

包钢股份 (600010.SH) 买入 (上调评级)

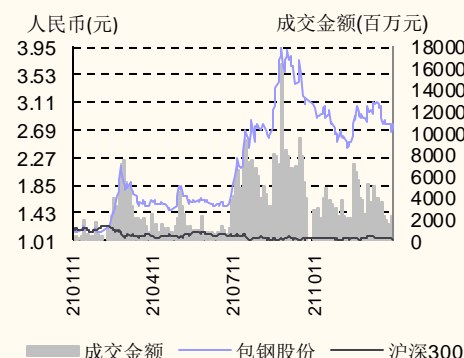
公司点评

市场价格 (人民币): 2.79 元

稀土量价齐升, 钢铁受益稳增长

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	455.85
已上市流通 A 股(亿股)	316.77
总市值(亿元)	1,271.82
年内股价最高最低(元)	3.96/1.13
沪深 300 指数	4822
上证指数	3580



公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	63,397	59,266	79,018	83,819	85,979
营业收入增长率	-5.64%	-6.52%	33.33%	6.08%	2.58%
归母净利润(百万元)	668	406	5,192	7,662	7,806
归母净利润增长率	-79.90%	-39.22%	1179.03%	47.56%	1.88%
摊薄每股收益(元)	0.015	0.009	0.114	0.168	0.171
每股经营性现金流净额	-0.01	0.08	0.37	0.33	0.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.27%	0.77%	9.26%	12.63%	11.95%
P/E	90.09	131.38	26.69	18.09	17.75
P/B	1.14	1.01	2.47	2.28	2.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 1 月 7 日晚公告, 与北方稀土续签《稀土精矿供应合同》, 拟自 2022 年 1 月 1 日起双方稀土精矿销售价格调整为不含税 26887.20 元/吨 (干量, REO=51%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 527.2 元/吨 (干量), 稀土精矿 2022 年交易总量不超过 23 万吨 (干量, REO=50%)。

评论

- 此次调价幅度超预期, 且调价频率有望增加**
 - ✓ 根据公司 21 年 3 月协议公告, 稀土精矿销售价格为不含税 16269 元/吨, 21 年交易总量不超过 18 万吨, 交易价格每季度确定一次。
 - ✓ 此次调价, 每吨价格上涨 10618.2 元, 幅度超 65%, 远高于市场预期的 30% 对应 4000-5000 元/吨左右的幅度。21 年 Q2 之后稀土价格波动较大, 公司稀土精矿后三个季度并没有进行调价, 随着当前氧化镨钕价格的高位趋稳。按 21 年 3 月公告, 22 年开始增加调价频率可能较大。
- 22 年稀土精矿量价齐升, 盈利弹性大**
 - ✓ 根据 21 年中报, 1-6 月生产稀土精矿 8.7 万吨, 销售 7.54 万吨, 收入 14.10 亿元, 毛利 10.93 亿元, 单吨毛利 14496 元/吨。由于公司利用稀土尾矿资源开发, 成本较低, 预计 22 年单吨盈利超过 2 万元。
 - ✓ 按 22 年公司与北方稀土关联交易总量计划不超过 23 万吨, 对应 22 年公司稀土业务盈利有望超过 45 亿元以上, 较 21 年翻倍以上增长。
- 当前钢铁受益稳增长预期。**公司已形成年产 1750 万吨铁、钢、材配能力, 具备高档汽车钢、高档家电钢、高钢级管线钢、高强结构钢等生产能力。预计 21 年钢铁业务实现 30 亿利润, 在当前稳增长背景下, 22 年钢铁利润有望保持。

盈利预测&投资建议

- 由于公司与北方稀土协议上调 22 年稀土供应价格, 公司稀土业务有望迎来量价齐升, 分别上调 22-23 年归母净利润 41%、34% 至 76.62 亿元、78.06 亿元, 对应 EPS 分别为 0.17 元、0.17 元, 对应 PE 分别为 18 倍、18 倍, 上调至“买入”评级。

风险提示

- 钢铁业务盈利下滑风险; 下游需求不及预期等。

相关报告

- 《稀土+钢铁双头并进, 价值持续重估-包钢股份深度研究》, 2021.9.28

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	67,188	63,397	59,266	79,018	83,819	85,979
增长率		-5.6%	-6.5%	33.3%	6.1%	2.6%
主营业务成本	-56,625	-55,244	-53,538	-65,390	-66,831	-68,536
%销售收入	84.3%	87.1%	90.3%	82.8%	79.7%	79.7%
毛利	10,563	8,154	5,729	13,628	16,988	17,443
%销售收入	15.7%	12.9%	9.7%	17.2%	20.3%	20.3%
营业税金及附加	-419	-742	-597	-869	-922	-946
%销售收入	0.6%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-2,306	-2,424	-245	-324	-344	-353
%销售收入	3.4%	3.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-1,397	-1,358	-1,565	-2,086	-2,213	-2,270
%销售收入	2.1%	2.1%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-81	-59	-66	-284	-302	-310
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	6,360	3,570	3,256	10,064	13,208	13,565
%销售收入	9.5%	5.6%	5.5%	12.7%	15.8%	15.8%
财务费用	-2,504	-2,346	-2,490	-3,307	-3,546	-3,734
%销售收入	3.7%	3.7%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%
资产减值损失	-50	-5	148	-170	-170	-170
公允价值变动收益	-4	-6	3	0	0	0
投资收益	342	111	103	100	100	100
%税前利润	8.1%	8.0%	15.1%	1.5%	1.0%	1.0%
营业利润	4,254	1,377	765	6,722	9,627	9,797
营业利润率	6.3%	2.2%	1.3%	8.5%	11.5%	11.4%
营业外收支	-13	13	-84	-25	-25	-25
税前利润	4,241	1,390	681	6,697	9,602	9,772
利润率	6.3%	2.2%	1.1%	8.5%	11.5%	11.4%
所得税	-911	-496	-19	-1,005	-1,440	-1,466
所得税率	21.5%	35.7%	2.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,330	894	662	5,692	8,162	8,306
少数股东损益	6	226	256	500	500	500
归属于母公司的净利润	3,324	668	406	5,192	7,662	7,806
净利率	4.9%	1.1%	0.7%	6.6%	9.1%	9.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,330	894	662	5,692	8,162	8,306
少数股东损益	6	226	256	500	500	500
非现金支出	3,151	3,484	3,966	4,326	4,530	4,764
非经营收益	2,154	2,454	2,301	1,973	2,011	2,126
营运资金变动	-1,486	-7,219	-3,055	4,682	252	281
经营活动现金净流	7,149	-387	3,874	16,673	14,954	15,476
资本开支	-1,639	-1,960	-1,095	-6,250	-5,326	-5,526
投资	-3	9	0	-200	-200	-200
其他	2	0	22	100	100	100
投资活动现金净流	-1,640	-1,951	-1,073	-6,350	-5,426	-5,626
股权募资	0	5,915	0	0	0	0
债权募资	4,885	4,399	-2,495	7,856	1,698	1,701
其他	-10,099	-7,328	-2,947	-3,861	-5,150	-5,323
筹资活动现金净流	-5,214	2,986	-5,441	3,995	-3,452	-3,622
现金净流量	295	648	-2,640	14,317	6,076	6,228

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,705	11,771	8,714	23,031	29,107	35,336
应收款项	11,017	7,198	10,609	17,021	18,055	18,521
存货	20,805	19,856	18,506	21,498	21,972	22,532
其他流动资产	1,315	2,494	1,310	1,854	1,886	1,923
流动资产	44,842	41,319	39,138	63,405	71,020	78,312
%总资产	30.1%	28.1%	27.1%	37.2%	39.7%	41.8%
长期投资	1,047	1,137	1,230	1,430	1,630	1,830
固定资产	70,125	68,862	66,908	67,165	67,526	67,862
%总资产	47.1%	46.8%	46.4%	39.4%	37.7%	36.2%
无形资产	2,608	3,451	3,441	3,861	4,271	4,672
非流动资产	103,959	105,767	105,084	107,071	108,042	108,980
%总资产	69.9%	71.9%	72.9%	62.8%	60.3%	58.2%
资产总计	148,801	147,087	144,222	170,475	179,062	187,292
短期借款	20,065	22,133	13,465	16,457	17,155	17,857
应付款项	49,206	38,116	34,254	40,605	41,509	42,568
其他流动负债	10,605	7,797	9,635	17,883	18,771	19,056
流动负债	79,876	68,046	57,354	74,945	77,435	79,481
长期贷款	6,116	1,205	8,208	10,108	11,108	12,108
其他长期负债	10,139	16,854	17,043	20,038	20,038	20,038
负债	96,131	86,105	82,605	105,091	108,581	111,627
普通股股东权益	52,469	52,708	52,793	56,060	60,657	65,341
其中：股本	45,585	45,585	45,585	45,585	45,585	45,585
未分配利润	3,966	4,311	4,690	7,805	12,402	17,086
少数股东权益	201	8,274	8,824	9,324	9,824	10,324
负债股东权益合计	148,801	147,087	144,222	170,475	179,062	187,292

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.073	0.015	0.009	0.114	0.168	0.171
每股净资产	1.151	1.156	1.158	1.230	1.331	1.433
每股经营现金净流	0.157	-0.008	0.085	0.366	0.328	0.340
每股股利	0.007	0.000	0.000	0.046	0.067	0.068
回报率						
净资产收益率	6.33%	1.27%	0.77%	9.26%	12.63%	11.95%
总资产收益率	2.23%	0.45%	0.28%	3.05%	4.28%	4.17%
投入资本收益率	5.84%	2.33%	3.27%	8.11%	10.00%	9.68%
增长率						
主营业务收入增长率	25.15%	-5.64%	-6.52%	33.33%	6.08%	2.58%
EBIT增长率	30.56%	-43.86%	-8.79%	209.05%	31.24%	2.71%
净利润增长率	61.25%	-79.90%	-39.22%	1179.03%	47.56%	1.88%
总资产增长率	1.47%	-1.15%	-1.95%	18.20%	5.04%	4.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.7	17.9	19.6	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	129.5	134.3	130.8	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	172.6	164.2	142.5	125.0	125.0	125.0
固定资产周转天数	379.6	394.3	408.9	301.7	281.1	271.9
偿债能力						
净负债/股东权益	40.13%	42.06%	42.98%	26.09%	17.99%	10.78%
EBIT利息保障倍数	2.5	1.5	1.3	3.0	3.7	3.6
资产负债率	64.60%	58.54%	57.28%	61.65%	60.64%	59.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	4	6
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

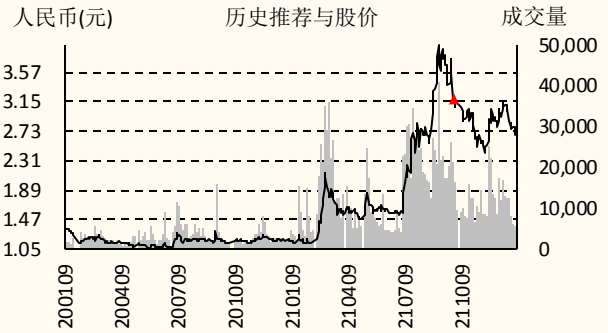
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-09-28	增持	3.20	3.96 ~ 3.96

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402