

攀钢钒钛 (000629)

增持/维持评级

股价: RMB5.24

分析师

赵湘鄂
SAC 执业证书编号:S1000511030004
(021)6849 8628
zhaoxiange@mail.htlhsc.com.cn

陈雳
SAC 执业证书编号:s1000511110005
(021)5010 6003
chenliyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

薛蓓蓓
(021)6849 8509
xuebeibei@mail.htlhsc.com.cn

**攀钢钒钛重大资产重组获证监会核准
暨对外投资项目公告点评**

2011年12月26日,公司公布重大资产重组获得中国证券监督管理委员会核准,攀钢集团钛业有限责任公司(“攀钢钛业”)对攀枝花东方钛业有限公司(“东方钛业”)增资扩股两份公告,我们认为消息性利好明显,但对实际经营短期不会产生较大影响:

- 1、就重大资产重组方案获批来看,打消了业内对其获批可能性的担忧,为重组迈出了实质性的一步,可以解读为阶段性消息利好,对股价的刺激是正向的(详细分析见第二页正文)。
- 2、对东方钛业增资扩股,主要是期望公司做大钒钛的战略目标,短期对盈利改善并不明显(详细分析见第二页正文)。

相关研究

对公司前期我们持偏谨慎态度,但结合当前时点来看,我们认为股价存在受消息刺激维稳向上的动力;受大盘偏弱、四季度铁矿石价格下调等综合性影响,空间相对有限,故持中性偏乐观的态度。

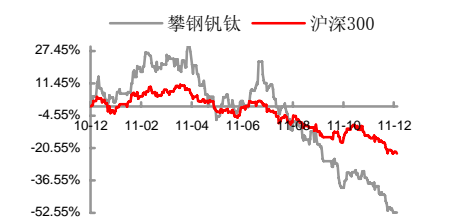
公司股价 5.24 元,较 14.61 元的年内高点股价跌去了将近 65%,相对股价泡沫已被大量挤出;以 2012 年 eps0.5 元来看,对应 PE 约为 10 倍左右,而可比公司金岭矿业的 PE 约为 14 倍左右,存在反弹动力,若未来无其它超预期因素刺激,弱市之下反弹空间相对有限。

由于实质重组尚未完成,我们盈利预测部分以资产重组完成的假设情况下做出,后期将结合实际进展情况进一步调整。

基础数据

总股本(百万股)	5,726
流通 A 股(百万股)	5,726
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	30,007

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

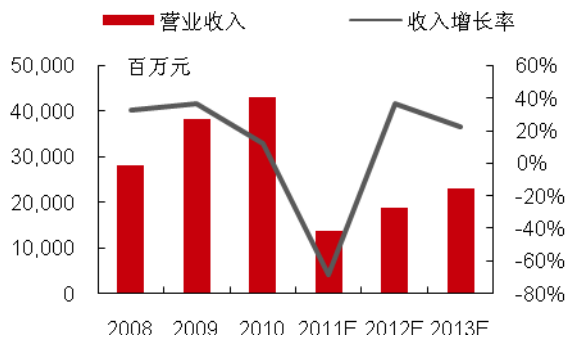
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	43246.5	13840.0	18920.0	23295.0
(+/-%)	12.4	-68.0	36.7	23.1
归属母公司净利润(百万元)	1060.6	1387.0	2800.0	4522.0
(+/-%)	168.4	30.8	101.9	61.5
EPS(元)	0.19	0.24	0.49	0.79
P/E(倍)	28.3	21.6	10.7	6.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

具体分析如下:

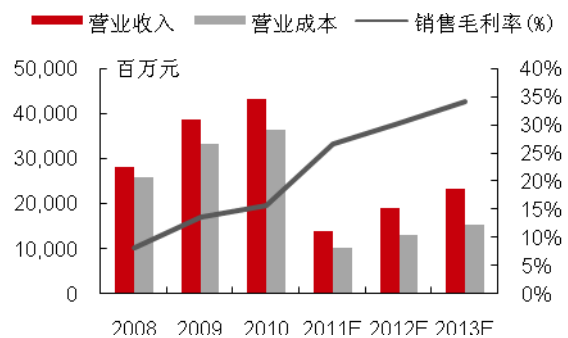
- 1、就重大资产重组方案获批来看，打消了业内对其获批可能性的担忧，为重组迈出了实质性的一步，可以解读为阶段性消息利好，对股价的刺激是正向的。从我们之前与市场的沟通来看，市场对公司的主要忧虑集中体现在置换的铁矿石资源多属关联交易，能否有效获批；以及海外矿的实际进展及盈利前景的担忧两个方面，随着本次重组获得证监会核准，第一只靴子已落地，但我们认为依然任重道远，明年铁矿石价格走势、外矿实际建设及盈利能力仍存较大的不确定性，随着业内对明年铁矿石价格预计将小幅回落 10%左右，对公司而言，其盈利将略打折扣，按重组事项完成后我们初步匡算公司明年 EPS 约在 0.5 元左右。
- 2、对东方钛业增资扩股，主要是期望公司做大钒钛的战略目标，短期对盈利改善并不明显。攀钢钛业将以货币资金出资对东方钛业增资扩股 9700 万股，认股价格 1.70 元/股，应向公司出资 16490 万元；安宁铁钛以货币资金出资对东方钛业增资扩股 300 万股，认股价格 1.70 元/股，应向公司出资 510 万元；攀钢钛业持股比例由 49%增加至 65%，安宁铁钛持股比例由 51%减少至 35%，攀钢钛业成为控股股东。东方钛业已建成投产 4 万吨/年钛白生产线，此次增资资金主要用于二期扩能建设，将金红石钛白粉产能扩大到 10 万吨/年，攀钢钛业通过增资控股东方钛业，可使攀钢钛业在产能和市场竞争上得到大幅提升。
- 3、2010 年公司在 4 万吨产能、32129 吨产量的基础上钛白粉业务盈利约 2112 万元，单吨净利润在 657 元的正常范围，通过与我们有色研究员的沟通来看，今年以来钛产品一度被热炒，处于上涨通道，单吨毛利近千元，按理想的 600 元/吨的净利润情况假设下，未来 10 万吨的产能完全释放，粗略估算将贡献净利润约 6000 万，按 65%权益折算，对应净利润约 3900 万元，按 572650 万股本计算，对应每股业绩弹性贡献约 0.0068 元，影响较小；但我们从公司披露数据来看，今年 1 季度实际亏损约 535 万元，此部分业务全年实际盈利尚不在我们可掌握范围内，加之新建产能短期未能放量，增资扩股将短期主要体现在公司建设资金的贡献上，对短期盈利贡献较小。

图 1：主营业务收入情况



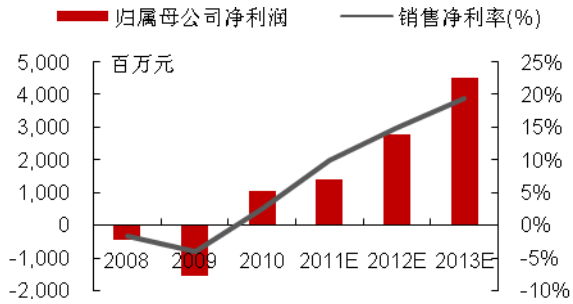
资料来源：华泰联合证券研究所

图 2：公司营业收入与毛利率情况



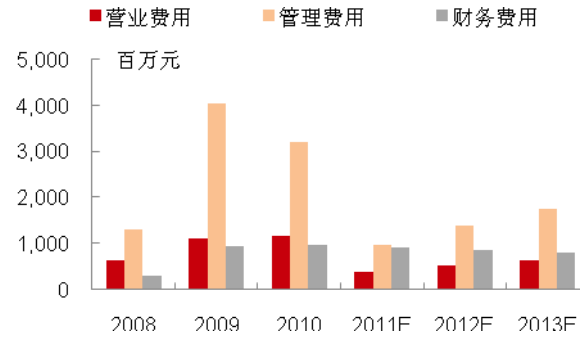
资料来源：华泰联合证券研究所

图 3：归属母公司的净利润情况



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4：公司三项费用情况



资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

矿价下跌风险；重组最终进展；钛市场情况等，以及 A 股市场系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	17032	5578	13212	23925	营业收入	43272	13840	18920	23295
现金	1757	1480	7711	17294	营业成本	36452	0	13181	15331
应收账款	2092	467	688	886	营业税金及附加	561	146	208	262
其他应收款	194	89	128	162	营业费用	1169	382	518	635
预付账款	1622	403	550	652	管理费用	3219	976	1395	1757
存货	9164	2073	2738	3266	财务费用	983	915	877	808
其他流动资产	2203	1067	1398	1666	资产减值损失	203	228	243	248
非流动资产	42696	39088	38308	35353	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	733	588	627	647	投资净收益	67	33	37	39
固定资产	29554	30604	31833	29963	营业利润	750	1075	2533	4294
无形资产	2848	2764	2671	2570	营业外收入	432	485	459	472
其他非流动资产	9562	5131	3178	2174	营业外支出	92	138	123	128
资产总计	59728	44666	51520	59278	利润总额	1090	1422	2869	4638
流动负债	33009	16182	18854	20725	所得税	28	37	74	120
短期借款	9092	6658	7259	7666	净利润	1062	1385	2795	4518
应付账款	6114	1394	1861	2202	少数股东损益	1	-2	-5	-4
其他流动负债	17804	8130	9735	10857	归属母公司净利	1061	1387	2800	4522
非流动负债	10344	11397	12819	14300	EBITDA	4805	5092	6940	8952
长期借款	6858	8167	9569	11024	EPS (元)	0.19	0.24	0.49	0.79
其他非流动负	3486	3229	3250	3276					
负债合计	43353	27578	31673	35025	主要财务比率				
少数股东权益	498	496	490	486	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	5726	5726	5726	5726	成长能力				
资本公积	8898	8898	8898	8898	营业收入	12.4%	-68.0%	36.7%	23.1%
留存收益	1181	1986	4753	9165	营业利润	-54.6%	43.3%	135.6	69.5%
归属母公司股	15877	16592	19357	23768	归属母公司净利	-31.6%	30.8%	101.9	61.5%
负债和股东权	59728	44666	51520	59278	获利能力				
					毛利率(%)	15.8%	26.7%	30.3%	34.2%
					净利率(%)	2.5%	10.0%	14.8%	19.4%
					ROE(%)	6.7%	8.4%	14.5%	19.0%
					ROIC(%)	4.9%	5.8%	10.4%	17.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	72.6%	61.7%	61.5%	59.1%
					净负债比率(%)	40.81	57.78	56.78	56.82
					流动比率	0.52	0.34	0.70	1.15
					速动比率	0.24	0.22	0.56	1.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.27	0.39	0.42
					应收账款周转率	16	8	26	23
					应付账款周转率	6.30	2.70	8.10	7.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.19	0.24	0.49	0.79
					每股经营现金流	0.83	0.48	1.35	1.65
					每股净资产(最	2.77	2.90	3.38	4.15
					估值比率				
					P/E	28.29	21.63	10.71	6.64
					P/B	1.89	1.81	1.55	1.26
					EV/EBITDA	10	9	7	5

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层

邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932

传真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层

邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028

传真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011年 华泰联合证券有限责任公司