



钢铁行业

上市公司深度研究

报告日期：2011年7月28日

市场数据：2011年7月28日

收盘价（元）	7.83
一年内最高/最低（元）	9.67/2.84
市净率	3.95
息率（分红/股价）	—
流通A股市值（百万元）	502.97

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2011年03月31日

每股净资产（元）	1.98
资产负债率%	71.5%
总股本/流通A股（亿股）	64.24/64.24
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

《资源+品种+地域 提升公司投资价值》包钢股份深度研究报告 20110112

《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

资产注入预期酝酿新的投资机会（跟踪）

公司研究/深度报告

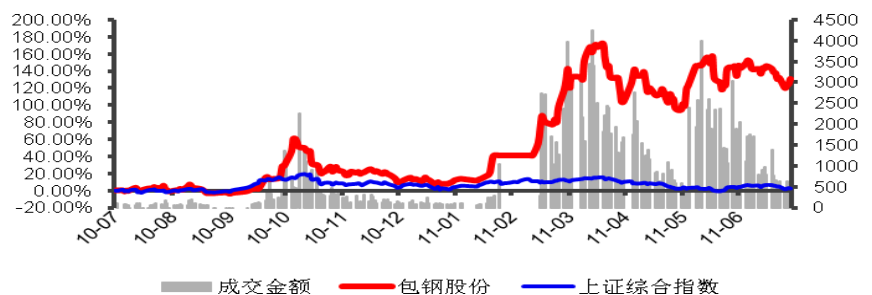
盈利预测：

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	34016.23	40546.38	48655.66	58386.79
营业收入增长率%	-22.91%	19.20%	20.00%	20.00%
净利润（百万元）	-1631.22	194.10	2074.38	2911.85
净利润增长率%	-277.24%	111.90%	968.72%	40.37%
基本每股收益（元）	-0.254	0.030	0.323	0.453

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。
- 巴润矿业可以降低成本提升利润。公司已公布注入巴润矿业的预案，巴润矿业年产铁精粉450万吨，2010年底投产，这将提升公司的铁矿石自给率，大幅提升公司的盈利能力。
- 西部大开发政策为公司打开较大的发展空间。西部大开发第二阶段的战略发展目标给公司带来较大的发展空间，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。
- 稀土钢将成为公司未来几年持续的利润增长点。稀土钢因其特有的抗冲击性和耐磨性逐渐受到市场的重视，应用范围越来越广泛。稀土钢新品种的开发利用也将成为公司的发展重点，可以预见，因原料的天然因素将成为公司增长的原动力。
- 在国家钢铁产业政策的大背景下存在增量发展的可能。
- 风险因素。原材料价格不跌反涨，大幅波动的风险、西部大开发速度放缓的风险；钢材市场下跌、资产注入进展缓慢等都会给公司经营管理带来较大的不确定性。
- 盈利预测与股票评级。考虑资产注入等因素，预计2011、2012年每股收益分别为0.323元、0.453元。考虑行业平均水平以及公司未来发展，我们认为股票仍有一定的上涨空间，在8元以下可以介入，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规模最大、品种最全的钢铁企业.....	3
1.1 公司是西北地区规模最大钢铁生产企业.....	3
1.2 控股股东拥有矿业、钢铁、稀土等几大产业链，实力雄厚.....	4
1.3 公司产业链完整，重轨生产规模居全国之首.....	5
2 从注入资产看公司新的投资机会	6
2.1 3月14日发布公告，拟通过定向增发收购巴润矿业.....	6
2.2 巴润矿业基本情况及其盈利能力	7
2.3 注入巴润矿业及白云鄂博西矿采矿权可提升公司净利润.....	7
2.4 稀土钢将成为公司的新亮点	8
3、在西部大开背景下，公司钢材产品面临良好市场机遇.....	9
3.1 西部大开发迎来第二轮高速增长阶段。	9
3.2 西部大开发成为公司良好的发展机遇	9
3.3（高速）铁路网建设对公司的轨道钢形成长期稳定的需求.....	12
3.4 公司在钢铁板块以及A股市场中的地位.....	14
4、公司盈利预测与投资建议。	15
4.1 基本假设	15
4.2 盈利预测结论	15
4.3 行业比较与股票评级	16
5、风险因素	17
5.1 资产注入不符合预期进度，公司资产结构不变化的风险.....	17
5.2 原材料价格继续高位运行，钢材产品价格回落的风险.....	17
5.3 淘汰落后产能较慢，行业竞争激烈	17
5.4 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.....	17

图目录

图 1 我国主要钢铁企业分布图:	3
图 2: 包钢股份股权结构图	5
图 3: 包钢集团的四大产业体系	5
图 4: 2010 年包钢股份收入构成	6
图 5 2010 年包钢股份营业利润构成	6
图 6: 国内铁矿石产量及进口数量统计	8
图 7: 进口铁矿石价格走势	8
图 8: 西部大开发的十二省市示意图	9
图 9: 我国GDP增长及构成情况	11
图 10: 固定资产投资与粗钢产量的关系	11
图 11 2007 年以来钢轨价格走势	11
图 12 2009 年以来普通中厚板价格走势	11
图 13 2008 年以来冷热扎板材价格走势	11
图 14 2008 年以来线螺产品市场价格走势	11
图 15: 无缝钢管价格市场价格走势	12
图 16: 我国 2020 年的高速铁路规划图	13
图 17 包钢股份进三年来的PB、PE走势图	16

表目录

表 1: 我国西部重要钢铁企业及其产能情况统计	4
表 2: 目前包钢股份所生产的钢材产品品种及其产能	10
表 3: 公司近几年的产量统计	10
表 4: 国内重轨生产企业及其产量统计	13
表 5: 2011 年一季末度钢铁板块整体财务指标与市场指标比较	14
表 6 盈利预测表	15

1 包钢股份是西北地区规模最大、品种最全的钢铁企业

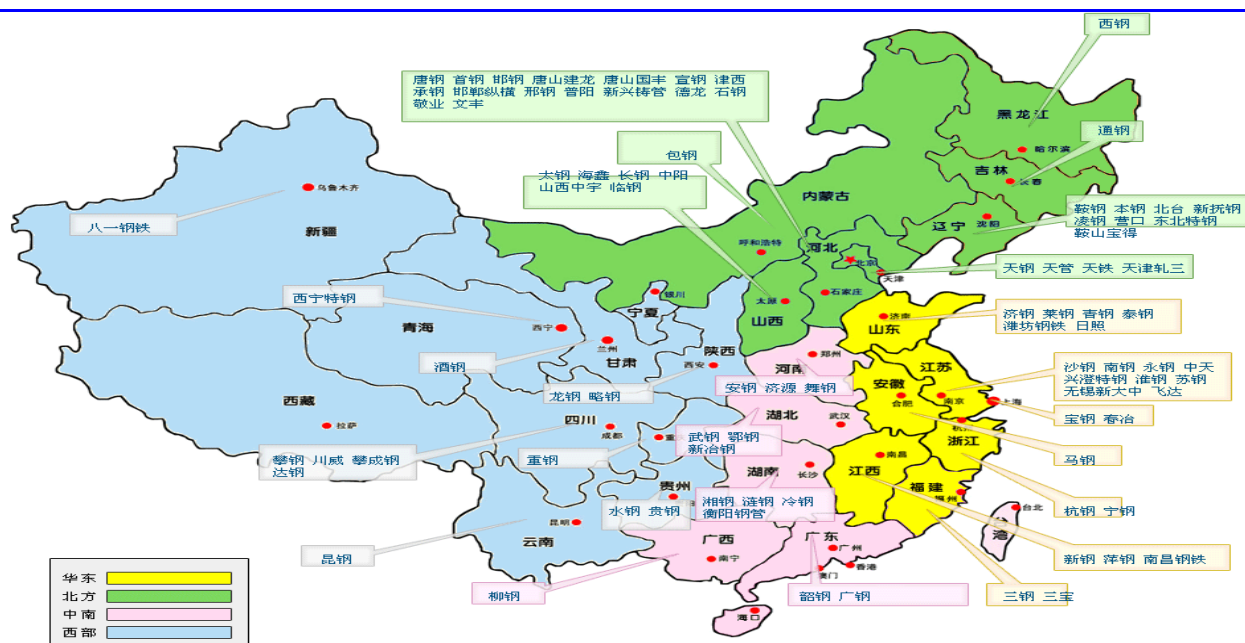
包钢股份地处内蒙古自治区第一大城市包头，隶属于国资委直属的包钢集团，由包钢集团于1999年6月将部分炼钢和轧钢资产打包后联合其它几个企业共同组建而成，于2001年3月9日在上海证券交易所挂牌交易。2007年，包钢股份通过定向增发30.32亿股收购集团公司69.75亿元与钢铁产业相关的资产，成为第六家整体上市的大型钢铁集团。整体上市完成后，钢铁生产规模跃上1000万吨大关，是西北地区规模最大、品种最全的钢铁生产企业。

1.1 公司是西北地区规模最大钢铁生产企业

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。

包钢股份是西北地区最大的钢铁生产企业，连续两年粗钢产量稳定在1000万吨以上，2010年产生铁970万吨、粗钢1010万吨、钢材953万吨，比上年分别增加0.5%、0.46%、-0.73%。截至2011年一季度年末总资产446.5亿元，股东权益127.05亿元，1-3月份实现营业收入81.75亿元，归属于母公司所有者的净利润1.0亿元，大幅增长100%。见图和表。

图 1 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		

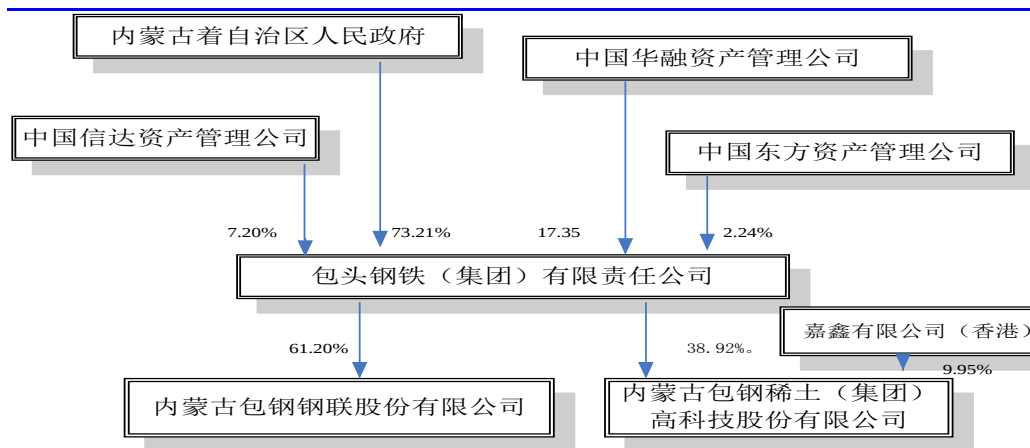
资料来源：山西证券研究所

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，

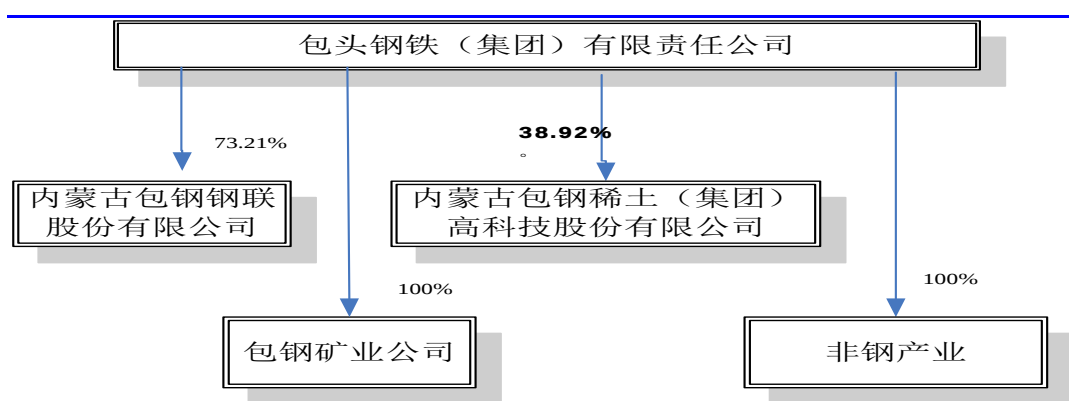
目前已经形成钢铁、稀土、矿业、非钢产业四大产业体系，钢铁产业全部集中包钢股份；稀土产业全部集中在包钢稀土；矿产全部集中在矿业公司；其他辅助非钢产业集中在非钢产业集团——西北创业实业发展有限责任公司。截至2010年末，集团资产总额779亿元。

图 2：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 3：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。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，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。非钢产业及其它资产基本进入集团成立的西北创业实业发展有限责任公司。

1.3 公司产业链完整，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，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；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，老线的技改扩产已基本完成。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 4：2010 年包钢股份收入构成

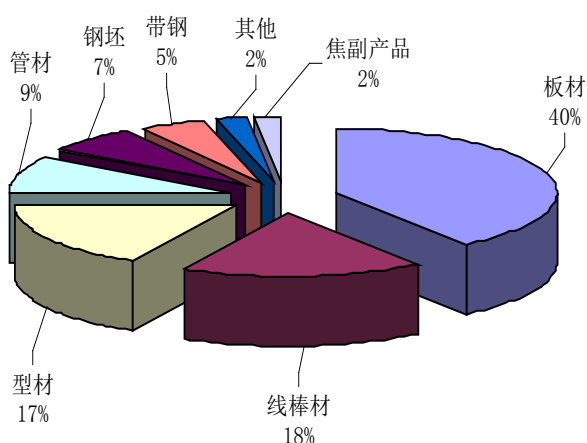
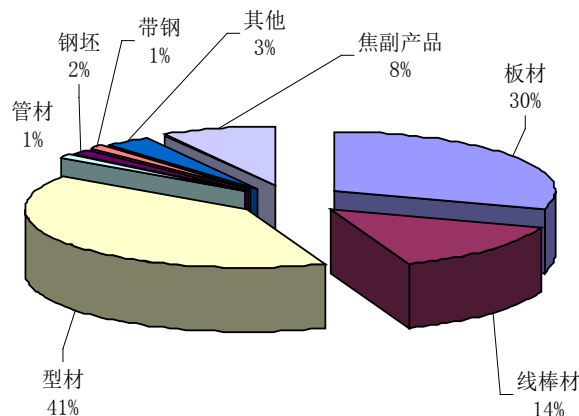


图 5 2010 年包钢股份营业利润构成



数据来源：公司公告，山西证券研究所

2 从注入资产看公司新的投资机会

2.1 3 月 14 日发布公告，拟通过定向增发收购巴润矿业

3月14日，公司发布公告，拟通过向不超过10 名特定对象非公开发行A 股股票，收购大股东包钢集团持有的巴润矿业有限责任公司100%股权和白云鄂博铁矿西矿采矿权，拟募集资金总额不超过60 亿元。拟发行股数不超过16.3 亿股，发行价格不低于定价基准日（2011 年3 月 11 日）前二十个交易日均价的90%，即3.68元/股，最终发行价格以竞价方式确定。集团以现金认购5亿元到20亿元，完成后控股比例在50%以上。

目前，公司正在进行相关准备工作。

2.2 巴润矿业基本情况及其盈利能力

巴润矿业为包钢集团的全资子公司，于2004年8月27日在达茂旗注册成立，包钢集团以用于白云鄂博铁矿西矿矿山基本建设投资和生产设备、设施投资及部分流动资金作为出资，100%控股。白云鄂博西矿是世界著名的白云鄂博矿床最大的矿体群之一，位于白云鄂博矿床西部。矿产生装置于2009年开始投产，2010年达产。截止2011年2月28日，根据未经审计的财务数据，公司的总资产为62.35亿元，净资产为38.58亿元。白云鄂博铁矿西矿采矿权价值大约20亿元。

巴润矿业全面负责白云鄂博西矿范围内全部矿产资源的勘探、开采和开发管理。2005年9月，国土资源部评审备案的白云鄂博铁矿西矿铁矿石资源储量为6.67亿吨，属低磷、低稀土大型铁矿床，矿体分布集中，铁矿平均品位为32%。目前，白云鄂博铁矿西矿的采矿权为包钢集团所拥有，巴润矿业为包钢集团下属唯一一家负责白云鄂博铁矿西矿采矿、选矿和日常生产经营的单位。2008年5月，巴润矿业300万吨/年大型选矿厂开始建设，2009年12月开始生产，于2010年7月达产。巴润矿业公司选矿厂设计规模为每年处理磁铁矿1000万吨，生产铁精矿300万吨，与民营选矿厂可共同形成450万吨/年铁精粉生产能力。目前采矿、选矿、矿浆输送管线和浓缩尾矿干堆处理四大工程项目全部投产并实现大产，成为公司铁矿石的重要来源之一。

与白云鄂博西矿选矿厂配套的2000万立方米/年的引水工程和550万吨/年矿浆管道输送工程。该工程系我国矿山最长的一条引水管道和输送能力最大的矿浆输送管道，引水管道全长130公里，水管直径920mm；矿浆管道全长145公里，矿浆管道直径356mm。

2010年1-11月，巴润矿业完成采剥总量7487万吨，生产矿石982万吨；生产铁精粉323万吨，其中巴润选矿厂生产206万吨，品位66.54%；民营选矿厂生产117万吨，品位63.13%。输出铁精粉318万吨，其中巴润选矿厂输出206万吨；民营选矿厂输出112万吨。实现铁精粉销售收入173804万元，缴纳各类税金23621万元，实现利润1189.4万元。

2.3 注入巴润矿业及白云鄂博西矿采矿权可提升公司净利润

注入巴润矿业，450万吨铁矿石的净利润直接进入公司，增加公司绝对利润。

资料显示，白云鄂博铁矿西矿铁矿石资源储量为6.67亿吨，2004年成立巴润矿业公司以来，集中建设了采矿、选矿、矿浆输送管线和浓缩尾矿干堆处理四大工程项目。目前，四大工程已全部投产，并于2010年达产，年生产铁矿石1000万吨，铁精粉450万吨。近年国产铁矿石不含税价格基本维持在1000元/吨左右，预计下跌空间不会太大，按目前市场运行情况及未来发展趋势看，铁精粉的市场价格将高于900元；铁精粉生产成本可以参照金岭矿业的生产成本大约

为475元/吨，则每吨铁精粉的毛利率将达到47%，净利率将在25%以上，即每吨铁精粉价格净利润将在225元以上。2011年可按250-280元计，可以为公司带来11.25亿元的净利润。按增发后80.53亿总股本计算，每股收益净增加0.14元。铁矿石的自给率提高，也降低了钢铁的生产成本，可以提升钢铁生产利润率。综合考虑，资产注入可大大提升公司的盈利能力。巴润矿业采用加速计提折旧法，初期利润率较低，随着时间的推移，利润率会大幅提升。

(年报显示, 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))

注入巴润矿业, 公司产业链向前延伸, 整体运营能力提升。巴润矿业的“三大工程”作为保护和开发利用白云鄂博矿产资源的系统工程, 成功地解决了白云鄂博矿区缺水、不能选矿的难题, 对公司降低成本有积极的推动作用, 矿浆管道全线投入运行极大地降低了运输成本, 标志着包钢原料工艺结构发生了重大变化; 同时 干堆技术的应用从根本上解决了尾矿坝环境污染问题, 对包钢的循环经济节能减排提高核心竞争力具有重大的现实意义。

图 6: 国内铁矿石产量及进口数量统计

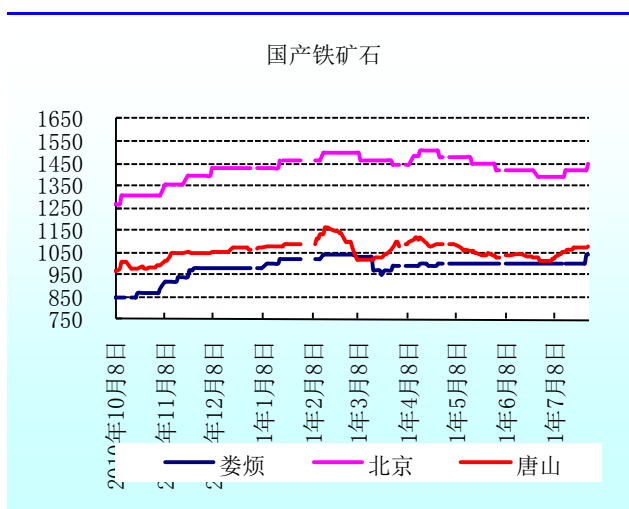
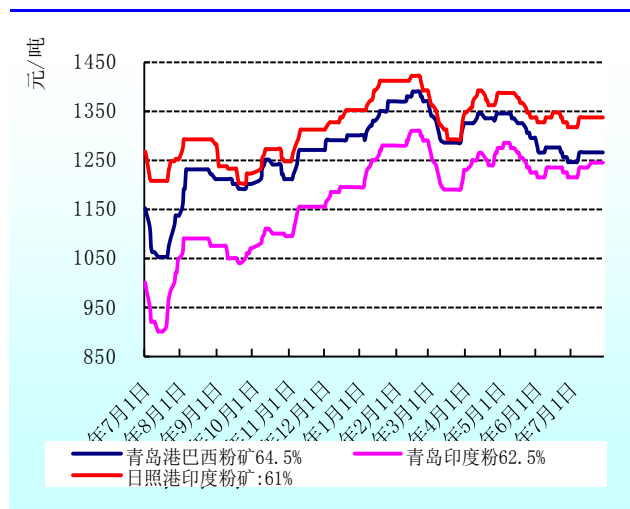


图 7: 进口铁矿石价格走势



资料来源: 海关总署, Wind资讯, 山西证券研究所

2.4 稀土钢将成为公司的新亮点

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。截至2006年, 白云鄂博铁矿资源保有量为13.84亿吨。白云鄂博铁矿包括主矿、东矿、西矿, 目前主、东矿年设计采原矿能力1200万吨, 矿山实际采出矿石品位32.81%。

由于包钢集团的铁矿石与稀土矿石伴生 (主要是主矿和东矿), 这些铁矿石全部供应包钢股份, 理论上包钢股份的钢材里面都含有稀土, 含有稀土的钢材在冲击韧性较好。经过多年的

使用和了解，也发现够有效的提高钢材的冲击性能、耐磨性能等性能。在此基础上，公司从白云鄂博矿铁、稀土成分共生且钢材中天然含有稀土的禀赋出发，推进公司稀土钢品牌建设。公司领导亲自挂帅，并于2010年10月下发了《包钢稀土钢品牌建设研究工作方案》，大力推进稀土钢的研究开发，并从以往的产品中发现因含有稀土元素带来的钢材使用性能的改善和提高。截止目前，研究进展顺利，一旦生产应用取得重大突破，稀土钢将显著提高公司的经济效益。

3、在西部大开背景下，公司钢材产品面临良好市场机遇

3.1 西部大开发迎来第二轮高速增长阶段。

2000年3月，九届全国人大四次会议确立了西部大开发战略，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 8：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

3.2 西部大开发成为公司良好的发展机遇

公司的四大系列产品不断延伸和深化，在西部大开发的大背景下具有了得天独厚的发展机遇。发展离不开基础建设，离不开对建筑钢材的消费，公司近200万吨的建筑钢材并不能满足当地的消费。

表 2：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+40	125	65	90	1035

资料来源：公司公告，山西证券研究所

表 3：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	970	0.5	1010	0.46	953	-0.73

资料来源：公司公告

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。

2010年，公司新产品开发量由40万吨增加到200万吨。销售的产品中，品种钢占51.3%，较2009年提高9.3个百分点。公司综合成材率同比提高0.4个百分点，重点产品各项质量指标均好于上年水平。新产品、品种钢、名牌产品的增量生产以及质量改善对提升公司产品创效能力起到了重要作用。10至100毫米控温轧制和热处理状态交货的宽厚板产品获准通过欧盟CE认证注册。美标SS钢轨出口沙特、墨西哥、巴西；铁路用钢轨获“全国用户满意产品”称号；时速350公里高速轨2010年产销量全国第一；用CSP生产线生产低成本、环保型热轧双相钢为世界首创；无缝钢管产品市场开拓取得重要进展等。2010年9月份公司重启了Φ460毫米热轧无缝管等项目，标志着公司“十二五”规划前期项目建设拉开帷幕。

无缝钢管产品因其生产装置在国内领先，曾作为公司的特色产品为公司赢得巨额利润，但由于金融危机和相关技术进步的推动，其盈利能力大幅度下降，近年利润贡献甚微。公司采取各种措施，一方面提升技术水平，一方面向上拓展宽口径、向下发展窄口径，增加其产品实用性，同时积极发现市场。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，产能也从原来的80万吨/年扩大到目前的120万吨，到今年底将扩产至140万吨。能源的紧缺决定了全球范围内对石油的投入将继续加大，无缝钢管的市场前景将随着世界经济的复苏再次进入景气阶段，目前其盈利能力已有所恢复。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。

高速铁轨亦是公司的主要利润来源。最为国内最大的钢轨供应商之一，公司将极大地受益

于我国高速铁路的快速发展。十二五期间，国家将加速推进高速铁路网建设，根据规划，到“十二五”期末，我国高铁运行里程将从目前的8358公里大幅增长至2.5万公里以上，未来几年1.7万公里的高铁建设对钢轨及相关材料需求巨大，将成为公司实质性的利润来源。

图 9：我国GDP增长及构成情况

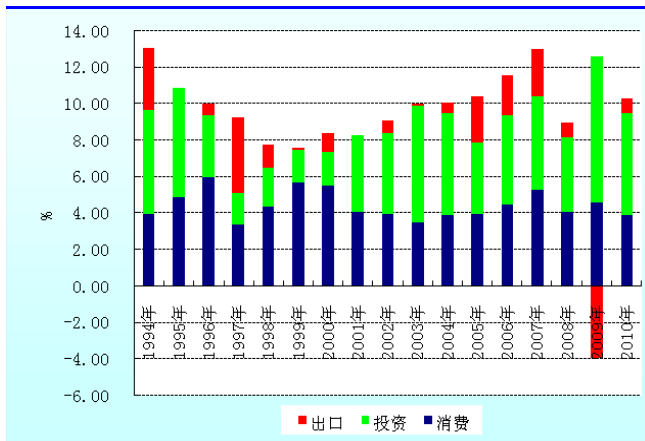
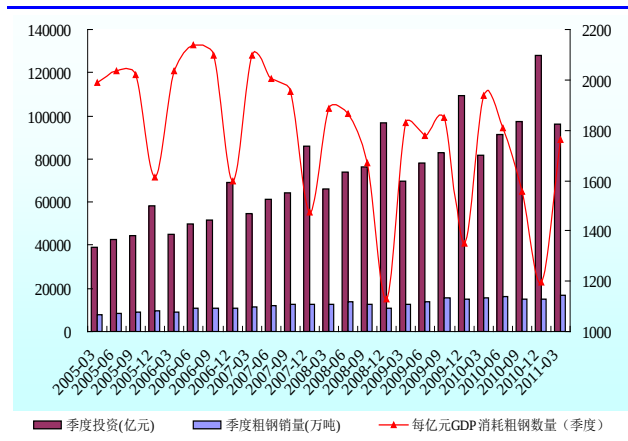


图 10：固定资产投资与粗钢产量的关系



资料来源：Wind资讯，山西证券研究所

图 11 2007 年以来钢轨价格走势图

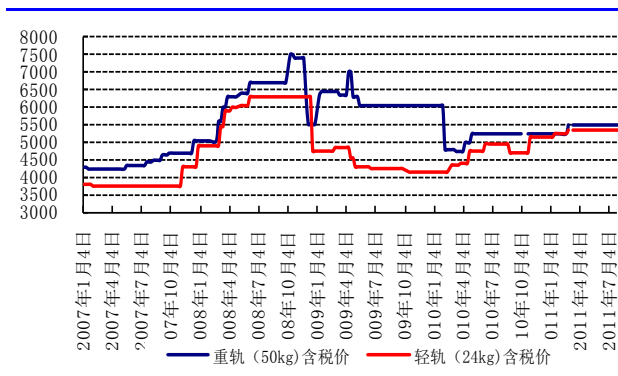
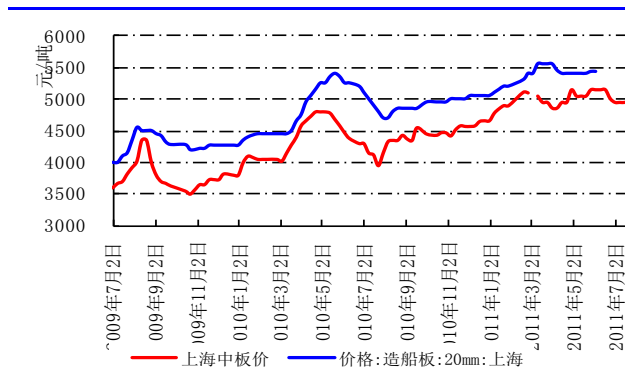


图 12 2009 年以来普通中厚板价格走势图



资料来源：Wind资讯，山西证券研究所

图 13 2008 年以来冷热扎板材价格走势图

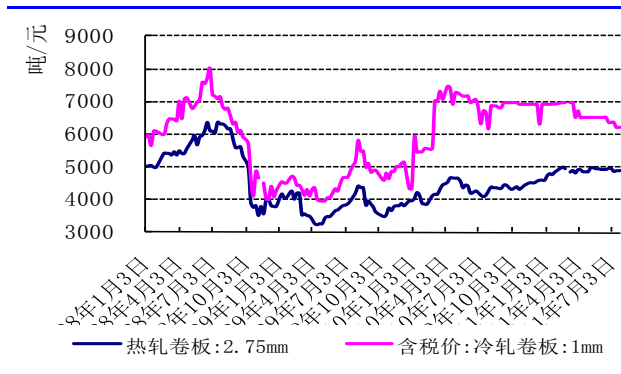
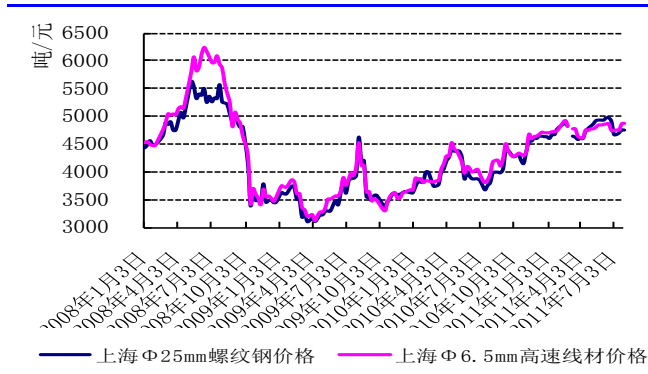
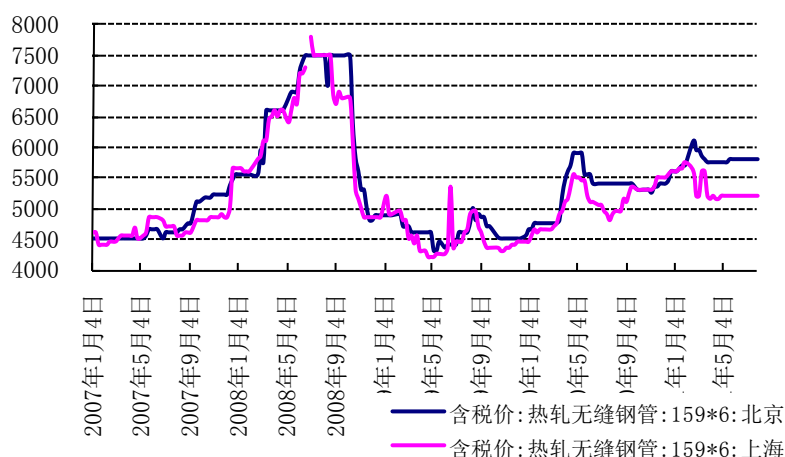


图 14 2008 年以来线螺产品市场价格走势图



资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 15: 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

3.3 (高速) 铁路网建设对公司的轨道钢形成长期稳定的需求

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。

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。

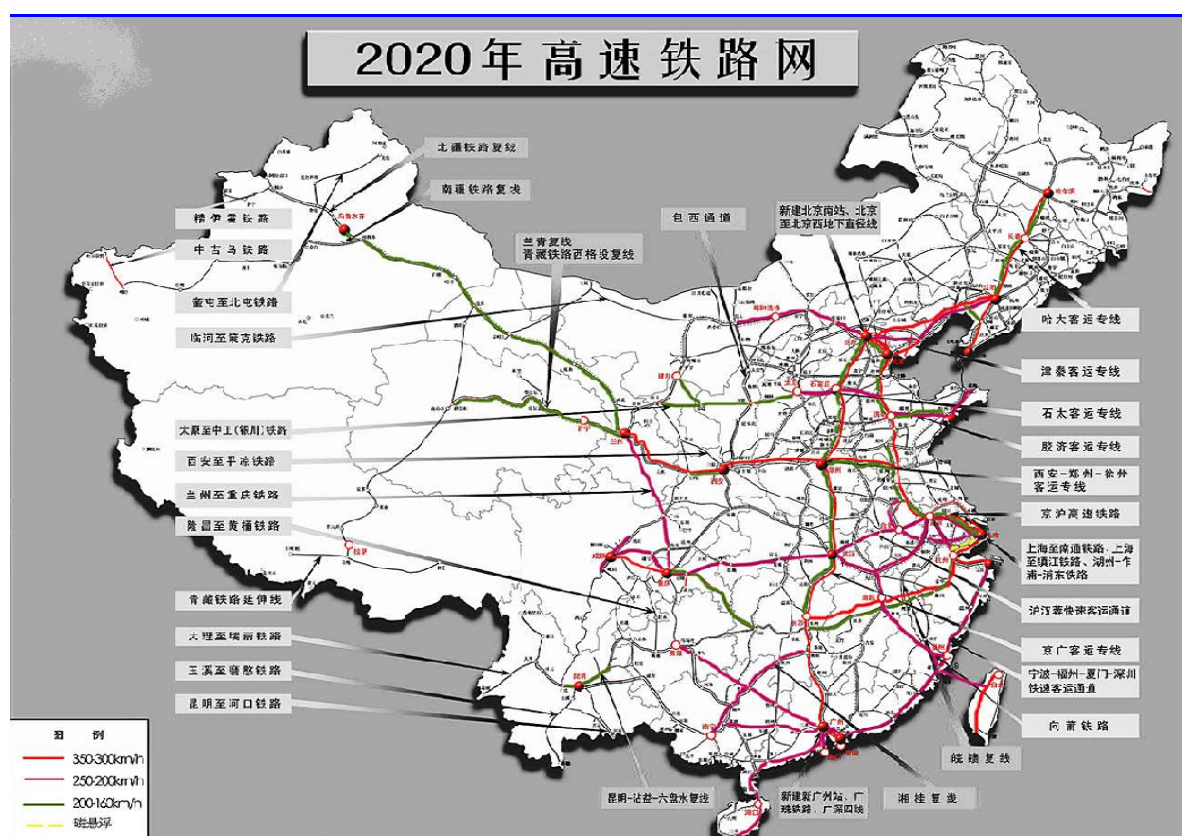
目前我国钢轨重点生产企业只有4家, 总生产能力不足500万吨, 经过几年的技术改造, 包钢股份目前轨道钢产能在国内最大。随着国家铁路建设的加速推进, 轨道钢将我国未来几年的短缺品种, 将继续成为公司主要利润来源之一。

表 4：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	
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	13.51
攀枝花钢铁	120	54.92	76.36	91.19	110.38	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

图 16：我国 2020 年的高速铁路规划图



资料来源：铁道部

截止2010年12月31日，我国投入运行的高速铁路营运里程长达8358公里，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高速钢轨600万吨。而高速铁路每公里的投资将达到1亿元，7000万元投资可建设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。

同时，中国高速火车的顺利投入运行，带动了世界范围内高速铁路的建设，美国、英国等发达国家都出台高铁建设计划，2011年2月8日，美国副总统拜登宣布，美国政府将在未来6年内投资530亿美元发展高速铁路网，其主要技术及相关设施来源于有丰富经验的中国，从而给我国的相关企业带来更大的市场空间。公司的钢轨产品也有望走出国门，走向世界，为公司带来更多的利润。

3.4 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 5： 2011 年一季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 6 月 27 日收盘为基准）

板块名称	收盘价 (元)	每股收 益 EPS (元)	每股 净资 产 (元)	净资 产收 益 率 %	销售 毛利 率 %	资产 负债 率 %	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	市净率
SW 钢铁	7.87	0.0826	4.286	1.78	8.18	63.06	74.02	0.858	1.3402	74.0784	20.61	1.48
SW 普钢	7.12	0.073	4.284	1.61	8.08	63.02	73.74	0.8599	1.3425	73.7639	20.63	1.45
SW 特钢	13.3	0.1527	4.393	3	13.93	65.13	86.83	0.7818	1.2138	91.9873	20.14	2.8
包钢股份	7.83	0.02	1.98	0.7934	6.9324	71.4506	59.0152	1.2296	2.592	145.8392	125.23	3.95
全部 A 股	16.71	0.1096	3.601	2.09	19.39	85.78	71.13	1.2013	0.9627	121.7086	14.76	2.47

数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

4、公司盈利预测与投资建议。

4.1 基本假设

假设一：宏观经济环境波动减小，节能减排措施继续深化；
假设二：西部大开发稳步推进，钢材下游消费缓慢回升；
假设三：巴润矿业能够按计划于年内注入。

4.2 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2011、2012年的营业收入486.6亿元、583.9亿元，分别实现净利润7.19亿元、20.23亿元，每股收益0.32元和0.45元。

表 6 盈利预测表

单位：百万元

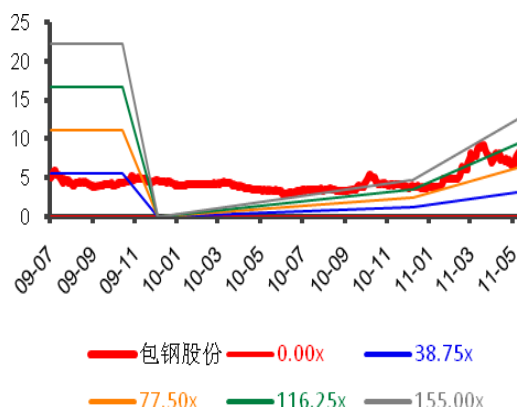
项 目	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	34016.23	40546.38	48655.66	58386.79
减：营业成本	34220.79	38561.41	44763.20	53423.91
营业税金及附加	237.74	163.58	196.29	235.55
营业费用	399.51	440.63	528.75	634.50
管理费用	476.98	505.66	606.79	728.15
财务费用	723.86	709.04	457.50	412.49
资产减值损失	193.37	-99.82	0.00	0.00
加：投资收益	6.24	27.21	0.00	0.00
公允价值变动损益	18.60	-17.47	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-2211.18	275.63	2103.12	2952.19
加：其他非经营损益	46.75	-15.76	0.00	0.00
利润总额	-2164.43	259.87	2103.12	2952.19
减：所得税	-534.61	63.09	0.00	0.00
净利润	-1629.81	196.79	2103.12	2952.19
减：少数股东损益	1.40	2.69	28.74	40.34
归属母公司股东净利润	-1631.22	194.10	2074.38	2911.85
每股收益（元）	-0.254	0.030	0.323	0.453

数据来源：wind资讯，山西证券研究所

4.3 行业比较与股票评级

根据公司发展潜力及盈利预测，我们认为公司的估值应考虑资产注入后铁矿石行业的估值，同时应给予尾矿资源一定的预期溢价，考虑公司发展潜力，我们认为，可以给出公司4.0倍的市净率，30~45倍市盈率，股票的合理价位区间为9.6元~14.40元。我们认为在8元附近可以逢低介入，继续给出买入评级。

图 17 包钢股份近三年来的PB、PE走势图



数据来源：Wind资讯，山西证券研究所

5、风险因素

5.1 资产注入不符合预期进度，公司资产结构不变化的风险

自3月公司公告启动注入巴润矿业事项以来，公司股票价格有了很大涨幅。如果该项资产注入不能按计划顺利完成，则公司的资产结构不会改变，钢铁资产的整体盈利能力远低于铁矿石等资源类资产，股价存在回落的风险。

5.2 原材料价格继续高位运行，钢材产品价格回落的风险

自2005年以来，钢铁生产原材料持续大幅上涨，而钢材产品的价格铁矿石价格因下游需求的持续不景气维持相对低位运行，连续几年钢铁企业处在微利经营状态。全球范围内的通胀预期持续和经济景气度回升缓慢使得钢材消费是市场持续低迷，给企业经营带来较大风险。

5.3 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。

5.4 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，另一方面会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。