

评级：强烈推荐（维持）
钢铁行业
公司研究报告

第一创业研究所

张文丰 S1080210100005

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

包钢股份（600010）10 年年报点评

——重轨支撑业绩，西矿提升价值

事件：

包钢股份（600010）公布 2010 年年报：1、全年生产铁 970 万吨、钢 1010 万吨，商品坯材 953 万吨；全年实现销售收入 405.46 亿元、净利润 1.97 亿元；出口钢材 58 万吨，出口创汇 3.84 亿美元。2、2011 年公司计划完成铁产量 975 万吨，钢产量 1010 万吨，销售收入 453 亿元，实现利润总额 10 亿元（包括收购完成巴润矿业相关资产后）。3、根据公司 2010 年经营状况及 2011 年经营目标，董事会提议 2010 年每 10 股分配现金红利 0.12 元（含税），剩余未分配利润留作以后年度分配。

点评：

- **受益于行业景气度回升，2010 年如期扭亏** 年报显示，公司 2010 年实现主营业务收入 405.46 亿元，同比增加 19.20%；实现净利润 1.94 亿元，同比增加 18.25 亿元，扭转了去年巨亏的颓势；实现每股收益 0.03 元，同比增加 0.284 元。公司扭亏主要在于钢铁行业景气度与去年相比有较大提升，其产品售价涨幅超过成本增幅。据统计，公司 2010 年吨钢毛利 189.39 元，比全年 -21.27 元有显著回升，由此实现了毛利率由负转正的飞跃。

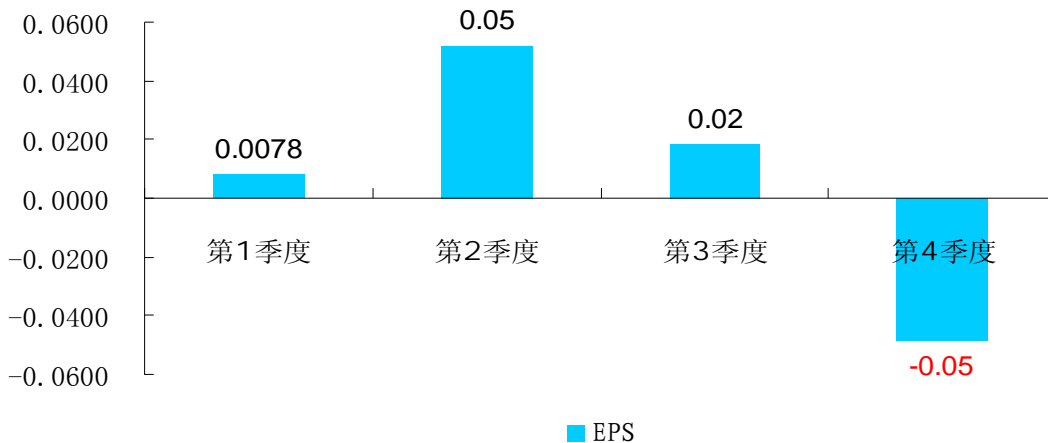
表 1 钢铁销售毛利率实现同比转正的飞跃

钢材业务	2008	2009	2010
销量(万吨)	953.6	965.16	985.26
主营业务收入(元)	43,520,568,082.13	33,352,214,419.11	39,367,370,616.56
主营业务成本(元)	39,699,452,916.28	33,566,009,308.15	37,501,369,685.64
毛利(元)	3,821,115,165.85	-213,794,889.04	1,866,000,930.92
吨钢售价(元)	4,431.83	3,317.41	3,995.62
吨钢成本(元)	4,042.71	3,338.67	3,806.23
吨钢毛利(元)	389.12	-21.27	189.39
钢铁毛利率(%)	8.78%	-0.64%	4.74%

资料来源：公司年报，第一创业证券

- **四季度亏损近 3 亿，毛利率下降超预期** 尽管公司全年实现扭亏，但四季度利润却低于市场预期。年报显示，公司在前三季度均保持良好的盈利状态，但第四季度却再次出现近 3 个亿的亏损。通过分析可知，公司四季度收入比前三季度平均高近 14%，但成本也随着大幅上升近 22%，使得公司销售毛利率接近负值（0.18%）。从这可以看出，公司在原材料成本大幅上涨时，转嫁成本压力的能力有限。

图 1 公司四季度再次陷入亏损



资料来源：公司年报，第一创业证券

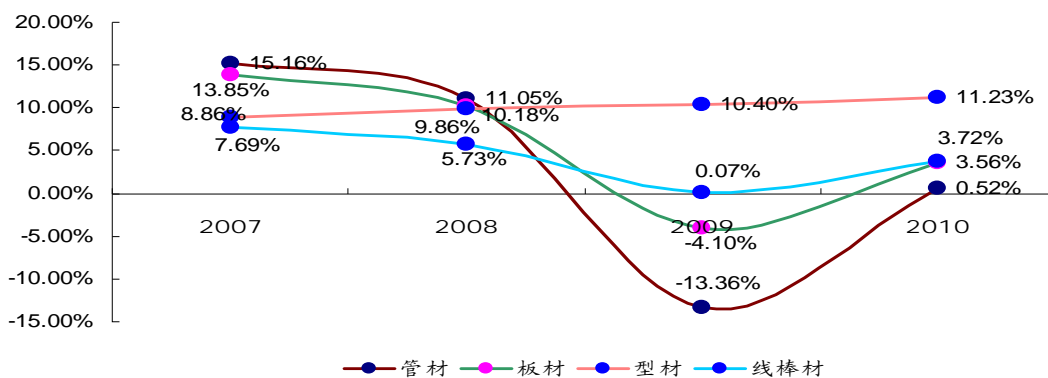
表2 四季度毛利率为大幅下滑至-6.5%

项目	第四季度	前三季度平均	变动率
营业收入	11,160,853,923.10	9,795,175,577.66	13.94%
营业成本	11,140,427,994.41	9,140,327,253.70	21.88%
毛利率	0.18%	6.69%	-6.50%
销售费用	100,374,381.49	113,417,178.62	-11.50%
管理费用	125,385,646.76	126,757,279.19	-1.08%
财务费用	177,100,684.75	177,312,689.11	-0.12%
合计	402,860,713.00	417,487,146.92	-3.50%
期间费用率	3.61%	4.26%	-0.65%

资料来源：公司年报，第一创业证券

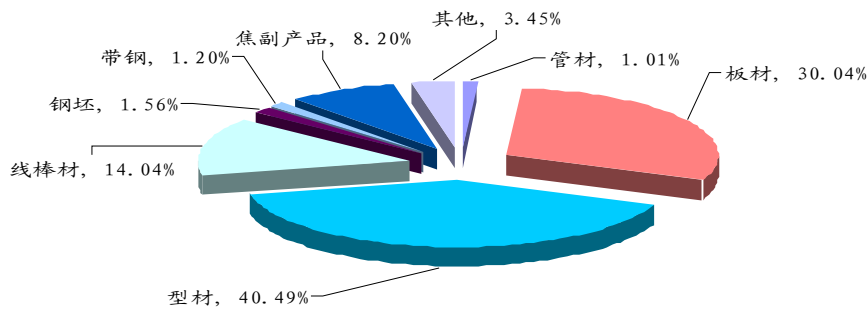
- **受惠于高铁建设加速，钢轨产品支撑着公司业绩** 年报显示，公司各类产品毛利率均有回升，其中变动幅度最大的为管材，由去年-13.36%转正为0.52%，使其拖累公司业绩的幅度大为减小，不过其总体盈利能力依然偏低；此外，同时转正的还有板材类品种，由去年-4.10%提高到3.56%，实现毛利占公司总毛利超过三成。钢轨（型材）依然是公司盈利能力最强的品种，并且高附加值的品种增多，使毛利率保持持续上升的态势，型钢贡献毛利占比近四成，成为公司业绩的当之无愧的支柱品种。公司可年产重轨120万吨，其中时速350公里高速轨2010年产销量全国第一，目前还在进行轨梁改造和型钢建设，将继续大幅受益于我国铁路建设的快速发展。

图2 管材和板材毛利率转正，型材毛利率稳定



资料来源：公司年报，第一创业证券

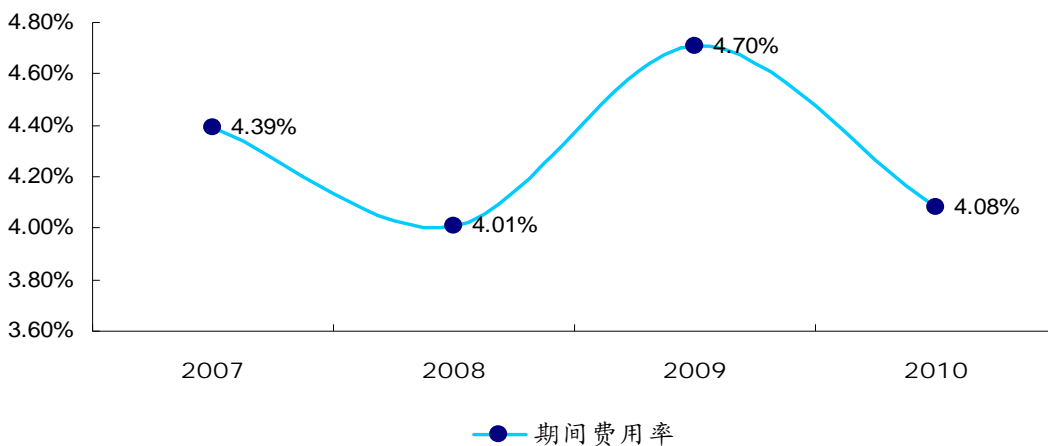
图3 公司毛利70%以上主要来自型材和板材



资料来源：公司年报，第一创业证券

- **费用率同比下降较明显** 年报显示，公司营业收入大幅上升19.2%，期间费用仅上升3.43%，这表明公司费用控制取得了不错的成效，是实现扭亏的关键。其中：销售费用增加10.29%，主要是由于公司产品出口增加导致出口产品的国内运费、港杂费等费用增加所致。管理费用比上年同期增加 6.01%，主要是管理人员绩效薪酬支出增加及各项保险支出有所增加，财务费用则下降-2.05%，主要是公司偿还了部分长、短期贷款，使银行借款利息支出减少。

图 4 公司期间费用控制见成效



资料来源：公司年报，第一创业证券

- **注入白云鄂博西矿可大幅提升公司价值，但所含稀土短期贡献业绩有限** 公司目前正在实施非公开增发注入白云鄂博西矿的重大事项。如我们之前报告所述，该矿将使公司拥有铁矿储量超过 11 亿吨，自产精矿能力超过 300 万吨，使公司同时具有上游资源和下游加工能力，将显著提升公司整体价值。但是，我们需要说明的是，受市场关注的即将注入的西矿中所含少量稀土资源品位很低，目前不具有较大经济价值，短期很难给公司带来业绩，包钢开发西矿也正是为了保护东、主矿的稀土资源，因此我们不建议把该公司当作稀土类资源公司进行估值。
- **维持“强烈推荐”的投资评级** 在考虑增发及购买资产事项已完成的前提下，我们预计公司 2011-2012 年 EPS（全面摊薄）为 0.12 元和 0.14 元，分别增长 215.95%和 9.93%。本次注入的矿山规模较大，资源价值优势明显，我们依然看好和关注公司的后续发展，维持该公司“强烈推荐”的投资评级。



表3 考虑铁矿资产注入后的盈利预测表

项目	2009	2010	2011E	2012E
钢铁销量(万吨)	1005	985.26	1000	1050
铁精粉产量(万吨)	0	0	300	300
营业收入(元)	34,003,986,352	40,546,380,656	45,515,864,488	49,614,155,620
YOY(%)	-22.91%	19.20%	12.26%	9.00%
毛利(元)	-204,432,241	1,984,970,900.57	4,036,397,908	4,300,756,265
毛利率(%)	-0.60%	4.90%	7.21%	7.23%
期间费率(%)	4.70%	4.08%	4.08%	4.08%
利润总额(元)	-2,163,563,490	259,874,010	1,351,241,001	1,484,340,472
归属于母公司净利	-1,630,568,602	194,098,492.01	999,582,936.46	1,098,043,506.80
每股收益	-0.254	0.030	0.124	0.136
YOY(%)	-277.24%	-111.90%	310.75%	9.85%
PE	/	222.39	54.14	49.29

资料来源：公司年报，第一创业证券

注：钢铁销量数据是根据公司年报公布的产量数据进行估算。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120