



钢铁行业

上市公司研究

报告日期：2010年11月21日

市场数据：2010年11月19日

收盘价(元)	4.15
一年内最高/最低(元)	5.88/2.84
市净率	2.06
息率(分红/股价)	//
流通A股市值(亿元)/总市值	113/267

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2010年09月31日

每股净资产(元)	2.01
资产负债率%	68.8%
流通A股本/总股本(亿股)	27.20/64.23
流通B股/H股(亿股)	-/-

相关研究

《不锈钢龙头 已进入价值投资区域》太钢不锈钢深度研究报告 2010/07/09

《潜龙在源 蓄势待发—太钢不锈钢深度研究报告》2009/02/20

分析师：刘俊清

执业证书编号：S0760200010035

liujunqing@sxzq.com

Junqing0626@sina.com

电话：0351-8686975

联系人

张小玲：0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

孟军：010-82190365

mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司 证券代码：002500

<http://www.i618.com.cn>

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

包钢股份(600010)

买入

资源优势品种优势提升公司投资价值

公司研究/深度报告

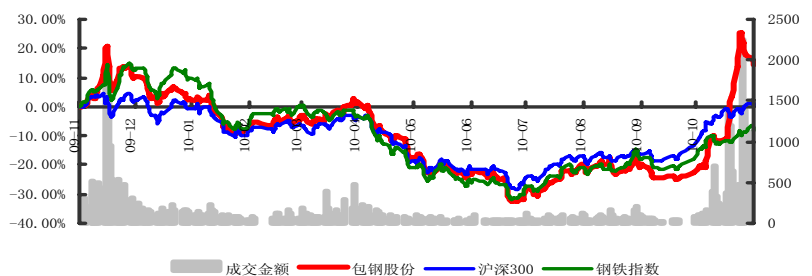
盈利预测：

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	44123.73	34016.23	40819.48	48983.37
营业收入增长率%	64.81%	-22.91%	20.00%	20.00%
净利润(百万元)	920.34	-1631.22	718.89	2022.82
净利润增长率%	-47.30%	-277.24%	144.07%	181.38%
基本每股收益(元)	0.143	-0.254	0.112	0.315

投资要点：

- **轨道型钢成为公司主要利润来源。**根据公告，公司收入和利润均由板带材、线棒、型材和管材组成，但板带材以51%的收入贡献了38%的利润，型材以占比22%的收入贡献了49%的利润，管材的收入利润占比进一步缩小，可见公司利润来源越来越倚重于型材，特别是轨道钢。上半年累计生产铁道用钢材44.42万吨，同比有所下降。随着轨梁改造工程今年底将全面完工，轨道钢产能将增加年产至130万吨以上。我国高速铁路的建设才刚刚起步，可以预见未来将有更大的发展空间，作为铁道部轨道钢的定点生产企业，公司将因此持久受益。
- **资源优势突出，铁矿石自给率大60%以上。**公司地处资源丰富的内蒙古地区，煤炭储量全国第一，品种全，品质好；集团拥有大型铁矿，供应公司所需矿石原材料。因此公司采购原材料不仅具有采购成本优势，而且具有运输距离优势。09年10月21日，白云鄂博西矿铁精矿浆输送和供水管道工程全线贯通，进一步降低了运输成本，提高了运输效率。同时，公司接受集团所属的普兴矿业、黄岗矿业和巴润矿业等公司的铁矿石供应，铁矿石自给率达到60%以上。随着白云鄂博西矿的逐步达产，公司的铁矿石自给率将进一步提高。在全球铁矿石市场高位运行的今天，其资源优势突出，成本优势也更加突出。
- **风险因素：**钢材市场低于预期；区域振兴步伐较慢；重组整合进度较慢等均会影响公司的增长。
- **盈利预测和股票评级。**在不考虑资产注入和重组整合的情况下，我们对公司进行了盈利预测(见表1、表)，预计公司2010、2011年每股收益分别为0.11元和0.32元。结合市场走势，我们认为在4元附近可以积极介入，给予“买入”评级。

近一年来包钢股份股价与大盘对比走势：

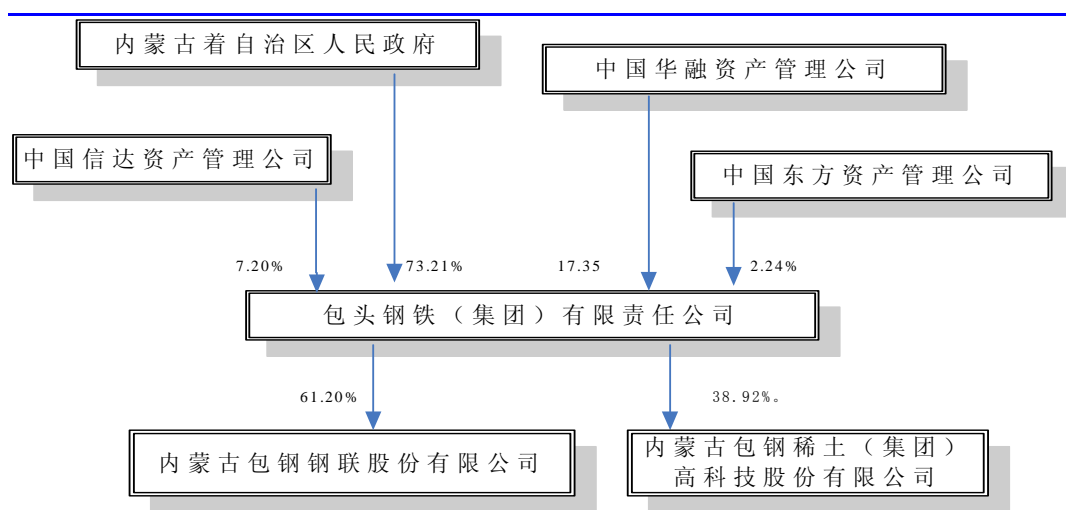


公司基本情况和今年以来业绩

包钢股份拥有具备国际国内先进水平的冷轧和热轧薄板及宽厚板、无缝钢管、重轨及大型材、线棒生产线，是我国主要钢轨生产基地之一、品种规格较为齐全的无缝钢管生产基地之一、西北地区最大的板材生产基地。公司始终致力于提高品质和打造名牌。热轧薄板、无缝钢管等产品通过国际权威机构认证，钢轨和无缝钢管被授予“中国名牌产品”称号，无缝钢管被国家质检总局确定为“免检产品”。所在地区煤炭、电力充足，具有一定的资源条件和优势，拥有相对通畅的融资渠道，具备一定的抗御风险能力。

2010年三季报披露，1-9月公司营业收入293.86亿元，同比增长18.46%，净归属于母公司所有者的净利润5.044亿元，扭亏为盈。资产减值损失为冲回15108万元，经营活动产生的现金流量净额245675万元(上年同期为97129万元)。截止9月末公司总资产415.19亿元，所有者权益129.10亿元。

图1：包钢股份股权结构图



数据来源：公司公告，山西证券研究所

全国三大钢轨生产基地之一，轨道钢成为公司持久的利润增长点。

包钢股份是全国十大钢铁企业之一，下属的轨梁厂已成为我国最大的钢型材生产厂，是全国三大钢轨生产基地，目前重轨产能达到150万吨。2009年。改扩建后的轨梁生产线由一条线变为两条，成为国内第二条百米长尺高速钢轨生产线；同时公司具备了生产H型钢的能力，轨梁型钢加工线与2009年3月2日生产出了第一支H型钢。2009年度公司重轨产量累计完成130.07万吨，同比增长32.77%，其中时速350公里钢轨产量居全国之首。根据我国铁路跨越式发展战略和《中长期铁路网规划》，2009年以来我国铁路建设特别是高速铁路的建设加速，对钢轨的



需求大幅度增加，轨道钢成为公司持续的利润增长点。

资源优势突出，铁矿石自给率达到 60%以上。

公司地处内蒙古腹地，内蒙古的地下矿藏富集，已发现的有120多种，探明储量的78种。其中有42种矿储量居全国前10位。公司的控股股东包钢集团下属的白云鄂博矿探明铁矿石储量14亿吨，形成主矿、东矿、西矿、东介勒格勒4个工业矿床，目前具备1000万吨/年以上的生产能力；内蒙古煤炭资源已探明保有储量达230多亿吨，居全国第1位，资源集中，煤质好，煤种较全，使公司具有了低成本优质的煤炭供应，为降低铁前成本提供了可靠的原材料制成。2009年10月21日，包钢白云鄂博西矿铁精矿矿浆输送和供水管道工程全线贯通，极大降低了运输成本，标志着公司的铁矿石资源在用量和成本上有了进一步的保障。同时，包钢矿业的普兴矿业、黄岗矿业和巴润矿业等公司的铁矿石供应，公司的铁矿石自给率达到60%以上。随着白云鄂博西矿的建成投产并逐步达产，公司的铁矿石自给率将进一步提高。在全球铁矿石市场高位运行的今天，其资源优势突出，成本优势也更加突出。

受益西部大开发，是内蒙古打造呼包鄂乌（呼和浩特—包头—鄂尔多斯—乌兰察布经济发展区）经济圈的重要支柱企业。

内蒙古作为地区第二大经济体，连续8年经济增长居全国各省市自治区之首，形成了又快又好的发展势头。今年以来，在国家西部大开发的大背景下，自治区政府提出探索“三区二圈一带”区域经济发展新格局。“三区”是指：1、阿拉善—乌海—巴彦淖尔经济发展区（阿乌巴经济区），依托宁夏的银川，加强与甘肃的酒泉、张掖、金昌市经济联系与合作；2、呼和浩特—包头—鄂尔多斯—乌兰察布经济发展区（呼包鄂乌经济区），以“金三角”开发为重点，加强与宁夏的银川，陕西的榆林，山西的忻州、朔州市及京津冀的经济联系与合作；3、锡林郭勒—赤峰—通辽经济发展区（锡赤通经济区），依托北京、天津为支撑，加强与河北的张家口、承德，辽宁的朝阳、阜新市及吉林省有关地市的经济联系与合作。“两圈”是指：一是以二连浩特市为中心的“蒙古高原经济发展圈”，涵盖锡林郭勒盟和乌兰察布市部分旗县市、包头市北部地区，蒙古国的东戈壁省和乌兰巴托市；二是以满洲里市为中心的“满洲经济发展圈”，涵盖呼伦贝尔市全部，俄罗斯的赤塔市，蒙古国的乔巴山市。“一带”是指：呼伦贝尔—兴安经济发展带，依托哈尔滨、长春、沈阳建立新蒙东“长三角”地带。如此一来，铁路、公路、城市建设等许多重大项目将陆续跟进，包钢股份作为区域内最大的钢铁生产，其重要性不言而喻，市场规模将大幅提升。



国家稀土战略直接影响白云鄂博铁矿石的生产，有利于包钢股份获得质优价低的铁精粉。

白云鄂博铁矿是包钢的主要原料基地，是举世闻名的稀土之乡。由于稀土在军事领域和新能源、新材料产业的重要意义，国家对稀土资源进行战略保护性开采，对无采矿权的小企业将限制、取缔，这有利于白云鄂博的科学生产。白云鄂博属于包钢集团，而包钢股份和包钢稀土都是包钢集团控股子公司，集团一方面要保护好资源，一方面要协调好各子公司之间的平衡发展。我们认为，国家对稀土资源的战略型管理将有利于包钢股份拿到成本更低、品质更高的铁精粉。

区域内钢材下游市场稳定向好

各种经济数据显示，我国机械行业、造船行业已走出低估，稳定复苏，对中厚板需求将逐步增加；汽车行业增速放缓，但总量较大，对相关钢材需求仍然较大；建筑用钢行业一方面受节能减排的影响，部分低端产能将被限制，减少供应；一方面受益于区域经济振兴规划和城镇化的推进，公司产品的市场份额将有所扩大。综合判断，公司未来的前景看好。

期待整合与重组提速。

2007年宝钢集团集团与包钢集团就签署了战略联盟框架协议，后来又有其他公司前去调研。但由于钢铁企业都是地方的支柱企业，在就业、税收等方面对地方政府的贡献较大，跨地区、跨区域的整合与重组必将遭遇地方就业、资产、税收、利益分配等多方面的难题。从国内钢铁业的发展趋势看，包钢被重组已成为必然。由于特殊的地理位置与拥有丰富的资源，包钢一直被众多有实力的企业看好。包钢选择谁，谁又能给包钢一个美好的前程，我们拭目以待，期待整合与重组提速，以进一步优化产品结构，从而提升其盈利能力。

公司盈利预测与投资建议。

在不考虑资产注入和重组整合的前提下，我们对公司进行了盈利预测，预计公司2010、2011年的营业收入408亿元、490亿元，分别实现净利润7.19亿元、20.23亿元。每股收益0.11元、0.32元。

结合铁矿石涨价、整合预期及资产价值提升等因素，考虑公司发展潜力，我们认为，可以给出公司3.0~4.0倍的市净率，25~35倍市盈率，股票的合理价位区间为6.0元~9.42元。我们认为在4元附近可以积极介入，给出买入评级。

风险因素:

公司具有良好的发展前景,但也存在一定的风险因素。钢材市场走势低于预期,下游需求持续不振;内蒙古区域振兴步伐较慢;钢铁业的重组整合进度较慢等均会影响公司的增长。同时证券市场的持续低迷,也会影响公司股票价格的走势。

图2: 2010年上半年包钢股份收入构成

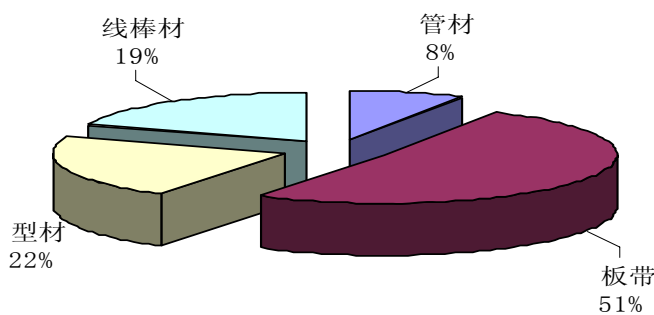
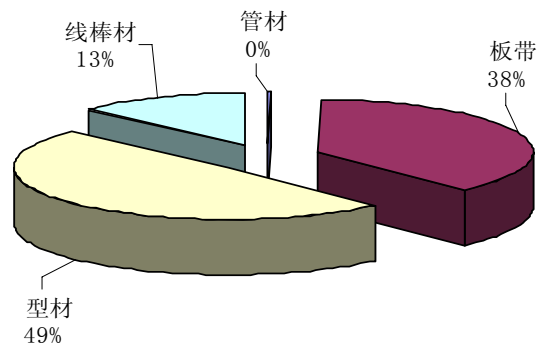


图3 2010年上半年包钢股份营业利润构成



数据来源: 公司公告, 山西证券研究所

图 4: 2005 年以来轨道钢的价格走势图 (单位: 元/吨)

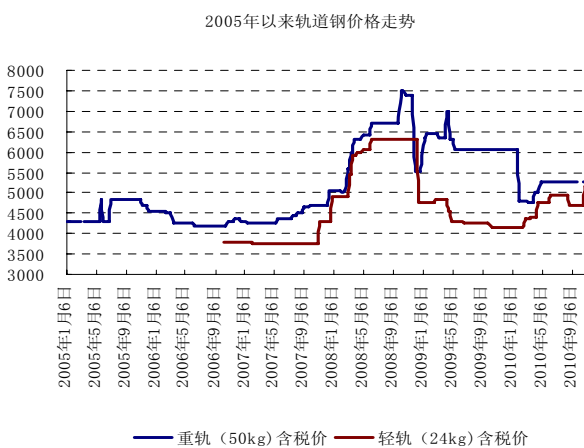
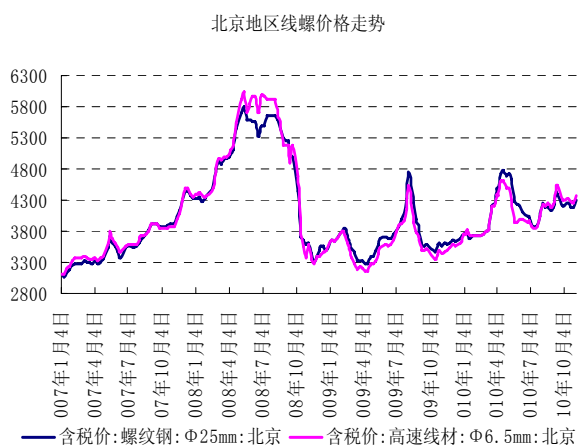
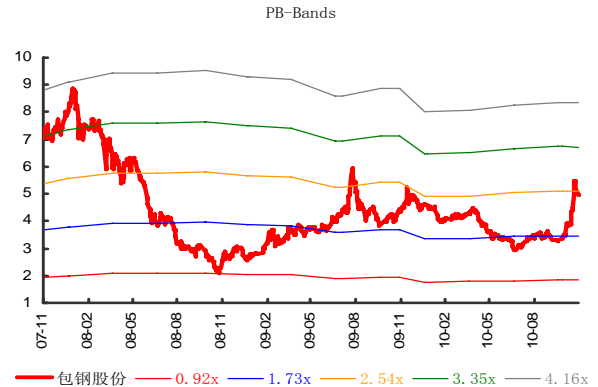
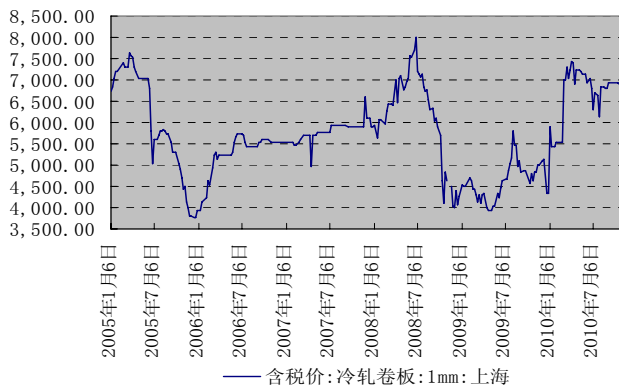


图 5: 2007 年以来线螺的价格走势图 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 6: 2005 年以来上海地区冷轧板的价格走势图 (单位: 元/吨) 图 7 太钢不锈钢进五年来的 PB、PE 走势图



数据来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

表 1 财务和估值数据摘要

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	44123.73	34016.23	40819.48	48983.37
增长率(%)	64.81%	-22.91%	20.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	920.34	-1631.22	718.31	1410.46
增长率(%)	-47.30%	-277.24%	144.03%	96.36%
每股收益(EPS)	0.143	-0.254	0.112	0.220
净资产收益率(ROE)	6.41%	-13.15%	5.53%	10.00%
市盈率(P/E)	25.06	-14.14	32.10	16.35

表 2 盈利预测表

单位: 百万元

项 目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	44123.73	34016.23	40819.48	48983.37	58780.05
减: 营业成本	40263.78	34220.79	37876.39	44085.03	52902.04
营业税金及附加	169.82	237.74	285.29	342.34	410.81
营业费用	689.47	399.51	479.42	575.30	690.36
管理费用	493.10	476.98	572.37	686.85	824.22
财务费用	587.17	723.86	648.32	599.08	640.07
资产减值损失	769.58	193.37	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.47	6.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-43.86	18.60	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1107.43	-2211.18	957.69	2694.77	3312.55
加: 其他非经营损益	-47.55	46.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	1059.88	-2164.43	957.69	2694.77	3312.55
减: 所得税	139.53	-534.61	239.42	673.69	828.14
净利润	920.34	-1629.81	718.27	2021.07	2484.41
减: 少数股东损益	0.00	1.40	-0.62	-1.74	-2.14
归属母公司股东净利润	920.34	-1631.22	718.89	2022.82	2486.55

数据来源: 山西证券研究所

敬请参阅最后一页的免责声明



投资评级说明

--报告发布后6个月内上市公司股票的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

--股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现15%以上;
增持: 相对强于市场表现5%—15%;
观望: 相对市场表现在-5%—+5%之间;
卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

--行业投资评级标准:

增持: 行业超越市场整体表现;
中性: 行业与整体市场表现基本持平;
减持: 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我们对这些信息的准确性及完整性不作保证,也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下,报告中的信息或意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下,不对据本报告的任何内容所作的投资作出任何形式的担保。

我公司及其关联机构可能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或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告归山西证券所有,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,也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。