

2021 年三季度报点评：成本拖累业绩，关注稀土涨价和钢铁成本让利

买入（维持）

2021 年 10 月 31 日

证券分析师 杨件

执业证号：S0600520050001

13166018765

yangjian@dwzq.com.cn

研究助理 王钦扬

wangqy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	59,266	85,936	96,592	103,740
同比（%）	-6.5%	45.0%	12.4%	7.4%
归母净利润（百万元）	406	5,378	7,508	7,994
同比（%）	-39.2%	1224.7%	39.6%	6.5%
每股收益（元/股）	0.01	0.12	0.16	0.18
P/E（倍）	315.53	23.82	17.06	16.02

事件：公司发布 2021 年第三季度报告：2021 年前三季度实现收入 640.0 亿元，同比 47.5%；归母净利润 37.8 亿元，同比 2159.8%，不及我们预期。

点评：

- **成本大幅上涨拖累三季度业绩。**2021Q3 公司归母净利润为 10.1 亿元，同比增长 1120%，环比下降 50%；原材料价格上涨导致公司 2021Q3 毛利率仅为 11.23%，较 Q2 环比下降 7.86pct。
- **稀土业务：受北方稀土限电限产影响较大。**受限电限产影响，北方稀土 Q3 稀土氧化物产量同比下滑 34%；根据公司三季报，我们测算公司 Q3 稀土销量、毛利分别为 3.1 万吨、4.4 亿元，较上半年均值下滑 18%、19%。由于稀土业务收入占比较少，费用较低，毛利大部分为净利润；因此我们认为下游限电限产对公司稀土板块净利润影响较大。
- **稀土：库存低位，供需良好，涨价再次启动。**进入四季度以来，稀土下游生产进入季节性旺季，而稀土库存处于 2500 吨的较低水平，稀土分离企业亦受到不同程度限电影响；库存低位与供需良好共振，稀土涨价再次启动。2021 年 10 月 28 日，氧化镨钕出厂价格高达 73.3 万元/吨，国庆节后（2021.10.7）至今涨幅已超 22%。中长期来看下游需求特别是新能源车、变频空调等持续高景气；稀土供给实行配额制，增幅有限，特别是相对于高速增长的需求而言，供需缺口短期难以缓解，稀土价格有望长期维持高位。
- **关注四季度稀土关联交易调价的可能性。**公司在 2021 年 3 月 8 日的《关于与北方稀土续签稀土精矿关联交易协议的公告》：双方约定，稀土精矿交易价格每季度确定一次。2021 年 Q1、Q2、Q3 和 10 月份均价分别为 50.5、51.4、59.2、63.5 万元/吨。从逻辑上讲，我们认为公司在 Q4 继续上调关联交易价格的概率较大，稀土业务弹性有望进一步释放。
- **关注四季度钢铁行业成本让利。**动力煤、焦煤、焦炭、铁合金近期价格连续大跌，我们预计钢铁成本端将大幅下移，而供给端仍将受产量平控以及采暖季限产的抑制；我们认为未来钢铁盈利中期不仅具备韧性，行业 4 季度盈利水平有望回升，同时明年 1、2 季度亦有改善的可能性。
- **业绩低于我们预期，看好后续盈利回升。**我们预计 2021/2022/2023 年公司收入分别为 859/966/1037 亿元，增速分别为 45%/12%/7%；基于公司三季度业绩表现，我们将 2021-2023 年归母净利润从 71/97/88 亿元调整至 54/75/80 亿元，增速分别为 1233%/39%/7%，对应 PE 分别为 24/17/16 倍。考虑公司稀土、钢铁业务中期均有望实现明显改善，故继续维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；稀土配额超预期；钢铁产能扩张超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	2.81
一年最低/最高价	1.12/4.14
市净率(倍)	2.30
流通 A 股市值(百万元)	89012.96

基础数据

每股净资产(元)	1.24
资产负债率(%)	56.94
总股本(百万股)	45585.03
流通 A 股(百万股)	31677.21

相关研究

- 1、《包钢股份（600010）：2021 年半年度报告点评：稀土钢铁齐头并进，继续强推》2021-08-27
- 2、《包钢股份（600010）：2021 年半年度业绩预增公告点评：钢铁稀土同时超预期，上调盈利预测》2021-07-13
- 3、《包钢股份（600010）：稀土资源价值重估，钢铁业务景气回升》2021-02-25

包钢股份三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	39,138	54,794	51,850	65,542	营业收入	59,266	85,936	96,592	103,740
现金	8,714	9,976	13,616	20,058	减:营业成本	53,538	72,444	80,171	86,311
应收账款	4,994	6,244	6,175	7,163	营业税金及附加	597	902	869	1,011
存货	18,506	31,455	24,805	30,879	营业费用	245	258	290	311
其他流动资产	6,925	7,119	7,254	7,441	管理费用	1,565	2,148	2,318	2,593
非流动资产	105,084	111,770	114,759	117,670	研发费用	66	88	103	109
长期股权投资	1,225	1,409	1,591	1,774	财务费用	2,490	2,524	2,562	2,499
固定资产	66,396	71,587	72,490	74,520	资产减值损失	131	109	168	156
在建工程	512	2,445	4,036	4,820	加:投资净收益	103	100	98	100
无形资产	2,806	2,843	2,921	3,049	其他收益	35	82	49	52
其他非流动资产	34,145	33,486	33,720	33,508	资产处置收益	6	20	25	13
资产总计	144,222	166,564	166,609	183,212	营业利润	765	7,668	10,287	10,919
流动负债	57,354	77,497	72,970	83,915	加:营业外净收支	-84	-22	-27	-30
短期借款	10,129	8,000	7,500	7,750	利润总额	681	7,646	10,261	10,889
应付账款	30,887	42,289	45,719	46,758	减:所得税费用	19	1,671	2,099	2,200
其他流动负债	16,338	27,208	19,751	29,407	少数股东损益	256	598	653	695
非流动负债	25,251	21,475	18,022	15,106	归属母公司净利润	406	5,378	7,508	7,994
长期借款	21,749	18,974	15,341	12,515	EBIT	1,818	8,172	10,590	10,985
其他非流动负债	3,501	2,501	2,681	2,591	EBITDA	5,635	12,361	15,066	15,830
负债合计	82,605	98,972	90,992	99,021	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	8,824	9,422	10,075	10,770	每股收益(元)	0.01	0.12	0.16	0.18
归属母公司股东权益	52,793	58,171	65,542	73,422	每股净资产(元)	1.16	1.28	1.44	1.61
负债和股东权益	144,222	166,564	166,609	183,212	发行在外股份(百万股)	45585	45585	45585	45585
					ROIC(%)	3.6%	13.2%	17.5%	18.5%
					ROE(%)	1.1%	8.8%	10.8%	10.3%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	9.7%	15.7%	17.0%	16.8%
经营活动现金流	3,874	19,092	17,323	18,829	销售净利率(%)	0.7%	6.3%	7.8%	7.7%
投资活动现金流	-1,073	-10,807	-7,310	-7,655	资产负债率(%)	57.3%	59.4%	54.6%	54.0%
筹资活动现金流	-5,387	-7,022	-6,374	-4,731	收入增长率(%)	-6.5%	45.0%	12.4%	7.4%
现金净增加额	-2,640	1,263	3,639	6,442	净利润增长率(%)	-39.2%	1224.7%	39.6%	6.5%
折旧和摊销	3,817	4,189	4,476	4,845	P/E	315.53	23.82	17.06	16.02
资本开支	1,096	7,096	2,510	2,877	P/B	2.43	2.20	1.95	1.74
营运资本变动	-3,055	6,467	2,282	2,898	EV/EBITDA	29.62	13.09	10.29	9.30

数据来源: wind 数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>