

金属, 采矿, 制品/原材料

首次覆盖

评级: 增持
 目标价格: 2.04

当前价格: 1.72
 2019.06.26

交易数据

52周内股价区间(元)	1.44-2.11
总市值(百万元)	78,406
总股本/流通A股(百万股)	45,585/31,677
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	69%
日均成交量(百万股)	392.81
日均成交值(百万元)	691.28

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	52,994
每股净资产	1.16
市净率	1.5
净负债率	40.05%

EPS(元)	2018A	2019E
Q1	0.01	0.01
Q2	0.02	0.02
Q3	0.02	0.02
Q4	0.02	0.01
全年	0.07	0.06

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-8%	11%
相对指数	-2%	-6%	6%

包钢股份(600010)

内蒙龙头钢企, 稀土产品发展前景可期

——包钢股份首次覆盖报告

 鲍雁辛(分析师)	 李鹏飞(研究助理)	 魏雨迪(研究助理)
0755-23976830	010-59312799	021-38674763
baoyanxin@gtjas.com	lipengfei@gtjas.com	weiyudi@gtjas.com
证书编号 S0880513070005	S0880117090041	S0880117120039

本报告导读:

汽车家电需求有望企稳, 基建有望回暖, 钢材需求保持强势。公司系内蒙古龙头钢企, 其稀土钢产品发展前景广阔, 公司业绩或超预期。首次覆盖, 给予“增持”评级。

投资要点:

首次覆盖, 给予“增持”评级。公司是内蒙古龙头钢铁企业, 我们预测2019-2021年EPS分别为0.06、0.06、0.07元, 参考同类公司估值, 给予公司2019年PE 34X进行估值, 对应目标价2.04元, 给予公司“增持”评级。

汽车销量有望企稳, 板材需求或逐渐回暖。5月汽车销售数据下滑幅度收窄, 叠加经销商库存持续去化, 汽车销量或已触底。我们认为随着国家对汽车刺激政策的出台以及国六排放年内落地, 汽车需求有望企稳回暖。家电需求年内预期保持平稳, 板材需求将随着汽车回暖而逐渐回升。

基建有望加速回暖, 钢材需求或仍保持相对强势。中央发文允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金, 实际上放松了之前债务性资金不得作为项目资本金的要求, 利于放大地方财政的撬动效应、加快重点基建项目推进速度, 基建有望加速回暖, 进一步提振钢铁需求。在目前的钢企高产能利用率的背景下, 钢价将易涨难跌。

稀土产品发展前景广阔, 公司业绩或持续释放。我国制造业转型升级是大势所趋, 公司作为国内板材行业龙头企业之一, 其核心特色产品稀土钢板具有较高技术壁垒及较普通炭素钢材更为优秀的性能, 获得了下游客户一致认同。随着制造业转型升级, 公司独特的稀土钢板材产品需求有望持续增长。而随着公司逐步解决稀土精矿生产中出现的的问题, 并进一步完善工艺, 公司稀土矿产资源优势有望进一步提升公司盈利能力, 公司业绩或持续释放。

风险提示: 宏观经济加速下行; 供给上升超预期

财务摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	53,684	67,188	68,227	68,007	68,173
(+/-)%	73%	25%	2%	0%	0%
经营利润(EBIT)	4,871	6,360	5,800	5,804	5,821
(+/-)%	1062%	31%	-9%	0%	0%
净利润(归母)	2,061	3,324	2,567	2,833	3,145
(+/-)%	2324%	61%	-23%	10%	11%
每股净收益(元)	0.05	0.07	0.06	0.06	0.07
每股股利(元)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率(%)	9.1%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
净资产收益率(%)	4.2%	6.3%	4.7%	4.9%	5.2%
投入资本回报率(%)	5.4%	6.8%	6.6%	6.4%	6.2%
EV/EBITDA	15.48	9.37	10.39	10.52	10.69
市盈率	38.70	24.00	31.08	28.15	25.36
股息率(%)	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2019.06.26

股票研究

原材料
金属, 采矿, 制品

包钢股份 (600010)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 2.04

当前价格: 1.72

2019.06.26

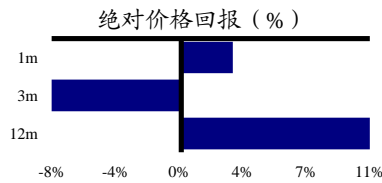
公司网址

www.btsteel.com

公司简介

公司是中国重要的钢铁工业基地、世界最大的稀土工业基地和内蒙古自治区工业龙头企业。

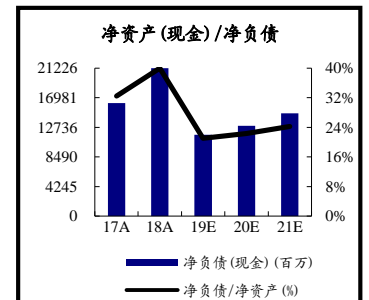
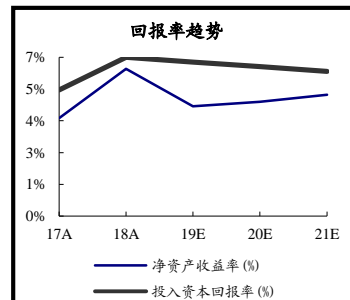
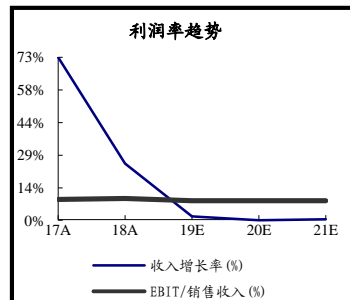
公司主要从事矿产资源开发利用、钢铁产品的生产与销售。



52 周价格范围 1.44-2.11
市值 (百万) 78,406

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	53,684	67,188	68,227	68,007	68,173
营业成本	45,354	56,625	57,798	57,592	57,562
税金及附加	235	419	819	800	826
销售费用	2,181	2,306	2,403	2,402	2,498
管理费用	1,022	1,397	1,330	1,329	1,383
EBIT	4,871	6,360	5,800	5,804	5,821
公允价值变动收益	4	-4	-3	-2	-2
投资收益	-389	342	375	364	367
财务费用	1,678	2,504	2,807	2,530	2,241
营业利润	2,829	4,254	3,391	3,662	3,972
所得税	776	911	809	813	811
少数股东损益	-10	6	3	3	3
归母净利润	2,061	3,324	2,567	2,833	3,145
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	11,704	11,739	4,731	3,447	1,916
其他流动资产	29,693	33,103	30,495	32,121	32,337
长期投资	776	1,045	1,045	1,045	1,045
固定资产合计	71,542	69,877	67,375	64,564	61,744
无形及其他资产	32,928	33,037	32,558	32,853	32,749
资产合计	146,642	148,801	136,204	134,030	129,791
流动负债	88,882	79,876	65,966	61,214	54,083
非流动负债	8,223	16,255	15,255	15,255	15,255
股东权益	49,537	52,670	54,983	57,562	60,453
投入资本(IC)	65,678	73,803	66,605	70,468	75,124
现金流量表					
NOPLAT	3534	4993	4411	4511	4629
折旧与摊销	3,421	3,101	3,002	3,011	3,019
流动资金增量	828	11,931	-4,550	6,378	7,580
资本支出	-729	-1,639	-38	-512	-112
自由现金流	7,055	18,386	2,825	13,388	15,116
经营现金流	7,329	7,149	10,888	-23	-901
投资现金流	-727	-1,640	335	-151	253
融资现金流	-3,389	-5,214	-18,230	-1,109	-883
现金流净增加额	3,213	295	-7,008	-1,283	-1,531
财务指标					
成长性					
收入增长率	73.0%	25.2%	1.5%	-0.3%	0.2%
EBIT 增长率	1062.1%	30.6%	-8.8%	0.1%	0.3%
净利润增长率	2324.0%	61.2%	-22.8%	10.4%	11.0%
利润率					
毛利率	15.5%	15.7%	15.3%	15.3%	15.6%
EBIT 率	9.1%	9.5%	8.5%	8.5%	8.5%
归母净利润率	3.8%	4.9%	3.8%	4.2%	4.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.2%	6.3%	4.7%	4.9%	5.2%
总资产收益率(ROA)	1.4%	2.2%	1.9%	2.1%	2.4%
投入资本回报率(ROIC)	5.4%	6.8%	6.6%	6.4%	6.2%
运营能力					
存货周转天数	138	129	130	140	140
应收账款周转天数	44	48	40	40	40
总资产周转天数	979	803	762	725	706
净利润现金含量	355.6%	215.1%	424.1%	-0.8%	-28.6%
资本支出/收入	1.4%	2.4%	0.1%	0.8%	0.2%
偿债能力					
资产负债率	66.2%	64.6%	59.6%	57.1%	53.4%
净负债率	32.7%	40.3%	21.2%	22.5%	24.4%
估值比率					
PE(现价)	38.70	24.00	31.08	28.15	25.36
PB	2.27	1.29	1.46	1.39	1.32
EV/EBITDA	15.48	9.37	10.39	10.52	10.69
P/S	1.49	1.19	1.17	1.17	1.17
股息率	0.0%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%



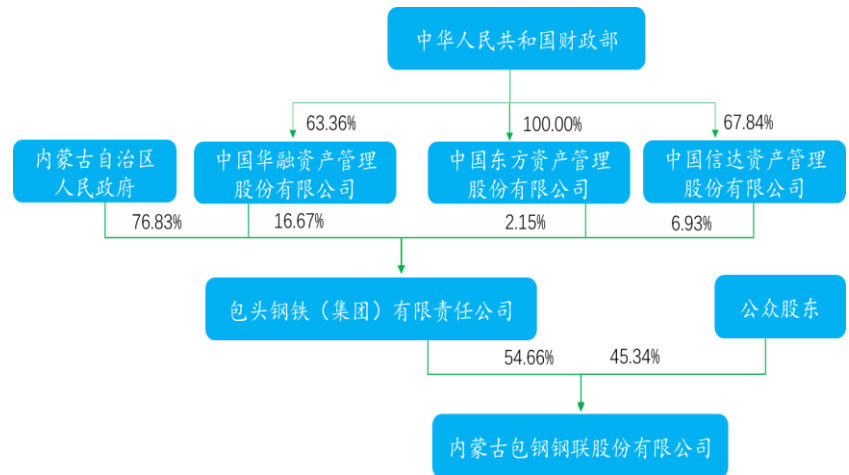
目录

1. 包钢股份：内蒙古自治区龙头钢企	4
2. 汽车家电有望企稳，基建投资或加速回暖	7
2.1. 汽车销售数据下滑放缓叠加库存持续去化，汽车有望企稳	7
2.2. 家电需求平稳，板材需求将逐渐回升	7
2.3. 专项债配套落地，基建有望加速回暖，钢铁淡季需求或仍保持强势	8
3. 打造稀土钢特色品牌，公司业绩或超预期	10
3.1. 资源优势得天独厚，造就公司独特稀土钢产品	10
3.2. 稀土钢发展前景广阔，公司业绩或超预期	11
4. 首次覆盖：给予“增持”评级	11
5. 风险提示	13
5.1. 宏观经济加速下行	13
5.2. 供给上行超预期	13

1. 包钢股份：内蒙古自治区龙头钢企

内蒙古包钢钢联股份有限公司于 1999 年 6 月由包头钢铁（集团）有限责任公司、山西焦煤集团有限责任公司、包头市鑫垣机械制造有限公司、中国第一重型机械有限责任公司、中国钢铁炉料华北公司等五家股东共同发起组建的股份有限公司，并于 2001 年 2 月在上海证券交易所上市。公司控股股东为包头钢铁（集团）有限责任公司，持有公司 54.66% 的股份，为公司第一大股东，实际控制人则为内蒙古自治区人民政府。

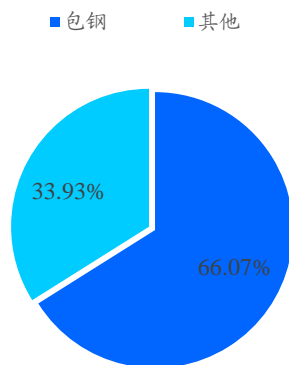
图 1 公司股权情况简明



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

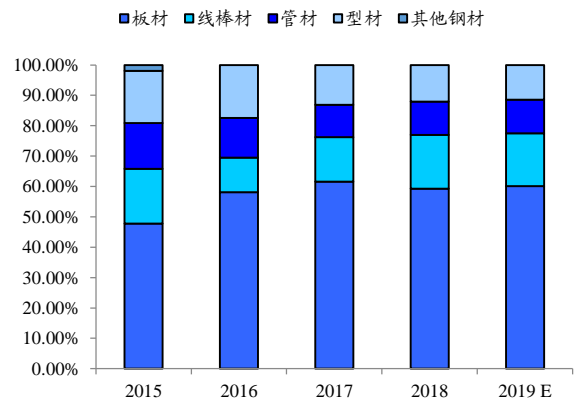
公司是内蒙古龙头钢企，产品结构丰富。公司拥有世界先进的 2250mm 热连轧及配套冷轧连退、镀锌等生产线，5 条无缝管生产线，两条世界先进的万能轧机高速钢轨生产线和 4 条线棒材生产线，截至 2018 年年底已形成年产 1650 万吨铁、钢、材配套能力，形成“板、管、轨、线”四条精品线的生产格局，产品结构丰富，技术水平世界领先。2018 年公司生铁和粗钢产量分别为 1481.41 万吨和 1524.54 万吨，占内蒙古自治区产量比例为 84.93% 和 66.07%，公司龙头地位稳固。

图 2 公司区域龙头地位稳固



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 3 包钢股份钢材销量占比



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司钢铁产品分为板材、线棒材、管材、型材四大类。截止 2018 年末，公司共有钢材总产能 1620 万吨，其中板材、线棒材、管材、型材产能分别为 970、260、180、210 万吨，产量分别为 853.89、248.15、157.16、172.86 万吨，共计达 1432.06 万吨。公司钢铁产品主要有：建筑钢材、冷热轧板卷、镀锌钢板、中厚板、无缝管、重轨、型钢等，产品主要用于基建、房地产、汽车、家电、风电、机械制造、高压锅炉、石油化工、基础设施建设及黑色金属、有色金属冶炼用矿产品等行业。

公司为世界最大的稀土工业基地。包钢股份为世界最大的稀土工业基地，矿产资源开发的产品主要有：铁精矿、稀土精矿、萤石精矿等。公司拥有的白云鄂博矿尾矿库，资源储量 1.97 亿吨，稀土储量（折氧化物）约 1280 万吨，稀土储量居世界第二，2018 年，公司销售稀土精矿 27.2 万吨，收入 37.58 亿元；生产品位 83% 以上的萤石精矿 1.69 万吨，销售 1.05 万吨。

表 1 公司装备水平达国内一流（单位：万吨）

炼铁系统	2 座 4150m ³ 高炉	720.00 (炼钢铁水) 262.20 (水渣)
炼钢系统	3 台转炉、2 台精炼炉	550.00 (钢水)
连铸系统	2 台双流板坯连铸机 预留 1 台板坯连铸机	536.00 (钢坯)
轧钢系统	1 套 2250mm 热连轧机组 1 套 2030mm 冷轧机组 2 套镀锌板机组	热轧 538.00 冷轧 475.00 镀锌 80.00

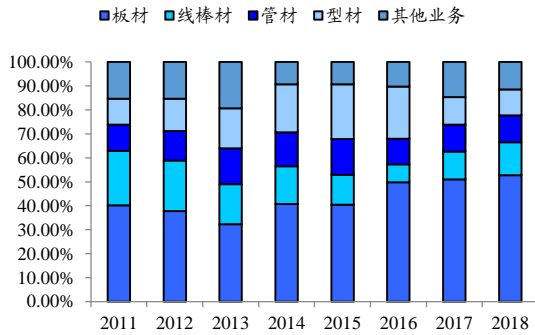
表 2 公司产品以板材为主

主要产品	生产能力 (万吨)
一、钢材产品	1620
板材	970
线棒材	260
管材	180
型材	210
二、稀土精矿	30

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

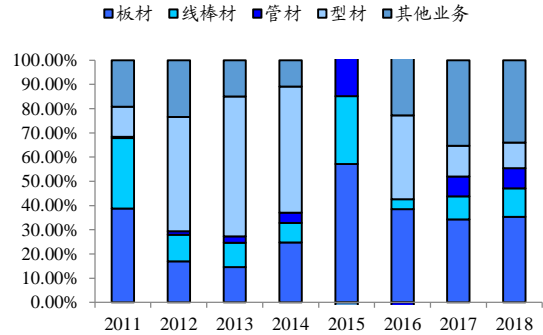
板材产品为公司主要营收来源，并贡献公司主要毛利，2018 年公司板材营收占比超过 50%，毛利占比超过 35%。2018 年公司钢材产品中板材、棒材、管材和型材的营业收入占比分别为 52.70%、13.82%、11.19%、10.88%，毛利润占比为 35.27%、11.85%、8.34%、10.54%。营收占比较 2017 年同比分别增长 1.61%、2.29%、-0.07%、-0.58%。2015 年之后型材毛利占比大幅下降，板材产品景气度逐渐提升，成为公司主要的盈利增长点。

图 4 板材产品为公司营收的主要来源



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

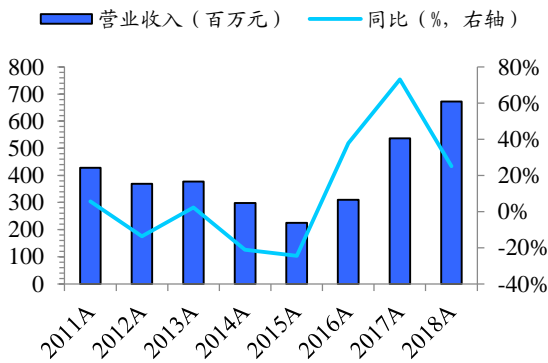
图 5 2015 年之后板材产品贡献主要毛利



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

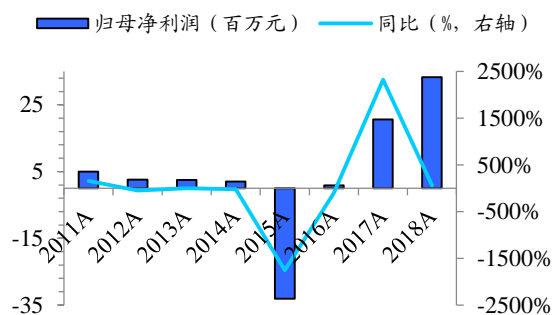
公司盈利能力持续攀升，2018 年公司业绩创历史新高。伴随着供给侧改革不断深入以及下游需求回暖，钢铁行业盈利复苏。公司营业收入自 2015 年触底后逐渐回升。公司 2018 年全年产铁 1481.41 万吨、产钢 1524.54 万吨、生产商品坯材 1438.18 万吨，同比上升 5.59%、7.36%和 10.29%，铁、钢、材产量均创历史最好水平。全年实现营业收入 671.88 亿元，同比增长 25.15%，利润总额 33.3 亿元，归属于母公司所有者净利润 33.24 亿元，同比增长 61.28%，全年业绩创历史新高。同时，公司各项财务指标也得到进一步改善，资产负债率由 2017 年的 66.22% 下降到 64.60%，ROE 由 2017 年的 4.27% 提升至 2018 年 6.50%。

图 6 公司营收 2015 年后逐年回升



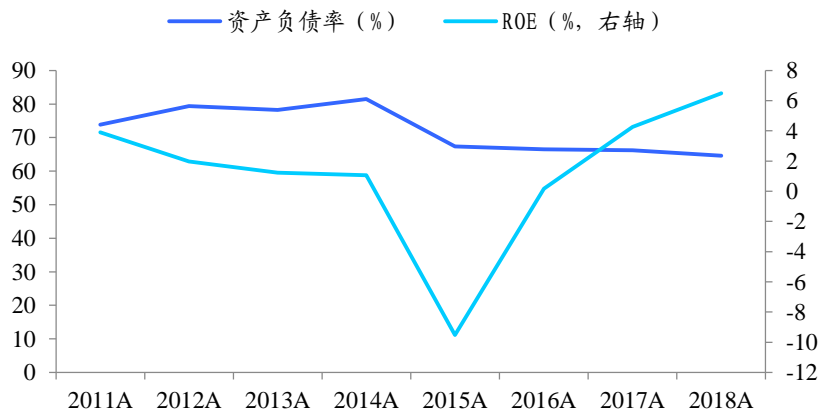
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 7 公司归母净利润 2015 年后稳步攀升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 公司 ROE 逐年上升，资产负债率逐年下降



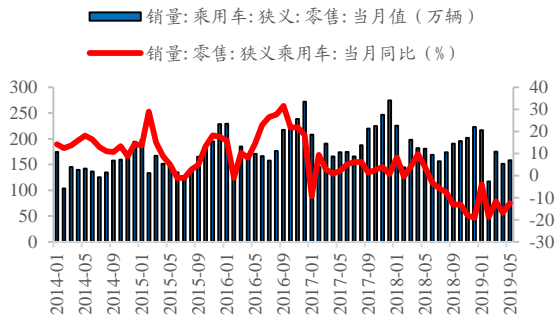
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2. 汽车家电有望企稳, 基建投资或加速回暖

2.1. 汽车销售数据下滑放缓叠加库存持续去化, 汽车有望企稳

5月汽车销售数据下滑幅度收窄, 乘用车销售回暖。2019年5月, 汽车销量累计同比下降12.95%, 增速较4月份略微下降0.83个百分点, 汽车销售数据下滑幅度收窄。2019年5月, 汽车乘用车销量当月同比增速为-12.5%, 增速较4月份回升4.3个百分点, 乘用车销量回升态势明显。

图9 5月乘用车销量回暖



数据来源: 乘联会, 国泰君安证券研究

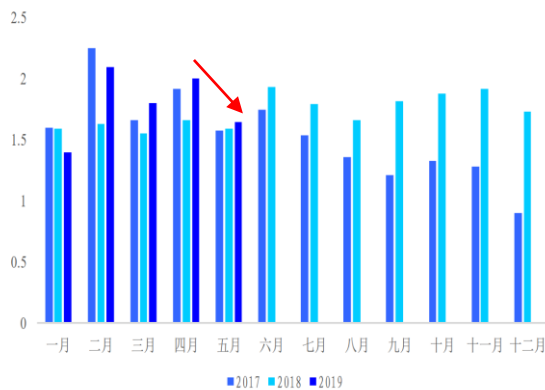
图10 19年2月以来汽车销量增速有所回暖



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

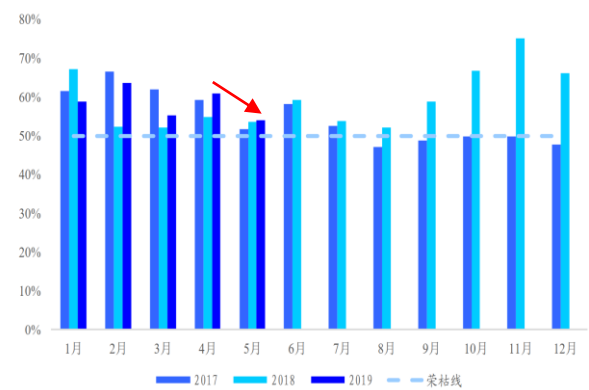
经销商库存持续去化, 汽车有望企稳。5月经销商库存系数为1.65, 较4月份下降17.5%, 库存去化较为顺利。5月份经销商库存预警指数为54%, 较4月份下降7个百分点, 受5月国五车型去库存需求, 终端折扣提升。我们认为随着国家对汽车刺激政策的出台, 叠加国六排放年内落地, 我国汽车行业有望企稳回暖, 汽车产量进入筑底阶段。

图11 5月经销商库存系数环比大幅下降



数据来源: 中国汽车流通协会, 国泰君安证券研究

图12 5月以来经销商库存预警指数降低



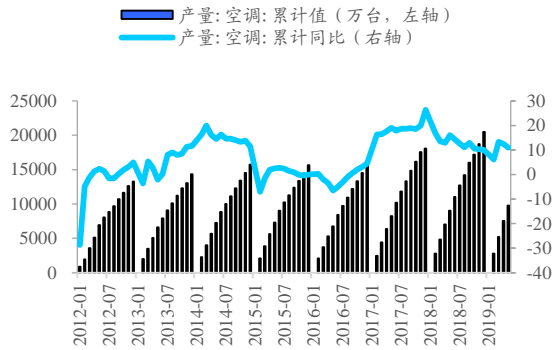
数据来源: 中国汽车流通协会, 国泰君安证券研究

2.2. 家电需求平稳, 板材需求将逐渐回升

家电需求保持平稳, 板材需求将逐渐回升。家电产量整体仍然保持平稳, 部分产品如家用洗衣机产量持续上升。2019年1-5月, 空调产量累计同

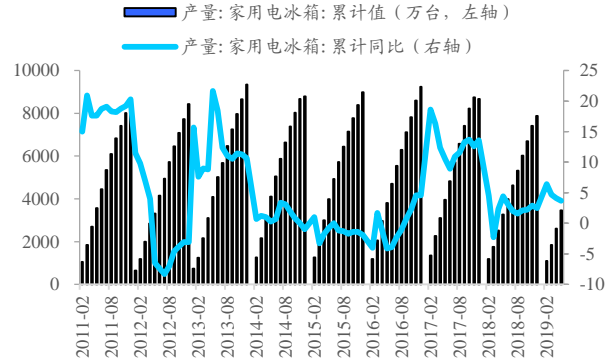
比增速为 11.00%，增速较 4 月份下降 1.5 个百分点；家用电冰箱产量累计值同比上升 3.7%，较 4 月份下降 0.4 个百分点；家用洗衣机产量累计值同比上升 6.9%，较 4 月份上升 3 个百分点；彩电产量累计同比增长 5.3%，较 4 月份累计同比增速下降 1.7 个百分点。我们认为家电需求将在年内保持平稳，而板材的整体需求将随着汽车的企稳回暖逐渐回升。

图 13 19 年 2 月以来空调产量增速回暖



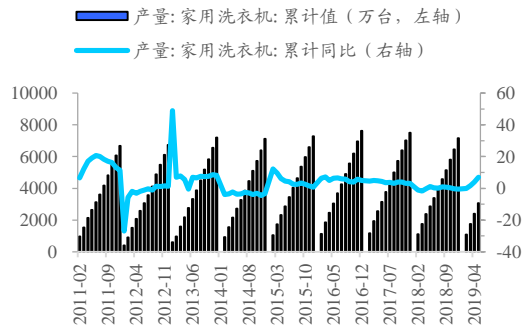
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 14 2019 年 1-5 月电冰箱产量增速企稳



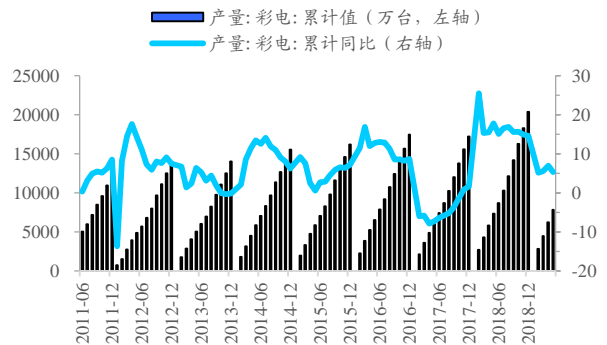
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 15 2019 年 1-5 月洗衣机产量增速持续上升



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 16 2019 年 1-5 月彩电产量回升



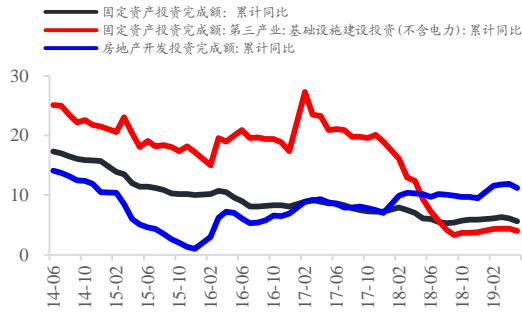
数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

2.3. 专项债配套落地，基建有望加速回暖，钢铁淡季需求或仍保持强势

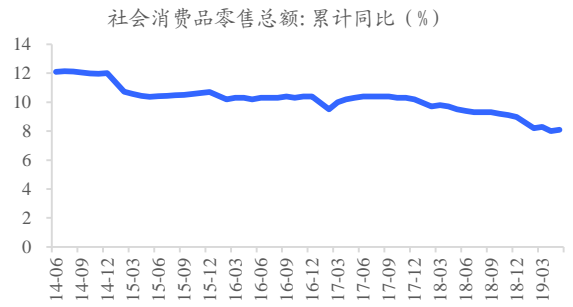
经济下行压力增加，基建投资逐渐加码。我们观察到 2018 年以来，随着房地产投资增速放缓和基建投资增速的下行，我国固定资产投资增速逐渐下行。而由于三四线城市房价挤出效应逐渐显现，我国社会消费品零售总额增速走低，投资和消费拖累经济下行，这一压力在中美贸易争端发生之后逐渐增大。为了对冲经济下行的压力，我国基建投资力度逐渐加大，2018 年专项债发行加快且 2019 年地方政府一般债务新增额度 5800 亿元、专项债新增 8100 亿元，并提前于 1 月下发；轨道交通投资力度明显增大，2018 年铁路投资达到 8028 亿且 2019 年更多铁路项目计划开工，全国铁路项目正加速推进。我们认为受基建“补短板”影响，我国 2019 年基建投资上行确定性高，且回暖将持续并进一步支撑公司产品需求。

图 17 基建投资带动固定资产投资下行

图 18 社会消费品零售额增速下行



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

专项债配套或拉动万亿基建投资, 基建有望加速回暖。2019年6月10日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 提到部分专项债作为资本金使用, 超出市场预期。《通知》允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金, 积极鼓励金融机构提供配套融资支持。我们认为专项债可作为部分项目资本金, 实际上放松了之前债务性资金不得作为项目资本金的要求, 意味着符合条件的重点项目可组合采取专项债叠加市场化融资方式融资, 利于放大地方财政的撬动效应、加快重点基建项目推进速度。根据国君宏观团队观点, 2019年剩余的1.3万亿专项债中, 可用于资本金的金额大约为0.15万亿~0.26万亿。进而, 2019年剩余的专项债预计能撬动0.75万亿~1.3万亿的基建固定资产投资, 拉动基建投资增速4.2~7.3个百分点。

表3 基建重大项目密集批复

时间	批复项目	金额 (亿元)
2018年10月8日	新建上海经苏州至湖州铁路	367.95
2018年10月19日	新建重庆至黔江铁路	535
2018年11月13日	新疆乌鲁木齐机场改扩建工程	421.14
2018年11月19日	新建山东菏泽民用机场	18.23
2018年11月21日	重庆市城市轨道交通第三期	455.7
2018年11月26日	调整杭州市城市轨道交通第三期建设	1986.46
2018年11月28日	调整济南市城市轨道交通第一期建设	466.5
2018年11月30日	长春市城市轨道交通第三期	711.37
2018年12月11日	上海市轨道交通第三期建设	2983.48
2018年12月13日	广西北部湾经济区域铁路建设项目	517
2018年12月17日	新建西安至延安铁路	551.6
2018年12月25日	武汉市城市轨道交通第四期	1469.07
2018年12月26日	江苏省沿江城市群城际铁路建设	2317

数据来源: 国家发改委, 国泰君安证券研究

基建加速回暖, 淡季钢铁需求或超出市场预期, 钢价易涨难跌。前期市场对“基建补短板”主要担忧在于宏观政策转向, 以及国内的财政政策的空间。本次专项债新规落地叠加“六个稳”的重提不但将在一定程度上改善市场的悲观预期, 并且将给予“基建补短板”更大的空间。我们认为在宏观政策宽松的背景下, 基建或加速回暖, 进一步提振钢铁需求。在目前的钢企高产能利用率的背景下, 需求或保持强势, 钢价将易涨难跌。

图 19 全国电炉开工率处于往年最高水平 (单位: %)



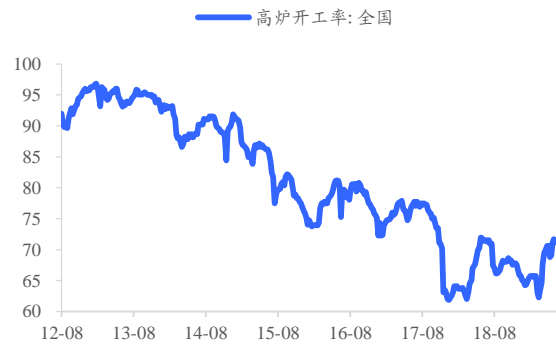
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 20 唐山高炉开工率迅速上升 (单位: %)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21 全国高炉开工率迅速上升 (单位: %)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 打造稀土钢特色品牌, 公司业绩或超预期

3.1. 资源优势得天独厚, 造就公司独特稀土钢产品

公司稀土矿储量丰富, 品味高, 矿产资源优势得天独厚。公司控股股东包钢集团旗下白云鄂博矿主要稀土矿物为氟碳铈矿和独居石, 为大型的铁-稀土-铈多金属共生矿, 是国内外已查明资源量最大的矿床之一, 稀土资源储量占全国储量的 83.00%以上。根据内蒙古自治区第五地质矿产勘查开发院编制的《白云鄂博铁矿尾矿库铁稀土多金属矿资源储量核实报告》, 截至 2013 年 11 月 30 日, 白云鄂博尾矿库资产富含尾矿资源储量为 1.97 亿吨, 其中稀土氧化物储量达 1,381.85 万吨, 居全球第一位, 尾矿库资产中稀土氧化物品位超过 7.01%, 高于白云鄂博原矿石稀土资源品位, 亦高于全球其他主要矿山稀土资源品位。

图 22 中国稀土资源储量居世界第一 (单位: %) 图 23 白云鄂博矿区储量占全国 83% (单位: %)



数据来源: 国家统计局, 金属百科, 国泰君安证券研究

数据来源: 国家统计局, 金属百科, 国泰君安证券研究

资源优势转化产品优势, 公司打造独特“稀土钢”产品。目前, 公司以公开发行人股票募集资金购买资产的方式完成了对白云鄂博铁矿西矿采矿权及对白云鄂博主东矿的尾矿资源等的收购。资源上的保障为公司积极打造世界一流“稀土钢”品牌打下了坚实的基础。公司利用稀土在钢中具有净化、变质、凝固、微合金化四种作用, 生产出的稀土钢具有较普通碳素钢更为优秀的高温塑性、延展性、耐磨性、耐腐蚀性及拉拔性。2016 年, 公司设计产能 550 万吨的稀土钢板材生产线技改项目全面投产, 公司由此具备了“稀土”特色高档汽车钢、高档家电钢、高钢级管线钢、高强结构钢等的生产能力, 成为我国西北地区主要的板材生产基地。

3.2. 稀土钢发展前景广阔, 公司业绩或超预期

制造业转型升级, 稀土钢产品发展前景广阔。我国制造业转型升级是大势所趋, 在这个过程中, 高端制造领域将有望转型升级, 主要包括: 航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶, 现金轨道交通装备、电力装备、节能及新能源汽车、新材料等领域。而板材产业, 尤其是高端板材产品的研发生产有望借助制造业升级快速发展。而公司作为国内板材行业龙头企业之一, 其核心特色产品稀土钢板具有较高技术壁垒及较普通钢材更为优秀的性能, 获得了下游客户一致认同, 部分产品实现进口替代。随着制造业转型升级的不断推进, 公司稀土资源上优势将越发凸显, 其独有的稀土钢板材产品需求有望持续增长。

稀土资源优势转化为经济效益, 公司业绩或超预期。在 2017 对白云鄂博资源综合利用项目完成收购后, 公司持续推进对稀土资源的开发利用。2018 年 3 月公司租用北方稀土稀选厂扩大生产, 全年公司实现生产销售稀土精矿 27.2 万吨, 销售收入 37.58 亿元, 同比 2017 年分别增长 54.5%, 81.3%。随着公司逐步解决稀土精矿生产中出现的各种设计、安装、生产等调试方面的缺陷, 完成在选稀土工艺后的选钕等工艺的技术研发, 公司资源优势有望进一步提升公司盈利能力, 公司业绩或超预期。

4. 首次覆盖: 给予“增持”评级

盈利预测的关键假设:

- 1) 宏观经济平稳运行, 需求整体平稳, 钢价不出现大幅下跌。
- 2) 公司产量及销售稳定。

表 4: 分产品预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
板材 (百万元)	27424	35405	33864	33728	33585
营收同比	77.31%	29.10%	-4.35%	-0.40%	-0.42%
销量 (万吨)	780	868	941	950	960
吨钢售价 (元)	3517	4080	3600	3550	3500
售价同比	38.95%	16.02%	-11.77%	-1.39%	-1.41%
营业成本	24571	31679	32313	31989	31670
吨钢毛利 (元)	366	429	165	183	200
毛利率 (%)	10.40%	10.52%	4.58%	5.15%	5.70%
线棒材 (百万元)	6194	9288	9250	9342	9713
营收同比	169.42%	49.95%	-0.41%	1.00%	3.97%
销量 (万吨)	185	259	272	275	278
吨钢售价 (元)	3345	3585	3400	3400	3500
售价同比	72.87%	7.16%	-5.15%	0.00%	2.94%
营业成本	5401	8036	8196	8360	8444
吨钢毛利 (元)	428	483	387	357	457
毛利率 (%)	12.80%	13.48%	11.39%	10.51%	13.07%
管材 (百万元)	6042	7516	9534	9279	9018
营收同比	81.86%	24.39%	26.85%	-2.67%	-2.81%
销量 (万吨)	136	161	173	175	177
吨钢售价 (元)	4453	4683	5500	5300	5100
售价同比	84.15%	5.16%	17.45%	-3.64%	-3.77%
营业成本	5364	6635	6768	6700	6633
吨钢毛利 (元)	500	549	1596	1473	1349
毛利率 (%)	11.23%	11.72%	29.01%	27.79%	26.45%
型材 (百万元)	6154	7311	7138	7029	7100
营收同比	-9.33%	18.80%	-2.36%	-1.53%	1.00%
销量 (万吨)	166	177	178	180	182
吨钢售价 (元)	3712	4123	4000	3900	3900
售价同比	0.47%	11.09%	-2.99%	-2.50%	0.00%
营业成本	5092	6198	6322	6259	6447
吨钢毛利 (元)	640	628	457	428	359
毛利率	17.25%	15.22%	11.44%	10.96%	9.20%

数据来源: 国泰君安证券研究

按照假设, 我们预测 2019-2021 年公司净利润分别为 25.67、28.33、31.45 亿元, 对应 EPS 分别为 0.06、0.06、0.07 元。公司是内蒙古龙头钢企, 同时为世界稀土矿产行业龙头, 根据公司的产品品种和规模, 我们选取北方稀土、厦门钨业、盛和资源作为可比公司, 应用 PE 及 PB 法进行估值:

1. PE 估值法: 可比公司 2019 年 PE 平均值为 56.90X, 考虑到公司稀土业务尚处于发展期, 且具有部分钢材业务, 结合审慎性原则, 给予公司 2019 年 PE 34X 进行估值, 对应每股价值为 2.04 元。

2. PB 估值法: 可比公司 2019 年 PB 平均值为 3.83 倍, 由于公司为世界稀土业务尚处于发展期, 且具有部分钢材业务, 结合审慎性原则。给予公司 2019 年 PB 2X 进行估值。公司 2019Q1 BPS 为 1.16 元, 对应每股价值 2.32 元。

表 5: 可比公司估值表

证券代码	公司	股价	EPS			PE			PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600111. sh	北方稀土	13.20	0.17	0.2	0.26	77.65	66.00	50.77	2.87
600549. sh	厦门钨业	14.96	0.38	0.45	0.57	39.37	33.24	26.25	5.45
600392. sh	盛和资源	11.81	0.22	0.26	0.3	53.68	45.42	39.37	3.18
平均值			0.26	0.30	0.38	56.90	48.22	38.79	3.83

注: 盈利预测采用 WIND 一致预期, 股价取自 2019 年 06 月 25 日收盘价

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

综合两种估值方法, 结合谨慎性原则, 选择两种估值法中的较低估值, 对应公司目标价 2.04 元。公司稀土产品发展前景广阔, 业绩有望持续增长, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

5.1. 宏观经济加速下行

今年以来, 宏观经济运行状况良好, 但若宏观经济加速下行, 钢铁的需求下降将压制钢价的上涨。

5.2. 供给上行超预期

2019 年钢铁供给偏强。若供给持续上升, 将对钢材供需格局造成负面影响, 压制钢价上涨。

公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		