

钢铁行业

上市公司深度研究

报告日期：2011年1月7日

市场数据：2011年1月7日

收盘价(元)	3.86
一年内最高/最低(元)	5.88/2.84
市净率	1.92
息率(分红/股价)	--
流通A股市值(百万元)	10499

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2010年09月30日

每股净资产(元)	2.01
资产负债率%	65.59%
总股本/流通A股(亿股)	64.24/27.20
流通B股/H股(亿股)	-/-

分析师：刘俊清

执业证书编号：S0760200010035

liujunqing@sxzq.com

电话：0351-8686975

相关研究

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

《潜龙在源 蓄势待发—太钢不锈深度研究报告》2009/02/20

联系人：

张小玲 电话：0351-8686990

邮箱：zhangxiaoling@sxzq.com

孟军电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司

<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+品种+地域 提升公司投资价值

公司研究/深度报告

盈利预测：

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	34016.23	40819.48	48983.37	58780.05
营业收入增长率%	-22.91%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润(百万元)	-1631.22	718.31	1410.46	1839.87
净利润增长率%	-277.24%	144.03%	96.36%	30.44%
基本每股收益(元)	-0.254	0.112	0.220	0.286

投资要点：

➢ 公司品种结构齐全，能较好地抵御市场波动风险。经过多年的发展，公司已经具备年产1000万吨粗钢的生产能力，能够生产“板、管、型、线”构筑四大系列产品，各产品生产能力适中，低于不同品种的周期波动性能力较强。

➢ 钢铁行业正在走出行业低谷，未来看好。自2008年底金融危机以来，钢铁行业一直在低位运行，销售毛利率处于第二低点，8月份仅有2.99%，并持续走低。未来随着我国经济的平稳快速发展，原材料价格稳定并出现小幅回落走势，钢铁行业的销售毛利率将从低位回升，企业盈利能力将逐步提高。

➢ 西部大开发政策为公司打开较大的发展空间。2010年7月5日到6日，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议，提出西部大开发第二阶段的战略发展目标，明确提出，到2020年在西部地区要建成国家能源基地、资源深加工基地、装备制造业基地和战略性新兴产业基地。未来西部的发展将大大快于东部的发展，公司作为西部最大的钢铁企业将迎来新的大发展的空间。

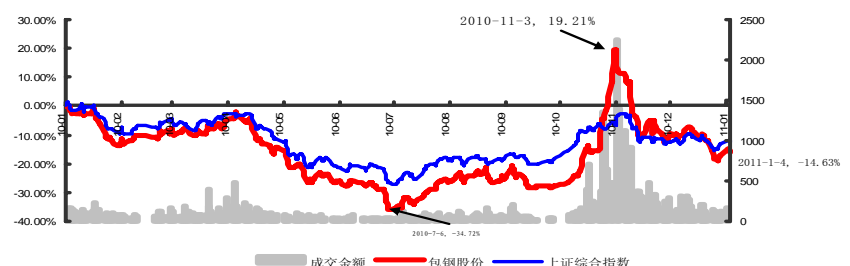
➢ 高速轨道钢成为公司未来几年持续的利润增长点。我国高速铁路网的建设将带动铁道钢材的消费增加，特别是350公里/小时的高速钢轨的需求将大幅增加。公司作为目全国最大的高速轨道钢生产企业，其产品和技术优势逐渐显现。可为公司带来持续的稳定的利润增长。

➢ 在国家钢铁产业政策的大背景下存在重组整合的可能。

➢ 风险因素。原材料价格上涨且波动的风险、西部大开发速度放缓的风险；钢材市场价格波动的加速等都会给公司的经营带来较大的不确定性

➢ 盈利预测与股票评级。不考虑资产注入等因素，预计2010、2011、2012年每股收益分别为0.112元、0.220元和0.286元。考虑行业平均水平以及公司未来发展，我们认为股票的合理价位区间为6.0元~9.42元，在4元以下可以积极介入，给出买入评级。

近一年以来包钢股份股价与大盘对比走势：



目 录

1 包钢股份是西北地区最大的钢铁生产企业	4
1.1 产业链完整，重轨生产规模居全国之首	5
1.2 控股股东拥有矿业、钢铁、稀土等几大产业链，实力雄厚	5
1.3 公司是西北地区规模最大、品种最全的钢铁生产企业	7
2 我国钢铁行业现状及发展趋势	8
2.1 中国钢铁产能较快，过剩矛盾突出，产量、库存高位运行	8
2.2 中国钢铁产量居全球之首，但产业集中度不高	9
2.3 铁矿石对外依存度高，铁矿石价格受制于人	11
2.4 钢企利润整体处于历史地位，仍然处在周期底部	11
2.5 中国处于工业化加速发展阶段，对钢材需求仍然旺盛	12
3 公司竞争优势——品种结构+资源+地域	13
3.1 公司的具备了“板、管、型、线”构筑四大产品体系，抵御行业周期性波动的能力较强。	13
3.2 资源优势突出，铁矿石自给率达到 60%以上	16
3.3 益于西部开发、内蒙古的经济发展，本地消耗将增加	17
3.4（高速）铁路网建设对公司的轨道钢形成长期稳定的需求	19
3.5 存在重组整合的可能，或收购其他公司，或被国内其他钢铁企业并购	22
4、公司财务分析	25
4.1 公司营运能力分析	25
4.2 公司负债结构和偿债能力分析	26
4.3 公司在钢铁板块以及A股市场中的地位	26
5、公司盈利预测与投资建议。	27
5.1 基本假设	27
5.2 盈利预测结论	27
5.3 行业比较与股票评级	28
6、风险因素	0
6.1 原材料价格上涨、大幅波动的风险	0
6.2 淘汰落后产能较慢，行业竞争激烈	0
6.3 内蒙古自治区的低调演化成不作为，影响区域内钢材消费	0

图目录

图 1: 包钢股份股权结构图	4
图 2: 公司近几年粗钢产量变化情况	4
图 3: 2010 年上半年包钢股份收入构成	5
图 4: 2010 年上半年包钢股份营业利润构成.....	5
图 5: 包钢集团的四大产业体系	6
图 6: 我国主要钢铁企业分布图:	7
图 7: 1998 年以来中国粗钢产量增长变化情况.....	9
图 8: 钢材企业库存	9
图 9: 钢材社会库存	9
图 10: 全球及中国钢产量及中国产量的占比.....	10
图 11: 国内铁矿石产量及进口数量统计.....	11
图 12: 铁矿石价格走势	11
图 13: 国内黑色金属冶炼及压延工业销售利润率的走势.....	12
图 14: 我国粗钢企业的销售毛利率变化情况.....	12
图 15: 我国GDP增长及构成情况	13
图 16: 固定资产投资与粗钢产量的关系	13
图 17: 2007 年以来公司收入结构图	14
图 18: 2007 年以来公司利润结构图	14
图 19: 2007 年以来钢轨价格走势	15
图 20: 2007 年以来普通中厚板价格走势.....	15
图 21: 2007 年以来冷热扎板材价格走势.....	15
图 22: 2007 年以来线螺产品市场了价格走势.....	15
图 23: 无缝钢管价格市场价格走势图	15
图 24: 2007 年以来国内焦煤及焦炭价格走势.....	16
图 25: 西部大开发的十二省市示意图	18
图 26: 我国 2020 年的高速铁路规划图	21
图 27: 我国西部重点钢铁企业分布图	24
图 28: 2005 年来公司营业收入及同比增长分析.....	25
图 29: 公司销售毛利率和总资产净利率变化情况走势.....	25
图 30: 包钢股份三费比率走势图	25
图 31: 公司资产负债率与权益乘数变化情况.....	26
图 32: 公司负债结构分析	26
图 33 包钢股份进三年来的PB、PE走势图.....	28

表目录

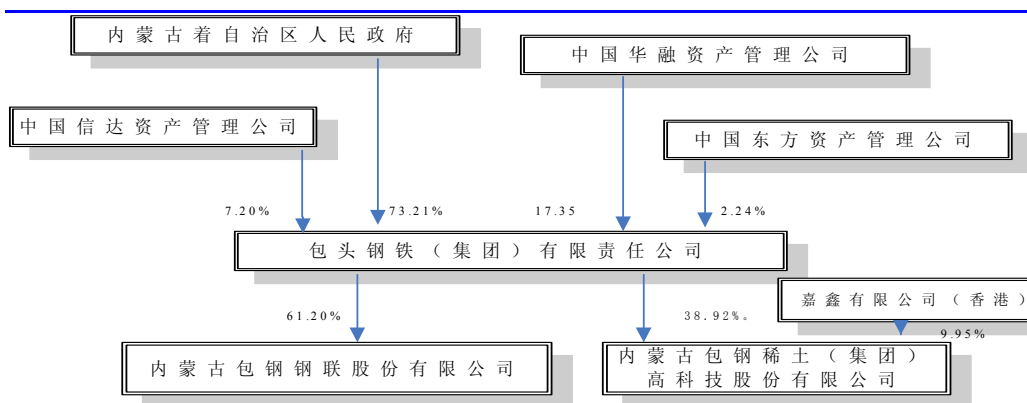
表 1: 我国西部重要钢铁企业及其产能情况统计.....	7
表 2: 2009 年末和 2010 年 1-10 月份国内前 10 大钢铁企业产量排名.....	10
表 3: 目前包钢股份所生产的钢材产品品种及其产能.....	13
表 4: 公司近几年的产量统计 单位: 万吨.....	17
表 5: 国内重轨生产企业及其产量统计	20
表 6: 截至 2010 年 12 月 17 日内蒙古自治区上市公司统计.....	22
表 7: 我国西部重点钢铁企业统计表	23
表 8: 2010 年三季末度钢铁板块整体财务指标与市场指标比较.....	27
表 9: 盈利预测表.....	28
表 10: 12 月 17 日钢铁行业上市公司一览	29

1 包钢股份是西北地区最大的钢铁生产企业

包钢股份由包钢集团于1999年6月将部分炼钢和轧钢资产打包后联合其它几个企业共同组建而成，于2001年3月9日在上海证券交易所挂牌交易。2007年，包钢股份通过定向增发30.32亿股收购集团公司69.75亿元与钢铁产业相关的资产，成为第六家整体上市的大型钢铁集团。整体上市完成后，钢铁生产规模已经跃上1000万吨大关，是西北地区规模最大、品种最全的钢铁生产企业。

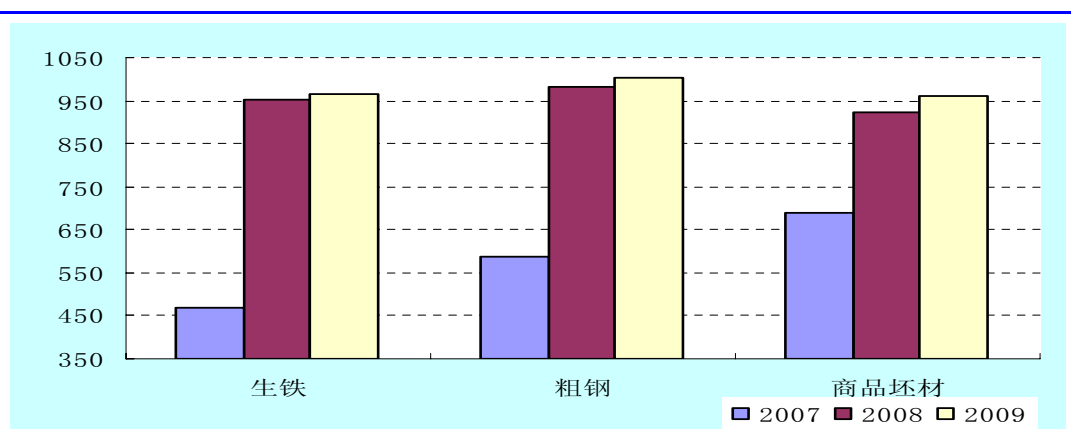
2010年三季报披露，1-9月公司营业收入293.86亿元，同比增长18.46%，净归属于母公司所有者的净利润5.044亿元，扭亏为盈。资产减值损失为冲回15108万元，经营活动产生的现金流量净额245675万元(上年同期为97129万元)。截止9月末公司总资产415.19亿元，所有者权益129.10亿元。

图 1：包钢股份股权结构图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：公司近几年粗钢产量变化情况



资料来源：公司公告，山西证券研究所

1.1 产业链完整，重轨生产规模居全国之首

包钢股份实现整体上市后，拥有从炼铁、炼钢到轧制的全流程钢铁生产系统，向前拥有焦炭生产、电力供应等，产业链完整。同时公司具有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”。

包钢股份重轨生产规模居全国之首，目前公司拥有两条钢轨生产线，老线具备 60 万吨 / 年的钢轨生产能力，可生产铁路用各种钢轨、起重机钢轨、轨枕、工槽钢、方钢等产品系列，新线万能轧机高速钢轨生产线年生产能力为 90 万吨，可生产 43-75Kg /m 系列钢轨，AT50 、AT60 道岔轨以及 QU70-QU120 吊车轨等产品，目前公司高速钢轨市场占有率达到30%以上，居全国第一。

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。

图 3：2010 年上半年包钢股份收入构成

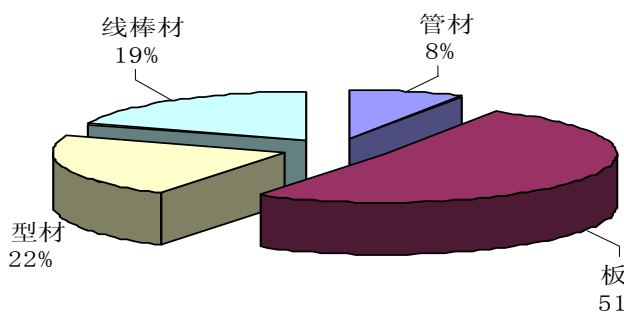
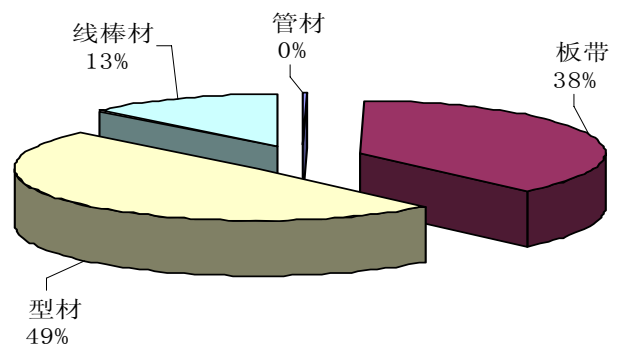


图 4 2010 年上半年包钢股份营业利润构成



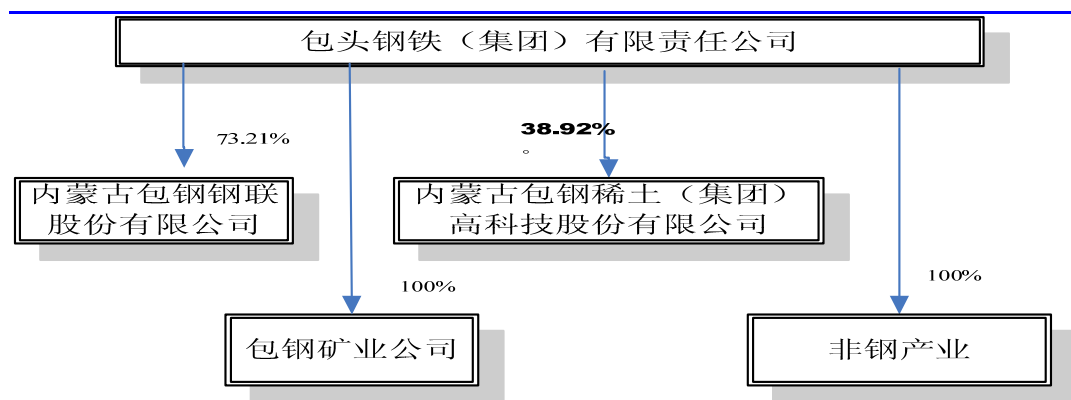
数据来源：公司公告，山西证券研究所

1.2 控股股东拥有矿业、钢铁、稀土等几大产业链，实力雄厚

包钢股份的控股股东包钢集团是国家在“一五”期间建设的156 个重点项目之一，1954 年建厂，1998 年改制为公司制企业，拥有包钢股份和包钢稀土两个上市公司，是我国重要的钢铁工业基地和最大的稀土工业基地，是内蒙古自治区最大的工业企业，是全国三大钢轨生产基地之一，新建成的重轨生产线可满足时速350 公里以上客运高速铁路用轨的需求，是品种规

格较为齐全的无缝钢管生产基地，是西北地区最大的薄板生产基地。经过多年的经营和探索，目前已经形成钢铁、稀土、矿业、非钢产业四大产业体系，钢铁产业全部集中包钢股份；稀土产业全部集中在包钢稀土；矿产全部集中在矿业公司；其他辅助非钢产业集中在非钢产业集团，截至2009年末的集团总资产达到700亿元。

图 5：包钢集团的四大产业体系



资料来源：公司公告，山西证券研究所

包钢股份是西北地区最大的钢铁生产企业，2009 年分别生铁965.16万吨、粗钢1005.37万吨、钢材960万吨，比上年分别增加1.21%、2.32%、3.89%，钢产量首次突破1000万吨，截至2010年三季度年末总资产415.2亿元，股东权益129.1亿元，1-9月份实现营业收入293.9亿元，净利润5.04亿元。

包钢稀土是全国最大的稀土生产、科研基地和重要的稀土信息中心，2009年生产稀土氧化物5.76万吨、稀土金属6328吨、功能材料5561吨。截至2010年三季度末，包钢稀土资产总额80.9亿元，实现营业收入15.66亿元。

包钢矿业是包钢集团独资设立的管理和经营功能兼具的控股公司，成立于2006年6月6日，注册资本10,000万元。目前管理的内蒙古自治区内及蒙古国境内已设立的矿山公司有6家，分别为包头钢铁蒙润有限责任公司、蒙中巴日格力图有限责任公司、内蒙古黄岗矿业有限责任公司、内蒙古阿拉善西望矿业有限责任公司、包钢集团矿业物资有限责任公司、巴彦淖尔普兴矿业有限责任公司。其中内蒙古黄岗矿业有限责任公司2005年底矿石保有储量1.77亿吨，规划2008年原矿产量250万吨，服务年限为60年；内蒙古阿拉善西望矿业有限责任公司2005年在阿拉善盟探明铁矿资源储量为1.38亿吨，青海格尔木取得铁矿资源储量为7108万吨，合计铁矿资源储量2.09亿吨；预计服务年限为50年以上。正在筹备中的矿山共有4家，分别是：蒙中北方有限责任公司、蒙古国蒙泰矿业有限公司、包钢集团天元矿业有限责任公司、内蒙古元猛矿业开发有限责任公司。包钢集团的辅助矿山主要有包钢集团固阳矿山有限公司、乌海矿业公司、朔州矿业公司，是集团公司的分公司。

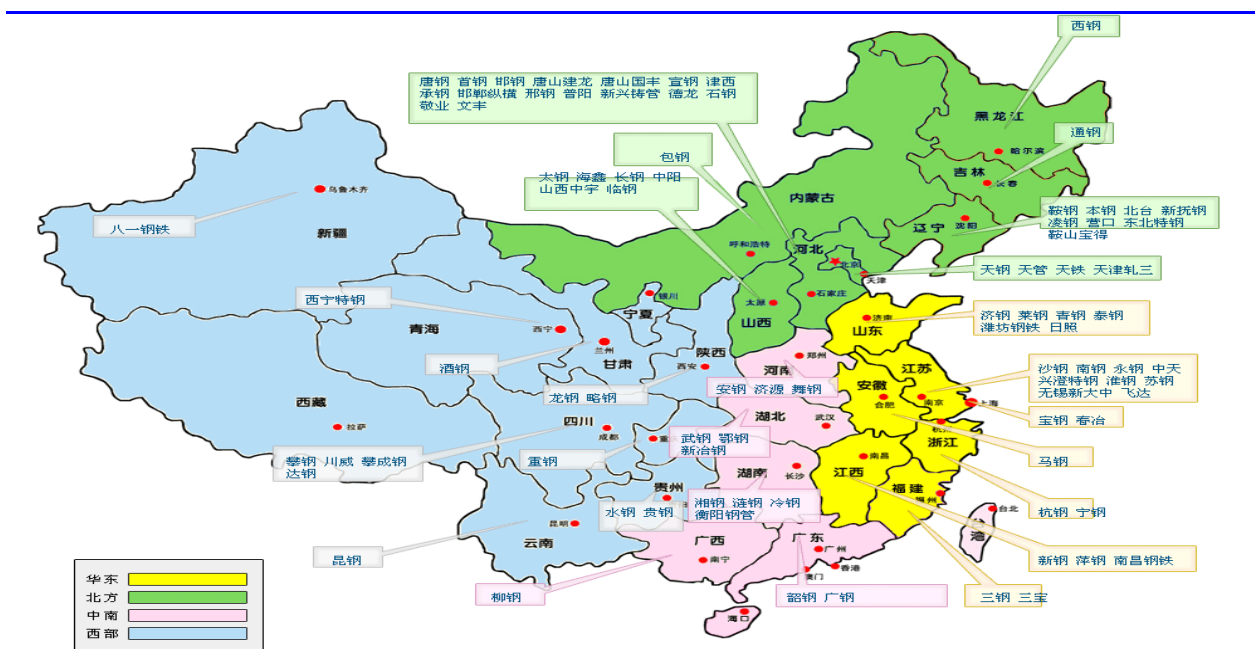
非钢产业、事业单位及其他。包钢集团非钢产业、事业单位及其他共有32家单位，其中子公司23家，分公司3家，事业单位及其他单位6家。32家单位分别涉及建筑施工与

检修工程业、机械加工及电气制造业、信息产业、贸易与服务、地质勘察、设计、工程监理、房地产开发、新闻报道、医疗卫生和幼教管理等十多个行业。

1.3 公司是西北地区规模最大、品种最全的钢铁生产企业

考察我国钢铁企业的分布情况可以看到，我国钢铁产能主要集中在中东部，据不完全统计，到目前为止，我国钢铁产能达7亿吨以上，而包括内蒙古自治区在内的西部12个省市，钢铁产能总共不足1亿吨，其中包钢股份是产能最大的企业，也仅有1000万吨/年的生产能力，包钢股份粗钢产能占西部粗钢总产能的10%以上，公司能够生产管、板、棒、型四大类数十个钢材产品，是西部大发展的重要支撑。见图和表。

图 6 我国主要钢铁企业分布图：



资料来源：山西证券研究所

表 1：我国西部重要钢铁企业及其产能情况统计

省份	钢厂名称	粗钢产能 (万吨)	下辖上市公司	备注
内蒙古	包头钢铁(集团)有限责任公司	1000	包钢股份; 包钢稀土	
陕西	陕西龙钢集团公司	400		已经与其它两家(略钢和汉中钢铁,均处于停产状态)钢铁公司共同组建陕西钢铁集团,目标 1000 万吨
	陕西略阳钢铁有限责任公司	140		基本停产,陕西东岭工贸集团股份有限公司控股,进入陕西钢铁集团
重庆	重庆钢铁集团有限责任公司	650	重庆钢铁	环保搬迁将于 2011 年中期完成



贵州	水城钢铁(集团)有限责任公司	300	首钢控股
	贵阳特殊钢集团	50	首钢控股
广西	广西柳州钢铁集团公司	900	柳钢股份 武钢控股
云南	昆明钢铁控股有限公司	700	武钢控股
四川	攀钢集团有限公司	727	攀钢钢钒 与鞍钢合并
	四川省川威集团有限公司	300	
	达州钢铁集团有限责任公司	280	
甘肃	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	800	酒钢宏兴
青海	西宁特殊钢股份有限公司	120	西宁特钢
新疆	八一钢铁	700	八一钢铁 宝钢控股
产能小计		7067	

资料来源：山西证券研究所

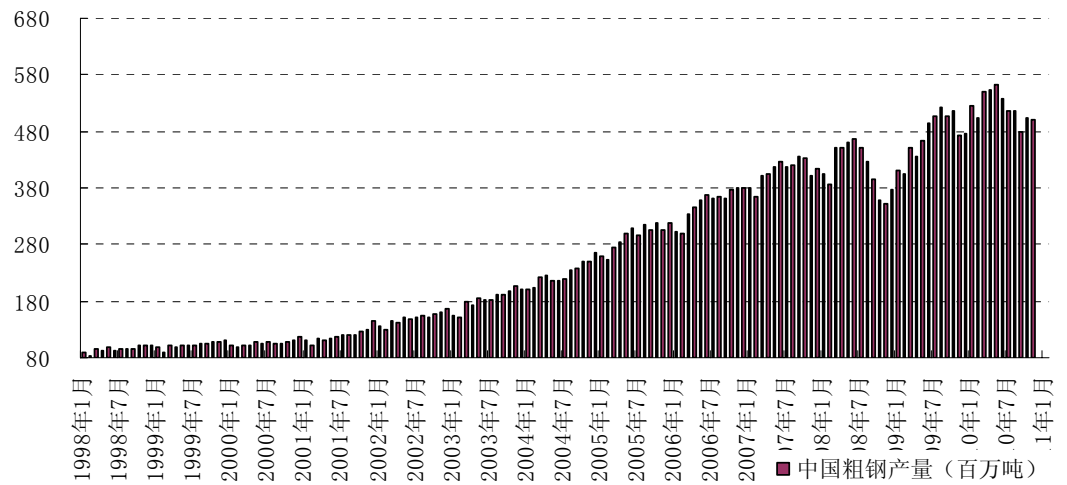
2 我国钢铁行业现状及发展趋势

2.1 中国钢铁产能较快，过剩矛盾突出，产量、库存高位运行

近年来，我国钢铁业快速发展，有力地支持了我国国民经济的快速、健康发展。数据显示，2009年我国的钢铁产能为7.2亿吨，2010年估计将达到7.7亿吨，而到2011年，这一数字将超过7.9亿吨。

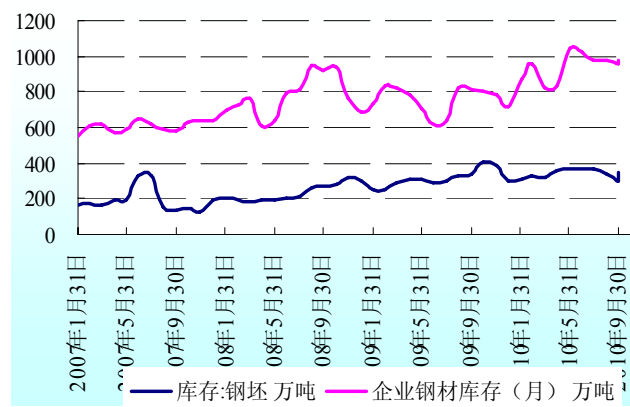
今年1-11月生产粗钢57725.2万吨，同比增加5907.28万吨，增长10.12%。1-11月粗钢平均日产172.83万吨，相当于年产粗钢6.31亿吨的水平。而钢铁需求处于相对缓慢增长状态，加之金融危机导致进出口环境的恶化，表观消费增速较慢，据中钢协的统计，2010年全年国内市场粗钢表观消费量预计在5.96亿吨左右，比上年增加3150万吨，增长5.6%左右，产量增速快于消费增速，库存持续走高，并在2010年5月创出历史高位，之后有所回落，但回落幅度不大。截至12月17日，钢材的社会库存仍然维持在1280万吨之上，企业库存也维持在接近历史高位的980万吨附近。

图 7：1998 年以来中国粗钢产量增长变化情况



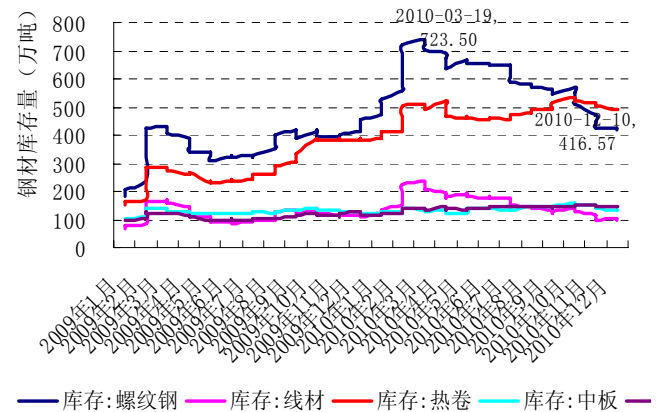
资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 8：钢材企业库存



资料来源：Mysteel，Wind 资讯，山西证券研究所

图 9：钢材社会库存

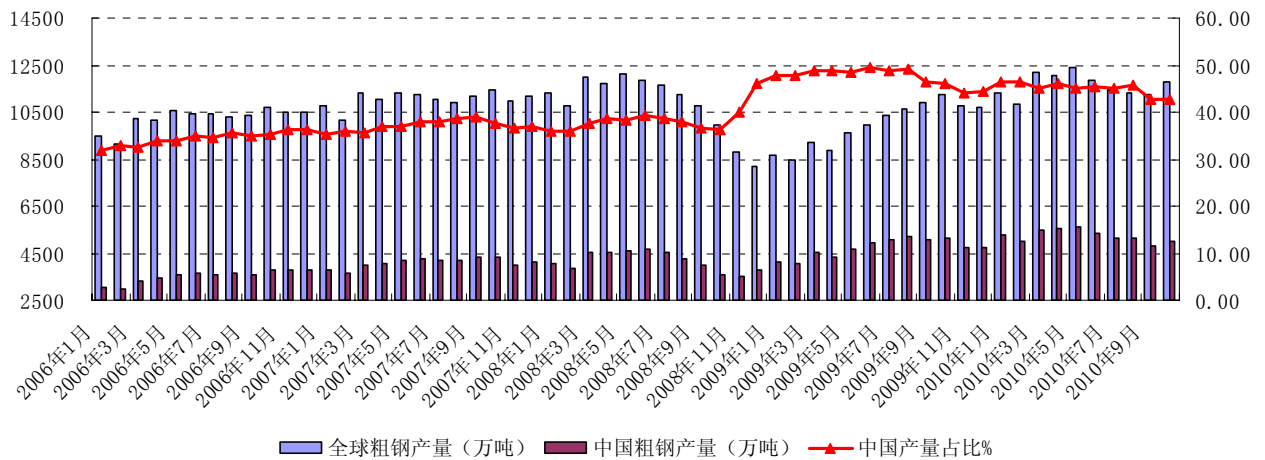


2.2 中国钢铁产量居全球之首，但产业集中度不高

“十一五”期间，我国粗钢产量每年均居全球榜首，且占全球比重不断增大，统计显示，2009 年，中国粗钢产量达 5.68 亿吨，占全球粗钢产量的 46.6%，超过了排在中国之后的 20 个国家的粗钢产量之和。

虽然我国钢铁产能较大，但规模普遍小，全国大小钢厂一千多家，排名前 10 位的钢企产能不足 2.5 亿吨，占总产能比重约为 43%，并且大多数中小钢厂技术水平比较落后。

图 10：全球及中国钢产量及中国产量的占比



数据来源：国际钢铁业协会，山西证券研究所

2005年中国排名前十的钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量的35.4%，2009年提高至43.5%，年均提高1.6个百分点。2010年，随着鞍钢重组攀钢、本钢兼并北台、首钢重组通钢、天津渤海钢铁集团的组建，产业集中度进一步提高了4.41个百分点。但与国际大型企业相比，我国的钢铁企业集中度有待进一步提高，淘汰落后和兼并重组将是近几年我国钢铁业的主要发展趋势之一。

表 2：2009 年末和 2010 年 1-10 月份国内前 10 大钢铁企业产量排名

序号	钢企名称	2009 年产量 (万吨)	占全国总量的%	企业 (集团) 单位	2010 年 1-10 月粗钢产量	同比±量	同比±%	占全国总量的%
1	河北钢铁集团	4020	7.08	宝钢集团	3739.46	581.24	18.4	7.12
2	宝钢集团	3890	6.85	河北钢铁集团	3694.6	253.39	7.36	7.04
3	武汉钢铁集团	3030	5.34	鞍钢集团	3323.67	233.87	7.57	6.33
4	鞍本钢铁集团	2930	5.16	武汉钢铁集团	3031.23	539.37	21.65	5.77
5	沙钢集团	2640	4.65	江苏沙钢集团	2467.96	296.59	13.66	4.7
6	山东钢铁集团	2130	3.75	首钢集团	2173.01	602.66	38.38	4.14
7	首钢集团	1730	3.05	山东钢铁集团	1917.75	174.95	10.04	3.65
8	马鞍山钢铁集团	1480	2.61	渤海钢铁集团	1507.42	202.91	15.55	2.87
9	湖南华菱钢铁集团	1180	2.08	河北新武安钢铁集团	1316.07	-59.02	-4.29	2.51
10	太原钢铁集团有限公司	1012	1.78	马钢集团	1301.55	71.34	5.8	2.46
前 10 名企业产量总计		24042	42.34	10 大钢粗钢合计	24472.72	2897.3	13.43	46.61

资料来源：中钢协，山西证券研究所

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqjfbz@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

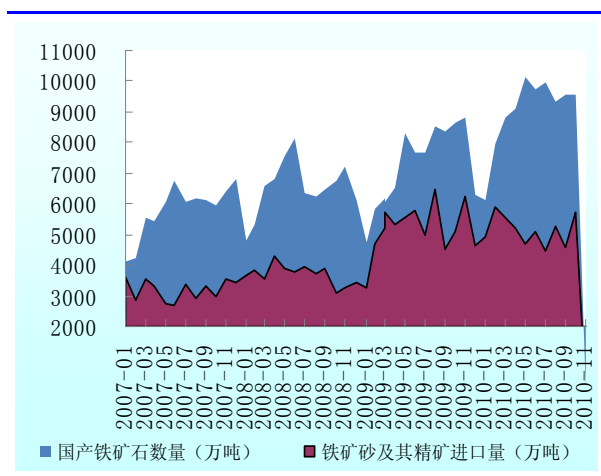
2.3 铁矿石对外依存度高，铁矿石价格受制于人

庞大的产能和分散的产业格局，使中国钢铁企业难以掌握进口铁矿石的定价权。

由于我国铁矿石出量较少，而且铁矿石的品味不高，使得我国归纳钢铁生产所需的用铁矿石需要大量进口。随着近几年产能的不断增加，铁矿石的进口也大幅度增长。据统计，我国铁矿石的对外依存度在50%以上，这种情况还将持续。

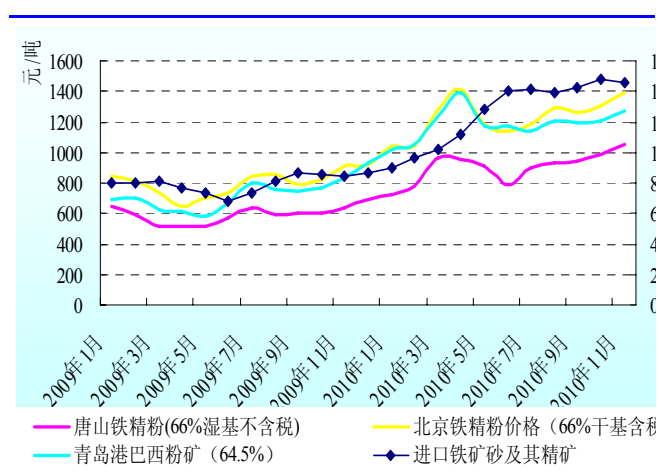
2003年以来，进口铁矿石价格持续上涨，只有金融危机后的2009年下跌，是一个例外。2010年，铁矿石定价机制由原来的年度定价演变为季度定价，一直维持高位。12月9日，有消息称，2011年第一季度铁矿石价格将再次上涨7%，淡水河谷铁矿石FOB价从126美元/吨涨到135美元/吨，据说日本已经接受此价格，中国钢厂也认同这个涨幅。如此计算，加上巴西到中国的海运费（12月10日的价格）20.873美元/吨（目前的海运费处于相对低位），到岸价至少为155.873美元/吨。国内铁矿石也随着进口价格的现货市场价格逐步走高，并维持在高位运行。如图所示。

图 11：国内铁矿石产量及进口数量统计



资料来源：海关总署，Wind 资讯，山西证券研究所

图 12：铁矿石价格走势



2.4 钢企利润整体处于历史地位，仍然处在周期底部

2010年，1-10月纳入统计的75户大中型钢铁企业实现销售收入24776.42亿元，比上年同期增长35.07%；实现利税1280.71亿元，比上年同期增长31.55%；实现利润693.4亿元，比上年同期增长84.37%，企业盈利总额提高。另一方面，1-10月大中型钢铁企业销售利润率只有2.8%，低于我国工业行业的平均盈利水平，全行业仍处于低效益的状态。

图 13: 国内黑色金属冶炼及压延工业销售利润率的走势

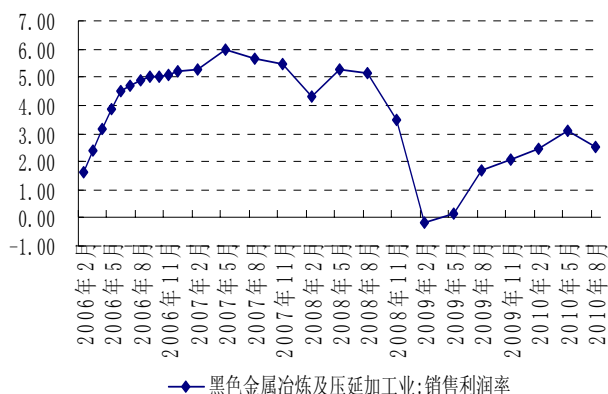
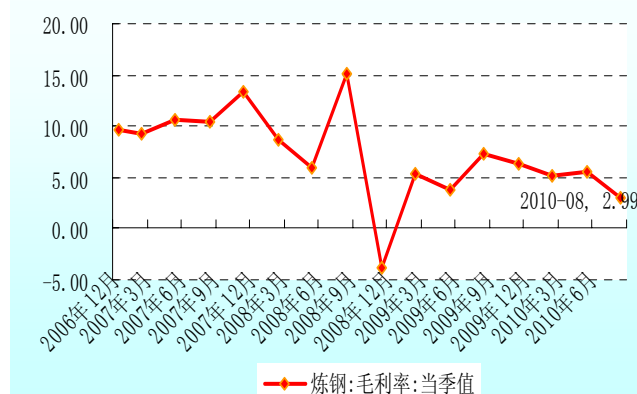


图 14: 我国粗钢企业的销售毛利率变化情况



资料来源: 国家统计局, Wind资讯, 山西证券研究所

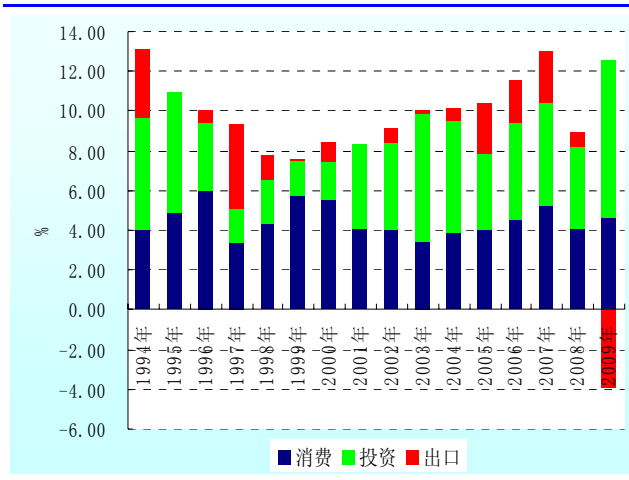
2.5 中国处于工业化加速发展阶段, 对钢材需求仍然旺盛

虽然我国钢铁企业产能严重过剩, 但准确地说, 这是发展中的过剩, 也是结构性过剩。因为, 我国960万平方公里土地上生活着13.5亿人, 这13.5亿人对钢材的消费潜力是非常大的。作为全球最大的发展中国家, 我国正处在工业化和城镇化加速发展阶段, 据统计, 截至2009年底, 中国的城镇化率46.6%, 与发达国家低30个百分点, 比世界平均水平低4个百分点, 说明我国城镇化和工业化的发展空间很大, 对钢材的消费存在刚性增加的趋势。

从我国发展阶段分析, 我国经济增长对固定资产投资的依赖还比较强, 固定资产投资对GDP的贡献一直较高, 如图所示。虽然从2010年开始, 国家就经济转型的力度, 推出各种政策和措施, 刺激消费, 但由于历史的原因, 消费的提升是缓慢的; 同时, 由于2008年开始的金融危机, 从根本上改变了国际贸易习惯, 出口对中国经济的拉动大幅度减少。因此, 投资仍将是未来几年拉动我国经济增长的主要动力之一, 这将拉动钢材消费增长。

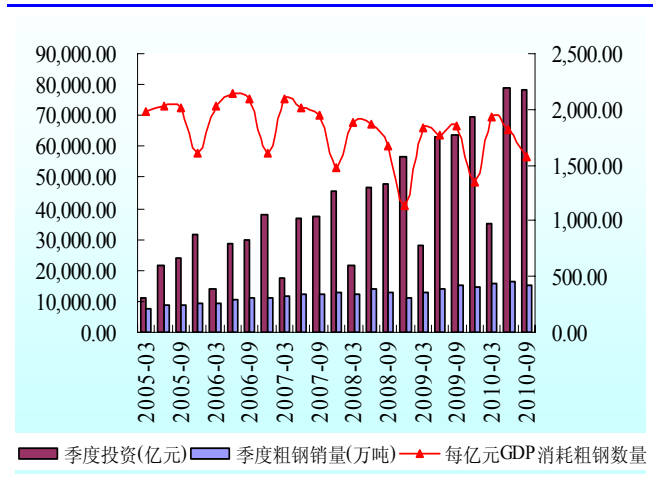
分析历年的GDP增长、固定资产投资与粗钢产量的关系, 我们发现, 每亿元GDP需要粗钢逐年小幅下降, 到2009年底大约1700吨, 2009年底我国34万亿国内生产总值, 每年增长9%以上, 2011年大约需要粗钢产量6.71亿吨, 年增长率将达到6.3%左右, 每亿元固定资产投资需要粗钢2500吨左右, 也随着技术进步有降低的趋势, 2009年底22.5万亿的固定资产投资规模, 按24%的年增长率, 2011年要粗钢大约6.86亿吨以上, 年增长率达8.7%。我们认为, 2011年粗钢产量增长率将维持在7%左右, 产量大约为6.75亿吨。

图 15: 我国 GDP 增长及构成情况



资料来源: Wind资讯, 山西证券研究所

图 16: 固定资产投资与粗钢产量的关系



3 公司竞争优势——品种结构+资源+地域

3.1 公司的具备了“板、管、型、线”构筑四大产品体系，抵御行业周期性波动的能力较强。

经过多年的发展，公司已经具备年产1000万吨粗钢的生产能力，能够生产“板、管、型、线”构筑四大系列产品，各产品生产能力适中，低于不同品种的周期波动性能力较强。

表 3: 目前包钢股份所生产的钢材产品品种及其产能

钢材产品名称	板材	窄带	中厚板	重轨	无缝钢管	棒材	钢筋	特钢	合计
产能(万吨)	300	90	140	150	75	125	65	90	1035

资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

图 17: 2007 年以来公司收入结构图

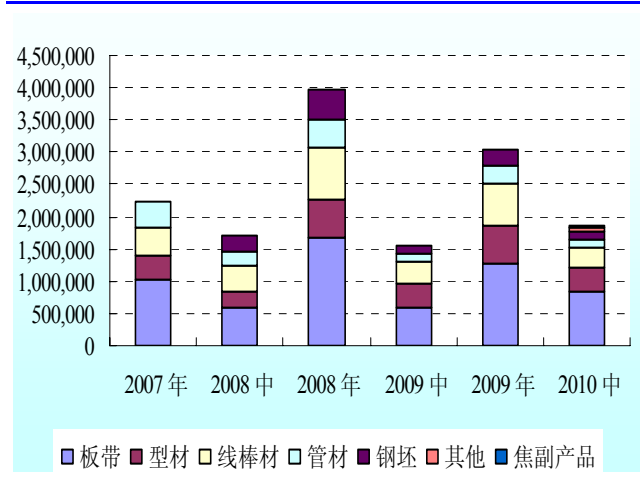
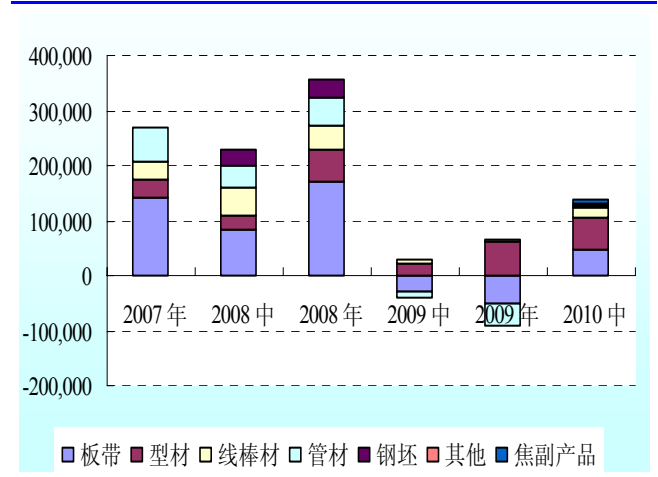


图 18 2007 年以来公司利润结构图



资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

由图可见, 公司收入主要来自板带、型材、线棒以及管材, 但利润却有变化, 板带材的利润波动幅度较大, 线棒材的利润大幅回落后有所回升, 管线钢利润几乎为零, 型材利润稳步增加。总体上看, 公司收入、利润较上一年均有所回升, 盈利能力稳步提高。

关于管材盈利能力低的问题, 公司已经采取了一系列的措施改善其盈利状况。公司的无缝钢管生产装置在国内领先, 曾经为公司创造了大量的利润。2009 年以来, 管线钢无法盈利一方面是因为原材料价格较高而产品价格较低所致; 另一方面是因为金融危机导致的需求下降所致。2010-03-29, 代表当今世界上最先进水平的包钢 159 热连轧无缝钢管项目开始启动, 该项目是包钢为进一步提升产品档次和工艺技术装备水平建设的, 年产量达到 40 万吨, 产品规格覆盖 $\Phi 38.0 \sim 168.3 \times 2.9 \sim 25.0 \text{mm}$, 在技术含量高、附加值高的小口径无缝管方面发挥强劲优势。截至目前, 公司已经拥有了可以生产不同口径和壁厚的系列钢管产品, 应用领域逐步拓宽。随着西部大开发的进一步深化, 预计在 2011 年及以后, 无缝钢管产品仍可以为公司带来丰厚的利润。

2010 年上半年, 项目建设以“降本增效、结构调整”为主线, 合理调配资金, 确保重点工程。包钢中铁轨道公司 500 米焊轨生产线工程已建成投产; $\Phi 159 \text{mm}$ 无缝管生产线项目于 3 月 17 日开工, 预计 2011 年 7 月热负荷试车, 投产后将使包钢新增 $\Phi 38.0 \text{mm} - \Phi 159.0 \text{mm}$ 小规格热轧无缝钢管 40 万吨/年; 两座 80 吨转炉 (4 号、5 号) 易地改造为 2×150 吨转炉工程主厂房土建与钢结构同步展开, 9 月底建成后可使包钢增加炼钢能力 70 万吨/年; 技术中心研发基地等其他项目正在按计划推进。

图 19 2007 年以来钢轨价格走势图

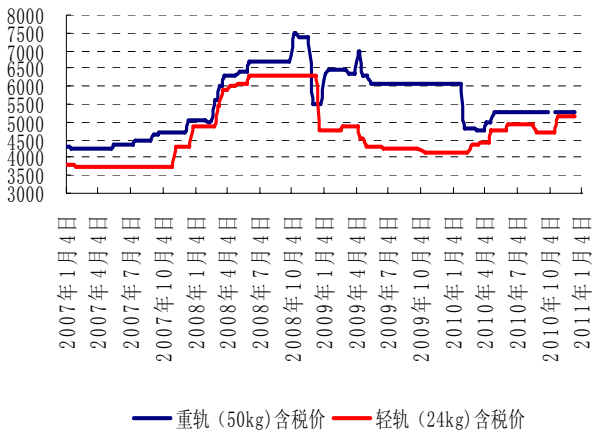
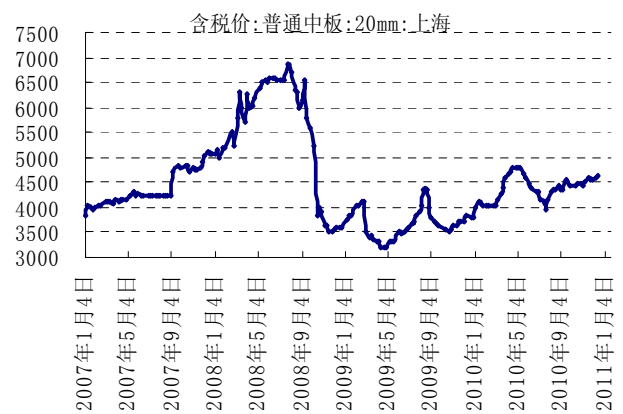


图 20 2007 年以来普通中厚板价格走势图



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 21 2007 年以来冷热轧板材价格走势图

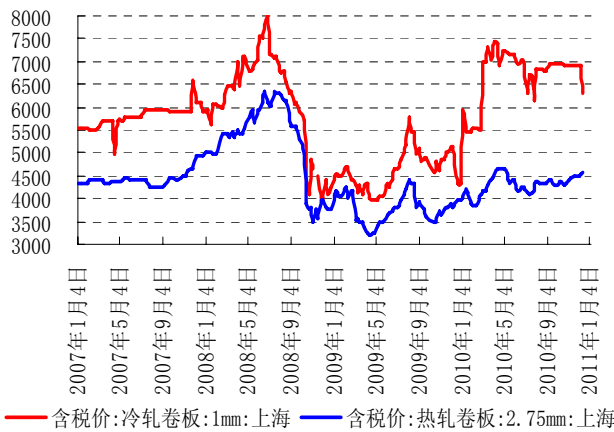
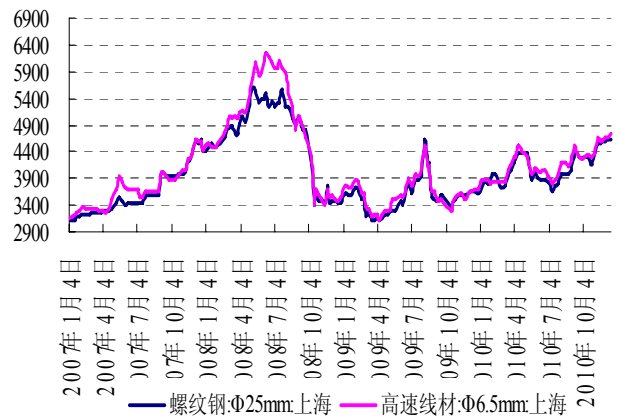
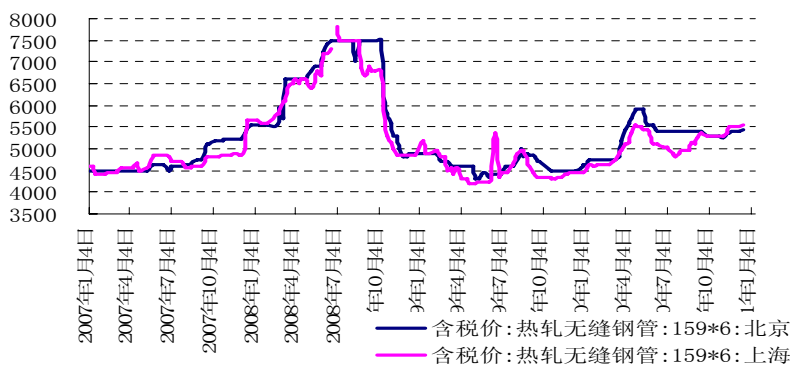


图 22 2007 年以来线螺产品市场价格走势图



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 23: 无缝钢管价格市场价格走势图

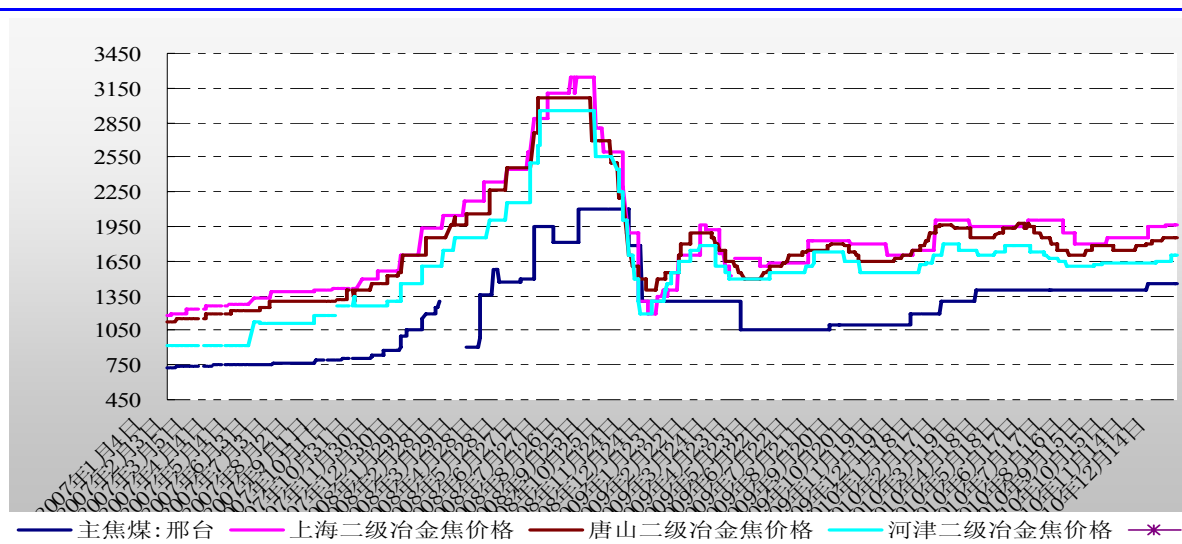


资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

3.2 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1200万吨/年以上的生产能力。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；其余需求中，有一半在区域内本地采购，另一半使用进口。整体成本优势显著。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。

图 24：2007 年以来国内焦煤及焦炭价格走势



资料来源：Wind资讯，山西证券研究所

包钢集团拥有白云鄂博铁矿，是世界瞩目的铁、稀土等多元素共生矿，现已探明矿体内蕴藏170多种矿物，71种元素。矿物种类主要有铁、铌和稀土矿物。其中铁矿储量14亿t；铌矿储量660万t；稀土矿工业储量3600万t，占全世界的36%、全国的90%以上，因而被誉为“稀土之乡”。独特的资源优势形成了包钢在世界冶金企业中少有的以钢铁和稀土为主业的产业优势。

白云鄂博铁矿的开采是根据“以铁为主，综合利用”的方针进行设计和生产的，采用露天开采。白云鄂博矿床主要由主矿(包括主矿南高磁区)、东矿、西矿、东介勒格勒和东部接触带等五大矿体群组成。目前正在开发利用的矿体主要是主矿、东矿和西矿2~48线。目前，主、东矿年生产能力已达1200万吨(品味32.81%)；西矿2~48线也已经形成年产600万吨的生产能



力，于2009年11月建成投产，矿浆直接通过管道进入包钢股份的炼铁系统，今后将达到1000万吨的规模。按年产950万吨生铁需要铁矿石1500万吨铁精粉，可为包钢股份提供充足的铁矿石原材料。随着西矿进一步达产，公司铁矿石的自给率将进一步提高。

白云鄂博铁矿石洗选后的副产物富含稀土成分的尾矿成为其另一控股子公司包钢稀土的主要原材料。由于稀土是国家的战略物资，随着科技的发展，越来越受到国内外市场的重视。20100213，包钢稀土原料产品战略储备方案获自治区政府批准，为下一步争取国家稀土资源储备创造了积极条件。按照储备方案，包钢稀土将分5年对30万吨稀土矿产品及适量稀土分离产品、稀土金属产品进行收储，储备资金预计超过20亿元，主要由企业承担，自治区、包头市、包钢（集团）公司分别给予贴息支持。对稀土原料产品进行战略储备，可减少稀土精矿二次分选带来的浪费以及污染，有利于稀土资源的全面保护，有利于稀土市场的持续向好和长期稳定。

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。

表 4：公司近几年的产量统计

单位：万吨

项目	生铁	同比增加%	粗钢	同比增加%	钢材	同比增加%
2006					527	4.77
2007	467.9		585.7		687.6	30.47
2008	953.6	103.80	982	67.66	923.7	34.34
2009	965.15	1.21	1005.37	2.32	960	3.89
2010年 1-6月	476.64	-1.21	491.15	-2.08	467.39	-2.44

资料来源：公司公告

内蒙古煤炭资源极为丰富，目前已探明保有储量达230多亿吨，已经超过山西居全国第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。包钢集团与山西焦煤集团、宁夏煤业集团、神华集团等国内大型煤炭企业签订了长期供应合同，能够保证公司生产所需的煤炭公司。

3.3 益于西部开发、内蒙古的经济发展，本地消耗将增加

西部大开发的大环境提供了有利发展机会

2000年3月，九届全国人大四次会议确立了西部大开发战略，至今已经10个年头。西部大开发的范围包括重庆、四川、贵州、云南、西藏自治区、陕西、甘肃、青海、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、内蒙古自治区、广西壮族自治区等12个省、自治区、直辖市，面积685万平方公里，占全国的71.4%。实施西部大开发战略以来的10年是历史上西部地区发展最快的时期。2000-2009年西部地区GDP年均增长速度11.6%，GDP总量从2000年的16655亿元增加到2009年的65000多亿元，人均GDP由4624元增加到18000多元，但与全国平均水平25500多元相

差较远。

2010年7月5日到6日，中共中央、国务院在北京召开西部大开发工作会议，提出西部大开发第二阶段的战略发展目标，中央明确提出，到2020年，在西部地区要建成国家能源基地、资源深加工基地、装备制造业基地和战略性新兴产业基地。会议结束当天，公布了投资总规模6822亿元的23个重点工程，并将在财政、投资、资金、税收等多方面给予优惠。

图 25：西部大开发的十二省市示意图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

内蒙古的持续快速发展为公司提供了稳定的市场空间

随后各省市、自治区积极进行讨论，寻找发展机会，但内蒙古自治区的声音较弱。但西部大开发战略实施以来，内蒙古自治区经济连续保持两位数增长，GDP增速2002年至2009年连续8年居中国第一，截至2009年末，内蒙古自治区的GDP为9725.78亿元，同比增长16.9%，保持西部第二大经济体地位不变。

过去10年，由呼和浩特、包头和鄂尔多斯三市构成的“金三角”经济带，依托区域内的资源禀赋，在“金三角”地区形成乳业、稀土加工、装备制造、煤化工等十大优势产业集群。

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。

西部地区特别是内蒙古自治区内钢材下游需求稳定向好

从固定资产投资方面看，根据我们的研究，每亿元固定资产投资将刚性消耗钢材2000吨以上。据统计，2009年，内蒙古全社会固定资产投资完成额7,336.80亿元，同比增长34%，理论消耗钢材1614万吨，而区域内生产粗钢1262万吨，尚不能满足要求；如果十二五期间的固定资产投资增长率保持在20%左右的全国平均水平，十二五期末内蒙古地区的钢材消费将达到4500万吨以上但会存在不同品种间的过剩与短缺。

同样，西部地区的发展离不开固定资产投资，而固定资产投资对钢材形成刚性消费。那么，2010年7月份推出的西部大开发第二阶段的远景规划，决定了未来几年国家将在西部进行大的投入，其发展速度必须快于东部，才能有效地缩小东西部差距，这就为西部未来钢材消费大开了较大的市场空间，特别有利于建筑钢材的消费。

在西部大开发的政策规划中，装备制造业是优先发展的重要产业之一。引进优质资本和先进技术，加快企业兼并重组，发展壮大一批装备制造企业。积极承接关联产业和配套产业，加大技术改造投入，提高基础零部件和配套产品的技术水平，鼓励有条件的地方发展新能源、节能环保等产业所需的重大成套装备制造，提高产品科技含量，这给区域内的中厚板企业带来较大的市场空间。

3.4（高速）铁路网建设对公司的轨道钢形成长期稳定的需求

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，是全国四大钢轨生产基地之一，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，于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。目前公司重轨产品主要有铁路钢轨、道岔钢轨、起重机钢轨等品种，通过精炼、精轧和精整，可生产适用于200km/h的60kg/m 高速铁路钢轨以及50、60kg/m 离线淬火钢轨。公司的重轨产品具有高平直度、高精度、高纯净度的特殊性能，同时公司还开发了稀土钢，并生产出了含稀土的轨道钢，在性能上和使用寿命上都优于普通告诉轨道钢，未来应用市场较大。

目前我国钢轨重点生产企业只有4家，总生产能力不足500万吨，经过几年的技术改造，包钢股份目前轨道钢产能在国内最大。随着国家铁路建设的加速推进，轨道钢将我国未来几年的短缺品种，将继续成为公司主要利润来源之一。

表 5: 国内重轨生产企业及其产量统计

企业名称	产能 (万吨)	产量 (万吨)				市场占有率 (%)
		2007	2008	2009	2010 (1-11 月)	
全国	485	135.80	277.15	392.57	327.80	
增长率			104.09%	41.65%	-9.49%	
包头钢铁	150	40.30	85.49	110.56	105.40	32.15
鞍本钢铁	80	37.63	70.07	95.16	61.70	18.82
攀枝花钢铁	120	54.92	76.36	91.19	76.70	23.40
杭州钢铁	5	1.46	1.98	3.67	0.90	0.27
武汉钢铁	105	1.49	34.14	68.43	62.30	19.01
河北钢铁 (永洋钢铁)	25	--	9.11	23.56	20.80	6.35

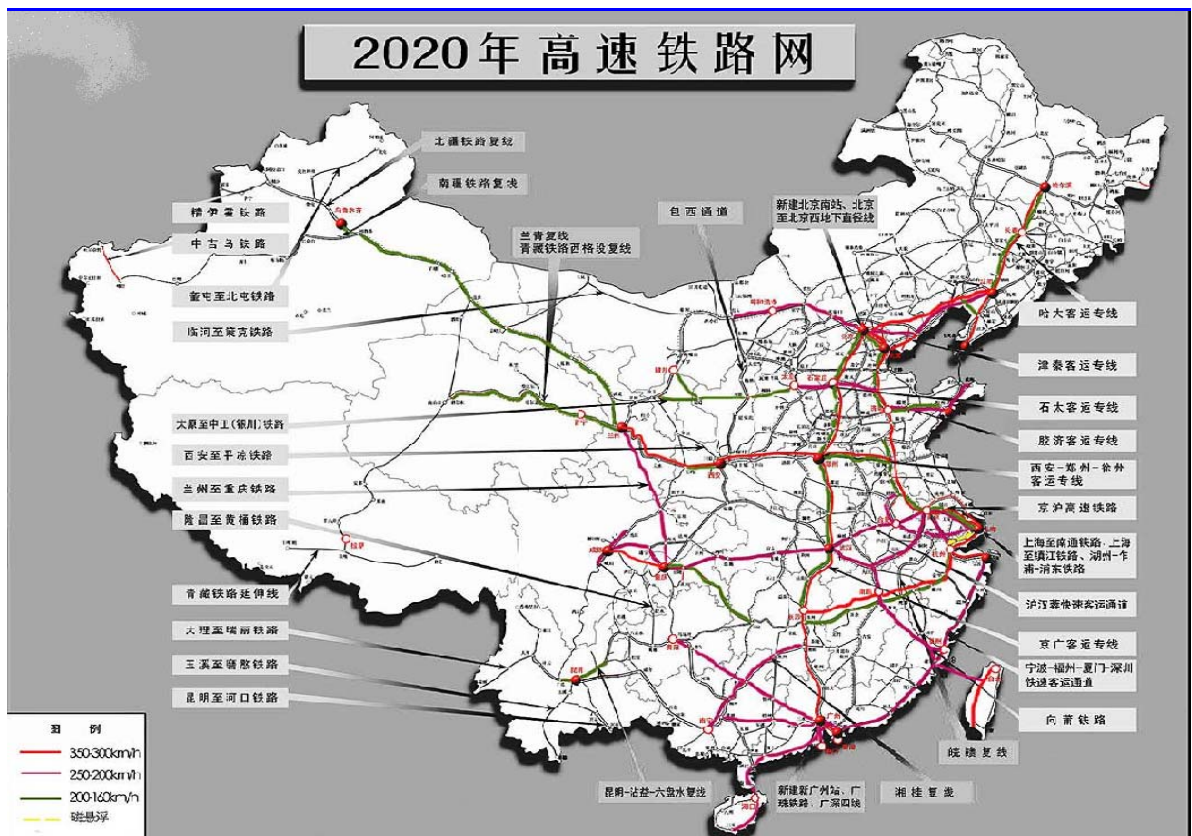
资料来源: 山西证券研究所

根据最新消息, 鞍钢与攀钢已经完成重组合并, 其中重轨产能将合并计算为年产200万吨, 不过, 包头钢铁仍是第二大重轨生产企业, 随着其老线的改造完成, 产能将从150万吨扩大为180万吨, 与鞍本攀大集团接近, 形成两大集团共享铁路库投资盛宴的局面。

中国政府高度重视铁路发展, 2004年1月, 中央政府批准了《中长期铁路网规划》, 这是中国铁路历史上第一个中长期发展规划, 确定了中国铁路发展的宏伟蓝图, 并于2009年作了修订。在国家规划的指导下, 我国铁路建设突飞猛进。目前, 我国是世界上高速铁路系统技术最全、集成能力最强、运营里程最长、运行速度最高、在建规模最大的国家。已投入运营的高速铁路总里程达到7531公里, 居世界第一位。正在建设之中的高速铁路有1万多公里, 包括北京~上海、哈尔滨~大连、北京~石家庄、石家庄~武汉等城际铁路。

按照国家中长期铁路网规划, 到2020年, 中国铁路营业里程将达到12万公里以上。其中新建高速铁路将达到1.6万公里以上; 加上其他新建铁路和既有线提速线路, 中国铁路快速客运网将达到5万公里以上, 连接所有省会城市和50万人口以上城市, 覆盖全国90%以上人口。

图 26：我国 2020 年的高速铁路规划图



资料来源：铁道部

在本月初在北京举行的第七届世界告诉铁路大会上，国务院副总理张德江指出，中国已将高速铁路作为优先发展的战略性新兴产业，而铁路建设对经济拉动效应明显。2009年全国铁路完成基础设施建设投资6000亿元，其中消费钢材2000万吨、水泥1.2亿吨，创造了600万个就业岗位。在铁路建设中，有40%的投资可通过材料费、人工费等形式就地转化为当地消费，并带动机械、电力等相关产业发展。

在正在编制的铁路十二五规划显示，我国计划每年投资7000亿元进行高速铁路建设，进行铁路建设，预计可以带动钢材消费2333万吨以上，其中轨道钢按每60kg/100米计算，每增加1万公里高速铁路需要告诉钢轨600万吨。而高速铁路每公里的投资将达到1亿元，7000亿元投资可建设0.7万公里高速铁路，需要高速钢轨420万吨。可以预计，未来5年，高速钢轨市场稳定向好。

3.5 内蒙古最大的上市公司，长期受到自治区政府的支持和扶助

内蒙古有20家上市公司，整体来看，煤炭开采、食品制造、钢铁有色等行业相对集中，特色资源成为该区域的支柱产业。其中包钢股份为最大的上市公司，多年来，一直受到自治区政府

的支持与扶助，在西部大开发和内蒙古第二次创业的发展中，包钢股份仍将担负起重要的支撑作用，也将受到自治区政府的全力支持。

表 6: 截至 2010 年 12 月 17 日内蒙古自治区上市公司统计

证券代码	证券简称	总股本(万股)	流通 A 股(万股)	B 股合计(万股)	收盘价(元)	每股收益 EPS2010Q3(元)	市盈率 (PE)	每股净资产 BPS(元)	市净率 (PB)
600010.SH	包钢股份	642364.37	272065.22	0	3.86	0.0785	36.88	2.01	1.920
600863.SH	内蒙华电	198122	57293.529	0	9.47	0.365	19.46	2.088	4.54
900948.SH	伊泰 B 股	146400	0	66400	7.093	2.68	1.98	8.55	0.83
002128.SZ	露天煤业	132668.62	132668.62	0	24.75	0.81	22.92	2.52	9.82
600295.SH	鄂尔多斯	103200	29520	42000	19.96	0.48	31.19	4.26	4.69
000780.SZ	平庄能源	101430.63	101430.63	0	15.08	0.53	21.34	3.53	4.27
600277.SH	亿利能源	90193.5	26070	0	13.13	0.143	68.86	5.861	2.24
600111.SH	包钢稀土	80734.8	49315.662	0	71.39	0.749	71.49	2.81	25.41
600887.SH	伊利股份	79932.275	72775.317	0	36.72	0.69	39.91	4.99	7.36
000683.SZ	远兴能源	76781.398	76136.484	0	9	0.06	112.50	2.7	3.33
600191.SH	华资实业	48493.2	48493.2	0	7.1	-0.03	-177.50	3.96	1.79
600291.SH	西水股份	38400	38400	0	11.38	0.0918	92.97	5.2912	2.15
000426.SZ	富龙热电	38067.652	20882.196	0	17.49	-0.12	-109.31	2.95	5.93
600328.SH	兰太实业	35911.803	35911.803	0	13.71	0.11	93.48	2.83	4.84
600091.SH	*ST 明科	33652.6	33652.6	0	6.1	-0.11	-41.59	1.94	3.14
000611.SZ	时代科技	32182.202	31900.434	0	6.78	0.062	82.02	1.95	3.48
600201.SH	金宇集团	28081.493	28081.493	0	13.57	0.32	31.80	2.9	4.68
600967.SH	北方创业	17323	16458	0	14.87	0.287	38.86	5.37	2.77
600262.SH	北方股份	17000	6600	0	17.13	0.2419	53.11	4.3958	3.90
300049.SZ	福瑞股份	9620	2470	0	29.16	0.33	66.27	6.92	4.21
平均值							52.06	5.07	

数据来源: Wind 资讯

由表可见，包钢股份是内蒙古自治区价格最低的股票，其市盈率中等，市净率较低，应该说是可以投资的品种。

3.6 存在重组整合的可能，或收购其他公司，或被国内其他钢铁企业并购

我们统计了我国西部规模以上的钢铁企业，发现绝大部分钢铁企业已经被国内大型国企被重组完毕，见表7，只有西宁特钢、酒岗宏兴和包钢股份未被重组。从规模上看，包钢股份是西部地区最大的钢铁企业，西宁特钢是规模较大的特钢企业，酒钢集团拥有较大的铁矿石产能，



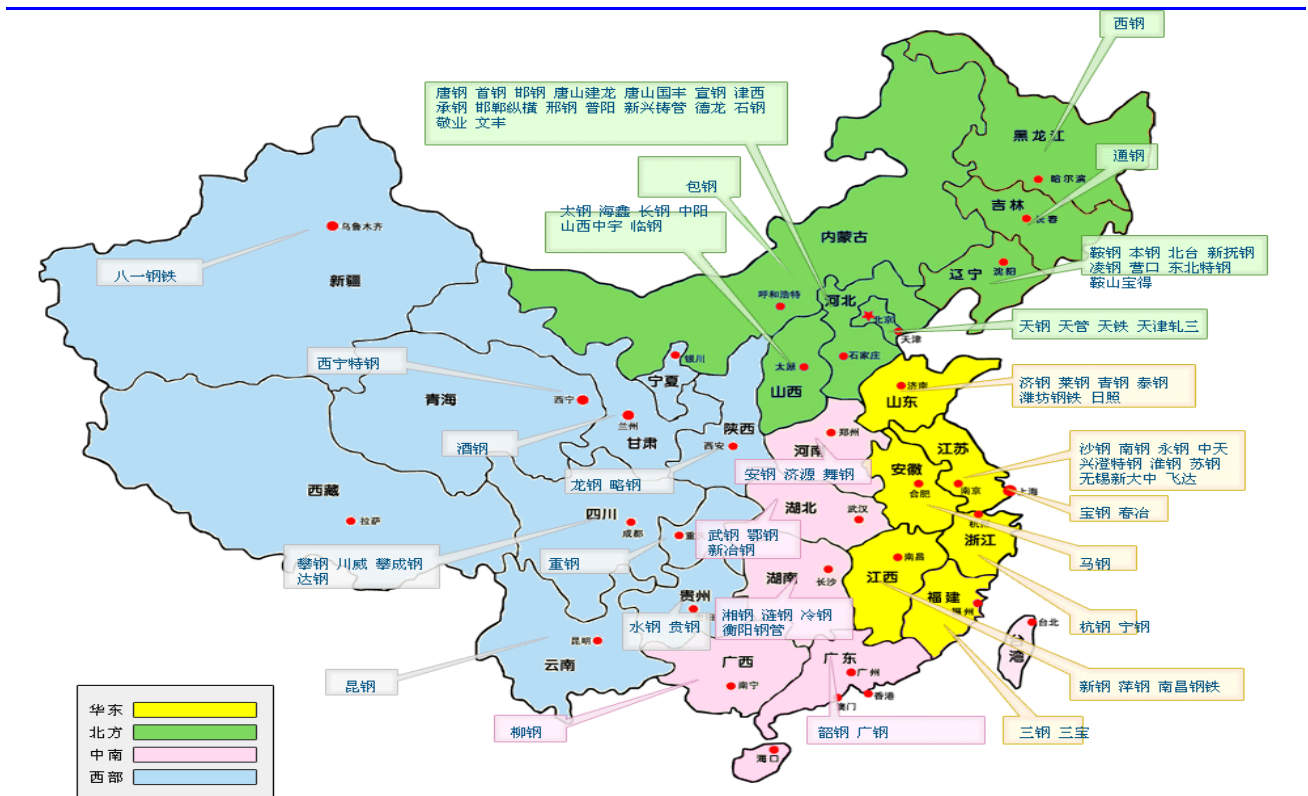
同时拥有年产60万吨的不锈钢生产装置；从更小一些的地域上看，这三个企业基本都位于紧相连的小西北地区（宁夏地区没有钢铁生产企业），如图所示。

表 7 我国西部重点钢铁企业统计表

省份	钢厂名称	粗钢产能 (万吨)	下辖上市公司	备注
内蒙古	包头钢铁(集团)有限责任公司	1000	包钢股份;包钢稀土	集团拥有铁矿石
陕西	陕西龙钢集团公司	400		已经与其它两家(略钢和汉中钢铁,均处于停产状态)钢铁公司共同组建陕西钢铁集团,目标 1000 万吨
	陕西略阳钢铁有限责任公司	140		基本停产,陕西东岭工贸集团股份有限公司控股,进入陕西钢铁集团
重庆	重庆钢铁集团有限责任公司	650	重庆钢铁	环保搬迁将于 2011 年中期完成
贵州	水城钢铁(集团)有限责任公司	300		首钢控股
	贵阳特殊钢集团	50		首钢控股
广西	广西柳州钢铁集团公司	900	柳钢股份	武钢控股
云南	昆明钢铁控股有限公司	700		武钢控股
四川	攀钢集团有限公司	727	攀钢钢钒	与鞍钢合并,于 2010 年 12 月 16 日公告,被资产置换成为铁矿石生产企业
	四川省川威集团有限公司	300		
	达州钢铁集团有限责任公司	280		
甘肃	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	800	酒钢宏兴	集团拥有铁矿石,同时拥有 60 万吨/年不锈钢生产装置
青海	西宁特殊钢股份有限公司	120	西宁特钢	规模最大的特殊钢生产企业
新疆	八一钢铁	700	八一钢铁	宝钢控股
产能小计		7067		

资料来源：山西证券研究所

图 27 我国西部重点钢铁企业分布图



资料来源：Mysteel，山西证券研究所

我们认为，在国家钢铁产业政策的大规划下，上述三个企业有联合重组的可能性，而且如果实施，应该会在2011年启动重组程序。

原因有以下几点，一是三钢企均处于我国西北地区，实际距离相距较近，联合重组便于统一管理；二是各公司产品各有侧重，联合重组后企业的品种结构优势会更加明显，布局会更加合理；三是在钢铁行业内企业规模都不大，容易被其他大型钢企合并，如果在区域内重组，则利于在本地做大做强；四联合重组后，政治国家西部大开发的关键时期，有利于企业的发展。

如果区域内的企业不进行重组联合，那么，这三个企业都逃不脱被国内大型钢企兼并的命运。并且包钢股份也不例外。早在2007年，宝钢股份就曾经和包钢集团签署过战略合作框架协议，后来又有鞍钢等其他企业与包钢接触。但由于钢铁企业都是地方的支柱企业，特别是包钢股份作为内蒙古自治区最大的上市公司，在就业、税收等方面对自治区政府的贡献也非常大，被区域外的钢铁企业进行跨地区、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。

总之，从国内钢铁业的发展趋势看，特殊的地理位置与拥有丰富的资源，包钢重组或被重组已成为必然。包钢对自身发展道路的选择，直接决定包钢股份未来的价值。无论是哪一种整合模式，都将给包钢股份带来巨大的发展机遇，我们期待整合与重组提速，希望2011年进入正式启动。

4、公司财务分析

4.1 公司营运能力分析

自2007年收购集团资产完成整体上市后，收入稳步增长，只有2009年由于金融危机的影响和钢材价格的大幅下跌，公司收入有大幅度下降，今年以来，公司收入有稳步上涨，但由于原材料价格的高位运行，公司的毛利率回升较慢，这与国内钢铁企业运行趋势相同，如图所示。2011年，随着我国钢材市场将稳定向好，公司毛利率将继续提高，盈利将逐步回升。

图 28：2005 年来公司营业收入及同比增长分析

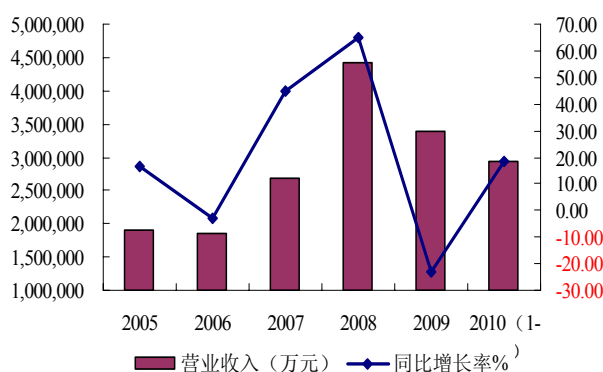
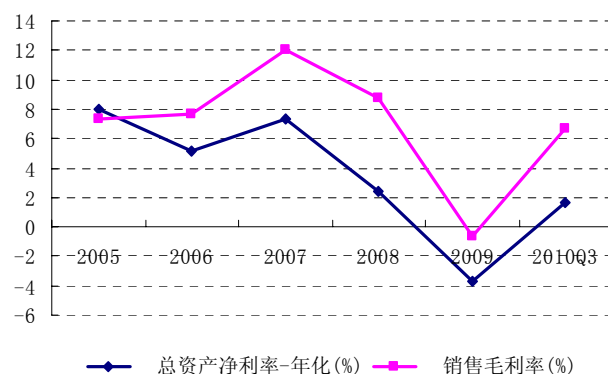


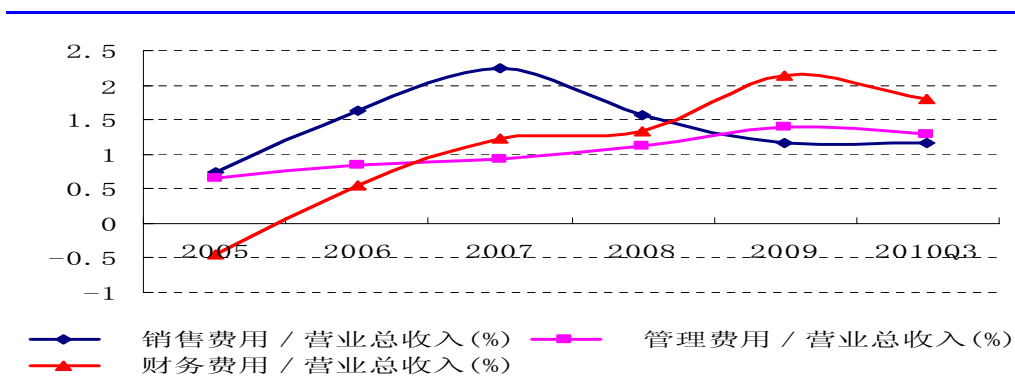
图 29：公司销售毛利率和总资产净利率变化情况走势



资料来源：公司公告，山西证券研究所

从公司三费比率来看，2005-2007年销售费用大幅上升，这时因为公司收购资产后产品规模快速增长，销售费用不同上升；2007年以后，销售费用率稳步回落，是因为公司出口产品大幅度减少导致的相关海云费、港杂费、装卸费等费用减少所致；财务费用的逐年大幅增加，是因为公司长期借款增加所致，随着央行提高借款利率政策的推行，预计公司的财务费用将继续高位运行。管理费用平稳运行，预计未来也不会出现大幅波动。

图 30：包钢股份三费比率走势图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

4.2 公司负债结构和偿债能力分析

2007年以来，公司的资产负债率一直较高，特别是2009年最高，达到71.02%，但当年的权益乘数也较高，达3.45，仍大幅高于2008年3.06的水平，说明公司资产质量较好；今年以来，公司资产负债率有所下降，截至2010年9月底，资产负债率降为68.8%，基本上是钢铁企业的合理水平。从公司的负债结构来看，公司非流动负债比率有所增大，其中包括利率低于同期银行贷款的中期票据等，说明公司的负债结构进一步优化。

图 31：公司资产负债率与权益乘数变化情况

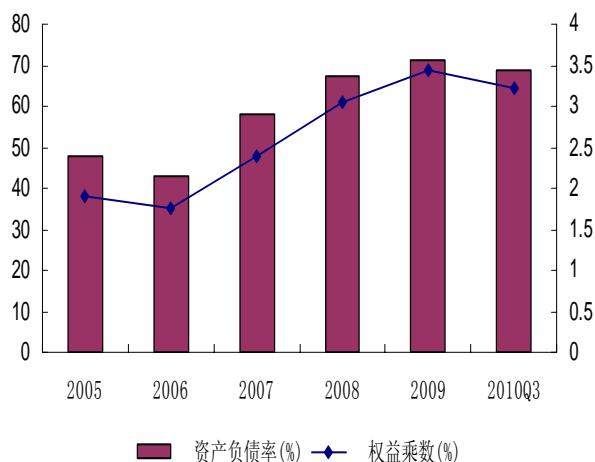
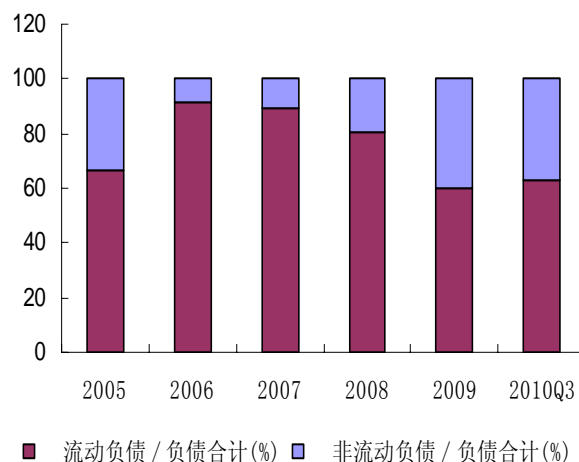


图 32：公司负债结构分析



资料来源：公司公告，山西证券研究所

4.3 公司在钢铁板块以及 A 股市场中的地位

公司为普钢类上市公司，除了负债结构较好外，无论从资产质量还是盈利能力看，公司都不及行业平均水平。随着钢铁行业的整体向好，未来虽然会有所好转，但如果没有重大举措，公司很难出现大的转机，这也预示着，未来公司发生变革的可能性较大。



表 8：2010 年三季度末度钢铁板块整体财务指标与市场指标比较（整体法，市场数据以 12 月 17 日收盘为基准）

板块名称	基本 EPS (算术平均) 元	每股净 资产元	ROE(加 权算术 平均) %	资产 负债 率%	流动 负债 / 负 债合 计%	非流 动负 债/ 负债 合计%	流动比 率	存货周 转率次	营业周期 天	市盈率 2010Q3× 4/3 (剔除 负值)	市净率 2010Q3(剔 除负值)
SW 钢铁	0.2133	4.2321	5.32	62.13	78.02	28.52	0.8595	4.3449	68.9577	18.41	1.49
SW 普钢	0.1943	4.2345	5.04	62.09	76.84	28.75	0.8605	4.36	68.5395	18.17	1.47
SW 特钢	0.3515	4.1065	7.32	64.34	86.64	17.53	0.8172	3.5915	93.7436	27.73	2.91
包钢股份	0.0785	2.01	2.01	68.8	62.7	37.3	1.17	2.61	107.18	39.84	2.07
全部 A 股	0.3059	3.2801	8.33	86.29	82.49	30.59	1.1804	3.1691	111.5414	18.61	2.94

5、公司盈利预测与投资建议。

5.1 基本假设

- 假设一：宏观经济环境稳定，节能减排措施继续深化；
- 假设二：我国结构调整政策落实到位，西部大开发稳步推进；
- 假设三：公司开工率不低于80%，市场销售良好。

5.2 盈利预测结论

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0.112元、0.220元和0.286元。

表 9 盈利预测表

单位：百万元

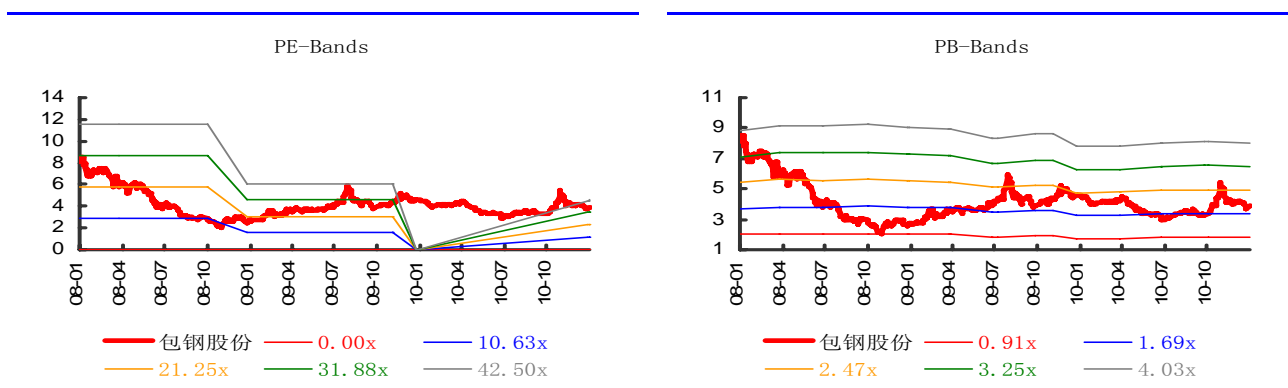
项 目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	44123.73	34016.23	40819.48	48983.37	58780.05
减：营业成本	40263.78	34220.79	37962.11	45064.70	54077.64
营业税金及附加	169.82	237.74	285.29	342.34	410.81
营业费用	689.47	399.51	479.42	575.30	690.36
管理费用	493.10	476.98	572.37	686.85	824.22
财务费用	587.17	723.86	563.37	435.19	325.97
资产减值损失	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	956.92	1878.99	2451.05
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	956.92	1878.99	2451.05
减：所得税	139.53	-534.61	239.23	469.75	612.76
净利润	920.34	-1629.81	717.69	1409.24	1838.29
减：少数股东损益	0.00	1.40	-0.62	-1.21	-1.58
归属母公司股东净利润	920.34	-1631.22	718.31	1410.46	1839.87
每股收益（元）	0.143	-0.254	0.112	0.220	0.286

数据来源：wind资讯，山西证券研究所

5.3 行业比较与股票评级

根据公司发展潜力及盈利预测，考虑行业平均市盈率和市净率，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。

图 33 包钢股份进三年来的 PB、PE 走势图



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所



表 10 12 月 17 日钢铁行业上市公司一览

证券代码	证券简称	总股本	流通 A 股	流通 B 股	流通 H 股	收盘价 (元)	BPS (元)	PB	EPS (元)		PE	
		百万股	百万股	百万股	百万股				2009A	2010Q3	2009A	2010Q3×4/3
600019.SH	宝钢股份	17512.05	17512.05	0	0	6.56	5.84	1.12	0.33	0.61	19.75	8.13
600005.SH	武钢股份	7838.15	7838.15	0	0	4.37	3.542	1.23	0.193	0.158	22.60	20.72
600808.SH	马钢股份	7700.68	5967.75	0	1732.93	3.52	3.53	1.00	0.051	0.1357	69.07	19.46
000898.SZ	鞍钢股份	7234.81	6148.99	0	1085.8	8.06	7.54	1.07	0.1	0.355	80.21	17.00
000709.SZ	河北钢铁	6876.78	3755.51	0	0	3.84	4.22	0.91	0.14	0.15	27.97	19.23
600010.SH	包钢股份	6423.64	2720.65	0	0	3.86	2.01	1.92	-0.25	0.0785	-15.20	36.87
000629.SZ	*ST 钒钛	5726.50	3178.14	0	0	11.99	2.71	4.42	-0.27	0.12	-44.27	74.35
000825.SZ	太钢不锈	5696.25	2288.51	0	0	5.49	3.748	1.46	0.159	0.174	34.53	23.67
600282.SH	南钢股份	3875.75	1684.80	0	0	3.54	2.66	1.33	0.0821	0.0677	99.18	90.23
000761.SZ	本钢板材	3136.00	697.59	400	0	6.43	4.7661	1.35	-0.4927	0.27	-13.05	17.58
600022.SH	济南钢铁	3120.48	3120.48	0	0	3.56	2.2773	1.56	0.0215	0.0052	165.82	510.03
000959.SZ	首钢股份	2966.53	1206.15	0	0	4.42	2.6	1.70	0.1239	0.0995	35.67	33.30
600001.SH	邯郸钢铁	2816.46	2816.46	0	0	5.29	4.41	1.20		0.071		
000932.SZ	华菱钢铁	2737.65	1121.29	0	0	3.77	4.95	0.76	0.0438	-0.5279	85.98	-5.36
601003.SH	柳钢股份	2562.79	2562.79	0	0	5.1	1.9932	2.56	0.1054	0.1833	48.37	20.86
600569.SH	安阳钢铁	2393.68	2018.24	0	0	3.46	4.4	0.79	0.05	0.0268	65.01	96.77
600307.SH	酒钢宏兴	2045.68	873.60	0	0	9.99	5.17	1.93	0.1569	0.4083	63.68	18.35
000778.SZ	新兴铸管	1916.87	1352.23	0	0	8.94	5.3337	1.68	0.69	0.5378	19.54	12.47
601005.SH	重庆钢铁	1733.13	1195.00	0	538.1272	3.81	3.2	1.19	0.05	0.004	78.58	735.22
000717.SZ	韶钢松山	1669.52	1127.99	0	0	3.8	3.4397	1.10	0.0555	-0.0326	68.44	-87.50
600782.SH	新钢股份	1393.43	1393.43	0	0	5.94	6.07	0.98	0.13	0.21	45.91	20.75
600507.SH	方大特钢	1300.53	1084.41	0	0	6.52	2.84	2.30	0.05	0.259	258.87	35.84
600516.SH	方大炭素	1279.08	616.81	0	0	13.69	2.2346	6.13	0.0149	0.2177	915.86	47.16
600295.SH	鄂尔多斯	1032.00	295.20	420	0	19.96	4.26	4.69	0.38	0.48	52.35	31.46
600357.SH	承德钒钛	980.67	583.91	0	0	7.4	3.55	2.08		0.01		
600102.SH	莱钢股份	922.27	233.77	0	0	7.57	6.39	1.18	0.11	0.042	72.05	135.37
600126.SH	杭钢股份	838.94	838.94	0	0	4.95	4.25	1.16	0.17	0.24	28.33	15.52
600231.SH	凌钢股份	804.00	372.53	0	0	9.26	4.46	2.08	0.37	0.57	24.96	12.25
600581.SH	八一钢铁	766.45	766.45	0	0	12.07	4.36	2.77	0.14	0.63	83.97	14.33
600894.SH	广钢股份	762.41	762.41	0	0	7.78	0.79	9.85	0.049	0.014	160.03	410.12
600117.SH	西宁特钢	741.22	741.22	0	0	8.95	3.3371	2.68	0.05	0.1791	190.80	37.47
002110.SZ	三钢闽光	534.70	139.70	0	0	10.72	5.06	2.12	0.079	0.148	135.60	54.28
			平均值					2.16			71.6	39.9

数据来源: wind资讯, 山西证券研究所



6、风险因素

6.1 原材料价格上涨、大幅波动的风险

自2005年以来，钢铁生产原材料持续大幅上涨，铁矿石价格只有发生金融危机后的2009年有所下跌，进入2010年后又快速上涨，焦煤焦炭价格持续在高位波动，原材料价格的高企，是企业生产升本大幅提高，钢铁企业处在微利经营状态。由于新兴经济体的快速发展和发达经济体的快速回升，对铁矿石、焦煤等原材料的需求继续增加，难免会是其价格继续上升，并接加大波动幅度，这给企业经营带来较大风险。

6.2 淘汰落后产能较慢，行业竞争激烈

淘汰落后产能政策不能尽快落实到位，利益驱使一些落后产能继续生产，使行业内产能过剩现象加重，带来竞争进一步加剧的风险。

6.3 内蒙古自治区的发展慢于西部整体开发进度，影响区域内钢材消费

在国家第二轮西部大开发正式会议之后，各地区陆续召开了专门会议，研究落实会议精神，开发部署相关配套改革措施。但来自内蒙古自治区的声音较少，也比较弱。如果未来内蒙古实质性的配套举措出台慢于西部开发的整体进度，一方面将会使自治区发展速度降低，另一方面回极大地影响区域内钢铁企业的发展。公司面临来自政府方面的政策风险。



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

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。