

并购+资源=市场溢价

投资要点:

● 钢铁大并购时代来临

强强联合式并购重组是中国钢铁业称雄世界的必然选择。当前中国钢铁业最紧迫的任务是提高行业集中度,打造世界级钢铁巨人是首要任务。中国大并购时代一定会提前到来。

● 国内市场估值偏低为并购创造条件

从目前潜在被并购目标公司的估值水平看,平均的吨钢市值不到 2500 元/吨, PB 平均也在 2 倍左右,多数都具备并购价值。如果按当前重置成本 4000-6000 元/吨计算,市场平均低估 40%—60%。若按 PB2.5—3.2 倍市场并购价值计算,市场平均低估 25%—60%。

● 公司并购重组预期得到市场反应,调低评级

从公司的内在价值、可比公司相对估值、集团公司的资源价值以及公司的战略价值分析,公司的合理价值为 3-9 元。但由于市场价格已经反应重组预期,因此我们调低公司的投资评级至“谨慎推荐”。

● 主要风险因素

投资者应该关注公司的资产流动性风险、产品价格波动的风险、原材料价格波动的风险、国家出口政策调整的风险等。

主要财务指标

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,124	34,016	39,579	40,877	42,205
EBITDA	4,612	1,148	4,064	4,333	4,464
净利润	920	-1,631	633	903	1,052
摊薄 EPS	0.14	-0.25	0.10	0.14	0.16
P/E (x)	35.53	-20.04	51.67	36.21	31.08
EV/EBITDA (x)	8.90	36.20	10.06	8.77	7.84
P/B (x)	2.28	2.63	2.63	2.48	2.34
ROIC (%)	8.02%	-3.57%	3.83%	4.39%	4.41%
总资产周转率	1.14	0.78	0.95	1.01	1.03

资料来源: 中国银河证券研究部

谨慎推荐 下调评级

合理估值区间: 3-9 元

分析师

孙勇

✉: sunyong@chinastock.com.cn

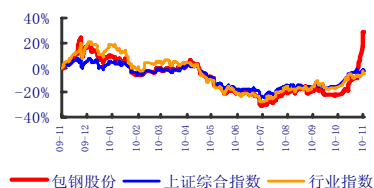
☎: (8610) 6656 8738

执业证书编号: S0130200010401

市场数据 时间 2010.11.5

A 股收盘价(元)	5.13
A 股一年内最高价(元)	6.09
A 股一年内最低价(元)	2.84
上证指数	3,129
市净率	2.55
总股本(万股)	6,424
实际流通 A 股(万股)	2,721
限售的流通 A 股(万股)	3,703
流通 A 股市值(亿元)	139.6

相对上证指数及行业指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

包钢股份 (600010) 深度研究报告: 最具并购价值的钢铁公司 2010.4.13

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

我们延续 2010 年 4 月 13 日《包钢股份 (600010) 深度研究报告: 最具并购价值的钢铁公司》观点: (1) 在行业整合及并购重组的大背景下, 并购公司的资产价值重估成为公司未来价值判断的主要驱动因素。(2) 当前市场环境为企业并购提供了较好的条件。(3) 根据国际并购经验, 被并购公司的 PB 估值可给予 2.5-3.2 倍。(4) 集团公司拥有的资产作为隐性并购价值。(5) 公司的竞争优势在并购后将获得提升。

我们与市场不同的观点:

兼并重组通常发生在行业处在衰退时期, 但是根据汉迪“S 曲线”揭示的规律: 企业的并购最佳时机应该是在行业顶点到来之前。因此, 我们认为目前在钢铁行业仍处在景气持续上升的时期, 此时是进行大并购的最佳时点。通过强强联合, 打造中国式的世界级大钢铁公司。包钢公司作为西北地区最大的钢铁联合企业之一, 无论从战略意义还是市场地位, 都具备了其它企业无法比拟的并购价值。

公司估值与投资建议:

(1) 公司的内在价值是公司市场价格的安全边际。根据我们的估值, 公司合理价值区间为 3-9 元。(2) 根据国际并购经验, 公司的合理并购价值为 5.3-6.8 元。(2) 鉴于公司特殊地位和巨大的并购价值, 我们给予公司“推荐”的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

公司被并购消息的公布将成为其投资价值的催化剂。

公司 11 月 4 日公告称“经征询公司控股股东、实际控制人、公司董事会和管理层, 在未来三个月内, 不存在影响公司股价波动的重大事宜, 包括但不限于重大资产重组、股权转让、资产收购等事项。”

我们认为: 公司近期股价已经反映了重组的市场预期, 因此调低评级。

主要风险因素:

投资者应该关注公司的资产流动性风险、产品价格波动的风险、原材料价格波动的风险、国家出口政策调整的风险等。

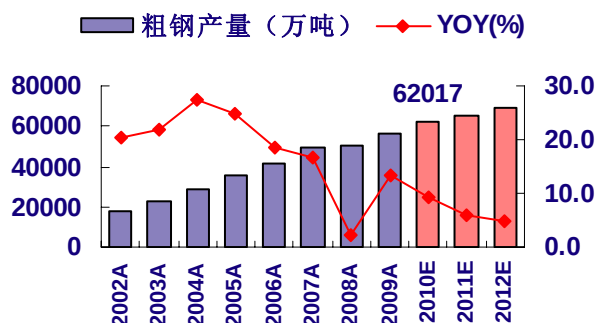
目 录

关键假设与敏感性分析.....	2
主营业务预测.....	2
敏感性分析.....	3
一、钢铁大并购时代来临.....	4
（一）难以跨越的“S 曲线”	4
（二）高成本加速 B 点到来的时间	5
（三）行业出路是大并购.....	7
（四）并购带来的投资机遇.....	7
二、公司并购价值分析.....	9
（一）绝对估值分析- DCF 模型.....	9
（二）相对估值分析-可比公司比较	9
（三）铁矿石资源价值.....	10
（四）战略价值.....	11
三、公司经营状况分析及预测.....	12
（一）公司主营收入成本预测.....	12
（二）目前以冷热轧板、重轨和无缝钢管为主导产品	13
（三）公司主要竞争优势.....	14
（四）财务指标分析.....	15
四、风险因素.....	17
五、公司财务预测表.....	18
六、公司估值表.....	19

关键假设与敏感性分析

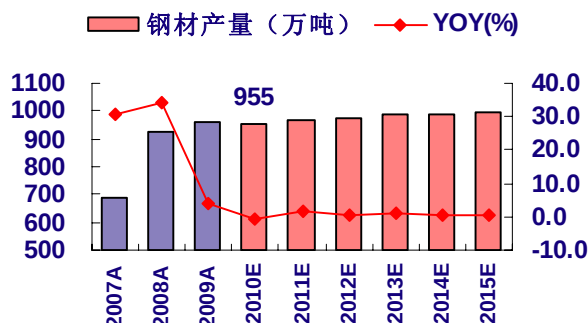
主营业务预测

图 1: 全国粗钢产量预测



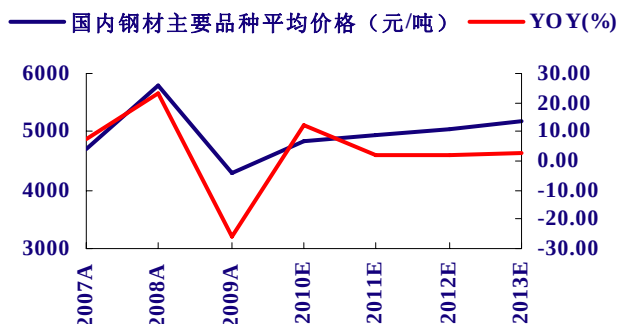
资料来源: 中国银河证券研究部

图 2: 公司钢材产量预测



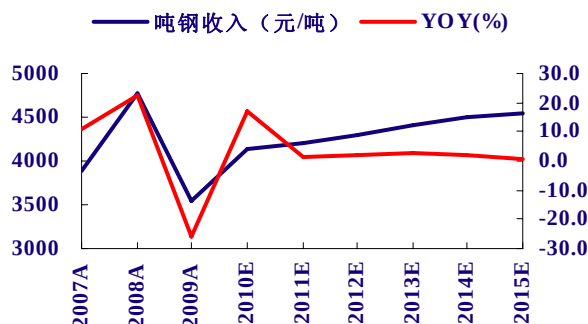
资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 国内钢价走势预测



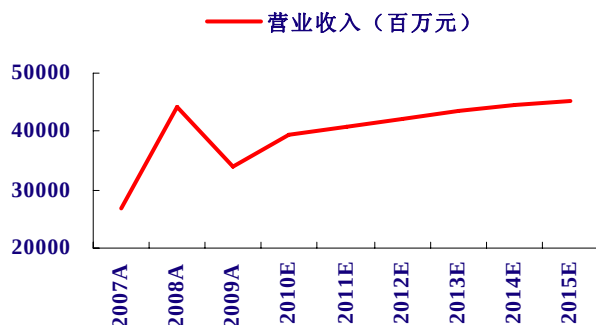
资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 公司吨钢收入预测



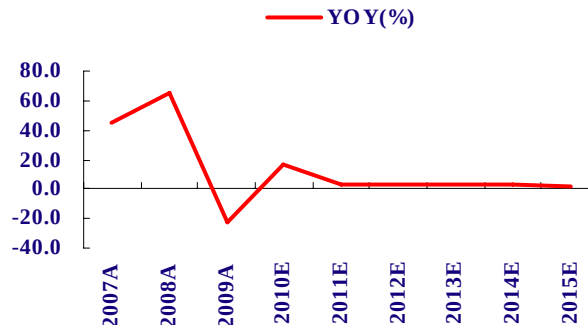
资料来源: 中国银河证券研究部

图 5: 公司营业收入预测



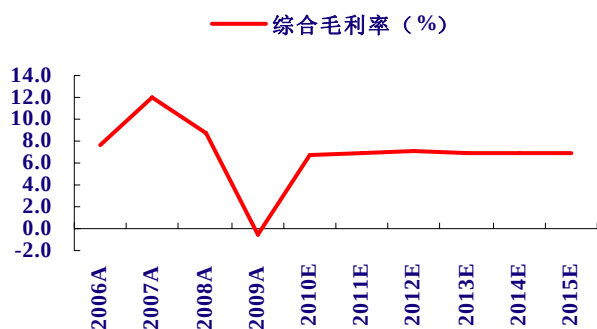
资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: 公司营业收入增长率



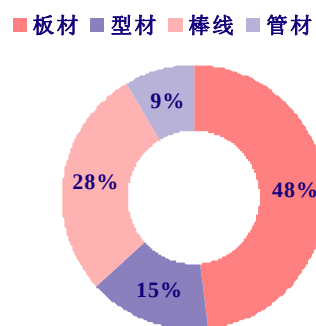
资料来源: 中国银河证券研究部

图 7: 公司毛利率预测



资料来源: 中国银河证券研究部

图 8: 公司产品结构



资料来源: 中国银河证券研究部

敏感性分析

	变动	每股收益 (元)		
		2010E	2011E	2012E
钢材销量	5%	0.105	0.148	0.173
	-5%	0.092	0.133	0.155
钢材价格	2%	0.101	0.144	0.167
	-2%	0.096	0.138	0.16
营业成本/营业收入	1%	0.051	0.091	0.113
	-1%	0.146	0.19	0.214

数据来源: 中国银河证券研究部

一、钢铁大并购时代来临

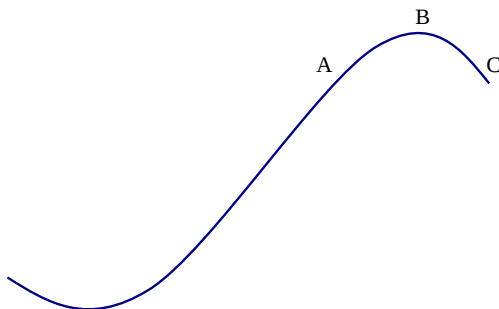
所谓大并购是指大型企业之间的强强联合式并购重组。纵观世界各国钢铁行业的发展历程，国内大型企业的联合重组（甚至跨国大联合）已成为钢铁业称雄的必然选择。当前中国钢铁业最紧迫的任务是提高行业集中度。据最新统计资料显示，2009 年中国超过（或接近）1000 万吨粗钢生产规模的企业有 13 家，合计粗钢产量为 2.76 亿吨，占全国总量的 48.68%，未超过一半。粗钢生产规模超过 100 万吨的企业有 60 家之多，合计粗钢产量为 4.62 亿吨，占全国总量的 81.44%。因此，中国钢铁行业强大之路必然要经历一个大并购过程。

（一）难以跨越的“S 曲线”

查尔斯·汉迪将企业的发展过程分成三个部份，并且形成一个从初始，到发展壮大，再到衰落的曲线，这就是著名的“S 曲线”。这个曲线是企业的必然宿命，但是并非每一个企业都必须不折不扣地按照这个曲线发展、辉煌、陨落，其是否能够永续经营的根本，在于企业是否能够在发展过程中，在恰当的时候进行恰当的改变。

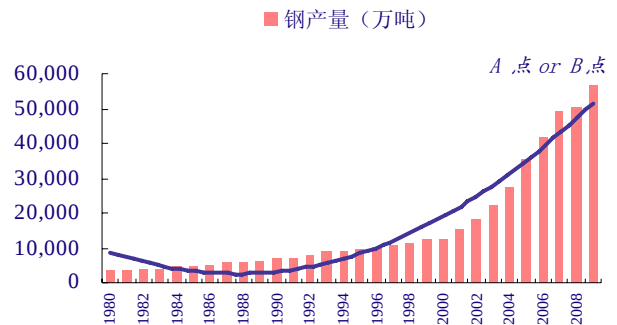
如果企业要摆脱这一宿命，就必须在曲线尚未到达顶点之前的 A 点，采取变革措施，这样才能保证拥有足够的时间、资源和动力使新曲线渡过起初的探索和挣扎的过程。如图所示，“S 曲线”上的 A 点是“观察点”。企业组织的发展处于这个点上时，应开始实施一个新的计划。它表明此时此刻是企业组织抽出身来仔细考察自己的发展已达到哪一阶段、考虑建立新曲线的最佳时间点。到 B 点时，曲线已经开始下滑，待达到 C 点时已悔之太晚。

图 9：汉迪“S 曲线”



资料来源：中国银河证券研究部

图 10：中国粗钢产量增长趋势



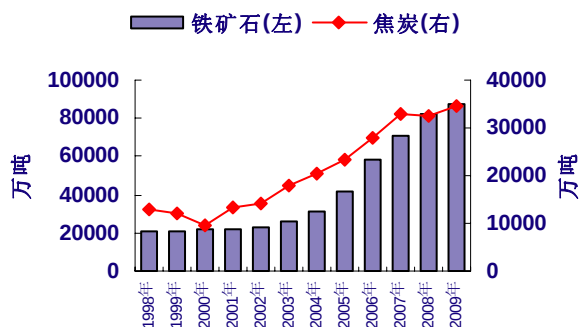
资料来源：中国银河证券研究部

当前，中国的钢铁行业经过长达 30 年的发展，无论从技术水平还是生产规模，都已发展到一个空前壮大的阶段，但行业的发展也不可能无限地跨越“S 曲线”的顶点。资源的制约迟早会让中国钢铁产量形成“S 曲线”的“B 点”。企业要想跨越行业的运行周期，除了采取变革措施，就是进行兼并收购。

(二) 高成本加速 B 点到来的时间

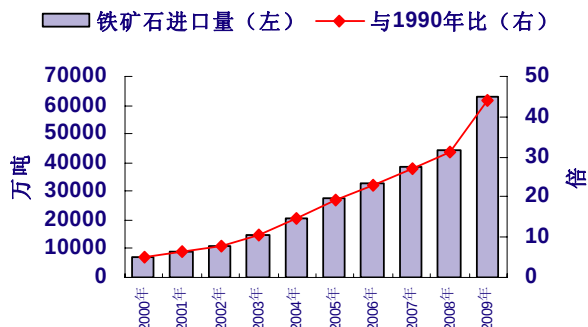
对于钢铁行业来讲,铁矿石和焦炭就如同米饭和蔬菜对人类的重要性一样是难以替代的。随着我国钢产量记录的不断突破,钢铁企业对于原燃料的需求也日益增长。当今,中国的钢铁业如同得了“肥胖症”一样,食量大的惊人!

图 11: 我国铁矿石和焦炭的产量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 12: 我国铁矿石进口量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

1990 年我国铁矿石进口量仅为 1419 万吨。随着我国粗钢产量的不断增长,铁矿石进口量也成倍增长。2009 年我国铁矿石进口量已达 62778 万吨,是 1990 年的 44 倍。与此同时,其它能源的消费量也在大幅增长,以 1997—2007 年的数据看,钢铁行业煤炭的消费量 10 年翻了 1.8 倍,焦炭 3.3 倍、天然气 5.8 倍、电力 4 倍。

表 1: 钢铁行业能源消费情况

年份	煤炭消费量 (万吨)	焦炭消费量 (万吨)	天然气消费量 (亿立方米)	电力消费量 (亿千瓦时)
1997 年	12673.3	7848.7	2.4	934.2
2007 年	22504.9	25787	14.2	3717.7
相比 (倍)	1.8	3.3	5.8	4

资料来源: 国家统计局网站, 中国银河证券研究部

世界上的铁矿石主要集中分布于南北美洲、亚欧大陆和大洋洲,其中巴西、澳大利亚、印度等三国的铁矿石储量大、品位高,它们也是世界上主要的富矿开采国和出口国。

表 2: 主要出口国铁矿石产量及储量 (单位: 亿吨)

国家	产量		矿石量		矿石量		平均品位
	2007 年	2008 年	储量	储量基础	储量	储量基础	
澳大利亚	2.99	3.3	160	450	100	280	0.625
巴西	3.55	3.9	160	330	89	170	0.556
印度	1.8	2	66	98	42	62	0.636

资料来源: 美国地调局网站, 中国银河证券研究部

根据统计数据看,2007 年世界铁矿石国际贸易量约为 85500 万吨。而世界铁矿石出口主要集中在少数几个国家,巴西为世界第一大铁矿石出口国,其铁矿石出口量 26945 万吨,占世

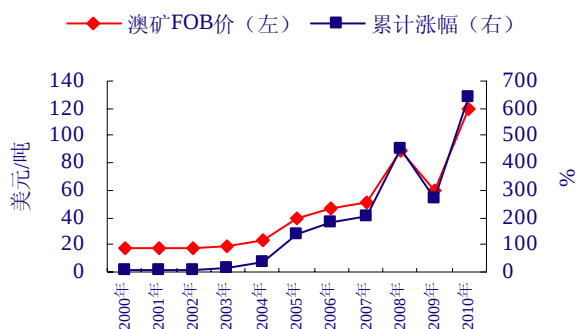
界铁矿石总出口量的 31.5%；第二为澳大利亚，2007 年其铁矿石出口量 26857 万吨，占世界铁矿石总出口量的 31.4%；其三是印度，2007 年其铁矿石出口量 9373 万吨，占世界铁矿石总出口量的 11%；三国合计出口量为 63175 万吨，占世界铁矿石总出口量的 73.9%。

世界铁矿石贸易主要受三大公司控制，包括巴西淡水河谷矿业公司（CVRD）、力拓公司和必和必拓矿业公司（BHP）——三家公司掌握国际市场铁矿石贸易供应量的 75%，其中，仅巴西淡水河谷矿业公司就占国际市场铁矿石贸易供应量的三分之一，国际市场铁矿石贸易是一个卖方垄断的市场。

从世界铁矿石的进口角度看，中国是世界铁矿石第一大进口国，2007 年进口量为 38309 万吨，占世界铁矿石总进口量的 44.8%；其次是日本，铁矿石进口量 13893 万吨，占 16.2%；德国是第三大进口国，进口量 4619 万吨，占 5.4%；韩国居第四，进口量 4372 万吨，占 5.1%；荷兰居第五，进口量 3150 万吨，占 3.7%。前五大铁矿石进口国合计进口量为 64343 万吨，占世界铁矿石总进口量的 75.2%。

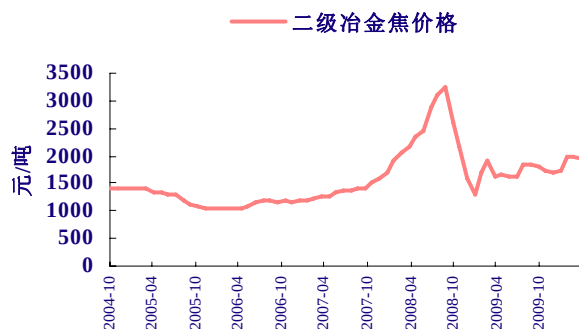
日益增加的铁矿石进口量导致进口铁矿石价格大幅上涨。最近几年由于铁矿石需求旺盛，加上世界大型公司对铁矿石贸易的控制，致使铁矿石价格不断攀升。我国进口铁矿石的成本从 2002 年的 24.8 美元/吨上涨到 2008 年 136.5 美元/吨，导致我国钢铁企业炼钢成本大幅增加，吨钢成本较 2002 年增加 800 元，从而导致钢材价格大幅波动。

图 13: 澳矿进口价格（离岸价）及累计涨幅



资料来源：中国银河证券研究部

图 14: 上海焦炭市场价格走势



资料来源：Wind、中国银河证券研究部

难以承载的成本上涨最终将迎来行业“S 曲线”的 B 点。从世界钢铁工业的发展历程看，行业低迷是大规模并购重组的重要驱动因素，20 世纪发生在美国、日本和欧洲的三期钢铁浪潮中，钢铁行业低迷，景气度下降是最直接的驱动力。因此，随着行业“S 曲线”的 B 点来临，进入衰退的 C 点也将不远。

那么如何跨越“S 曲线”，从国际经验看，采取大并购战略是我国大型钢铁企业的必由之路。

（三）行业出路是大并购

并购重组可使资源、市场迅速向大型企业聚集，是未来钢铁企业最快捷、低成本的扩张模式。从世界范围看，处于世界前列的钢铁公司大都通过兼并重组而成。

世界上第一个资产超过 10 亿美元的企业就是 1901 年成立的美国钢铁公司，它是由包括卡内基钢铁公司在内的 784 家美国钢铁企业合并而成的，鼎盛时期控制了全美钢铁产量的 75%，全球产量的三分之一以上。美国钢铁公司称雄全球达 70 年之久，直到 1970 年新日铁成立，第一任钢铁大王才正式卸任。

上世纪 60 年代日本进入了并购时代，并购浪潮从海运到纺织再到商业，最后波及到了钢铁行业并将浪潮推向顶峰，1970 年世界排名第六的八幡制铁与排名第十的富士制铁合并成立新日铁，从而诞生了新的世界头号大钢厂，也宣告了日本钢铁业黄金时代的来临，而新日铁将这一宝座保持到 1997 年。

韩国浦项是在政府支持下以倾国之力打造出的钢铁巨头。从 1970 年开始仅用了 39 个月就建成投产，形成生产能力 1030 万吨的特大型钢铁联合企业紧接着通过四期的续建，成为世界上最大的企业。在 1998—2000 年期间，浦项位居世界最大钢铁公司。

当今全球钢铁第一巨头——阿赛洛-米塔尔钢铁集团是更具代表性的企业。2006 年，欧洲钢铁公司阿赛洛(arcelor)终于接受同业米塔尔(mittal)的收购建议，双方合并组成全球钢铁企业巨擘，规模较排名最靠近的对手大三倍。米塔尔和阿赛洛原已分别为全球第一和第二大钢铁企业，规模远远超出位居第三的新日本制铁。两家公司合并后更名为阿赛洛米塔尔(arcelor mittal)，米塔尔家族将持有新公司 43.4%的股权，阿赛洛原有股东将持有 50.5%股权。根据 2005 年数据估算，新公司年产总量将达全球总产量的 10%，总营收约为 550 亿欧元，全球员工总数达 33.4 万人。

我国钢铁行业的兼并重组已进入快速推进阶段。从 2005 年钢铁产业政策颁布后，行业兼并重组加速，通过政府引导与市场结合的方式，除了省内、区域内国有企业重组外，还有跨地区、跨行业、跨国界、跨所有制的联合、并购和重组等多种形式涌现。兼并重组方式从无偿划拨逐步向股份转让和通过资本市场进行股权收购的方式发展。至 2008 年，广东钢铁集团、广西钢铁集团、山东钢铁集团、河北钢铁集团的成立掀起了行业并购重组的高潮。

（四）并购带来的投资机遇

1、成熟市场的高溢价

2005 年，在米塔尔以 45 亿美元成功收购美国国际钢铁集团后，阿赛洛也以 56 亿美元成功竞购加拿大最大的扁钢生产商多法斯科。56 亿美元的收购价意味着 1.3 倍的市销率、2.5 倍的市净率、近 30 倍的市盈率。而此前 45 亿美元的报价更是高达 3.4 倍的市净率。

在 2000—2003 年之间，收购一家倒闭的钢铁企业的出价大约在每吨生产能力 80-100 美元之间，但到了 2005 年后，被收购方企业价值已经猛升到了每吨产能 500-800 美元（按当时人民币兑美元汇率 1:8 计算，折合人民币 4000-6400 元）。

2、国内市场的估值

从目前潜在被并购目标公司的估值水平看，平均的吨钢市值不到 2500 元/吨，PB 平均也低于 2 倍，多数都具备并购价值。如果按当前重置成本 4000-6000 元/吨计算，市场平均低估 40%—60%。若按 PB2.5—3.2 倍市场并购价值计算，市场平均低估 25%—60%。

表 3：潜在被并购对象的市场估值情况

序号	股票代码	股票名称	粗钢产能 (万吨)	总市值 (亿元)	吨钢市值 (元/吨)	PE 预测 (X)	PB 最新 (X)
1	002110.SZ	三钢闽光	500	66.62	1,332	22.16	2.46
2	600231.SH	凌钢股份	250	81.93	3,277	12.26	2.29
3	600307.SH	酒钢宏兴	700	243.64	3,481	19.93	2.30
4	601003.SH	柳钢股份	600	157.10	2,618	13.66	3.08
5	600282.SH	南钢股份	600	160.07	2,668	20.24	1.18
6	600126.SH	杭钢股份	400	47.65	1,191	16.70	1.34
7	600569.SH	安阳钢铁	1000	96.70	967	17.61	0.92
8	601005.SH	重庆钢铁	350	76.95	2,199	26.43	1.39
9	600782.SH	新钢股份	500	96.70	1,934	14.26	1.14
10	000717.SZ	韶钢松山	500	74.79	1,496	17.62	1.30
11	600808.SH	马钢股份	1500	308.03	2,054	15.04	1.13
12	600010.SH	包钢股份	1000	329.53	3,295	25.00	2.55
平均					2,209	18.41	1.76

资料来源：Wind、中国银河证券研究部

二、公司并购价值分析

公司的并购价值包括：公司的内在价值、可比公司相对估值、集团公司的资源价值以及公司的战略价值等。根据我们的分析，公司的合理价值为 3-9 元。

公司 11 月 4 日公告称“经征询公司控股股东、实际控制人、公司董事会和管理层，在未来三个月内，不存在影响公司股价波动的重大事宜，包括但不限于重大资产重组、股权转让、资产收购等事项。”

我们认为：公司近期股价已经反映了重组的市场预期，因此调低公司评级至“谨慎推荐”。

（一）绝对估值分析-DCF 模型

表 4：绝对估值基本参数假设

无风险收益率	4.5%	风险溢价	8.1%
目标资产负债率	45%	税率	25%
债务融资成本	4.5%	股权融资成本	13.5%
WACC	8.69%	永续增长率	1.0%

资料来源：中国银河证券研究部

根据 DCF 模型，包钢股份的估值为 2.93 元。我们以包钢的内在价值作为并购价值的评估底线。因为国际并购价格通常都是溢价并购的。

（二）相对估值分析-可比公司比较

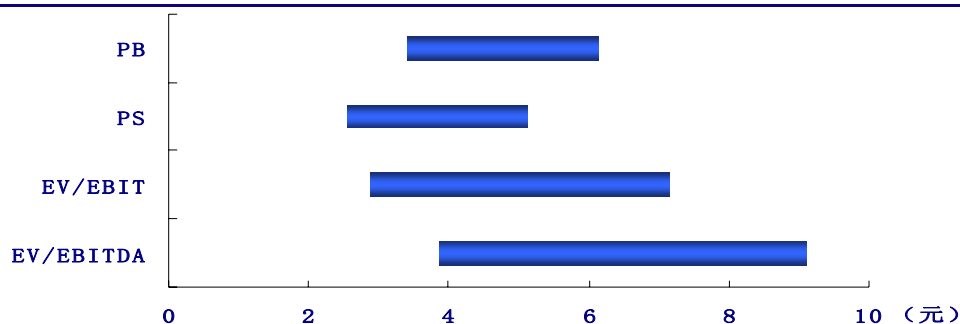
表 5：国内主要可比钢铁公司估值

证券代码	证券简称	总股本	2010PE	PS	PB	EV/EBITDA
000717.SZ	韶钢松山	166,952	21.80	0.68	1.57	11.73
000932.SZ	华菱钢铁	273,765	35.72	0.42	1.16	12.86
002110.SZ	三钢闽光	53,470	29.04	0.44	2.98	15.42
600022.SH	济南钢铁	312,048	24.80	0.61	2.18	16.91
600102.SH	莱钢股份	92,227	22.56	0.37	1.76	9.09
600231.SH	凌钢股份	80,400	23.60	1.00	3.05	13.56
600282.SH	南钢股份	168,480	26.30	0.38	2.00	16.84
600569.SH	安阳钢铁	239,368	24.75	0.52	1.13	13.15
600581.SH	八一钢铁	76,645	33.49	0.70	3.99	18.52
600782.SH	新钢股份	139,343	32.60	0.52	1.38	10.31
600808.SH	马钢股份	770,068	21.50	0.64	1.25	7.85
601005.SH	重庆钢铁	173,313	27.70	0.58	1.74	9.91
	均值		26.99	0.57	2.02	13.01
	中值		25.05	0.52	1.75	12.90

资料来源：中国银河证券研究部

比照可比公司的平均估值水平，我们得到公司相对估值结果：PB 估值区间为 3.41—6.13 元；PS 估值区间为 2.56—5.12 元；EV/EBIT 估值区间为 2.88—7.16 元；EV/EBITDA 估值区间为 3.87—9.12 元。通过相对估值，我们得到包钢的合理估值空间为 2.56—9.12 元。

图 15、公司相对估值区间



资料来源：中国银河证券研究部

（三）铁矿石资源价值

铁矿业与钢铁业在很多情况下被看成两个行业，但二者实际上却是鱼水交融，密不可分。钢铁产业是工业基础产业，而铁作为一种金属元素，本身就来源于铁矿石这一资源，二者的关系密不可分。因此，“采矿业—炼铁业—炼钢业”是无法割裂的产业链条，只有实现“一体化”，才能使这个链条发挥出最大效益，才能保证冶炼原料的最优化使用，避免金属的浪费。

全球钢铁业正在强化“矿”与“钢”深度链接，建立“矿钢一体化”产业模式，打造集铁矿石资源勘探、开发、运输、造块、钢铁冶金、钢材延伸加工为一体的“矿钢企业”。因此，在国内钢铁企业整体上市的大潮中，拥有铁矿石资源的企业将矿山资产注入上市公司的比比皆是。同时，钢铁上市公司通过收购、投资参股等形式正常逐步向上游渗透，并最终实现“矿钢一体化”。而包钢在这方面具备得天独厚的优势。

表 6：可比资产收购价值评估情况

	保国铁矿	金岭铁矿	莱河矿业
净资产（万元）	45851.9	16,988.23	17463.29
营业收入（万元）	59285.71	63,199.68	20074.5
净利润（万元）	13767.22	20,299.52	6336.65
交易金额（万元）	201869.63	128,232.92	123032.93
精粉产量（万吨）	67.9	46.66	55
单位收入（元/吨）	873.13	1354.47	364.99
单位利润（元/吨）	202.76	435.05	115.21
估值			
PB	4.40	7.55	7.05
PS	3.41	2.03	6.13
PE	14.66	6.32	19.42

资料来源：中国银河证券研究部

包钢集团拥有的白云鄂博矿是铁、稀土等多元素共生矿，稀土储量居世界第一位，铈、钍储量居世界第二位。白云鄂博铁矿包括主矿、东矿、西矿，截至 2006 年，白云鄂博铁矿资源保有量为 13.84 亿吨。目前，白云鄂博铁矿主、东矿年采原矿能力 1200 万吨（2006 年实际采矿 1204.23 万吨），矿山实际采出矿石品位 32.81%。

包钢集团的矿业公司具备 1200 万吨原矿的生产能力，即生产精粉能力达到 700 万吨。以 2006 年可比较资产收购价值评估标准，该矿业公司的收购价值超过 120 亿元，若按 2008 年标准计算，则超过 250 亿元。目前，包钢股份的总市值为 283.93 亿元。如果注入，包钢总市值应扩大 1 倍。

（四）战略价值

包钢集团拥有的白云鄂博矿是铁、稀土、钍、铈为主多元素共生矿，稀土储量居世界第一位，铈、钍储量居世界第二位。

包钢的稀土产业具备年产稀土精矿 10 万吨、稀土产品折氧化物 5.5 万吨以上的生产能力，是全国最大的稀土生产、科研基地和重要的稀土信息中心，钕铁硼、负极粉、抛光粉等功能材料产能占全国市场份额的 20% 以上，稀土氧化物总量占全国市场份额的 40%。

稀土是 21 世纪高精尖科技的最核心材料，是各国都在争夺的宝贵资源。目前，全球已探明的稀土资源工业储量约 9261 万吨稀土氧化物。中国稀土工业储量占全世界的 71.1%，达 6588 万吨稀土氧化物。作为全球最大的稀土储藏、生产以及贸易国，中国已探明储量和出口总量在全球分别占 46% 和 80%。

2010 年 2 月初，内蒙古批复了《内蒙古自治区稀土资源战略储备方案》，其中由包钢稀土提出并实施的包头稀土原料产品战略储备方案获批准，根据这一方案，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。

根据我们测算，包钢的稀土矿价值达到 880 亿元。若按储量计算其战略价值可超过 1 万亿元。因此，包钢具备战略并购价值。

三、公司经营状况分析及预测

(一) 公司主营收入成本预测

表 7: 主营业务预测表

		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
板材	产量(万吨)	413.54	447	445	450	455
	增长率	21.22%	8.09%	-0.45%	1.12%	1.11%
	销售收入(万元)	1,665,284	1,263,666	1,544,150	1,624,500	1,665,300
	增长率	62.66%	-24.12%	22.20%	5.20%	2.51%
	销售成本(万元)	1,495,747	1,315,439	1,464,050	1,557,000	1,610,700
	毛利率	10.18%	-4.10%	5.19%	4.16%	3.28%
型材	产量(万吨)	128.48	144	140	142	145
	增长率	14.95%	12.08%	-2.78%	1.43%	2.11%
	销售收入(万元)	602,498	608,528	694,400	718,520	742,400
	增长率	58.22%	1.00%	14.11%	3.47%	3.32%
	销售成本(万元)	543,078	545,251	575,400	595,690	615,525
	毛利率	9.86%	10.40%	17.14%	17.09%	17.09%
棒线	产量(万吨)	239.92	220	225	227	229
	增长率	3.48%	-8.30%	2.27%	0.89%	0.88%
	销售收入(万元)	793,603	641,007	738,000	778,610	796,920
	增长率	87.91%	-19.23%	15.13%	5.50%	2.35%
	销售成本(万元)	748,150	640,542	697,500	715,050	767,150
	毛利率	5.73%	0.07%	5.49%	8.16%	3.74%
管材	产量(万吨)	72.88	73.96	75	75	75
	增长率	-14.68%	1.48%	1.41%	0.00%	0.00%
	销售收入(万元)	434,296	282,931	339,750	354,750	358,500
	增长率	6.66%	-34.85%	20.08%	4.42%	1.06%
	销售成本(万元)	386,326	320,725	338,625	365,715	374,858
	毛利率	6.37%	-1.85%	0.33%	-3.09%	-4.56%
合计	主营业务收入(万元)	3,495,681	2,796,133	3,316,300	3,476,380	3,563,120
	增长率	56.47%	-20.01%	18.60%	4.83%	2.50%
	主营业务成本(万元)	3,173,301	2,821,958	3,075,575	3,233,455	3,368,233
	增长率	61.55%	-11.07%	8.99%	5.13%	4.17%
	综合毛利(万元)	322,380	-25,825	240,725	242,925	194,887
	综合毛利率	9.22%	-0.92%	7.26%	6.99%	5.47%

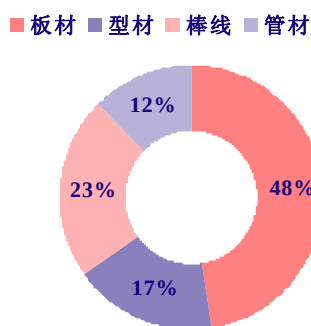
资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 目前以冷热轧板、重轨和无缝钢管为主导产品

公司以冷热轧板、重轨、铁路用轨枕、大型工槽钢、无缝钢管等产品为主导，主业突出；公司产品的附加值较高，效益显著。公司具有雄厚的科研实力和丰富的学科积累，凭借自身的体制、管理能力、技术和人才优势，成为全国最大的综合性钢材轧制生产企业之一。

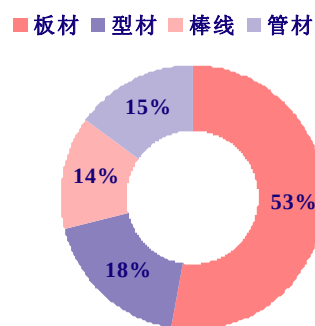
公司主要产品结构如下：

图 16: 2009 年收入结构



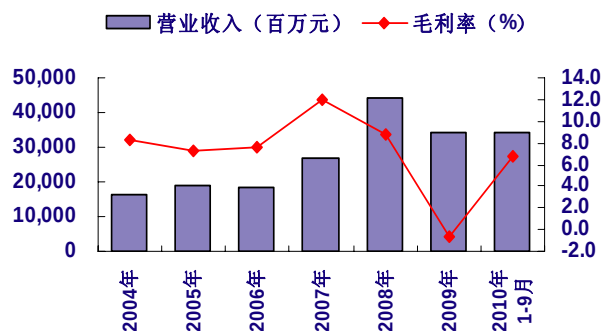
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 17: 2009 年利润结构



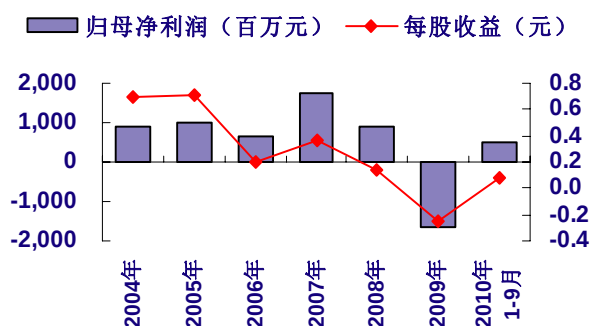
资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 18: 公司主营收入和毛利率



资料来源：Wind、中国银河证券研究部

图 19: 公司净利润和每股收益



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（三）公司主要竞争优势

1、区域优势

包钢股份曾是全国 10 大钢铁企业之一，公司客户基础较好，运输成本较低，区域优势明显。公司相邻地区煤矿区密集、石灰石供应充足，有助于公司控制原材料运输成本，确保稳定的原材料供应。特别是随着国家西部大开发战略的实施，西部地区的经济发展也有助于拉动对公司产品的需求。

2、市场优势

公司产品品种齐全，产品畅销全国 29 个省、市、自治区，在全国有 20 多个销售网点，产品覆盖面相当广泛。由于产品规格、品种、质量、独家生产等优势，产品已经打入全国各地钢材市场，多年来一直保持产销两旺势头，产销率接近 100%。在占有国内市场的同时，不断扩大国际市场占有份额，其中焊管、无缝等产品还远销韩国、日本、香港、菲律宾、越南、台湾等国家或地区。

3、科技优势

公司已开发产品和研究项目较多，持续发展能力较强。公司下属的轨梁厂是我国最大的钢型材生产厂，是全国三大钢轨生产基地，为保持公司产品领先优势，近年来，公司在引进国外先进技术（如钢轨热打印机、四面液压矫直机、高压水除磷等项技术）的同时，组织技术力量，自行研制开发了一系列产品，如 43kg/m、PD360kg/m 钢轨和 I25 工字钢等，从而实现了重轨、普通工字钢产品的系列化，增加了高效产品比例，扩大了市场份额；公司下属的无缝厂拥有目前国内最大的自动轧管机组，引进和装备了德国马克公司的轧管机、定减径机、矫直机和水压机等项技术和设备，研究开发并生产了 27SiMn 液压支架厚壁和特厚壁管等多个新产品，试轧成功了 140*140 方管和 35CrMo 汽瓶钢管，使公司产品的生产水平和质量水平居于国内领先水平，赢得了各方客户的信赖。

4、政策优势

我国为保持经济持续快速增长，国内东西部经济发展平衡，产业结构的整体升级和调整，政府部门制定了加大基础设施建设，扩大内需，拉动国民经济发展的重大决策和西部大开发战略，由此预计在“十五”期间甚至更长的时间内，基础设施建设高潮仍将继续，在我国西部地区实施更加有利的倾斜政策。在这种极为有利的宏观经济环境下，公司作为全国十大钢铁企业中唯一位于中西部地区的生产商，将紧紧抓住这个历史机遇，扩大产品市场份额，提高企业的盈利水平。

(四) 财务指标分析

1、增长率指标

受金融危机影响 2009 年出现亏损。2010 年，公司随钢材价格的回升利润已扭亏为盈。

表 8: 2007-2011 年增长率指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入增长率	45.08%	64.81%	-22.91%	16.35%	3.28%
EBIT 增长率	165.16%	12.39%	-152.59%	-	12.51%
EBITDA 增长率	67.45%	30.84%	-75.12%	-	6.63%
净利润增长率	161.75%	-47.30%	-277.24%	-	42.72%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

2、盈利能力指标

表 9: 2007-2011 年盈利指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
ROA	5.19%	2.10%	-3.80%	1.56%	2.24%
ROE	12.41%	6.41%	-13.11%	5.09%	6.85%
ROIC	9.20%	8.02%	-3.57%	3.83%	4.39%
销售毛利率	12.05%	8.75%	-0.60%	6.67%	6.98%
营业利润率	7.43%	2.51%	-6.50%	2.13%	2.94%
EBITDA 率	13.17%	10.45%	3.37%	10.27%	10.60%
EBIT 率	8.33%	5.68%	-3.88%	3.47%	3.78%
销售净利率	6.52%	2.09%	-4.80%	1.60%	2.21%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

3、经营效率指标

表 10: 2007-2011 年经营效率指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
存货周转天数	88.21	89.69	112.51	98.60	98.57
应收帐款周转天数	5.16	3.26	3.68	2.78	2.95
应付帐款周转天数	64.15	56.81	77.63	76.02	67.03
总资产周转率	1.13	1.14	0.78	0.95	1.01
固定资产周转率	2.77	3.24	2.23	2.35	2.50

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

4、偿债能力指标

表 11: 2007-2011 年偿债指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动比率	0.75	0.91	1.13	1.26	1.50
速动比率	0.26	0.44	0.59	0.62	0.79
资产负债率	0.58	0.67	0.71	0.69	0.67
EBIT / 利息费用	-	-	-1.74	1.86	2.26
EBITDA / 利息费用	-	-	1.52	5.52	6.35

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

5、每股与估值指标

表 12: 2007-2011 年每股与估值指标

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
EPS	0.272	0.143	-0.254	0.099	0.141
Diluted EPS	0.272	0.143	-0.254	0.099	0.141
SPS	4.168	6.869	5.295	6.161	6.363
DPS	0.120	0.139	0.080	0.100	0.025
BVPS	2.191	2.234	1.938	1.935	2.051
PE	18.72	35.53	-20.04	51.67	36.21
P/Diluted EPS	18.72	35.53	-20.04	51.67	36.21
P/S	1.22	0.74	0.96	0.83	0.80
P/B	2.32	2.28	2.63	2.63	2.48
EV/EBITDA	10.85	8.90	36.20	10.06	8.77
EV/Sales	1.43	0.93	1.22	1.03	0.93
Dividend Yield	0.02	0.03	0.02	0.02	0.00

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

四、风险因素

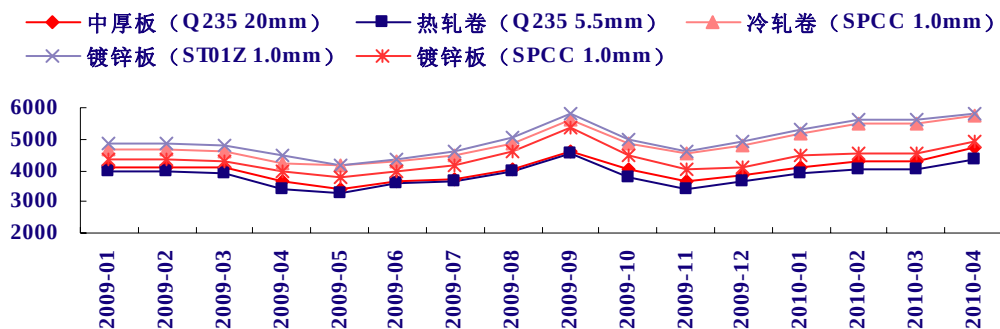
1、资产流动性风险

企业资产流动性主要衡量指标为流动比率和速动比率。上述指标低于合理水平可能造成公司营运资金不足，出现短期偿债风险。

2、产品价格波动的风险

国内钢铁产业集中度较低，部分产能专业化程度低、规模小、部分钢材产品供过于求，使钢材市场出现结构性过剩，使得从 2006 年以来钢材市场走势具有明显的周期性波动特征。公司产品定价与市场走势同步，因此投资者应注意产品价格波动的风险。

图 20、公司主要产品价格政策



资料来源：钢之家网站、中国银河证券研究部

3、原材料价格波动的风险

公司除向包钢集团采购铁精矿之外，还要在国内采购接近 30%消耗量的铁矿石，同时还需进口约 15%消耗量的铁精粉。煤炭的全部用量均需外购。因此，原材料价格的波动将对钢铁生产成本造成较大影响。

4、钢材出口政策调整的风险

调整钢材出口政策是为了进一步控制高耗能、高污染和资源性产品的出口，扩大高附加值产品出口。在钢材出口政策上，国家鼓励高附加值钢材出口，对中低端的钢材产品加征出口关税。公司近两年出口占收入比例不断上升，因此投资者还应注意出口政策调整对公司产生的影响。

五、公司财务预测表

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	4430	4977	4749	6368	9567	营业收入	44124	34016	39579	40877	42205
交易性金融资产	4424	3917	3090	3192	3295	营业成本	40264	34221	36939	38024	39242
应收票据及账款	409	277	325	336	347	营业税金及附加	170	238	277	286	295
预付账款	937	802	802	802	802	销售费用	689	400	435	450	464
其他应收款	133	248	198	204	211	管理费用	493	477	555	573	592
存货	11260	9837	10120	10417	10751	财务费用	587	724	671	608	549
其他流动资产	52	639	639	639	639	资产减值损失	770	193	0	0	0
长期股权投资	4	112	112	112	112	公允价值变动收益	-44	19	0	0	0
固定资产	13706	16735	16922	15761	13973	投资收益	0	6	141	266	338
在建工程	8218	4512	2756	1628	1064	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	2	2	2	2	营业利润	1107	-2211	843	1203	1401
无形资产	0	0	0	0	0	营业外收支净额	-48	47	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	1060	-2164	843	1203	1401
资产总计	43899	42942	40601	40347	41649	减：所得税	140	-535	211	301	350
短期借款	6780	2540	1445	0	0	净利润	920	-1630	632	902	1051
交易性金融负债	2622	1464	1518	1563	1613	少数股东损益	920	-1631	633	903	1052
应付票据及账款	6052	8505	6882	7084	7311	母公司净利润	0	1	-1	-1	-1
预收款项	5747	4419	4419	4419	4419	基本每股收益	0.14	-0.25	0.10	0.14	0.16
应付职工薪酬	201	210	210	210	210	稀释每股收益	0.14	-0.25	0.10	0.14	0.16
应交税费	261	-137	0	0	0	财务指标					
其他应付款	569	632	632	632	632	成长性					
年内到期非流债	1200	0	0	0	0	营收增长率	65%	-23%	16%	3%	3%
长期借款	5746	9595	9795	9995	10195	EBIT 增长率	12%	-153%	-	13%	4%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	-47%	-277%	-	43%	16%
负债合计	29547	30495	28169	27170	27648	盈利性					
股东权益合计	14353	12447	12432	13176	14002	销售毛利率	9%	-1%	7%	7%	7%
现金流量表						销售净利率	2%	-5%	2%	2%	2%
净利润	920	-1630	632	902	1051	ROE	6%	-13%	5%	7%	8%
折旧与摊销	2104	2466	2691	2789	2852	ROIC	8%	-4%	4%	4%	4%
经营现金流	864	2846	2967	3863	3936	估值倍数					
投资现金流	-3776	-2428	-861	-234	-162	PE	35.5	-20.0	51.7	36.2	31.1
融资现金流	4115	250	-2334	-2011	-574	P/S	0.7	1.0	0.8	0.8	0.8
现金净变动	1203	668	-227	1618	3200	P/B	2.3	2.6	2.6	2.5	2.3
期初现金余额	2120	4430	4977	4749	6368	股息收益率	3%	2%	2%	0%	1%
期末现金余额	3323	5098	4749	6368	9567	EV/EBITDA	8.9	36.2	10.1	8.8	7.8

资料来源：中国银河证券研究部

六、公司估值表

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	-1,319	1,373	1,545	1,612	1,659	1,709	1,743	1,761	1,770	1,779	1,787
NOPLAT	-326	343	386	403	415	427	436	440	442	445	447
折旧与摊销	2,177	-993	1,030	1,159	1,209	1,245	1,282	1,308	1,321	1,327	1,334
营运资金净变动	-1,404	-94	-886	-169	-178	-199	-176	-121	-62	-31	-31
资本性支出	676	-1,000	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
自由现金流	2,055	1,835	3,278	3,383	3,445	3,543	3,658	3,763	3,831	3,868	3,905

WACC	9.50%	Ke	13.77%	估 值	WACC	g					
永续增长率	1.00%	Kd	5.69%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	
终值	1,702	t	24.7%			8.00%	6.51	6.76	7.05	7.38	7.76
企业价值	50,972	Rf	4.50%			8.50%	6.08	6.29	6.53	6.81	7.12
非核心资产价值	9,938	E(Rm)	12.60%			9.00%	5.70	5.88	6.08	6.31	6.58
债务价值	14,451	Rm - Rf	8.10%			9.50%	5.36	5.51	5.69	5.88	6.10
股权价值	36,521	D/A	30.65%			10.00%	5.05	5.19	5.34	5.50	5.69
股本	6,424	E/A	69.35%			10.50%	4.78	4.89	5.02	5.17	5.33
每股价值（元）	5.69	Beta	1.145			11.00%	4.53	4.63	4.74	4.86	5.00

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 全国粗钢产量预测	2
图 2: 公司钢材产量预测	2
图 3: 国内钢价走势预测	2
图 4: 公司吨钢收入预测	2
图 5: 公司营业收入预测	2
图 6: 公司营业收入增长率	2
图 7: 公司毛利率预测	3
图 8: 公司产品结构	3
图 9: 汉迪“S 曲线”	4
图 10: 中国粗钢产量增长趋势	4
图 11: 我国铁矿石和焦炭的产量	5
图 12: 我国铁矿石进口量	5
图 13: 澳矿进口价格（离岸价）及累计涨幅	6
图 14: 上海焦炭市场价格走势	6
图 15: 公司相对估值区间	10
图 16: 2009 年收入结构	13
图 17: 2009 年利润结构	13
图 18: 公司主营收入和毛利率	13
图 19: 公司净利润和每股收益	13
图 20: 公司主要产品价格政策	17

表格目录

表 1: 钢铁行业能源消费情况	5
表 2: 主要出口国铁矿石产量及储量（单位：亿吨）	5
表 3: 潜在被并购对象的市场估值情况	8
表 4: 绝对估值基本参数假设	9
表 5: 国内主要可比钢铁公司估值	9
表 6: 可比资产收购价值评估情况	10
表 7: 主营业务预测表	12
表 8: 2007-2011 年增长率指标	15
表 9: 2007-2011 年盈利指标	15
表 10: 2007-2011 年经营效率指标	15
表 11: 2007-2011 年偿债指标	16
表 12: 2007-2011 年每股与估值指标	16

分析师简介

孙勇

钢铁行业分析师

中国人民大学金融学硕士，2000 年加入中国银河证券研究部，2005 年开始负责机械、钢铁行业研究。2000 年获得证券业协会颁发的“证券从业人员投资咨询资格证书”，具有 10 年证券从业经验，3 年行业研究经验。2006 年，在由中国证券网与上海证券报联合主办的“顶级券商预测”的活动中，获得 2006 年中报业绩预测准确率第一名。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908