

# 稀土资源持续增益，静待钢铁板块利润修复

——包钢股份 25 年报及 26 一季报点评

## 核心观点

- **资源增益贡献突出，钢铁板块拖累盈利。**公司发布 25 年报及 26Q1 季报，25 年归母净利润 3.74 亿元，同比+41.19%，26Q1 归母净利润-4.63 亿元，同比-1129.04%，环比-428.05%。分板块看，公司稀土精矿售价的提升带动资源板块毛利显著增长，从而使得盈利能力明显提升，25 年公司资源开发板块毛利约为 77.66 亿元，同比+16.4%。而钢铁板块为拖累业绩主因，26Q1 板材厂受事故影响部分产线停产检修，利用率不足，导致整体钢材产销量下降，产量/销量为 253.7/251.6 万吨，同比-29%/ -28%；钢铁行业下游需求释放不足，公司钢材平均售价下行，26Q1 平均售价 3250 元/吨，同比-4.9%，环比-4.4%，叠加大宗原燃料成本受宏观扰动影响超预期上行，持续挤压公司钢铁板块利润。向后看，我们认为公司依托白云鄂博矿资源优势，或持续受益于稀土价格的上涨，我们看好公司业绩的增长潜力。
- **稀土价格具备上行空间，资源板块有望持续受益。**25 年末以来，稀土价格处于持续震荡上行区间，以氧化镨钕价格为例，截止 4 月 29 日年内涨幅已达 27.16%。随着稀土管理条例的实施、国家对稀土冶炼分离产能的管控延续，我们预计未来稀土供给侧约束刚性较强，在下游新能源汽车、人形机器人等领域持续拉动需求上行的背景下，下游磁材企业补库需求将为稀土价格打开新空间。公司作为北方稀土的原料供应方，精矿定价跟随下游市场价格滞后一季度变动，26Q2 稀土精矿售价达到 38804 元/吨（干量，REO=50%），价格环比 26Q1 增长近 45%。在未来稀土价格具备上行空间的趋势下，公司作为稀土原料的供应企业有望继续受益于下游产品的涨价，资源板块有望持续增益。
- **深化降本+强化创新，静待钢铁板块利润修复。**公司深耕钢铁板块提质增效，聚焦算账经营，推动采购、制造、库存等各环节协同联动，25 年实现综合采购成本优于行业平均 4.68%，吨钢制造成本同比降低 2.45%。此外，公司持续优化品种结构，强化高端稀土新材料产品研发，25 年稀土钢产量突破 170 万吨，创历史新高。26 年公司将继续提升经营质效，目标实现吨钢制造成本同比降低 1.5% 以上。我们预计，公司在强化降本增效及加强高端产品研发投入的情况下，钢铁板块有望实现利润逐渐修复，减少对公司整体的利润拖累。

## 盈利预测与投资建议

- 我们上调稀土精矿售价、调整钢材售价，预测公司 26-28 年每股净资产为 1.22、1.29、1.37 元（原 26-27 年预测为 1.22、1.29 元）。根据可比公司 26 年 3X PB 的估值，给予公司 3.67 元目标价。

## 风险提示

全球宏观经济波动风险；海外稀土产能超预期释放风险；稀土价格波动影响公司估值的风险；铁矿石、焦煤等原材料波动风险；下游需求不及预期风险

## 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	68,089	66,358	59,357	67,033	67,602
同比增长(%)	-3.5%	-2.5%	-10.5%	12.9%	0.8%
营业利润(百万元)	99	595	4,181	5,412	6,874
同比增长(%)	-80.6%	503.2%	603.2%	29.5%	27.0%
归属母公司净利润(百万元)	265	374	3,210	4,041	5,005
同比增长(%)	-48.6%	41.2%	759.0%	25.9%	23.8%
每股收益(元)	0.01	0.01	0.07	0.09	0.11
毛利率(%)	7.9%	9.7%	16.1%	16.4%	18.5%
净利率(%)	0.4%	0.6%	5.4%	6.0%	7.4%
净资产收益率(%)	0.5%	0.7%	6.0%	7.1%	8.3%
市盈率	468.9	332.1	38.7	30.7	24.8
市净率	2.4	2.4	2.2	2.1	2.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月28日）	2.74 元
目标价格	3.67 元
52 周最高价/最低价	3.41/1.73 元
总股本/流通 A 股（万股）	4,528,862/3,138,080
A 股市值（百万元）	124,091
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2026 年 04 月 29 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-4.53	7.45	5.38	53.93
相对表现%	-4.32	1.77	4.53	28.11
沪深 300%	-0.21	5.68	0.85	25.82



## 证券分析师

于嘉懿 执业证书编号：S0860525110005  
yujiaiyi1@orientsec.com.cn  
021-63326320

## 联系人

黄雨韵 执业证书编号：S0860125070019  
huangyuyun@orientsec.com.cn  
021-63326320

## 相关报告

稀土资源再驱动，老牌钢企启新程：—— 2026-04-12  
包钢股份首次覆盖

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股净资产（元）					市净率			
		2026/4/28	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
中国稀土	000831	49.12	4.37	4.53	5.13	5.83	11.23	10.85	9.57	8.42	
盛和资源	600392	23.81	4.98	5.47	5.87	6.30	4.78	4.35	4.06	3.78	
山东钢铁	600022	1.44	1.84	1.78	1.87	1.96	0.78	0.81	0.77	0.73	
首钢股份	000959	4.50	6.42	6.49	6.64	6.77	0.70	0.69	0.68	0.67	
华菱钢铁	000932	4.82	7.83	8.13	8.51	8.90	0.62	0.59	0.57	0.54	
北方稀土	600111	46.32	6.21	6.82	7.75	8.93	7.46	6.79	5.97	5.19	
	调整后平均						3.43	3.16	2.87	2.59	

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

**全球宏观经济波动风险：**若全球宏观经济恢复不及预期、或宏观政策对经济产生较大影响，则存在公司钢铁及稀土等产品需求不及预期，从而影响公司盈利水平的风险。

**海外稀土产能超预期释放风险：**若海外稀土项目建设进度超预期、导致海外稀土产能超预期释放，可能存在稀土供给侧产量超预期，而造成稀土价格波动，影响公司稀土资源板块收入及利润的风险。

**稀土价格波动影响公司估值的风险：**若因全球宏观局势、下游需求等情况变化，导致稀土价格出现大幅波动，可能存在公司估值大幅下降的风险。

**铁矿石、焦煤等原材料波动风险：**若钢铁生产原料铁矿石、焦煤等价格超预期上行，则存在挤压公司钢材产品利润，从而影响公司钢铁板块盈利的风险。

**下游需求不及预期风险：**若钢材下游建筑业、制造业用钢需求不及预期，稀土精矿下游新能源车、人形机器人等磁材需求量不及预期，则存在公司产品销量不及预期，从而影响公司利润的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	14,088	8,790	17,229	23,914	30,706	营业收入	68,089	66,358	59,357	67,033	67,602
应收票据、账款及款项融资	9,622	10,365	8,879	10,141	10,300	营业成本	62,726	59,947	49,807	56,011	55,073
预付账款	1,218	1,434	1,002	1,260	1,291	销售费用	236	222	207	230	232
存货	14,780	14,089	12,116	13,329	13,149	管理费用	1,391	1,367	1,288	1,402	1,425
其他	1,392	1,625	1,376	1,370	1,522	研发费用	621	942	890	1,006	996
<b>流动资产合计</b>	<b>41,101</b>	<b>36,302</b>	<b>40,601</b>	<b>50,013</b>	<b>56,968</b>	财务费用	2,143	1,845	1,542	1,562	1,553
长期股权投资	2,954	3,045	3,045	3,045	3,045	资产、信用减值损失	396	549	705	518	546
固定资产	65,174	64,358	63,201	61,719	60,292	公允价值变动收益	4	(2)	0	0	0
在建工程	1,230	1,643	1,537	1,426	1,562	投资净收益	345	260	270	270	270
无形资产	2,259	2,137	2,037	1,937	1,836	其他	(827)	(1,149)	(1,007)	(1,163)	(1,175)
其他	42,407	44,188	44,063	44,030	43,997	<b>营业利润</b>	<b>99</b>	<b>595</b>	<b>4,181</b>	<b>5,412</b>	<b>6,874</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>114,025</b>	<b>115,371</b>	<b>113,883</b>	<b>112,157</b>	<b>110,732</b>	营业外收入	82	22	22	42	29
<b>资产总计</b>	<b>155,125</b>	<b>151,673</b>	<b>154,484</b>	<b>162,171</b>	<b>167,700</b>	营业外支出	95	126	126	116	123
短期借款	8,957	6,654	6,654	6,654	6,654	<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>490</b>	<b>4,077</b>	<b>5,339</b>	<b>6,780</b>
应付票据及应付账款	25,922	24,084	20,703	22,977	22,537	所得税	65	105	871	1,140	1,448
其他	36,010	31,628	33,596	33,884	33,228	<b>净利润</b>	<b>21</b>	<b>386</b>	<b>3,206</b>	<b>4,199</b>	<b>5,332</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>70,889</b>	<b>62,366</b>	<b>60,953</b>	<b>63,515</b>	<b>62,419</b>	少数股东损益	(244)	12	(3)	157	327
长期借款	15,462	20,231	22,303	24,216	26,673	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>265</b>	<b>374</b>	<b>3,210</b>	<b>4,041</b>	<b>5,005</b>
应付债券	1,548	2,241	2,241	2,010	2,164	每股收益(元)	0.01	0.01	0.07	0.09	0.11
其他	5,920	5,383	4,219	4,425	4,320						
<b>非流动负债合计</b>	<b>22,931</b>	<b>27,855</b>	<b>28,762</b>	<b>30,651</b>	<b>33,156</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>93,820</b>	<b>90,221</b>	<b>89,715</b>	<b>94,166</b>	<b>95,575</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	9,393	9,408	9,404	9,562	9,889	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	45,405	45,289	45,289	45,289	45,289	营业收入	-3.5%	-2.5%	-10.5%	12.9%	0.8%
资本公积	(32)	57	167	167	167	营业利润	-80.6%	503.2%	603.2%	29.5%	27.0%
留存收益	6,220	6,420	9,630	12,708	16,500	归属于母公司净利润	-48.6%	41.2%	759.0%	25.9%	23.8%
其他	321	279	279	279	279	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>61,306</b>	<b>61,453</b>	<b>64,769</b>	<b>68,005</b>	<b>72,124</b>	毛利率	7.9%	9.7%	16.1%	16.4%	18.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>155,125</b>	<b>151,673</b>	<b>154,484</b>	<b>162,171</b>	<b>167,700</b>	净利率	0.4%	0.6%	5.4%	6.0%	7.4%
						ROE	0.5%	0.7%	6.0%	7.1%	8.3%
						ROIC	0.5%	1.9%	4.2%	4.9%	5.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	60.5%	59.5%	58.1%	58.1%	57.0%
净利润	21	386	3,206	4,199	5,332	净负债率	44.1%	53.1%	43.0%	33.4%	25.1%
折旧摊销	2,714	3,799	2,979	3,043	3,107	流动比率	0.58	0.58	0.67	0.79	0.91
财务费用	2,143	1,845	1,542	1,562	1,553	速动比率	0.37	0.36	0.47	0.58	0.70
投资损失	(345)	(260)	(270)	(270)	(270)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	3,292	(4,289)	1,359	(169)	(748)	应收账款周转率	18.3	16.6	15.8	18.4	17.1
其它	(5,448)	1,090	(1,140)	0	(0)	存货周转率	3.9	4.2	3.8	4.4	4.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,377</b>	<b>2,571</b>	<b>7,676</b>	<b>8,364</b>	<b>8,973</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(1,181)	(3,079)	(1,418)	(1,316)	(1,682)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(1,645)	(92)	0	0	0	每股收益	0.01	0.01	0.07	0.09	0.11
其他	756	1,351	66	372	220	每股经营现金流	0.05	0.06	0.17	0.18	0.20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,070)</b>	<b>(1,820)</b>	<b>(1,352)</b>	<b>(945)</b>	<b>(1,462)</b>	每股净资产	1.15	1.15	1.22	1.29	1.37
债权融资	3,869	2,188	3,547	1,791	2,047	<b>估值比率</b>					
股权融资	(199)	(28)	110	0	0	市盈率	468.9	332.1	38.7	30.7	24.8
其他	528	(6,953)	(1,542)	(2,525)	(2,765)	市净率	2.4	2.4	2.2	2.1	2.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,197</b>	<b>(4,793)</b>	<b>2,115</b>	<b>(734)</b>	<b>(718)</b>	EV/EBITDA	32.3	25.7	18.4	16.0	13.9
汇率变动影响	(9)	(11)	-0	-0	-0	EV/EBIT	71.5	65.7	28.0	23.0	19.0
<b>现金净增加额</b>	<b>4,497</b>	<b>(4,053)</b>	<b>8,439</b>	<b>6,685</b>	<b>6,793</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。