

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

新钢股份 (600782)

弹性大, 可转债有望提前退市

2011年6月23日

投资要点

事件: 公司公布非公开增发预案, 拟收购集团旗下的四个采矿权和相关建设工程资产, 注入铁矿石的合计资源储量为1.27亿吨, 加权平均TFe 29.2%。公司本次非公开发行股票的发价价格将不低于6.23元, 发行不超过40,000万股, 募集不超过25亿元。

- 我们假设新建产能铁精粉净利润为150元/吨, 给予铁精粉15倍PE, 以在建产能200万吨铁精粉计算将带来45亿市值。目前公司总股本13.93亿, 本次增发募集不超过4亿股, 公司每股铁精粉市值2.51元; 6/15日停牌前的收盘价位6.92元, 从二级市场走势看并没过多反映公司铁矿石注入预期, 公司停牌前的吨钢市值仅为1204元, PB 1.11。我们认为公司复牌后的合理价为9.5元左右。
- 如果铁矿石资产顺利注入, 转股价将被动下调为7.68元, 触发赎回条款的价格为9.98元, 建议积极关注可转债和正股价格相互推动, 股价涨幅有可能超过我们预期。

风险: 由于公司未对两个关键变量-铁矿山工程投产日期和设计产能未能详细公告, 因此我们对这两个变量的假设可能和公司实际进展不符; 市场对未来铁矿石行业的预期过于悲观; 大盘系统性风险

点评:

一. 注入铁矿石资产规模略高于预期

- 本次非公开资产增发收购集团4个扩界勘探的铁矿采矿权和对应建设工程, 资源储量合计1.27亿吨, 加权平均铁品味29.2%, 其中铁坑矿为赤铁矿, 其余三个均为磁铁矿。仅从品味而言, 三个磁铁矿的品味略低于全国29.4% (2009年全国大中型铁矿品均品味), 但仍具备较好的经济开采价值; 铁坑矿在赤铁矿类型中的品味稍低, 良山和太平铁矿的资源储量属于中等矿山规模。
- 之前一些公开媒体报道过集团方面的资源进展情况。“中国国土资源报”报道: 2010年10月, 江西省良山矿区中深部铁矿详查项目和太平山铁矿区 (扩界) 资源储量核实项目通过省级专家组验收, 项目探明铁矿资源储量约8000万吨。”从本次注入规模看, 注入规模略高于预期。
- 非公开增发的几个关键数据:
 - ✓ 价格: 本次非公开发行股票的发价价格将不低于6.23元;
 - ✓ 发行股票数: 本次非公开发行股票的数量不超过40,000万股; 非公开发行计划募集资金总额不超过

过25亿元（含发行费用）。

- ✓ 公司募集资金全部用于收购表1中的资产，其中四个铁矿石采矿权（包括硫铁矿和钼矿）合计估值14.81亿元，建设资产不超过10.19亿元。
- 14.8亿元的采矿权估值如果和包钢股份20亿（对应6.67亿资源储量）和本钢板材13亿（对应2.09亿资源储量）的采矿权评估值相比稍高（见表2），但由于采矿权评估设计矿区多种参数（包括剥采比、贫化率、回采率、矿体结构等），因此目前难以准确判断。

表1 公司本次增发收购项目

序号	名称	类别	资源储量 (万吨)	TFe	预估价值 (亿元)	其它
1	江西省新余市铁坑矿区采矿权	赤铁矿	2,409.11	37.75%	4.44	硫铁矿石储量为1,019.96万吨，钼矿石资源储量355.67万吨（钼金属量3,858.79吨）
2	江西省新余市良山矿区采矿权	磁铁矿	4,844.92	26.94%	5.63	
3	江西省新余市太平矿区采矿权	磁铁矿	4,870.63	27.53%	3.98	
4	江西省吉安市峡江县流元矿区麻石下矿段采矿权	磁铁矿	575.15	26.28%	0.76	
5	以上四个矿区的建设工程				<10.19	
	合计		12699.81	29.19%(加权品位)	<25(采矿权估值14.81亿)	

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

二、给予公司目标价区间 9.5-10 元

- 只有真实的铁精粉产出才能对公司业绩带来直接收益，因此我们对注入铁矿石资产进行估值时不采用资源储量法，而采用年铁精粉产出量对业绩的直接贡献进行估值。这里就涉及到两个主要变量：1. 公司设计铁精粉的年产能；2. 公司在建工程的投产日期。
- 由于公司预案并没对此进行详细说明，因此我们进行假设，依据为：
 - ✓ 以1.27亿的资源储量计算，理论上可以假设可采储量按照 $1.27 \times 0.8 = 1.02$ 亿吨计算，同时我们假设年5%的矿石回采率，矿山至少假设25年的可使用年限计算，铁精粉品味按照63%计算，公司铁精粉的理论设计年产能应该在200万吨左右。
 - ✓ 由于公司矿山是在已有良山、铁坑矿区进行扩界开采，因此公司基础设施等已比较齐备，同时目前国内矿山通常边进行采矿权申请，边进行建设，因此我们认为公司的矿山建设投产会比较迅速。从公开信息了解，公司采矿权变更是从去年年底开始申请备案的，因此公司矿山建设我们预计在2012年初投产的可能性很大。
- 结合以上两个假设，我们假设公司铁精粉净利润为150元/吨（从良山铁矿石的以往盈利情况），给予铁精粉15倍PE，因此200万吨铁精粉将带来45亿市值，目前公司总股本13.93亿，本次增发募集不超过4亿股，公司每股铁精粉市值2.51元，同时6/15日停牌前的收盘价位6.92元，从二级市场走势看并没过多反映公司铁矿石注入预期，同时公司停牌前的吨钢市值仅为1204元（29家钢铁企业中排25位），PB 1.11，

我们认为公司复牌后的合理为9.5元左右。

表 2 对比包钢股份和本钢板材的铁矿石评估情况

名称	资源储量	TFe	预估采矿权价值	其它
新钢股份本次收购铁矿资产采矿权	1.27	29.19%	14.81	
白云鄂博铁矿西矿采矿权	6.67	29.43%	20	
巴润矿业公司资产	发行价格3.68 股本16.3亿		<40	2011年2月底总资产62.35亿元，净资产38.58亿元
徐家堡子铁矿	2.0887	29.22% (低品位矿24.41%)	13	设计年铁精粉产能150万吨/年

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

表 3 部分矿山的采选成本

		铁精粉品位	矿石成本	选矿成本
包钢巴润	29.43%	63.2%	93.5	综合选矿成本510元
本钢南芬选厂	28.98%	68.42%	67.77	386.8
马钢南山	22.32%	64.22	70.69	436.18

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

三、触发赎回条款的价格为 9.98 元，建议积极关注可转债和正股价格相互推动

3.1 公司具有很强动力让可转债提前转股退市

公司目前可转债规模27.6亿，目前转股价格8.1元，2013年8月到期，公司具备极强的提前转股动力。

- 理论上讲，当公司转债规模庞大，偿债能力不佳的情况下，上市公司更倾向于转股。我们将黑色金属行业仅存的可转债新钢股份和唐钢股份做个比较：
 - ✓ 新钢转债的转股相对规模（转债规模/股东权益）比唐钢转债高：31.7% 对应 9.56%；
 - ✓ 新钢股份的偿债能力略逊于唐钢转债（资产负债率，已获利息倍数等）；
 - ✓ 但从到期日来看，唐钢转债显得更为迫切，转股截止日期为2012年12月。
- 从新钢的转债相对规模以及自身盈利能力对比，新钢转债转股的意愿很强。尤其是集团公司在并无股份公司以外的其它优质资产的情况下，后续要进一步扩张，资金压力很大。
- 但新钢转债要到2013年8月才到期，是否意味着公司不急于转股退市？
 - ✓ 公司明年可能会有融资需求。首先公司目前的财务状况不理想，其次2011年公司盈利状况预计也不会太理想。目前公司设计120万吨的冷轧板试生产，但冷轧线在品种、客户方面的开发历来费时费力，达产需一定时日，我们了解到目前冷轧先单月的排产在7-8万吨，但盈利能力尚需提升。
 - ✓ 公司仍有尽快做大的动力。钢铁产业是江西的传统产业，约占江西工业总量的8%。2010年江西钢铁产业实现主营收入1152亿元，成为继有色金属后第二个跨越千亿大关的行业。江西钢铁业十二五的“两个翻番”：江西省钢铁业的十二五正式规划尚未出台，但草案表明十二五末江西钢铁工业要做到两个翻番，到2015年，实现主营业务收入2000亿元、工业增加值300亿元、利税总额180亿元，比“十一五”末翻一番。我们预期公司资金方面的需求会比较迫切，目前的融资环境和成本并不太有利，以银行借款，公司债等融资成本都较大，而假设股份公司以增发方式进行其它项目的建设，在当前产业政策环境下，审批方面的难度较大。因此公司明年融资以可转债的可能性更大。如果公司以可转债融资，目前的可转债需尽快退市。

3.2 如果铁矿石资产顺利注入，转股价将被动下调为 7.68 元，触发赎回条款的价格为 9.98 元

- 以铁矿石增发价6.23元和4亿股的增发数量计算，如果铁矿石资产顺利注入，公司转股价将被动下调为7.68元，根据赎回条款，触发赎回条款的价格为9.98元，我们前面预计公司股价有突破10元的可能，因此配合可转债价格，公司有望可转债和正股相互驱动。

表 4 新钢转债基本情况

代码	简称	剩余期限	余额(亿元)	价格(元)	转股价(元)	价内外程度	转债稀释比例
110003	新钢转债	2.2247	27.6	118	8.1		
		最新利率	回售价(元)	正股股价/转股价(%)	大股东持股比例(%)	大股东持券比例(%)	备注
		最后三年 2.1%、 2.4%、 2.8%。	107		77.02	0	已进入转股、赎回期， 回售期

数据来源：Wind；兴业证券研究所

表 5 唐钢转债和新钢转债相关资料

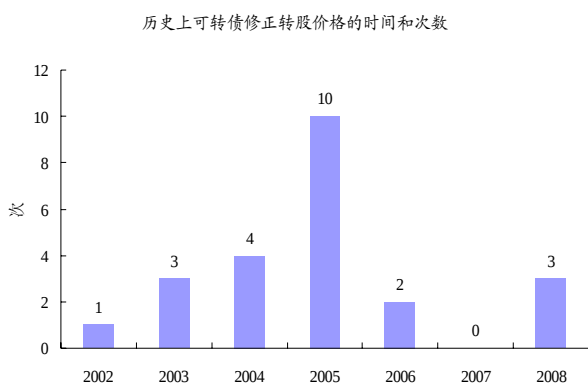
正股代码	600782	000709
正股简称	新钢股份	河北钢铁
剩余年限(年)	2.26	1.57
正股股价	6.69	4.47
转股价(元/股)	8.1	9.36
正股对转股价溢价率	-17.45%	-52.2%
转债价格	116.8	109
资产负债率	68.40%	70.60%
已获利息倍数	2.08	1.82
经营性现金流产生净额/带息负债	-0.06	0.04
2010 净利润	3.66	14.1
转债规模(亿元)	27.6	30
股东权益(亿元)	85.7	310
转债规模/股东权益	31.70%	9.56%
完全转股数(亿股)	3.41	3.21
完全转股股本摊薄	19.65%	4.45%
总股本(亿股)	13.93	68.77
大股东持股比例	77.02%	46.56%唐邯承矿合计

数据来源：Wind；兴业证券研究所

附 1：可转债提前转股已成趋势

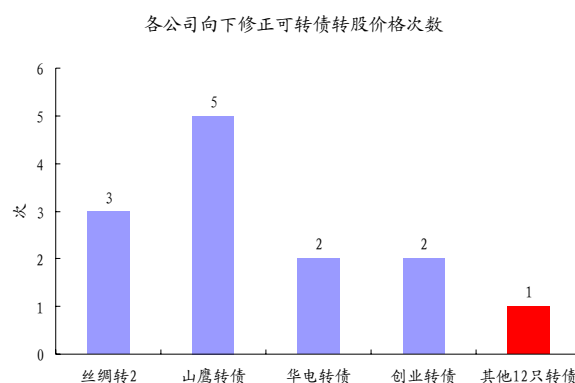
- 我们分析了目前已上市（包括已退市的）的可转债情况（截止2011年5月21日），**可转债提前到期退市已成为一种趋势**。中国证券市场累计发行的79只可转换债券，其中66只可转换债券已经退市，退市的可转债中，49只提前退市，其余是到期退市（到期退市的全部是在2004年8月前上市的可转债），而**自2004年8月金牛转债上市以后，近7年来所有可转债均是提前到期退市的**。可转债提前退市的主要原因是债券发债主体（上市公司）在主观上对可转债的定位认识发生了转变，可转债从**最初的低成本债务融资**看作**间接的股权融资**，因此上市公司会通过**积极释放利好、向下修正转股价**等方式来促进转股或提前强制转股。
- 在66只已退市的可转债中，有16只转债利用特别向下修正条款修正了转股价格并成功转股，转股价的修正有两个特征：1. 转股价格向下调整的时点通常选择在市场不好的时候（07年没有一家公司详细修正转股价格，08年10月有3家公司修正），即公司正股价格处在低位的时候；2. 多数公司都会将股价一次向下修正到位。统计看16家公司中12家公司只修正了一次转股价（其中包括邯钢转债和包钢转债）。

图 1 市场不好时是修正转股价的集中时段



数据来源：Wind；兴业证券研究所

图 2 通常公司会一次性将转股价修正到位



数据来源：Wind；兴业证券研究所

附 2 公司采矿权申请情况

序号	许可证号	项目类型	申请人	矿山名称	矿区面积	有效期起	有效期止
72	C3600002010122120085872	变更	新余良山矿业有限责任公司	江西新余钢铁有限责任公司良山矿业有限责任公司	0.7551	2010年12月5日	2012年12月5日
73	C3600002010122120085871	变更	新余良山矿业有限责任公司	新余钢铁有限责任公司良山矿业有限责任公司太平矿区	0.7862	2010年12月5日	2012年12月5日

28	C3600002011012120104 032	换证	新余铁坑矿业有限公司	新余铁坑矿业有限公司	1.3275	2011/1/10	2016/12/10
----	-----------------------------	----	------------	------------	--------	-----------	------------

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

附3 江西省主要钢铁企业

公司名称	2010粗钢产量	权属
新钢集团	887	江西冶金集团（省国资委下属企业）
萍乡钢铁	705	
方大特钢	257	方大集团（民营）

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

附4 新钢集团未来规划项目

项目名称	粗钢产量	主要品种
新钢本部	847万吨（股份公司）+40万吨（特钢）	
九江项目	600万吨宽厚板项目（拟）	特种钢项目，初期规划
新疆项目	2010/9，克州赣鑫钢铁有限公司300万吨高强度钢项目一期工程正式开工奠基。此次开工的一期100万吨钢铁冶炼项目总投资25亿元。	援疆项目

数据来源：兴业证券研究所；公司公告

附5 各铁矿区详细信息

- 江西省新余市铁坑矿区采矿权。铁坑矿区扩界后的矿区范围由5个拐点圈定，面积1.33km²，开采深度为241米至-300米。2011年3月江西省国土资源厅评审备案（赣国土资储备字[2011]021号）的铁坑矿区的褐铁矿石资源储量为2,409.11万吨，矿石平均品位（TFe）37.75%。另有硫铁矿石储量为1,019.96万吨，钼矿石资源储量355.67万吨（钼金属量3,858.79吨）。预计铁坑矿区采矿权的价值为4.44亿元左右。
- 江西省新余市良山矿区采矿权。良山矿区属国家资源危机矿山，良山矿区中深部普查是国土资源部2006-2008年危机矿山接替资源找矿计划项目（项目编号200636032），矿区范围由4个拐点圈定，面积9.13km²，开采深度为460米至-650米。2011年3月江西省国土资源厅评审备案（赣国土资储备字[2011]15号）的良山矿区的铁矿石资源储量为4,844.92万吨，矿石平均品位（TFe）26.94%。预计良山矿区采矿权的价值为5.63亿元左右。
- 江西省新余市太平矿区采矿权。太平矿区范围由25个拐点圈定，面积2.95km²，开采深度为240米至-310米。2011年2月江西省国土资源厅评审备案（赣国土资储备字[2011]16号）的太平矿区的铁矿石资源储量为4,870.63万吨，矿石平均品位（TFe）27.53%。预计太平矿区采矿权的价值为3.98亿元左右。
- 江西省吉安市峡江县流元矿区麻石下矿段采矿权。流元矿区麻石下矿段为2006年-2009年第一批危机矿山接替资源勘查的主要矿段，矿区范围由13个拐点圈定，面积1.41km²。2010年9月江西省国土资源厅评审备案（赣国土资储备字[2010]253号）的流元矿区麻石下矿段的铁矿石资源储量为575.15万吨，矿石平均品位（TFe）26.28%，预计流元矿区麻石下矿段采矿权的价值为0.76亿元左右。
- 铁坑矿区扩界建设工程、良山矿区扩界建设工程、太平矿区扩界建设工程、流元矿区麻石下矿段建设工程铁坑矿区扩界建设工程、良山矿区扩界建设工程、太平矿区扩界建设工程、流元矿区麻石下矿段建设工程主要包括：采矿系统、选矿厂、地面充填料制备站、公辅设施、尾矿库等。上述建设工程完工后，本公司将拥有与上述矿区核定年开采量相匹配的采矿、选矿产能及其他配套能力。截至目前，上述矿区建设工程均尚未完成发改委立项、环评等工作，本公司将尽快完成该等工作。

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 内幕交易防控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。