

证券研究报告—动态报告/公司快评

黑色金属

钢铁 II

攀钢钒钛 (000629)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2012 年 02 月 16 日

会计核算方法不影响公司重组资产优异利润

证券分析师：郑东

010-66025270

zhengdong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120023

证券分析师：秦波

010-66026317

qinbo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120039

事项：

攀钢钒钛发布业绩预告公告，2011 年年度业绩预计为 0.00~0.03 元，同比下跌 87.45%~100%。需要特别说明的是，该业绩预测口径为“重组前资产+置换进入的鞍千铁矿资产”，此处的重组前资产中包括了拟置换出公司的亏损较大的钢铁冶炼资产。若按重组后资产盈利情况测算，则公司 2011 年年度业绩为 0.45 元，符合预期。

评论：

■ 会计核算方法变化不影响公司重组资产的优异盈利

公司发布业绩预告公告，其中涉及三个口径的业绩：1) 以 2011 年 12 月 31 日为资产交割日进行测算，公司 2011 年 EPS 预计为 0~0.03 元；2) 若按重组完成前口径测算，公司 2011 年 EPS 预计为 -0.19 元；3) 按已经中国证监会核准的重大资产重组方案口径计算，公司备考报表 2011 年 EPS 预计为 0.45 元。

有必要对这三个业绩之间的关系做一个梳理。表 1 中，我们将重组前资产拆解为钢铁冶炼资产与铁矿钒钛资产，并对每一块资产的盈利情况做了测算，同时对口径 1)、2) 及 3) 之间的关系做了一个说明。口径 1) 即 2011 年 EPS 为 0~0.03 元为重组完成前资产加上已经完成交割的鞍千矿业资产，为正式的业绩预告口径。但是该口径确认方式是否符合企业会计准则相关规定，尚需请示相关会计监管部门。

当然，无论 2011 年年报最终按何种资产方式核算，均不影响公司重组后资产在 2011 年能够实现 0.45 元的每股收益。

(以上业绩均不包括海外资产并不考虑海外资产的盈亏情况)

表 1: 公告中涉及几个口径业绩之间的关系

	2010 年 EPS 元/股	2011 年 EPS 元/股
重组前资产之 攀钢集团的 钢铁冶炼资产 (同时也是拟置换出的资产)	0.05	-0.42
攀钢集团的 铁矿钒钛资产 (资产置换时拟保留的资产)	0.14	0.23
置换入资产 鞍钢集团的 鞍千矿业资产	0.09	0.22
口径 1) = 钢铁冶炼资产+铁矿钒钛资产+鞍千矿业资产	0.28	0.03
口径 2) = 钢铁冶炼资产+铁矿钒钛资产	0.19	-0.19
口径 3) = 铁矿钒钛资产+鞍千矿业资产	0.23	0.45

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 下一步预计将积极推进鞍钢集团剩余铁矿石资产的注入

鞍钢集团在重组方案里面做出过承诺，在资产置换完成后，将尽最大努力逐步促使集团现有的铁矿石采选业务达到上市条件，在符合上市条件且相关操作合法合规的前提下，在置换完成后 5 年内将其注入攀钢钒钛。鞍钢集团剩余铁矿石资源储量达到 77 亿吨，平均品位 30% 左右，年产精矿 1300 万吨，一旦鞍钢集团剩余铁矿石资产注入攀钢钒钛，则公司铁矿石资源储量将达到 118 亿吨。资产置换完成后，在做大作强现有业务的同时，预计鞍钢集团将尽快推进余下铁矿石资产的注入。

■ 卡拉拉铁矿建设进展积极推进，2012 年铁矿石产量在 200-400 万吨之间

公司前述业绩均未考虑海外资产的盈亏情况。为详细了解拟置换入公司的位于澳洲的卡拉拉铁矿工程建设进展情况，我们于 2011 年 10 月底对该矿进行了实地调研。从调研的情况来看，项目进展虽较前期预期有所延后，但采选矿及相关配套的基础设施建设仍在稳步推进中，预计明年 3 月能建设完成。由于为公司选矿提供部分管道的位于泰国的一工厂遭受水灾，预计公司 6-9 月份选矿试车投入生产，年底达产。预计 2012 年能够实现赤铁矿 100 万吨、磁铁矿 100-300 万吨；2013 年实现赤铁矿 200 万吨、磁铁矿 800 万吨，同时开始建设二期 600 万吨磁铁矿工程，2014 年投产，2015 年达产。从价格上来看，卡拉拉磁铁矿品位高、杂质低，与普通铁矿石相比享有溢价，前景值得期待。

■ 2012 年铁矿石价格仍将维持 130-150 美元/吨左右

从行业层面来看，铁矿石价格在 10 月底一度下跌到 120 美元/吨左右（CFR 价格，61% 赤铁矿），近期已有所反弹，恢复到 140 美元/吨左右。从 2012 年的情况来看，主要的供应增量来自于澳大利亚必和必拓的铁矿石增长计划第 5 期（RGP5）5000 万吨产能释放、中信泰富澳大利亚铁矿石项目投产以及巴西淡水河谷的 Carajas 地区 2000 万吨球团矿业务的扩张。但是，由于受到基础设施建设的制约，中信泰富及淡水河谷的项目投产时间均有一定的不确定新，因此整体来看，2012 年铁矿石新增供应相对有限，61% 品味铁矿石价格能够维持在 130-150 美元/吨左右。鞍钢卡拉拉赤铁矿平均品味 68.2%，享有一定的溢价。

■ 维持“推荐”投资评级

按资产重组后口径方案计算，维持公司 2011~2013 年 EPS 0.45/0.54/0.75 元的预测，对应 PE 分别为 15.1/12.6/9.0X。铁矿石仍然是我国的稀缺资源，我们认为在目前的市场环境下，铁矿公司对应 2012 年业绩合理的估值水平应该在 15 倍以上。由于公司 2013 年以后卡拉拉铁矿、攀西铁矿还有产量的增长，同时鞍钢集团承诺会将东北地区余下的铁矿石资产注入重组后的攀钢钒钛，未来增长潜力仍然很大，且钒、钛业务未来仍具较大发展空间，估值应该较其它铁矿公司估值有所溢价。维持公司“推荐”投资评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1757	1551	1443	1746
应收款项	4402	1571	2236	3312
存货净额	9164	1651	2840	4811
其他流动资产	1709	154	220	326
流动资产合计	17032	4928	6739	10194
固定资产	38065	37987	37451	36442
无形资产及其他	2848	2753	2658	2563
投资性房地产	1051	1051	1051	1051
长期股权投资	733	733	733	733
资产总计	59728	47452	48632	50983
短期借款及交易性金融负债	10833	14230	11341	11202
应付款项	10362	1867	3211	5440
其他流动负债	11814	2351	3975	6580
流动负债合计	33009	18447	18528	23221
长期借款及应付债券	9898	9898	9898	9898
其他长期负债	447	1447	997	(3503)
长期负债合计	10344	11344	10894	6394
负债合计	43353	29791	29422	29616
少数股东权益	498	500	503	507
股东权益	15877	17160	18706	20860
负债和股东权益总计	59728	47452	48632	50983

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.19	0.45	0.54	0.75
每股红利	0.19	0.22	0.27	0.38
每股净资产	2.77	3.00	3.27	3.64
ROIC	5%	8%	9%	12%
ROE	7%	15%	17%	21%
毛利率	16%	36%	34%	32%
EBIT Margin	4%	26%	23%	20%
EBITDA Margin	11%	51%	42%	35%
收入增长	12%	-64%	42%	48%
净利润增长率	-168%	142%	20%	39%
资产负债率	73%	64%	62%	59%
息率	3.6%	4.3%	5.2%	7.2%
P/E	28.3	11.7	9.7	7.0
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	14.9	7.6	6.5	5.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：该报表 2011 年年度预测暂仍按照重组完成后资产预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	43272	15448	21983	32556
营业成本	36452	9845	14461	22146
营业税金及附加	561	156	222	329
销售费用	1169	417	594	879
管理费用	3219	1176	1854	2699
财务费用	983	1075	1101	1026
投资收益	67	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(202)	0	0	0
其他收入	(2)	95	95	95
营业利润	750	2874	3846	5571
营业外净收支	340	340	340	340
利润总额	1090	3214	4186	5912
所得税费用	28	643	1088	1596
少数股东损益	1	4	6	8
归属于母公司净利润	1061	2567	3092	4307

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	1061	2567	3092	4307
资产减值准备	(143)	(203)	0	0
折旧摊销	3054	3963	4227	4697
公允价值变动损失	202	0	0	0
财务费用	983	1075	1101	1026
营运资本变动	3672	(5245)	600	(2820)
其它	143	205	3	4
经营活动现金流	7989	1287	7921	6189
资本开支	(6696)	(3605)	(3596)	(3593)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(6831)	(3605)	(3596)	(3593)
权益性融资	95	0	0	0
负债净变化	472	0	0	0
支付股利、利息	(1068)	(1283)	(1546)	(2154)
其它融资现金流	(503)	3396	(2888)	(139)
融资活动现金流	(1600)	2113	(4434)	(2293)
现金净变动	(441)	(206)	(109)	303
货币资金的期初余额	2198	1757	1551	1443
货币资金的期末余额	1757	1551	1443	1746
企业自由现金流	1878	(1728)	4892	3101
权益自由现金流	1847	808	1189	2212

相关研究报告:

- 《攀钢钒钛-000629-重大事件快评: 重组完成公司发展迈入新篇章》 —— 2011-12-28
- 《攀钢钒钛-000629-值得期待的卡拉拉铁矿》 —— 2011-11-07
- 《攀钢钒钛-000629-重组资产业绩符合预期, 维持“推荐”评级》 —— 2011-07-29
- 《攀钢钒钛-000629-基本面依然向好, 股价下跌属市场恐慌》 —— 2011-05-18
- 《攀钢钒钛-000629-中国的“淡水河谷” ----铁矿、钒、钛龙头》 —— 2011-04-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行