

普钢



兰杰 刘建刚

*ST 钒钛 (000629)

钢铁行业研究员

新转型，新起点

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

推荐

2010 年 12 月 16 日

投资要点

- 事件：ST 钒钛发布重大资产重组公告，公司拟以持有的钢铁相关业务资产与鞍山钢铁集团公司持有的鞍钢集团鞍千矿业有限责任公司 100% 股权、鞍钢集团香港控股有限公司 100% 股权及鞍钢集团投资（澳大利亚）有限公司 100% 股权进行资产置换。

点评：

一. ST 钒钛将彻底转型为资源性企业

- 重组前：ST 钒钛是一家以钢铁为主，兼营钒钛的大型钢铁生产企业，主营业务为钢材制造和钒钛产品加工等。钢铁产业拥有大型材、板材、管材、特殊钢和棒线材等系列产品；钒产业拥有五氧化二钒、三氧化二钒、中钒铁、高钒铁、钒氮合金等系列产品；钛产业拥有钛精矿、钛白粉、高钛渣、钛材等系列产品。2009 年，攀钢钒钛生产铁 744.71 万吨、钢 724.90 万吨、钢材 659.14 万吨、钒制品 1.92 万吨、钛白粉 5.91 万吨、铁精矿 702.33 万吨、钛精矿 23.32 万吨。
- 本次重组，鞍钢置入资产为：（1）鞍千矿业 100% 股权；（2）鞍钢香港 100% 股权（主要资产为澳大利亚证券交易所矿业类上市公司金达必 < 股票代码：GBG > 35.92% 的股权）；（3）鞍澳公司 100% 股权（主要资产为澳大利亚矿业类公司卡拉拉 50% 的股权，卡拉拉另 50% 股权为金达必持有）。本次重组，攀钢钒钛置出资产为攀钢钒钛持有的从事钢铁业务公司股权和本部资产；
- 通过本次重组，公司将从原先的钢铁为主，兼营钒钛的大型钢铁生产企业转型为专注于矿产开发及钒钛综合利用的资源类企业，主要产品包括：铁精矿、中钒铁、高钒铁、钒氮合金、钛精矿、高钛渣、钛白粉。
- 重组前，公司超过 80% 的营业收入来自于钢铁业务，重组后预计公司 40% 以上的营业收入将来自于矿石业务，近 40% 的营业收入来自于钒钛业务。

表 1 主要注入资产情况

注入公司	描述
鞍千矿业	鞍千矿业拥有胡家庙子铁矿，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。
鞍钢香港	主要资产为在澳大利亚证券交易所上市的金达必 35.92% 股权。鞍钢香港为金达必第一大股东。金达必主营业务为矿产勘探和开采，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。
鞍钢澳洲	鞍澳公司主要资产为澳大利亚矿业企业卡拉拉 50% 股权

数据来源：兴业证券

表 2 鞍千矿业盈利数据

项目	单位	2011	2010	2010 1H	2009	2008
总资产	万元			434,486	312,241	333,404
归属于母公司股东权益	万元			318,015	295,053	306,891
营业收入	万元			79,581	168,651	194,476

利润总额	万元			27,325	61,074	73,591
归属于母公司股东的净利润	万元	85,000	57,000	21,945	48,480	56,744
铁精粉产量	万吨	270	220		220	
吨粉净利润	元/吨	315	259		220	

数据来源：兴业证券

表 3 鞍钢香港公司

项目	Jun-10	2009	2008
总资产	119,602	117,284	22,892
归属于母公司股东权益	116,145	112,416	17,895
营业收入	53	106	109
利润总额	4,785	1,602	-30
归属于母公司股东的净利润	4,785	1,587	-44

数据来源：兴业证券

表 4 鞍钢澳洲投资公司

项目	Jun-10	2009	2008
总资产	254,398	255,265	194,390
归属于母公司股东权益	241,144	255,261	185,854
营业收入	0	0	0
利润总额	1,273	2,224	2,105
归属于母公司股东的净利润	1,273	2,224	2,105

数据来源：兴业证券

二. 卡拉拉 (Karara) 铁矿项目是未来亮点

- 卡拉拉是西澳大利亚州中西部地区正在开发的最大和最先进的铁矿项目，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）。
- 项目于2009年11 月开工建设，预计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。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。
- 从目前的公开资料看，卡拉拉铁精粉品质优异，具有高铁低磷的特点。

表 5 卡拉拉铁精粉和澳洲皮尔巴拉铁精粉成分比较

	Karara 铁精粉	Hamersley Pilbara 铁精粉
Fe%	68.2	62.2
SiO ₂ %	4.75	3.6
Al ₂ O ₃ %	0.1	2.1
P%	0.01	0.1

数据来源：兴业证券

- 生产成本：公司2010年4月估算的FOB成本为人民币300元/吨左右，和澳洲FMG公司比较：采选加工成本基本相当（在140-150RMB/吨左右），运输成本高于FMG（约高出30-40RMB/吨左右），总成本较FMG稍高(FMG未加上税费)。

表 6 卡拉拉铁矿成本估算

	澳币	人民币
采剥	11.0	69.9
破碎	1.0	6.4

精选	13.0	82.6
其它	5.0	31.8
运输	12.0	76.2
税费等	4.0	25.4
FOB 成本	46.0	292.1

数据来源：兴业证券

表 7 澳洲 FMG 生产成本

项目	Q1FY10	Q2FY10	Q3FY10	Q4FY10	FY10Average
Mining and processing	21.24	22.04	24.37	27.2	23.81
Rail and port	5.36	5.39	5.06	5.05	5.21
Total Direct Costs	26.2	27.43	29.43	32.25	29.02
Cost (RMB)	179	187	201	220	198

数据来源：兴业证券

- 基础设施：完善便利的基础设施（尤其是铁路/电水）是铁矿石项目顺利推进的重要因素。**铁路：新建85公里从Karara到Morawa的双轨铁路支线（设计运输能力3600万吨/年）。Morawa到Geraldton港口的铁路需升级（设计运输能力1400万吨/年）。目前进度：2010/6开工，2011/6完工。水：新建140公里从Mingenew到Karara的管道。目前进度：2010/3月开工，2011/3月完工。**

图 1 Karara 铁矿项目基础设施图



- 产能: Karara项目一期计划800-1100万吨左右,未来逐年扩张到3000万吨/年左右,但未来也会涉及到基础设施的不断扩张,尤其是港口运输能力。

图2 Karara 铁矿未来产能扩张规划



数据来源: 兴业证券; 公司公开资料

3. 集团方面仍有诸多预期

- 重组后公司将形成年产990万吨铁精矿的生产能力。2011年末,白马矿二期、卡拉拉一期项目投产后,公司将形成年产2,510万吨铁精矿的生产能力。随着境内外铁矿资源的进一步开发、扩产,远期公司年产能将提升至4,810万吨。
- 此外,根据鞍钢集团公司承诺,鞍钢集团公司将现有铁矿石业务在5年内将其注入攀钢钒钛。
- “金达必在西澳大利亚州拥有探矿前景良好的合计面积约1,900平方公里的矿业许可,卡拉拉的矿业许可面积只占其20%。在其他的矿业许可内,还有Shine、Gap、Porcupine、Johnnys、Karara West、Hinge和Brac等赤铁矿项目,以及Lodestone磁铁矿项目。这些项目在勘探期,如能发现大型铁矿将进一步增加本公司的铁矿资源”。
- 国内10个资源储量超过10亿吨的特大铁矿床有4个在鞍钢,集团旗下的矿业公司是中国最大的铁矿生产企业,目前拥有6座露天和1座井下铁矿,具备年产铁矿石4500万吨、铁精矿1500万吨的能力,占全国矿石产量的6%。目前公司的铁矿山正准备进行改扩建,预计到2015年,鞍钢铁矿石年产量将达到6850万吨,铁精矿年产量将达到2300万吨以上。

表6 鞍钢现有铁矿石资源(单位:万吨)

分类	基地	矿石品位	储量
露天矿	鞍钢矿业公司	27.11%	930,000
	大孤山	30.64%	12,176
	东鞍山	30.87%	26,800
	眼前山	27.82%	22,375
	齐大山	26.31%	164,000
	鞍千矿业	24.24%	93,327
	弓长岭路	26.75%	

鞍钢弓长岭	36.84%	177,000
地下矿地		
其他		434,322

数据来源：公司公开资料

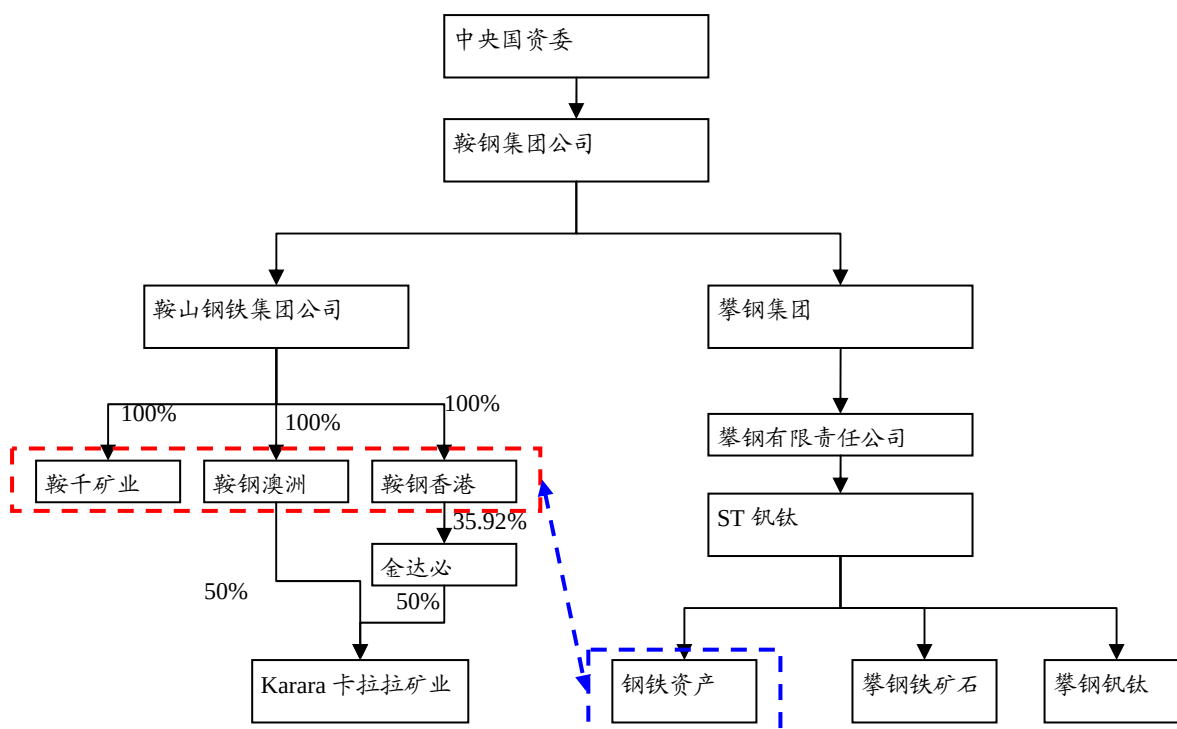
4. 盈利预测和投资建议

- 由于该方案尚需经国内及澳洲等相关政府机构审批，同时Karara铁矿未来的待摊费用、基建进展等也有一定不确定性，我们暂时按照公司方案给出的盈利预测，保守假设2011年末Karara投产，2011年产量基本忽略，10,11年净利润分别为13.5和18.6亿元，对应EPS分别为0.236和0.325元，由于公司未来产能扩张迅速，成长空间巨大，同时铁矿石价格在未来几年内仍将维持高位，我们给与“推荐”评级。

表 7 公司盈利情况

		2010	2011	2012	2013
存续资产	亿元	7.8	10.1		
鞍千矿业	亿元	5.7	8.5		
卡拉拉铁矿	亿元			1100	1100
鞍钢澳洲公司	亿元				
鞍钢香港公司	亿元				
合计净利润	亿元	13.5	18.6		
铁精粉产能	万吨	1040	2510	2510	2510
铁精粉产量	万吨	1000	1125	2470	2510

图3 公司资产置换图



	保有储量	可采储量	平均品位	产量/产能				说明
	亿吨	亿吨		2009	2010	2011	2012	
攀钢铁矿石	13	7.5	29.14%	702/730	780/780	855/1100	1100/1100	2013年白马矿三期建成后, 预计总产能达1,500万吨 (1400万吨)
攀钢钒钛	钒资源: 0.1862; 钛6.18亿吨							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
鞍千矿业	11.5	4	28.78%	220/260	220/260	270/260	270/260	
卡拉拉铁矿	25.18	9.775	36.5%			0/1100	1100/1100	其中, 磁铁矿800万吨, 赤铁矿300万吨; 远景产能达3,000万吨/年

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。