

钢铁

署名人: 初学良

S0960210070009

0755-82026820

chuxueliang@cjis.cn

大成股份

600882

强烈推荐

转型成为纯铁矿石生产企业

6-12 个月目标价: 15.00 元

当前股价: 10.12 元

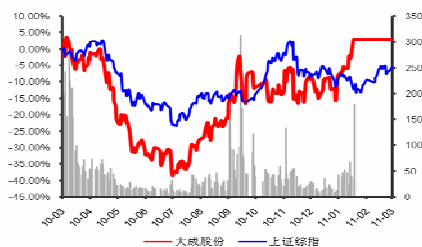
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2928
总股本 (百万)	214
流通股本 (百万)	214
流通市值 (亿)	21.6
EPS (11E)	0.75
每股净资产 (元)	5.97
净资产收益率%	12.60

股价表现

(%)	1M	3M	6M
大成股份	10.00	24.32	28.59
上证综指	1.72	6.11	12.16



相关报告

报告具体分析公司未来的产品和价格预测。

投资要点:

- 公司资产置换后将成为纯铁矿石生产企业, 置入资产铁矿石可采储量 4765 万吨, 品位约 35%, 按照目前生产计划可开采到 2045 年。公司铁矿石目前主要是露天开采, 未来逐步转入地下, 开采成本总体不高。公司铁矿石储量价值巨大, 超过 60 亿元, 对应股价超过 15 元。公司铁矿资产主要包括 3 块: 韩旺铁矿卧虎山矿段、下沟铁矿和东长旺—马家沟地区铁矿。前两矿两证齐全, 后者拥有探矿权。
- 铁矿石价格判断: 我们认为 2011-2013 年铁矿石价格将呈现高位震荡的大趋势。2013 年后随着铁矿石供需格局的逆转和人均粗钢产量陆续接近峰值, 价格向下的前提才能成立, 未来两年价格无忧。
- 我们对公司的看法: 纯铁矿石企业, 股价应在 15 元以上。公司未来的成长性还需要观察, 产量提升空间不大。公司大股东之一淄博宏达矿业拥有铁矿石储量超过 1 亿吨, 未来存注入的想象空间。公司 2011 年 1-2 月经营业绩如果持续, 公司全年业绩将接近 1.50 元, 远超公司原有预期的 0.60 元, 对此我们认为应持续跟踪公司生产成本和费用处理等影响公司业绩的几个主要因素。
- 首次给予公司强烈推荐的投资评级, 根据市场给予纯铁矿石企业 20 倍 PE 估值水平, 6 个月目标价为 15.00 元, 12 个月目标价为 17.40 元。我们预测 2011 年至 2013 年基本每股收益分别为 0.75、0.87、0.92 元, 目前股价对应 2011 年、2012 年 PE 分别是 13.49 倍、11.63 倍。
- 风险提示: 重大资产重组进程终止

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	788	1208	1375	1512
同比 (%)	5%	53%	14%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	-71	295	342	366
同比 (%)	-2378%	314%	16%	7%
毛利率 (%)	6.7%	40.0%	38.2%	37.0%
ROE (%)	-20.3%	12.6%	13.2%	13.0%
每股收益 (元)	-0.18	0.75	0.87	0.93
P/E	-55.74	13.46	11.59	10.83
P/B	11.34	1.70	1.53	1.40
EV/EBITDA	84	10	9	9

资料来源: 中投证券研究所

一、公司基本情况分析

本次重大资产重组前，上市公司的主营业务为化学农药、基本化学原料的生产和销售。近三年来，由于化工原料价格大幅度提高，农药产品销售不景气导致上市公司主营业务面临困难较多，经营业绩压力较大。因此，大股东中国化工农化总公司决定对其重组。

本次交易完成后，上市公司原有资产和负债全部置出，华联矿业成为上市公司全资子公司。上市公司的主营业务将由化学农药、基本化学原料的生产和销售变更为铁矿采选、铁精粉生产及销售。

表 1：重组前后公司股权变化

股东名称	重组前		重组后	
	持股数量（万股）	持股比例（%）	持股数量（万股）	持股比例（%）
中国化工农化总公司	6526.6717	30.54	150.00	0.38
银山投资	-	-	5029.69	12.88
东里镇中心	-	-	5324.06	13.63
汇泉国际	-	-	4773.05	12.22
华旺投资	-	-	1625.15	4.16
华为投资	-	-	1844.84	4.72
霖易源投资	-	-	472.93	1.21
宏达矿业	-	-	4304.02	11.02
齐银山	-	-	419.27	1.07
董方国	-	-	424.04	1.09
其它股东	14845.97	69.46	14845.97	38.01
股份总计	21372.64	100.00	39063.02	100.00

资料来源：公司公告

公司未来铁矿石分为 3 个矿区：韩旺铁矿卧虎山矿段、下沟铁矿、东长旺—马家沟地区铁矿，下面是具体介绍。

表 2：重组后公司铁矿石资源量、储量、产能、产量情况

铁矿名称	储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	投产情况	品位	采矿权
韩旺铁矿卧虎山矿段	5657	3310	300	露天 200 万吨, 地下 100 万吨。	35%	拥有
下沟铁矿	2095.8	1381	100	目前正在办理立项, 完成立项审批后将正式开始建设	35.49%	拥有
东长旺—马家沟地区铁矿	138.5	74	10	已完成详查	32.91%	拥有探矿权

资料来源：公司公告 中投证券研究所

本次重组后，公司将形成年产 410 万吨原矿的生产能力。公司自有铁精粉生产和加工能力为 110 万吨，同时也具备部分外来加工能力。

表 3: 公司未来产品产量和业绩情况预测

盈利预测	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E
铁精矿产量 (万吨)	57.40	94.30	105.00	125.00	140.00
铁精矿收入 (百万)	421.00	993.00	1,207.50	1,375.00	1,512.00
单价 (元/吨)	733.45	1,053.02	1,150.00	1,100.00	1,080.00
铁精矿成本 (百万)	306.00	689.00	724.50	850.00	952.00
吨成本 (元)	533.10	730.65	690.00	680.00	680.00
吨毛利	200.35	322.38	460.00	420.00	400.00
吨净利 (元)	157.96	245.71	279.00	274.00	260.00
净利润合计 (万元)	9,067.00	23,170.00	29,295.00	34,250.00	36,400.00
合计对应 EPS (元)	0.23	0.59	0.75	0.87	0.93
毛利率	27.32%	30.61%	40.00%	38.18%	37.04%

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

我们对公司的评价:

1) 业绩大幅提升, 公司转变为纯铁矿石生产企业, 资源价值巨大。

本次重组后我们认为公司盈利能力大幅提高, 公司保守预测 2011 年业绩 0.60 元。我们结合公司 2011 年 1-2 月经营数据和公司历史数据粗步测算公司 2011-2013 年基本每股收益为 0.75、0.87、0.93 元。综合来看, 按照今年 20 倍 PE 估值, 6 个月目标股价是 15 元。按照公司储量计算, 储量价值也超过 60 亿元, 对应股价应在 15 元之上。

表 4: 淄博宏达矿业公司资源情况

铁矿名称	储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	产能 (万吨)	投产情况	品位	采矿权
韩旺铁矿卧虎山矿段	5657	3310	300	露天 200 万吨, 地下 100 万吨。	35%	拥有
下沟铁矿	2095.8	1381	100	目前正在办理立项, 完成立项审批后将正式开始建设	35.49%	拥有
东长旺—马家沟地区 铁矿	138.5	74	10	已完成详查	32.91%	拥有探矿权

资料来源: 公司公告 中投证券研究所

2) 未来成长性需要观察公司后续整合能力。

从公司资料来看, 公司未来成长性缺失。产量增速有限, 铁矿石产品毛利率上升空间也不大。作为纯铁矿石企业, 由于产品价格 2 年内无忧, 因此产量增速和储量提升决定着公司成长性, 我们需要观察其后续的整合能力。

公司大股东之一淄博宏达矿业拥有铁矿石储量超过 1 亿吨, 未来存注入的想象空间。宏达矿业除持有拟注入资产华联矿业 19.39% 股权外, 还控股四家企业、参股其他三家企业, 具体情况如下:

表 5: 宏达矿业参控股子公司

序号	公司名称	持股比例 (%)	控制关系	资源储量	开发情况
1	山东华联矿业股份有限公司	19.39	参股	-	-
2	淄博华联投资有限公司	19.72	参股	-	-
3	山东东平宏达矿业有限公司	93.03	控股	铁矿石资源量 9986 万吨	建设期

4	潍坊万宝矿业有限公司	80.00	控股	铁矿石资源量1073.1 万吨	建设期
5	金兆秘鲁矿业有限公司	99.00	控股	18 个区块构成, 面积150km ² , 为磁铁(铜、金)矿床	勘探过程中
6	龙口宏港码头有限公司	40.00	控股	-	-
7	淄博宏达热电有限公司	35.00	参股	-	-
8	山东金鼎矿业有限公司	30.00	参股	-	-

资料来源: 公司公告

我们判断: 未来大股东之一资产注入存在可能, 但由于资产多处于建设期或者勘探过程中, 尚未产生经济效益, 注入还需要很长的路要走。

本次交易审批风险:

经考察, 中国农化以公开征集受让方方式转让其持有的大成股份 29.84%股权最终确定受让方为银山投资、汇泉国际、东里镇中心, 上述股权转让尚需国务院国资委批准。本次重大资产重组尚需呈报批准的程序还包括:

(一) 本公司股东大会审议通过本次重大资产重组并同意豁免银山投资及其一致行动人以要约方式增持本公司股份的义务;

(二) 本次拟置出资产评估结果须经国有资产监督管理部门核准或备案确认, 同时本次重大资产重组须经国有资产监督管理部门批准(如需);

(三) 中国证券监督管理委员会核准本次交易并豁免银山投资及其一致行动人以要约方式增持本公司股份的义务;

(四) 本次国有股权转让尚需取得国有资产监督管理部门批准。

本次交易能否获得相关的批准或核准, 以及获得相关批准或核准的时间, 均存在不确定性, 提醒广大投资者注意投资风险。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	670	2228	2522	2791
现金	80	1918	2164	2393
应收账款	40	54	62	68
其它应收款	4	4	4	5
预付账款	92	87	102	114
存货	432	103	121	136
其他	21	60	69	76
非流动资产	928	887	911	925
长期投资	20	50	50	50
固定资产	688	649	679	698
无形资产	187	184	181	178
其他	34	5	2	-0
资产总计	1597	3114	3433	3716
流动负债	1239	767	832	886
短期借款	911	500	500	500
应付账款	166	109	128	143
其他	161	158	205	243
非流动负债	6	6	6	6
长期借款	6	6	6	6
其他	0	0	0	0
负债合计	1245	773	838	892
少数股东权益	3	3	3	3
股本	214	392	392	392
资本公积	226	1743	1743	1743
留存收益	-101	193	447	676
归属母公司股东权益	350	2339	2592	2822
负债和股东权益	1597	3114	3433	3716

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-99	597	413	438
净利润	-71	295	342	366
折旧摊销	86	71	76	86
财务费用	52	17	-22	-28
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-156	258	15	13
其它	-9	-42	2	1
投资活动现金流	-18	-2	-101	-101
资本支出	18	0	100	100
长期投资	0	2	0	0
其他	0	-1	-1	-1
筹资活动现金流	40	1243	-67	-109
短期借款	188	-411	0	0
长期借款	-24	0	0	0
普通股增加	0	178	0	0
资本公积增加	-0	1517	0	0
其他	-125	-40	-67	-109
现金净增加额	-78	1838	246	229

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	788	1208	1375	1512
营业成本	736	725	850	952
营业税金及附加	1	2	3	3
营业费用	16	21	25	27
管理费用	72	51	63	70
财务费用	52	17	-22	-28
资产减值损失	-7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-81	393	456	488
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-69	393	456	488
所得税	2	98	114	122
净利润	-71	295	342	366
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	-71	295	342	366
EBITDA	57	480	510	546
EPS (元)	-0.33	0.75	0.87	0.93

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	4.6%	53.2%	13.9%	10.0%
营业利润	-304.5%	384.8%	16.1%	7.0%
归属于母公司净利润	-2378.5	314.1%	16.1%	7.0%
获利能力				
毛利率	6.7%	40.0%	38.2%	37.0%
净利率	-9.0%	24.4%	24.9%	24.2%
ROE	-20.3%	12.6%	13.2%	13.0%
ROIC	-2.7%	34.9%	36.8%	39.0%
偿债能力				
资产负债率	77.9%	24.8%	24.4%	24.0%
净负债比率	75.58%	65.46%	60.37%	56.71%
流动比率	0.54	2.90	3.03	3.15
速动比率	0.17	2.76	2.88	2.99
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.51	0.42	0.42
应收账款周转率	15	24	21	21
应付账款周转率	4.82	5.27	7.20	7.04
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	-0.18	0.75	0.87	0.93
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.25	1.53	1.05	1.12
每股净资产 (最新摊薄)	0.89	5.97	6.62	7.20
估值比率				
P/E	-55.74	13.46	11.59	10.83
P/B	11.34	1.70	1.53	1.40
EV/EBITDA	84	10	9	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

初学良, 中投证券研究所钢铁行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

重点覆盖公司: 武钢股份、宝钢股份、鞍钢股份、河北钢铁、新兴铸管、太钢不锈、济南钢铁、莱钢股份、新钢股份、华菱钢铁、酒钢宏兴、方大炭素、常宝股份、金洲管道、久立特材、鄂尔多斯、攀钢钒钛

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时间更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434