

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

国资委与发改委审批通过, 项目进展加速

事件描述

ST 钒钛发布公告: 1、公司股票将于 2011 年 3 月 28 日起撤销退市风险警示特别处理, 恢复正常交易, 公司股票简称将由“*ST 钒钛”变更为“攀钢钒钛”; 2、公司收到鞍钢集团公司通知, 国务院国资委下发《关于鞍钢集团公司资产置换有关问题的批复》, 同意资产置换方案; 3、公司收到鞍钢集团公司通知, 国家发改委下发《国家发展改革委关于攀钢集团钢铁钒钛股份有限公司资产重组涉及鞍山钢铁集团公司所持境外股权变动的批复》, 同意资产置换方案。

事件评论

第一, 资产置换方案获国资委及发改委审批, 项目进度继续推进

资产置换的方案需要经过一系列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。

继资产置换协议获得澳大利亚外商投资评审委员会 (FIRB) 有条件批准通过后, 方案再次获得国务院国资委及国家发改委的审批通过, 项目进度继续稳步推进。

第二, 方案完成后, 公司将变身国内最大的矿石企业

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

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

表 2：本次重组前后公司铁矿石资源量、储量、产能、产量情况

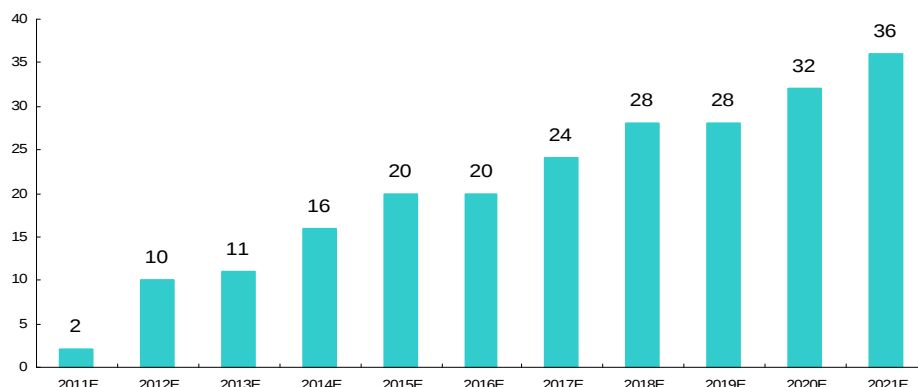
项目	重组前		本次重组新增矿石资产		
	攀钢矿业		鞍千矿业	卡拉拉铁矿	
资源量/储量	✓ 保有储量 13 亿吨（平均品位 29.14%）		✓ 保有储量 11.5 亿吨（平均品位 28.78%）	✓ 磁铁矿资源量：25.18 亿吨（JORC 标准）（平均品位 34.1%）	
	✓ 可采储量 7.5 亿吨（29.14%）		✓ 可采储量 4 亿吨（平均品位 28.78%）	✓ 磁铁矿储量：9.775 亿吨（JORC 标准）（平均品位 36.5%）	
铁精矿年产能	✓ 2009 年：730 万吨				
	✓ 2011 年白马矿二期建成，预计总产能达 1,100 万吨		✓ 260 万吨	✓ 2011 年一期建成，预计产能达到 1,100 万吨/年	
	✓ 2013 年白马矿三期建成后，预计总产能达 1,500 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		
	✓ 2011 年（预计）：855 万吨		✓ 2011 年（预计）：270 万吨		
	✓ 2012 年（预计）：1,100 万吨			✓ 远期年产量 3,000 万吨	
	✓ 2013 年（预计）：1,400 万吨			✓ 鞍澳公司直接持股 50%，鞍钢香港通过金达必间接持股 17.96%	
本公司对该资产直接、间接合计持股比例	✓ 100%		✓ 100%		

资料来源：公司资料，长江证券研究部

公司产量的扩张短期来自白马矿与卡拉拉项目，长期来看，卡拉拉将成为未来重要增量。

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 1：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

第三，维持“推荐”评级

虽然方案仍有一系列手续未曾完成，但从目前推进的情况来看，项目进展较为顺利。如果不考虑资产置换的影响，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.21 元和 0.30 元。若审批一切顺利，预计 2011、2012 年新公司 EPS 分别为 0.39 元、0.85 元，维持“推荐”评级。

表 3：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	67.32	77.60	200	150	150
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.12	0.17	0.24	0.26
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		0.08	0.48	0.46	0.50
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	0.39	0.85	0.88	0.94

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）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	43272	49905	55041	61739	货币资金	1757	4991	5504	6363
营业成本	36452	41816	45810	51101	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6820	8090	9230	10638	应收账款	2285	2661	2934	3292
% 营业收入	15.8%	16.2%	16.8%	17.2%	存货	9164	10490	11490	12816
营业税金及附加	561	647	714	800	预付账款	1622	1853	2029	2264
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	44	50	56	62
销售费用	1169	1347	1486	1667	流动资产合计	17032	22532	24754	27865
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3219	3693	4073	4569	持有至到期投资	295	295	295	295
% 营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	长期股权投资	733	733	733	733
财务费用	983	816	676	466	投资性房地产	238	238	238	238
% 营业收入	2.3%	1.6%	1.2%	0.8%	固定资产合计	38910	36655	34189	31574
资产减值损失	203	0	0	0	无形资产	2848	2705	2570	2442
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	12	12	12	递延所得税资产	339	0	0	0
营业利润	753	1598	2293	3147	其他非流动资产	-666	-666	-666	-666
% 营业收入	1.7%	3.2%	4.2%	5.1%	资产总计	59728	62492	62112	62479
营业外收支	340	0	0	0	短期贷款	10833	9230	4911	0
利润总额	1090	1598	2293	3147	应付款项	10362	11873	13006	14507
% 营业收入	2.5%	3.2%	4.2%	5.1%	预收账款	3118	3593	3963	4445
所得税费用	28	399	573	787	应付职工薪酬	942	1070	1173	1308
净利润	1062	1198	1720	2360	应交税费	-61	42	51	63
归属于母公司所有者					其他流动负债	7815	8965	9827	10968
的净利润	1060.6	1196.6	1717.4	2357.1	流动负债合计	33009	34773	32931	31292
少数股东损益	1	2	2	3	长期借款	6858	6858	6858	6858
EPS（元/股）	0.19	0.21	0.30	0.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	19	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3467	3467	3467	3467
经营活动现金流净额	4725	6720	6705	7495	负债合计	43353	45098	43256	41617
取得投资收益	21	12	12	12	归属于母公司	15877	16894	18354	20357
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	498	499	502	505
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16375	17393	18856	20862
固定资产投资	-3416	-899	-950	-917	负债及股东权益	59728	62492	62112	62479
其他	-650	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4066	-887	-939	-906		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.185	0.209	0.300	0.412
股权融资	95	0	0	0	BVPS	2.77	2.95	3.21	3.55
银行贷款增加（减少）	-650	-1603	-4319	-4911	PE	71.76	63.60	44.31	32.29
筹资成本	1068	-996	-934	-820	PEG	2.35	2.09	1.45	1.06
其他	-1798	0	0	0	PB	4.79	4.50	4.15	3.74
筹资活动现金流净额	-1285	-2599	-5253	-5731	EV/EBITDA	19.21	15.27	12.63	10.53
现金净流量	-625	3234	514	859	ROE	6.7%	7.1%	9.4%	11.6%

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。

王鹤涛，复旦大学经济学硕士，南开大学经济学学士毕业，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。