

湘财证券研究所

钢铁行业研究小组

王攀

Tel: 021-68634518-8715

E-Mail: WP2846@xcsc.com

刘金铤

E-Mail: LJB2861@xcsc.com

评级

本次评级	买入
上次评级	无

- **公司将由钢铁加工向资源企业转型。**公司重大资产置换及关联交易方案拟将钢铁主业资产置出,以置入公司实际控制人鞍钢集团所拥有矿产及矿产相关股权资产。完成资产置换后公司将由原来钢铁业务占 80%的冶炼压延加工型企业转型为铁矿业务占 40%、钒钛业务占 40%的专注矿产开发、钒钛综合利用的大型矿产资源开发、利用企业。转型后公司将摆脱原来钢铁加工主业发展所受到的行业发展限制,具备目前矿业公司持续快速发展潜力。
- **国内铁矿资源龙头初具雏形。**此次重组完成资产置换后,公司将会成为国内铁矿资源龙头。重组前公司子公司攀钢矿业铁矿保有储量 13 亿吨,可采储量 7.5 亿吨,平均品位 29.14%;重组后将新增鞍千矿业下属的胡家庙子铁矿及金达必、卡拉拉铁矿,从而形成攀西、东北、澳大利亚三大矿产基地。自此后国内包括新白马、兰尖、朱家包包、胡家庙子铁矿合计探明铁矿石储量将达到 24.5 亿吨,可采储量 11.5 亿吨;国外澳大利亚卡拉拉铁矿拥有 25.18 亿吨的 JORC 标准的铁矿石资源量(其中包括 9.775 亿吨的 JORC 标准铁矿石储量),从而一跃成为国内铁矿石储量最为丰富的上市公司。重组完成后目前精矿生产能力将达到 990 万吨/年,2012 年待白马矿二期、卡拉拉一期投产后,精矿规模将扩张至 2510 万吨,而随着其他项目逐步开发远景年产能将达到 4810 万吨。公司作为国内巨型铁矿生产龙头已经初具雏形。
- **公司铁矿对应股价水平测算显示未来上涨空间巨大。**我们对公司拥有的铁矿资源对应的股价进行粗略的估算,在保守条件下从 2012 年业绩方面测算公司目前应对应的合理股价为 16.51 元/股,从拥有的铁矿资源净值方面预测公司合理股价应为 37.18 元/股。这也只是仅仅考虑了预见可投产的铁矿资源对应的合理股价水平,除此之外如果考虑到处于勘探期的卡拉拉铁矿旗下其他项目进展以及公司盈利能力较高的钒钛业务发展对业绩的贡献,公司的股价还有更大的上升空间。
- **钒钛产业将是未来持续发展的又一大亮点。**除了铁矿资源,我们认为维系公司未来持续发展的最大亮点就是公司对钒钛资源的掌控和在钒制品和钛制品产业链多年来不断的精耕细作,随着《“十二五”钒钛资源利用产业基地规划》编制工作的启动,未来这两种矿产资源及其相关产业链发展将在政策促进下不断推进,公司将成为国内此领域的最大受益者。未来公司积极推进的 1.8 万吨/年三氧化二钒工艺改造工程、2,000 吨/年钒铝合金及专用原料生产线、500 吨钒电池液实验生产线、1.5 万吨/年的海绵钛工程、18 万吨/年钛渣二期工程及 10 万吨/年氯化钛白粉工程、10 万吨/年金红石型钛白粉工程等项目将不断提升公司在钒钛行业内的技术水平、规模优势和市场地位。而凭借在全钒液流电池方面多年的技术累积以及在推进国内钒电池的产业化迈出的先驱步伐,公司实现公司钒钛产业链向深加工方向的延伸,并受益于国家鼓励新能源产业发展政策,有望享受到我国新能源产业技术革命带来的巨大成果。
- **给予“买入”评级。**正如我们前面所述,单是公司的铁矿资源估值对于目前股价影响就有极大的上升空间,在铁矿资源和钒钛全产业链积淀的优势将使公司成为 A 股市场一只极好的标的,我们给予公司“买入”评级,并强调公司在年底摘帽以后将具备长期的投资价值。
- **风险提示。**主要来自于资产置换后续过程中国内外主管部门的审批风险,另外还应注意交易标的的估值、盈利预测风险及标的相关利益方的同意风险。

一 公司将由传统钢铁加工企业向矿产资源企业转型

公司公布重大资产置换及关联交易预案，拟以现有钢铁主业资产置换实际控制人鞍钢集团公司的铁矿石资源资产，资产置换完成后公司将由钢铁加工企业向矿产资源转型。

预案置出资产主要包括为公司持有的从事钢铁业务公司股权和本部资产，其中从事钢铁业务的公司股权包括攀钢集团攀枝花钢钒有限公司、攀钢集团成都钢钒有限公司及攀钢集团江油长城特殊钢有限公司等 15 家控股及参股股权，除此之外本部资产包括攀钢钒钛供应分公司、汽车运输分公司、管理干部学校、劳动卫生防护研究所、传媒中心、内退职工管理中心、机关服务中心和社保中心等 8 家分支机构、二级单位的全部资产及攀钢钒钛总部的有关资产。

表 1 公司置出的钢铁主业资产

公司名称	持股比例
攀钢集团攀枝花钢钒有限公司	100%
攀钢集团成都钢钒有限公司	100%
攀钢集团江油长城特殊钢有限公司	100%
攀钢集团研究院有限公司	100%
攀钢集团国际经济贸易有限公司	100%
攀钢集团成都地产有限公司	100%
攀钢集团冶金工程技术有限公司	100%
攀钢集团信息工程技术有限公司	100%
攀钢集团工科工程咨询有限公司	100%
成都攀钢大酒店有限公司	100%
攀钢集团财务有限公司	96.18%
攀钢集团眉山中铁冷弯型钢有限责任公司	88.64%
中山市金山物资有限公司	51%
广州攀兴金属加工有限公司	30%
四川攀钢梅塞尔气体产品有限公司	40%

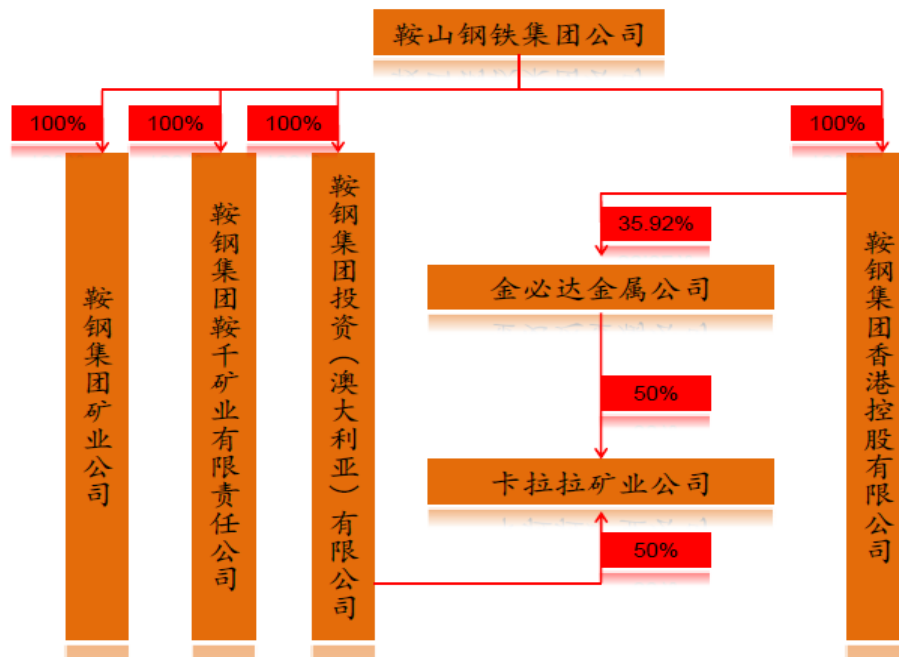
来源：公司公告

预案置入资产主要为鞍钢集团矿产及矿产相关股权资产，包括：鞍千矿业 100% 股权、鞍钢香港 100% 股权及鞍澳公司 100% 股权，其中鞍钢香港主要资产为澳大利亚上市矿业公司金必达 35.92% 的股权，而鞍澳公司主要资产为澳大利亚矿业公司卡拉拉 50% 股权，由于卡拉拉矿业另外 50% 股权为金必达持有，故重组后公司间接持有卡拉拉的股权权益为 67.96%。

本次重组前，公司是一家以钢铁为主，兼营钒钛的大型钢铁生产企业，具有年产 700 多万吨钢材的生产能力。主营业务分为钢材冶炼轧制、钒系列产品生产和钛系列产品三大类，其中钢铁业务占据其营收 80% 左右的份额。

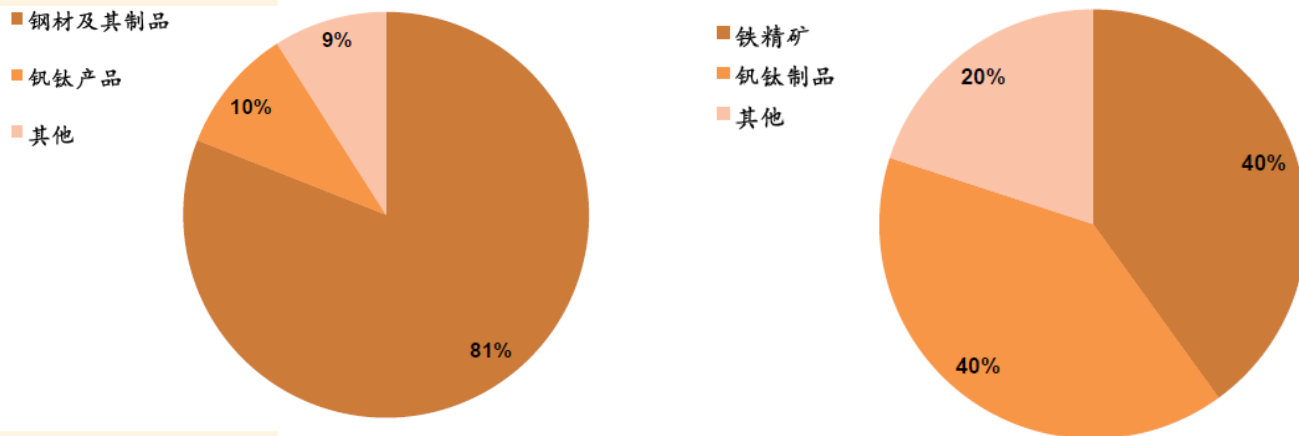
重组后公司将保留原来的铁矿资产和钒钛业务，同时注入大量优质的铁矿资源，从而一举实现主营业务转型，成为专注矿产开发、钒钛综合利用的大型矿产资源开发、利用企业，主营业务将定位于铁矿石采选、钛精矿提纯、钒钛制品生产和加工、钒钛延伸产品的研发和应用业务。未来公司营收结构将变为 40% 来自于铁精矿业务，40% 来自于钒钛业务的双轮驱动模式。转型后公司将摆脱原来钢铁加工主业发展所受到的行业发展限制，具备目前矿业及新型材料公司拥有的持续快速发展潜力。

图 1 重组前鞍钢集团下属矿业公司股权结构



来源：公司公告

图 3 重组后公司业务结构将发生本质变化（左：重组前，右：重组后）



来源：湘财证券研究所，公司公告

二 国内铁矿资源龙头初具雏形

此次重组完成资产置换后，公司将会成为国内铁矿资源龙头。重组前公司子公司攀钢矿业铁矿保有储量 13 亿吨，可采储量 7.5 亿吨，平均品位 29.14%；重组后将新增鞍千矿业下属的胡家庙子铁矿及金达必、卡拉拉铁矿，从而形成攀西、东北、澳大利亚三大矿产基地。自此后国内包括新白马、兰尖、朱家包包、胡家庙子铁矿合计探明铁矿石储量将达到 24.5 亿吨，可采储量 11.5 亿吨；国外澳大利亚卡

拉拉铁矿拥有 25.18 亿吨的 JORC 标准的铁矿石资源量（其中包括 9.775 亿吨的 JORC 标准铁矿石储量），从而一跃成为国内铁矿石储量最为丰富的上市公司。

鞍千矿业：位于辽宁鞍山市千山区齐大山镇，主要拥有胡家庙子铁矿，矿区内矿床地表覆盖层较薄，矿体肥厚，开采条件良好，现有许东沟、哑巴岭、新区三个采场以及一个选厂。截至 2009 年末，胡家庙子铁矿保有储量 11.5 亿吨，可开采的储量为 4 亿吨，铁矿石平均品位为 28.78%。鞍千矿业自 2006 年 8 月正式投产，设计能力为铁矿石 1,500 万吨/年，铁精矿 260 万吨/年，2009 年铁精矿产量 220 万吨。

鞍钢集团香港控股有限公司：自身盈利主要来自于对金必达公司的股权投资收益，金必达位于西澳大利亚州珀斯市，是澳大利亚著名的矿业采掘公司，其拥有的核心资产是位于西澳大利亚州中西部地区合计面积约 1,900 平方公里的矿业许可，其中最重要的便是其旗舰项目卡拉拉铁矿一期项目，已处于建设期。除此之外，金必达还拥有其他如 Mt Mulgine JV、Windanning JV、Warriedar JV、Minjar Gold 项目的大部分权益，以及在相应的采矿许可范围内对伴生金矿、钨矿的开采全力，目前这些项目尚在勘探之中。

鞍钢集团投资（澳大利亚）有限公司：主要资产为澳大利亚矿业企业卡拉拉 50% 股权，卡拉拉是西澳大利亚州中西部地区正在开发的最大的最先进的铁矿项目，拥有平均品位 34.1% 的 25.18 亿吨的铁矿石资源量（包括平均品位 36.5% 的 9.775 亿吨的铁矿石储量）。项目目前仍处于建设期，其供电、供水、铁路、港口、飞机跑道等配套基础设施的建设均在正常进行中，预计将于 2011 年末投产，一期设计产能为经采选后的磁铁精矿 800 万吨/年，赤铁矿至多 300 万吨/年。其中，磁铁精矿是高品位、杂质少的优质铁精矿，品位达到 68.2%；赤铁矿为品位约 60%、直接装船级铁矿，无需精选。长期来看，卡拉拉的铁精矿产能将达到 3,000 万吨/年，可以开采 30 年以上。

表 2 合并前后公司铁矿资源大幅增加

项目	重组前 攀钢矿业	本次重组新增矿石资产	
		鞍千矿业	卡拉拉铁矿
资源量/储量	保有储量 13 亿吨，可采储量 7.5 亿吨（平均品位 29.14%）	保有储量 11.5 亿吨，可采储量 4 亿吨（平均品位 28.78%）	磁铁矿资源量 25.18 亿吨（平均品位 34.1%），磁铁矿储量 9.775 亿吨（JORC 标准）（平均品位 36.5%）
铁精矿年产能	2009 年 730 万吨；2011 年白马矿二期建成后预计总产能达 1,100 万吨；2013 年白马矿三期建成后预计总产能达 1,500 万吨	260 万吨	2011 年一期建成预计产能达到 1,100 万吨/年；远景产能达 3,000 万吨/年
铁精矿年产量	2009 年 702 万吨；2010 年（预计）780 万吨；2011 年（预计）855 万吨；2012 年（预计）1,100 万吨；2013 年（预计）1,400 万吨	2010 年（预计）220 万吨；2011 年（预计）270 万吨	2011 年投产，2012 年达产，达产后年产量 1,100 万吨，其中磁铁矿 800 万吨，赤铁矿 300 万吨
公司权益	100%	100%	67.96%

来源：公司公告

重组前公司攀钢矿业铁精矿产能 730 万吨，2011 年、2013 年白马矿二期和三期建成后将分别达到 1100 万吨和 1500 万吨，而产量方面 2010 年预计 780 万吨，2012 年扩张到 1100 万吨。经过此次重组，公司铁精粉产能和产量将大幅提升，鞍千矿业将为公司增加 260 万吨铁精粉产能，2011 年预计产量将达到 270 万吨；而卡拉

拉铁矿一期在 2011 年末建成后将每年为公司提供 747.56 万吨的产量，而在卡拉拉远景产能 3000 万吨/年的拉动下，未来公司铁精矿扩产潜力巨大。总的来讲，重组完成后目前精矿生产能力将达到 990 万吨/年，2012 年待白马矿二期、卡拉拉一期投产后，精矿规模将扩张至 2510 万吨，而随着其他项目逐步开发远景年产能将达到 4810 万吨。公司作为国内巨型铁矿生产龙头已经初具雏形。

我们对公司拥有的铁矿资源对应的股价进行粗略的估算，在保守条件下从 2012 年业绩方面测算公司目前应对应的合理股价为 16.51 元/股，从拥有的铁矿资源净值方面预测公司合理股价应为 37.18 元/股，需要说明的是这仅仅是对公司铁矿资源对公司股价贡献方面的预测，实际股价将更高，通过与目前股价比较认为目前的股价具备极大幅度的上涨空间。

股价预测情景一：据公司对攀钢矿业和鞍千矿业 2011 年净利润的预测分别为 10.1 亿元和 8.5 亿元，按照精矿产量分别为 855 万吨和 270 万吨对应的吨矿净利润分别为 118.13 元/吨和 314.81 元/吨，按目前股本 57.26 亿计算贡献 EPS 分别为 0.176 元/股和 0.148 元/股，合计 0.324 元/股，按照 2011 年 25 倍市盈率估算单单铁矿生产贡献股价应为 8.1 元/股。但是考虑到 2012 年攀钢矿业精矿扩张至 1100 万吨以及卡拉拉一期达产，攀钢矿业参照目前盈利水平，而卡拉拉权益矿由于品位成本方面均高于鞍千矿业，我们极为保守的按照鞍千精矿的收益水平估算，EPS 将达到 0.786 元/股，参考目前金岭矿业 2012 年 21 倍的市盈率保守估计对股价贡献应达到 16.51 元/股。

股价预测情景二：根据公司预测的攀钢矿业和鞍千矿业盈利水平并假设卡拉拉铁矿具备与鞍千矿业相同的盈利水平，将 65% 作为最终产品品位，对公司目前拥有铁矿开采储量价值进行测算，攀钢矿业净价值约为 397.2 亿元，鞍千矿业和卡拉拉权益矿净价值应为 1731.7 亿元，二者合计 2129 亿元，按照目前股本计算单位股本蕴含的铁矿价值为 37.18 元/股。

两种预测也只是仅仅预测了预见可投产的铁矿资源对应的合理股价范围，除此之外如果考虑到处于勘探期的卡拉拉铁矿旗下其他项目进展以及公司盈利能力较高的钒钛业务发展对业绩的贡献，公司的股价还有更大的上升空间。

未来有持续注入优质铁矿的预期。此次重组注入公司的鞍千矿业仅为鞍钢集团铁矿资产的一部分，除此之外还有鞍钢集团矿业公司仍留在集团手中。鞍钢集团矿业公司为鞍钢全资子公司，同样从事铁矿石采、选、烧结矿、球团矿生产业务，其下属铁矿探明储量为 77.2 亿吨，具备年产 1,300 万吨铁精矿的生产能力，所产铁精矿全部销往鞍钢股份有限公司。从目前鞍钢集团对公司的定位，未来作为鞍钢在攀西的矿业平台意图甚为明显，从消除同业竞争和资源整合角度考虑，未来这部分矿业资产存在持续注入公司的预期，鞍钢承诺本次重组完成后在鞍钢集团矿业公司采选业务符合上市条件下 5 年内注入公司，届时将进一步巩固公司在铁矿资源领域的掌控力度。

三 钒钛产业将是未来的亮点

除了铁矿资源，我们认为维系公司未来持续发展的最大亮点就是公司对钒钛资源的掌控和在钒制品和钛制品产业链多年来不断的精耕细作，随着《“十二五”钒钛资源利用产业基地规划》编制工作的启动，未来这两种矿产资源及其相关产业链发展将在政策促进下不断推进，公司将成为国内此领域的最大受益者。

钒被称为“现代工业的味精”，在钢铁、化工、航空航天等领域应用广泛。其中

85%应用于钢铁工业，在钢中加入钒，可以改善钢的耐磨性、强度、硬度、延展性等性能，加入 0.1%的钒，可提高钢强度 10%-20%，减轻结构重量 15-25%，降低成本 8-10%。目前我国钢铁工业消耗钢的强度仅为 20-25kg/1000t，距离发达国家平均消耗量水平 50kg/1000t 仍有较大的差距，未来随着钢铁产品结构升级及国家将特钢作为战略性发展产业，将不断推动钒矿消费。

另外钒在合金领域、化工领域及新兴产业领域不断拓展的应用趋势将值得关注，特别是钒电池作为目前发展势头强劲的优秀绿色环保蓄电池之一，也是应用最多的液流电池之一，在新型大型电化学储能装置领域应用的产业化趋势将为钒带来较大的机遇。钒系的氧化还原电池发展至今技术已经趋近成熟，在美国、加拿大、欧洲、日本、澳大利亚等地已经开始商业化应用，经过这些国家的应用验证，钒电池被证明主要适合应用于再生能源并网发电、城市电网储能、远程供电、UPS 系统、海岛应用等领域。它最显著特点是规模化蓄电，在广泛利用可再生能源的呼声高涨形势下，可以预见，未来将迎来一个快速发展的时期，带动对钒的消费力度。

钛被称为“战略金属”，钛及其合金具有抗腐蚀、高强度、高温及低温强度性能好、无磁性、人体适应性好、形状记忆和超导等优异性能。由于其轻型高强度的特点，在航空航天等领域得到广泛应用，近年来，应用逐步扩展到造船、石油化设备、海上平台、电力设备、医疗、高档消费品等民用工业领域。

我国是钒、钛资源大国，钒的储量居世界第三，钛储量居世界第一，由于钒钛资源储量 98%要共生于钒钛磁铁矿中，且目前从钒钛磁铁矿中提取钒钛金属是最为经济的手段，因此掌握了钒钛磁铁矿资源即能掌控钒钛资源优势。我国的钒钛磁铁矿极其丰富但主要集中于四川攀枝花地区和河北承德地区，攀西地区和承德地区分别拥有我国钒铁矿资源的 55%和 40%，尤其是攀枝花地区已探明的钒钛磁铁矿储量近 100 亿吨，而公司所在的攀西地区钒资源储量 1,862 万吨（以五氧化二钒计）、钛资源储量 6.18 亿吨（以二氧化钛计），分别占世界储量的 11.6%和 35%，占国内储量的 52%和 95%。丰富的资源储量为公司钒钛产业发展提供有力支撑。

目前，公司具备年产钒制品 2 万吨、钛精矿 56 多万吨、钛白粉 8 万吨的综合生产能力。而在未来公司积极推进的 1.8 万吨/年三氧化二钒工艺改造工程、2,000 吨/年钒铝合金及专用原料生产线、500 吨钒电池液实验生产线、1.5 万吨/年的海绵钛工程、18 万吨/年钛渣二期工程及 10 万吨/年氯化钛白粉工程、10 万吨/年金红石型钛白粉工程等项目将不断提升公司在行业内的技术水平、规模优势和市场地位。

公司凭借在全钒液流电池的技术累计推进国内钒电池的产业化，将受益于国家鼓励新兴能源产业发展政策，实现公司钒钛产业链向深加工方向的延伸，2010 年 5 月随着公司与无锡尚德太阳能电力有限公司共同建设的我国西部首个钒电池储能——光伏发电示范工程投入运营，标志着公司多年发展的电池技术成果开始推广应用，公司有望享受到我国新能源产业技术革命带来的巨大成果。

四 给予“买入”评级

正如我们前面所述，单是公司的铁矿资源估值对于目前股价影响就有极大的上升空间，在铁矿资源和钒钛全产业链积淀的优势将使公司成为 A 股市场一只极好的标的，我们给予公司“买入”评级，并强调公司在年底摘帽以后将具备长期的投资价值。

五 风险因素

主要来自于资产置换后续过程中国内外主管部门的审批风险，另外还应注意交易标的的估值、盈利预测风险及标的相关利益方的同意风险。

后续需通过多项内部和外部审批方可实施，具体审批事项包括但不限于：

- 1、公司董事会、股东大会审议批准本次交易有关事项；
- 2、FIRB 批准鞍钢香港 100%股权及鞍澳公司 100%股权转让；
- 3、国务院国资委对本次重大资产重组涉及的评估报告予以备案，并批准本次交易方案；
- 4、国家发改委核准公司向鞍钢收购鞍钢香港 100%股权及鞍澳公司 100%股权；
- 5、商务部核准公司向鞍钢收购鞍钢香港 100%股权及鞍澳公司 100%股权；
- 6、证监会核准本次交易。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。