

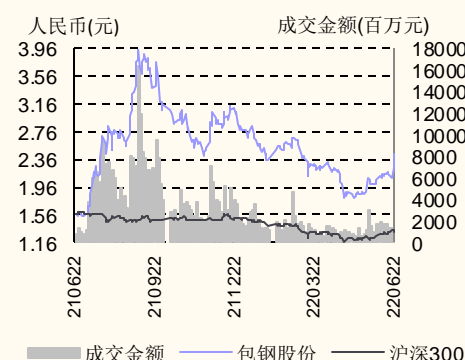
包钢股份 (600010.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 2.45 元

上调稀土精矿价格, 业绩弹性显现**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)	1,116.83
年内股价最高最低(元)	3.96/1.53
沪深 300 指数	4271
上证指数	3267

**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	59,266	86,183	82,602	89,396	92,962
营业收入增长率	-6.52%	45.42%	-4.16%	8.22%	3.99%
归母净利润(百万元)	406	2,866	4,953	6,564	7,357
归母净利润增长率	-39.22%	606.09%	72.78%	32.54%	12.07%
摊薄每股收益(元)	0.009	0.063	0.109	0.144	0.161
每股经营性现金流净额	0.08	0.24	0.17	0.28	0.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.77%	5.19%	8.48%	10.52%	11.01%
P/E	131.38	44.37	17.30	13.06	11.65
P/B	1.01	2.30	1.47	1.37	1.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 6 月 22 日晚公告, 与北方稀土重新签署《稀土精矿供应合同》, 拟自 2022 年 7 月 1 日起双方稀土精矿销售价格调整为不含税 39189 元/吨 (干量, REO=50%), REO 每增减 1%, 不含税价格增减 783.78 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**■ 受益稀土价格上涨, 较年初协议价上调 45.75%**

- ✓ 根据公司 22 年 1 月协议公告, 稀土精矿销售价格为不含税 26887.2 元/吨, 22 年交易总量不超过 23 万吨, 交易价格每季度确定一次。
- ✓ 此次调价, 每吨价格上涨 12301.8 元, 幅度超 45%。受益稀土供需紧平衡, 22H1 轻稀土价格震荡上行, 截至目前氧化镨钕均价 96.62 万元/吨, 较 21 年均价上涨 59.46%。22H1 内蒙 70%REO 稀土精矿均价 7.9 万元/吨, 远高于 22H1 折 70%REO 协议价 3.69 万元/吨, 因此按照定价协议, 公司上调稀土精矿销售价格, 目前协议价折 70%REO 为 5.4 万元/吨。预计 22 年氧化镨钕供需缺口 0.84 万吨, 25 年缺口将扩大至 1.5 万吨, 氧化镨钕价格有望高位运行, 协议价格仍有上涨空间。

■ 22 年稀土精矿量价齐升, 盈利弹性大

- ✓ 根据公司 21 年中报, 稀土精矿毛利率在 75%以上, 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。
- ✓ 22 年公司与北方稀土关联交易总量计划不超过 23 万吨, 假设上下半年各 11.5 万吨, 按照此次协议价对应 22 年营收较此前预测增加 14 亿元左右, 毛利增加 10 亿元左右, 22 年公司稀土业务毛利有望超过 55 亿元, 较 21 年上涨约 150%。

盈利预测&投资建议

- 由于公司与北方稀土协议上调 22H2 稀土供应价格, 公司稀土业务有望迎来量价齐升, 分别上调 22-24 年归母净利润 24%、35%、38%至 49.53 亿元、65.64 亿元、73.57 亿元, 对应 EPS 分别为 0.11 元、0.14 元、0.16 元, 对应 PE 分别为 17 倍、13 倍、12 倍, 维持“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

- 1.《Q1 环比扭亏, 钢铁+稀土盈利企稳-包钢股份业绩点评》, 2022.4.28
- 2.《钢铁业绩承压, 稀土有望持续高增-包钢股份业绩点评》, 2022.4.14
- 3.《稀土量价齐升, 钢铁受益稳增长-包钢股份公司点评》, 2022.1.9
- 4.《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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	63,397	59,266	86,183	82,602	89,396	92,962
增长率		-6.5%	45.4%	-4.2%	8.2%	4.0%
主营业务成本	-55,244	-53,538	-76,546	-70,913	-75,464	-77,854
%销售收入	87.1%	90.3%	88.8%	85.8%	84.4%	83.7%
毛利	8,154	5,729	9,637	11,689	13,931	15,108
%销售收入	12.9%	9.7%	11.2%	14.2%	15.6%	16.3%
营业税金及附加	-742	-597	-983	-942	-1,020	-1,061
%销售收入	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-2,424	-245	-275	-264	-286	-297
%销售收入	3.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-1,358	-1,565	-1,794	-1,720	-1,861	-1,935
%销售收入	2.1%	2.6%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-59	-66	-323	-310	-336	-349
%销售收入	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	3,570	3,256	6,261	8,453	10,429	11,466
%销售收入	5.6%	5.5%	7.3%	10.2%	11.7%	12.3%
财务费用	-2,346	-2,490	-2,131	-2,374	-2,454	-2,559
%销售收入	3.7%	4.2%	2.5%	2.9%	2.7%	2.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	3	0	0	0	0
投资收益	111	103	50	50	50	50
%税前利润	8.0%	15.1%	1.3%	0.8%	0.6%	0.6%
营业利润	1,377	765	3,786	6,180	8,076	9,008
营业利润率	2.2%	1.3%	4.4%	7.5%	9.0%	9.7%
营业外收支	13	-84	-96	0	0	0
税前利润	1,390	681	3,690	6,180	8,076	9,008
利润率	2.2%	1.1%	4.3%	7.5%	9.0%	9.7%
所得税	-496	-19	-522	-927	-1,211	-1,351
所得税率	35.7%	2.8%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	894	662	3,168	5,253	6,864	7,657
少数股东损益	226	256	301	300	300	300
归属于母公司的净利润	668	406	2,866	4,953	6,564	7,357
净利率	1.1%	0.7%	3.3%	6.0%	7.3%	7.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	894	662	3,168	5,253	6,864	7,657
少数股东损益	226	256	301	300	300	300
非现金支出	3,484	3,966	4,738	3,522	3,519	3,517
非经营收益	2,454	2,301	1,899	1,580	1,560	1,512
营运资金变动	-7,219	-3,055	1,169	-2,518	766	394
经营活动现金净流	-387	3,874	10,974	7,837	12,709	13,080
资本开支	-1,960	-1,095	-950	-903	-803	-703
投资	9	0	-115	0	0	0
其他	0	22	-9	50	50	50
投资活动现金净流	-1,951	-1,073	-1,075	-853	-753	-653
股权募资	5,915	0	73	200	0	0
债权募资	4,399	-2,495	-6,086	-719	-349	-655
其他	-7,315	-2,892	-2,114	-3,611	-4,236	-4,505
筹资活动现金净流	2,999	-5,387	-8,127	-4,130	-4,585	-5,160
现金净流量	648	-2,640	1,767	2,853	7,371	7,266

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,771	8,714	11,145	13,661	20,786	27,875
应收款项	7,198	10,609	9,730	11,677	12,637	13,142
存货	19,856	18,506	19,452	17,583	18,711	19,304
其他流动资产	2,494	1,310	1,286	1,352	1,399	1,424
流动资产	41,319	39,138	41,613	44,272	53,534	61,744
%总资产	28.1%	27.1%	28.1%	29.9%	34.6%	38.6%
长期投资	1,137	1,230	1,366	1,366	1,366	1,366
固定资产	68,862	66,908	60,083	57,881	55,563	53,129
%总资产	46.8%	46.4%	40.6%	39.1%	36.0%	33.2%
无形资产	3,451	3,441	3,289	3,218	3,148	3,080
非流动资产	105,767	105,084	106,354	103,735	101,019	98,206
%总资产	71.9%	72.9%	71.9%	70.1%	65.4%	61.4%
资产总计	147,087	144,222	147,968	148,007	154,553	159,950
短期借款	22,133	13,465	15,893	16,243	15,893	15,238
应付款项	38,116	34,254	35,359	33,583	35,741	36,875
其他流动负债	7,797	9,635	15,267	14,667	15,411	15,793
流动负债	68,046	57,354	66,518	64,493	67,046	67,906
长期贷款	1,205	8,208	9,373	9,373	9,373	9,373
其他长期负债	16,854	17,043	7,874	6,467	6,221	6,043
负债	86,105	82,605	83,765	80,333	82,641	83,323
普通股股东权益	52,708	52,793	55,266	58,438	62,376	66,790
其中：股本	45,585	45,585	45,585	45,585	45,585	45,585
未分配利润	4,311	4,690	7,327	10,299	14,238	18,652
少数股东权益	8,274	8,824	8,937	9,237	9,537	9,837
负债股东权益合计	147,087	144,222	147,968	148,007	154,553	159,950

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.015	0.009	0.063	0.109	0.144	0.161
每股净资产	1.156	1.158	1.212	1.282	1.368	1.465
每股经营现金净流	-0.008	0.085	0.241	0.172	0.279	0.287
每股股利	0.000	0.000	0.019	0.043	0.058	0.065
回报率						
净资产收益率	1.27%	0.77%	5.19%	8.48%	10.52%	11.01%
总资产收益率	0.45%	0.28%	1.94%	3.35%	4.25%	4.60%
投入资本收益率	2.33%	3.27%	5.69%	7.32%	8.68%	9.18%
增长率						
主营业务收入增长率	-5.64%	-6.52%	45.42%	-4.16%	8.22%	3.99%
EBIT增长率	-43.86%	-8.79%	92.27%	35.01%	23.37%	9.95%
净利润增长率	-79.90%	-39.22%	606.09%	72.78%	32.54%	12.07%
总资产增长率	-1.15%	-1.95%	2.60%	0.03%	4.42%	3.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.9	19.6	11.9	11.9	11.9	11.9
存货周转天数	134.3	130.8	90.5	90.5	90.5	90.5
应付账款周转天数	164.2	142.5	94.6	94.6	94.6	94.6
固定资产周转天数	394.3	408.9	250.0	248.5	218.1	198.6
偿债能力						
净负债/股东权益	42.06%	42.98%	29.66%	24.94%	13.07%	2.16%
EBIT利息保障倍数	1.5	1.3	2.9	3.6	4.3	4.5
资产负债率	58.54%	57.28%	56.61%	54.28%	53.47%	52.09%

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	0	2	8	12
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

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
2	2022-01-09	买入	2.79	N/A
3	2022-04-14	买入	2.20	N/A
4	2022-04-28	买入	1.88	N/A

来源：国金证券研究所

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



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