

分析师: 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

联系人: 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

变身矿石龙头, 关注长期价值

事件描述

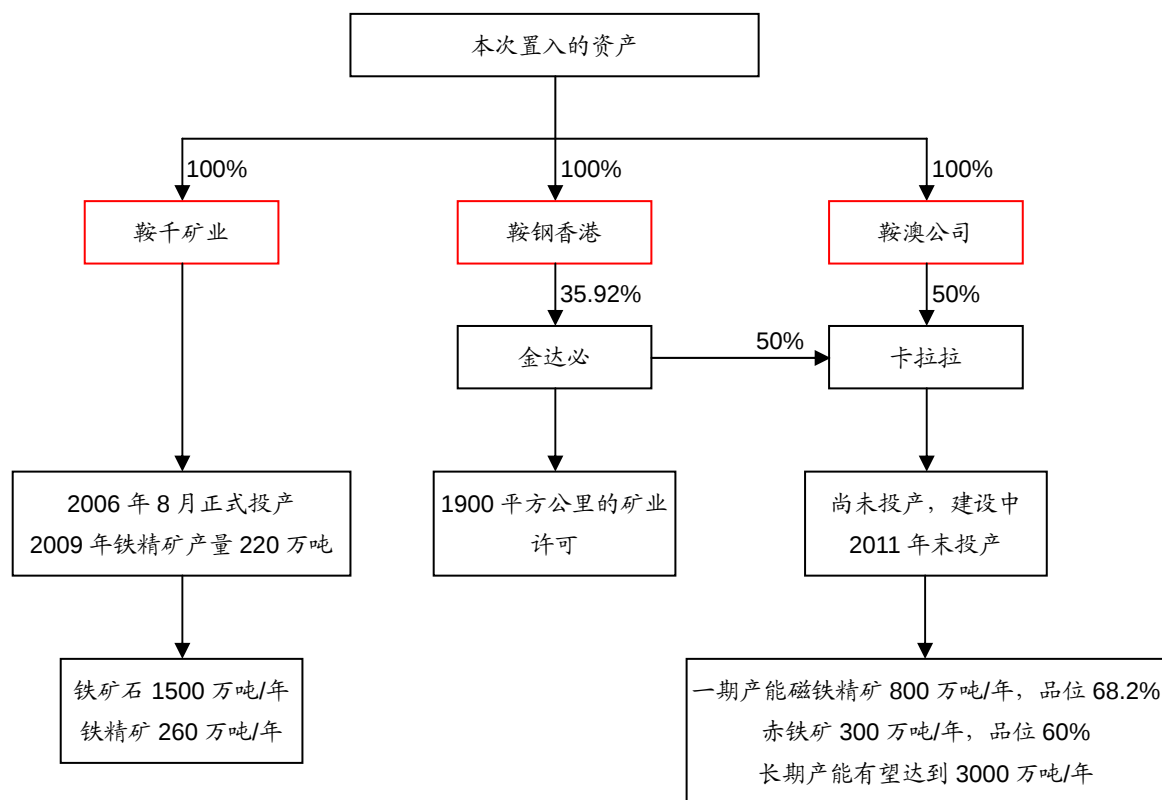
ST 钒钛今日公布重大资产置换暨关联交易报告书草案, 就本次资产置换的相关信息进行了详细公告。

事件评论

第一, 资产置换变身国内矿石资源股

2010 年 12 月 10 日, 鞍钢与攀钢钒钛签署《资产置换协议》, 拟以鞍千矿业 100% 股权、鞍钢香港 100% 股权、鞍澳公司 100% 股权来置换公司原有的钢铁相关业务资产。

图 1: 本次置换需要置入的资产

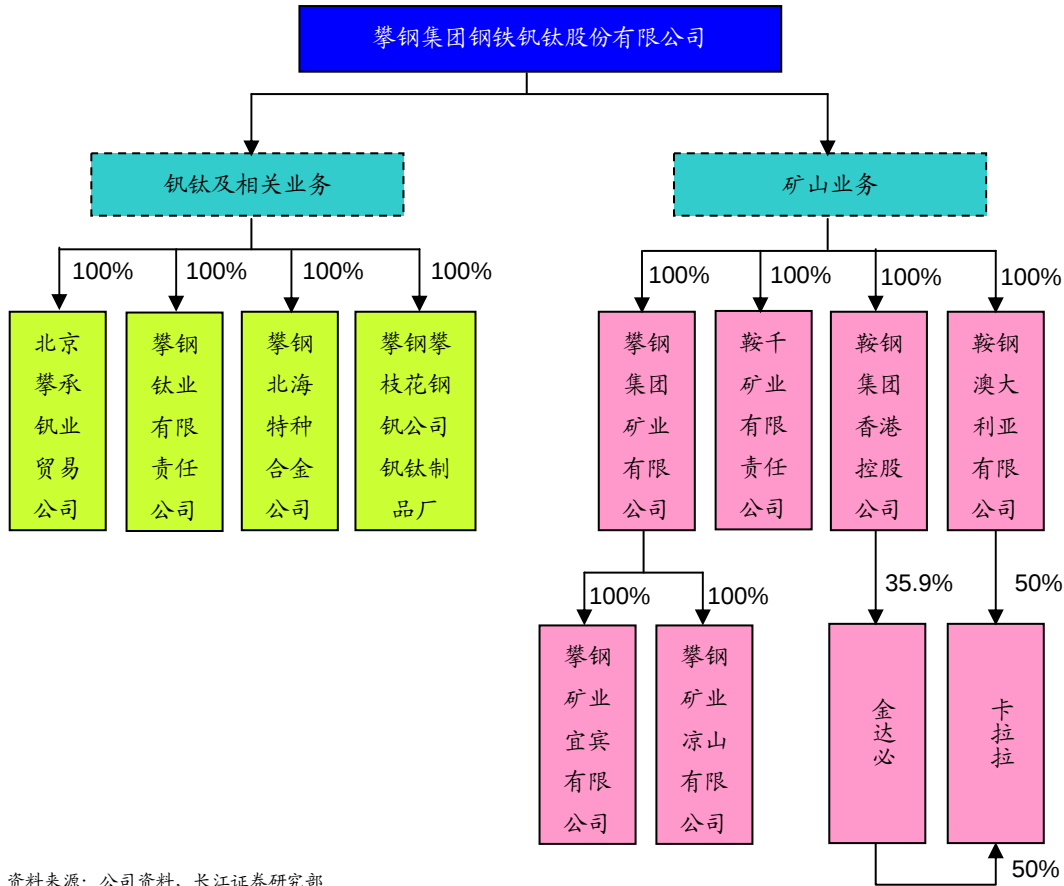


资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

本次交易于 2010 年 12 月 10 日经攀钢钒钛第五届董事会第 42 次会议审议通过，于 2011 年 1 月 27 日经攀钢钒钛第五届董事会第 43 次会议审议通过。

经过置换后，公司资产板块及下属子公司的情况如下：

图 2：置换后公司资产板块及下属子公司的具体情况



资料来源：公司资料，长江证券研究部

资产置换完成后，公司将变身国内资源龙头，除原有的钒钛业务外，公司铁精矿产能将达到千万吨级别，

表 1：公司矿石产能达到千万吨级别

铁矿石	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
白马矿	702	780	855	1100	1400	1400
鞍千矿业	220	220	270	270	270	270
卡拉拉铁矿			550	1100	1100	3000
合计	922	1000	1675	2470	2770	4670

资料来源：公司资料，长江证券研究部

本次重组后，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。未来，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。

表 2：本次重组前后公司铁矿石资源量、储量、产能、产量情况

项目	重组前	本次重组新增矿石资产	
	攀钢矿业	鞍千矿业	卡拉拉铁矿

资源量/储量	✓ 保有储量 13 亿吨（平均品位 29.14%）	✓ 保有储量 11.5 亿吨（平均品位 28.78%）	✓ 磁铁矿资源量：25.18 亿吨（JORC 标准）（平均品位 34.1%）
	✓ 可采储量 7.5 亿吨（29.14%）	✓ 可采储量 4 亿吨（平均品位 28.78%）	✓ 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 年一期建成，预计产能达到 1,100 万吨/年
	✓ 2011 年白马矿二期建成，预计总产能达 1,100 万吨	✓ 260 万吨	✓ 远景产能达 3,000 万吨/年
铁精矿年产量	✓ 2009 年：702 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；
	✓ 2010 年（预计）：780 万吨	✓ 2010 年（预计）：220 万吨	✓ 远期年产量 3,000 万吨
铁精矿年产量	✓ 2011 年（预计）：855 万吨	✓ 2011 年（预计）：270 万吨	
	✓ 2012 年（预计）：1,100 万吨		
铁精矿年产量	✓ 2013 年（预计）：1,400 万吨		
本公司对该资产直接、间接合计持股比例	✓ 100%	✓ 100%	✓ 鞍澳公司直接持股 50%，鞍钢香港通过金达必间接持股 17.96%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，存续资产 2010、2011 年预计实现净利润略高于之前预案预测值

公司存续资产主要包括钒钛业务及白马矿。从公司公告的数据来看，公司预计 2010、2011 年存续资产实现净利润分别为 8.02 亿元和 10.17 亿元。

表 3：存续资产盈利预测

项目	2011E	2010.1-9	2010E		2009A
			10-12E	2010E	
营业收入	119.72	79.64	27.23	106.87	83.37
净利润	10.24	6.89	1.26	8.15	-1.37
归属于母公司所有者净利润	10.17	6.78	1.24	8.02	-0.45

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 4：存续资产分产品产量统计

产量	2011E	2010E	2009A
矿产品	810	730	681.5
钒制品	3.28	2.83	2.47
钒制品均价	96552	102532	96250
钛精矿	31.93	22.14	18.84
钛渣	8.88	5.06	
钛白粉	6	6.52	6.44
钛白粉均价	11306	11300	10325

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 5：存续资产分产品毛利率统计

毛利率	2011E	2010E	2009A
矿产品	47.73%	46.23%	29.28%
钒制品	17.42%	17.24%	11.30%
钛产品	16.90%	19.99%	10.95%
其他	11.16%	11.83%	16.01%
合计	24.86%	24.79%	17.85%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 6：存续资产分产品营业收入统计

分产品收入	2011E	2010E			2009A
		2010.1-9	10-12E	2010E	
矿产品	37.5	24.17	8.95	33.12	23.46
钒制品	31.62	22.13	6.89	29.02	23.77
钛产品	12.37	8.03	2.9	10.93	9.05
其他	38.23	25.3	8.48	33.79	27.09
合计	119.72	79.63	27.22	106.86	83.37

资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ **国内最大的钒钛生产企业；**

在钒钛资源方面，攀钢钒钛所在的攀西地区拥有钒资源储量 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%，占中国储量的 52%和 95%。丰富的资源储量为公司钒、钛持续快速发展提供了有力的支撑。

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。

未来公司仍将全面贯彻做大钒钛业务的发展战略，积极推进 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。此外，公司还将凭借对全钒液流电池多年的研发成果努力推进全钒液流电池的产业化，实现公司产业链的进一步延伸。

表 7：钒钛业务未来贡献业绩测算

钒钛产品测算	2009N	2010E	2011E	2012E	2013E
钒制品	2.47	2.83	3.28	3.28	3.28
钒制品收入	23.69	29.34	32.04	32.8	32.8
单位价格	95,911	103,675	97,695	100,000	100,000
钒制品成本	21.02	24.28	26.46	26.90	26.90
单位成本	85,101	85,801	80,676	82,000	82,000
钒制品毛利	11.24%	17.24%	17.42%	18%	18%
钛白粉	6.44	6.52	6	6	6
高钛渣		5.06	8.88	9	9
钛精矿	18.84	22.14	31.93	40	45
钛产品收入	9.25	11.80	15.92	18.15	19.20
单位均价	3,659	3,500	3,400	3,300	3,200

钛产品成本	8.23	9.44	13.23	15.06	15.94
单位平均成本		2,800	2,825	2,739	2,656
钛产品毛利	10.95%	19.99%	16.90%	17%	17%
钒钛产品贡献毛利	3.69	7.42	8.27	8.99	9.17
费用率	15.86%	15%	15%	15%	15%
所得税率	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	-0.05	2.26	2.60	3.05	3.19
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
贡献 EPS	0.00	0.04	0.05	0.05	0.06

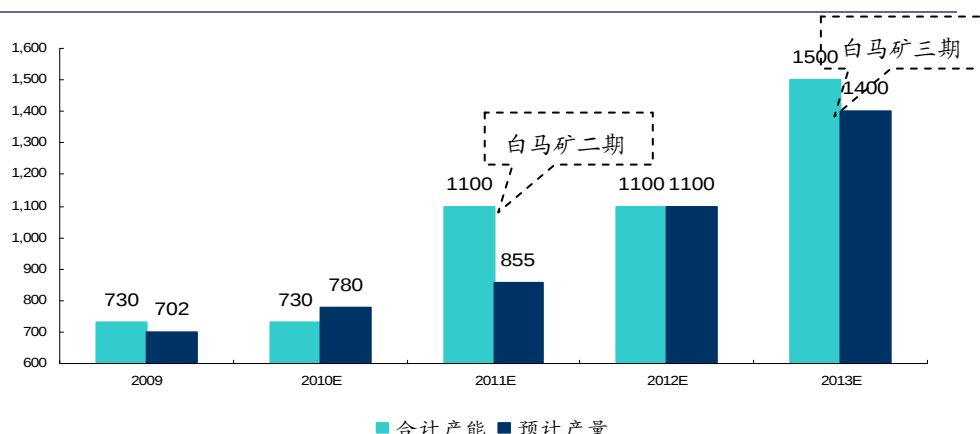
资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 白马矿二三期正在建设中，产能释放能力迅速扩张；

公司原有的矿产资源主要为攀钢矿业，目前保有储量为 13 亿吨，可开采储量约为 7.5 亿吨，平均品位为 29.14%。

目前铁精矿的产能约为 730 万吨，2011 年白马矿二期建成后将提升为 1100 万吨，2013 年白马矿三期建成后，总产能将达到 1500 万吨。

图 3：白马矿的建设进度及产量释放预计情况



资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司最新公告，重组后存续资产 2010 年和 2011 年归属于母公司所有者净利润分别为 8.02 亿元和 10.17 亿元。据此推算，扣除掉钒钛业务对净利润的贡献后，大致可得白马矿目前贡献的吨矿净利约为 70 元/吨。

表 8：白马矿吨矿净利的预测

公司存续资产盈利预测	2010E	2011E
归属于母公司净利润	8.02	10.17
钒钛盈利预测	2.55	3.47
白马矿盈利推算	5.47	6.71
铁精矿产量	780	855
吨矿净利	70.14	78.42

资料来源：公司资料，长江证券研究部

我们认为白马矿吨矿净利偏低的原因，一方面在于其本身的矿产资源相对质量偏低，开采难度大，另一方面由于白马矿刚投产，吨矿折旧水平也偏高。

长期来看，盈利能力的提升应该还是可以值得期待的，根据公司公告的数据以及对远景的假定，可得白马矿对业绩的

贡献如下:

- ✓ 假设 2010-2013 年铁精矿产量分别为: 780、855、1100、1400 万吨, 远景产量达到 1500 万吨;
- ✓ 假定 2010-2013 年吨矿净利为: 67.32、77.60、200、150 元/吨, 远景吨矿净利假定为 150 元/吨。

表 9: 白马矿盈利预测统计

白马矿盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
白马矿盈利假设	5.25	6.64	22.00	21.00	22.50
铁精矿产量假设	780	855	1,100	1,400	1,500
吨矿净利假设	70.14	78.42	200	150	150
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.12	0.38	0.37	0.39

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第三, 鞍千矿业铁精矿产能 260 万吨

鞍千矿业位于辽宁鞍山市千山区齐大山镇。鞍千矿业拥有胡家庙子铁矿, 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。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。

截至资产置换预案签署日, 鞍钢集团矿业公司持有胡家庙子铁矿采矿许可证(证号 1000000710100)。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%。2010 年 8 月, 根据鞍钢《关于将胡家庙子铁矿采矿权投资到鞍千矿业有限责任公司的通知》, 鞍钢决定将胡家庙子铁矿采矿权由鞍钢集团矿业公司投资到鞍千矿业, 胡家庙子铁矿采矿权人相应地变更为鞍千矿业。目前, 胡家庙子铁矿的采矿许可证正在办理采矿权人变更登记手续。

表 10: 胡家庙子采矿权即将投资到鞍千矿业

采矿权人	矿山名称	开采矿种	开采方式	生产规模	矿区面积	有效期限
鞍钢集团矿业公司	胡家庙子铁矿	铁矿	露天/地下开采	1500 万吨/年	6.6809	2007.10.8-2037.10.8

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

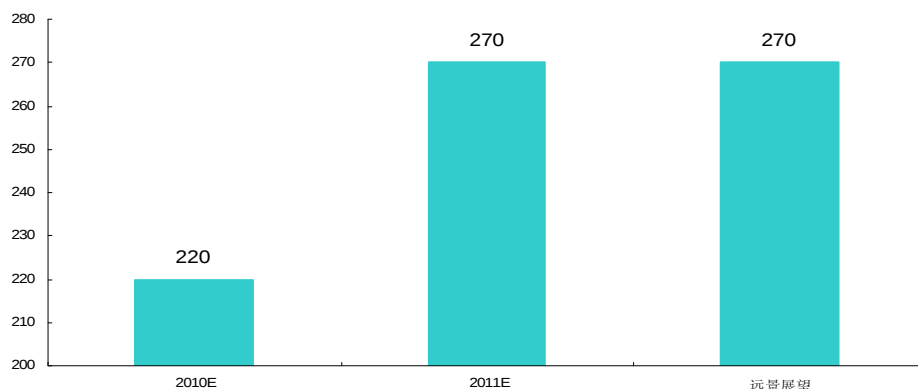
表 11: 鞍千矿业资产情况统计

鞍千矿业	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日
总资产	434,486	312,241	333,404
归属于母公司股东权益	318,015	295,053	306,891
项目	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度
营业收入	79,581	168,651	194,476
利润总额	27,325	61,074	73,591
归属于母公司股东净利润	21,945	48,480	56,744

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

根据公司公告, 预计公司 2010、2011 年的产量分别为 220 万吨和 270 万吨。

图 4: 鞍千矿业产能 260 万吨



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

公司公告 2010、2011 年鞍千矿业归属于母公司股东净利润分别约为 5.74 亿元和 8.50 亿元, 相应的吨矿净利分别为 259 元/吨和 315 元/吨。

表 12: 鞍千矿业吨矿净利测算

鞍千矿业	2010E	2011E
归属于母公司净利润	5.74	8.50
铁精矿产量	220	270
吨矿净利	259	315

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

根据鞍千矿业自身的产能及公司的公告进行预测, 可得鞍千矿业对 EPS 的贡献如下:

- ✓ 假定 2010-2013 年的产量分别为 220、270、270、270 万吨, 远景产量为 270 万吨;
- ✓ 假定 2010-2013 年吨矿净利分别为 259、315、300、250 元/吨, 远景吨矿净利假定为 250 元/吨;

表 13: 鞍千矿业贡献业绩的盈利预测

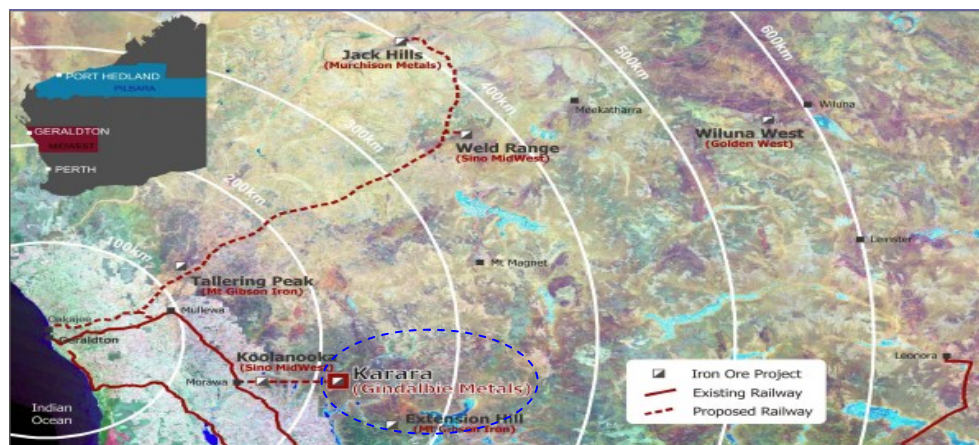
鞍千矿业盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
鞍千矿业盈利假设	5.70	8.51	8.10	6.75	6.75
铁精矿产量假设	220	270	270	270	270
吨矿净利假设	259	315	300	250	250
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
鞍千矿业贡献 EPS 统计	0.10	0.15	0.14	0.12	0.12

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

第四, 卡拉拉铁矿的投产将成为未来重要增量

鞍澳公司主要资产为澳大利亚矿业企业卡拉拉 50% 股权。卡拉拉铁矿项目于 2009 年 10 月 30 日获得当地政府的环境许可, 并于同年 11 月开工建设, 现仍处于建设期。目前卡拉拉铁矿项目的供电、供水、铁路、港口、飞机跑道等配套设施的建设均在正常进行中, 预计将于 2011 年如期投入使用。卡拉拉目前的基础设施建设标准足以满足年产 1,400~3,600 万吨铁精矿的需要, 未来有较大的扩产潜力。

图 5: 卡拉拉铁矿所处的地理位置



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

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), 上述资源量和储量均符合 JORC 标准。

卡拉拉铁矿项目于 2009 年 10 月 30 日获得了澳大利亚联邦政府的最终环境许可, 并于同年 11 月 28 日正式开工建设, 现仍处于建设期。该项目也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。

卡拉拉的产品品种包括磁铁精矿和赤铁矿, 一期设计产量分别为 800 万吨/年和至多 300 万吨/年 (初期不超过 200 万吨/年), 品位分别为 68.2% 和 61.5%, 将主要用于鞍钢股份鲅鱼圈钢铁分公司的冶炼, 长期卡拉拉铁精矿产能将达到 3000 万吨/年, 开采时间长达 30 年以上:

- ✓ **磁铁矿:** 产能为 800 万吨/年, 将于 2011 年末投产, 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:** 产能为 300 万吨/年, 预计 2011 年中期即可投产, 赤铁矿为品位约 60%、直接装船级铁矿, 无需精选。

表 14: 卡拉拉铁矿品质高于力拓子公司 Hamersley 的 Pilbara 混合矿

项目	卡拉拉铁精矿	Hamersley Pilbara 混合矿
铁含量	68.20%	62.20%
二氧化硫含量	4.75%	3.60%
三氧化二铝含量	0.10%	2.10%
磷含量	0.01%	0.10%

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

担心的固定资产设施的容纳情况看起来并不存在较大的问题, 目前电力以及铁路的能力都足以容纳 3600 万吨/年的产能, 用水容纳能力约为 1600 万吨/年, Geraldton 港口的能力约为 1400 万吨/年。

表 15: 固定资产设施产能容纳情况

Infrastructure Capacity of Stage One Construction	产能容纳
Power Transmission	3,600
Rail Spur	3,600
Water Pipeline	1,600
Geraldton Port	1,400

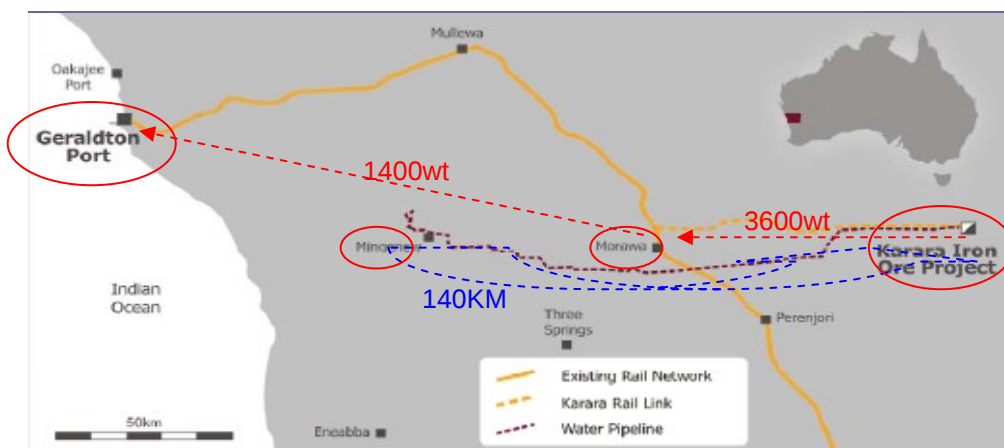
资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

- ✓ **基础设施:** 铁路和用水;

铁路方面：卡拉拉目前正在建设从矿区到 Morawa 以北 3 公里处 Tilley Siding 的双轨铁路支线，长度为 85 公里，由 Macmahon 公司承包建设，可满足年产 3,600 万吨以上铁精矿的需要。项目投产后，卡拉拉将通过承包商把矿石从采场运到铁路支线，然后再经由现有的 WestNet Rail 公司的铁路（可满足年产 1,400 万吨以上铁精矿的需要）把矿石从 Morawa 运至 Geraldton 港。

用水方面：卡拉拉铁矿项目的主要水源是 Mingenew 附近的地下蓄土层。卡拉拉将建设 2 个泵站采取钻井抽水的方式获得水源，并通过约 140 公里长、直径为 550 毫米的输水管道送至矿区。输水管道的建设由 DM Civil 公司承包，目前已交付了 70% 以上。该输水管道可以满足 1,600 万吨/年铁精矿产量的需要。

图 6：卡拉拉项目铁路和用水路线图



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 7：卡拉拉项目铁路和用水基建施工图



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 8: 卡拉拉项目铁路和用水基建施工图

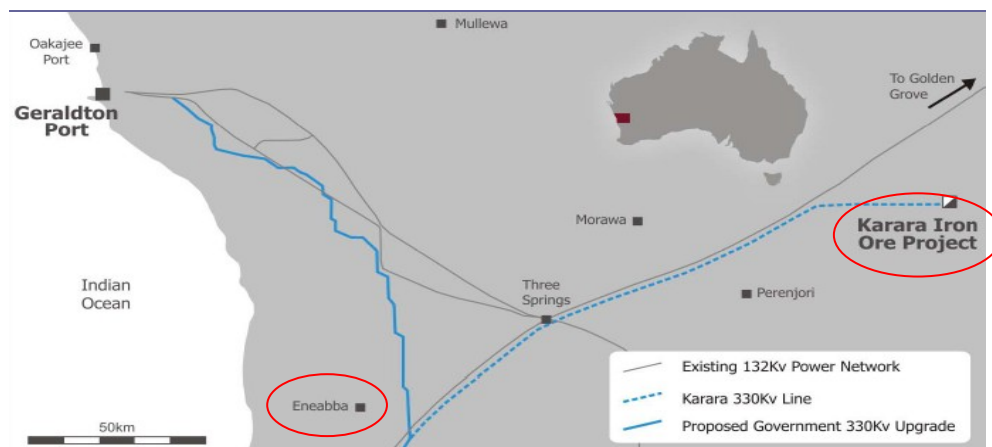


资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

✓ 基础设施: 电力供应;

卡拉拉矿区的电力将来自西澳大利亚州政府的电网, 即西南互联系统 (South West Interconnected System, 以下简称“SWIS”)。卡拉拉正在建设一条长约 180 公里的从 Karara 到 Eneabba 的 330KV 高压输电线, 将在 Eneabba 与 SWIS 对接。该输电线目前正由 Downer EDI 公司承包建设, 可满足年产 3,600 万吨铁精矿的需要。根据卡拉拉 2007 年与 Verve Energy 公司签署的 15 年期供应合同, 供电价格固定为 2007 年的电价加 CPI, 规模为每年 120 兆瓦, 足以支持 1,200 万吨/年铁精矿的生产。卡拉拉目前已与 Western Power 公司签订了关于输电线运营的框架协议, 计划由其提供项目投产以后输电线运营管理的服务。

图 9: 卡拉拉项目电力供应路线图



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

图 10: 卡拉拉项目基础设施建设图



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 11: 卡拉拉项目基础设施情况



资料来源：公司资料，长江证券研究部

✓ 基础设施：港口存储和运输；

1、卡拉拉在 Geraldton 港的铁精矿存储设施拥有 25.5 万吨的存储能力，在铁精矿产量不超过 1,400 万吨/年的情况下，Geraldton 港可以满足卡拉拉铁精矿出口的需要；

2、Geraldton 港由 Geraldton 港务局管理，传统上主要出口各种散装原料、矿物和谷物。Geraldton 港务局已经允许卡拉拉进行码头扩建设计和 5,000 吨/小时装船机的研究工作，项目投产后，每年 800 万吨的磁铁精矿将通过 Geraldton 港出口。目前卡拉拉已在 Geraldton 港开展相关设施的建设工作，并正在与 Geraldton 港务局进行港口服务协议谈判。卡拉拉生产的矿石将先在 Geraldton 港储存，再通过散货船出口，因此还将采购船运中介公司的服务。

图 12: Geraldton 港口的具体情况一览



资料来源：公司资料，长江证券研究部

根据公司的公告，目前吨矿的开采的现金成本约为 42 美金。

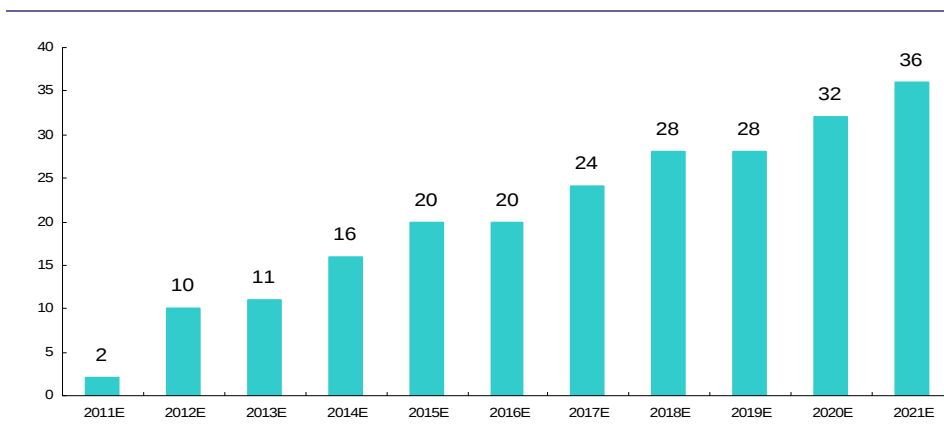
表 16: 卡拉拉项目吨矿开采成本为 42 美金

operating cash cost estimate	A\$ Tonne
mining	11
crushing	1
concentrating	13
other	5
transport (rail/port)	12
concentrate FOB geraldton (ex.royalties)	42

资料来源：公司资料，长江证券研究部

从公司公告的产能释放情况来看，2011 年释放约 200 万吨，2012 年将迅速扩张到 1000 万吨，2015 年预计达到 2000 万吨，2021 年可实现每年 3600 万吨的远景规划目标。

图 13: 卡拉拉项目的产能释放情况预计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

我们对卡拉拉铁矿的盈利预测假设如下：

- ✓ 产量预测采用公司公告的内容，2011-2013 年产量分别为 200、1000、1100 万吨，远景产量可达到 3600 万吨/年；

- ✓ 固定资产投资的成本为 19.15 亿澳元，由于卡拉拉项目按照 3000 万吨/年的开采能力也可开采 30 年以上，我们采用 30 年直线折旧法进行折旧，每年固定成本 0.64 亿澳元；
- ✓ 开采成本为吨矿 42 澳元吨；
- ✓ 假定 2011-2013 年人民币对美元升值 3%，以后年份假定汇率水平维持不变；
- ✓ 价格方面，假定 2011、2012、2013 年的矿石税后价格分别为 170、165、160 美元/吨，之后按照每年 5% 的降幅进行假设；
- ✓ 三项费用水平参考金岭矿业的水平，假定为 8%；
- ✓ 运费方面，目前澳西-北仑宝山的运费约为 8 美元/吨，假定运费水平稳定在 10 美元不变；
- ✓ 关于企业税负，我们采用了目前澳洲通行的 15% 左右的矿业企业税负水平作为初始预测值。由于澳洲地区自 2012 年 7 月 1 日起对资源企业征收 30% 的资源税，因此 2012 年以后税负会逐年上升。由于起征点尚不明确，因此暂时假定企业最高税率为 40%。

表 17: 对卡拉拉项目未来盈利进行预测

卡拉拉矿盈利预测	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
估算销售收入	3.40	16.50	17.60	24.32	28.88	27.44	31.28	34.67	32.93	35.75	38.21
估算销售成本	1.47	4.81	5.22	7.31	8.98	8.98	10.65	12.32	12.32	13.99	15.65
鞍澳公司持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
鞍钢香港对金达必持股	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%
——金达必对卡拉拉持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
钒钛合计持股	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%
公司产量预测	200	1000	1100	1600	2000	2000	2400	2800	2800	3200	3600
矿石 CIF 价格	170	165	160	152	144	137	130	124	118	112	106
同比变动幅度		5%	0%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
西澳-中国海运费	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
矿石 FOB 价格	160	155	150	142	134	127	120	114	108	102	96
综合完全成本	73.43	48.06	47.49	45.69	44.89	44.89	44.36	43.99	43.99	43.70	43.48
开采成本	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72	41.72
固定折旧	31.71	6.34	5.76	3.96	3.17	3.17	2.64	2.26	2.26	1.98	1.76
费用率	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
吨矿利润	73.77	94.54	90.51	84.95	78.75	72.11	66.33	60.71	55.02	49.89	44.97
税前利润	1.48	9.45	9.96	13.59	15.75	14.42	15.92	17.00	15.41	15.97	16.19
税率	15%	20%	25%	30%	35%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
净利润	1.25	7.56	7.47	9.51	10.24	8.65	9.55	10.20	9.24	9.58	9.71
汇率	6.38	6.19	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01
净利润（人民币）	8.00	46.82	44.84	57.14	61.48	51.97	57.36	61.25	55.51	57.53	58.34
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
贡献 EPS	0.10	0.56	0.53	0.68	0.73	0.62	0.68	0.73	0.66	0.68	0.69

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 公司资料, 长江证券研究部

第五，后期仍存在产能进一步扩大的可能

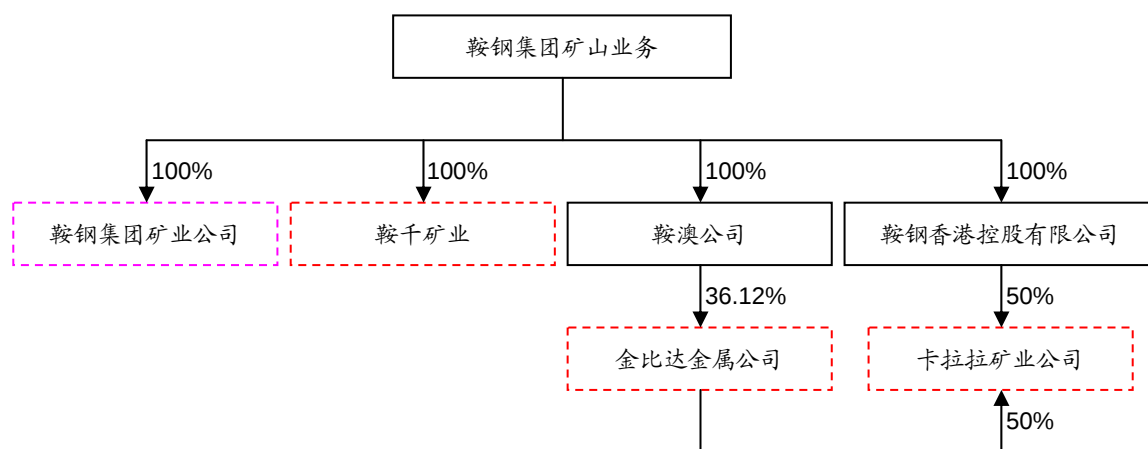
✓ 金达必公司拥有 1900 平方公里矿业许可

本次置入资产中的鞍钢香港公司持有金达必 35.92%的股权。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。

✓ 鞍钢矿业公司有望后期继续注入

本次重组完成后，鞍钢集团公司下属的鞍钢集团矿业公司亦从事铁矿石采选业务，与攀钢钒钛之间存在同业竞争。

图 14：鞍钢集团总共拥有的矿山资源一览



资料来源：公司资料，长江证券研究部

鞍钢集团矿业公司为鞍钢全资子公司，从事铁矿石采、选、烧结矿、球团矿生产业务。鞍钢集团矿业公司下属铁矿探明铁矿储量为 77.2 亿吨。目前，鞍钢集团矿业公司具备年产 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。

根据鞍钢集团公司承诺，鞍钢集团公司将尽最大努力逐步促使鞍山钢铁集团公司现有的铁矿石采选业务达到上市条件，在鞍山钢铁集团公司现有铁矿石采选业务符合上市条件且相关操作合法合规的前提下，在本次重组完成后 5 年内将其注入攀钢钒钛。届时，公司矿产资源储量将进一步提升，成为国内铁矿石储量最为丰富、铁矿石采选能力最大、具有一定国际竞争力的特大型矿产资源龙头企业。

此外集团公司还承诺：公司未来在行业发展规划等方面将根据国家的规定进行适当安排，在本公司与攀钢钒钛具有同等投资资格的前提下，对于新业务机会（本承诺中所有新业务均指与攀钢钒钛铁矿石采选业务构成或可能构成直接或间接竞争的新业务），本公司应先通知攀钢钒钛。

- ✓ 如攀钢钒钛接受该新业务机会，本公司需无偿将该新业务机会转让给攀钢钒钛，如攀钢钒钛拒绝该新业务机会，本公司及其下属全资、控股公司才有权进行投资；
- ✓ 此后若攀钢钒钛提出收购要求，本公司及其下属全资、控股公司仍需将新业务机会所形成的资产和业务以合理的价格及条件优先转让给攀钢钒钛。

第六，维持“推荐”评级

同时，鞍钢承诺，如鞍千矿业和 50%卡拉拉股权 2011 年、2012 年、2013 年实际盈利合计数低于预测净利润合计数，则鞍钢将按照超额向攀钢钒钛支付现金予以补偿。考虑到该方案还有诸多的审批程序尚未完成，我们暂不考虑资产置换的影响，预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.15 元和 0.20 元，维持“推荐”评级。

表 18: ST 钒钛置换后盈利预测统计

白马矿盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
铁精矿产量假设	780	855	1,100	1,400	1,500
吨矿净利假设	70.14	78.42	200	150	150
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.12	0.38	0.37	0.39
鞍千矿业盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
铁精矿产量假设	220	270	270	270	270
吨矿净利假设	259	315	300	250	250
鞍千矿业贡献 EPS 统计	0.10	0.15	0.14	0.12	0.12
卡拉拉矿石盈利预测	2010E	2011E	2012E	2013E	2021E
产量预测	0	200	1000	1100	3600
考虑持股比例后对 EPS 的贡献		0.10	0.56	0.53	0.69
钒钛业务	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
钒钛业务对 EPS 贡献	0.04	0.05	0.05	0.06	0.06
合计	0.23	0.42	1.13	1.08	1.26

资料来源：公司资料，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	38508	44384	48920	54884	货币资金	2198	4438	4892	5488
营业成本	33266	35636	39219	43847	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5242	8748	9701	11037	应收账款	2402	2773	3056	3429
% 营业收入	13.6%	19.7%	19.8%	20.1%	存货	7890	8462	9312	10411
营业税金及附加	468	539	594	667	预付账款	1893	2036	2240	2504
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	60	71	79	88
销售费用	1108	1287	1419	1592	流动资产合计	17496	21286	23444	26256
% 营业收入	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	4059	4660	5137	5763	持有至到期投资	294	294	294	294
% 营业收入	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	长期股权投资	598	598	598	598
财务费用	940	870	778	627	投资性房地产	248	248	248	248
% 营业收入	2.4%	2.0%	1.6%	1.1%	固定资产合计	33980	32104	30117	28010
资产减值损失	345	139	105	138	无形资产	2932	2785	2646	2514
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	26	12	12	12	递延所得税资产	209	35	26	34
营业利润	-1652	1264	1680	2263	其他非流动资产	276	276	276	276
% 营业收入	-4.3%	2.8%	3.4%	4.1%	资产总计	56033	57626	57649	58230
营业外收支	307	0	0	0	短期贷款	12184	11423	8292	4777
利润总额	-1345	1264	1680	2263	应付款项	8451	9040	9949	11122
% 营业收入	-3.5%	2.8%	3.4%	4.1%	预收账款	2449	2841	3131	3513
所得税费用	291	316	420	566	应付职工薪酬	934	983	1159	1295
净利润	-1636	948	1260	1698	应交税费	61	68	41	49
归属于母公司所有者					其他流动负债	6597	7142	7861	8793
的净利润	-1551.0	868.2	1154.4	1555.0	流动负债合计	30677	31497	30433	29550
少数股东损益	-85	80	106	143	长期借款	6386	6386	6386	6386
EPS (元/股)	-0.27	0.15	0.20	0.27	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	44	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	3221	3221	3221	3221
经营活动现金流净额	722	4834	5413	5808	负债合计	40329	41104	40040	39157
取得投资收益	7	12	12	12	归属于母公司	14765	15503	16485	17806
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	6	0	0	0	少数股东权益	939	1019	1124	1267
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	15704	16522	17609	19073
固定资产投资	-4277	-844	-889	-849	负债及股东权益	56033	57626	57649	58230
其他	-58	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4329	-832	-877	-837		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	-0.271	0.152	0.202	0.272
股权融资	1	0	0	0	BVPS	2.58	2.71	2.88	3.11
银行贷款增加 (减少)	3218	-761	-3131	-3515	PE	-43.53	77.76	58.49	43.42
筹资成本	1598	-1001	-951	-860	PEG	0.22	-0.39	-0.29	-0.22
其他	-1944	0	0	0	PB	4.57	4.35	4.10	3.79
筹资活动现金流净额	2872	-1761	-4082	-4375	EV/EBITDA	41.79	16.17	14.12	12.24
现金净流量	-736	2240	454	596	ROE	-10.5%	5.6%	7.0%	8.7%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。