

攀钢钒钛 (000629): 股价被严重低估

投资要点:

1. 事件

本报告中,我们从攀钢所拥有的钒钛及铁矿资源的价值的角度考虑,通过与国际和国内矿石类上市公司每股资源价值以及当前股价的比较来评价攀钢目前所处的股价及估值水平,通过分析我们得到了攀钢钒钛股价被严重低估的结论。这与前期进口钛精矿价格大涨以及公司宣称卡拉一期产能将扩充到1500万吨两大利好事件所反映的信息一致,即公司股价具有很大的上涨空间和上涨需要。

2. 我们的分析与判断

(1) 主要结论: 攀钢钒钛股价被严重低估

通过攀钢和全球主要矿企“股价/每股资源价值”的比较,我们发现攀钢目前每股资源价值与三大矿商较为接近,但其股价/每股资源价值之比仅为4.2%,远低于三大矿业巨头的67.7%、77.5%和115.0%,也低于国内矿石型上市公司金岭矿业的86.8%,这说明攀钢股价目前处于明显的低估状态,也意味着公司股价未来上涨空间巨大。

表1 攀钢“股价/每股资源价值”之比明显落后于其他矿石类上市公司

矿石类上市公司	储量(亿吨)	吨盈利(元/吨)	资源总价值(亿元)	总股本(亿股)	矿石资源占比	每股资源价值(元)	股价(人民币计)	股价/每股资源价值
淡水河谷	40	807.5	31537.0	53.6	53.8%	316.5	214.2	67.7%
力拓	21	872.1	17304.7	19.4	68.0%	606.6	470.1	77.5%
必和必拓	56	872.1	46145.8	21.7	21.1%	448.6	515.9	115.0%
金岭矿业	0.33	550.0	142.9	5.95	93.7%	22.5	19.53	86.8%
攀钢钒钛	47.21	336.9	15907.0	57.3	100%	277.8	11.85	4.3%

资料来源: 中国银河证券研究部

(注: 本文只考虑三大矿山铁矿石部分资产, 每股资源价值计算时考虑总资产中铁矿石部分占比进而折算后的股本数, 下同)

■ 攀钢钒钛掌控的资源量

依据攀钢钒钛公告,公司目前已实际掌握的钒钛磁铁矿资源约为20.1万吨,折合成钛资源(TiO₂)1.29亿吨,占攀西地区的20%;V₂O₅储量1578万吨,占全国的55%、世界的11%;铁矿石资源涵盖攀钢矿业、鞍千矿业以及控股67.95%的卡拉拉矿,按控股比例折算后攀钢实际掌控的资源储量总计45.8亿吨。

攀钢钒钛 (000629)

推荐 维持评级

分析师

王国平

☎: (8610) 6656 8758

✉: wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130200010339

联系人

胡皓

☎: (8621) 20252665

✉: huhao_yj@chinastock.com.cn

杨件

☎: (8621) 20252605

✉: yangjian_zb@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2011.07.08

A股收盘价(元)	11.85
A股一年内最高价(元)	14.61
A股一年内最低价(元)	10.50
上证指数	2794.27
市净率	2.80
总股本(万股)	572649.75
实际流通A股(万股)	317813.25
限售的流通A股(万股)	254837.86
流通A股市值(亿元)	379.47

相关研究

《神仙下“钒”、否极“钛”来》2011.04.21

《钛精矿价格大涨,攀钢钒钛业绩大增》2011.07.07

《卡拉拉一期产能扩充到1600万吨将大幅提高公司盈利》2011.07.08

表2 攀钢钒钛已掌握的主要矿石资源

	控股比例	资源储量(亿吨)	平均品位	采选比
攀钢矿业	100%	17.2	29.40%	3.4:1
鞍千矿业	100%	11.5	28.70%	3.5:1
卡拉拉矿	67.95%	25.2	34.10%	2.9:1
总计	-	45.8	-	-

资料来源：中国银河证券研究部

■ 攀钢钒钛资源的价值

按盈利能力计算，公司目前每股资源价值高达 277.8 元；特别是钒钛资源价值占到一半左右，不仅表明钒钛产业链是攀钢重要的战略资源构成，同时还验证了我们的那句话：攀钢的业绩——支撑靠矿石、短期增量靠钛，长期增量靠钒。

表3 按盈利估计的攀钢资源价值

	储量(亿吨)	价格(税前, 元/吨)	成本(元/吨)	吨盈利(元/吨)	资源总价值(亿元)	总股本(亿股)	每股资源价值(元)
攀西	17.2	700	600	100	794.0		
鞍千	11.5	1000	650	350	1819.2		
卡拉拉	25.2	1000	380	620	5696.6		
钛 (TiO ₂ 计)	1.3	3000	450	2550	3289.5		
钒 (V ₂ O ₅ 计)	0.16	76923	50000	26923	4307.7		
总计	47.2				15907.0	57.26	277.8

资料来源：中国银河证券研究部

(注：矿石部分的资源价值按矿石品位进行折算，并考虑公司资产的实际控制比例，下同)

■ 与其他矿石类上市公司比较

当然这中间存在如下方面的问题：一是矿石价格下跌（我们认为三年内大幅下跌可能性不大），二是贴现。但我们可以通过同样的方法，计算其它上市公司的每股资源量（均以人民币计量）。

表4 铁矿石资源与其他资源类上市公司的比较

矿石类上市公司	储量(亿吨)	平均品位	价格(税前, 元/吨)	成本(元/吨)	吨盈利(元/吨)	资源总价值(亿元)	总股本(亿股)	矿石资产经营占比	每股资源价值(元)
淡水河谷	40	62.0%	1130.5	323.0	807.5	31537.0	53.6	53.8%	316.5
力拓	21	60.0%	1130.5	258.4	872.1	17304.7	19.4	68.0%	606.6
必和必拓	56	60.0%	1130.5	258.4	872.1	46145.8	21.7	21.1%	448.6
金岭矿业	0.33	50.0%	1150.0	600.0	550.0	142.9	5.95	93.7%	22.5
攀钢钒钛	47.2					15907.0	57.26	100%	277.8

资料来源：中国银河证券研究部

同时将每股资源量与股价对应，得到结论攀钢目前股价远远被低估。考虑到国内外资本市场在估值体系并不一定完全相同，那么若公司对比金岭矿业，低估程度会更高。

表5 攀钢钒钛股价/每股资源价值与矿石类上市公司比较

资源类上市公司	每股资源价值 (元)	目前股价(元)	所在交易所货 币类型	即时汇率	以人民币计价 的股价(元)	股价/每股资 源价值
淡水河谷	316.5	33.1	(NYSE)USD	6.465	214.2	67.7%
力拓	606.6	72.7	(NYSE)USD	6.465	470.1	77.5%
必和必拓	448.6	79.8	(NYSE)USD	6.465	515.9	115.0%
金岭矿业	22.5	19.5			19.53	86.8%
攀钢钒钛	277.8	11.9			11.85	4.3%

资料来源：中国银河证券研究部

即使参照三大矿山“股价/每股资源价值”的最小值 67.7%的数据，给出攀钢钒钛的股价目标为也将达到 $277.8 \times 67.7\% = 188$ 元，表明未来增长潜力非常值得期待。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平 钢铁行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

A 股：攀钢钒钛（000629）、韶钢松山（000717）、太钢不锈（000825）、鞍钢股份（000898）、华菱钢铁（000932）、三钢闽光（002110）、武钢股份（600005）、宝钢股份（600010）、济南钢铁（600022）、杭钢股份（600126）、凌钢股份（600231）、酒钢宏兴（600307）、八一钢铁（600581）、马钢股份（600808）、柳钢股份（601003）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908