

湘财证券研究所

钢铁有色研究小组

许雯 分析师
 执业编号：S0500511050001

联系人：
 王攀
 Tel: 021-68634518-8715
 E-mail: wp2846@xcsc.com

况志华
 Tel: 021-68634518-8707
 E-mail: kzh3265@xcsc.com

评级

本次评级 买入
 上次评级 增持

投资要点：

- **公司拟通过非公开增发收购集团资产。** 公司公布非公开增发预案，本次非公开增发发行股份不超过 5.43 亿股，发行价格 6.95 元/股，募集资金不超过 37.7 亿元，收购本钢集团持有的本钢浦项 75% 股权及本钢集团矿业公司拥有的徐家堡子铁矿探矿权，并补充流动资金。

表 1 公司募集资金项目

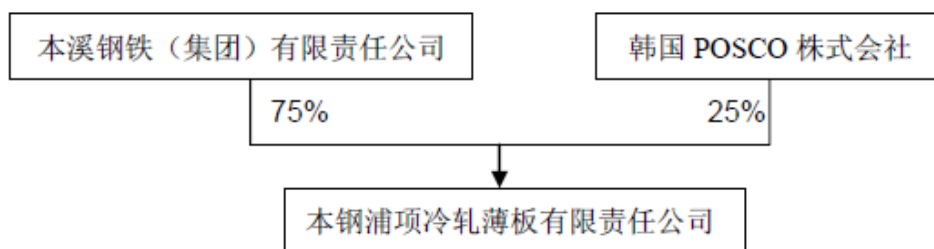
募集资金用途	拟收购主要资产	拟投入募集资金额度 (亿元)
收购本钢集团持有的本钢浦项 75% 股权	冷轧板卷、镀锌板卷等高端钢材产线	15.5
购买本钢集团矿业公司拥有的徐家堡子铁矿探矿权	铁矿石资源	13
补充流动资金	-	8.5
合计		37

数据来源：公司公告

- **收购本钢浦项 75% 股权将进一步消除关联交易。**

本钢浦项公司系本钢集团控股子公司，其中本钢集团控股股权 75%，韩国 POSCO 株式会社参股股权 25%。相关资产主要生产冷轧板卷、镀锌板卷等高端钢材产品，年设计生产能力 195 万吨，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。

图 1 本钢浦项股权结构



数据来源：公司公告

收购集团冷轧资产符合公司产品结构调整思路。公司自 2010 年开始不断加大产品结构调整，以提高在汽车板、家电板、高级别石油管线钢、集装箱钢为主导的“双高”产品和重点品种钢的市场占有率，收购本钢浦项 75% 股权后，公司冷轧产能由 110 万吨增加到 305 万吨，其中权益产能 256 万吨，高盈利的冷轧产能增幅达到 32.7%，将进一步增大高效益品种占比，优化公司产品结构。

优质冷轧产线及下游需求长期看好将提升公司盈利水平。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，净利

率达到 3.99%，高于公司同期 2.03% 的净利率水平。从下游来看，汽车、家电行业中长期产销持续看好将为公司产品提供持续消化能力，同时受益于消费升级高端高档冷轧板需求增长前景看好，此次收购的本钢浦项其产品主要定位于高质量的汽车用钢、高档家电用板和电子行业用板，将受益于高端产品增长带来的盈利增长。

表 2 本钢浦项注入将提高公司盈利水平

	营收（亿元）	净利润（亿元）	净利率
公司	456.88	9.25	2.03%
本钢浦项	82.22	3.28	3.99%

数据来源：公司公告

收购集团资产有利于降低关联交易，推进集团钢铁主业整体上市，为后续鞍本实质重组奠定基础。2010 年度公司发生的购买商品、接收劳务的关联交易金额为 101.46 亿元，占同类交易比例的 24.86%，其中与本钢浦项发生的关联购买金额约为 30.04 亿元，占到关联购买交易总额的 29.6%；公司发生的销售商品、提供劳务的关联交易金额为 112.71 亿元，占同类交易比例的 24.65%，其中与本钢浦项发生的关联销售金额约为 73.35 亿元，占到关联购买交易总额的 65.1%。通过本次收购，本钢浦项将成为公司的控股子公司，关联交易金额将大幅降低，同时减小与集团存在的同业竞争问题，进一步推动集团钢铁主业的整体上市。从鞍本实质重组的角度考虑，本钢集团钢铁主业整合上市也恰恰是奠基之步。

□ 收购徐家堡子铁矿探矿权将进一步增强公司资源自给率。

公司具备 1000 万吨/年的生铁生产能力，理论铁矿石需求量在 1600 万吨，虽然集团公司可以提供 80% 的原料供给，但是每年仍需进口铁矿石 300 万吨。铁矿石价格的大幅上涨和高位盘整大幅压缩公司的经营利润，同时铁矿石价格的剧烈波动也影响到公司经营的稳定性。通过收购集团矿业公司旗下的铁矿资源，将进一步降低对外矿的依赖程度和对控股股东的资源依赖，同时增强公司盈利能力并降低资源价格波动对经营业绩的影响。

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，其资源储量主要为贫铁矿+低品位矿共计 20,887.37 万吨，可采储量 14,149.97 万吨，其中贫铁矿平均品位 29.22%，低品位矿 24.41%。该矿设计产能 530 万吨原矿，年产 68.5% 品位铁精粉 153 万吨。正常达产后可产生年收入 15.7 亿元，预计年利润 5 亿元以上。

自有铁矿对业绩贡献将是长期过程，短期仍要受到资源压制。由于收购矿山目前仍处于探矿权转向采矿权阶段，根据相关的矿山建设可研数据，尚需要进行从 2013 年至 2016 年为期三年的建设才能进入投产，即 2017 年才能产生效益，故对于公司短期内仍需依赖外来资源的状况无法扭转。

□ 未来集团资产进一步注入仍可预期。

除了本次收购的资产，集团公司仍保留了部分钢铁及矿山资源。其中钢铁方面包括三热轧 2300mm 热轧机组合计 550 万吨热轧生产能力（目前以产线租赁形式租给公司）以及北营钢铁合计 1000 万吨、球墨铸管、连铸钢坯、螺纹钢、线材、中宽带钢、热轧板材等综合生产能力，而铁矿资源方面集团还拥有南芬露天矿、歪头山铁矿、花岭沟铁矿以及贾家堡子铁矿等重要矿产资源，上述资

源因产能批复、股权划转及采矿权办理等原因未能注入上市公司。从解决同业竞争、实现整体上市考虑，集团将进一步推动相关程序的进行，未来存在资产进一步注入的预期。

表 3 集团公司留存相关资产

集团存留相关资产	产品	产能 (万吨)	2010 年产量 (万吨)	目前状况	未能注入上市公司原因
钢铁					
热轧 2300 生产线	普板、低碳钢、汽车用钢，集装箱板，石油管线钢	550	430	租赁给公司	未取得国家发改委的五项批复
北营钢铁 66.74% 股权	生铁、球墨铸管、连铸钢坯、螺纹钢、线材、中宽带钢、热轧板材等	生铁：850 钢坯：900 钢材：1000		同业竞争	股权关系、产权关系尚未理顺
铁矿石		储量 (万吨)			
南芬露天矿	铁矿石	85,243.70	1,284	在采	采矿权目前无法转让
歪头山铁矿：					
歪头山采区	铁矿石	14,125.40	347.1	在采	采矿权目前无法转让
马耳岭采区	铁矿石	1,591.20	132.2	在采	采矿权目前无法转让
花岭沟铁矿	铁矿石	5,962	-	有偿出让取得	未持有采矿权益
贾家堡子铁矿	铁矿石	15200	20	小规模开采，未来将扩至 400 万吨/年规模	需要重新划界、扩大矿区范围并进行备案

数据来源：公司公告

- **提升评级至“买入”**。不考虑资产注入情况，我们预计公司 11/12 年的 eps 分别为 0.42/0.53，目前股价对应 pe 分别为 20.3X 和 16X，考虑到虽然铁矿石资产短期不会贡献利润会对业绩起到摊薄作用，但是本钢浦项优异的盈利能力将对冲股本增长对业绩的短期稀释，从两项优异资产未来盈利能力前景考虑，提升公司评级至“买入”。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。