

包钢股份 (600010)

稀土精矿定价市场化, 公司业绩大幅增厚 买入 (维持)

2022年11月10日

证券分析师 杨件

执业证书: S0600520050001

yangjian@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	86,183	84,911	88,476	91,500
同比	45%	-1%	4%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,866	52	3,517	5,044
同比	606%	-98%	6635%	43%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.06	0.00	0.08	0.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.69	1,685.08	25.02	17.44

#稀缺资产

投资要点

事件: 公司发布了拟调整稀土精矿销售模式的提示性公告, 其前期审议通过的《关于调整稀土精矿关联交易价格的议案》, 由北方稀土 11 月 10 日召开临时股东大会进行审议, 若本次审议仍不能通过, 公司将按照法律法规和国家有关政策规定, 拟采取竞价、拍卖等公开方式销售稀土精矿。具体销售条件、方式、价格水平、数量等, 授权公司经理层综合各种因素、根据生产经营需要决定。

点评:

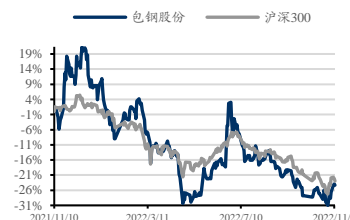
■ **稀土精矿定价市场化, 合理价值 5 万元/吨左右。** 若本次审议通过, 则稀土价格上涨至前期议案中的 3.72 万元/吨。若审议未通过, 采取竞价、拍卖等公开方式, 则稀土精矿大概率将回归其合理价值, 即参照进口美国矿价格实现销售。根据盛和资源 2022 年三季度经营数据公告, Q3 其销售稀土精矿 7.6 亿元, 销售量 1.33 万吨, 对应折百价格 6 万/吨左右。考虑到包钢精矿品位更高 (包头矿 20%, 进口矿 15%), 以及四季度均价略高于三季度, 我们估算包钢精矿对应的市场价值在 5 万元/吨左右。

■ **未来北方稀土仍是主要客户。** 即使按照竞价、拍卖的公开方式定价, 影响的只是定价模式, 不影响双方客户关系。一是国内不具备第二家与北方稀土同等规模的稀土精矿加工企业 (北方稀土占据国内稀土分离的 70% 配额), 二是即使拍卖其价格大概率回到市场合理价值, 意味着不存在进一步的价格套利空间, 只有精矿加工企业才有购买的意义。综上, 本次定价模式改变的主要意义在于精矿价格的市场化。

■ **包钢股份利润继续增厚。** 1) 若本次北方稀土审议未通过, 精矿交易价格将继续上调 1.3 万元/吨 (此前议案中价格为 3.723 万元/吨), 包钢股份利润进一步增厚, 2023 年利润将大幅上台阶。假设 2023 年销售量保持 20% 增长 (28 万吨), 成本不变, 则 2023 年稀土精矿贡献净利润约 95.2 亿元。钢铁业务在 2022 年 3 季度大幅亏损, 我们预计随着 Q4 钢价止跌, 钢铁业务单季度亏损达到 10 亿元左右, 则意味着 2023 年公司总净利润达到 55 亿元左右。后续若稀土价格继续上涨, 公司业绩弹性较大。2) 若本次审议通过, 则 2023 年稀土贡献净利润为 68.7 亿元, 对应公司总利润 29 亿元左右。

■ **包钢股份稀土属性逐步显现, 价值重估可期。** 1) 虽然 23 年总利润体量不大, 但随着配额逐步增加, 未来稀土盈利弹性较大, 而钢铁的亏损较为稳定 (当前已经是最差时候), 因此公司净利润增速快于体量。2) 而且随着钢铁收入占比持续下降, 未来钢铁亏损额度的相对影响逐步衰减, 公司的稀土属性越发明显。3) 假设 24 年销售量继续增长 20%, 钢

股价走势



市场数据

收盘价(元)	1.93
一年最低/最高价	1.75/3.22
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	61,137.02
总市值(百万元)	87,979.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	1.18
资产负债率(% ,LF)	58.09
总股本(百万股)	45,585.03
流通 A 股(百万股)	31,677.21

相关研究

《包钢股份(600010): 重大事项点评&2022Q3 点评: 钢铁拖累整体业绩, 重签调价协议有望增厚稀土利润》

2022-10-28

《包钢股份(600010): 2022H1 点评: 钢铁业务拖累总体业绩》

2022-09-01

铁单季度仍然亏损 10 亿元左右，则公司总利润分别达到 74.7、42.4 亿元，估值性价比较好。4) 长期来看，则公司的稀土资源属性逐步体现，估值重估可期。

- **盈利预测与投资评级：**维持公司 2022-2024 年归母净利润 0.5/35/50 亿元的预测，同比增长-98%/6635%/43%；对应 PE 分别为 1685.1/25.0/17.4x。随着公司稀土价值逐步体现，远期估值性价比逐步显现，因此维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期，原材料成本波动，产品价格波动。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	41,613	53,734	56,242	62,570	营业总收入	86,183	84,911	88,476	91,500
货币资金及交易性金融资产	11,161	12,367	25,217	26,820	营业成本(含金融类)	76,546	79,500	80,000	81,000
经营性应收款项	10,138	12,070	12,504	12,564	税金及附加	983	1,282	1,062	1,373
存货	19,452	28,315	17,534	22,192	销售费用	275	794	569	628
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,794	2,123	1,504	1,784
其他流动资产	862	981	986	994	研发费用	323	425	348	390
非流动资产	106,354	107,128	106,055	104,774	财务费用	2,131	507	362	-93
长期股权投资	1,361	1,474	1,591	1,710	加:其他收益	63	425	251	294
固定资产及使用权资产	65,942	64,665	63,457	62,321	投资净收益	50	98	94	93
在建工程	1,046	3,101	3,241	3,097	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,679	2,564	2,444	2,325	减值损失	-461	-570	10	9
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	5	5	5
长期待摊费用	610	607	605	604	营业利润	3,786	239	4,992	6,819
其他非流动资产	34,717	34,717	34,717	34,717	营业外净收支	-96	-155	-125	-75
资产总计	147,968	160,862	162,298	167,344	利润总额	3,690	84	4,867	6,744
流动负债	66,518	78,466	75,064	73,378	减:所得税	522	17	730	1,012
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,893	15,885	11,209	6,451	净利润	3,168	67	4,137	5,732
经营性应付款项	30,551	40,855	38,914	38,995	减:少数股东损益	301	15	621	688
合同负债	6,492	6,120	6,724	6,628	归属母公司净利润	2,866	52	3,517	5,044
其他流动负债	13,582	15,606	18,217	21,304	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.06	0.00	0.08	0.11
非流动负债	17,247	17,547	18,247	19,247	EBIT	5,863	788	4,993	6,326
长期借款	9,373	10,873	12,373	13,873	EBITDA	10,141	4,100	8,244	9,528
应付债券	4,937	3,737	2,937	2,437	毛利率(%)	11.18	6.37	9.58	11.48
租赁负债	1,235	1,235	1,235	1,235	归母净利率(%)	3.33	0.06	3.97	5.51
其他非流动负债	1,702	1,702	1,702	1,702	收入增长率(%)	45.42	-1.48	4.20	3.42
负债合计	83,765	96,012	93,311	92,625	归母净利润增长率(%)	606.09	-98.18	6,635.43	43.44
归属母公司股东权益	55,266	55,898	59,415	64,459					
少数股东权益	8,937	8,951	9,572	10,260					
所有者权益合计	64,203	64,850	68,987	74,719					
负债和股东权益	147,968	160,862	162,298	167,344					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	10,974	6,038	19,948	8,035	每股净资产(元)	1.21	1.23	1.30	1.41
投资活动现金流	-1,075	-4,130	-2,196	-1,893	最新发行在外股份(百万股)	45,585	45,585	45,585	45,585
筹资活动现金流	-8,127	-704	-4,904	-4,543	ROIC(%)	5.23	0.66	4.39	5.50
现金净增加额	1,767	1,204	12,847	1,599	ROE-摊薄(%)	5.19	0.09	5.92	7.83
折旧和摊销	4,278	3,312	3,250	3,202	资产负债率(%)	56.61	59.69	57.49	55.35
资本开支	-950	-4,116	-2,172	-1,863	P/E (现价&最新股本摊薄)	30.69	1,685.08	25.02	17.44
营运资本变动	854	-862	9,010	-4,733	P/B (现价)	1.59	1.57	1.48	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

