

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

增资控股东方钛业，做强做大钒钛业务

事件描述

攀钢钒钛今日公布，全资子公司攀钢集团钛业有限责任公司增资攀枝花东方钛业有限公司。

事件评论

第一，增资控股东方钛业扩建 10 万吨硫酸钛白产能，当前业绩贡献有限

公司今日公布，因攀枝花东方钛业有限公司（以下简称“东方钛业”）二期项目扩建，公司全资子公司攀钢集团钛业有限责任公司（以下简称“攀钢钛业”）向其增资：经公司与东方钛业双方协商，确定由公司全资子公司攀钢钛业对东方钛业增资 9,700 万股（约需出资 16,684 万元），四川安宁铁钛股份有限公司（以下简称“东方钛业”）增资 300 万股，认股价格依据资产评估价值确定（评估后的净资产折合 1.72 元/股）。

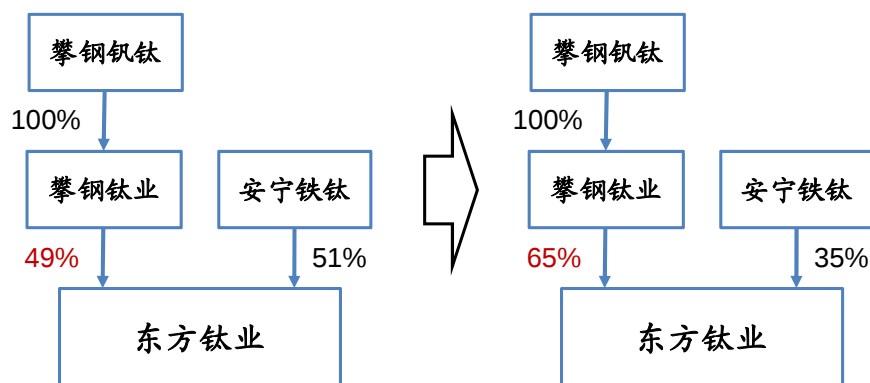
表 1：东方钛业净资产评估增值率较高

截止 2011 年 3 月 31 日账面净资产	评估后账面净资产	增值率	评估后每股净资产
2.01 亿元	3.44 亿元	71.19%	1.72

资料来源：公司资料，长江证券研究部

东方钛业于 2006 年 6 月 9 日经攀枝花市米易县工商行政管理局批准成立。截止 2011 年 3 月 31 日，东方钛业实收资本 20,000 万元，其中安宁铁钛出资 10,200 万元，持股比例 51%；攀钢钛业出资 9,800 万元，持股比例 49%。增资扩股后，攀钢钛业持股比例 65%，安宁铁钛持股比例 35%，从而实现了攀钢钛业对东方钛业的绝对控股。

图 1：增资前后东方钛业股权结构变化



资料来源：公司资料，长江证券研究部

东方钛业主营业务：硫酸生产、销售；生产、销售钛白粉及其化工产品（不含危险化学品），钛精矿、钛矿、钛渣、铁矿、硫酸亚铁。东方钛业一期 4 万吨/年金红石钛白项目于 2009 年 4 月正式投产。东方钛业现有 4 万吨/年产钛白粉生产线、16 万吨/年产硫酸生产线、4 万吨/年产废酸生产线。

东方钛业将进行二期扩能，金红石钛白粉产能将达到 10 万吨/年，预计投资 4.5 亿元。目前该项目已经攀枝花市经济委员会备案，环境影响报告书也已获得省环保厅批复。

2009 年一期项目投产后，东方钛业销售收入的快速增长表明其产能利用率在逐步提升，但其盈利能力并未出现相应的提高。同时，从 2011 年上半年大幅下降的销售收入来看，当期东方钛业可能出现了生产停滞。由于公开数据较少，我们无法分析是何种原因所致。

由于当前盈利能力较差和生产销售规模较小，东方钛业对公司近一财年的业绩贡献十分有限。不过，二期投产后其钛白粉产能将提升至 10 万吨，综合考虑公司控股带来生产管理效益的提升，未来东方钛业业绩释放或值得期待。

表 2：东方钛业盈利能力较差

东方钛业利润简表	营业收入总额	净利润	销售净利润率
2009H1	0.23	-0.10	-41.54%
2009H2	1.17	0.15	13.01%
2010H1	1.63	-0.01	-0.91%
2010H2	2.95	0.20	6.89%
2011H1	0.45	-0.03	-7.63%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

第二，贯彻“十二五”做大钒钛战略目标，硫酸钛白外延式扩张或刚刚起步

由于硫酸法污染问题较为严重，国家在 2011 年 3 月颁布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中制定了鼓励“单线产能 3 万吨/年及以上、并以二氧化钛含量不小于 90% 的富钛料（人造金红石、天然金红石、高钛渣）为原料的氯化法钛白粉生产”，限制“新建硫酸法钛白粉”的产业政策，原则上不再审批新建硫酸法钛白粉产能。

目前公司具备硫酸法钛白粉产能 8 万吨/年，分别在建 10 万吨硫酸法和氯化法钛白粉产能。根据公司关于钛白粉产业规划，在“十二五”末公司将形成 50 万吨硫酸钛白，10 万吨氯化钛白的生产能力。因此，按照“规划”，公司仍有 32 万吨硫酸钛白产能缺口亟待发展。

此次通过增资控股东方钛业，公司将实现 10 万吨硫酸钛白的产能扩张，符合公司做大钒钛的战略目标。由于仍有 22 万吨硫酸钛白产能目标需要实现，结合国家相关政策，不排除公司未来继续以其他类似的对外投资行为，通过外延式扩张来实现公司规划的可能。

第三，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 0.06 元和 0.13 元。

如果资产置换成功，预计新公司 2011、2012 年新公司的 EPS 分别为 0.45 元、0.74 元。

考虑公司的成长较为确定，继续维持对公司的“推荐”评级。

表 3：考虑置换成功后，公司业绩释放情况如下

铁矿石业务	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	0.18	0.36
钛业务	2010E	2011E	2012E	2013E
钛精矿产量假设	34.19	50.00	65.00	65.00
钛精矿销售均价	600	1,400	1,500	1,600
高钛渣产量假设	5.38	12.00	18.00	18.00
高钛渣销售均价	3,000	7,000	8,000	9,000
钛白粉产量假设	6.26	6.00	6.10	6.10
钛白粉销售均价	16,000	20,000	20,000	22,000
海绵钛产量假设		0.30	1.20	1.50
海绵钛销售均价		85,000	90,000	100,000
钛业务对 EPS 贡献	0.02	0.12	0.21	0.27
钒业务	2010E	2011E	2012E	2013E
钒制品产量假设	2.83	3.28	3.40	3.50
钒制品销售均价	107,774	88,000	88,000	90,000
钒业务对 EPS 贡献	0.04	0.02	0.02	0.03
公司合计	0.25	0.45	0.73	1.02

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	6174
营业成本	36452	42934	47087	52713	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6820	6972	7953	9026	应收账款	2285	2661	2934	3292
% 营业收入	15.8%	14.0%	14.5%	14.6%	存货	9164	10774	11816	13227
营业税金及附加	561	647	714	800	预付账款	1622	1903	2087	2336
% 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	22867	25136	28159
% 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	828	717	544	投资性房地产	238	238	238	238
% 营业收入	2.3%	1.7%	1.3%	0.9%	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	468	975	1458	其他非流动资产	-666	-666	-666	-666
% 营业收入	1.7%	0.9%	1.8%	2.4%	资产总计	59728	62827	62495	62773
营业外收支	340	0	0	0	短期贷款	10833	9728	6218	2129
利润总额	1090	468	975	1458	应付款项	10362	12196	13375	14972
% 营业收入	2.5%	0.9%	1.8%	2.4%	预收账款	3118	3593	3963	4445
所得税费用	28	117	244	365	应付职工薪酬	942	1099	1206	1350
净利润	1062	351	732	1094	应交税费	-61	31	38	47
归属于母公司所有者					其他流动负债	7815	9181	10075	11281
的净利润	1060.6	350.9	730.6	1092.1	流动负债合计	33009	35828	34874	34223
少数股东损益	1	0	1	1	长期借款	6858	6858	6858	6858
EPS (元/股)	0.19	0.06	0.13	0.19	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	6107	5789	6372	负债合计	43353	46153	45199	44548
取得投资收益	21	12	12	12	归属于母公司	15877	16175	16796	17724
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	498	499	501
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	16375	16673	17295	18225
固定资产投资	-3416	-899	-950	-917	负债及股东权益	59728	62827	62495	62773
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	0.061	0.128	0.191
股权融资	95	0	0	0	BVPS	2.77	2.82	2.93	3.10
银行贷款增加 (减少)	-650	-1105	-3510	-4089	PE	43.95	132.85	63.80	42.68
筹资成本	1068	-880	-827	-708	PEG	44.93	135.81	65.22	43.63
其他	-1798	0	0	0	PB	2.94	2.88	2.78	2.63
筹资活动现金流净额	-1285	-1986	-4337	-4797	EV/EBITDA	13.06	12.68	10.33	8.73
现金净流量	-625	3234	514	670	ROE	6.7%	2.2%	4.3%	6.2%

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。