利用，中国将结束铈铁一直依赖从巴西进口的局面。

3.2.2 《内蒙古白云鄂博稀土、铁及铈矿资源综合利用示范基地建设总体规划》通过国家审查，基地建设正式启动

2012年5月，由包钢集团矿研院、规划发展部、计划财务部、包头稀土研究院、白云铁矿、选矿厂等单位联合编制的《内蒙古白云鄂博稀土、铁及铈矿资源综合利用示范基地建设总体规划大纲》获国土资源部、财政部和自治区政府通过。白云鄂博矿示范基地正式挂牌成立，标志着该项目建设工作正式启动。

发展规划中提出了以铈为代表的资源综合利用的要求，包钢在未来三年内，一是要针对白云鄂博资源综合利用开展技术攻关，不断开发和改进铈、萤石和钽等资源回收利用技术，为实现产业化提供技术支撑；二是建成一条年产600万吨氧化矿选矿生产线及与之相匹配的年处理尾矿380万吨铈选别生产线，产出合格的铁精矿、稀土精矿、铈精矿、萤石精矿和300-400ppm钽富集物等原料产品，同时进一步开发下游及终端产品，实现对原料产品的深加工，即生产铈铁、制备氟化工产品 and 生产99.9%的氧化钽，形成整体产业链；三是按照公司的总体部署，完成产业链上市的全部准备工作。除建设年产600万吨氧化矿选矿生产线外，其余以铈为代表的资源综合利用工作由包钢矿研院担当。

2011年，包钢矿研院完成了“内蒙古白云鄂博稀土、铁及铈矿资源综合利用示范基地”（以下简称“白云鄂博示范基地”）的筹建工作。目前，白云鄂博示范基地已正式挂牌成立，该项目建设工作已正式启动。该基地的建设得到国家和自治区的大力支持，财政部将给予包钢集团8.8亿元资金援助，首拨2.5亿元资金已经到位。该基地建成后，将成功实现稀土、低品位铁矿、铈、钽、萤石等资源的综合利用产业化。

3.3 白云鄂博西矿资源丰富，可率先被开发利用

3.3.1 包钢集团氧化矿选矿搬迁及白云鄂博矿资源综合利用工程正式开工

据包钢日报报道，2012年9月3日上午，“包钢尾矿库综合治理与保护”项目的重要组成部分，包钢氧化矿选矿搬迁及白云鄂博矿资源综合利用工程正式开工，工程集装备升级、节能减排、技术创新于一体，为白云鄂博尾矿的开发利用奠定基础。

《白云鄂博尾矿资源综合利用选矿工艺研究》圆满完成，提出了从白云鄂博尾矿分选主要有用矿物的综合利用选矿工艺，不仅能将稀土(包含钍)、萤石、铁和铈都能分选出精矿和富集物，并取得了较好的技术指标。

据统计，2010年全世界钽的用量仅为10吨左右，致使其价格非常昂贵。而白云鄂博资源综合利用产业化后预计产量为每年75吨，同时包钢矿研院已与包头稀土研究院、湖南稀土金属材料研究院密切合作，计划在今年6月前完成从钽的富集物中提取99.9%氧化钽的工艺流程突破，为生产线建设提供技术支撑。目前，包钢矿研院已与秦皇岛分院联合完成了选铈工业流程中选取萤石精矿的工业流程设计。萤石的市场前景广阔，产业化后预计年产量可达40万吨，效益可观。

该工程为白云鄂博矿资源综合利用国家级示范基地建设的关键项目之一，也是内蒙古自



治区政府立项的“包钢尾矿库综合治理与保护”项目的重要组成部分。据《包头日报》报道，工程完工后每年向包钢厂尾矿库排放的尾矿量将减少一半，稀土选矿用氨氮类药剂将不再向尾矿库排放，含盐类工业废水的排放将大幅减少。在新的生产区域采用尾矿干堆、各工序独立循环水系统等新技术，可实现生产废水零排放。

资料显示，尾矿库面积已达20平方公里，储存尾矿1.7亿多吨。尾矿库中因富含大量放射性的金属钍，成为重大的源。环境污染。“稀土湖”的治理成为包钢集团健康发展绕不过去的坎。公司积极采取应对措施，制定了“包钢尾矿库综合治理与保护”总体方案，方案已经内蒙古自治区政府常务会原则通过，两年后尾矿库将闭库。包钢稀土将投入22亿元配合包钢集团进行尾矿库的治理和环保搬迁。

公开资料显示，内蒙古白云鄂博矿区“钍”储量约为22万吨，占到全国“钍”储量的77.3%。据不完全统计，包钢尾矿库内的“钍”矿储量，截至2010年底，应当达到9万吨左右。

3.3.2 巴润矿业尾矿富含稀土氧化物，可综合开发利用

即将注入的巴润矿业选矿尾矿采用干法堆放，符合包钢集团的环保方向。

据有关资料介绍，白云鄂博西矿稀土、铌矿化与其伴生、矿化虽比主、东矿段弱，矿段平均品位：TFe 33.57%、RE₂O₃ 0.948%~1.072%、Nb₂O₅ 0.064%~0.08%。稀土储量占全矿区总量的8.5%，铌储量占全矿区总量的43.7%。但主东矿在保护性开采的原则下，开采量将逐年减少，因此，从西矿的资源中提取稀土、铌将成为必然。同时，经过相关勘察，白云鄂博西矿的尾矿中稀土、铌含量也符合洗选要求。这样，西矿的尾矿综合利用应该走在白云鄂博其他矿区之前。公告显示，从2010年10月投产至2012年7月底，22个月已产生1221万吨混合矿尾矿渣和尚未计数的氧化矿尾矿渣，这将成为公司较大的利润来源。

4、盈利预测及投资建议

4.1 基本假设

宏观经济继续平稳运行；

钢铁生产设备运行正常，开工率不低于70%；

巴润矿业按计划在今年内注入；

包钢集团的资源综合利用项目建设进度正常，在两年内正式投入使用。

4.2 分类预测

4.2.1 钢铁生产系统

钢铁行业整体低位运行，行业盈利水平较低。但包钢股份地处西北地区，正处于快速发展阶段，国家西部大开发政策也为公司的发展提供了良好的机遇，公司产品涵盖管、板、型、线几大类，适应能力较强，目前管材市场正走向好转，型材特别是轨道钢的销售受铁路建设的恢复也有回升势头，因此，短期内公司钢铁资产的盈利或可维持低位稳定。

从发展的角度看，2014年，公司将进入产能释放期。无缝钢管159mm、460mm项目改造先

后竣工, 159mm 项目设计产能40 万吨, 已于2011 年9 月份投产, 而460mm 项目设计产能60 万吨, 已于2012 年7 月投产。此外, 集团负责筹建的500万吨稀土汽车板(2250mm汽车板项目) 将于2013年10 月份投产。预计2014 年公司钢铁产能集中释放, 成为公司新的利润增长点。

不考虑资产注入, 我们预计2012、2013、2014年公司的EPS分别为0.05、0.10、0.12元/股。

图 8 2009 年以来焦煤价格走势

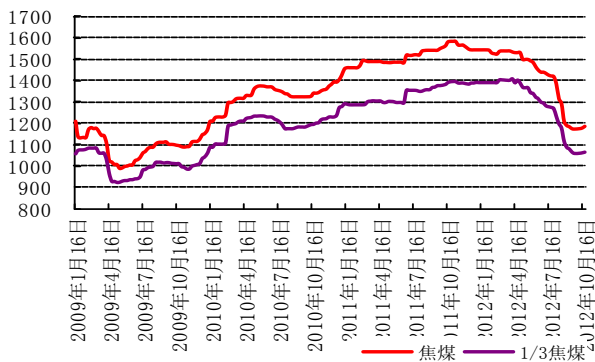
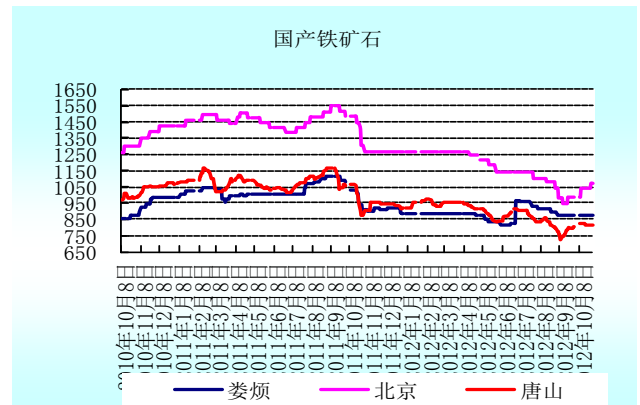


图 9 2010 年 10 月以来国产铁矿石价格



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 10 2008 年以来钢轨价格走势图

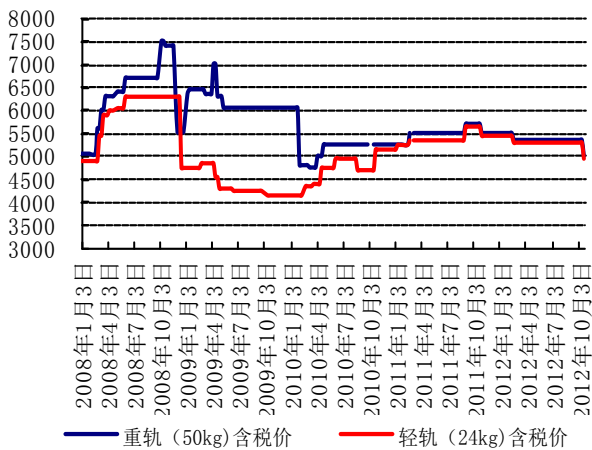


图 11 2009 年中以来普通中厚板价格走势图



资料来源: Wind资讯, 山西证券研究所

图 12 2008 年以来冷热扎板材价格走势

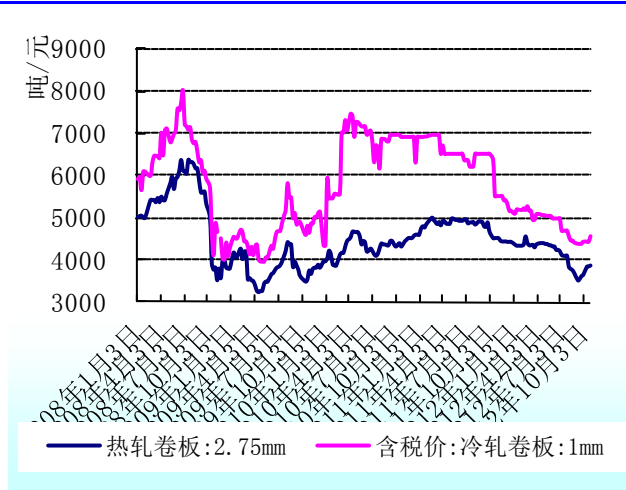
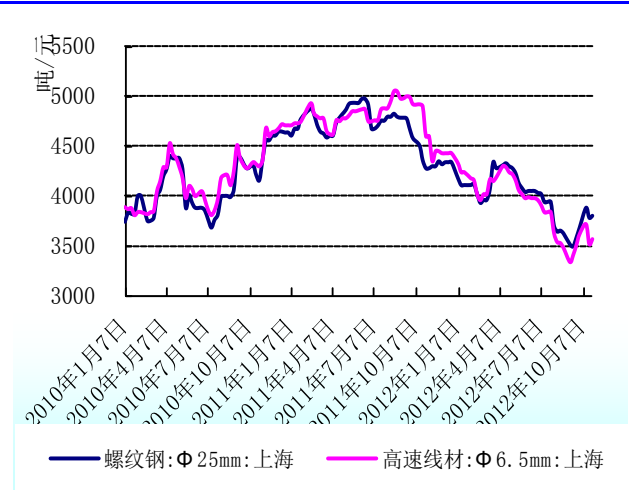


图 13 2010 年以来线螺产品市场价格走势图



资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 14 2010 年以来无缝钢管市场价格走势图

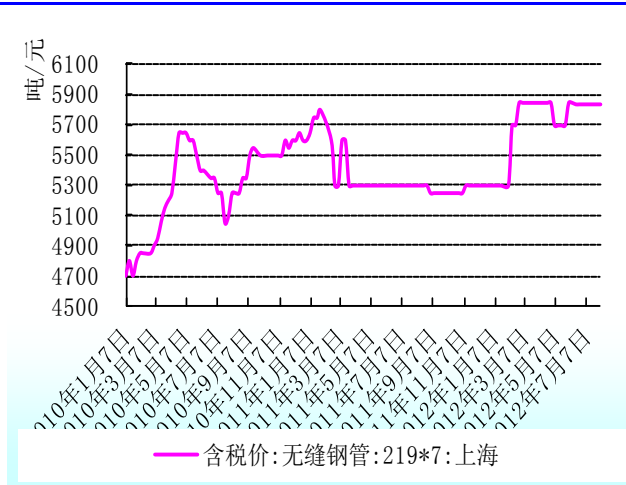
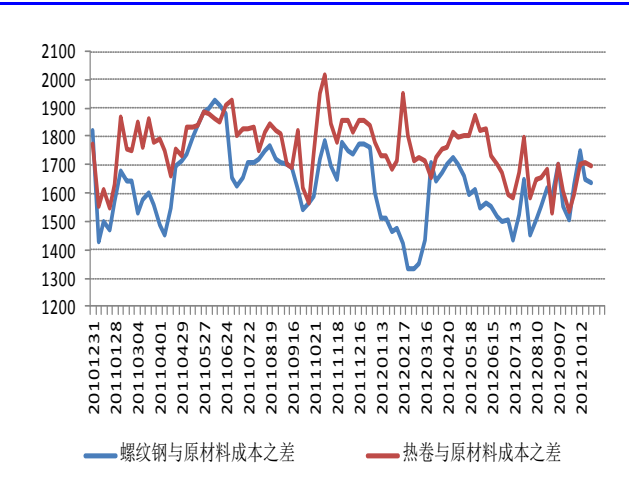


图 15 2010 年底以来我国钢材产品与原材料综合价差变化



资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

4.2.2 巴润矿业生产系统

白云鄂博西矿目前已经具备了1500万吨原矿的采矿能力，年产铁精粉450万吨~500万吨，其中300万吨由巴润矿业生产，其余通过委托周边民营选矿厂选矿，吨矿盈利在150元~200元/吨。可以增厚业绩0.08元~0.11元/股；在享有矿石销售利润的同时，还可以降低钢铁生产成本，产业链整合效益也能够逐步体现出来。

同时，包钢集团还承诺，在2011年3月开始至注入资产交割完毕，巴润矿业出现亏损，由包钢集团承担，盈利由包钢股份享有。这样，包钢股份确保能享受的巴润矿业的正利润。

4.2.3 未来稀土、铌等资源的综合利用

日前，包钢集团的资源综合利用及尾矿库的治理已正式启动，预计两年内将正式关闭使用多年的尾矿库，届时，稀土、铌等资源的开发利用将在新的尾矿堆场中进行。巴润矿业的尾矿

资源将成为公司新的利润增长点。因目前尚未完全工业化，集团的资源综合利用项目工程刚开始建设，真正实现效益将在两年以后，我们暂不对这一块进行估值。

4.3 股票评级及投资建议

鉴于公司的资产注入目前已经获得证监会核准,正等待下发正式批文,一旦拿到批文,即可启动资产注入程序,而注入资产对公司未来发展有较大影响。所以,我们对公司的评级就要综合考虑资产注入后公司的整体经营情况和发展潜力,第一阶段以巴润矿业整体注入、铁矿石为公司创造效益为主,考虑市场溢价,预计目标价在7.5~8元附近,继续给予“买入”评级,投资者在5.5元以下可积极介入。

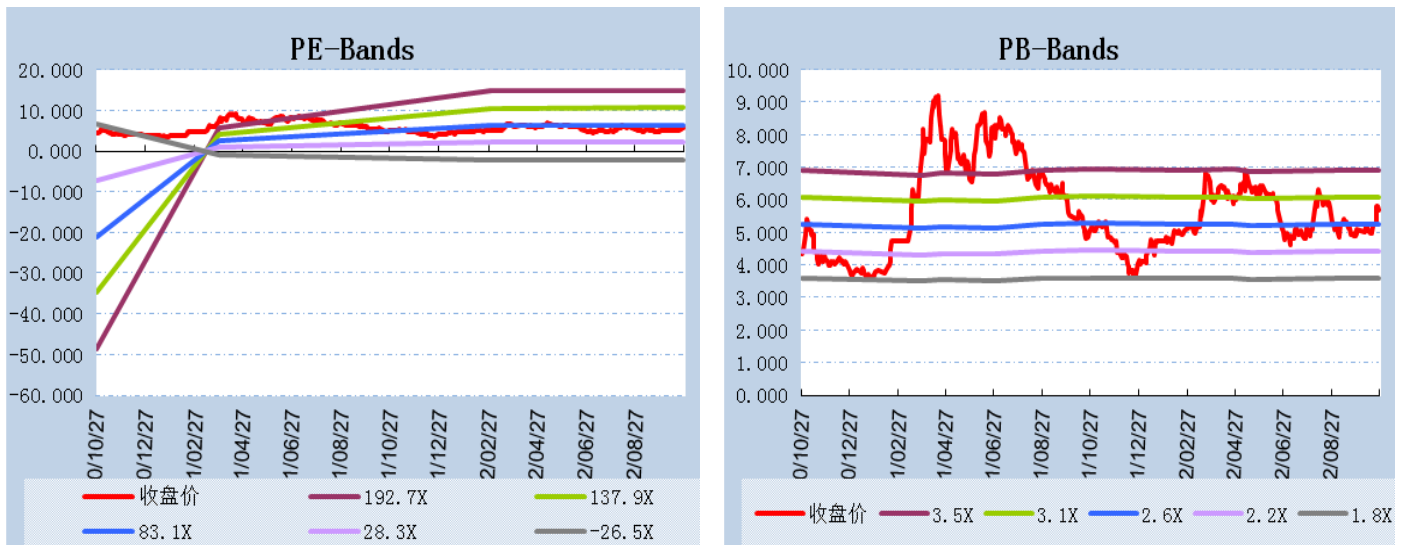
表格 3 盈利预测表

单位:百万元

项 目	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	40546.38	42814.92	37677.13	40691.10	42725.86
减: 营业成本	38561.41	39866.24	35567.21	38046.18	39905.95
营业税金及附加	163.58	183.64	161.60	174.53	183.25
营业费用	440.63	470.37	413.93	447.04	469.39
管理费用	505.66	635.12	558.90	603.61	633.80
财务费用	709.04	933.35	474.19	469.40	436.13
资产减值损失	-99.82	69.59	69.59	69.59	69.59
加: 投资收益	27.21	22.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-17.47	-5.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	275.63	673.49	431.71	880.75	1027.74
加: 其他非经营损益	-15.76	-27.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	259.87	646.49	431.71	880.75	1027.74
减: 所得税	63.09	149.94	107.93	220.19	256.93
净利润	196.79	496.55	323.78	660.56	770.80
减: 少数股东损益	2.69	0.26	0.17	0.34	0.40
归属母公司股东净利润	194.10	496.29	323.61	660.22	770.40
每股收益(元)	0.030	0.077	0.050	0.103	0.120

数据来源: wind资讯, 山西证券研究所

图 16 包钢股份近两年来的 PB、PE 走势图



数据来源: Wind资讯, 山西证券研究所

5、风险因素

5.1 钢铁业持续低迷, 影响公司的正常经营

近几年来, 全球范围内经济低迷, 钢铁产业低位运行, 复苏之路漫长。我国钢铁产能严重过剩, 需求受经济减速以及结构调整, 不能有效增加, 因此, 钢铁业将长期低位运行, 这将严重影响公司的正常经营。

5.2 注入巴润矿业不能按计划在年内进行

目前, 公司尚未拿到中国证监会的正式批文, 资产注入仍存在不确定性; 铁矿石价格继续下跌, 降低巴润矿业盈利能力。

5.3 集团层面稀土、铌等资源的开发利用项目进展缓慢,

集团层面已经开始氧化矿选矿环保搬迁以及铁、稀土、铌资源综合利用的项目建设, 但项目进展存在不确定性。如果不能按计划再两年内完成, 将会延迟公司尾矿的开发利用, 影响公司盈利增长。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。