

攀钢钒钛 (000629) 收购公告点评

标的资产估值较低, 现金收购增厚利润

事项:

❖ 公司拟以支付现金的方式购买攀钢集团西昌钒钛有限公司钒制品分公司的整体经营性资产及负债, 交易对价合计 62.58 亿元。西昌钒钛与公司受同一实际控制人鞍钢集团控制, 本次交易构成关联交易。

评论:

- ❖ **西昌钒钛的产量接近上市公司主体, 收购成功后将扩大公司规模。**公司本部攀钢钒钛拥有五氧化二钒产能 2.2 万吨, 收购标的西昌钒钛年产能 1.8 万吨, 接近上市公司, 合并后上市公司总产能将达到 4 万吨, 占到了全国产能的近一半, 成为全球最大的钒制品公司, 规模效应进一步凸显。
- ❖ **收购估值较低。**西昌钒钛 2018 年和 2019 年上半年净利润分别为 20 亿和 8.5 亿, 收购对价为 62.58 亿, 按这两年业绩计算收购 PE 仅为 3 倍和 3.7 倍。原上市主体的 PE 为 7.7 倍和 10 倍。收购标的估值极低。
- ❖ **现金收购增厚 EPS, PE 估值将进一步降低。**本次交易前, 上市公司 2018 年度和 2019 前半年的业绩分别为 31 亿和 12 亿。交易完成后, 上市公司 2018 年度和 2019 年 1-6 月备考业绩分别为 51 亿和 20 亿, 2018 年和 2019 年上半年业绩增厚分别达到 64% 和 71%。收购前按 2018 年度和 2019 上半年业绩计算, PE 分别为 7.7 倍和 10 倍。收购后 PE 分别为 4.7 倍和 6 倍。估值进一步下降。
- ❖ **资产负债率明显提升。**公司三季报显示货币现金 37 亿, 收购标的 2019 年中报的货币现金不足 1 亿。收购对价为 62.58 亿, 需要增加债务来进行收购。按照 2019 年半年报计算, 交易完后资产负债率从 29% 上升至 69%, 资产负债率明显提升。
- ❖ **业绩弹性进一步增强。**公司的成本基本不变, 因此业绩弹性极强, 涨价可以大部分转化为利润。若后期打击穿水钢筋或对钒产品生产端的环保加严, 钒价仍有上涨空间。收购成功后产量合计达到 4 万吨, 每 1 万元的钒价上涨大概会带来 3.2 亿元的业绩上升, 弹性极大。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**公司收购标的盈利能力强, 收购估值低, 注入后上市公司业绩进一步增厚, 且现金收购后不摊薄利润, 公司整体估值大幅下降。预计公司收购完成后 2019-2021 年营业收入为 197.18/200.22/205.78 亿元 (原预测为 133.01/131.81/-亿元), 归母净利润可达到 29 亿/32 亿/35 亿 (原预测为 36.31/38.55/-亿元), 对应的 EPS 为 0.34/0.37/0.41 元 (原预测为 0.42/0.45/-元) 对应的估值为 8.2/7.5/6.8, 在资源股中处于较低位置。给予 10 倍估值, 目标价 3.4 元, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 钒价持续下跌, 收购进展及成果未达预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	15,161	19,718	20,022	20,578
同比增速(%)	60.7%	30.1%	1.5%	2.8%
归母净利润(百万)	3,090	2,907	3,160	3,512
同比增速(%)	258.0%	-5.9%	8.7%	11.1%
每股盈利(元)	0.36	0.34	0.37	0.41
市盈率(倍)	7.7	8.2	7.6	6.8
市净率(倍)	3.2	2.8	2.3	1.9

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 19 年 11 月 11 日收盘价

强推 (维持)

目标价: 3.4 元

当前价: 2.78 元

华创证券研究所

证券分析师: 任志强

电话: 021-20572571

邮箱: renzhiqiang@hcyjs.com

执业编号: S0360518010002

证券分析师: 严鹏

电话: 021-20572535

邮箱: yanpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360518070001

公司基本数据

总股本(万股)	858,975
已上市流通股(万股)	476,714
总市值(亿元)	238.79
流通市值(亿元)	132.53
资产负债率(%)	27.3
每股净资产(元)	1.1
12 个月内最高/最低价	4.05/2.77

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《\*ST 钒钛 (000629) 深度研究报告: 新标落地供需进一步收紧, 钒钛资源综合利用龙头蓄势待发》

2018-08-16

《\*ST 钒钛 (000629) 2018 年中报点评: 钒钛产量双双上升, 钒价上涨提供业绩弹性》

2018-08-24

《攀钢钒钛 (000629) 2018 年三季报点评: Q4 涨价滞后因素影响消除, 全年业绩可期》

2018-11-01

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,205	9,285	13,222	16,312
应收票据	1,951	2,537	2,576	2,647
应收账款	229	277	281	289
预付账款	189	266	266	266
存货	1,037	1,456	1,456	1,456
其他流动资产	61	80	82	84
流动资产合计	5,672	13,901	17,883	21,054
其他长期投资	778	778	778	778
长期股权投资	0	-161	-161	-161
固定资产	4,475	-293	-2,426	-3,690
在建工程	74	74	74	74
无形资产	319	301	283	265
其他非流动资产	548	545	545	542
非流动资产合计	6,194	1,244	-907	-2,192
<b>资产合计</b>	<b>11,866</b>	<b>15,145</b>	<b>16,976</b>	<b>18,862</b>
短期借款	1,537	1,537	1,537	1,537
应付票据	200	1,959	1,959	1,959
应付账款	609	856	856	856
预收款项	743	915	929	954
其他应付款	180	180	180	180
一年内到期的非流动负债	140	140	140	140
其他流动负债	177	318	187	31
流动负债合计	3,586	5,905	5,788	5,657
长期借款	112.00	112.00	112.00	112.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	476	186	186	186
非流动负债合计	588	298	298	298
<b>负债合计</b>	<b>4,174</b>	<b>6,203</b>	<b>6,086</b>	<b>5,955</b>
归属母公司所有者权益	7,400	8,580	10,451	12,384
少数股东权益	292	362	439	523
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,692</b>	<b>8,942</b>	<b>10,890</b>	<b>12,907</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,866</b>	<b>15,145</b>	<b>16,976</b>	<b>18,862</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,690</b>	<b>4,339</b>	<b>3,328</b>	<b>3,527</b>
现金收益	3,541	3,398	3,446	3,669
存货影响	-219	-419	0	0
经营性应收影响	-506	-710	-43	-79
经营性应付影响	-1,696	2,178	14	26
其他影响	570	-107	-89	-89
<b>投资活动现金流</b>	<b>-144</b>	<b>4,699</b>	<b>2,144</b>	<b>1,384</b>
资本支出	237	4,537	2,142	1,383
股权投资	61	-161	0	0
其他长期资产变化	-442	323	2	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>-602</b>	<b>-1,958</b>	<b>-1,535</b>	<b>-1,821</b>
借款增加	-138	0	0	0
股利及利息支付	-108	-1,320	-1,617	-1,696
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-356	-638	82	-125

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>15,161</b>	<b>19,718</b>	<b>20,022</b>	<b>20,578</b>
营业成本	10,990	15,433	15,433	15,433
税金及附加	130	170	172	177
销售费用	295	384	390	400
管理费用	525	683	694	713
财务费用	133	171	202	173
资产减值损失	218	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	87	87	87	87
其他收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,975</b>	<b>2,964</b>	<b>3,219</b>	<b>3,768</b>
营业外收入	20	40	44	45
营业外支出	27	27	27	27
<b>利润总额</b>	<b>2,968</b>	<b>2,977</b>	<b>3,236</b>	<b>3,786</b>
所得税	-195	0	0	189
<b>净利润</b>	<b>3,163</b>	<b>2,977</b>	<b>3,236</b>	<b>3,597</b>
少数股东损益	73	70	76	85
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,090</b>	<b>2,907</b>	<b>3,160</b>	<b>3,512</b>
NOPLAT	3,305	3,148	3,438	3,761
EPS(摊薄) (元)	0.36	0.34	0.37	0.41

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	60.7%	30.1%	1.5%	2.8%
EBIT 增长率	163.4%	1.5%	9.2%	15.1%
归母净利润增长率	258.0%	-5.9%	8.7%	11.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.5%	21.7%	22.9%	25.0%
净利率	20.9%	15.1%	16.2%	17.5%
ROE	40.2%	32.5%	29.0%	27.2%
ROIC	34.5%	30.5%	28.3%	28.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.2%	41.0%	35.8%	31.6%
债务权益比	29.4%	22.1%	18.1%	15.3%
流动比率	158.2%	235.4%	309.0%	372.2%
速动比率	129.3%	210.8%	283.8%	346.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.3	1.3	1.2	1.1
应收账款周转天数	5	5	5	5
应付账款周转天数	25	17	20	20
存货周转天数	30	29	34	34
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.36	0.34	0.37	0.41
每股经营现金流	0.20	0.51	0.39	0.41
每股净资产	0.86	1.00	1.22	1.44
<b>估值比率</b>				
P/E	7.7	8.2	7.6	6.8
P/B	3.2	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	7	5	4	3

## 大宗组团队介绍

### 副所长、大宗组组长：任志强

上海财经大学经济学硕士。曾任职于兴业证券。2017 年加入华创证券研究所。2015 年-2017 年连续三年新财富最佳分析师钢铁行业第三名。

### 组长、高级分析师：严鹏

清华大学博士。2018 年加入华创证券研究所。

### 研究员：张文龙

上海交通大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王晓芳

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪莉琼	销售经理		wangliqiong@hcyjs.com
吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500