

证券研究报告

普钢



分析师 兰杰 刘建刚

021-3856 5930

liujg@xyzq.com.cn

SAC:S0190207100103

联系人: 兰杰

021-3856 5960

lanj@xyzq.com.cn

推荐

本钢板材 (000761)

非公开发行注入“铁矿+冷轧板”

2011年5月17日

投资要点

事件: 公司发布非公开发行股票预案:

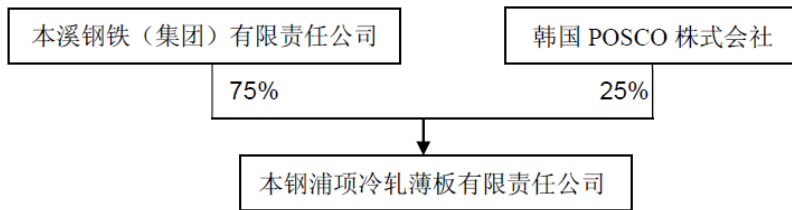
- 本次非公开发行股票的募集资金总额预计不超过 37.7 亿元, 扣除发行费用后募集资金净额 37 亿元, 拟投资于以下项目: (一) 购买本钢集团持有的本钢浦项 75% 股权, 预计 15.5 亿元, 上述资产转让价格将按照经辽宁省国资委备案的评估值确定, 全部以募集资金投入。(二) 购买本钢集团矿业公司拥有的徐家堡子铁矿探矿权, 预计 13 亿元, 资产转让价格将按照经辽宁省国资委备案的评估值确定, 全部以募集资金投入。(三) 补充公司流动资金 8.5 亿元。
- 发行价格和数量: 本次非公开发行股票数量不超过 5.43 亿股, 发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的百分之九十, 即 6.95 元/股。具体发行价格将在公司取得中国证监会关于本次非公开发行的核准批文后, 由公司董事会与本次发行的保荐人协商确定。
- 认购对象: 发行对象为不超过 10 名的特定对象。发行对象包括基金管理公司、证券公司等合格投资者, 特定对象均以现金认购。本次非公开发行股票, 本钢集团不参与认购, 若按照上限发行后本钢集团持股比例则降为 69.95%, 仍为本公司第一大股东。
- 审批程序: 本钢板材股份有限公司非公开发行股票相关事项已经获得公司第五届董事会第六次会议审议通过, 尚需获得辽宁省国资委、公司股东大会审议批准并报商务部、中国证监会核准。
- 风险: 审批风险; 非公开发行股票募集资金收购徐家堡子铁矿探矿权尚需取得国土资源部对探矿权转让的审批, 其储量核实报告尚需取得国土资源部备案。
- 我们对本钢板材、本钢浦项、徐家堡子铁矿分别估值, 公司合理估值在 11 元, 停牌前股价为 8.53 元, 我们给与公司“推荐”评级。

主要内容:

一. 15.5 亿元购买本钢浦项 75% 股权, 收购 PB 1.76 倍

- 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, 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。

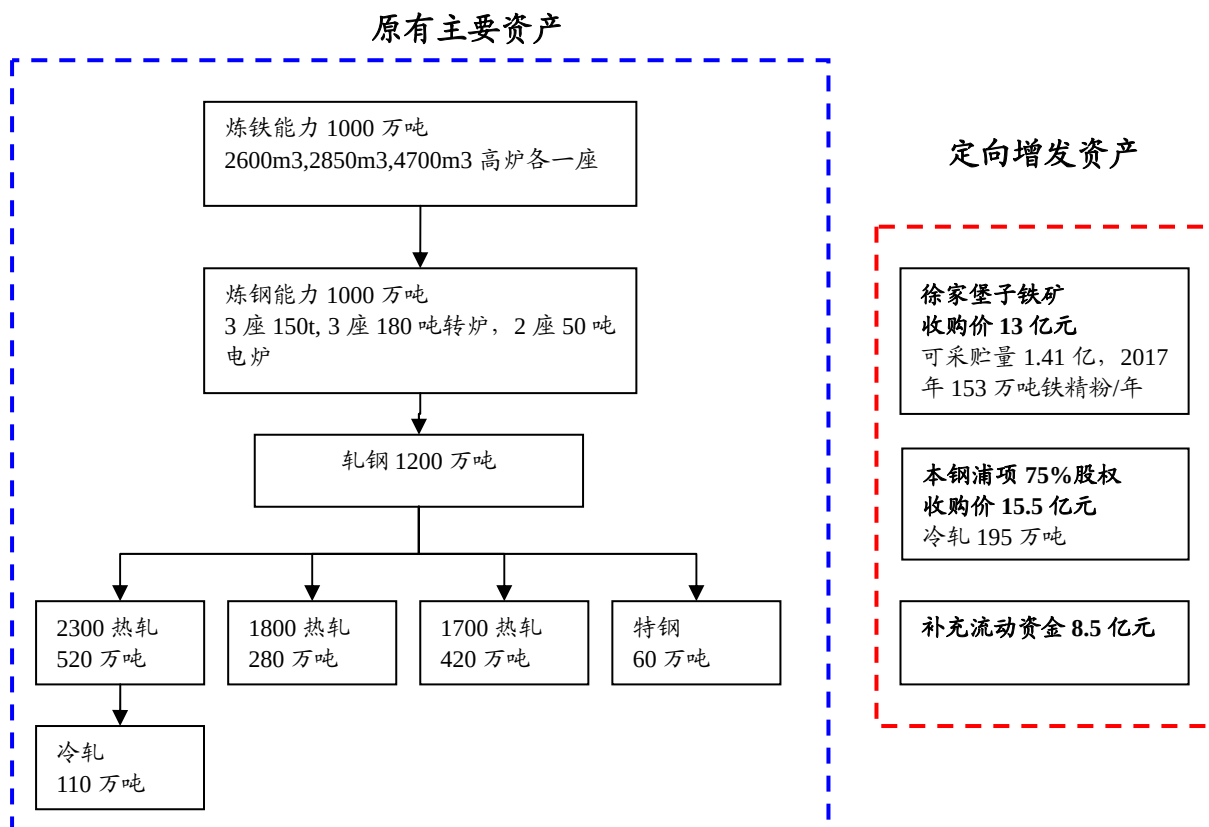
图 1 本钢浦项股权结构



数据来源：兴业证券研究所

- 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。**无论从净利润水平和资产回报率来看，本钢浦项都由于本钢板材现有资产盈利能力。当然值得注意的是：1. 2011 年以来由于汽车销量不景气，导致以冷板为主导的企业盈利能力明显下滑，本钢浦项 1 季度也出现小幅亏损，我们了解宝钢冷轧盈利能力也环比下滑。但中长期来看，汽车板（尤其高端外板）子行业结构仍好于多数钢材品种，产品仍可享受高于行业平均的盈利水平；2. 本钢浦项的高 ROE 部分得益于公司财务高杠杆（资产负债 80%），预计增发后流动资金将有助于缓解公司负债水平，同时 ROE 会有所下降。

图 2 公司原有资产和定向增发资产



数据来源：兴业证券研究所

表 1 本钢浦项和本钢板材盈利能力对比

项目	单位	本钢浦项		本钢板材
		2011 Q1	2010	2010

资产合计	万元	574,904	581,619	3,587,174
净资产	万元	117,044	118,133	1,504,531
营业收入	万元	214,058	822,202	4,568,775
净利润	万元	-1088.35	32,822	92,532
销量	万吨		180.7	1004
单吨价格	元/吨		4550	4550
单吨净利润	元/吨		181.6	92.2
净利润率			3.99%	2.03%
ROE			27.78%	6.15%

数据来源：兴业证券研究所

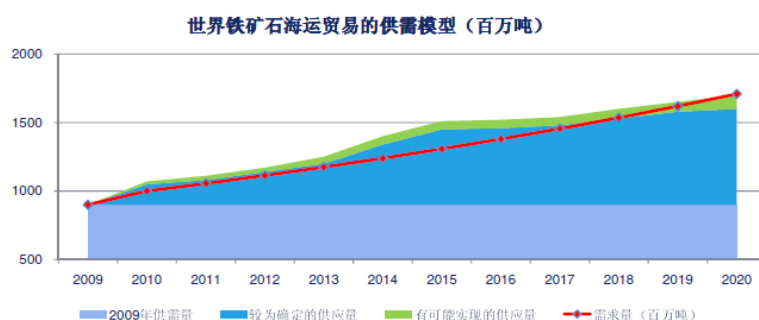
- 公司采取延长折旧年限的方法提升本钢浦项的估值，本钢浦项账面净资产 11.7 亿元（2011 Q1），公司按成本法评估固定资产增值约 8.4 亿元，评估值预计为 20.6 亿元，75%股权对应的价值约为 15.5 亿元。固定资产的增值主要采用延长房屋设备的折旧年限而增值。例如企业房屋的折旧年限从 30 年调整为经济寿命年限为 50 年，冶金设备折旧年限从 12 年调整为 18 年，预估成新率确定为 80%（2004 年建设）。假设以 15.5 亿元购买本钢浦项 75%股权，按 10 年净利润计算收购 PE 为 6.3 倍，收购 PB 1.76 倍。公司 4/12 停牌前收盘价 8.53 元计算公司，每股净资产 4.88 元，原有资产 PB 为 1.74 倍。

二. 13 亿购买徐家堡子铁矿探矿权，未来矿价假设是关键

- 徐家堡子铁矿是本钢集团的后备矿山，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%。该铁矿的已探明储量 2.08 亿吨，可采储量为 14,149.97 万吨。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。在国内属于偏大型矿山。

图 3 未来铁矿石供需模型

基于经济8%稳定增长的假设条件下铁矿石供需推算



基于中国经济未来十年8%的经济增长速度的假设，根据我们所收集到的世界上主要的矿山企业未来生产的扩张规划，对未来的世界海运贸易供需情况做了初步的判断。

未来几年的供应量按照计划的生产规模扩张，2013—2016年间将会出现供大于求的局面，但从长远来看，随着经济的正常发展，在2020年以后，世界铁矿石海运贸易仍有可能出现供不应求的状况。

数据来源：兴业证券研究所

- 公司预计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。

- ✓ 徐家堡铁矿基建期为 2013 年至 2016 年，试产期三年，2017 年产能为 150 万吨，2018 年产能为 300 万吨，2019 年产能为 400 万吨，2020 年达到 530 万吨产能。正常生产期从 2020 年至 2050 年。
- ✓ 按铁精矿 1,200 元/吨（含税价），**1,025.64 元/吨（不含税）进行测算**，年销售收入约 15.7 亿元，预计年利润 5 亿元以上；成本支出为建设期地下开采工程总投资为 12.6 亿元、选矿工程投资 6 亿元、征地费用 5 亿元，再考虑生产期辅助材料、动力、人工成本、制造费用、税金后确定每年的现金流量。采用折现现金流方法评估，采用 **9.16% 的折现率折现后**，本次收购的 2.08 亿吨探明储量预估值约为 12.7 亿元。
- 矿山的主要风险在于未来铁精粉供大于求的风险将导致铁矿石价格低于假设，但从未来铁矿石供需关系来看，在 2016 年后铁矿石供给仍有望小于需求。

三、估值：每股市值 11 元，给与公司“推荐”评级

- 本钢板材 4/12 日停牌前市值 278 亿，吨钢市值约 2800 元/吨；本钢浦项无论设备、产品结构、盈利能力都高于本钢板材，我们可以参考宝钢吨钢市值进行估值，宝钢股份当前吨钢市值 4600 元/吨（包括冷板、热板、管材等），**以本钢浦项 190 万吨计算，对应市值 87 亿元。**
- 对矿山的估值：参考包钢股份的市值，包钢股份非定向增发收购白云鄂博西矿，目前宝钢股份市值 460 亿，假设以当前 3000 元/吨的钢材市值（1000 万吨钢产量），**市场目前给与包钢铁矿 160 亿元的估值**，包钢对应的白云鄂博西矿铁矿石资源储量为 6.67 亿吨，开采方式为露天开采，矿种为磁铁矿，平均品位 32%。而本钢徐家堡子铁矿资源储量为 2.08 亿吨，平均品位 29.22%，同时由于尚未开建，市场相应承担基建、投产、未来价格下跌等风险，因此**我们保守给与徐家堡子铁矿 39 亿的市值(折价 80%)。**
- 综合本钢板材 278+本钢浦项 87+矿山 39=404 亿，增发后总股本为 36.79 亿，每股市值 11 元，停牌前股价为 8.53 亿元，我们给与公司“推荐”评级。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。