

## 所属行业

报告原因:

2012年9月28日

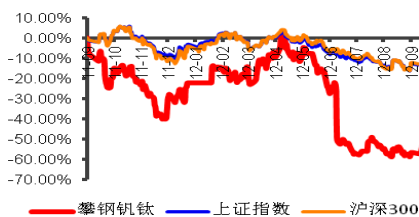
### 市场数据:

收盘价(元)	3.79
一年内最高/最低(元)	9.06/3.54
市净率	1.42
市盈率	14.51
流通 A 股市值(百万元)	34700

### 基础数据: 20120630

资产负债率	54.22%
毛利率	27.6%
净资产收益率(摊薄)	4.76%

### 公司近期市场表现 (最近一年):



### 相关研究

分析师: 刘俊清

证书编号: S0760511010013

电话: 0351-8686975

邮箱: liujunqing@sxzq.com

联系人: 张小玲

电话: 0351-8686990

邮箱: zhangxiaoling@sxzq.com

# 攀钢钒钛(000629)

评级(买入)

矿石资源潜伏 产能扩展前景第一

调高评级

公司深度研究报告

### 盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业利润率	净资产收益率	市盈率
2011A	17753.15	-60.61%	1.69	-99.90%	0.00	1.81%	0.01%	3544
2012E	17511.38	-1.36%	2264.42	13420%	0.26	19.16%	14.05%	14.51
2013E	29331.99	67.50%	3791.76	67.45%	0.44	19.15%	19.58%	8.61
2014E	45584.31	55.41%	6066.22	59.98%	0.71	19.72%	24.72%	5.34

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

### 投资要点:

- **公司铁矿资源储量丰富, 产量可持续增长。**公司重组后变身为国内最大钒钛铁资源型上市公司, 资源垄断性较强。同时鞍钢集团承诺 5 年内全部注入旗下铁矿石资产, 并已经正式启动了具备条件的齐大山铁矿的注入工程, 给公司的发展增加了后劲。公司间接控股的卡拉拉铁矿也进入投产期, 2013 年进入达产期, 为公司贡献利润。
- **钒钛磁铁矿提供稳定增长的盈利。**钒钛磁铁矿是一个相对独立的市场, 价格波动远小于普通铁矿石, 吨盈利也相对稳定。随着白马矿二期达产和三期投产, 未来 2-3 年公司钒钛磁铁矿产量每年增涨 20-25%, 为公司贡献稳定增长的盈利。
- **钒钛产业: 资源+技术突破+政策扶持。**公司拥有完整的钛产业链, 受到国家“十二五”规划: “重点开发攀西地区钒钛磁铁矿资源, 建设攀西国家级战略资源创新开发试验区。”的政策扶持, 将享受投资建设、税收优惠等多项政策红利。从而为公司提供长期稳定的盈利。
- **投资建议及评级。**公司未来增长主要来自于三个方面: 1) 卡拉拉铁矿的达产, 2) 白马矿三期投产, 3) 钛产业链的扩产和新技术突破。而这三个项目的投产都集中在 2013 年。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.26、0.44 和 0.71 元/股。给予“买入”评级, 股价 4 元附近可积极介入。
- **风险提示。**钢铁行业超预期大幅减产, 铁矿石供应显著过剩, 钒制品、铁精矿价格面临再次下跌的风险; 卡拉拉铁矿达产期延长、生产成本上升、遭遇其他不可抗力等风险; 鞍钢集团的资产注入进度较慢等都会影响公司正常经营。

## 1. 攀钢钒钛基本情况

攀钢集团钢铁钒钛股份有限公司成立于 1993 年 3 月 27 日，由攀钢集团旗下之攀钢集团板材股份有限公司发展而来。作为 2010 年以来鞍钢集团和攀钢集团联合重组之主要产物，公司已发展整合成为新鞍钢集团之钒钛和矿产资源上市平台，转型为资源类上市公司。公司目前注册资本 85.90 亿元，截止 2011 年底，总资产达 313.33 亿元，净资产达 148.60 亿元。

公司主要资产包括原攀钢集团旗下之钒、钛及铁矿石相关资产和原鞍钢集团旗下之鞍千铁矿及澳大利亚金达必与卡拉拉铁矿资产等。公司主营范围是铁矿石采选、钛精矿提纯、钒钛制品生产和加工、钒钛延伸产品的研发和应用。

### 1.1. 公司拥有的矿产资源

公司铁矿石资源优势十分突出，已拥有的攀枝花、鞍山、澳大利亚三大矿产基地，探明铁矿石储量达 49.68 亿吨，是国内铁矿石储量最为丰富的企业之一，公司已发展成为中国最大的铁矿石采选上市公司。

公司钒钛产业独具特色，拥有五氧化二钒、三氧化二钒、中钒铁、高钒铁、钒氮合金和钛精矿、氯化法钛白、硫酸法钛白、高钛渣、海绵钛等系列产品，是我国第一、世界第二大的钒制品生产商，是我国最大的钛原料生产基地、重要的钛白粉和海绵钛生产商。

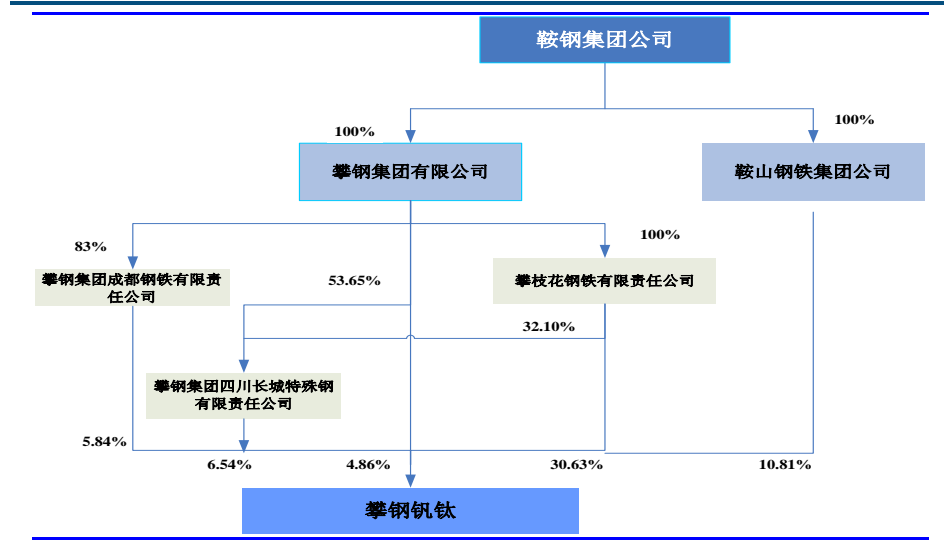
公司产品广泛应用于钢铁工业、电子工业、有色金属及涂料油墨、航空航天、国防军工等领域，畅销国内外市场。公司目前已经具备年产钒钛铁精矿 1300 万吨、钛精矿 56 万吨的综合生产能力。2011 年，攀钢钒钛全年生产铁精矿 1155.08 万吨、钛精矿 49.77 万吨、钒制品 2.05 万吨、钛白粉 5.99 万吨、高钛渣 11.51 万吨。2012 年 7 月，公司完成资产交割。

2012 年上半年，攀钢矿业生产铁精矿 502.20 万吨、钛精矿 26.41 万吨，均创历史最好水平；铁精矿、钛精矿单位生产成本保持行业领先水平；实现营业收入 25.27 亿元、利润总额 2.32 亿元。钛业公司生产钛白粉 3.22 万吨、酸溶钛渣 5.14 万吨、氯化渣 0.79 万吨、海绵钛 0.1 万吨；实现营业收入 15.60 亿元、利润总额 2.68 亿元。钒业公司加工钒渣 13.59 万吨，生产钒铁 0.78 万吨、三氧化二钒 0.84 万吨、五氧化二钒 0.07 万吨、钒氮合金 0.2 万吨；实现营业收入 4.27 亿元，利润总额 0.02 亿元。

### 1.2. 公司股权结构及实际控制人情况

由于公司经历多次重组，公司股东结构复杂，截至 2012 年 6 月 30 日鞍钢集团公司合计控制本公司 58.69% 的股权，为公司实际控制人。具体的股权结构如图所示。

图 1 攀钢钒钛的股权结构及实际控制关系图



资料来源：公司公告,山西证券研究所

公司实际控制人鞍钢集团公司由鞍钢与攀钢重组设立，成立于 2010 年 7 月 28 日，是国资委直属企业，注册资本 173 亿元。主营业务有炼铁、炼钢，炼焦，其他常用有色金属的冶炼，钢压延加工，金属结构制造，金属丝绳及其制品的制造等业务。重组后的鞍钢集团公司已形成跨区域、多基地、国际化的发展格局，成为国内布局完善、最具有资源优势的钢铁企业。在东北地区，形成了鞍山本部、鲅鱼圈新区，朝阳新区三大基地；在西南地区，拥有攀枝花、成都、江油、西昌、重庆生产基地；在华北地区，天津天铁冷轧项目已建成投产；在东南地区，福建莆田项目将于今年建成投产。2010 年，鞍钢集团公司铁、钢产量双超 3000 万吨，营业收入超过 1500 亿元。

公司总部坐落在辽宁省鞍山市，鞍山地区铁矿石资源丰富，已探明的铁矿石储量约占中国储量的四分之一。周围还蕴藏着丰富的菱镁石矿、石灰石矿、粘土矿、锰矿等，为黑色冶金提供了难得的辅助原料。

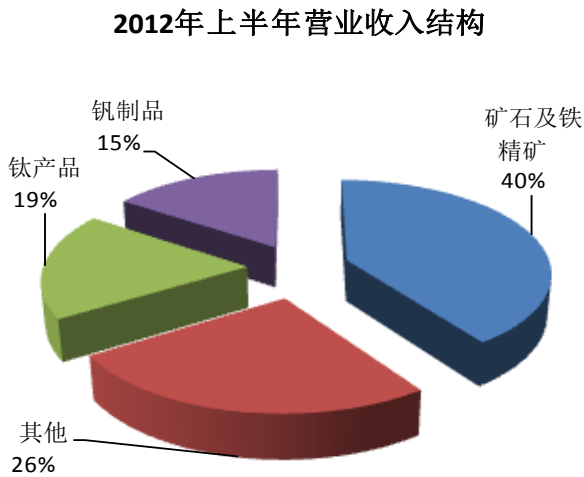
攀钢所处的攀西地区是中国乃至世界矿产资源最富集的地区之一，蕴藏着钒钛磁铁矿资源近 96 亿吨，其中钒资源储量（以 V2O5 计）1862 万吨、钛资源储量（以 TiO2 计）6.18 亿吨，分别占世界储量的 11.6% 和 35%，占中国储量的 52% 和 95%。

## 2. 公司主营成功转型为资源型企业

以 2011 年 12 月 31 日为界，公司与鞍钢集团进行了资产交割，将钢铁生产及其相关的资产全部置出，保留原有的钒钛铁矿资产，按计划置入铁矿石资产鞍千矿业和鞍澳公司以及鞍钢香港控股公司，成功转型为中国最大的铁矿石生产企业。

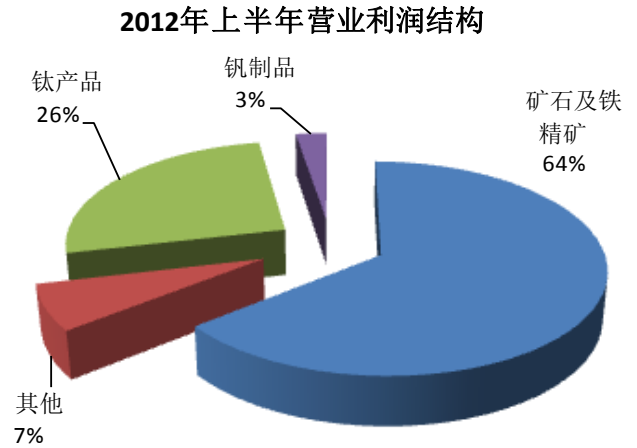
2012年6月，与鞍钢集团完成资产重组交割后，公司主业完全变更为我国最大的钒钛铁矿资源类上市公司。

图 2 攀钢钒钛营业收入结构图



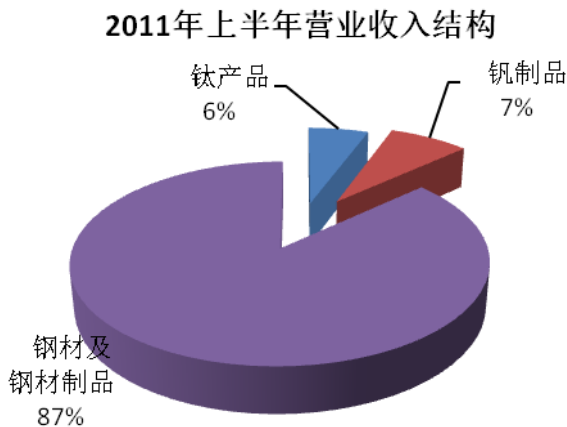
资料来源：公司报告，山西证券研究所

图 3 攀钢钒钛营业利润结构图



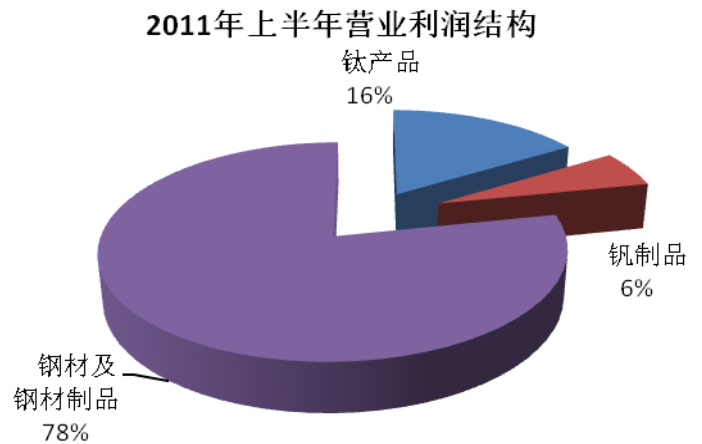
资料来源：公司报告，山西证券研究所

图 4 攀钢钒钛转型前营业收入结构图



资料来源：公司报告，山西证券研究所

图 5 攀钢钒钛转型前营业利润结构图



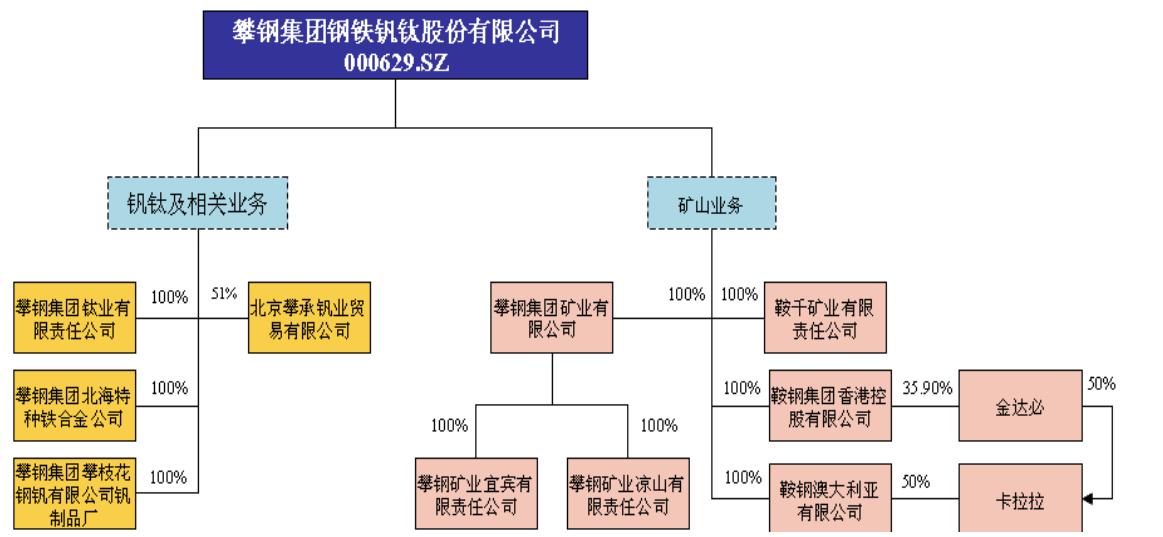
资料来源：公司报告，山西证券研究所

## 2.1. 公司拥有的铁矿资产及相关业务

公司拥有攀枝花、鞍山、澳大利亚三大矿产基地，探明铁矿石储量达 49.68 亿吨，是国内铁矿石储量最为丰富的企业之一，是国内最大铁矿石企业，发展

潜力巨大。2012年，公司生产铁精矿629.99万吨，毛利率44.51%，为公司贡献了64%以上的毛利。

图6 攀钢钒钛的矿业资产图



资料来源：公司公告

### 2.1.1. 存续铁矿

攀钢集团矿业有限责任公司等盈利能力较好的资产仍保留在上市公司。包括新白马、兰尖、朱家包包三段钒钛磁铁矿铁矿，其中兰尖铁矿与朱家包包铁矿平均品味52%；白马矿平均品位57%，一期产能200万吨左右，于2006年底投产，二期设计产能300万吨，于2011年9月投产，并且建设了500万吨/年的管道输送系统，目前都已经正式投入使用。以上三者采选成本约在300元/吨左右，预计后期随着采剥量提高，吨矿成本将有所增加。

据攀钢集团公司网站报道，2012年4月，白马精矿管道系统成功运行。

2012年4月1日，白马铁矿精矿管道输送系统试车运行，至4月8日，成功运送9847吨铁精矿至西昌经久乡尾站分矿箱，且未发生渗漏现象和安全事故。这标志着全长97.25公里的攀西地区最长精矿输送管道具备了正常输送矿浆的能力。白马铁矿精矿管道输送工程是白马二期工程项目的重要组成部分，通过管道水力输送系统将铁精矿从白马选矿厂输送到西昌钢钒的原料场，每年输送量为300万吨铁精矿。

2012年9月21日，攀钢集团攀枝花新白马铁矿二期工程田家村500万吨/年半自磨及管道输送系统、尾矿输送2号加压泵站负荷试车成功，标志着白马铁矿二期采选工程主体工程全面建成投产。截至目前，白马铁矿尚未产生收益。

### 2.1.2. 鞍千矿业

鞍千矿业位于辽宁鞍山市千山区齐大山镇。鞍千矿业拥有胡家庙子铁矿，矿区内矿床地表覆盖层较薄，矿体肥厚，开采条件良好，现有许东沟、哑巴岭、新区三个采场以及一个选厂。鞍千矿业自 2006 年 8 月正式投产，设计能力为铁矿石 1,500 万吨/年，铁精矿 260 万吨/年。截至 2009 年末，胡家庙子铁矿保有储量 11.5 亿吨，可开采的储量为 4 亿吨，铁矿石平均品位为 28.78%，有效期至 2037 年 8 月。2012 年上半年，鞍千矿业生产铁精矿 127.79 万吨，实现营业收入 11.71 亿元、利润总额 4.94 亿元。

### 2.1.3. 卡拉拉铁矿

卡拉拉铁矿项目于 2009 年 10 月 30 日获得当地政府的环境许可，并于同年 11 月开工建设。目前卡拉拉铁矿项目的供电、供水、铁路、港口、飞机跑道等配套基础设施的建设基本完成，目前已经投入运行。卡拉拉目前的基础设施建设标准足以满足年产 1400-3600 万吨铁精矿的需要，未来有较大的扩产潜力。

卡拉拉是西澳大利亚州中西部地区正在开发的最大和最先进的铁矿项目，拥有平均品位 34.1% 的 25.18 亿吨的铁矿石资源量（包括平均品位 36.5% 的 9.775 亿吨的铁矿石储量），相当于 10.27 亿吨品位为 68.6% 的磁铁精矿，赤铁矿的资源量为 2,440 万吨，推定储量为 1,011 万吨。上述资源量和储量均符合 JORC 标准。

卡拉拉一期设计产能为经采选后的磁铁精矿 800 万吨/年，赤铁矿至多 300 万吨/年。磁铁精矿是高品位、杂质少的优质铁精矿，品位达到 68.2%；赤铁矿为品位约 61.5%、直接装船级铁矿，无需精选。目前一期工程基本建成，赤铁矿已于 2011 年底建成投产，磁铁矿将于 2012 年 6 月投产，第一批铁矿石于 9 月已经装船运出。实际达产时间可能要晚一些。长期来看，卡拉拉的铁精矿产能将达到 3,000 万吨/年，可以开采 30 年以上。

表格 1 攀钢钒钛拥有的铁矿石资产统计

名称	股比	探明 储量 (亿 吨)	保有储 量(亿 吨)	可采储 量(亿 吨)	2010(万吨)	2011(万吨)	2012 年上 半年(万 吨)	远景(万吨)

		吨)		产能	产量	产能	产量	产量	产能		
存续铁矿山(含新白马、兰尖、朱家包包)	100%	24.5		7.5	790		780	1100	502.2	1400	
鞍千矿业(胡家庙子铁矿)	100%			4	260		270	310	127.79	410	
卡拉拉	68%		25.18	9.775				1100	0	3000	
合计				21.275	1050		1050	2510	1155.08	629.99	4810
权益量合计				18.1441	1050		1050		1155.08	629.99	3849
权益增量							13.90%		10.01%	9.08%	823.03%

资料来源:公司公告 山西证券研究所

#### 2.1.4. 即将注入的齐大山铁矿

2012年6月5日,鞍钢集团启动了第二次资产注入,拟将已基本具备注入上市公司条件的齐大山铁矿及齐大山选厂注入攀钢钒钛。攀钢钒钛拟以不低于4.95元/股的价格发行人民币普通股不超过25亿股、募集资金不超过120亿元的规模收购鞍钢集团全资子公司齐大山铁矿和齐大山选厂。根据公告,此次收购已经公司董事会批准,尚须股东大会批准后,由国资委、中国证监会的等监管机构核准。

##### 齐大山铁矿基本情况

齐大山铁矿位于辽宁省鞍山市东北郊,距鞍山市12公里,全长4,650米,北侧紧邻齐大山选矿厂,东南为风水沟尾矿库,下辖调军台选矿厂,为集采选电一体的大型矿山,矿区交通方便。

根据国土资源部的核准,截止2009年6月底,齐大山铁矿查明工业品位矿和低品位矿15.73亿吨(其中工业品位矿石13.46亿吨,低品位矿石2.27亿吨)。根据自2009年6月底至2012年5月底齐大山铁矿的开采量,截至2012年5月底齐大山铁矿的工业品位矿保有储量约为13亿吨。截至2012年5月底本次拟收购的齐大山铁矿采矿权证范围内保有资源储量为3.52亿吨,对应设计利用矿量为3.21亿吨,平均品位约为31.51%,矿山年产铁矿石1,700万吨。齐大山铁矿及采矿权证等详细信息最终以相关工作完成后再次召开董事会时披露的情况为准。

拟收购的齐大山铁矿同时具备采矿和选矿能力,目前齐大山铁矿的铁矿石原矿产能为1,700万吨/年,铁精矿480万吨/年,品位67%以上。2011年采矿1,556万吨、产铁精粉约320万吨。

表格 2 齐大山铁矿最近一年及一期的财务数据

单位:亿元

齐大山铁矿	2012年1-5月	2011年度
-------	-----------	--------

总资产	87.35	91.03
净资产	86.72	87.91
收入	14.44	38.47
净利润	3.64	11.08

数据来源：公司公告

### 齐大山选矿厂的基本情况

齐大山选矿厂位于齐大山铁矿的北侧，齐大山选矿厂位于齐大山铁矿的北侧，始建于1969年，1972年正式投产。经过多次改造，目前铁精矿年产能为300万吨，品位67.68%，主要原矿石来源为齐大山铁矿及鞍千矿业。2011年产铁精粉约240万吨。

表格 3 齐大山选矿厂的最近一年及一期财务数据

单位:亿元

齐大山选矿厂	2012年1-5月	2011年度
总资产	36.05	36.12
净资产	35.70	35.98
收入	8.30	21.06
净利润	2.62	7.56

数据来源：公司公告

2011年，齐大山铁矿和齐大山选矿厂合计年产铁矿石1,556万吨、铁精矿560万吨左右，经营效益良好。本次公司非公开发行募集资金收购目标资产后，公司的铁精矿年产量将大幅提升，有利于进一步巩固公司的铁矿石资源优势、提升公司的市场地位、核心竞争力和盈利规模。并将有效消除齐大山铁矿、齐大山选矿厂与公司在铁矿采选业务方面的同业竞争。

## 2.2. 公司拥有的钛矿及其它相关资产

公司的钒钛产业独具特色优势。攀钢钒钛所在的攀西地区拥有钒资源储量1,862万吨（以五氧化二钒计）、钛资源储量6.18亿吨（以二氧化钛计），分别占世界储量的11.6%和35%，占中国储量的52%和95%。丰富的资源储量为公司钒、钛产业持续快速发展提供了有力的支撑。

### 2.2.1. 目前具备的生产能力

公司具备年产钒制品2万吨、钛精矿50万吨、钛白粉13.8万吨的综合生产能力，是我国第一、世界第二大的钒制品生产企业，我国最大的钛原料和拥有最完整钛产业链的企业。2012年上半年，公司生产钒制品1.09万吨，同比增长8.06%；钛精矿26.41万吨、钛白粉4.88万吨、高钛渣5.93万吨，同比分别增长4.08%、10.12%和13.91%；钛制品毛利率39.32%，为公司贡献了29%的毛利。2012年1至8月份，选钛厂累计生产钛精矿34.16万吨，较去年同期

增产 2.15 吨，创历史同期最高纪录。特别是 8 月份，钛精矿产量达到了 4.53 万吨，刷新月产纪录。

### 2.2.2. 资源垄断，技术领先，享政策红利

随着西部大开发战略的深入推进和资源瓶颈约束的日益加剧，攀西地区的资源优势地位进一步凸显。2012 年 8 月 10 日，发改委印发国家《钒钛资源综合利用和产业发展“十二五”规划》，要求对钒钛资源进行保护性开采、精细化生产；要求加快淘汰落后产能，明确提出：重点开发攀西地区钒钛磁铁矿资源，建设攀西国家级战略资源创新开发试验区。而攀西地区钒钛资源大部分由攀钢钒钛开发利用，可以说公司享受了更多的政策红利。

长期以来，公司也着力提高钒钛资源综合利用水平，依靠自主创新形成了一批国内外领先和拥有自主知识产权的专有技术。微细粒级钛铁矿回收成套技术填补国内外空白，钒钛磁铁矿选矿技术达到国际先进水平，钒氮合金生产工艺技术获国家技术发明奖，三氧化二钒和钒氮合金项目获中国工业大奖项目表彰奖。

在“十二五”规划指导下，公司积极推进 1.8 万吨/年三氧化二钒工艺改造工程、2,000 吨/年钒铝合金及专用原料生产线、500 吨钒电池液实验生产线、1.5 万吨/年的海绵钛工程、18 万吨/年钛渣二期工程及 10 万吨/年氯化钛白粉工程、10 万吨/年金红石型钛白粉工程等项目。同时，公司还将凭借对全钒液流电池多年的研发成果努力推进全钒液流电池的产业化，实现公司产业链的进一步延伸。未来，公司致力做大做强钒钛产业，把钒产业规模和技术做到世界第一，钛产业品种规模做到中国第一、在世界具有重要影响力。

## 3. 公司拥有的竞争优势

重组后，攀钢钒钛已变身为鞍钢集团旗下唯一资源类上市公司，地处攀西地区，拥有钒钛铁矿资源优势。鞍钢集团还承诺将其拥有的铁矿石资源在 5 年内全部注入攀钢钒钛。

### 3.1. 鞍钢集团拥有的铁矿石资源

鞍钢集团承诺，鞍钢集团公司将尽最大努力逐步促使鞍山钢铁集团公司现有的铁矿石采选业务达到上市条件，在鞍山钢铁集团公司现有铁矿石采选业务符合上市条件且相关操作合法合规的前提下，2011 年重大资产重组完成后 5 年内将其注入攀钢钒钛。目前鞍钢集团矿业公司下属铁矿探明铁矿储量为 77.2 亿吨，具备年产铁矿石 4500 万吨、铁精矿 1300 万吨的生产能力，所产铁精矿全部销往鞍钢股份。目前，公司的铁矿山正准备进行改扩建，预计到 2015 年，鞍钢铁矿石年产量将达到 6850 万吨、铁精矿产量达到 2300 万吨以上。

图表：鞍钢现有铁矿石资源

表格 4 鞍钢现有铁矿石资源

分类	基地	矿石品位	储量（万吨）
露天矿	鞍钢矿业公司	27.11%	930,000
	大孤山	30.64%	12,176
	东鞍山	30.87%	26,800
	眼前山	27.82%	22,375
	<b>（已启动注入计划）</b>	齐大山	26.31%
	鞍千矿业	24.24%	93,327
	弓长岭路	26.75%	
地下矿	弓长岭路	36.84%	177000
其他			434322

资料来源：公司公告，山西证券研究所

金达必在西澳大利亚州拥有探矿前景良好的合计面积约 1,900 平方公里的矿业许可，卡拉拉的矿业许可面积只占其 20%。在其他的矿业许可内，还有 Shine、Gap、Porcupine、Johnnys、Karara West、Hinge 和 Brac 等赤铁矿项目和 Lodestone 磁铁矿项目。这些项目正在勘探期，如能发现大型铁矿将进一步增加本公司的铁矿资源。

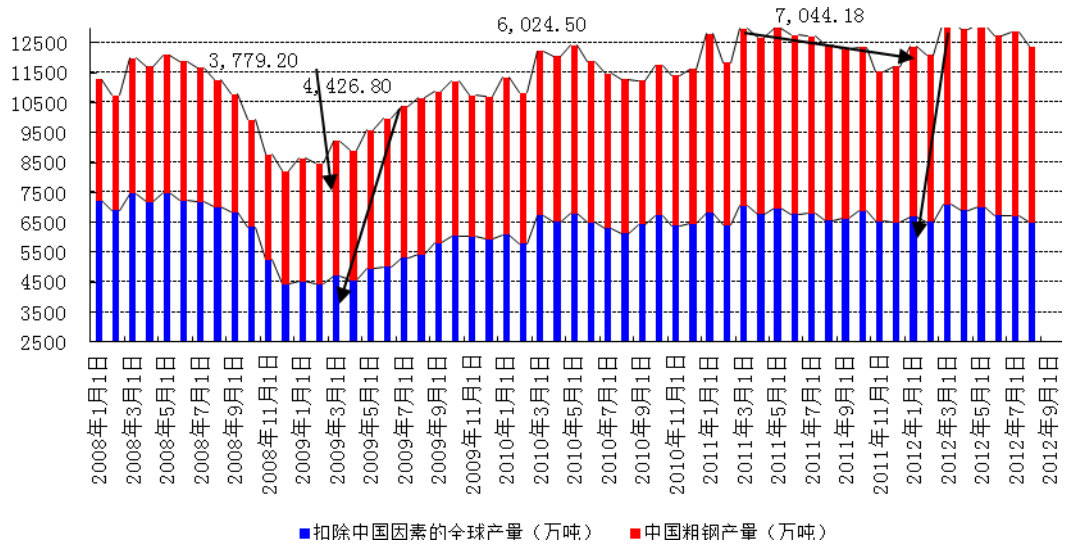
## 3.2. 铁矿石市场的总体发展前景

铁矿石是钢铁工业的主要原料，钢铁工业的高速发展带动了对铁矿石及相关矿产资源的大量需求。目前，全球钢铁产能约为 19.5 亿吨，预计到 2014 年将达到 21.4 亿吨，其中中国粗钢产能将达到 8.15 亿吨。全球范围内对铁矿石的消耗在 30 亿吨以上，中国成为全球范围内铁矿石的最大消费国。

### 3.2.1. 铁矿石的供需分析

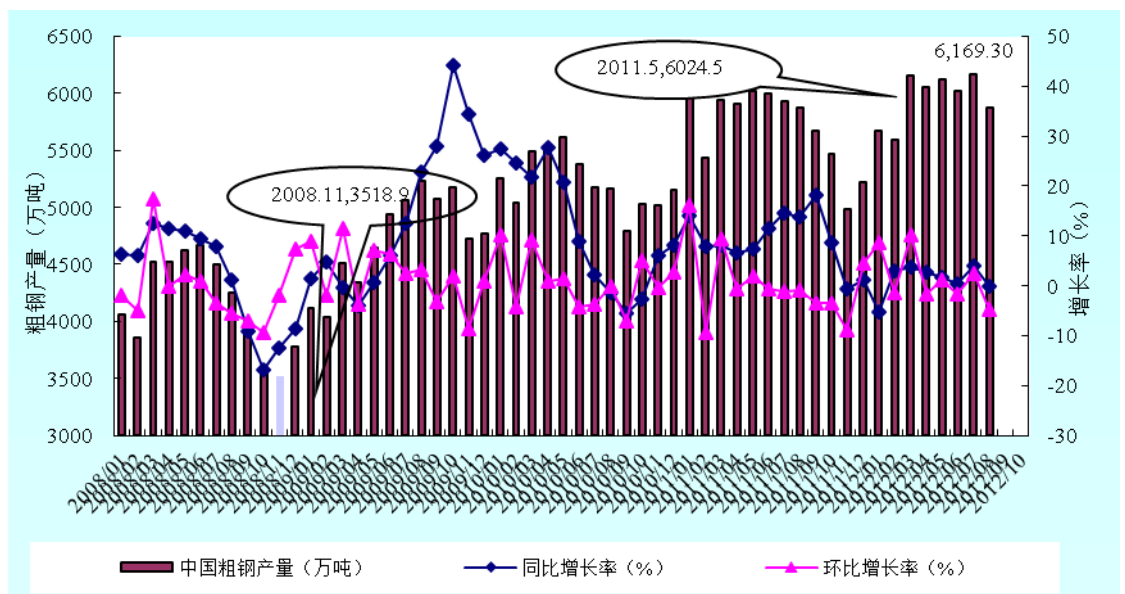
随着经济的发展和钢铁产能的继续扩大，我国粗钢产量 2003 年以来以 16.9% 的复合增长率增长，导致铁矿石需求高速增长，到 2009 年铁矿石表观消费 10.9 亿吨，未来虽然粗钢需求增速随着经济转型有所放缓，但铁矿石需求量将保持在 10 亿吨以上的高位。

图 7 国际粗钢产量统计



资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

图 8 国内粗钢产量统计



资料来源：Wind 资讯，山西证券研究所

根据国土部的资料显示，截至 2010 年底，中国铁矿石探明储量为 727 亿吨，占世界储量的 14% 左右，仅次于乌克兰和俄罗斯，居世界第三位。但我国铁矿石资源的平均品位在 30~35%，贫矿占保有储量的 97% 左右，而含铁平均品位在 55% 左右能直接入炉的富铁矿储量只有 11.74 亿吨，能单独开采的富铁矿就更少了。这一特点就决定了我国铁矿石对外依存度高的命运，从 1998 年至 2008 年

10年间，中国国产铁矿石增长了200%，进口增长了767%，并继续维持高度依赖进口的态势。2011年铁矿石进口6.3亿吨，对外依存度仍56.4%。

国内辽宁和四川两省的铁矿石储量最为丰富，占全国储量的46%左右；辽宁和河北两省为主要铁矿石输出省份，矿产量达到全国60%以上。

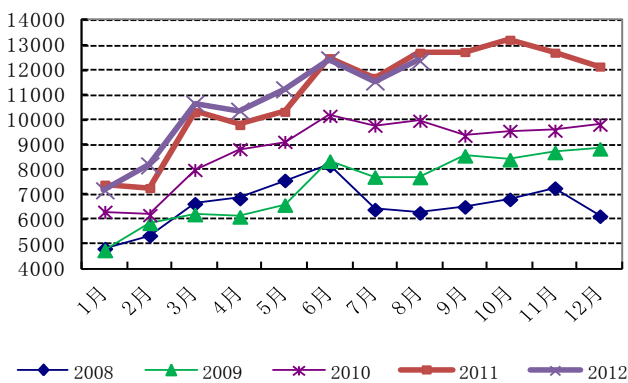
我国钒钛磁铁矿集中分布在四川攀枝花·西昌地区、河北承德地区、陕西汉中地区、湖北郧阳、襄阳地区、广东兴宁及山西代县等地区。其中，公司所属的攀枝花·西昌地区的钒钛磁铁矿资源最为丰富，是世界上同类矿床的重要产区之一，在我国有着极为明显的垄断优势。

### 3.2.2. 价格走势将维持窄幅震荡格局

进入三季度以来，由于经济的持续下滑，钢企减产，钢材价格下滑，倒逼铁矿石价格出现大幅下跌，9月初跌至近三年以来的低点89美元/吨。由于国内铁矿石品味不高，采掘后还需要洗选等工艺过程，国产铁精矿的平均成本要高于国外大型矿山同类产品成本。因此，铁矿石价格下跌后，国内部分矿山的产销价格出现倒挂，企业陷入亏损，据不完全统计，近期中国约40%的铁矿石矿山已经停止生产。减少了铁矿石的供应，反过来使得铁矿石价格上涨。事实上也是如此，9月中后期，钢材、铁矿石价格均出现了幅度较大的反弹。但有时钢材下游的复苏较慢，对钢材的拉动较弱；同时国内外铁矿石供应增量不断增加，国内港口库存基本维持在1亿吨左右，从而影响铁矿石市场的复苏进程；钢材社会库存却将到两年来的低点，补库存会拉动钢材消费。

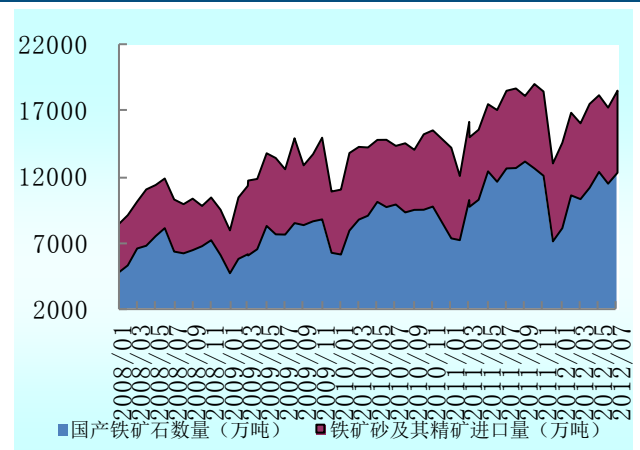
我们认为，经过前期的下跌，铁矿石价格已经处于相对合理的区域，后市将维持窄幅震荡格局。

图 9 2008 年以来国内铁矿石产量变化



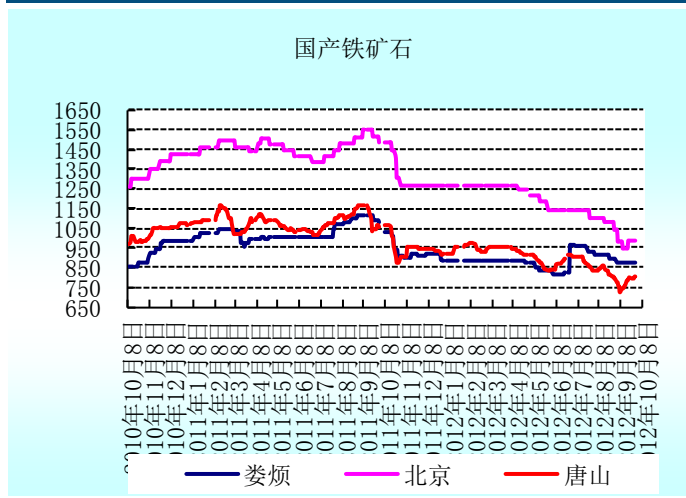
资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 10 2008 年以来国产矿与进口矿量走势



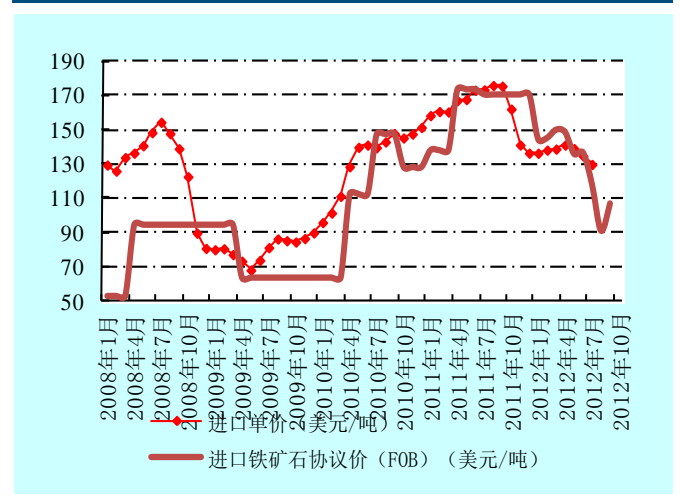
资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 11 20120 年 10 月以来国产铁矿石价格走势



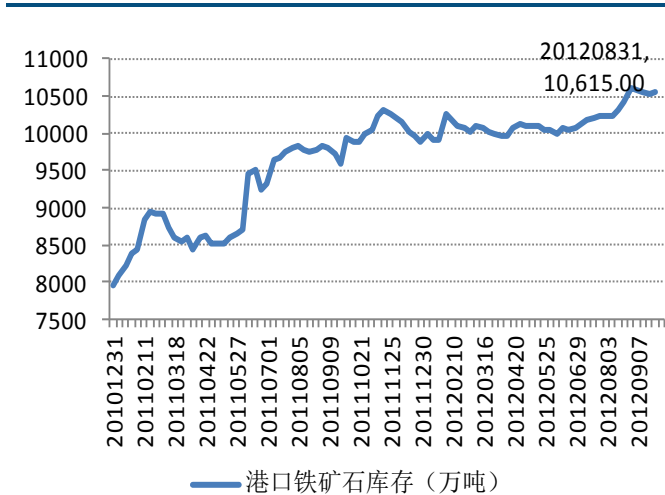
资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 12 2010 年 7 月以来进口铁矿石价格走势



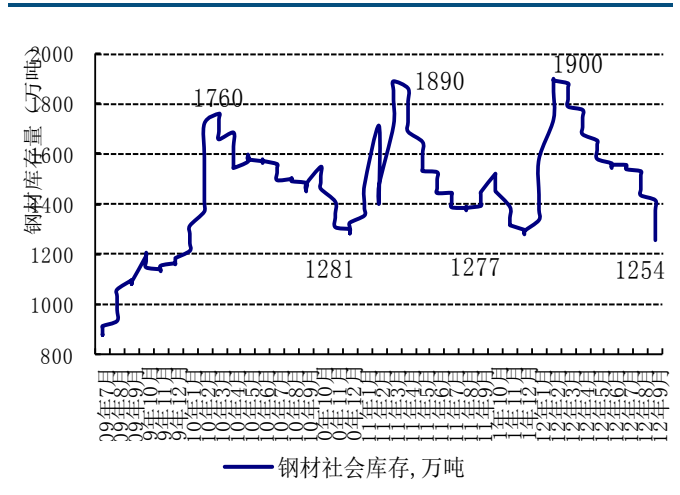
资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 13 2010 年底以来进口铁矿石港口库存



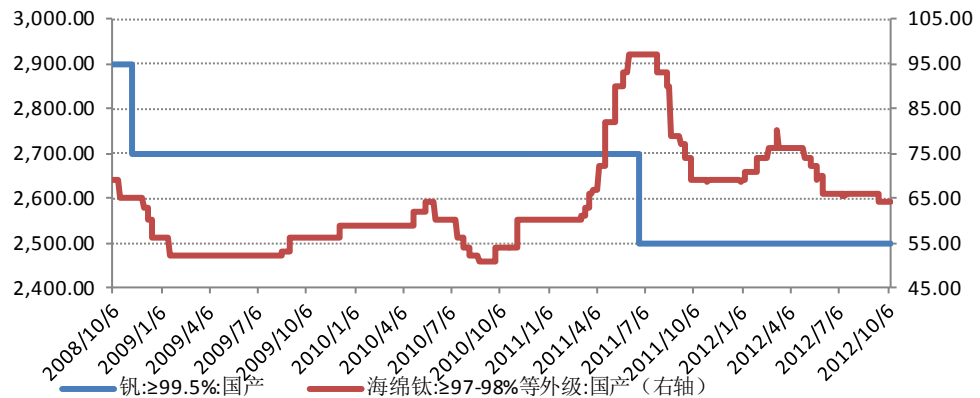
资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 14 2009 年以来我国钢材社会库存



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 15 2008 年 10 月以来国产钒、钛产品价格走势图



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

### 3.3. 公司铁矿石销售及市场

根据公司与鞍钢集团的协议, 公司所产铁精矿全部销往鞍钢集团内部钢铁生产企业。鞍钢集团生铁产能在 3000 万吨以上, 年需要铁矿石近 5000 万吨。

2010 年, 卡拉拉与鞍钢分别签署了覆盖卡拉拉铁矿项目整个开采年限的磁铁精矿和赤铁矿长期包销协议, 鞍钢未来将基于国际市场价格收购卡拉拉铁矿项目存续期间所生产的所有铁精矿。鞍钢集团还对攀钢钒钛承诺, 攀钢钒钛所生产的铁矿石产品全部销往鞍钢集团所属钢铁生产企业。

以上承诺为公司提供了稳定的销售市场。如果鞍钢集团出现不收购公司产品的意外, 公司也可以就近销售给其他钢铁企业。

### 3.4. 公司铁矿石盈利能力

公司所产铁矿石销售给集团公司内部, 但价格要低于市场价。

根据公司与鞍钢集团的协议, 公司及下属企业向鞍钢销售铁精矿对铁精矿的定价每一月 (T 月) 度调整一次, 以 T-2 月攀西地区含铁品位 54% 的铁精矿价格为基准, 铁精矿含铁品位每上升或下降一个百分点, 每吨价格上调或下调人民币 10 元; 在前述定价原则的基础上, 攀钢钒钛给予鞍钢铁精矿价格优惠, 优惠金额为前述定价原则所确定价格的 5%。由于攀西地区铁矿为钒钛磁铁矿, 国内只有攀钢和承钢具备提钛技术使用该类矿石冶炼, 因此当地铁矿销售局限性加大, 销售矿价要远低于东部地区水平; 从另一方面来看, 矿价的波动要小得多, 公司的盈利相对稳定。

在东北地区, 以不高于 (T-2) 月的中国铁精矿进口到岸的海关平均报价加上从鲅鱼圈港到鞍钢股份公司的铁路运费再加上品位调价后的价格。其中品位调价以本公司 (T-2) 月的进口铁精矿加权平均品位为基准, 铁精矿品位每上升

或下降一个百分点，价格上调或下调人民币 10 元/吨。并在此基础上给予金额为 (T-2) 月的中国铁精矿进口到岸海关平均报价 5% 的优惠。

2011 年 1 月 27 日，公司与鞍山钢铁签署《预测净利润补偿协议》，鞍山钢铁承诺：2011 年度、2012 年度和 2013 年度，攀钢集团钢铁钒钛 鞍千矿业和 50% 卡拉拉股权扣除非经常性损益的归属母公司所有者净利润合计数（以下简称“实际盈利合计数”）应不低于鞍千矿业和 50% 卡拉拉股权的 2011 年度、2012 年度和 2013 年度的预测净利润合计数。此后，鞍山钢铁进一步承诺：2011 年度、2012 年度和 2013 年度，鞍千矿业和 50% 卡拉拉股权实际盈利合计数将不低于 225,117 万元，如鞍千矿业和 50% 卡拉拉股权 2011 年、2012 年、2013 年实际盈利合计数低于预测净利润合计数，根据 2011 年 7 月 4 日鞍山钢铁出具的《关于预测净利润补偿实施时间的函》，鞍山钢铁将于上述专项审核意见出具之日起 20 个工作日内向本公司支付现金进行补偿。可以说，到 2014 年，不论铁矿石市场行情好坏，公司的盈利是有保障的。

## 4. 盈利预测及投资机会

由于公司以 2011 年底为界进行了资产重组，主营业务有了重大变化，财务的连续性不强，我们不进行财务分析，而直接对未来进行盈利预测。

在过去的几个月当中，铁矿石价格下跌幅度较大，给公司的盈利造成了负面影响。我们认为，目前钢铁价格和铁矿石价格已经处于低位，存在反弹动能，鉴于公司的产品销售特点，8、9 月份铁矿石价格的下跌，对三季度的影响不大，但会影响到公司 10 月、11 月的盈利，因此，公司四季度的盈利能力较弱。

### 4.1. 基本假设及盈利预测

我国经济缓慢触底，并在 2013 年开始从低位逐步复苏；  
粗钢产量维持目前水平，没有大幅度减产情况发生；  
铁矿石、钒产品、钛产品价格触底反弹，并小幅震荡走高；  
公司各矿厂开工正常，处在盈亏平衡点之上；  
钒钛综合利用项目进展顺利，在 2013 年为公司在来实际利润；

卡拉拉进展顺利，2012 年 9 月份全部投产，年底基本达产；2013 年进入正常生产状态。这样，2012 年第四季度将有 200 万吨左右的产品。但由于预计成本较高，短期看其盈利能力较弱。后期盈利能力的变化要看企业的营运情况，也要看铁矿石市场价格的变化。

### 4.2. 盈利预测及投资机会分析

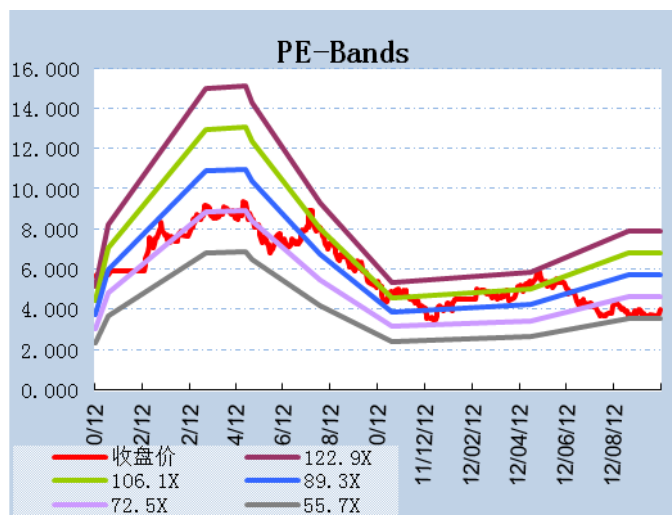
当前钢铁行业已经面临全行业困境，但公司作为国内资源性龙头企业，抗风险能力较强，发展潜力较大。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.26 元、0.44 元、0.71 元，对应 PE 分别为 15、9、5 倍。资源类公司的平均市盈

率要高于钢铁矿的市盈率，以 20~25 倍市盈率计算，公司股价可以达到 5.2 元~6.5 元以上。

公司 8 月份公布的齐大山铁矿及齐大山选厂注入方案中，非公开增发价格将不低于 4.95 元/股，这将为公司的股价带来一定的支撑。

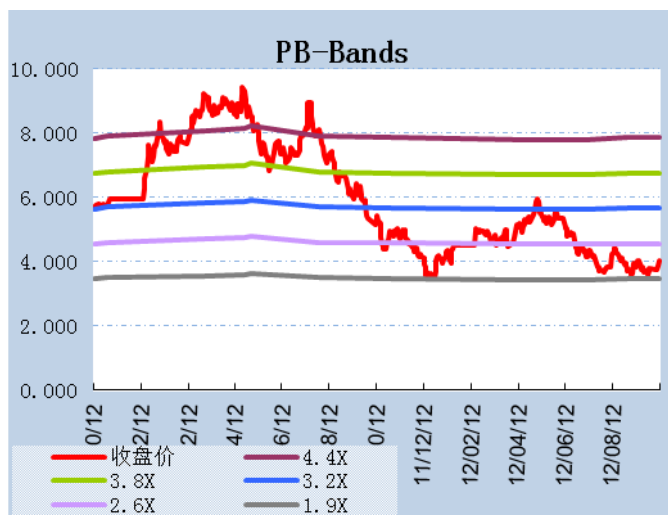
目前公司估值偏低，给予“买入”投资评级。

图 16 近两年攀钢钒钛股票的 PE 图



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

图 17 近两年来攀钢钒钛的 PB 图



资料来源: Wind 资讯, 山西证券研究所

## 5. 风险提示

公司面临的风险因素主要有:

一是钢铁行业超预期大幅减产，铁矿石供应显著过剩，钒制品、铁精矿价格面临再次下跌的风险。

二是卡拉拉铁矿达产期延长、生产成本上升、遭遇其他不可抗力等风险。

三是受其他因素影响，鞍钢集团的资产注入进度较慢。



## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

### ——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

### ——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。