

## 攀钢钒钛 (000629.SZ) / 钢铁

## 全球最大钒制造商形成

**评级: 增持 (维持)**

市场价格: 2.78

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qizq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S1010518050001

电话: 021-20315128

分析师: 邓轲

执业证书编号: S0740518040002

电话: 021-20315223

**基本状况**

总股本(百万股)	8,590
流通股本(百万股)	4,767
市价(元)	2.78
市值(百万元)	23,880
流通市值(百万元)	13,252

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 钒产品业务整合迈出实质性一步
- 2 钒价回归常态后或将维持低位震荡
- 3 钒供需偏强带动盈利大幅提升
- 4 钒价回归合理水平
- 5 钒钛龙头, 重生再出发
- 6 三季度钒价飙涨, 龙头受益

**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,436	15,161	12,637	12,869	13,343
增长率 yoy%	-11.07%	60.68%	-16.65%	1.84%	3.68%
净利润	863	3,090	1,657	1,746	1,906
增长率 yoy%	-114.42%	257.96%	-46.39%	5.40%	9.19%
每股收益(元)	0.10	0.36	0.19	0.20	0.22
每股现金流量	-0.04	0.21	0.48	0.25	0.07
净资产收益率	20.07%	41.76%	18.31%	16.18%	15.01%
P/E	27.66	7.73	14.42	13.68	12.53
PEG	1.12	-0.52	-0.09	0.55	-0.84
P/B	5.93	3.45	2.82	2.36	2.01

备注:

**投资要点**

- 事件描述:** 公司发布重大资产购买暨关联交易报告书(草案), 拟以现金 62.6 亿元购买攀钢集团西昌钢钒有限公司钒制品分公司的整体经营性资产及负债, 本次交易不涉及发行股份, 不影响公司的股本总额和股权结构。本次交易对象与上市公司受同一实际控制人鞍钢集团控制, 构成关联交易;
- 集团钒产品业务有望完全整合:** 公司目前钒制品产能为 2.2 万吨, 标的资产攀钢集团西昌钢钒钒制品分公司钒制品产能为 1.8 万吨(目前由公司托管经营, 托管费 80 万元/年), 原材料供给优势明显, 背靠攀西地区丰富的钒钛磁铁矿资源, 西昌钢钒与钒制品分公司位于同一工业园区, 钒渣每年产出量超 20 万吨, 能够有效保障原材料供应。若后续资产重组完成, 公司钒制品产能规模将达到 4 万吨(折  $V_2O_5$ ), 成为全球最大钒制造商, 占全球比例达 16.3%; 产量方面, 公司钒产品在国内市场份额占比 43% 左右, 在国际市场占比 25%, 龙头地位将进一步稳固。集团内钒资源业务完全整合纳入上市平台, 进一步提高上市公司钒产品的生产、加工能力有利于增强公司持续盈利能力;
- 盈利能力提升, 偿债能力有所回落:** 本次交易完成后, 公司归母净利润将得到较大幅度提升, 2018 年及 2019 年上半年 EPS 将从 0.36 元、0.14 元分别提高至 0.59 元、0.24 元。偿债能力方面, 因上市公司尚未向交易对方支付本次交易转让价款, 将导致公司负债总额较交易前大幅增加, 同时也将导致上市公司流动比率、速动比率较交易前大幅下降。西昌钢钒承诺本次交易完成后, 标的资产于 2020 年、2021 年、2022 年归属净利润分别不低于 6.0 亿元、6.3 亿元、6.6 亿元, 在盈利补偿期间内的任一年度未能实现前述业绩承诺目标, 西昌钢钒将以现金方式向攀钢钒钛进行补偿;
- 钒价将维持低位震荡:** 在前序报告中, 我们提出随着行业供需减弱, 钒产品价格大幅回落至常态水平之后将维持低位震荡状态。2019 年钢铁行业整体需求在地产带领下依然维持平稳增长态势, 但环保限产放松和产能置换带来的部分产能投产导致供给端承压, 钢企盈利回归合理利润但依然相对可观。近期伴随下游开工旺季需求释放, 叠加供给阶段性进一步增加有限, 冶炼端盈利有所企稳, 为钒产品价格提供有效支撑, 预计后续钒价将维持低位震荡态势;
- 投资建议:** 公司全面整合集团钒资源业务迈出实质性一步, 扩大产品业务规模的同时, 将有效解决同业竞争问题增强公司盈利能力。近期随着冶炼行业盈利筑底企稳, 钒价或将维持低位震荡状态。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.19 元、0.20 元及 0.22 元, 对应 PE 分别为 14.4X、13.7X 及 12.5X, 维持“增持”评级;
- 风险提示:** 资产重组事项不确定性、宏观经济下行风险, 钢铁行业供给增加超预期, 钒行业供给增加风险。

## 内容目录

全球最大钒制造商形成.....	- 3 -
整合集团优质钒制品资产 .....	- 3 -
资产注入评估 .....	- 4 -

## 图表目录

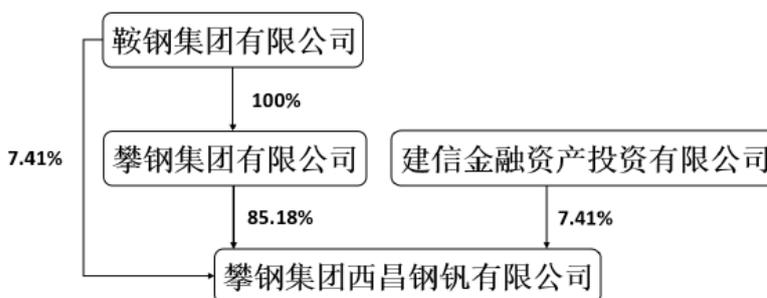
图表 1: 西昌钢钒产权控制关系 .....	- 3 -
图表 2: 西昌钢钒和上市公司毛利率比较 .....	- 4 -
图表 3: 2018 年世界分国别钒产量占比 .....	- 5 -
图表 4: 交易前后 EPS 变化 .....	- 5 -
图表 5: 交易前后资产及负债变化 .....	- 5 -
图表 6: 交易前后偿债能力变化 .....	- 6 -
图表 7: 财务数据预测 .....	- 6 -

## 全球最大钒制造商形成

### 整合集团优质钒制品资产

- 标的资产概况：**本次重大资产购买的标的资产为攀钢集团西昌钢钒有限公司钒制品分公司的整体经营性资产及负债，标的资产所有人为西昌钢钒。西昌钢钒于 2011 年由攀钢集团出资注册成立，其控股股东为攀钢集团，实际控制人为鞍钢集团，与上市公司为关联方，西昌钢钒主营业务为钢材及钢制品、钒产品等。标的资产钒制品分公司属于钒产品加工行业，目前主要产品为五氧化二钒、三氧化二钒、50 钒铁及 80 钒铁，钒产品产能约 1.8 万吨，2018 年产量为 1.74 万吨，国内市占率约 20%。原材料供应优势明显，公司紧靠攀西地区丰富的钒钛磁铁矿资源，西昌钢钒与钒制品分公司位于同一工业园区，钒渣每年产出量超 20 万吨，能够有效保障原材料供应；

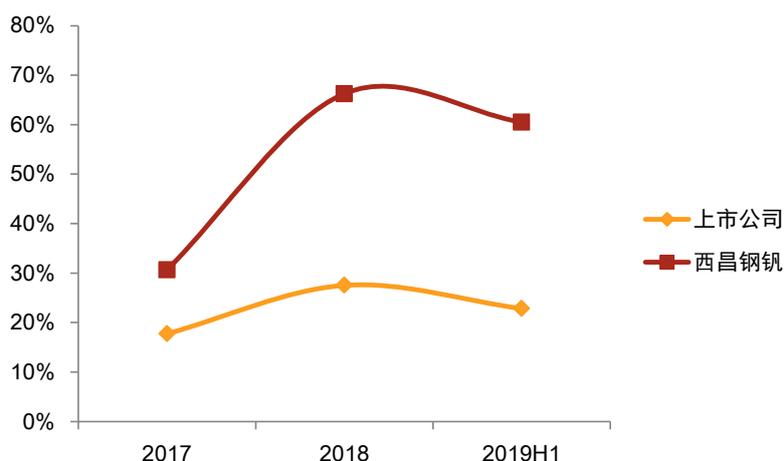
图表 1：西昌钢钒产权控制关系



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 受益于钒景气度抬升业绩改善明显：**2017 年、2018 年、2019 年上半年，西昌钢钒分别实现营业收入 15.3 亿元、36.7 亿元及 17.0 亿元，实现净利润 3.5 亿元、20.2 亿元及 8.5 亿元，毛利率分别为 30.7%、66.3%和 60.5%，近两年毛利率维持在高位主要得益于钒行业景气度显著提升，钒价大幅抬升的同时成本端受益于成本加成法定价保持相对稳定，盈利改善明显；

图表 2: 西昌钢钒和上市公司毛利率比较



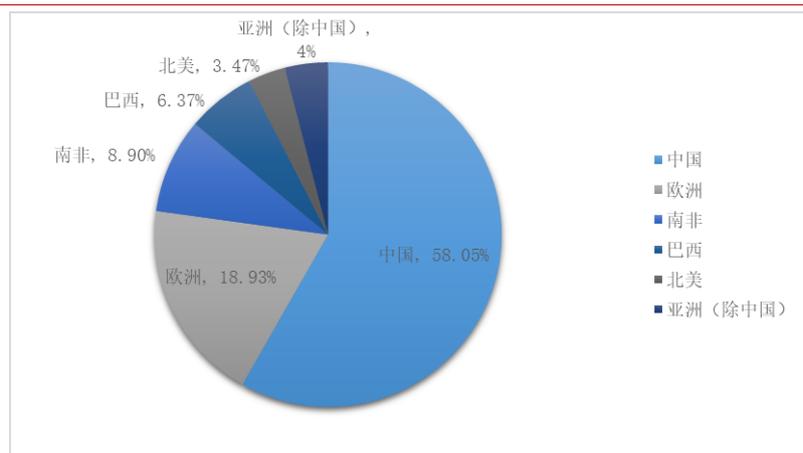
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **资产定价及转让方式:** 本次交易对价合计 62.6 亿元, 上市公司将以自有资金、银行借款或其他合法渠道及方式筹集的资金用于标的资产收购。资产转让价款分为两步: 1、自交割日起 5 个工作日内, 公司向西昌钢钒支付交易对价的 70%; 2、自交割日起 12 个月内, 公司支付交易对价的 30%, 并按照同期银行贷款基准利率向西昌钢钒支付自交割日至剩余价款付款日期间的利息;
- **业绩承诺及补偿或奖励:** 西昌钢钒承诺本次交易完成后, 标的资产于 2020 年、2021 年、2022 年归属净利润分别不低于 6.0 亿元、6.3 亿元、6.6 亿元, 在盈利补偿期间内的任一年度未能实现前述业绩承诺目标, 西昌钢钒应以现金方式向攀钢钒钛进行补偿。超额业绩奖励方面, 若标的资产在盈利补偿期间累计实现的实际净利润数超过补偿协议中标的资产在盈利补偿期间的合计承诺净利润数 (即 18.9 亿元), 则攀钢钒钛应支付西昌钢钒超额业绩奖励。

#### 资产注入评估

- **行业龙头地位进一步稳固:** 标的资产有望在 2019 年实现连续三年盈利, 满足 2016 年《关于避免同业竞争的承诺函》中的资产注入条件, 考虑到解决上市公司与西昌钢钒同业竞争问题、提高公司闲置资金使用效率、进一步增强公司盈利能力等因素, 公司及相关方决定推动本次交易。若资产注入完成, 公司钒制品产能规模将达到 4 万吨 (折  $V_2O_5$ ), 成为全球最大钒制造商, 占全球比例达 16.3%; 产量方面, 公司钒产品在国内市场份额占比 43% 左右, 位居第一, 在国际市场占比 25%, 国内第二大钒制造商河钢承钢产能约 2.2 万吨, 国内前两大制造商市占率接近 70%, 行业接近于垄断竞争态势;

**图表 3: 2018 年世界分国别钒产量占比**



来源：公司公告，中泰证券研究所

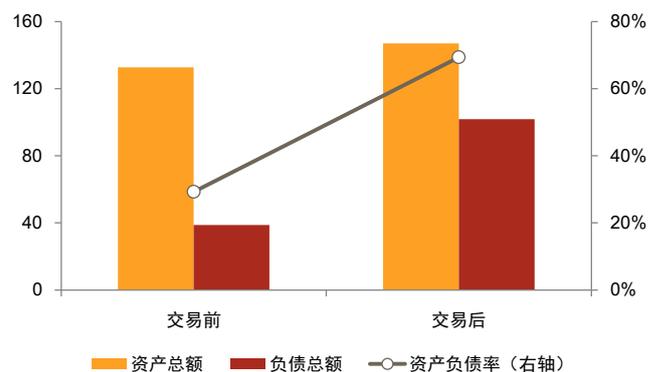
- 交易前后财务数据变化:** 本次交易完成后，公司归母净利润将得到较大幅度提升，2018 年及 2019 年上半年 EPS 将从 0.36 元、0.14 元分别提高至 0.59 元、0.24 元。偿债能力方面，因上市公司尚未向交易对方支付本次交易转让价款，导致公司负债总额较交易前大幅增加，同时也导致上市公司流动比率、速动比率较交易前大幅下降；

**图表 4: 交易前后 EPS 变化**

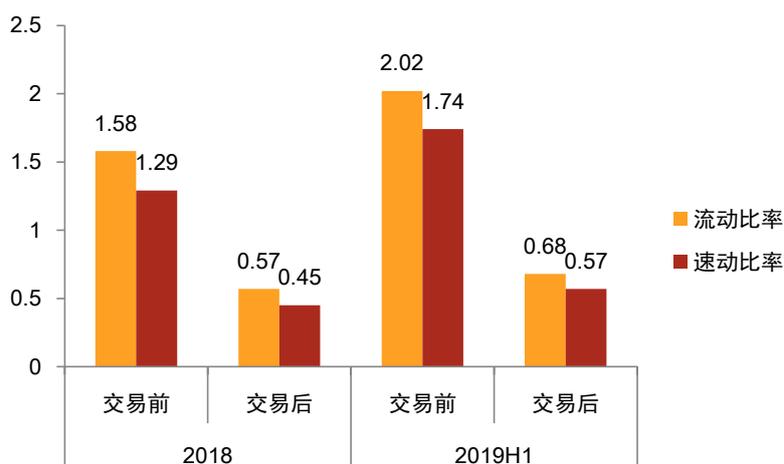


来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 5: 交易前后资产及负债变化**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6: 交易前后偿债能力变化**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 7: 财务数据预测**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	<b>9,436</b>	<b>15,161</b>	<b>12,637</b>	<b>12,869</b>	<b>13,343</b>
增长率	-11.1%	60.7%	-16.7%	1.8%	3.7%
营业成本	-7,761	-10,990	-10,212	-10,398	-10,730
% 销售收入	82.3%	72.5%	80.8%	80.8%	80.4%
毛利	1,674	4,172	2,425	2,471	2,613
% 销售收入	17.7%	27.5%	19.2%	19.2%	19.6%
营业税金及附加	-66	-130	-101	-103	-107
% 销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-219	-295	-240	-232	-227
% 销售收入	2.3%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%
管理费用	-364	-188	-190	-180	-173
% 销售收入	3.9%	1.2%	1.5%	1.4%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	1,025	3,558	1,894	1,957	2,106
% 销售收入	10.9%	23.5%	15.0%	15.2%	15.8%
财务费用	-189	-133	-106	-85	-68
% 销售收入	2.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-2	218	15	8	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	60	87	0	0	0
% 税前利润	6.9%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	893	3,731	1,803	1,880	2,048
营业利润率	9.5%	24.6%	14.3%	14.6%	15.3%
营业外收支	-32	-7	-24	-21	-17
税前利润	861	3,724	1,779	1,859	2,030
利润率	9.1%	24.6%	14.1%	14.4%	15.2%
所得税	-68	195	-52	-55	-60
所得税率	7.9%	-5.2%	2.9%	3.0%	3.0%
净利润	920	3,163	1,696	1,787	1,951
少数股东损益	57	73	39	41	45
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>863</b>	<b>3,090</b>	<b>1,657</b>	<b>1,746</b>	<b>1,906</b>
净利率	9.1%	20.4%	13.1%	13.6%	14.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	920	3,163	1,696	1,787	1,951
加: 折旧和摊销	234	244	249	252	254
资产减值准备	-2	218	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	201	142	106	85	68
投资收益	-60	-87	0	0	0
少数股东损益	57	73	39	41	45
营运资金的变动	-1,261	-1,797	2,056	10	-1,641
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-380</b>	<b>1,779</b>	<b>4,107</b>	<b>2,134</b>	<b>633</b>
固定资本投资	-230	469	-60	-60	-50
<b>投资活动现金净流</b>	<b>453</b>	<b>-144</b>	<b>-102</b>	<b>-131</b>	<b>-149</b>
股利分配	0	-220	0	0	0
其他	445	-382	-357	-107	-221
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>445</b>	<b>-602</b>	<b>-357</b>	<b>-107</b>	<b>-221</b>
<b>现金净流量</b>	<b>517</b>	<b>1,033</b>	<b>3,648</b>	<b>1,896</b>	<b>263</b>

来源: Wind, 中泰证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,261	2,205	5,853	7,749	8,012
应收账款	1,934	2,184	1,644	2,106	1,859
存货	818	1,037	726	1,049	792
其他流动资产	282	247	493	201	571
流动资产	4,295	5,672	8,715	11,105	11,234
% 总资产	41.0%	47.8%	59.1%	65.2%	65.9%
长期投资	586	778	830	912	1,020
固定资产	4,688	4,476	4,265	4,053	3,838
% 总资产	44.8%	37.7%	28.9%	23.8%	22.5%
无形资产	329	319	300	280	261
非流动资产	6,178	6,193	6,043	5,920	5,812
% 总资产	59.0%	52.2%	40.9%	34.8%	34.1%
<b>资产总计</b>	<b>10,473</b>	<b>11,866</b>	<b>14,758</b>	<b>17,025</b>	<b>17,045</b>
短期借款	1,266	1,537	1,407	1,385	1,232
应付款项	3,427	1,732	3,179	3,681	1,903
其他流动负债	541	318	318	318	318
流动负债	5,234	3,586	4,904	5,383	3,452
长期贷款	222	112	0	0	0
其他长期负债	478	476	476	476	476
<b>负债</b>	<b>5,935</b>	<b>4,174</b>	<b>5,380</b>	<b>5,859</b>	<b>3,928</b>
普通股股东权益	4,302	7,400	9,048	10,794	12,700
少数股东权益	236	292	331	372	417
<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,473</b>	<b>11,866</b>	<b>14,758</b>	<b>17,025</b>	<b>17,045</b>

**比率分析**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	0.10	0.36	0.19	0.20	0.22
每股净资产 (元)	0.50	0.86	1.05	1.26	1.48
每股经营现金净流 (元)	-0.04	0.21	0.48	0.25	0.07
每股股利 (元)	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>回报率</b>					
净资产收益率	20.07%	41.76%	18.31%	16.18%	15.01%
总资产收益率	8.78%	26.66%	11.49%	10.50%	11.45%
投入资本收益率	32.42%	75.68%	30.61%	51.08%	58.28%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	-11.07%	60.68%	-16.65%	1.84%	3.68%
EBIT增长率	-124.84%	215.15%	-45.19%	3.71%	7.64%
净利润增长率	-114.42%	257.96%	-46.39%	5.40%	9.19%
总资产增长率	8.86%	13.29%	24.38%	15.36%	0.12%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	12.0	5.4	9.5	7.4	8.5
存货周转天数	26.1	22.0	25.1	24.8	24.8
应付账款周转天数	43.2	24.7	20.0	30.0	25.0
固定资产周转天数	137.5	108.8	124.5	116.3	106.4
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-6.11%	-52.84%	-66.13%	-58.10%	-79.01%
EBIT利息保障倍数	5.7	25.7	17.6	22.9	30.8
资产负债率	56.66%	35.18%	36.45%	34.41%	23.04%

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。