

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

卡拉拉增资方案获董事会审批, 矿区建设按进度推进

事件描述

今日攀钢钒钛董事会通过《关于同意鞍钢集团香港控股有限公司认购金达必金属公司配股及鞍钢集团投资(澳大利亚)有限公司认购卡拉拉矿业公司增资的议案》。公司同意鞍钢香港参与金达必的 0.75 亿澳元配股, 同意鞍澳公司向卡拉拉矿业公司增资 3 亿澳元。

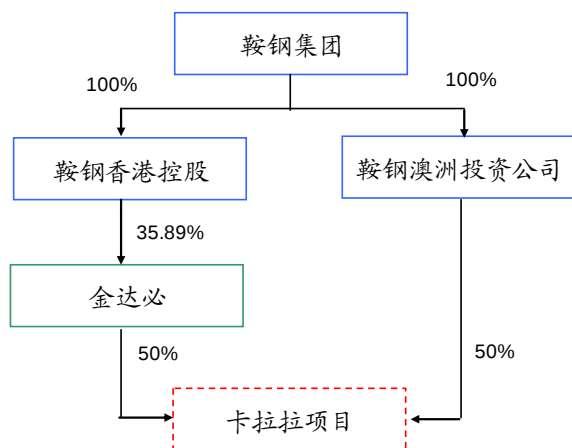
事件评论

第一, 公司董事会通过对外投资议案, 鞍澳公司增资 3 亿澳元, 鞍钢香港出资 0.75 亿澳元

为了卡拉拉铁矿项目的建设需要, 鞍澳公司与金达必计划按照持股比例对卡拉拉矿业公司增资 6 亿澳元。

鞍澳公司直接持有卡拉拉铁矿项目 50% 的股权, 因此此次需要增资 3 亿澳元。而鞍钢香港持有金达必公司股权比例为 35.98%, 由于金达必公司计划以配股的方式募集 2.09 亿澳元, 为保证鞍钢香港在金达必的持股比例不被稀释, 鞍钢香港此次需要参与金达必公司的配股, 其需认购金达必股份预计需要投入的资金为 0.75 亿澳元。

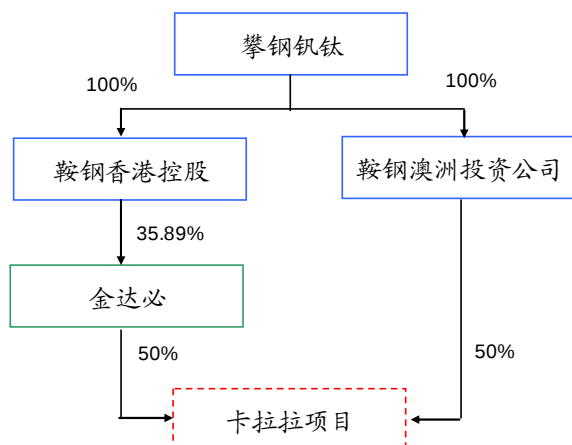
图 1: 鞍澳公司需出资 3 亿澳元, 鞍钢香港出资 0.75 亿澳元



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

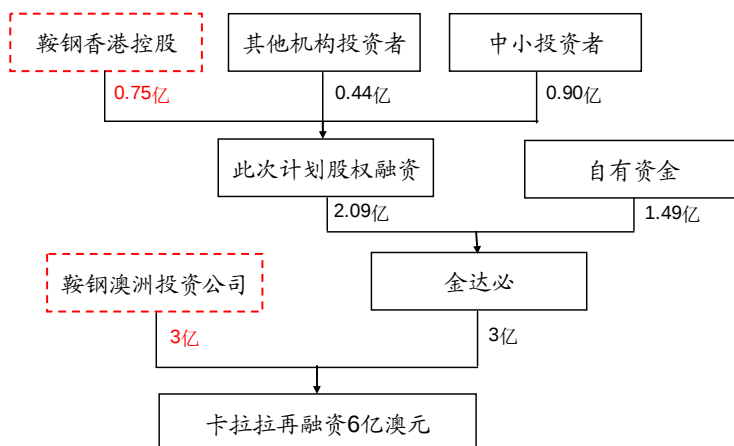
鞍钢香港与鞍澳公司目前均为鞍钢集团全资子公司, 重组完成后, 两个公司将变为攀钢钒钛的全资子公司, 攀钢钒钛将实际持有卡拉拉项目 67.95% 的股权。

图 2：重组完成后，公司合计持有卡拉拉项目 67.95%的股权



资料来源：公司资料，长江证券研究部

图 3：鞍钢香港和鞍澳公司需分别再投入 0.75 亿和 3 亿澳元



资料来源：公司资料，长江证券研究部

金达必 7 月 30 日公告，按照权融资进度计划，公司已完成机构投资者配售，正向中小投资者配售新股。不过，由于鞍钢香港控股公司需向母公司鞍钢集团以及国内有关监管机构申请投资批复，未能按照机构配股时间表的要求完成配售新股。金达必公司参照澳洲证交所（ASX）要求计划于 2011 年 9 月初召开股东大会，寻求股东大会投票通过延迟鞍钢香港配股时间方案。若未能获得股东大会支持，金达必表示将放弃此次融资方案。

在金达必公告中，鞍钢方面承诺将通过一切可能的途径迅速获得中国监管机构的批准。距此公告发布不足 10 天，公司已通过董事会议案，说明鞍钢集团履行承诺正通过多方面途径积极推进对外投资所需的相关各方的审批。按照金达必公告，鞍钢香港将在 12 月 15 日前完成配股，虽然公司并未公布对外投资审批具体步骤，但从集团迅速完成公司层面的进度来看，公司一直在努力推进重组。

表 1：预计鞍钢香港于 12 月中旬前完成配股

金达必配股时间表	
发布配股公告	2011-7-19
机构发行完成	2011-7-20
配股权登记日	2011-7-22
中小投资者发行开始	2011-7-29

机构发行结算	2011-8-2
新股开始交易——机构发行部分	2011-8-3
中小投资者发行完成	2011-8-12
中小投资者发行结算	2011-8-19
新股开始交易——中小投资者发行部分	2011-8-23
股东投票——关于鞍钢的延期方案	Early September 2011
鞍钢香港配股完成*	2011-12-15

*鞍钢的参与取决于取得监管部门许可的时间

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，卡拉拉融资迫在眉睫，追加投资避免项目投产延期

目前卡拉拉项目已使用的资本包括：鞍澳洲和金达必前期 7.72 亿美元权益资本，以及总额 12 亿美元辛迪加债务融资中 4.21 亿美元贷款。虽然仍有 7.78 亿美元贷款仍可使用，但是上升更快的建设成本迫使卡拉拉亟需 6 亿美元来完成按原计划投产的目标。**因此，此次能否获得相应资金的支持，关系到卡拉拉项目能否按计划进一步的推进。**

鞍钢香港表示非常支持金达必的此次融资计划，并且不希望错过此次融资而导致其 35.89%的股权被稀释。如果鞍钢香港不参与延后的配售，金达必表示将放弃此次股权融资方案，将寻求其他的融资途径。作为卡拉拉项目的最大股东，如果金达必融资推迟而造成卡拉拉项目不必要的损失，鞍钢集团将是最大的受害者。在 7 月 30 日金达必致投资者的公开信中，**鞍钢方面承诺将通过一切可能的途径迅速获得中国监管机构的批准。我们认为，“中国监管机构的批准”不仅仅包括鞍钢香港公司 0.75 亿美元的投资审批，还包括鞍钢澳洲公司 3 亿美元的投资审批，此次公司公告验证了我们前期的设想。**

作为攀钢钒钛重组方案的重要置入资产，鞍钢香港公司和鞍钢澳洲公司的重大对外投资审批无疑将关系到正在审批中的攀钢钒钛重组方案。

如果此次追加投资在攀钢钒钛重组方案通过之前完成，从目前的情况来看，最有可能的方式是鞍钢香港公司和鞍钢澳洲公司通过自有资金或自身融资平台来完成资金募集，置入攀钢钒钛的资产未来可能需要进行重新评估。

表 2：如果追加投资全部来自于鞍钢集团，置入资产价值将达到 132.59 亿元

置入置产	2010.6.30	2010.12.31		如果目前追加投资完全来自于鞍钢集团				相对 2010 年
	资产价值	追加	资产价值	追加（澳元）	人民币/澳元	追加（人民币）	资产价值	12 月 31 增加
鞍千矿业	49.01		49.01				49.01	0.00%
鞍澳公司	32.93	5.00	37.93	3.00	7.04	21.13	59.06	55.70%
鞍钢香港	16.41	2.83	19.24	0.75	7.04	5.28	24.52	27.45%
合计	98.35	7.83	106.18	3.75		26.41	132.59	24.87%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

按照金达必公告的配股时间表，鞍钢香港在 2011 年 12 月 15 日完成配股，也就是说在此之前，鞍钢香港公司的投资行为将已获得相关监管机构的审批。

表 3：预计鞍钢香港于 12 月中旬前完成相关审批

金达必配股时间表	
发布配股公告	2011-7-19
机构发行完成	2011-7-20
配股权登记日	2011-7-22
中小投资者发行开始	2011-7-29
机构发行结算	2011-8-2

新股开始交易——机构发行部分	2011-8-3
中小投资者发行完成	2011-8-12
中小投资者发行结算	2011-8-19
新股开始交易——中小投资者发行部分	2011-8-23
股东投票——关于鞍钢的延期方案	Early September 2011
鞍钢香港配股完成*	2011-12-15

*鞍钢的参与取决于取得监管部门许可的时间

资料来源：公司资料，长江证券研究部

无论资金来源何处，对外投资的子公司都涉及正在审批的重大重组资产。而卡拉拉项目融资的需求和鞍钢集团将通过一切可能途径迅速获得中国监管机构批准的承诺，都有可能加速攀钢钒钛重组的审批进程。

第三，资产置换变身国内矿石资源龙头，卡拉拉项目的投产成为远期矿石产能主要增量

资产置换完成后，公司将变身国内资源龙头，除原有的钒钛业务外，公司铁精矿产能将达到千万吨级别。

图 4：变身矿石公司，远景产量可达到约每年 5000 万吨



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 4：公司矿石产能达到千万吨级别

铁矿石	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	远景展望
白马矿	702	780	855	1100	1400	1400
鞍钢矿业	220	220	270	270	270	270
卡拉拉铁矿			550	1100	1100	3000
合计	922	1000	1675	2470	2770	4670

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 5：本次重组前后公司铁矿石资源量、储量、产能、产量情况

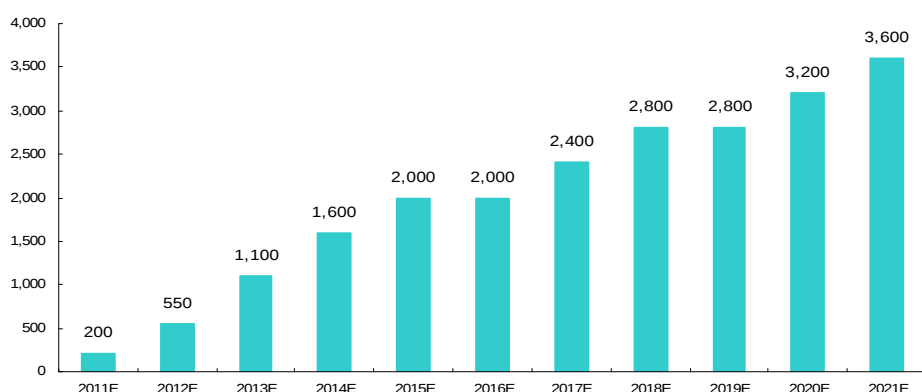
项目	重组前 攀钢矿业	本次重组新增矿石资产 鞍钢矿业	卡拉拉铁矿
资源量/储量	✓ 保有储量 13 亿吨（平均品位 29.14%） ✓ 可采储量 7.5 亿吨（29.14%）	✓ 保有储量 11.5 亿吨（平均品位 28.78%） ✓ 可采储量 4 亿吨（平均品位 28.78%）	✓ 磁铁矿资源量：25.18 亿吨（JORC 标准）（平均品位 34.1%） ✓ 磁铁矿储量：9.775 亿吨（JORC 标准）（平均品位 36.5%）

铁精矿年产能	✓ 2009 年: 730 万吨		
	✓ 2011 年白马矿二期建成, 预计总产能达 1,100 万吨	✓ 260 万吨	✓ 2011 年一期建成, 预计产能能达到 1,100 万吨/年
	✓ 2013 年白马矿三期建成后, 预计总产能达 1,500 万吨		✓ 远景产能达 3,000 万吨/年
铁精矿年产量	✓ 2009 年: 702 万吨		✓ 2011 年投产, 2012 年达产, 达产后年产量 1,100 万吨, 其中, 磁铁矿 800 万吨, 赤铁矿 300 万吨;
	✓ 2010 年 (预计): 780 万吨	✓ 2010 年 (预计): 220 万吨	
	✓ 2011 年 (预计): 855 万吨	✓ 2011 年 (预计): 270 万吨	
	✓ 2012 年 (预计): 1,100 万吨		✓ 远期年产量 3,000 万吨
	✓ 2013 年 (预计): 1,400 万吨		✓ 鞍澳公司直接持股 50%, 鞍钢香港通过金达必间接持股 17.96%
本公司对该资产直接、间接合计持股比例	✓ 100%	✓ 100%	

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

关于卡拉拉项目的讨论, 我们在之前的报告中已经分析了很多。虽然短期依然面临基建及运营成本上升等种种制约因素, 但长期来看, 庞大的资源储量和产能迟早的大幅释放仍使卡拉拉成为公司未来业绩的主要增长点。

图 5: 卡拉拉项目的产能释放情况预计



资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

基于以下假设, 在不考虑矿产资源税 (MRRT) 的情况下, 我们对卡拉拉盈利贡献进行简单的测算:

- ✓ 产量的预测采用公司公告的内容, 2011-2013 年产量分别为 200、550、1100 万吨, 远景产量可达到 3600 万吨/年, 赤铁矿总产能约 300 万吨, 其余部分均为磁铁矿;
- ✓ 固定资产投资的成本目前为 25.68 亿澳元, 由于卡拉拉项目按照 3000 万吨/年的开采能力也可开采 30 年以上, 我们采用 30 年直线折旧法进行折旧。而从公司产能扩张的情况来看, 2014、2017 与 2020 年产能均明显上一个新的台阶, 我们据此预计在此 3 年公司分别又投入了 5 亿澳元, 同样按照 30 年直线折旧法进行折旧;
- ✓ 当产量为 1000 万吨每年时, 每吨铁精粉的运营成本在 65-68 澳元之间, 当产量达到 1600 万吨每年时, 每吨铁精粉的运营成本在 55-60 澳元之间;
- ✓ 人民币以 3% 的速度升值, 升值至 6.01 水平后维持不变;
- ✓ 价格方面, 公司称目前卡拉拉地区出产的高品位 68% 的磁铁矿每吨价格已经可以达到 220 美金。根据我们之前的矿石行业分析数据来看, 虽然从 2011 年开始矿石的供需已经开始出现了较大幅度的缓解, 但供需格局出现实质

性的转变预计要在 2013-2014 年才可达到。综合考虑,我们假定 2011 年的矿石全年均价为 170 美金,2012 年下降至 165 美金,2013 年之后矿石价格按每年 5%的幅度下降;

- ✓ 三项费用水平参考金岭矿业的水平,假定为 8%;
- ✓ 运费方面,目前澳西-北仑宝山的运费约为 8 美元/吨,假定运费水平稳定在 10 美金不变;
- ✓ 税率方面:税率的假设相对困难,这主要是因为澳洲地区税收科目虽多但也存在各种各样的抵税政策。因此,我们简单根据澳洲官方网站的公告进行假设,目前澳洲企业所得税率执行标准在 30%左右,公司按 5%的税率上缴资源使用税 (Royalties);
- ✓ 因为 MRRT 尚未实施,并且操作空间较为灵活,同时可以抵扣资源使用税 (Royalties),因此我们暂不考虑 MRRT 的影响。

根据我们的测算,预计卡拉拉项目 2011 年贡献 0.04 元,2012 年贡献 0.17 元,2013 年贡献 0.34 元。

虽然短期内的卡拉拉项目负面因素较多,不过负面消息基本告一段落,未来完全达产后的价值依然存在。在未来的生产建设过程中,任何速度的加快都将有利于盈利释放和估值提升,反之亦然。

表 6: 卡拉拉项目长期盈利预测,产能的释放可弥补价格下滑

卡拉拉矿盈利预测	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2017E	2018E	2020E
估算销售总收入	3.40	9.08	17.19	23.67	28.01	30.10	33.22	33.95
矿产资源使用税 (Royalty, 5%)	0.17	0.45	0.86	1.18	1.40	1.50	1.66	1.70
估算销售净收入	3.23	8.62	16.33	22.49	26.61	28.59	31.56	32.25
估算销售成本	1.59	3.17	5.66	7.92	9.73	11.54	13.35	15.16
鞍澳公司持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
鞍钢香港对金达必持股	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%	35.92%
——金达必对卡拉拉持股	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
钒钛合计持股	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%	67.96%
公司产量预测	200	550	1100	1600	2000	2400	2800	3200
矿石 CIF 价格	180	175	166	158	150	135	129	116
同比变动幅度			-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
西澳-中国海运运费	10	10	10	10	10	10	10	10
矿石 FOB 价格	170	165	156	148	140	125	119	106
综合完全成本	112.62	83.27	74.89	63.27	62.11	61.34	60.79	60.38
开采成本	66.50	66.50	66.50	57.50	57.50	57.50	57.50	57.50
固定折旧	46.12	16.77	8.39	5.77	4.61	3.84	3.29	2.88
费用率	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
吨矿利润	35.96	60.94	61.68	66.03	60.28	48.27	42.90	32.35
税前利润	0.72	3.35	6.78	10.57	12.06	11.58	12.01	10.35
所得税税率	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
净利润 (美元)	0.50	2.35	4.75	7.40	8.44	8.11	8.41	7.25
汇率	6.38	6.19	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01	6.01
净利润 (人民币)	3.21	14.53	28.52	44.41	50.68	48.70	50.49	43.51
总股本	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26	57.26
贡献 EPS	0.04	0.17	0.34	0.53	0.60	0.58	0.60	0.52

资料来源: Bloomberg, Wind, CEIC, 公司资料, 长江证券研究部

第四，钒钛业务锦上添花，钒业务基本稳定，钛产能扩张与涨价提供较大增量

钒钛资源方面，攀钢钒钛所在的攀枝花西昌地区拥有钒资源储量 1,862 万吨（以五氧化二钒计）、钛资源储量 6.18 亿吨（以二氧化钛计），分别占世界储量的 11.6%和 35%，占中国储量的 52%和 95%。

目前，公司具备年产 2 万吨钒制品的生产能力，未来公司仍将积极推进 1.8 万吨/年三氧化二钒工艺改造工程、2000 吨/年钒铝合金及专用原料生产线、500 吨钒电池液实验生产线等与钒相关的项目。

根据我们以上对钒制品行业的分析，我们对钒制品的价格方面的假设采取相对谨慎的考虑，假定未来三年钒制品价格维持稳定小幅下滑的趋势。

简单测算下，预计公司钒制品可为公司所提供的业绩贡献约稳定为 0.07 元左右。

表 7：钒制品业绩测算，业绩贡献较为平稳

钒制品业绩测算	2010A	2011E	2012E	2013E
钒制品产量	2.83	3.28	3.40	3.50
销售均价	107,774	100,000	95,000	95,000
钒制品收入	30.50	32.80	32.30	33.25
毛利率	19%	17%	18%	18%
销售利润（亿元）	5.65	5.71	5.81	5.99
销售费用率	15%	15%	15%	15%
利润总额	4.80	4.86	4.94	5.09
公司所得税	15%	15%	15%	15%
钒产品净利润	4.08	4.13	4.20	4.32
最新股本	57.52	57.52	57.52	57.52
钒制品贡献的 EPS	0.07	0.07	0.07	0.08

资料来源：公司资料，长江证券研究部

钛业务方面，公司 2010 年报公布预计 2011 年钛精矿产量 48 万吨，钛白粉超过 6 万吨，高钛渣超过 10 万吨。我们基于以下假设对公司钛业务做盈利预测：

- 1、依据公司官方公布信息，综合考虑目前各产品产量、产能利用率和产能投放进度情况假设每年各产品产量；
- 2、公司钛精矿除了自给用于生产钛产品以外，主要供应集团子公司攀钢钛业；
- 3、各类钛产品的价格参考市场均价，同时考虑公司自身产品及销售机制的特点；
- 4、假设各类钛产品全年均价保持在目前市场价格的水平上。

根据公司信息，钛业公司上半年净利润 2.68 亿元，我们假设矿业公司钛精矿外售的净利润约为 0.48 亿元（按照我们测算的全年外售钛精矿净利润的 50%来测算所得），得到公司全部钛产品上半年的净利润约为 3.16 亿元。年初至今，钛精矿、高钛渣等产品的价格已经翻了 1~2 倍，若各类钛产品下半年能够维持目前的价格水平，下半年公司综合均价比上半年将有所提升，预计下半年净利润提升约 0.5~1 倍，据此预测全年钛产品净利润大约在 7.90 亿元~9.48 亿元之间。

根据我们的测算，公司 2011 年钛产品净利润合计 8.52 亿元，预计钛业务 2011 年贡献 0.15 元，2012 年贡献 0.26 元，2013 年贡献 0.30 元。

表 8：预计公司钛产品业绩 2011 年将大幅增长

钛产品业绩测算	2010A	2011E	2012E	2013E
钛精矿 产量	34.19	50.00	65.00	65.00

	自用量	20.47	35.32	50.14	50.86
	销量	13.72	14.68	14.86	14.14
	销售均价	600	1,500	1,500	1,400
	销售收入(亿元)	0.82	2.20	2.23	1.98
	毛利率	30%	60%	60%	60%
	销售利润(亿元)	0.25	1.32	1.34	1.19
高钛渣	产销量	5.38	12.00	18.00	18.00
	销售均价	3,000	6,000	6,000	6,000
	销售收入(亿元)	1.61	7.20	10.80	10.80
	毛利率	40%	60%	70%	70%
	销售利润(亿元)	0.65	4.32	7.56	7.56
钛白粉	产销量	6.26	6.10	6.10	6.10
	销售均价	16,000	23,000	23,000	23,000
	销售收入(亿元)	10.02	14.03	14.03	14.03
	毛利率	18%	35%	35%	35%
	销售利润(亿元)	1.80	4.91	4.91	4.91
海绵钛	产销量		0.38	1.20	1.50
	销售均价		110,000	110,000	110,000
	销售收入(亿元)		4.13	13.20	16.50
	毛利率		30%	50%	60%
	销售利润(亿元)		1.24	6.60	9.90
	钛产品营业收入	12.45	27.56	40.26	43.31
	钛产品综合毛利率	21.64%	42.78%	50.69%	54.40%
	钛产品销售利润	2.70	11.79	20.41	23.56
	销售费用率	15%	15%	15%	15%
	利润总额	2.29	10.02	17.35	20.02
	公司所得税	15%	15%	15%	15%
	钛产品净利润	1.95	8.52	14.74	17.02
	最新股本	57.52	57.52	57.52	57.52
	钛产品贡献的 EPS	0.03	0.15	0.26	0.30

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第五，维持“推荐”评级

如果不考虑资产置换的影响，预计公司 2011、2012 年的 EPS 分别为 0.21 元和 0.30 元。

若审批一切顺利，综合考虑卡拉拉吨矿运营成本的增加，以及钛产品业绩可能超出我们之前预期，预计资产置换后 2011、2012 年新公司的 EPS 分别为 0.52 元、0.82 元。

公司澳洲卡拉拉铁矿石项目的负面消息基本告一段落，而在钛精矿价格不断超预期上涨的带动下，钛制品业绩的爆发式增长已成为公司年初以来最大的亮点。同时，正在进行中的卡拉拉股权融资方案有可能加速公司重组方案的审批进程。因此继续维持对公司的“推荐”评级。

表 9：考虑置换成功后，公司业绩释放情况如下

攀钢钒钛业绩预测	2010E	2011E	2012E	2013E
白马矿盈利预测				

铁精矿产量假设	780	855	1,100	1,400
吨矿净利假设	70	78	90	100
白马矿贡献 EPS 统计	0.09	0.12	0.17	0.24
鞍千矿业盈利预测				
铁精矿产量假设	220	270	270	270
吨矿净利假设	259	315	300	250
鞍千矿业贡献 EPS 统计	0.10	0.15	0.14	0.12
卡拉拉矿石盈利预测				
产量预测	0	200	550	1100
考虑持股比例后对 EPS 的贡献		0.04	0.17	0.34
钛业务盈利预测				
钛业务对 EPS 贡献	0.03	0.15	0.26	0.30
钒业务盈利预测				
钒业务对 EPS 贡献	0.07	0.07	0.07	0.08
合计	0.23	0.52	0.82	1.07

资料来源：长江证券研究部

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	43272	49905	55041	61739	货币资金	1757	4991	5504	6363
营业成本	36452	41816	45810	51101	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6820	8090	9230	10638	应收账款	2285	2661	2934	3292
% 营业收入	15.8%	16.2%	16.8%	17.2%	存货	9164	10490	11490	12816
营业税金及附加	561	647	714	800	预付账款	1622	1853	2029	2264
% 营业收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	其他流动资产	44	50	56	62
销售费用	1169	1347	1486	1667	流动资产合计	17032	22532	24754	27865
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	3219	3693	4073	4569	持有至到期投资	295	295	295	295
% 营业收入	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	长期股权投资	733	733	733	733
财务费用	983	816	676	466	投资性房地产	238	238	238	238
% 营业收入	2.3%	1.6%	1.2%	0.8%	固定资产合计	38910	36655	34189	31574
资产减值损失	203	0	0	0	无形资产	2848	2705	2570	2442
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	12	12	12	递延所得税资产	339	0	0	0
营业利润	753	1598	2293	3147	其他非流动资产	-666	-666	-666	-666
% 营业收入	1.7%	3.2%	4.2%	5.1%	资产总计	59728	62492	62112	62479
营业外收支	340	0	0	0	短期贷款	10833	9230	4911	0
利润总额	1090	1598	2293	3147	应付款项	10362	11873	13006	14507
% 营业收入	2.5%	3.2%	4.2%	5.1%	预收账款	3118	3593	3963	4445
所得税费用	28	399	573	787	应付职工薪酬	942	1070	1173	1308
净利润	1062	1198	1720	2360	应交税费	-61	42	51	63
归属于母公司所有者					其他流动负债	7815	8965	9827	10968
的净利润	1060.6	1196.6	1717.4	2357.1	流动负债合计	33009	34773	32931	31292
少数股东损益	1	2	2	3	长期借款	6858	6858	6858	6858
EPS (元/股)	0.19	0.21	0.30	0.41	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	19	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3467	3467	3467	3467
经营活动现金流净额	4725	6720	6705	7495	负债合计	43353	45098	43256	41617
取得投资收益	21	12	12	12	归属于母公司	15877	16894	18354	20357
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	498	499	502	505
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16375	17393	18856	20862
固定资产投资	-3416	-899	-950	-917	负债及股东权益	59728	62492	62112	62479
其他	-650	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-4066	-887	-939	-906		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.185	0.209	0.300	0.412
股权融资	95	0	0	0	BVPS	2.77	2.95	3.21	3.55
银行贷款增加 (减少)	-650	-1603	-4319	-4911	PE	57.12	50.63	35.28	25.70
筹资成本	1068	-996	-934	-820	PEG	1.87	1.66	1.16	0.84
其他	-1798	0	0	0	PB	3.82	3.59	3.30	2.98
筹资活动现金流净额	-1285	-2599	-5253	-5731	EV/EBITDA	15.97	12.55	10.25	8.40
现金净流量	-625	3234	514	859	ROE	6.7%	7.1%	9.4%	11.6%

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。