

*ST 钒钛(000629)

重组提升价值 资源优势蕴含发展潜力

研究员：印晓明

执业证书编号：S0570510120001

电话：025-84784691

E-mail: yxmwwq@sina.com

地址：南京市中山东路 90 号

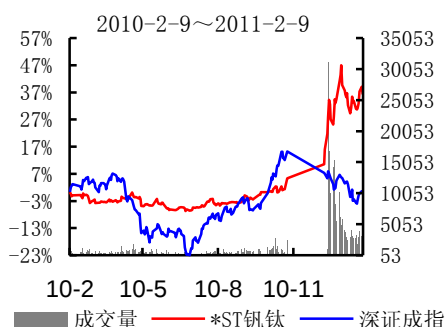
投资评级：推荐(首次评级)

钢铁 II

当前价格(元)：11.70

目标价格(元)：12.85

股价走势图



相关研究

投资要点：

- 未来公司转型为矿产开发及钒钛综合利用的资源类企业，将新增胡家庙子铁矿及金达必、卡拉拉矿，形成攀西、东北、澳大利亚三大矿产基地，成为国内铁矿石储量最为丰富的上市企业。
- 金达必拥有探矿前景良好的面积约 1900 平方公里的矿业许可，卡拉拉矿业许可面积约占其 20%。卡拉拉矿将于 2011 年中期投产，2011 年末达到设计产能，年产磁铁精矿 800 万吨，赤铁矿 300 万吨。2015 年卡拉拉铁矿总产量可达 2,000 万吨/年，2020 年可超过 3,000 万吨/年。
- 鞍钢集团矿业公司是我国最大的黑色冶金矿山企业，探明铁矿石储量 74 亿吨、工业储量 44 亿吨，具备年产 1,300 万吨铁精矿的生产能力。鞍钢集团承诺在重组完成后 5 年内将其注入公司。依托丰富的矿产资源储量和良好的产业发展环境，转型后的公司具备持续快速发展潜力。
- 本次重组尚需通过多项审批以及获得相关批准的时间存在不确定性。未来铁矿石价格的波动、汇率的变动以及项目能否按时投产都将对公司业绩产生较大的影响。
- 预计 2011 年公司铁矿石产量 1300 万吨，2012 年铁矿石产量将快速释放，预计 2012 年新增产量 1100 万吨，随着铁矿石产量提高，公司业绩将随之大幅提升，预计 2011、2012、2013 年公司每股收益为 0.40 元、0.78 元、0.89 元。鉴于公司即将拥有丰富的铁矿资源以及市场对铁矿石旺盛的需求，看好公司未来发展，给予公司“推荐”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	572649.75
流通 A 股(万)	317813.92
52 周内股价区间(元)	7.98-12.71
总市值(亿)	670.00
总资产(亿)	586.41
每股净资产(元)	2.71

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	384.86	431.04	160.04	248.06
+/-%	36.88	12.0	-62.9	55.0
净利润(百万)	-1551.01	894	2300	4475
+/-%	0.00	-42.4	157.4	94.5
EPS(元)	-0.27	0.16	0.40	0.78
P/E	-43.20	74.96	29.13	14.97

一、 公司概况

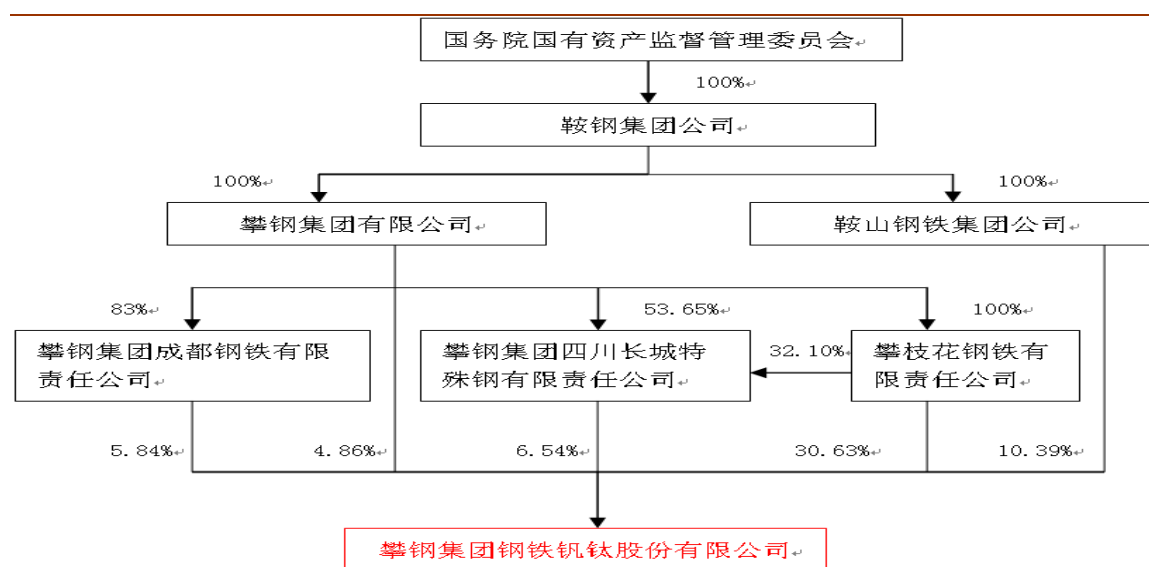
1.1 公司历史沿革

公司于1993年3月由攀枝花钢铁（集团）公司（2009年整体改建为攀钢集团有限公司）、攀枝花冶金矿山公司（已并入攀钢集团有限公司）和中国第十九冶金建设公司共同发起，以定向募集方式设立的股份有限公司。1996年11月，公司向社会公众发行2,420万股A股，并在深圳证券交易所上市。

2008年12月，公司向攀枝花钢铁（集团）公司及其关联方发行股份购买其资产；公司吸收合并攀钢集团重庆钛业股份有限公司和攀钢集团四川长城特殊钢股份有限公司。攀钢集团整体上市完成后，公司总股本从32.83亿股增加至57.26亿股，其中攀钢集团直接及间接控股47.9%。

2010年7月根据国务院国有资产监督管理委员会《关于鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司重组的通知》精神，鞍钢集团公司成立，攀钢集团有限公司成为其全资子公司，鞍钢集团公司是公司实际控制人。

图 1：公司股权控制图



资料来源：公司报告 华泰证券研究所

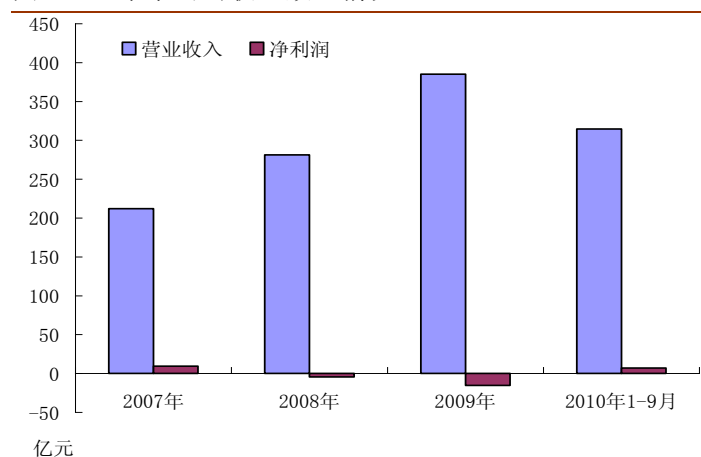
1.2 公司主营业务

目前公司是以钢铁为主、兼营钒钛的大型钢铁生产企业。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，公司生产铁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。

攀钢集团整体上市时，鞍钢集团承诺获得二次现金选择权的股东可于2011年4月25日至2011年4月29日期间按10.55元/股将其所持公司股票出售给鞍钢集团。本次重组前，预计公司

2010年净利润约9亿元，每股收益约0.16元。公司业绩显然支撑不了二次现金选择权的价格，实际控制人注入优质资产、提升公司业绩就成了必然选择。

图 2：近年来公司收入效益情况



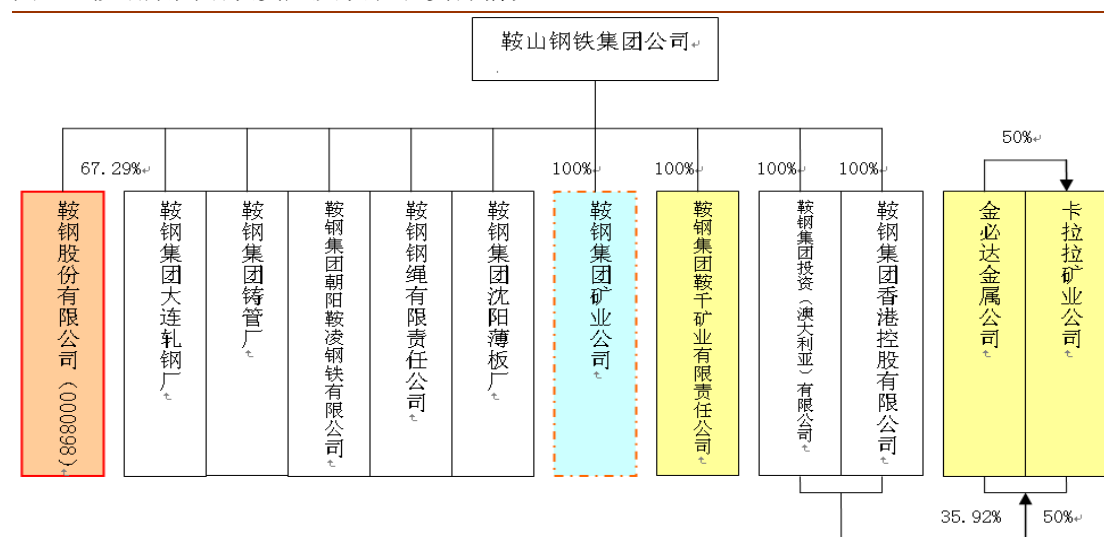
资料来源：公司报告 华泰证券研究所

二、重组打造矿产资源龙头

2.1 重组方案

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%股权进行置换。

图 3：鞍钢集团钢铁资产及铁矿石资源情况



资料来源：公司报告 华泰证券研究所

2.2 置入资产

鞍钢集团置入资产为：鞍千矿业100%股权；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35.92%的股权；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)。

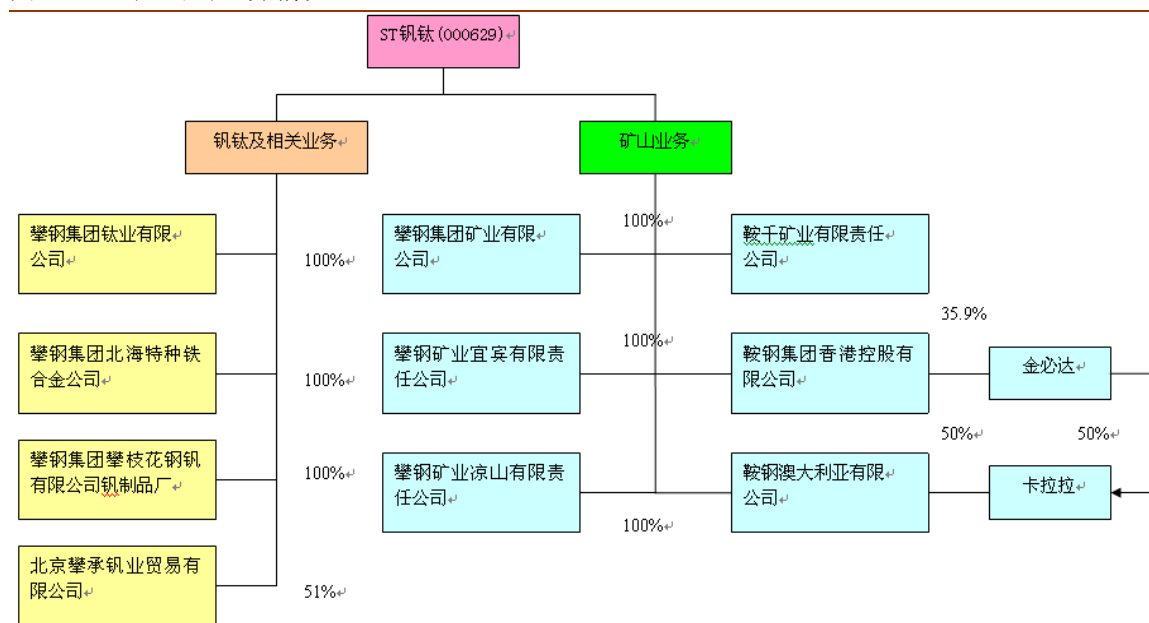
2.3 置出资产

公司拟置出资产为从事钢铁业务的公司股权和本部资产。本部相关资产包括：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。

2.4 主营业务转向资源开发

重组完成后，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。公司将在现有新白马、兰尖、朱家包包铁矿基础上，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。其中，新白马、兰尖、朱家包包、胡家庙子铁矿合计探明铁矿石储量24.5亿吨，可采储量11.5亿吨；澳大利亚的卡拉拉铁矿拥有25.18亿吨的JORC 标准的铁矿石资源量。公司将成为国内铁矿石储量最为丰富的上市公司。

图4：重组后公司业务情况



资料来源：公司报告 华泰证券研究所

在钒钛资源方面，公司所在的攀西地区拥有钒资源储量1,862万吨、钛资源储量6.18亿吨，分别占世界储量的11.6%和35%，占中国储量的52%和95%。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。未来公司将积极推进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，实现公司产业链的进一步延伸。

2.5 后续铁矿石资源注入预期

鞍钢集团公司下属的鞍钢集团矿业公司从事铁矿石采选业务，与公司之间存在同业竞争。为避免同业竞争，鞍钢集团公司承诺：在鞍山钢铁集团公司现有铁矿石采选业务符合上市条件的前提下，在重组完成后5年内将其注入公司。

鞍钢集团矿业公司为鞍山钢铁集团全资子公司，从事铁矿石采、选、烧结矿、球团矿生产业务，是我国最大的黑色冶金矿山企业。该公司探明铁矿石储量74亿吨、工业储量44亿吨。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。依托丰富的矿产资源储量和良好的产业发展环境，转型后的公司具备持续快速发展的潜力。

表1:重组前后公司铁矿石资源情况

	重组前		重组后	
	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%） 可采储量 7.5 亿吨	保有储量 11.5 亿吨（平均品位 28.78%） 可采储量 4 亿吨	磁铁矿资源量 25.18 亿吨（JORC 标准）（平均品位 34.1%） 磁铁矿储量 9.775 亿吨	
铁精矿年产能	2011 年白马矿二期建成，预计总产能达 1,100 万吨 2013 年白马矿三期建成后，预计产能达 1,500 万吨	260 万吨	2011 年预计产能 1,100 万吨/年 - 远景产能达 3,000 万吨/年	
铁精矿年产量	2010 年（预计）730 万吨 2011 年（预计）810 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	2012 年达产，产量 1,100 万吨，其中，磁铁矿 800 万吨，赤铁矿 300 万吨 - 远期年产量 3,000 万吨	

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

三、重组后业绩预测

重组后，2011 年公司将形成年产 1300 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，2012 年公司将形成年产 2,500 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 4,700 万吨。

表2：重组后公司铁矿石年开采量估算（万吨）

	2011	2012	2013	远期
攀钢矿业	810	1,100	1,400	1500
鞍千矿业	270	270	275	280

卡拉拉铁矿	200	1,000	1100	3000
合计	1280	2370	2775	4780

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

3.1 存续资产盈利预测

本次重组后，攀钢集团矿业有限责任公司等盈利能力较好的资产仍保留在上市公司。存续资产包括攀钢集团矿业有限公司、攀钢集团钛业有限责任公司、北京攀承钒业贸易有限公司、攀钢集团北海特种铁合金公司、发电厂等。预计公司存续资产2010年、2011年、2012年归属于母公司股东净利润分别为8.02亿元、10.2亿元、12.6亿元。

3.2 鞍千矿业盈利预测

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。预计鞍千矿业2010年归属于母公司股东的净利润约为5.7亿元，2011年归属于母公司股东的净利润约为8.5亿元。

表 3：胡家庙子铁矿采矿权情况

采矿权人	矿山名称	保有储量/可采储量	铁矿石品位	生产规模	铁精矿产能
鞍钢集团矿业公司	胡家庙子铁矿	11.5 亿吨/ 4 亿吨	28.78%	1,500 万吨/年	260 万吨/年

资料来源：公司报告 华泰证券研究所

3.3 卡拉拉铁矿盈利预测

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该公司的铁矿资源。

卡拉拉是西澳大利亚州中西部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。目前卡拉拉铁矿项目的配套基础设施建设正在进行中。卡拉拉目前的基础设施建设标准可以满足年产1,400-3,600万吨铁精矿的需要，未来有较大的扩产潜力。

卡拉拉将于2011年末达产，一期设计产能为磁铁精矿800万吨/年，赤铁矿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%；赤铁矿品位约60%，系直接装船级铁矿，无需精选。卡拉拉铁矿总产量在2015年可达2,000万吨/年，2020年将超过3,000万吨/年，可以开采30年以上。

卡拉拉铁矿盈利预测主要假设:

预计卡拉拉2011年产铁精矿200万吨, 2013年完全达到设计产能1100万吨; 预计澳大利亚政府自2012年7月1日起征收30%的资源租赁税; 预计2011、2012、2013年铁矿石销售均价为165、168、170美元/吨; 未来三年人民币有升值趋势, 美元兑人民币汇率为6.4、6.3、6.2。

表 4: 卡拉拉铁矿盈利估算

	2011	2012	2013
产量 (万吨)	200	1,000	1100
单价 (美元/吨)	165	168	170
收入 (万美元)	33000	168000	187000
完全成本 (万美元)	66581.99	262556.7	303708
税后利润 (万美元)	46607.39	183789.7	212595.6
利润贡献 (按持股 69.76%)	32513.32	128211.7	148306.7
汇率 (美元兑人民币)	6.4	6.3	6.2
EPS 贡献 (元)	0.10	0.41	0.48

资料来源: 公司报告 华泰证券研究所

四、投资建议

重组完成以后, 2012 年公司铁矿石产量将快速释放, 预计 2012 年新增产量 1100 万吨, 未来卡拉拉铁矿产量仍有大幅提升余地。随着铁矿石产量提高, 公司业绩将随之大幅提升, 预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.40 元、0.78 元、0.89 元。鉴于公司未来具有丰富的资源优势以及市场对铁矿石旺盛的需求, 看好公司未来发展, 给予公司“推荐”的投资评级。

表 5: 重组后公司盈利预测表

	2011	2012	2013
存续资产 EPS 贡献 (元)	0.18	0.22	0.26
鞍千矿业 EPS 贡献 (元)	0.12	0.15	0.15
卡拉拉铁矿 EPS 贡献 (元)	0.10	0.41	0.48
EPS 合计 (元)	0.40	0.78	0.89

资料来源: 公司报告 华泰证券研究所

五、风险提示

本次重组尚需通过多项审批方可实施, 审批事项能否获得批准, 以及获得相关批准的时间均存在不确定性。未来铁矿石价格的波动、汇率的变动以及项目能否按时投产都将对公司业绩产生较大影响。

附：公司报表预测摘要

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	17496	12926	12532	24631
现金	2198	2569	9033	19019
应收账款	1804	855	342	597
其他应收款	599	276	102	180
预付账款	1893	959	384	670
存货	7890	5863	1709	2551
其他流动资产	3112	2404	962	1614
非流动资产	38537	37124	34506	31648
长期投资	598	514	649	594
固定资产	29025	29708	28418	26307
无形资产	2932	2932	2932	2932
其他非流动资产	5982	3970	2507	1815
资产总计	56033	50050	47038	56279
流动负债	30677	22748	16553	20564
短期借款	11059	6705	7400	7722
应付账款	5466	6466	2401	3721
其他流动负债	14152	9577	6753	9121
非流动负债	9652	10636	11469	12164
长期借款	6386	7486	8286	8986
其他非流动负债	3266	3150	3183	3178
负债合计	40329	33384	28022	32728
少数股东权益	939	979	1029	1089
股本	5726	5726	5726	5726
资本公积	8903	8903	8903	8903
留存收益	120	1014	3314	7789
归属母公司股东权益	14765	15687	17987	22462
负债和股东权益	56033	50050	47038	56279

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	722	6493	6335	10302
净利润	-1636	934	2350	4535
折旧摊销	2728	3021	3271	3433
财务费用	940	942	889	931
投资损失	-26	-27	-35	-29
营运资金变动	-1949	2653	289	1379
其他经营现金流	664	-1029	-430	53
投资活动现金流	-4329	-1434	-565	-503
资本支出	4361	1900	400	500
长期投资	-22	-454	193	23
其他投资现金流	9	12	28	19
筹资活动现金流	2872	-4688	694	188
短期借款	8391	-4353	694	323
长期借款	4561	1100	800	700
普通股增加	1702	0	0	0
资本公积增加	2937	0	0	0
其他筹资现金流	-14719	-1435	-800	-835
现金净增加额	-738	371	6464	9986

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	38486	43104	16004	24806
营业成本	33266	36337	10434	15528
营业税金及附加	468	431	160	248
营业费用	1108	1168	445	690
管理费用	4059	3233	1200	1600
财务费用	940	942	889	931
资产减值损失	345	75	90	95
公允价值变动收益	0	-0	0	0
投资净收益	26	27	35	29
营业利润	-1652	946	2820	5743
营业外收入	538	349	394	403
营业外支出	231	50	80	100
利润总额	-1345	1245	3134	6046
所得税	291	311	783	1512
净利润	-1636	934	2350	4535
少数股东损益	-85	40	50	60
归属母公司净利润	-1551	894	2300	4475
EBITDA	2016	4908	6980	10107
EPS (元)	-0.27	0.16	0.40	0.78

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-17.8%	12.0%	-62.9%	55.0%
营业利润	-220.2%	-42.8%	198.2%	103.7%
归属于母公司净利润	-195.4%	-42.4%	157.4%	94.5%
获利能力				
毛利率(%)	13.6%	15.7%	34.8%	37.4%
净利率(%)	-4.0%	2.1%	14.4%	18.0%
ROE(%)	-10.5%	5.7%	12.8%	19.9%
ROIC(%)	-2.6%	4.6%	9.9%	21.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	72.0%	66.7%	59.6%	58.2%
净负债比率(%)	46.05%	44.59%	58.72%	53.69%
流动比率	0.57	0.57	0.76	1.20
速动比率	0.30	0.29	0.65	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.81	0.33	0.48
应收账款周转率	29	26	25	51
应付账款周转率	9.23	6.09	2.35	5.07
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	-0.27	0.16	0.40	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	1.13	1.11	1.80
每股净资产(最新摊薄)	2.58	2.74	3.14	3.92
估值比率				
P/E	-43.20	74.96	29.13	14.97
P/B	4.54	4.27	3.72	2.98
EV/EBITDA	43	18	12	9

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。