

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

注入四座矿山，加大资源掌控小幅增厚业绩

事件描述

新钢股份公告非公开发行预案，本次非公开发行计划发行部超过 4 亿股，发行价格不低于 6.23 元/股，计划募集资金总额为不超过 25 亿元。

事件评论

第一，非公开发行预案公布，计划募集不超过 25 亿元，用于收购四个矿区的采矿权

公司计划本次非公开发行不超过 4 亿股，定价基准参考董事会决议公告日（2011 年 6 月 23 日）前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，发行价格将不低于 6.23 元/股，相比最新收盘价 6.92 元/股，折价幅度约为 9.97%。

图 1：公司发行价格相比停牌前最新股价折价幅度约为 10%



资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

本次非公开发行计划募集资金总额不超过 25 亿元，将主要用于收购新钢集团所持有的铁坑矿区、良山矿区、太平矿区与流元矿区麻石下矿段的采矿权，并进行上述矿区的建设工程。

其中铁坑矿区、良山矿区、太平矿区的采矿权于 2007 年非公开发行股票时仍为划拨性质，且当时良山矿区中深部探矿和太平矿区扩界工作尚未完成，故当时未将该采矿权注入公司，此后铁坑矿区也进行了扩界申请。截止目前，铁坑、良山与太平矿区的中深部探矿及扩界工作都已基本完成，公告预计集团公司将于近期以出让方式获得扩界后的采矿权。

集团公司于 2006 年 2 月 28 日获得流元矿区麻石下矿段的探矿权，公告预计近期可获得流元矿区麻石下矿段的采矿权。

表 1：募集资金预计投向的统计

项目类型	序号	项目名称	预计价值
收购采矿权	1	收购江西省新余市铁坑矿区采矿权	4.44
	2	收购江西省新余市良山矿区采矿权	5.63
	3	收购江西省新余市太平矿区采矿权	3.98
	4	收购江西省吉安市峡江县流元矿区麻石下矿段采矿权	0.76
矿区建设工程	5	江西省新余市铁坑矿区扩界建设工程	
	6	江西省新余市良山矿区扩界建设工程	
	7	江西省新余市太平矿区扩界建设工程	
	8	江西省吉安市峡江县流元矿区麻石下矿段建设工程	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从本次收购的四个矿区的详细数据来看，合计铁矿石储量约 1.27 亿吨。

表 2：本次收购的四个矿区的详细资料情况统计

矿区	面积	铁矿石储量	品位	原矿产能	估计价值	备注
新余市铁坑矿区采矿权	1.33	褐铁矿石：2409.11	37.75%	100 万吨	4.44	硫铁矿石：1019.96，钼铁矿石：335.67 万吨(含钼金属 3,858.79 吨)
新余市良山矿区采矿权	9.13	4,844.92	26.94%	50 万吨	5.63	
新余市太平矿区采矿权	2.95	4,870.63	27.53%	25 万吨	3.98	
流元矿区麻石下矿段采矿权	1.41	575.15	26.28%		0.76	

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

从吨储资源的评估价值来看，相比以往上市公司的收购案例，结合品位方面的综合考虑后，评估价值与其他公司相比基本处于差不多的水平。

表 3：公司吨储价格评估的计算

矿区	铁矿石储量	品位	估计价值	吨矿评估价值
新余市铁坑矿区采矿权	3,429.07	37.75%	4.44	12.95
新余市良山矿区采矿权	4,844.92	26.94%	5.63	11.62
新余市太平矿区采矿权	4,870.63	27.53%	3.98	8.17
流元矿区麻石下矿段采矿权	575.15	26.28%	0.76	13.21

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

表 4：其他上市公司收购铁矿之时资源的评估价格

收购价格	资源储量	可采储量	原矿品味	精矿品位	精矿成本	收购时的评估价格	单位储量价格
凌钢股份	6,678	4,349	30.78%	69.50%	480	20.19	30.23
方大炭素	4,620	3,658	35%	66%	320	12.06	26.64
广东明珠	6,000	5,100	43%	62%	200	2.87(19.90%)	24.04

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

由于良山与铁矿两个矿区资产已经进入上市公司，而采矿权并未进入，因此在过去的实际经营中，主要通过矿权使用费其他方式与集团公司发生关联交易。由于良山和铁坑铁矿采选能力大于开采能力，因此有一部分矿石为外购加工所得，限于公开资料有限，在目前的情况下详细计算支付的矿权费难度较大。据之前的不完全了解，公司支付的每吨

矿权使用费大约在原矿 30 元/吨左右的水平，折合至精矿大约在 80 元/吨左右。但是最为准确的数据需要公司在二董会公布详细的测算方法后再行确定。

我们可以从良山和铁坑的主要财务数据上发现，由于铁坑铁矿已经开始步入危机时期，无论是收入还是利润，采矿证上拥有 100 万吨原矿能力的铁矿矿业要明显低于拥有 50 万吨原矿能力的良山矿业，因此也需要进一步的扩建以提升盈利能力。

表 5: 良山矿业公司的主要数据如下

良山矿业公司	2008	2009	2010
收入	86,582	42,727	43,756
净利润	17,774	3,701	9,128
估计精矿产量		50.29	50
原矿品位	26.94%	26.94%	26.94%
吨精矿收入		849.61	875.11
吨精矿净利		73.59	182.55

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 6: 铁坑矿业公司主要数据如下

铁坑矿业公司	2008	2009	2010
收入	18,821	4,305	10,300
净利润	76	-268	2,508
估计精矿产量		23.00	36.00
原矿品位	37.75%	37.75%	37.75%
精矿品位	52%	52%	52%
吨精矿收入		187.18	286.10
吨精矿净利		-11.64	69.66

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

在目前的资料情况下，我们只能简单对良山和铁坑铁矿做盈利预测。在此次采矿权完全注入后，假设原矿产能能分别达到 50 万吨，未来每年以 10 万吨的速度增长。同时，由于目前良山和铁坑大部分的原矿需要外购，未来由于扩建导致的原矿能力提升可能会使得吨矿盈利出现恢复。综合测算下来后可能增厚的情况如下。

表 7: 良山采矿权注入后，原矿采购增加的净利润情况

良山矿业合计总利润	2010	2011E	2012E	2013E
原矿产能	50	50	50	50
产量	50	70	90	100
原矿品位	26.94%	26.94%	26.94%	26.94%
对应 60%精粉 (2.5:1)	20.00	28.00	36.00	40.00
预计精矿吨净利	550	500	500	500
对应净利润	1.10	1.40	1.80	2.00
良山矿业公司	0.91	0.90	0.90	0.90
本次增发收购后增厚利润	0.19	0.50	0.90	1.10

资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 8: 铁坑矿权注入后，原矿采购增加的净利润情况

铁坑矿业合计总利润	2010	2011E	2012E	2013E
-----------	------	-------	-------	-------

原矿产能	100	100	100	100
产量	60	70	80	90
原矿品位	37.75%	37.75%	37.75%	37.75%
对应 52%精粉(2:1)	30.00	35.00	40.00	45.00
预计吨净利	400	400	400	400
对应净利润	1.20	1.40	1.60	1.80
铁坑矿业公司	0.25	0.25	0.25	0.25
本次增发收购后增厚利润	0.95	1.15	1.35	1.55

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而从良山与铁坑的数据来看，由于铁坑为褐铁矿，且其精矿的品位要相对偏低，从了解到的信息来看仅能约为 52%，而良山原矿品位虽然略低，但由于其为磁铁矿，故我们对其精粉的品位假定为 60%，这也是从数据上看良山吨精矿净利高于铁坑的主要原因之一。

在上述假设条件下，我们参考 450 元/吨的净利对太平与流元矿区进行简单假设。

表 9：太平矿业业绩贡献预测

太平预测	2011E	2012E	2013E
产能	25	25	25
产量	20	25	25
原矿品位	27.53%	27.53%	27.53%
假定精粉品位	60%	60%	60%
对应精粉产量（2.5:1）	8.00	10.00	10.00
吨净利假设	500	500	500
对应净利润增加	0.40	0.50	0.50

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

而流元矿区暂未开始开采，我们假定从 2012 年开始可以进行正常开采，由于储量规模较小，假定原矿产能 10 万吨，也结合假设初步测算如下。

表 10：流元矿区业绩贡献预测

流元预测	2011E	2012E	2013E
产能	10	10	10
产量	3	10	10
原矿品位	26.28%	26.28%	26.28%
假定精粉品位	60%	60%	60%
对应精粉产量（2.5:1）	1.20	4.00	4.00
吨净利假设	500	500	500
对应净利润增加	0.06	0.20	0.20

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

因此，从以上的分析来看，我们对各个矿山的业绩增量贡献选取较为合理的假设，综合测评业绩贡献如下：

表 11：此次注入的四座矿山综合业绩贡献预测

良山矿业公司	2011E	2012E	2013E
增厚净利润	0.50	0.90	1.10
铁坑矿业公司	2011E	2012E	2013E

增厚净利润	1.15	1.35	1.55
太平预测	2011E	2012E	2013E
增厚净利润	0.40	0.50	0.50
流元预测	2011E	2012E	2013E
增厚净利润	0.06	0.20	0.20
合计贡献净利润	2.11	2.95	3.35

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

结合我们之前对新钢股份原有资产进行的估值假设来看，在矿山注入完成后，对业绩能够带来一定程度的增厚。不过，由于具体的详细数据并不掌握，因此不排除后期产量能出现超预期的增长，进而带来业绩的大幅提升。

表 12：增发完成后业绩有一定程度的增厚

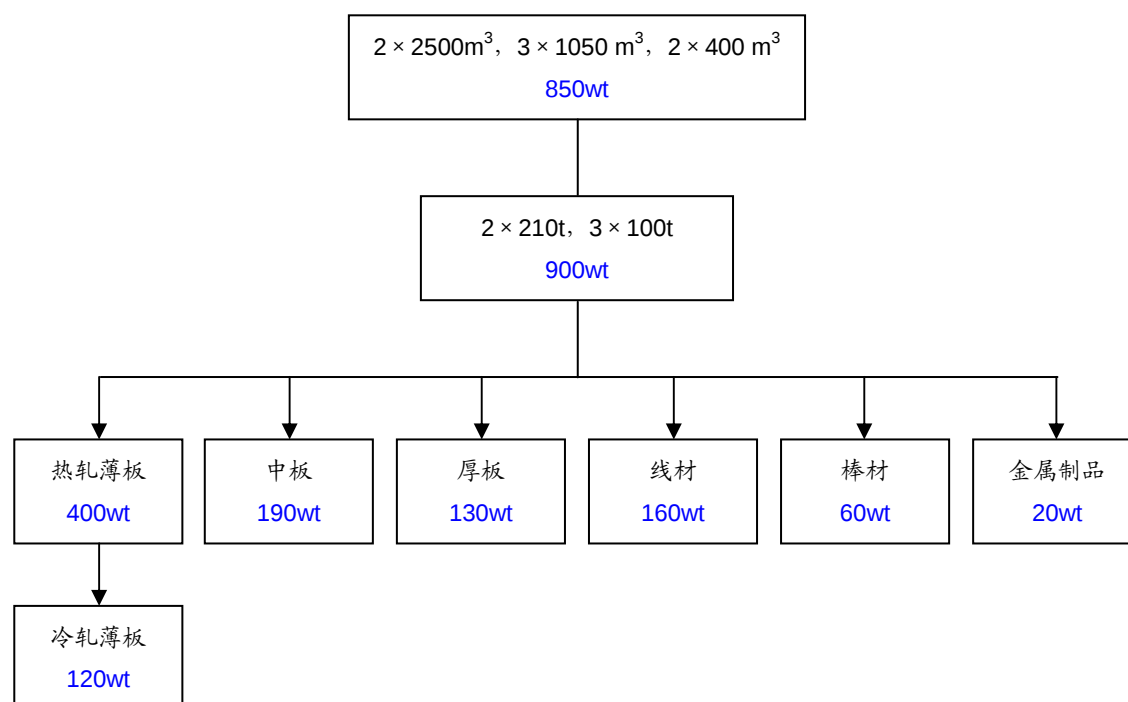
业绩是否增厚预测	2011E	2012E	2013E
营业收入	385.35	417.94	440.95
归属于母公司所有者的净利润	5.49	7.54	9.55
原有股本	13.93	13.93	13.93
原有资产贡献 EPS	0.39	0.54	0.69
矿山预计贡献净利润	2.11	2.95	3.35
假设股本增加	4	4	4
增发完成后的股本	17.93	17.93	17.93
增发完成后按假设估算的 EPS	0.42	0.59	0.72
增厚幅度	7.53%	8.08%	4.95%

资料来源：Wind，公司资料，长江证券研究部

第二，总产能 1000 万吨，品种结构齐全，收购矿山增强成本掌控能力

公司目前产品涵盖中厚板、线材、棒材、冷热轧以及金属制品，品种结构齐全。

图 2：新钢股份生产线统计，总产能约 1000 万吨



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

公司产能短期仍有一定的增长空间, 主要来自以下几个方面:

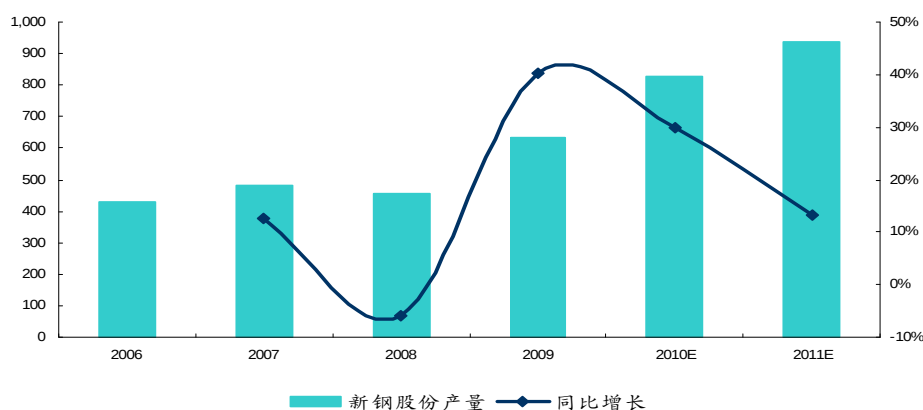
- ✓ 热轧薄板项目投产, 2010 年实现产量约 320 万吨, 2011 年计划达到 350 万吨;
- ✓ 冷轧薄板项目 2010 年试生产, 放量较少, 2011 年有望释放大部分产能, 设计产能为 120 万吨;
- ✓ 中板厂经过技术改造后, 产能由原有的约 120 万吨提升到目前的约 190 万吨。

表 13: 新钢股份历年分产品产量统计

新钢股份	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
中板	115.56	130.55	98.71	109.33	125	150
厚板	92.53	115.66	136.9	137.24	130	130
线材	151.31	160.08	153.93	155.24	150	150
棒材	50.75	57.34	44.35	59.62	60	60
金属制品	17.74	18.17	19.11	25.59	20	20
热轧				120	320	350
冷轧					20	100
合计	427.89	481.8	453	635	825	935

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

图 3: 公司产能仍有一定增长空间



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

第三, 维持“谨慎推荐”评级

由于增发尚未完成, 我们暂不考虑其影响, 仍维持之前对公司的盈利预测。预计 2011、2012 年 EPS 分别为 0.39 元和 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	35213	38535	41794	44095	货币资金	2174	3853	4179	4409
营业成本	33132	36058	38925	40915	交易性金融资产	2	2	2	2
毛利	2080	2477	2869	3180	应收账款	1251	1384	1501	1584
% 营业收入	5.9%	6.4%	6.9%	7.2%	存货	6248	6795	7335	7710
营业税金及附加	103	113	122	129	预付账款	982	1078	1164	1224
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	342	385	418	441	流动资产合计	11820	14385	15561	16384
% 营业收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	754	809	878	926	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	长期股权投资	229	229	229	229
财务费用	465	387	377	324	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	1.0%	0.9%	0.7%	固定资产合计	13318	12665	11971	11136
资产减值损失	49	0	0	0	无形资产	1219	1158	1100	1045
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	5	0	0	0	递延所得税资产	60	0	0	0
营业利润	373	782	1074	1360	其他非流动资产	111	111	111	111
% 营业收入	1.1%	2.0%	2.6%	3.1%	资产总计	26757	28548	28972	28906
营业外收支	56	0	0	0	短期贷款	5829	6456	5538	4137
利润总额	429	782	1074	1360	应付款项	3869	4192	4525	4756
% 营业收入	1.2%	2.0%	2.6%	3.1%	预收账款	2128	2312	2508	2646
所得税费用	42	196	269	340	应付职工薪酬	253	288	310	326
净利润	386	587	806	1020	应交税费	31	67	84	101
归属于母公司所有者					其他流动负债	920	1003	1083	1138
的净利润	366.1	549.3	754.2	954.9	流动负债合计	13030	14317	14048	13105
少数股东损益	20	38	52	65	长期借款	2210	2210	2210	2210
EPS (元/股)	0.26	0.39	0.54	0.69	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	2945	2945	2945	2945
经营活动现金流净额	-653	2308	2552	2839	负债合计	18185	19472	19203	18260
取得投资收益	3	0	0	0	归属于母公司	8523	8990	9631	10443
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	-50	0	0	0	少数股东权益	49	87	138	203
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	8572	9076	9769	10646
固定资产投资	-1470	-785	-818	-741	负债及股东权益	26757	28548	28972	28906
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1519	-785	-818	-741		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.263	0.394	0.541	0.685
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.12	6.45	6.91	7.49
银行贷款增加 (减少)	1997	627	-918	-1401	PE	26.34	17.55	12.79	10.10
筹资成本	441	-470	-490	-467	PEG	0.70	0.47	0.34	0.27
其他	-1085	0	0	0	PB	1.13	1.07	1.00	0.92
筹资活动现金流净额	1353	157	-1408	-1868	EV/EBITDA	6.88	5.42	4.37	3.49
现金净流量	-819	1680	326	230	ROE	4.3%	6.1%	7.8%	9.1%

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。