

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

收购集团资产以完善产品结构并战略布局上游

事件描述

本钢板材今日公布非公开发行股票预案，计划发行股票数量不超过 5.43 亿股，募集资金总额预计不超过 37.7 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 37 亿元，拟投资于以下项目：1、购买本钢集团持有的本钢浦项 75% 股权，预计 15.5 亿元；2、购买本钢集团矿业公司拥有的徐家堡子铁矿探矿权，预计 13 亿元；3、补充公司流动资金 8.5 亿元。

事件评论

第一，15.5 亿元收购本钢浦项 75% 股权，冷轧产能 190 万吨，收购 PB 与公司当前水平基本持平

本次非公开发行股票募集资金总额预计不超过 37.7 亿元，扣除发行费用后募集资金净额 37 亿元，拟投资以下项目：

- ✓ 购买本钢集团持有的本钢浦项 75% 股权，预计 15.5 亿元，上述资产转让价格将按照经辽宁省国资委备案的评估值确定，全部以募集资金投入；
- ✓ 购买本钢集团矿业公司拥有的徐家堡子铁矿探矿权，预计 13 亿元，资产转让价格将按照经辽宁省国资委备案的评估值确定，全部以募集资金投入；
- ✓ 补充公司流动资金 8.5 亿元。

本钢浦项公司成立于 2004 年，最初设立之时本钢集团持股比例为 90%，2007 年 4 月本钢集团向 POSCO 出售所持本钢浦项 15% 的股权，转让完成后本钢集团持有 75% 股权，POSCO 持有 25% 股权。

表 1：本钢浦项成立于 2004 年，本钢集团目前持股比例为 75%

日期	本钢浦项公司发展历程及主要大事统计
2004 年	公司设立，为合资企业，注册资本 19.2 亿人民币，其中本钢集团持股 90%，韩国浦项钢铁持股 10%。
	公司从事生产加工并在中国境内外销售冷轧和镀层产品，包括冷轧薄板、冷硬板、热浸镀锌薄板、彩涂薄板和相关副产品。
2007 年	本钢集团向韩国浦项钢铁出售 15% 股权，转让价格 2.88 亿元。转让完成后，本钢集团持股 75%，韩国浦项持股 25%。

资料来源：公司资料，长江证券研究部

本钢浦项主要产品为冷轧板卷、镀锌板卷等高端钢材产品，年设计生产能力 195 万吨，产品厚度 0.2~2.5mm，宽度 800~1870mm，广泛用于汽车制造、冰箱、洗衣机等家电制造，以及产业设备、各种建筑材料等领域。

本钢浦项 2010 年度销售各种板材 180.70 万吨,其中冷轧卷 93.84 万吨,镀锌卷 46.24 万吨,冷硬卷 32.25 万吨。2010 年实现营业收入 82.22 亿元,净利润 3.28 亿元。

表 2: 2010 年销售板材 180.7 万吨

2010 年	销售量 (万吨)
冷卷	93.84
镀锌卷	46.24
冷硬卷	32.25
板材合计	180.7

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

从最近的利润表情况来看, 如果按照 2010 年盈利水平来计算, 对应收购 PE 水平为 6.30, 处于并不高的位置。不过 2011 年 1 季度在本钢板材依然维持较高盈利的情况下, 本钢浦项出现亏损。因此, 考虑到冷轧盈利在接下来的可能不稳定, 收购的 PE 水平并不能简单参考 2010 年的盈利状况。

表 3: 本钢浦项利润表统计

项目(亿元)	2011 年 1-3 月	2010 年度
营业收入	21.41	82.22
营业利润	-0.05	3.24
利润总额	-0.05	3.24
净利润	-0.11	3.28
收购价格	15.50	
75%股权对应净利润	-0.08	2.46
对应收购 PE 水平		6.30
本钢板材净利润	3.05	9.25
本钢板材 EPS	0.10	0.30
当前股价	8.53	
本钢板材当前 PE 水平	21.33	28.92

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

从公司净资产的数据来看, 对应 15.5 亿元的收购价格, 相应的 PB 水平为 1.77, 而本钢板材最新的 PB 水平为 1.75 倍, 相比来看, 收购本钢浦项的 PB 水平较为中性。

表 4: 本钢浦项资产负债表统计

项目 (亿元)	2011.03.31	2010.12.31
流动资产	19.46	19.22
固定资产	37.07	37.98
资产总计	57.49	58.16
流动负债	34.80	33.02
非流动负债	10.98	13.33
负债合计	45.79	46.35
股东权益合计	11.70	11.81
负债及股东权益总计	57.49	58.16
收购价格	15.50	15.50
对应 PB	1.77	1.75
本钢板材当前 PB	1.75	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

本钢集团作为股权出售方，同意按《上市公司重大资产重组管理办法》第十七条及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组申请文件》规定，提供本钢浦项自 2012 年起未来三年的盈利预测报告，若将来本钢浦项实际收益低于盈利预测，差额部分由本钢集团按持有本钢浦项的股权比例在本钢板材该年度财务报告公告后十五个工作日内以现金方式向本钢板材补足。

第二，购买本钢集团矿业公司拥有的徐家堡子铁矿探矿权，预计 13 亿元

公司拟用募集资金中的 13 亿元收购徐家堡子铁矿探矿权。

徐家堡子铁矿位于本溪市南芬区徐家堡子村境内，勘查面积 3.88 平方公里，地理坐标为东经 123°41'15"~123°42'15"，北纬 41°06'15"~41°07'15"。

图 1：徐家堡子铁矿所处地理位置



资料来源：公司资料，长江证券研究部

徐家堡子铁矿是本钢集团重要的后备矿山，属国家大型铁矿。根据《辽宁省本溪市徐家堡子铁矿床补充勘探报告》评审备案证明，徐家堡子评审并备案的资源储量为：贫铁矿+低品位矿 2.09 亿吨，资源量估算范围面积为 0.96 平方公里。贫铁矿平均品位 29.22%，低品位矿 24.41%。根据公告，该铁矿的可采储量为 1.41 亿吨。按年产 153 万吨铁精粉（530 万吨原矿）计算，该矿服务年限约为 32 年。

徐家堡子探矿权权属清晰，探矿权证取得合法，不存在权利受限、权属争议或者妨碍权属转移的情况。

表 5：徐家堡子铁矿详细介绍

资源储量	可采储量	原矿平均品位		铁精粉品位	原矿产能	铁精粉产能	开采年限
		贫铁矿	低品位矿				
20887.37	14149.97	29.22%	24.41%	68.50%	530	153	32

资料来源：公司资料，长江证券研究部

徐家堡子铁矿达产后年生产规模 530 万吨，经选矿后可生成 68.5% 的铁精矿 153 万吨。基建期为 2013 年至 2016 年，试产期三年，2017 年产能为 150 万吨，2018 年达到 300 万吨，2019 年达到 400 万吨，2020 年达到 530 万吨。

表 6：徐家堡子铁矿的规划情况

规划	2013-2016	2017	2018	2019	2020-2050
原矿产能（万吨）	基建期	150	300	400	530

资料来源：公司资料，长江证券研究部

从计划情况来看，徐家堡子铁矿 2013 年开始基建，基建期将持续 4 年，主要投资包括采矿部分固定资产投资 12.6 亿元，选矿部分投资 6 亿元，征地动迁费用 5 亿元。

表 7：徐家堡子铁矿基建投资

成本支出	亿元
建设地下开采工程总投资	12.6
选矿工程投资	6.0
征地费用	5.0

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 8：建设地下开采工程总投资明细情况

建设地下开采工程总投资明细	投资（万元）	比例（%）
建筑工程费	20,719	16.45%
安装工程费	2,513	1.99%
设备购置费	39,419	31.29%
井巷工程费	46,269	36.72%
其他费用	7,737	6.14%
预备费用	9,333	7.41%
投资	125,989	100%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从该铁矿的开采成本方面来看，单位精矿成本约 500 元/吨，完全成本费用约为 534 元/吨。

表 9：单位矿石生产成本计算表

单位矿石生产成本计算表	
成本项目	单位成本（元/t）
辅助材料	11.33
动力	11.17
人工工资	7.89
制造费	44.60
矿石生产成本	74.99

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 10：单位铁精矿成本计算表

铁精矿成本计算	
成本项目	单位成本（元/t）
原料费	261.08
选矿加工费	238.43
单位精矿成本	499.51
管理费用	32.45
财务费用	2.15
单位精矿成本费用	534.10

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

相比凌钢股份保国铁矿的数据来看，公司每吨精矿 500 元左右的成本与保国铁矿前几年的数据较为相符。不过徐家堡子铁矿自 2017 才开始逐步释放产量，由于矿石价格及开采成本等各方面可能都将存在较大不确定性，我们暂不对盈利情况进行预测。

表 11: 凌钢股份保国铁矿主要数据一览

日期	铁矿石	主要财务指标				吨矿指标			
	产量	收入	成本	利润总额	净利润	吨收入	吨成本	吨毛利	吨净利
2005	80.01	4.84	3.97	0.87	0.58	605	496	109	72
2006	86.16	4.25	3.76	0.49	0.33	493	436	57	39
2007	67.93	5.93	3.85	2.08	1.38	873	567	306	203
2008	90.60	10.37	5.35	5.02	3.78	1,145	591	554	417
2009	92.00	5.98	5.26	0.71	0.53	650	572	78	58
2010	87.30	9.15	6.51	2.64	1.98	1,048	746	303	227

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

单从收购该铁矿的吨储价格来看, 收购价格并不算高。不过由于徐家堡子铁矿还处于探矿阶段, 距离投产期还有相当一段时间, 因此收购价格方面存在一定折价也属正常。

表 12: 徐家堡子铁矿收购情况与保国铁矿的对比

收购情况对比	收购价值	资源储量	可采储量	吨资源储量价值	吨可采储量价值
保国铁矿	201,870	4,189	3,561	48.18	56.69
徐家堡子铁矿	130,000	20,887	14,150	6.22	9.19

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

从本钢集团的资源情况来看, 徐家堡子铁矿是本钢集团目前唯一具备转让条件的铁矿资源, 已探明储量 2.08 亿吨, 办理采矿权证不存在法律障碍, 未来能够为上市公司带来良好的效益。本钢集团的矿山资源均在全资子公司本钢集团矿业公司名下, 除徐家堡子铁矿外, 拥有的铁矿资源包括南芬露天矿、歪头山铁矿、花岭沟铁矿和贾家堡子铁矿。

本钢集团目前正积极推进其他矿山上述事项的解决, 但达到可转让给上市公司条件的时间无法估计, 本钢集团将在其他矿山符合条件时, 将其他矿山资产注入上市公司。

表 13: 本钢集团拥有铁矿资源的情况一览

集团铁矿	储量 (万吨)	矿界内储 量	矿界外储 量	2010 年 采矿量	备注	
南芬露天矿	85,243.70	30,534.50	54,709.20	1,284.00	划拨矿山，未缴过采矿权价款，土地为划拨地，实际储量还需补充勘探及核实备案	
歪头山铁矿	歪头山区	14,125.40	8,991.10	5,134.30	347.10	划拨矿山，未缴过采矿权价款，土地为划拨地，实际储量还需补充勘探及核实备案
	马耳岭区	1,591.20	901.90	689.30	132.20	划拨矿山，未缴过采矿权价款，土地为划拨地，实际储量还需补充勘探及核实备案
花岭沟铁矿	5,962.00				矿以协议方式取得，既无探矿权证也无采矿权证，采矿权证尚未开始办理，不具备转让条件	
贾家堡子铁矿	15,200.00				需重新进行矿区范围划定、资源储量核实备案，可行性研究尚未编制，尚不具备转让的条件，基建等投资规模预计与徐家堡子相当，规划产能 400 万吨/年	

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

本钢集团作为资产出售方，承诺全力协助本钢板材办理徐家堡子铁矿采矿权证；同意在资产交割时本钢板材只支付 50% 的价款，余款在取得采矿权证后支付。本钢板材如于 2012 年年底之前还未能取得采矿权证，本钢集团承诺按交易价格回购上述探矿权，并将本钢板材已付款项及按同期银行贷款利率计算的利息，一并退回。

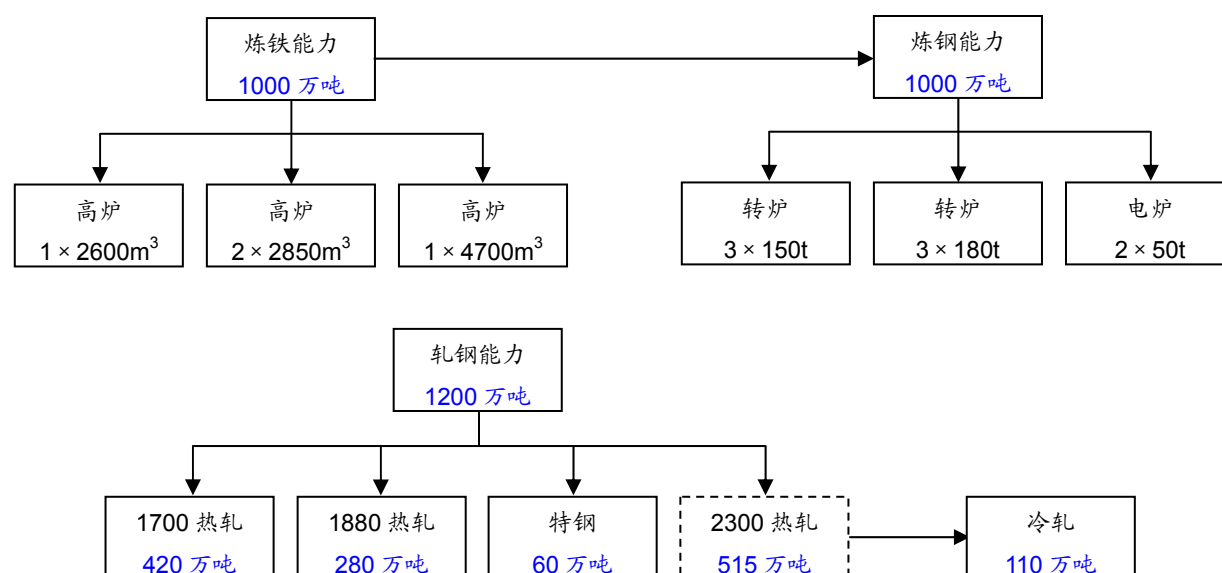
第三，非公开增发完善产品结构，战略布局向产业链上游延伸

公司向集团公司租赁的 2300mm 热轧机生产线，自 2010 年 1 月 1 日起至租赁协议期限届满，公司按照使用租赁标的产生的利润的 30% 向集团公司支付租金，年租金额不超过本公司上一会计年度经审计的净资产额的 5%（不含 5%）。该阶段，如果本公司运行的租赁标的发生亏损，亏损额由本公司自行承担。

公司目前炼铁设备主要为 5 座高炉，炼钢设备为 6 座转炉和 2 座电炉，炼铁炼钢的能力均在 1000 万吨左右。主要产品为热轧及冷轧板卷，还拥有一条产能 60 万吨的特钢生产线。1700mm 与 1880mm 热轧机合计产能约为 700 万吨，租赁的 2300mm 热轧机产能约为 515 万吨，后端还有一条配套的冷轧生产线，产能 110 万吨，轧钢能力上已经能够达到 1200 万吨。

公司收购本钢浦项公司后，将新增 190 万吨冷轧板卷的生产能力，产品结构更加完善。而公司收购的徐家堡子铁矿虽然短期难以贡献业绩，但从战略上也体现了公司积极布局上游、产业链纵向延伸的思路。

图 2：公司主要生产设备及产能统计图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第四，维持“谨慎推荐”评级

由于非公开增发尚未完成，暂不考虑其影响，预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 0.46 元与 0.54 元，维持“谨慎推荐”评级。

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	45688	50458	55196	58915	货币资金	3651	5046	5520	5892
营业成本	40757	43241	47399	50500	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	4931	7217	7797	8415	应收账款	2076	2324	2542	2714
% 营业收入	10.8%	14.3%	14.1%	14.3%	存货	13134	13921	15260	16258
营业税金及附加	162	179	196	209	预付账款	8380	8871	9724	10360
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	510	555	607	648	流动资产合计	30944	34249	37516	39996
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	可供出售金融资产	179	179	179	179
管理费用	2862	3179	3477	3712	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	长期股权投资	1986	1986	1986	1986
财务费用	236	1328	1193	1095	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	2.6%	2.2%	1.9%	固定资产合计	25181	24252	23200	22005
资产减值损失	60	57	51	40	无形资产	6967	6619	6288	5973
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	1447	14	13	10
营业利润	1103	1918	2273	2711	其他非流动资产	38410	38410	38410	38410
% 营业收入	2.4%	3.8%	4.1%	4.6%	资产总计	105114	105709	107593	108559
营业外收支	-98	0	0	0	短期贷款	16356	12292	10478	8010
利润总额	1005	1918	2273	2711	应付款项	9562	10134	11109	11836
% 营业收入	2.2%	3.8%	4.1%	4.6%	预收账款	6157	6812	7451	7954
所得税费用	79	480	568	678	应付职工薪酬	322	344	378	402
净利润	925	1439	1705	2033	应交税费	-1836	26	31	35
归属于母公司所有者的净利润	925.4	1438.8	1704.8	2033.4	其他流动负债	5839	6224	6821	7269
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	36400	35833	36268	35505
EPS (元/股)	0.30	0.46	0.54	0.65	长期借款	12717	12717	12717	12717
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	61	0	0	0
经营活动现金流净额	2586	7907	4689	5129	其他非流动负债	591	591	591	591
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	49769	49141	49576	48813
收回现金					归属于母公司	54068	55291	56740	58468
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1277	1277	1277	1277
固定资产投资	-3845	-905	-952	-889	股东权益	55345	56568	58017	59745
其他	-14	0	0	0	负债及股东权益	105114	105709	107593	108559
投资活动现金流净额	-3859	-905	-952	-889	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	89	0	0	0	EPS	0.295	0.459	0.544	0.648
银行贷款增加 (减少)	1514	-4064	-1814	-2468	BVPS	17.24	17.63	18.09	18.64
筹资成本	455	-1544	-1448	-1400	PE	28.91	18.59	15.69	13.16
其他	-899	0	0	0	PEG	0.96	0.62	0.52	0.44
筹资活动现金流净额	1158	-5608	-3263	-3868	PB	0.49	0.48	0.47	0.46
现金净流量	-114	1395	474	372	EV/EBITDA	17.11	8.61	7.66	6.70
					ROE	1.7%	2.6%	3.0%	3.5%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。