



包钢股份 (600010.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

钢铁、稀土双轮供改，价值亟待重估

投资逻辑：

包钢股份：老牌国企，布局“钢铁+稀土资源”。公司位于内蒙古，传统主业为钢铁；自2012年开始公司开始布局资源业务，目前形成对白云鄂博稀土+铁矿等资源的掌控。过去由于钢铁行业下行压力较大，公司钢铁业务对非钢业务（含稀土精矿）造成显著拖累。

稀土行业：供改逐步兑现，供应扰动延续，供需持续向好。随着《稀土管理条例》、《总量调控管理办法》陆续出台，意味着我国对进口矿（占比全球供给超过20%）将进一步实现掌控，从而实现打击不合规供给和头部集中效果；同时缅甸克钦邦局势动荡，今后或面临“有配额但没矿”的局面，进一步推高稀土价格中枢；国内原矿配额预期温和增长，供需改善趋势明确，我们预计2025年氧化镨钕均价有望超过45万元/吨，同比增加20%。

稀土业务：掌握稀缺稀土资源，关联交易定价跟随市场价。公司掌控白云鄂博矿尾矿库资源（稀土储量全球第二），通过关联交易定价、排他性供应北方稀土；调价频率为季度、且调价幅度与市场价（滞后一季度）波动同频。基于该机制，公司有望充分享受稀土涨价带来的业绩弹性和北方稀土配额增长带来的销量增长。

钢铁业务：行业供给侧或有利好，有望减亏减少对稀土拖累。公司拥有年产1750万吨“板管轨线”全品类产能，铁矿石自供比例近40%。基于钢铁行业长期盈利底部，供给侧通过排放标准进行产能优化、甚至直接缩减产量来改善供需；铁矿石库存充裕、增量项目较多，步入下行周期，我们预计2025年铁矿石均价或-16%至710元/吨，因而板块盈利有望持续改善。公司钢铁业务过去对稀土业务造成拖累，有望受益行业整体盈利水平上行，显著减亏、从而显著增厚公司整体盈利水平。

重视钢铁减亏下的稀土资源股高业绩弹性。得益于钢铁、稀土双轮供改利好，我们测算当钢铁吨钢利润分别改善20/50/100/200元时，公司2025年利润有望达到18/23/30/44亿元，盈利弹性较大。

盈利预测、估值和评级

预计公司2024-2026年收入分别为655/617/635亿元，归母净利润为4/29/47亿元，EPS分别为0.01/0.06/0.10元，2025/2026年对应PE分别为28/17x，显著低于可比公司均值；考虑钢铁减亏、稀土利润得到释放，给予2025年可比公司均值水平PE-51x，目标价3.21元；首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

稀土产品价格波动；钢铁减亏不及预期；政策风险。

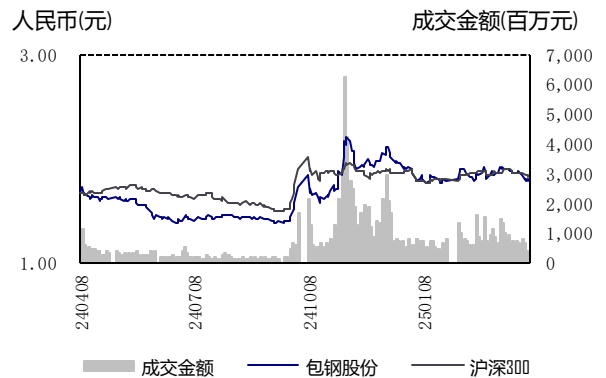
金属材料组

分析师：王钦扬（执业S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：1.80元

目标价（人民币）：3.21元



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	72,172	70,565	65,535	61,683	63,521
营业收入增长率	-16.26%	-2.23%	-7.13%	-5.88%	2.98%
归母净利润(百万元)	-730	515	431	2,873	4,660
归母净利润增长率	-125.47%	-	-16.30%	566.13%	62.20%
		170.59%			
摊薄每股收益(元)	-0.016	0.011	0.009	0.063	0.103
每股经营性现金流净额	0.05	-0.02	0.08	0.18	0.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	-1.39%	0.99%	0.83%	5.32%	8.10%
P/E	-112.41	158.61	189.49	28.37	17.49
P/B	1.57	1.58	1.58	1.51	1.42

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、包钢股份：老牌国企，布局“钢铁+稀土资源”	4
1.1 包钢股份：内蒙钢铁龙头，掌控白云鄂博铁矿+稀土资源，	4
1.2 股权结构：内蒙国资控股，股权结构稳定	5
1.3 钢铁拖累稀土利润释放	5
二、稀土行业：供改逐步兑现，供应扰动延续，供需持续向好	6
2.1 《管理条例》正式落地，进口矿和二次利用面临供改	6
2.2 缅甸供应扰动延续，新增资源费显著降低进口经济性	8
2.3 配额增速放缓，供需改善延续	9
三、稀土业务：掌握稀缺稀土资源，关联交易定价跟随市场价	10
3.1 掌控白云鄂博尾矿库，稀土资源禀赋优厚	10
3.2 稀土定价机制：关联交易、排他性供应北方稀土，价格参考市场价	10
四、钢铁业务：行业供给侧或有利好，有望减亏减少对稀土拖累	12
4.1 公司钢铁业务：板材为主、粗钢产量超过 1500 万吨，铁矿自备率近 40%	12
4.2 供给侧有新叙事、铁矿石步入下行周期，行业盈利有望普遍改善	13
五、钢铁减亏和稀土涨价，盈利弹性几何？	17
六、盈利预测与投资建议	17
6.1 核心假设	17
6.2 盈利预测	18
6.3 投资建议及估值	19
七、风险提示	19

图表目录

图表 1：包钢股份发展历史	4
图表 2：公司钢铁产品线一览	4
图表 3：公司大股东为包头钢铁（集团），实控人为内蒙古自治区人民政府	5
图表 4：公司钢铁业务收入占比较高（2023 年）	5
图表 5：公司钢铁业务收入以板材为主	6
图表 6：非钢业务（含稀土精矿）自 2022 年始为公司主要毛利来源（单位：亿元）	6
图表 7：非钢业务（含稀土精矿）毛利率显著高于钢铁业务	6
图表 8：稀土管理条例与征求意见稿对比	6
图表 9：全球稀土供给结构（2024 年，数量口径）	8
图表 10：缅甸矿为离子型稀土矿重要来源（2024 年）	8
图表 11：缅甸矿进口量折锆钹显著下降（单位：吨）	9



图表 12: 氧化镨钕价格回暖	9
图表 13: 我国稀土配额情况一览 (单位: 吨 REO)	10
图表 14: 在市场需求波动与稀土价格变动的背景下, 包钢股份的稀土精矿定价经历了动态调整	11
图表 15: 公司与北方稀土关联交易价格跟随市场价 (滞后一个季度) 波动	11
图表 16: 北方稀土获得配额数量	12
图表 17: 公司 2019-2023 年产量情况 (单位: 吨)	12
图表 18: 2022 年以来公司主要产品价格逐步下行	13
图表 19: 公司具备铁矿石生产能力	13
图表 20: 247 家钢企盈利比例 (%)	14
图表 21: 国内五大材库存处于较低水平	14
图表 22: 进口铁矿石总库存均于中游水平	15
图表 23: 进口矿港口库存仍居于宽松水平	15
图表 24: 2024 年以来铁矿石价格逐步下行	15
图表 25: 钢厂焦煤库存居于低位	15
图表 26: 焦煤港口库存处于历史高位	15
图表 27: 双焦价格逐步下行	16
图表 28: 关于钢铁行业供给侧政策文件/提法梳理	16
图表 29: 公司盈利弹性测算	17
图表 30: 公司分业务营收毛利拆分 (单位: 亿元)	18
图表 31: 可比公司估值 (2025 年 4 月 3 日)	19



一、包钢股份：老牌国企，布局“钢铁+稀土资源”

1.1 包钢股份：内蒙钢铁龙头，掌控白云鄂博铁矿+稀土资源，

包钢成立于1954年，是国家“一五”计划期间建设的156个重点项目之一，也是新中国在少数民族地区建设的首个大型钢铁企业。1998年，包头钢铁公司完成集团化改制，更名为包头钢铁（集团）有限责任公司（包钢集团），标志着企业迈向现代企业制度。1999年，包钢集团以轧钢资产为主设立内蒙古包钢钢联股份有限公司（包钢股份），作为其核心上市平台，负责钢铁及相关业务的资本化运作。2001年，包钢股份在上海证券交易所成功上市（股票代码：600010）。

图表1：包钢股份发展历史



来源：包钢股份官网，国金证券研究所

2019年包钢年产钢首次突破1500万吨；1H24公司已形成年产1750万吨铁、钢、材配套能力，总体装备水平达到国内外一流；形成“板、管、轨、线”四条精品线的生产格局。

图表2：公司钢铁产品线一览

钢轨	钢管	型材	线棒材	稀土钢
包钢股份是我国四大钢轨生产基地之一，现拥有两条国际领先水平的万能轧钢生产线和一条热处理钢轨生产线，可生产钢轨和大型材两大系列，具备欧标、美标、目标产品生产能力，产品出口至25个国家及地区。	包钢股份是我国品种、规格最为齐全的无缝钢管生产基地之一，产品涵盖了大中小口径的钢管，主要应用于油套管、钻杆、射孔枪管、锅炉管、船用管、管线管、网架结构管、液压支架管、流体输送用管、气瓶管和车轴等领域。	包钢型材产品可生产国标、日标、腹板宽度150mm~1000mm全规格大中型高性能H型钢以及310乙字钢、钢板桩、角钢等异型材，广泛应用于工业民用建筑、跨海桥梁、地下管廊、堤坝围海、铁路线杆、铁路车辆大梁用钢等行业领域。	包钢长材厂是包钢股份主体生产厂之一，现设立线材、棒材两个作业区，拥有两条高速线材生产线，一条棒材生产线。主要可以生产棒材、线材两大类，主要产品有热轧带肋钢筋、高碳硬线、冷镦钢、焊丝焊条钢、抽油杆用圆钢等。	包钢稀土钢的研发生产有50多年，历经模铸、连铸工艺，开发成熟一批稀土钢。目前正在批量化生产、试制、开发五大类，近五十多个品种。

来源：公司官网，国金证券研究所

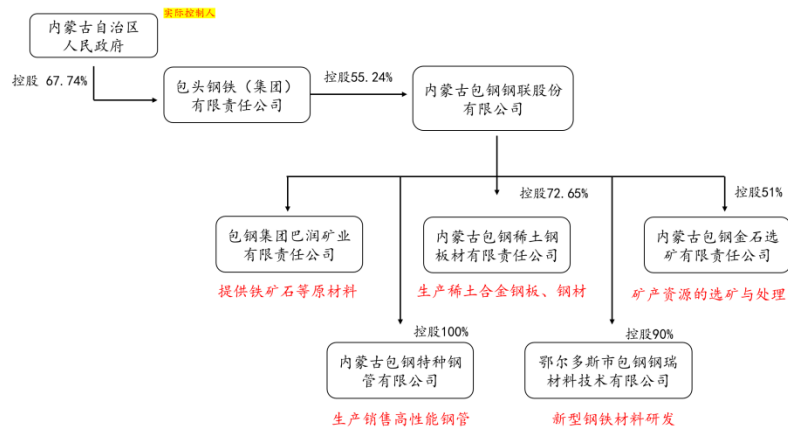
除了钢铁主业，公司在资源板块逐步深化布局。2013年公司收购巴润矿业100%股权及白云鄂博铁矿西矿采矿权，进一步增强稀土和铁矿资源的掌控能力，为产业链一体化奠定基础。2015年，公司继续深化资源整合，收购包钢集团选矿、选铁及尾矿库相关资产，优化产业布局，提升资源利用效率，增强核心竞争力。2017年公司收购包钢集团宝山矿业公司白云鄂博资源综合利用工程选稀土、选铈相关资产，加快了公司尾矿库资源的开发利用。2021年包钢股份萤石资源综合利用项目合资合作签约；2023年公司建成80吨萤石选矿生产线和氟化工生产线，实现萤石资源的开发利用的规模化和萤石资源的深加工。



1.2 股权结构：内蒙国资控股，股权结构稳定

截至 2025 年 3 月，包钢股份第一大股东为包头钢铁（集团）有限公司，持有 55.38% 的股权。公司实际控制人为内蒙古自治区人民政府，直接持有包头钢铁（集团）67.74% 的股权。

图表3：公司大股东为包头钢铁（集团），实控人为内蒙古自治区人民政府



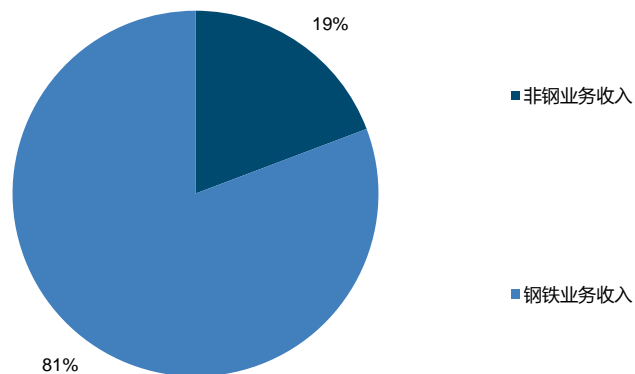
来源：ifind，国金证券研究所

公司旗下巴润矿业有限责任公司主要负责为公司生产经营提供铁矿石等原材料，支持钢铁等生产；内蒙古包钢稀土钢板材有限责任公司主要从事生产金属冶炼及副产品。该公司利用包钢集团在钢铁行业的优势，结合稀土资源的深度开发，生产适用于高端钢铁市场的稀土钢板材产品；内蒙古包钢金石选矿有限责任公司专注于矿产资源的选矿与处理，主要从事铁矿、稀土矿等资源的开采与选矿工作；内蒙古包钢特种钢管有限公司与鄂尔多斯市包钢瑞材料技术有限公司主要从事高端钢铁材料和钢材产品的技术创新与制造。

1.3 钢铁拖累稀土利润释放

从产品方面看，公司主要产品分属于钢铁行业、稀土行业，主要产品包括稀土精矿、萤石精矿、建筑用钢材、冷热轧卷板、镀锌钢板、中厚板、无缝管、重轨和型钢。其稀土资源储量位居世界第二，达到约 1382 万吨。此外，公司拥有五条无缝管生产线，是我国品种规格最为齐全的无缝管生产基地。从收入角度来看，公司钢铁业务占比较高，2023 年钢铁业务收入占比为 81%。

图表4：公司钢铁业务收入占比较高（2023 年）



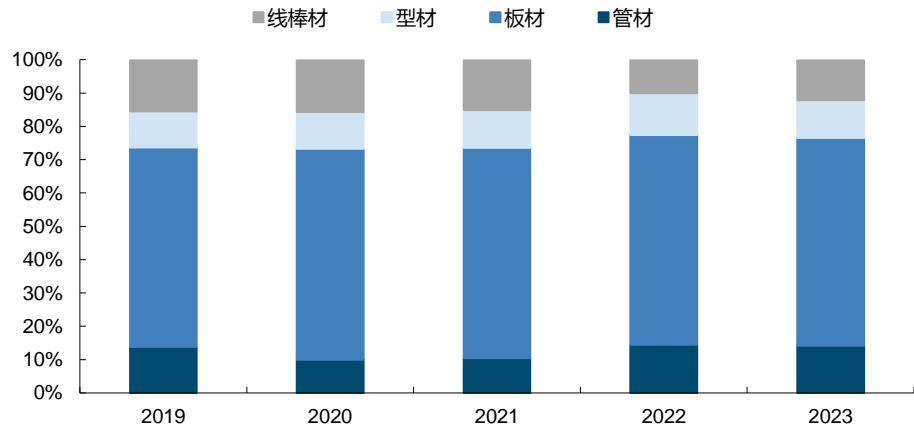
来源：ifind，国金证券研究所

此外，公司具备多元化的许可经营业务，包括黑色金属及其延压加工产品的生产和销售、冶金机械、设备及配件的制造与销售、焦炭及焦化副产品的生产与销售、汽车货物运输以及钢铁生产技术咨询等，进一步丰富了公司的产业链布局，增强了业务协同效应。



包钢股份的主要业务板块包括线棒材、型材、板材和管材。其中，线棒材和板材在营业收入中占据主要比例，尤其是板材在近几年持续贡献较高收入，平均占比 62%。型材和管材占比相对较小。

图表5：公司钢铁业务收入以板材为主

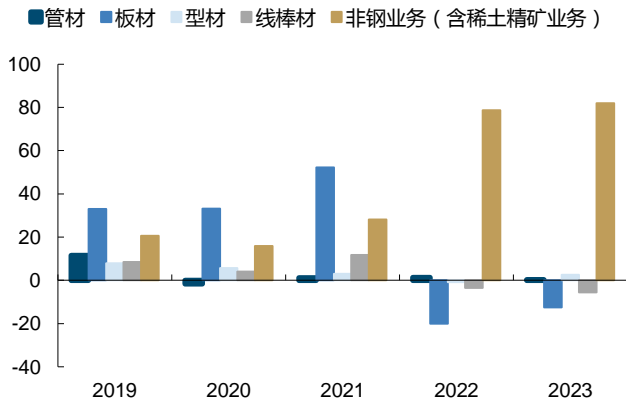


来源：ifind，国金证券研究所

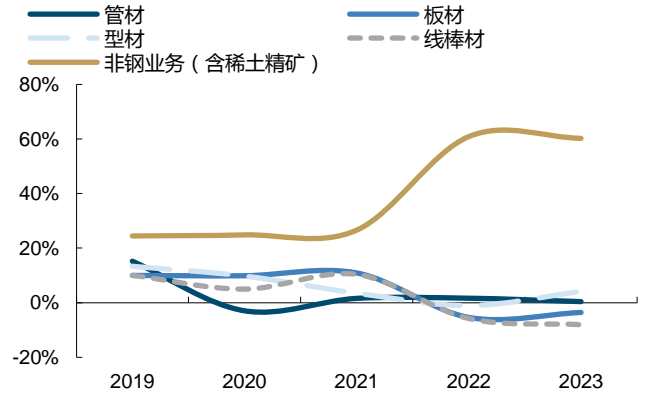
但是从毛利结构看，自 2022 年开始钢铁行业下行，公司钢铁业务毛利率显著下降；而得益于包钢股份和北方稀土调价机制推行和北方稀土获得配额数量增加，非钢业务（含稀土精矿）毛利额和毛利率显著提升。

图表6：非钢业务（含稀土精矿）自 2022 年始为公司主要毛利来源（单位：亿元）

图表7：非钢业务（含稀土精矿）毛利率显著高于钢铁业务



来源：ifind，国金证券研究所



来源：ifind，国金证券研究所

二、稀土行业：供改逐步兑现，供应扰动延续，供需持续向好

2.1 《管理条例》正式落地，进口矿和二次利用面临供改

2024 年 10 月 1 日，《稀土管理条例》正式实施；较 2021 年 1 月发布的《征求意见稿》，除了明确了处罚对象、措施和力度以外，该正式版将对进口矿和二次利用实施更高级别的约束。

图表8：稀土管理条例与征求意见稿对比

2024 年正式版	2021 年征求意见稿	区别
为有效保护和合理开发利用稀土资源，促进稀土产业高质量发展，维护生态安全，保障国家	为了规范稀土行业管理，保障稀土资源的合理开发利用，促进稀土行业持	立法目的站位提升。立法目的新增“有效保护”、“产业安全”等字眼



2024 年正式版	2021 年征求意见稿	区别
资源安全和产业安全……	续健康发展，保护生态环境和资源安全……	
适用范围为“稀土的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通、进出口”“稀土产品及相关技术、工艺、装备的进出口”	适用范围为“稀土的开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用、产品流通”“稀土冶炼分离企业可以在总量指标以外利用进口稀土产品进行冶炼分离”“稀土产品进出口”	加大对进出口管理和掌控。较 21 版新增“进出口”，征求意见稿中的“稀土冶炼分离企业可以在总量指标以外利用进口稀土产品进行冶炼分离”一条在正式版本中已被删除
“从事稀土开采、冶炼分离、金属冶炼、综合利用和稀土产品出口的企业应当建立稀土产品流向记录制度”	“稀土开采企业、稀土冶炼分离企业、稀土金属冶炼企业应当将生产、销售数据及其包装、发票信息录入追溯信息系统”	完善追溯信息系统，加大对综合利用的掌控。较意见征求意见稿的变化为将综合利用和进出口企业纳入追溯信息系统。
“不得收购、加工、销售、出口非法……的稀土产品”	“不得收购、销售非法开采、冶炼分离的稀土产品”	进一步限制“黑稀土”。新增对非法稀土产品的加工和出口的禁止性规定，意味着在更多环节限制黑稀土的流通。
对无指标超指标开采、分离的企业“处违法所得 5 倍以上 10 倍以下的罚款”“对主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员依法给予处分”	对无指标超指标开采、分离的企业“处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款”	加大处罚力度，明确处罚对象。
“国家对稀土产业发展实行统一规划”“国务院工业和信息化主管部门负责全国稀土行业管理工作……国务院自然资源主管部门……在各自职责范围内负责稀土管理相关工作”	“国务院工业和信息化主管部门会同国务院有关部门编制稀土行业发展规划”	国家主导规划制定，明确管理体制。
稀土产品的定义为“稀土矿产品、各类稀土化合物、各类稀土金属及合金”	稀土产品的定义为“稀土矿产品、各类稀土化合物、各类稀土金属”	扩大稀土产品范围定义，加大产品管控力度。较 21 版新增了“合金”。稀土合金的概念较为广泛，我们认为国家对于稀土加工产品亦或将加大管控力度。
“对稀土之外的其他稀有金属的管理，国务院相关主管部门可以参照本条例的有关规定执行”	没有相关表述	其他稀有金属亦将受益。除了稀土以外，铈和钨等稀有金属均为我国优势战略矿产资源且均实施过供应限制。

来源：中国政府网、工业和信息化部、国金证券研究所

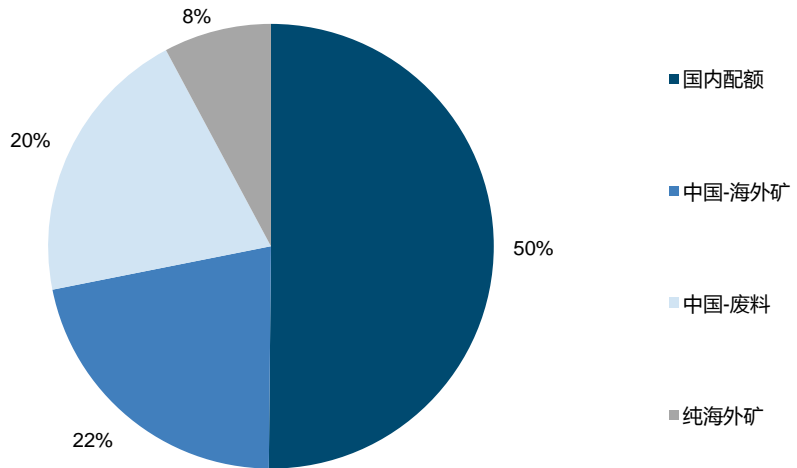
全球稀土（氧化镨钕口径）供应来看，我国配额占比全球稀土供应为 50%，进口至我国进行冶炼分离的海外稀土矿占比全球 22%，由我国生产的废料占比 20%；而完全由海外开采、冶炼分离的稀土占比 8%。

由此可见，在配额之外，我国的进口矿和再生资源亦为重要供给；但在过去，相较于对源头为国内的稀土矿，我国对于进口矿和二次利用并未实施更多限制。

因此本次《管理条例》落地，意味着进口矿的冶炼和再生资源或面临更高维度的监管，资质优异且稀缺的头部央企有望获得更高的市场份额。



图表9：全球稀土供给结构（2024年，数量口径）



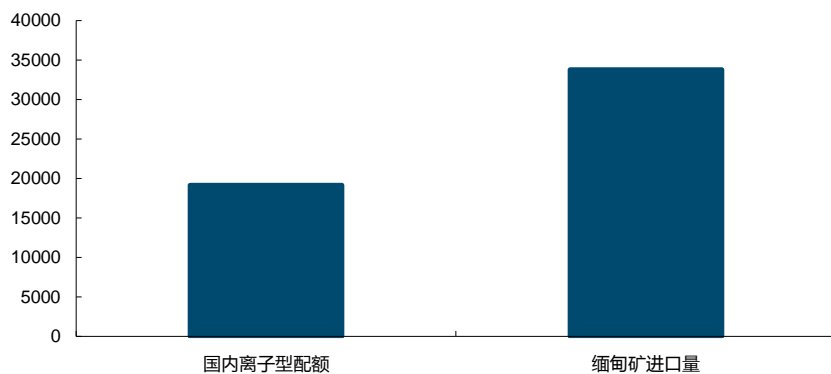
来源：wind, ifind, 百川盈孚, 工信部, 自然资源部, 国金证券研究所整理

2.2 缅甸供应扰动延续，新增资源费显著降低进口经济性

据 Mining.com 网站报道，缅甸克钦独立军 (KIA) 于 2024 年 10 月中下旬宣布，已经控制该国稀土矿区。加拿大稀土和电池金属研究企业阿达姆斯情报公司 (Adamas Intelligence) 称，反叛武装控制该地区可能影响稀土精矿出口。

缅甸矿为全球中重稀土供给最主要构成，2024 年进口量折 REO 近 3.5 万吨，国内中重稀土配额 REO 仅为 1.9 万吨；测算缅甸矿 2024 年占比全球轻稀土镨钕 9%。

图表10：缅甸矿为离子型稀土矿重要来源（2024年）

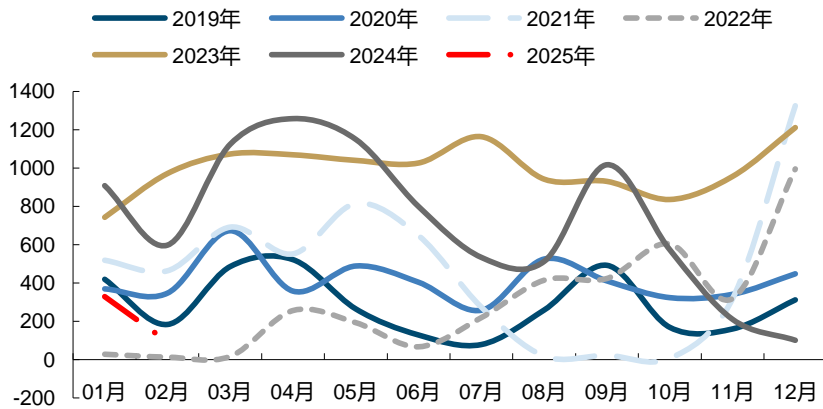


来源：ifind, 工信部, 国金证券研究所

由于封关因素，2024 年 11 月缅甸镨钕进口量显著下降，分别环比/同比-63%/-78%。由于局势尚未稳定，虽然 12 月下旬缅甸关口有所恢复，但实际进口量逐步下滑。截止 2025 年 2 月缅甸矿进口量同比-72%。我们认为缅甸矿供应受限的局面有望持续维持。2025 年 3 月缅甸发生地震，我们认为对缅甸矿开采、发运或产生一定影响。



图表11: 缅甸矿进口量折镨钕显著下降 (单位: 吨)



来源: wind, 国金证券研究所整理测算

由于 2024 年配额显著下降, 因而价格在 2024 年两度下探至 35 万元/吨后, 逐步回升; 目前回到 45 万元/吨水平。我们预计 2025 年氧化镨钕均价或超过 45 万元/吨。

图表12: 氧化镨钕价格回暖



来源: ifind, 国金证券研究所

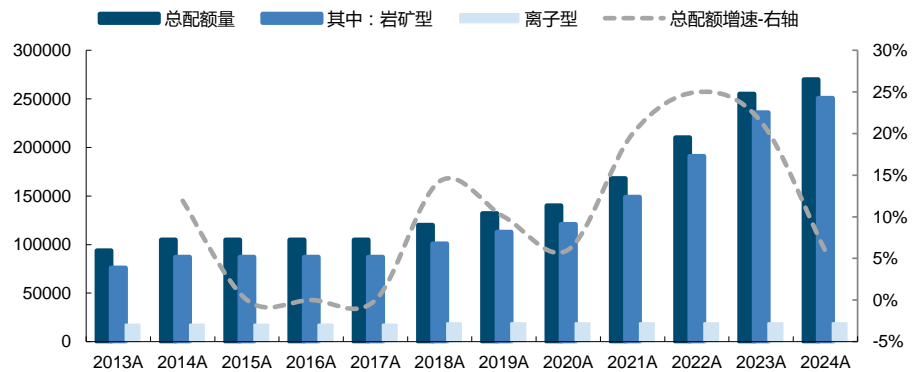
据 SMM, 克钦独立军计划对板瓦地区的缅甸矿征收每吨 20000 元的资源费, 这将使得一部分缅甸矿的成本提高。缅甸矿作为重稀土镨、钕, 轻稀土镨钕供给的重要一环, 新增资源费叠加供给扰动频繁, 进口经济性下降、供应收缩, 从而抬升氧化镨钕价格中枢。

2.3 配额增速放缓, 供需改善延续

2024 年仅发布两批配额指标, 原矿开采指标合计 27 万吨, 全年配额增速仅为 6%, 显著低于 2021-2023 年 20%+ 的水平。



图表13：我国稀土配额情况一览（单位：吨REO）



来源：工信部，国金证券研究所

三、稀土业务：掌握稀缺稀土资源，关联交易定价跟随市场价

3.1 掌控白云鄂博尾矿库，稀土资源禀赋优厚

内蒙古包钢钢联股份有限公司（包钢股份）在稀土业务方面具有显著优势，主要体现在拥有丰富的稀土资源储备。公司拥有巴润矿业（由内蒙古包钢钢联股份有限公司巴润矿业分公司运营），控股股东包钢集团拥有白云鄂博主东矿，包钢集团开采的白云鄂博矿石排他性供应公司，为公司铁矿石供应提供一定保障。包钢股份拥有的白云鄂博矿尾矿库，资源储量约2亿吨，其中稀土氧化物储量约1382万吨，位居世界第二；萤石储量4392万吨。

包钢股份在2011年和2013年分别通过非公开发行股票募集资金不超过60亿元和募集资金不超过298亿元，收购了包钢集团旗下的白云鄂博铁矿西矿采矿权、尾矿库和白云鄂博矿综合利用工程项目选铁相关资产。这些收购旨在增强公司的资源储备和生产能力。2017年，包钢股份完成了收购包钢集团宝山矿业有限公司白云鄂博资源综合利用工程相关资产的资产交割，交易收购价格为7.1亿元。

包钢股份在白云鄂博稀土资源开发方面积累了丰富的经验，包钢稀土科技创新连续取得新突破，“P507 盐酸体系轻中稀土全萃取连续分离工艺”“白云鄂博中贫氧化矿浮选—选择性团聚选矿工艺”“氧化物电解法连续制取钕铁合金和金属钕”相继研发成功，矿物选别能力大幅提高，具备了批量生产稀土氧化物和稀土金属的能力基本解决了我国白云鄂博矿稀土原料的产业化问题。

为充分利用白云鄂博矿伴生的萤石资源，包钢股份与金石资源、永和制冷等企业合作，成立了内蒙古包钢金石选矿有限责任公司和内蒙古金鄂博氟化工有限责任公司，致力于萤石资源的高效回收和高值化利用。

3.2 稀土定价机制：关联交易、排他性供应北方稀土，价格参考市场价

2017年4月21日，内蒙古包钢钢联股份有限公司拟与中国北方稀土（集团）高科技股份有限公司签订《稀土精矿供应合同》。公司与北方稀土根据实际需要及生产安排，协商确定稀土精矿供应量。年供应量不超过30万吨（折50%稀土氧化物）。稀土精矿交易价格根据碳酸稀土的市场价格，扣除碳酸稀土制造费用及行业平均利润，同时考虑加工收率等因素确定，2017年上半年确定为不含税9250元/吨（含税10822.50元/吨）。每半年可根据实际情况进行调整。

自2023年4月1日起，双方在保持定价计算公式不变的前提下，每季度首月上旬，由包钢股份管理层根据定价公式计算并调整稀土精矿价格，随后与北方稀土重新签订供应合同或补充协议，并予以公告。

包钢股份自2022年下半年开始采用季度定价调整机制，使稀土精矿价格能够灵活反映市场供需关系，提升定价透明度。在市场周期波动的背景下，稀土精矿价格在22年经历了快速上升后，又于23年大幅下跌。虽然24年三、四季度氧化镨钕价格的回升有助于增强公司盈利能力，但周期性波动仍对业绩构成挑战。同时，市场化定价机制的推进进一步强化了公司与北方稀土的协同效应，使产业链价格体系更加稳定，为长期发展奠定基础。



图表14: 在市场需求波动与稀土价格变动的背景下, 包钢股份的稀土精矿定价经历了动态调整

时间	价格(不含税)(元/吨)	说明
2017年9月1日前	9250	年供应量不超过30万吨(折50%稀土氧化物)
2017年9月1日后	14000	
2018年度	14000	年供应量不超过30万吨(折50%稀土氧化物)
2019年度	12600	年供应量不超过20万吨
2020年度	12600	千量, REO=51%, REO每增减1%, 不含税价格增减217元/吨(千量)。年交易总量12万吨。
2021年度	16269	千量, REO=51%, REO每增减1%, 不含税价格增减319元/吨(千量)。 年交易总量不超过18万吨(千量, REO=50%)
2022上半年	26887.2	千量, REO=51%, REO每增减1%, 不含税价格增减527.2元/吨(千量)。 年交易量不超过23万吨(千量, REO=50%)
2022年三季度	39189	千量, REO=50%, REO每增减1%, 不含税价格增减783.78元/吨(千量)。 年交易量不超过23万吨(千量, REO=50%)
2022年四季度	35313	千量, REO=50%, REO每增减1%, 不含税价格增减706.26元/吨。千量稀土精矿2022年交易总量由不超过23万吨, 调整为约28.33万吨, 新增的约5.33万吨按照上述价格在2022年四季度执行
2023年一季度	35313	千量, REO=50%, REO每增减1%, 不含税价格增减706.26元/吨。预计销售32万吨(千量, REO=50%) 4万吨(千量, REO=50%)
2023年二季度	31030	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减620.6元/吨
2023年三季度	20176	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减403.52元/吨
2023年四季度	20536	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减410.72元/吨
2024年一季度	20737	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减414.74元/吨
2024年二季度	15792	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减335.84元/吨
2024年三季度	16741	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减334.82元/吨
2024年四季度	17782	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减355.64元/吨
2025年一季度	18618	千量, REO=50%, REO每增减1%、不含税价格增减372.36元/吨

来源: 包钢股份公告, 国金证券研究所

我们此处对关联交易制定价格与稀土市场价进行拟合, 得出自1Q23以来关联交易价格季度涨幅与氧化镨钕市场价(滞后一个季度)波动幅度近似; 且精矿销售价格折价系数维持在50%上下。

图表15: 公司与北方稀土关联交易价格跟随市场价(滞后一个季度)波动

	稀土精矿关联交易价格(元/吨)	环比幅度	滞后一个季度氧化镨钕均价(元/公斤)	环比幅度	折价系数
2023Q1	35313		672		
2023Q2	31030	-12%	667	-1%	53%
2023Q3	20176	-35%	482	-28%	47%
2023Q4	20536	2%	486	1%	48%
2024Q1	20737	1%	492	1%	48%
2024Q2	16792	-19%	383	-22%	50%
2024Q3	16741	0%	382	0%	50%
2024Q4	17782	6%	390	2%	52%
2025Q1	18618	5%	416	7%	51%

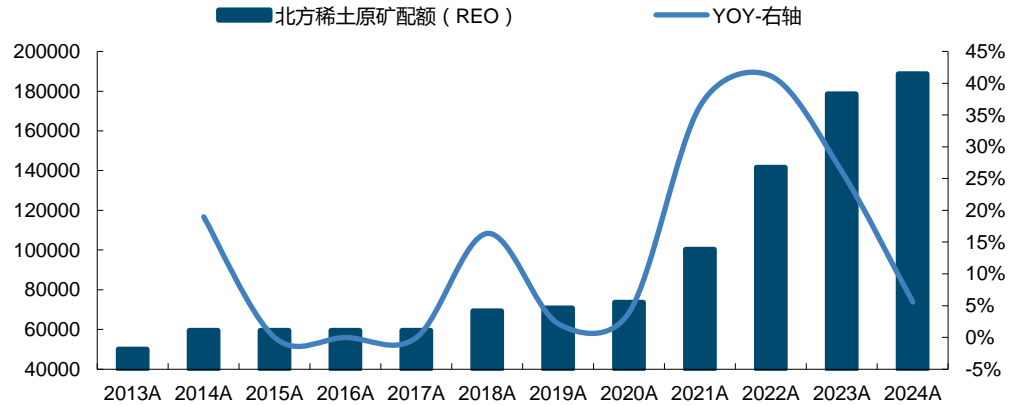
来源: 包钢股份与北方稀土关联交易公告, ifind, 国金证券研究所整理

通过季度调节、跟随镨钕市场价波动, 公司与北方稀土之间关于稀土精矿的关联交易定价



较为公平,使得公司有望充分享受氧化镨钕价格上涨带来的业绩弹性。滞后一个季度调价,意味着北方稀土在行业周期上行的趋势下,有望享受类似“库存收益”的业绩弹性。此外公司稀土精矿销售数量有望跟随北方稀土所获得配额数量增长。

图表16: 北方稀土获得配额数量



来源: 工信部, 国金证券研究所

四、钢铁业务: 行业供给侧或有利好, 有望减亏减少对稀土拖累

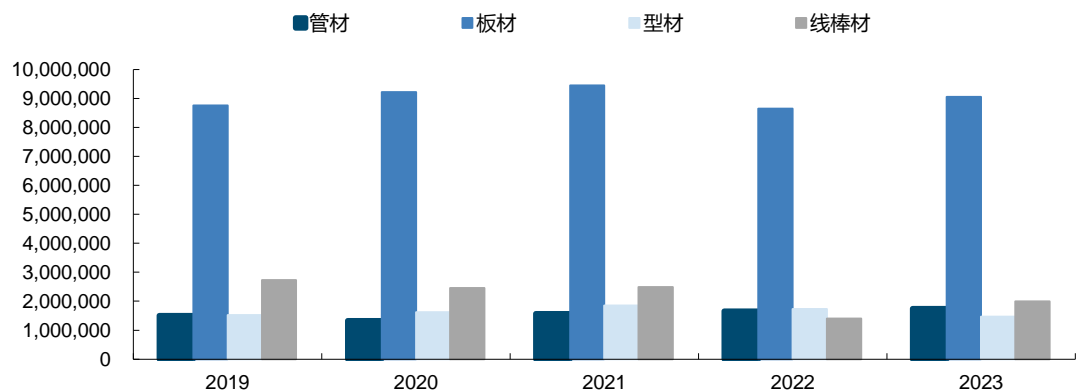
4.1 公司钢铁业务: 板材为主、粗钢产量超过 1500 万吨, 铁矿自备率近 40%

内蒙古包钢钢联股份有限公司(简称包钢股份)是中国重要的钢铁生产企业。包钢股份控股股东包钢集团拥有的白云鄂博矿是世界闻名的资源宝库,已探明的铁矿石储量 14 亿吨。公司拥有的白云鄂博西矿铁矿石储量 6.7 亿吨,具备年产 1750 万吨铁、钢、材的综合生产能力,形成“板、管、轨、线”四类精品线的生产格局,是我国重要的钢铁工业基地。

公司主要钢铁产品包括管材、板材、型材及线棒材。在板材方面,包钢股份拥有 CSP、宽厚板、国际先进水平的 2250 毫米热连轧及配套冷轧连退、镀锌生产线等,产能 970 万吨,是中西部地区最大的板材生产基地;无缝钢管方面,企业拥有直径 159 毫米、460 毫米等 5 条无缝管生产线,年产能力 200 万吨,是我国品种规格最为齐全的无缝管生产基地之一;重轨型材方面,包钢拥有世界先进的 2 条大型万能轧钢生产线和余热淬火生产线,产能 210 万吨,是世界装备水平最高、能力最大的高速轨生产基地;线材方面包钢股份拥有线棒材、带钢等 5 条生产线,产能 225 万吨,是我国西北地区重要的高端线棒材生产基地。

近五年来,包钢股份主要产品的产量和售价均经历了一定的波动,整体呈现“产量回升,售价承压”的趋势。从产量来看,公司主要生产产品的生产规模在 2021 年普遍达到高点,随后部分产品产量有所回落,而 2023 年多数产品产量回升。其中管材经历了持续且稳定的增长,线棒材下跌最为明显。

图表17: 公司 2019-2023 年产量情况 (单位: 吨)

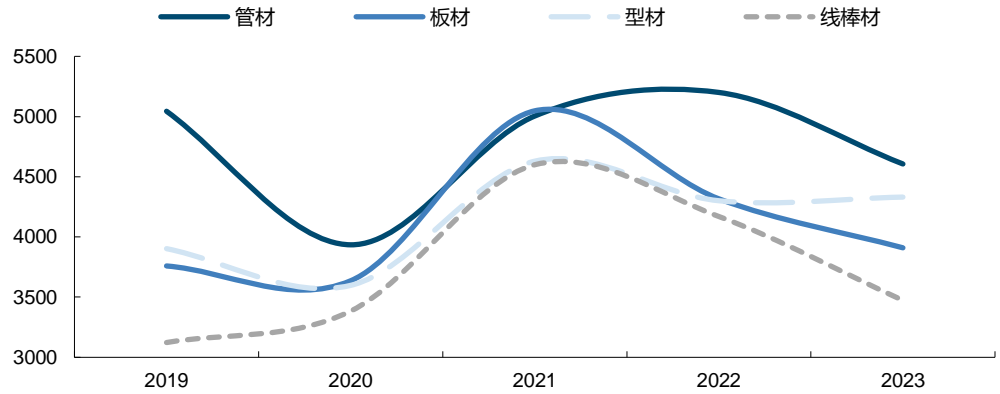




来源：公司 2019-2023 年报，国金证券研究所

在售价方面，2021 年为主要产品的价格高点，此后两年逐步回落。其中板材自 21 年开始跌幅最大，型材相对跌幅较小。

图表 18：2022 年以来公司主要产品价格逐步下行



来源：公司 2019-2023 年报，国金证券研究所

此外公司有铁矿石业务；公司铁精矿产量约 800 万吨，铁矿石开采量约 2000 万吨，公司不对外销售铁矿石。主要来源于集团掌握的主东矿和上市公司掌控的西矿。得益于白云鄂博铁矿资源禀赋，公司铁矿石自备比例超过 40%。

图表 19：公司具备铁矿石生产能力

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
采矿量								
其中：主东矿	866	987	949	1020	1028	1043	1047	1108
西矿	1500	936	1010	1018	1000	984	1000	998
折铁精矿产量	316	440	340	448	447	863	842	935
折金属量	206	286	221	291	291	561	547	608
当年粗钢产量	1230	1420	1525	1546	1561	1645	1418	1520
自供比例	17%	20%	14%	19%	19%	34%	39%	40%

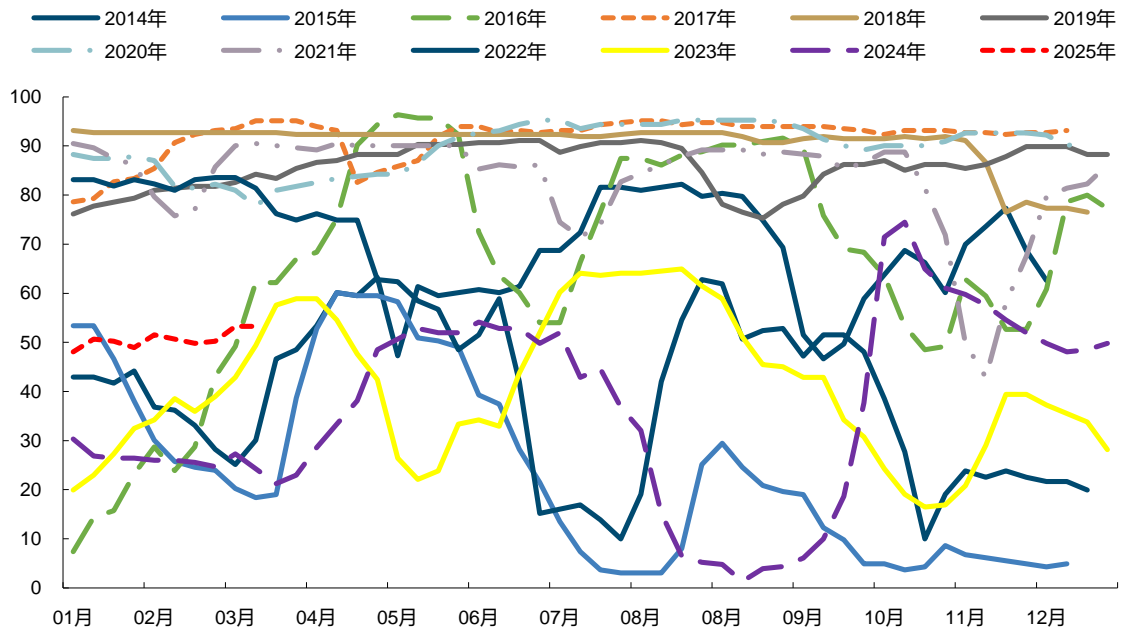
来源：公司公告，矿业权系统，国金证券研究所

4.2 供给侧有新叙事、铁矿石步入下行周期，行业盈利有望普遍改善

自 2021 年以来，钢铁行业面临需求较差、铁矿石仍处高位运行、钢材产量仍有所增长的局面，2022-2024 年整体盈利水平接近 2015 年；2025 年 1-3 月，国内 247 家钢企盈利比例仅维持在 50% 上下。



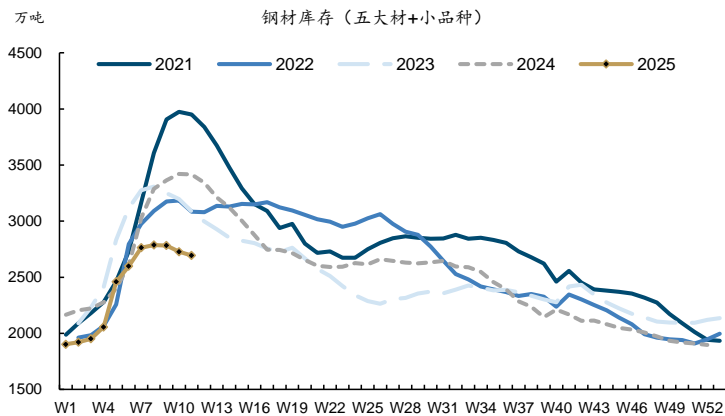
图表20: 247家钢企盈利比例 (%)



来源: mysteel, 国金证券研究所整理

国内库存情况: 库存低位, 价格或有支撑。2025年3月中下旬国内五大材库存(钢厂+社库)仅2700万吨左右, 显著低于历史同期水平。

图表21: 国内五大材库存处于较低水平



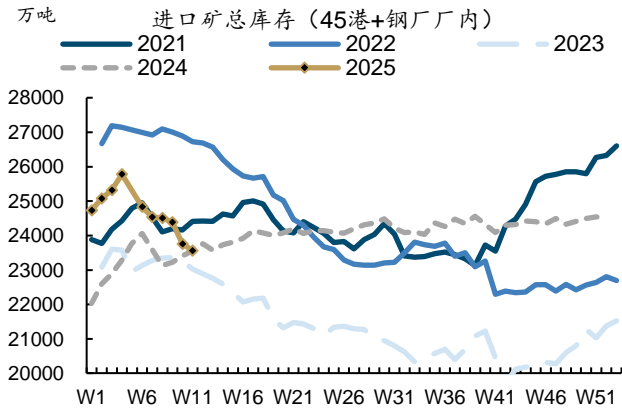
来源: mysteel, 国金证券研究所整理

对于铁矿石, 总库存水位仍处于历史中高水平; 其中港口库存居于历史高位, 表明钢厂库存水平亦处于较低位置。考虑港口库存较为充裕;Mysteel统计样本中有39个计划于2024-2025年投产的铁矿石项目, 所有项目涉及产能超过3亿吨, 考虑到新增产能项目生产初期的不稳定性及后续提产节奏, 因此预计2025年此部分项目铁矿实际产量新增较为有限, 更多的增量将在2026年体现, 其中铁矿价格的波动和非主流矿山的投产进程将高度相关。

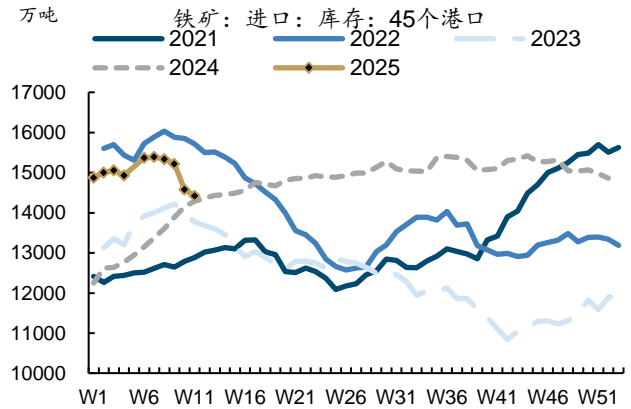
随着西坡项目、铁桥项目和西芒杜项目等主流矿山项目的陆续投产, 全球铁矿石供应有望进一步增加。根据mysteel, 按不考虑矿价因素, 2025年全球铁矿石产量有望同比增加超7000万吨达到26.5亿吨, 但考虑到铁矿石价格今年仍面临下行压力, 保守估计, 实际增量或在3600万吨以上。其中, 大型矿山生产预计仍然保持稳健且有向上空间, 中小矿山表现预计将基于矿价变动进一步分化。



图表22: 进口铁矿石总库存均于中游水平



图表23: 进口矿港口库存仍居于宽松水平



来源: mysteel, 国金证券研究所

来源: mysteel, 国金证券研究所

由于需求弱化, 2024 年以来铁矿石价格逐步下行; 根据 mysteel, 2025 年铁矿石市场将步入全面过剩的元年。铁水产量与发运节奏对矿价的影响将明显减弱, 而矿山的减产与停产将成为价格波动的关键驱动因素。据 mysteel 预计 2025 年铁矿石市场将出现 4060 万吨的过剩量, 过剩规模较 2024 年进一步扩大。2024 年铁矿石均价为 850 元/吨, 我们预计 2025 年均价或-16%至 710 元/吨。

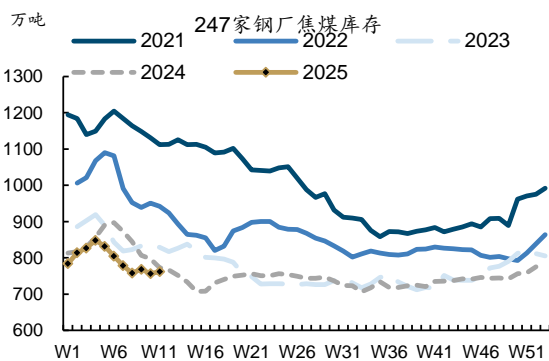
图表24: 2024 年以来铁矿石价格逐步下行



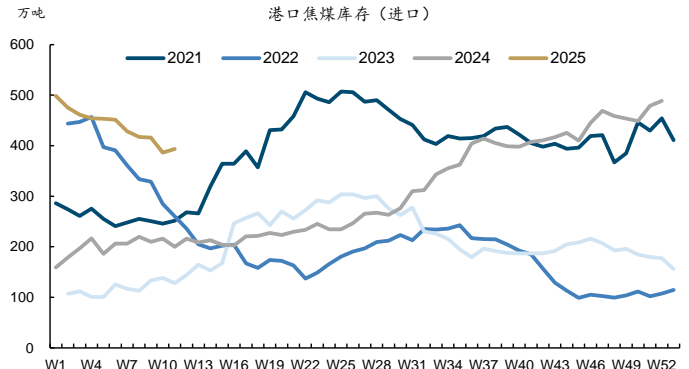
来源: ifind, 国金证券研究所

焦煤库存: 情况与铁矿石类似, 由于盈利水平限制, 目前钢铁行业焦煤工厂库存处于较低水平; 而港口库存水平仍居历史高位, 意味着社会面焦煤供应较为充分。

图表25: 钢厂焦煤库存居于低位



图表26: 焦煤港口库存处于历史高位





来源: mysteel, 国金证券研究所

来源: mysteel, 国金证券研究所

根据 mysteel, 整体来看, 2025 年我国炼焦煤市场仍将维持供给过剩格局。进口量的持续高位运行和国内产量的同比增长预期, 将进一步压制煤焦价格中枢的长期走势。据 mysteel, 2025 年焦煤供增需降, 全年库存累计幅度预计扩大至 2000 万吨以上。2025 年 4 月初焦煤/焦炭价格, 分别为 839/1538 元/吨, 预计价格将持续下行。

图表27: 双焦价格逐步下行



来源: ifind, 国金证券研究所

复盘近 5 年工信部、发改委对于钢铁行业供给侧政策和文件提法, 2020-2022 年更多侧重于对产量直接缩减; 2024 年至今, 超低排放改造愈发被频繁提及。我们认为排放标准或为钢铁行业后续产能优化的抓手。

图表28: 关于钢铁行业供给侧政策文件/提法梳理

时间	文件名/提法	部门	内容
2020 年 12 月	坚决压缩粗钢产量	工信部	2021 年, 工信部将大力实施工业低碳行动和绿色制造工程, 同时进一步加大力度, 坚决压缩粗钢产量
2021 年 4 月	2021 年钢铁去产能“回头看”、粗钢产量压减等工作进行研究部署	发改委、工信部	钢铁去产能“回头看”将重点检查 2016 年以来各有关地区钢铁去产能工作开展及整改落实情况; 坚持市场化、法治化原则, 区分情况, 分类指导, 重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后企业的粗钢产量, 避免“一刀切”, 确保实现 2021 年全国粗钢产量同比下降
2022 年 4 月	就 2022 年粗钢产量压减工作进行研究部署	发改委、工信部	坚持突出重点, 区分情况, 有保有压, 避免“一刀切”, 重点压减京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等大气污染防治重点区域粗钢产量, 重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的粗钢产量, 确保实现 2022 年全国粗钢产量同比下降。 1. 加强钢铁产能产量调控。 2. 深入调整钢铁产品结构。到 2025 年底, 电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%, 废钢利用量达到 3 亿吨。 3. 加快钢铁行业节能降碳改造。到 2025 年底, 钢铁行业能效标杆水平以上产能占比达到 30%, 能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰退出, 全国 80% 以上钢铁产能完成超低排放改造。
2024 年 5 月	2024—2025 年节能降碳行动方案	国务院	
2025 年 2 月	钢铁行业规范条件 (2025 年版)	工信部	落实重点污染物排放控制要求。2026 年起完成全流程超低排放改造并公示

来源: 工信部、发改委, 国金证券研究所整理

2025 年 3 月 24 日, 新疆八钢 (不包含巴州和伊犁基地)、昆仑、昆玉和闽新四家钢厂发布一份控产减产的说明, 具体内容如下: 为响应国家发改委号召, 持续落地实施新疆粗钢产量调控, 推动新疆钢铁行业减量发展。新疆部分企业率先减产, 有望增厚钢市信心。



根据中钢网，2025年粗钢产量同比或降1.3%至9.9亿吨的水平，而表需同比或降0.42%至8.94亿吨的水平，供应降幅或略大于需求降幅。叠加钢材成品库存低位、原料有望弱勢运行且社会面库存水位较高，因而行业盈利水平有望显著改善。

五、钢铁减亏和稀土涨价，盈利弹性几何？

基于公司钢铁业务有望受益于行业盈利水平整体改善，亏损幅度有望减少以减轻对稀土资源业务拖累；稀土资源业务有望受益于行业供改利多价格以及北方稀土配额稳步增长，我们给予不同盈利假设下对公司盈利弹性进行测算。得益于钢铁、稀土双轮供改利好，我们测算当钢铁吨钢利润分别改善20/50/100/200元时，公司2025年利润有望达到18/23/30/44亿元，盈利弹性较大。

图表29：公司盈利弹性测算

测算公司归母净利润（亿元）	镨钕价格（万元/吨）									
	35	38	40	45	50	55	60	70	80	
20	6	10	12	18	25	31	38	50	63	
50	10	14	16	23	29	35	42	54	67	
100	17	21	23	30	36	42	49	61	74	
150	24	28	30	37	43	49	56	68	81	
吨钢利润改善幅度（元/吨）	200	31	35	37	44	50	56	63	75	88
	250	38	42	44	51	57	63	70	82	95
	300	45	49	51	58	64	70	77	89	102
	400	59	63	65	72	78	84	91	103	116
	500	73	77	79	86	92	98	105	117	130

来源：公司2024年半年报，国金证券研究所测算

六、盈利预测与投资建议

6.1 核心假设

（1）价格假设

考虑钢铁行业供给侧排放政策、压减产量有望持续发力，供需有望改善，26年钢价有望触底回升：

板材价假设：我们预计2024-2026年板材价格分别为3500/3280/3328元/吨。

管材价假设：我们预计2024-2026年管材价格分别为4331/4186/4235元/吨。

线棒材价假设：我们预计2024-2026年线棒材价格分别为3197/3004/3047元/吨。

型材价假设：我们预计2024-2026年型钢价格分别为3717/3531/3577元/吨。

（2）销量假设

我们预计2024-2026年板材销量分别为912/894/906万吨、管材销量分别为164/167/168万吨；线棒材销量为202/182/195万吨、型材销量为170/164/161万吨。

（3）成本假设

前文已分析，由于供应释放加速，铁矿石和双焦的等成本逐步下降，我们预计2024-2026年板材成本分别为3389/2885/2909元/吨（不含税）；管材成本分别为4204/3957/3878元/吨（不含税）；线棒材成本分别为4514/3706/3873元/吨（不含税）；型材成本分别为4663/3829/4000元/吨（不含税）。

（4）其他假设

营业税金及附加/销售收入：该比率在2021-2023年分别为1.1%/1.9%/2.1%，2024年前三季度为2.22%，我们假设2024-2026年该比率维持在2.2%。

销售费用率：2021-2023年该比率分别为0.3%/0.3%/0.4%，2024年前三季度为0.34%，假设2024-2026年该比率维持0.4%。



管理费用率：2021-2023 年该比率分别为 2.1%/2.7%/2.4%，2024 年前三季度为 2.16%，我们假设 2024-2026 年该比率维持 2.3%。

研发费用率：2021-2023 年该比率分别为 0.4%/0.4%/0.6%，2024 年前三季度为 0.74%，我们预计 2024-2026 年该比率维持 0.7%。

6.2 盈利预测

根据上述核心假设，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 655/617/635 亿元，归母净利润为 4/29/47 亿元，2024-2026 年预计实现 EPS 分别为 0.01/0.06/0.10 元，2025/2026 年对应 PE 分别为 28/17x。

图表30：公司分业务营收毛利拆分（单位：亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入					
板材	374	354	319	293	302
管材	86	81	71	70	71
线棒材	58	69	64	55	59
型材	74	64	63	58	58
其他	129	138	137	141	145
合计	722	706	655	617	635
营业成本					
板材	394	366	318	290	297
管材	85	80	70	67	66
线棒材	62	75	68	56	59
型材	75	61	60	53	51
其他	50	55	79	64	54
合计	666	637	595	530	527
毛利					
板材	-20	-13	1	3	5
管材	1	0	1	3	5
线棒材	-3	-6	-4	-2	0
型材	-1	3	3	5	7
其他	79	84	58	77	92
合计	56	69	60	87	109
毛利率					
板材	-5.37%	-3.54%	0.30%	1.05%	1.66%
管材	1.62%	0.37%	1.36%	4.43%	7.03%
线棒材	-5.80%	-8.07%	-5.50%	-3.06%	0.00%
型材	-1.11%	4.06%	4.93%	8.65%	11.60%
其他	60.94%	60.55%	42.64%	54.85%	63.19%
合计毛利率	7.73%	9.72%	9.65%	14.70%	17.71%
营业税金及附加/销售收入	1.95%	2.14%	2.20%	2.20%	2.20%
销售费用率	0.31%	0.37%	0.35%	0.35%	0.35%
管理费用率	2.72%	2.41%	2.30%	2.30%	2.30%
研发费用率	0.36%	0.60%	0.70%	0.70%	0.70%

来源：公司 2022-2023 年报，2024 半年报，国金证券研究所



6.3 投资建议及估值

考虑公司过去盈利结构，钢铁业务对稀土利润造成较多拖累；基于保守测算，我们不考虑钢铁部分对估值贡献、仅对公司稀土业务进行估值：

我们选取同样以稀土作为主要经营业务的北方稀土、中国稀土为可比公司，得出 2025-2026 年可比公司均值为 51/36x；公司估值低于可比公司均值。由于公司作为稀土资源绝对龙头，钢铁板块有望受益行业整体盈利水平上行从而减亏，公司总体盈利有望显著增厚，但考虑 25 年行业整体利润基数较低、因而我们给予公司 2025 年行业平均 PE-51x，合理目标股价应为 3.21 元（对应 2026 年 PE 为 31x）；因而目前公司股价被低估，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表31：可比公司估值（2025年4月3日）

公司简称	股票代码	股价（元/股）	EPS					PE				
			2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
中国稀土	000831.SZ	32.62	0.42	0.39	(0.29)	0.53	0.79	77	83		61	41
北方稀土	600111.SH	22.89	1.66	0.66	0.29	0.57	0.74	14	35	78	40	31
平均									59	78	51	36
包钢股份	600010.SH	1.80	(0.02)	0.01	0.01	0.06	0.10		180	189	28	17

来源：ifind，国金证券研究所（以上预测均来自国金证券研究所）

七、风险提示

稀土产品价格波动超预期。公司作为中重稀土行业的领军者，经营业绩与稀土价格息息相关；若稀土价格出现很明显上涨或下跌，将显著影响业绩表现。

下游需求乏力。稀土产品需求依赖于新能源、家电、智能制造等高端领域。若未来这些下游行业需求不及预期，需求增长放缓甚至萎缩，将影响稀土价格，进而影响公司业绩表现。

海外稀土供应超预期。我国目前对于稀土行业具有较强话语权；若海外稀土矿山、冶炼分离产能投放超预期，将影响全球稀土供需平衡，进而对价格产生不利影响。

钢铁业务减亏不及预期。若钢铁业务持续低迷、未能实现减亏，或将继续拖累总体利润水平。

行业政策变化风险。若行业政策发生较大变化，将影响行业供给格局，进而影响稀土价格。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	86,183	72,172	70,565	65,535	61,683	63,521	货币资金	11,145	11,141	9,268	10,574	8,350	7,812	
增长率	-16.3%	-2.2%	-7.1%	-5.9%	3.0%		应收款项	9,730	8,472	12,178	13,542	12,746	13,126	
主营业务成本	-76,546	-66,591	-63,708	-59,208	-52,616	-52,268	存货	19,452	17,418	16,507	16,221	15,136	15,036	
%销售收入	88.8%	92.3%	90.3%	90.3%	85.3%	82.3%	其他流动资产	1,286	1,251	1,098	1,239	1,203	1,299	
毛利	9,637	5,581	6,858	6,327	9,066	11,252	流动资产	41,613	38,282	39,050	41,577	37,436	37,274	
%销售收入	11.2%	7.7%	9.7%	9.7%	14.7%	17.7%	%总资产	28.1%	26.1%	25.7%	26.7%	24.3%	23.9%	
营业税金及附加	-983	-1,405	-1,514	-1,442	-1,357	-1,397	长期投资	1,366	1,292	1,400	1,400	1,400	1,400	
%销售收入	1.1%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	固定资产	60,083	62,193	67,514	67,975	68,252	68,314	
销售费用	-275	-222	-258	-229	-216	-222	%总资产	40.6%	42.4%	44.5%	43.6%	44.3%	43.8%	
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	3,289	3,214	3,064	3,143	3,218	3,291	
管理费用	-1,794	-1,963	-1,699	-1,507	-1,419	-1,461	非流动资产	106,354	108,440	112,726	114,404	116,712	118,804	
%销售收入	2.1%	2.7%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	%总资产	71.9%	73.9%	74.3%	73.3%	75.7%	76.1%	
研发费用	-323	-263	-422	-459	-432	-445	资产总计	147,968	146,722	151,776	155,981	154,148	156,078	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	15,893	19,862	22,095	25,427	23,345	20,232	
息税前利润 (EBIT)	6,261	1,728	2,965	2,689	5,643	7,727	应付款项	35,359	36,505	34,782	33,853	30,100	29,912	
%销售收入	7.3%	2.4%	4.2%	4.1%	9.1%	12.2%	其他流动负债	15,267	11,436	13,296	11,792	11,895	12,334	
财务费用	-2,131	-1,936	-1,996	-2,057	-2,387	-2,373	流动负债	66,518	67,803	70,173	71,073	65,340	62,478	
%销售收入	2.5%	2.7%	2.8%	3.1%	3.9%	3.7%	长期贷款	9,373	11,047	13,444	16,444	18,444	19,944	
资产减值损失	-461	-866	-663	-500	-550	-600	其他长期负债	7,874	6,477	6,695	7,163	7,360	7,657	
公允价值变动收益	0	0	3	70	50	30	负债	83,765	85,327	90,312	94,680	91,144	90,079	
投资收益	50	-239	63	50	70	80	普通股股东权益	55,266	52,429	51,820	51,858	54,011	57,506	
%税前利润	1.3%	n.a	15.0%	18.4%	2.5%	1.6%	其中：股本	45,585	45,585	45,405	45,405	45,289	45,289	
营业利润	3,786	-1,015	509	252	2,826	4,864	未分配利润	7,327	5,564	5,863	6,187	8,342	11,837	
营业利润率	4.4%	n.a	0.7%	0.4%	4.6%	7.7%	少数股东权益	8,937	8,966	9,643	9,443	8,993	8,493	
营业外收支	-96	-208	-88	20	25	30	负债股东权益合计	147,968	146,722	151,776	155,981	154,148	156,078	
税前利润	3,690	-1,223	420	272	2,851	4,894	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	4.3%	n.a	0.6%	0.4%	4.6%	7.7%	每股指标							
所得税	-522	-222	-391	-41	-428	-734	每股收益	0.063	-0.016	0.011	0.009	0.063	0.103	
所得税率	14.2%	n.a	93.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	1.212	1.150	1.141	1.142	1.193	1.270	
净利润	3,168	-1,445	30	231	2,423	4,160	每股经营现金净流	0.241	0.045	-0.022	0.083	0.175	0.253	
少数股东损益	301	-715	-486	-200	-450	-500	每股股利	0.019	0.000	0.000	0.002	0.016	0.026	
归属于母公司的净利润	2,866	-730	515	431	2,873	4,660	回报率							
净利率	3.3%	n.a	0.7%	0.7%	4.7%	7.3%	净资产收益率	5.19%	-1.39%	0.99%	0.83%	5.32%	8.10%	
							总资产收益率	1.94%	-0.50%	0.34%	0.28%	1.86%	2.99%	
							投入资本收益率	5.69%	2.14%	0.21%	2.18%	4.50%	6.08%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	45.42%	-16.26%	-2.23%	-7.13%	-5.88%	2.98%	
							EBIT增长率	92.27%	-72.40%	71.58%	-9.29%	109.82%	36.93%	
							净利润增长率	606.09%	-125.47%	-170.59%	-16.30%	566.13%	62.20%	
							总资产增长率	2.60%	-0.84%	3.44%	2.77%	-1.18%	1.25%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	11.9	13.2	16.7	20.0	20.0	20.0	
							存货周转天数	90.5	101.0	97.2	100.0	105.0	105.0	
							应付账款周转天数	94.6	105.6	99.9	90.0	90.0	90.0	
							固定资产周转天数	250.0	306.6	343.0	357.9	370.4	352.0	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	29.66%	37.09%	45.67%	53.99%	55.93%	51.76%	
							EBIT利息保障倍数	2.9	0.9	1.5	1.3	2.4	3.3	
							资产负债率	56.61%	58.16%	59.50%	60.70%	59.13%	57.71%	

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究