

2013-3-5

公司报告(点评报告)

 评级 **谨慎推荐** **维持**

分析师: 刘元瑞

 (8621)68751760

 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120022

分析师: 王鹤涛

 (8621)68751760

 wanght1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512070002

联系人: 陈文敏

 (8621)68751760

 chenwm@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《3月出厂价跟随上调, 有利现货短期内继续上涨》2013/2/19

《2月出厂价上调, 单月业绩或小幅改善》2013/1/13

《1月出厂价预期内跟随上调》2012/12/17

武钢股份(600005)

完善增发方案, 积极推进非公开发行

报告要点

■ 事件描述

武钢股份今日发布公告, 董事会审议通过公司非公开增发预案相关议案。

■ 事件评论

签订收购资产相关议案, 积极推进非公开增发: 公司本次公告非公开增发预案修改案的同时, 公布与集团公司关于有关资产收购的相关议案, 体现了公司对于本次非公开增发收购资源的积极性, 反映了在行业持续低迷下和成本挤压下, 公司积极加大资源掌控的战略意图。

更新相关矿产资源和财务信息, 增发方案无重大变更: 就非公开增发预案本身而言, 本次公布的非公开增发预案修改案在收购的相关资产、增发价格、增发股份数及募集资金数方面并无变更, 方案本身主要是更新了相关资产的信息以及收购矿产的资源储量等。本次收购资产中武钢矿业与武钢国际资源为主要矿产来源, 合计资源量达 478.76 亿吨, 权益资源量 190.06 亿吨。

此外, 修订后的新方案对武钢矿业、武钢国际资源等 2012 年 1-9 月经营数据进行了调整。收购资产的净利润有较大幅度增加, 2012 年前三季度净利润由前次方案的 3.88 亿元上升至此次方案的 6.09 亿元, 其中武钢矿业增幅较大。由于缺少相关数据, 我们无法判断盈利调整的原因, 后期需持续跟踪。

收购评估 PB 较低, 短期增厚中期或有一定增量: 从收购 PB 来看, 本次拟收购资产的账面净资产为 85.08 亿元, 评估值为 147.42 亿元, 收购 PB 为 1.73, 低于金岭矿业、攀钢钒钛最新 PB 水平。

资产注入短期将明显增厚公司业绩, 中期而言或有一定增量: 1、武钢矿业的在建项目 Bloom lake 铁矿项目二期 800 万吨铁精粉项目预计 2014 年投产, 公司权益比例为 25%; 2、武钢资源持有利比里亚邦矿项目 60% 权益, 该项目 100 万吨铁精矿先期复产工程预计 2013 年 2 季度建成, 3 季度正式投产, 后续 900 万吨工程预计 2015 年投产, 是公司未来的主要增量。除此之外, 注入资产的铁矿石资源大多为探矿权或采矿权, 实现业绩贡献仍需后期大量的资本投入, 这对股份公司而言资金压力不小。

由于非公开增发尚需获得相关部门及股东大会批准, 存在一定的不确定性。暂不考虑其对公司业绩影响, 预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.05 元和 0.15 元, **维持“谨慎推荐”评级。**

签订收购资产相关议案，积极推进非公开增发

武钢股份今日发布公告，董事会审议通过公司非公开增发预案相关议案，主要包括：

审议通过《关于<武汉钢铁股份有限公司非公开发行 A 股股票预案（修订稿）>的议案》；

审议通过《关于公司与武汉钢铁（集团）公司及武钢集团国际经济贸易总公司签订四份股权收购协议的议案》；

针对本次非公开增发募集资金收购相关资产，公司已与武钢集团及武钢集团国际经济贸易总公司就相关股权收购事宜达成一致，并签订附加条件的股权收购协议。

审议通过《关于武钢矿业境内资产座落地之土地使用权租赁协议的议案》；

本次非公开募集的部分资金用于收购武钢矿业 100%股权，收购完成后，武钢集团将武钢矿业境内资产座落土地使用权出租给武钢矿业使用；

审议通过《关于与武汉钢铁（集团）公司签署附生效条件的专利许可使用协议的议案》；

本次公司收购武钢矿业后，为保证武钢矿业继续使用与其生产相关的专利技术，公司与武钢集团签订《专利及专有技术实施许可协议》及 3 份补充协议。

公司本次公告非公开增发预案修改案的同时，公布与集团公司关于有关资产收购的相关议案，体现了公司对于本次非公开增发收购资源的积极性，反映了在行业持续低迷下，公司加大资源掌控以降低生产成本的战略意图。而随着相关矿石资产的注入，公司原料自给率逐步提高，对于提高公司竞争力无疑具有重大而积极的影响。

更新相关矿产信息，增发方案无重大变更

就非公开增发预案本身而言，本次公布的非公开增发预案修改案在收购的相关资产、增发价格、增发股份数及募集资金数方面并无变更，方案本身主要是更新了相关资产的信息以及收购矿产的资源储量等，主要内容如下：

本次非公开增发预案主要信息：

- 1、本次非公开增发拟发行股份数量不超过 42 亿股（含 42 亿股）；
- 2、本次非公开增发拟募集资金不超过 150 亿元；
- 3、本次非公开增发发行价格不低于按以下原则确定的价格：1、定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 2.23 元/股；2、2011 年底经审计的每股净资产，即 3.51 元/股；3、公司本次发行前最近一期经审计的每股净资产；
- 4、武钢集团拟现金认购不低于公司本次非公开发行的 A 股股票数量的 10%，并承诺本次发行完成后控制武钢股份的股权比例将不低于 55%；
- 5、本次非公开增发募集资金用于收购武钢集团矿业资源板块相关资产，具体包括武钢矿业 100%股权、武钢国际资源 100%股权、武钢巴西 90%股权及武钢（澳洲）有限 100%股权。募集资金不足部分由公司自筹解决。

图 1：本次非公开增发募集资金用于收购集团矿业资源板块相关资产



资料来源：公司资料，长江证券研究部

✚ 本次发行方案取得批准的情况以及尚需呈报批准的程序

- 1、2013 年 3 月 1 日，国务院国资委对本次目标资产的评估备案；
- 2、本次非公开发行方案尚需获得国务院国资委批准、并经公司股东大会审议批准；
- 3、收购武钢集团持有的境外资产仍需获得国家发改委、商务部及相关主体的批准或同意；
- 4、最终需获得中国证监会的核准。

✚ 本次收购相关资产信息更新

本次收购资产中武钢矿业与武钢国际资源为主要矿产来源，合计资源量达 478.76 亿吨，权益资源量 190.06 亿吨；其中武钢矿业投资相关项目铁矿石资源量 27.29 亿吨，权益资源量 11.44 亿吨；武钢国际资源投资相关项目铁矿石资源量 451.76 亿吨（权益资源量 178.62 亿吨，后期可达 248.90 亿吨），其中 LOM 等项目符合加拿大 NI43-101 标准的资源量为 430.31 亿吨。

表 1：本次收购武钢矿业及武钢国际资源相关矿产合计权益量达 190.06 亿吨

矿业公司	子公司	矿区	资源量	权益比率	权益资源量	平均品位	开发阶段
	大冶铁矿		0.20	100%	0.20	47.35%	合计形成355万吨精粉产能
	程潮铁矿	程潮矿区	1.40	100%	1.40	41.96%	
		广山矿区					
	金山店铁矿	张福山矿区	0.73	100%	0.73	39.27%	
		余华寺矿区	0.03	100%	0.03	34.51%	
武钢矿业	Bloom lake铁矿项目		17.85	25%	4.46	-	一期800万吨铁精矿投产，二期800万吨预计2014年投产
	艾尔铁矿项目	Fusion区	4.95	65.15%	3.23	24.10%-30.10%	正在进行可行性研究和资源勘探工作
		Carrow区	1.59	65.15%	1.04	27.20%	
		Green patch区	0.55	65.15%	0.36	24.90%	

						100万吨铁精矿先期复产工程
						预计2013年2季度建成, 3季度
						正式投产。后续900万吨工程预
						计2015年投产
武钢国际资源	香港中联	利比里亚邦矿项目	21.16	60.00%	12.69	35.16%
		LOM	237.40	67.67%	160.65	29.70%
		阿提坎玛根项目	17.23	30.62%	5.28	31.25%
	武钢卢森堡	阳光湖项目	159.54	后期有权增 至40%	0.00	30.18%
			邓肯湖项目	16.14	预计后期持 有40%	24.73%
合计			478.76		190.06	

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

➤ 武钢矿业国内资产

武钢矿业旗下国内资产包括大冶、程潮、金山店三大主体铁矿及灵乡岩峰、乌龙泉熔剂矿等生产基地, 目前国内矿已形成约 360 万吨铁精矿、700 万吨球团矿产能。2011 年武钢矿业境内资产产铁精矿 357.67 万吨, 2012 年 1-9 月产铁精矿 289.31 万吨, 产能利用率达 107.15%。

表 2: 2012 年 1-9 月武钢矿业产铁精矿 289.31 万吨, 产能利用率达 107.15%

武钢矿业	铁精矿			球团矿		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量
2011	360	357.67	48.54	700	720.58	713.83
2012年1-9月	360	289.81	30.77	700	519.72	507.46

资料来源: 公司资料, 长江证券研究部

1、大冶铁矿:

大冶铁矿位于湖北省黄石市境内, 共分布有铁门坎、龙洞、尖林山、象鼻山、狮子山、尖山六个主要的大矿体, 矿石主要包括磁铁矿、赤铁矿, 磁铁-赤铁(菱铁)矿等。

公司原非公开增发预案中指出, 截止 2004 年 12 月底, 大冶铁矿全区范围铁矿石资源储量为 0.37 亿吨, 平均品位 51.81%。

公司在本次预案中对大冶铁矿资源储量数据进行了更新, 截止 2012 年 9 月 30 日, 大冶铁矿(铁山矿区)铁矿石保有资源储量为 0.20 亿吨, 平均品位 47.35%。此外还具有铜金属量为 7.60 万吨, 硫非金属量为 57.04 万吨, 钴金属量为 0.23 万吨。

2、程潮铁矿:

程潮铁矿位于湖北省鄂州市境内, 包含程潮矿区、广山矿区。程潮铁矿矿体主要包括金属矿物和脉石矿物, 金属矿物以磁铁矿为主, 脉石矿物主要包括碳酸盐、金云母、绿泥石、透辉石、石榴石、硬石膏等。

根据公司原方案数据, 截止 2007 年年底, 程潮矿区全区铁矿石资源储量 1.46 亿吨, 平均品位为 43.02%; 广山矿区全区范围铁矿石资源储量 461.2 万吨, 平均评委 45.25%。

根据公司最新方案，截止 2012 年 9 月 30 日，程潮铁矿铁矿石保有资源储量为 1.40 亿吨，平均品位 41.96%。此外还具有硫非金属量 195.67 万吨。

3、金山店铁矿：

金山店铁矿位于湖北省大冶市境内，包含张福山矿区、余华寺矿区。

根据公司最新方案，截止 2012 年 9 月 30 日，金山店铁矿张福山矿区铁矿石保有资源储量为 0.73 亿吨，平均品位 39.99%，硫非金属量 236.23 万吨；金山店铁矿余华寺矿区铁矿石保有资源储量矿石量为 295.40 万吨，以磁铁矿为主，平均品位 31.01%；硫非金属量 7.89 万吨。

4、灵乡铁矿及乌龙泉矿

根据公司最新方案，截止 2012 年 9 月 30 日，灵乡铁矿岩峰石灰岩矿保有资源储量 7,740.81 万吨；白云岩矿资源储量 1,814.84 万吨；乌龙泉矿证内保有石灰岩矿资源储量 4,366.08 万吨，白云岩矿资源储量 2,716.61 万吨。

5、境内探矿权

在公司最新方案中，武钢矿业国内资产增加部分探矿权。

✓ 广西柳城县寨隆镇毛村冶金用白云岩矿探矿权：

广西柳城县寨隆镇毛村冶金用白云岩矿探矿权的矿区位于柳州市柳城县城西面约 25 公里的寨隆镇毛村一带，截至 2009 年 3 月 31 日，该探矿权评估利用资源储量矿石量 11,158.00 万吨，其中评估利用可采储量矿石量 10,600.10 万吨。

✓ 广西扶绥县渠旧矿区冶金熔剂用石灰岩矿探矿权：

广西扶绥县渠旧矿区冶金熔剂用石灰岩矿探矿权的普查区位于广西扶绥县渠旧镇渠旧火车站一带，截至 2009 年 3 月 31 日，该探矿权评估利用资源储量矿石量 11,752.00 万吨，其中评估利用可采储量矿石量 10,494.54 万吨。

✓ 广西扶绥县渠黎镇平羌矿区冶金熔剂用白云岩矿探矿权：

广西扶绥县渠黎镇平羌白云岩矿探矿权的勘查区隶属扶绥县管辖，位于扶绥县渠黎镇北西 2.2 公里平羌村-渠蔴村一带，截至 2009 年 3 月 31 日，该次价款处置评估利用资源储量矿石量 2,519.31 万吨，其中评估利用可采储量矿石量 1,795.01 万吨。

表 3：本次方案相关资产储量及资源量与原方案比较

武钢矿业	矿种	原方案			新方案		
		评估时间	储量（万吨）	平均品位	评估时间	储量（万吨）	平均品位
大冶铁矿	铁矿	2004	3,710.70	51.81%	30-Sep-12	1967.48	47.35%
程潮铁矿	程潮矿区	2007	14756.9	43.02%	30-Sep-12	14,028.18	41.96%
	广山矿区	2007	461.2	45.25%			
金山店铁矿	张福山矿区	2008	7748.11	39.27%	30-Sep-12	7,257.48	39.99%
	余华寺矿区	2007	655.4	34.51%	30-Sep-12	295.4	31.01%
灵乡岩峰石灰石白云石矿区	石灰岩、白云岩	2004	11683.5	-	30-Sep-12	共 9555.65	-
乌龙泉矿矿区	熔剂用石灰岩	2007	18339.8	-	30-Sep-12	共 7082.69	-

广西柳城县寨隆镇毛村冶金 用白云岩矿探矿权	白云岩	31-Mar-09	评估利用资源量 11,158 万吨, 可采量 10,600 万吨
广西扶绥县渠旧矿区冶金熔 剂用石灰岩矿探矿权	石灰岩	31-Mar-09	评估利用资源量 11,752 万吨, 可采量 10,495 万吨
广西扶绥县渠黎镇平羌矿区 冶金熔剂用白云岩矿探矿权	白云岩	31-Mar-09	评估利用资源储量矿石量 2,519 万吨, 可采量 1,795 万吨

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ 武钢矿业国外资产

1、艾尔铁矿

武钢矿业通过澳大利亚设立全资子公司武钢（澳洲）资源与 CXM 于 2009 年达成《艾尔半岛合营协议》，武钢（澳洲）资源持有 60%权益。此外，武钢（澳洲）资源持有 CXM 股票 4,040 万股，持股比例 12.88%。

截止 2012 年 9 月 30 日，艾尔铁矿项目已完成部分勘探工作的 Fusion、Carrow、Greenpatch 三个子项目所覆盖地区铁矿石资源量总计约 7.09 亿吨。

表 4：艾尔铁矿相关矿产储量统计

项目	对应探矿权证全名	勘探工作进展	资源量	控制资源量	推断资源量	品位
Fusion	TumbyBayEL4998	已完成概略性研究报告，正在	4.95	0.89	4.06	24.10%-30.10%
	TumbyBayEL4998	对其采选工艺进行进一步优化				
	MountHill-KoppioEL5065	设计				
Carrow	TumbyBayEL4998	已开展预可行性研究的基础工 作	1.59	0.72	0.87	27.20%
Greenpatch	GreenpatchEL4885	正在开展地质勘查工作	0.55		0.55	24.90%
合计			7.09		5.48	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

2、Bloom Lake 铁矿项目

武钢矿业通过加拿大设立的全资子公司武钢加拿大与 CLM（后更名为 CLF 魁北克）合作组建 BLGP、BLLP，共同开发 Bloom Lake 铁矿项目，公司分别持有 BLGP、BLLP 的 25%股权。

Bloom Lake 铁矿项目第一阶段设计年产能 800 万吨铁精矿已于 2010 年 5 月建成投产，第二阶段设计年产能 800 万吨，2010 年第四季度开始建设，预计 2014 年完成建设并投产。

根据 2013 年 1 月 31 日 SPK 资料显示，Bloom Lake 铁矿项目拥有符合 NI43-101 标准的探明资源量为 4.46 亿吨，平均品位 29.50%；控制资源量为 9.20 亿吨，平均品位 27.00%；推断资源量为 4.19 亿吨，平均品位 24.8%；合计 17.85 亿吨。证实的铁矿石储量为 4.17 亿吨，可能的铁矿石储量为 6.34 亿吨，合计 10.51 亿吨，平均品位 28.70%。整个生命周期内可产出 3.44 亿吨铁精矿。

表 5: Bloomlake 铁矿符合 NI43-101 标准资源量合计 17.85 亿吨，铁矿石储量合计 10.51 亿吨

Bloomlake铁矿项目符合NI43-101标准资源量		资源量	品位
Bloomlake 铁矿项目	资源量	探明	4.46
		控制	9.20
		推断	4.19
	合计	17.85	-
铁矿石储量	证实的	4.17	-
	可能的	6.34	-
	合计	10.51	28.70%

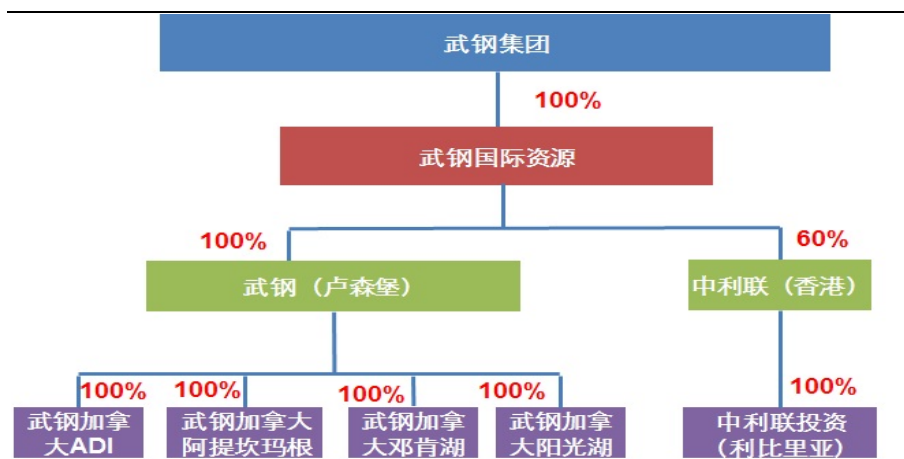
资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ 武钢国际资源 100%股权

武钢国际资源成立于 2010 年 5 月，注册资本 1000 万港币。作为武钢集团进行海外矿业战略投资平台，武钢国际资源自身不从事具体产品的生产，主要业务为对海外矿产资源和合营企业进行投资及管理。

目前，武钢国际资源相关资产包括：1、中利联（香港）60%的股权。该公司拥有利比亚邦矿项目 100%股权，该项目拥有铁矿石资源量 14.83 亿吨，项目首期年产 100 万吨铁精矿工程将于 2013 年投产，后期年产 900 万吨铁精矿工程正处可研阶段；2、加拿大资源公司 ADI 的 19.18%股权；3、世纪铁矿公司 24.46%的股权；4、武钢（卢森堡）公司。该公司主要参与开发加拿大 Lac Otelnuke 铁矿项目及 December Lake 铁矿项目（持股 67.67%）、阿提坎玛根项目（权益持股 30.62%）、阳光湖项目（后期有权持股增至 40%）及邓肯湖项目（预计后期持股 40%）。

图 2：武钢国际资源相关子公司统计



资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 6: Lac Otelnuke 项目及 December Lake 项目基本信息

Lac Otelnuke 项目及December Lake 项目	评估时间	资源量	品位	备注
LacOtelnuke 铁矿项目	探明资源量	Aug-12	55.1	29.20%
	控制资源量	Aug-12	58.4	28.70%
	推断资源量	Aug-12	123.9	30.40%
	合计		237.4	

DecemberLake铁矿项目

40%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 7：武钢卢森堡除 LOM 外其他矿产信息

武钢卢森堡其他资产	资源量	品位	备注
阿提坎玛根铁矿项目	17.23	31.25%	通过子公司直接持有22.40%，通过股权间接持有8.22%
阳光湖铁矿项目	控制资源量	72.6	30.18%
	推测资源量	86.94	29.86%
	合计	159.54	未来有权逐步增资至持有该项目40%权益
邓肯湖铁矿	探明资源量	4.06	23.92%
	控制资源量	6.45	24.73%
	推测资源量	5.63	24.69%
	合计	16.14	拟在合资公司中持股40%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

➤ 武钢巴西公司&武钢（澳洲）有限公司：以股权投资为主

武钢巴西主要为参股 MMX 而设立，截至 2012 年 9 月 30 日，武钢巴西持有 MMX 股票 1.02 亿股，持股比例 16.30%。

MMX 铁矿石业务方面主要包括 Corumbá 系统、Sudeste 系统、智利铁矿项目以及其它矿山开发合营项目等。根据 SRK 的论证储量数据公告证明，MMX 符合 NI43-101 标准的铁矿资源总量 30.97 亿吨。

武钢（澳洲）有限与澳大利亚必和必拓铁矿（津布巴）公司等共七家共同投资开发威拉拉铁矿项目，项目于 2005 年 10 月投产，设计开采规模为 700 万吨/年，开发有效期限为 25 年。预计 2013-2016 年武钢澳洲每年为公司实现利润 1.24 亿元。

表 8：MMX 公司符合 NI43-101 标准的铁矿石资源总量达 30.97 亿吨

MMX	资源量				平均品位
	探明	控制	推断	合计	
Sudeste系统	6.64	4.82	9.49	20.95	
其中：SerraAzul矿山	6.64	4.82	5.84	17.30	34.70%
BomSucesso矿山			3.65	3.65	29.90%
Corumbá系统	0.53	0.87	0.52	1.92	51.30%
PaudeVinho矿山	2.39	2.87	2.84	8.10	34.20%
合计				30.97	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

表 9：MMX 公司产销量统计

MMX	产量			销量		
	Sudeste系统	Corumbá系统	合计	Sudeste系统	Corumbá系统	合计
2009	411.1	106.8	517.9	387.6	80.7	468.3
2010	586.8	180.7	767.5	562.9	154.7	717.6
2011	606.5	147.7	754.2	598.1	175.3	773.4

2012年1-9月	433.5	137.9	571.4	381.7	118	499.7
-----------	-------	-------	-------	-------	-----	-------

资料来源：公司资料，长江证券研究部

新方案除更新了主要的矿产信息外，对武钢矿业、武钢国际资源等 2012 年 1-9 月经营数据进行了部分调整，其中武钢矿业调整幅度较大。由于缺少相关数据，我们目前仍无法判断盈利调整的原因，后期将进行持续跟踪。

表 10：公司新方案上调了收购主要资产的盈利水平

两次方案财务数据比较	原方案		新方案		变动幅度	
	2011	2012年1-9月	2011	2012年1-9月	2011	2012年1-9月
武钢矿业						
营业总收入	107.73	71.91	107.64	71.41	-0.09%	-0.70%
营业总成本			104.56	65.73	-	-
营业利润	8.56	2.68	9.14	5.86	6.74%	118.64%
利润总额	8.51	2.67	9.10	5.84	6.95%	119.05%
净利润	6.30	2.22	7.27	4.18	15.42%	88.36%
武钢国际资源						
营业总收入	0.00	0.00	-	0.09	-	-
营业总成本			0.20	0.35	-	-
营业利润	-0.46	0.57	-0.47	0.46	1.14%	-19.48%
利润总额	-0.45	0.57	-0.45	0.46	1.13%	-19.48%
净利润	-0.45	0.57	-0.45	0.46	1.13%	-19.54%
武钢巴西冶金						
营业总收入	0.00	0.00	-	-	-	-
营业总成本			0.13	0.10	-	-
营业利润	-0.26	-0.10	-0.24	0.15	-	-
利润总额	-0.26	-0.10	-0.24	0.15	-	-
净利润	-0.26	-0.10	-0.24	0.15	-	-
武钢（澳洲）有限						
营业总收入	5.82	3.06	5.82	3.41	0.09%	11.13%
营业总成本			1.92	1.52	-	-
营业利润	3.86	1.69	3.90	1.88	1.06%	11.36%
利润总额	3.86	1.69	3.90	1.88	1.06%	11.36%
净利润	2.70	1.18	2.73	1.32	0.88%	11.97%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

收购评估 PB 较低，短期增厚中期仍有一定增量

从收购 PB 来看，本次拟收购资产的账面净资产为 85.08 亿元，评估值为 147.42 亿元，收购 PB 为 1.73，低于金岭矿业、攀钢钒钛最新 PB 水平。

表 11：本次收购相应 PB 相对较低

收购PB比较	值
本次收购账面净资产	85.08
评估值	147.42

收购评估PB	1.73
金岭矿业PB (最新一期净资产)	2.35
攀钢钒钛PB (最新一期净资产)	1.92

资料来源：公司资料，长江证券研究部

受行业整体低迷的影响，武钢股份目前主业盈利能力近年来处于低位，而此次矿石资产的评估并不算高，因此，若我们以募集资金 150 亿元进行简单测算，本次收购将较大幅度的增厚公司 2012 年业绩。

在短期明显增厚的情况下，本次收购资产中期仍有一定增量：1、公司本次收购资产中在建项目 Bloom lake 铁矿项目二期 800 万吨铁精粉项目预计 2014 年投产，公司权益比例为 25%；2、公司持有利比里亚邦矿项目 60%权益，该项目 100 万吨铁精矿先期复产工程预计 2013 年 2 季度建成，3 季度正式投产，后续 900 万吨工程预计 2015 年投产，是公司未来的主要增量。

不过，武钢矿业现有产能相对稳定，其他大多为探矿权或采矿权，实现业绩贡献仍需后期大量的资本投入，这对股份公司而言资金压力不小。

表 12：简单测算，本次收购将增厚公司 2012 年业绩

本次交易影响	2011	2012年1-9月
资产注入前净利润	10.83	3.28
注入前股本	100.94	100.94
增发前EPS	0.11	0.03
本次注入资产净利润	9.33	6.09
增发完成后净利润	20.17	9.37
假设增发价为3.51元/股，增发42亿股		
本次增发股本	42.00	42.00
增发完成后股本	142.94	142.94
增发后EPS	0.14	0.07
增厚幅度	31.44%	101.72%
假设增发价为3.70元/股，募集资金150亿元		
本次增发股本	40.54	40.54
增发完成后股本	141.48	141.48
增发后EPS	0.14	0.07
增厚幅度	32.79%	103.80%
假设增发价为3.90元/股，募集资金150亿元		
本次增发股本	38.46	38.46
增发完成后股本	139.40	139.40
增发后EPS	0.14	0.07
增厚幅度	34.77%	106.84%

资料来源：公司资料，长江证券研究部

维持“谨慎推荐”评级

由于非公开增发尚需获得相关部门及股东大会批准，存在一定的不确定性，暂不考虑其对公司业绩影响。

从 2005 年至 2011 年公司毛利率水平分别为 20.26%、19.67%、22.59%、14.62%、8.11%、8.14%，6.17%，2012 前三季度为 5.94%。考虑到 2013 年钢铁行业及其下游均将呈现弱复苏的格局，钢价和矿价在当前相对较高水平运行的概率较大，公司盈利能力存在自然恢复的动力。我们中性假设 2013 年公司毛利率 7%~8%之间，略高于 2012 年但低于 2009 年复苏时的水平。据此，我们预计公司 2012、2013 年的 EPS 分别为 0.05 元和 0.15 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	101058	93156	97534	99050	货币资金	1781	9316	9753	9905
营业成本	94826	87319	90075	91050	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6232	5837	7459	8000	应收账款	485	348	365	370
%营业收入	6.2%	6.3%	7.6%	8.1%	存货	16575	15273	15754	15925
营业税金及附加	234	216	226	230	预付账款	1390	1307	1348	1362
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	861	838	878	891	流动资产合计	24551	30249	31414	31822
%营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2630	2422	2536	2575	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	长期股权投资	3738	3738	3738	3738
财务费用	1056	1664	1709	1487	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.0%	1.8%	1.8%	1.5%	固定资产合计	67211	66569	63666	59600
资产减值损失	168	0	0	0	无形资产	417	396	376	357
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	82	0	0	0	递延所得税资产	197	0	0	0
营业利润	1365	696	2110	2816	其他非流动资产	-15	-15	-15	-15
%营业收入	1.4%	0.7%	2.2%	2.8%	资产总计	96101	100938	99180	95503
营业外收支	58	0	0	0	短期贷款	31702	29509	25522	19722
利润总额	1423	696	2110	2816	应付款项	18964	17480	18031	18226
%营业收入	1.4%	0.7%	2.2%	2.8%	预收账款	5612	5217	5462	5547
所得税费用	474	174	528	704	应付职工薪酬	476	436	449	454
净利润	949	522	1583	2112	应交税费	-1374	16	30	37
归属于母公司所有者的净利润	1083.6	487.3	1477.3	1971.0	其他流动负债	1444	1355	1399	1414
少数股东损益	-135	35	106	141	流动负债合计	56825	54013	50893	45401
EPS (元/股)	0.11	0.05	0.15	0.20	长期借款	1978	9178	9178	9178
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	755	9196	9331	9725	其他非流动负债	108	108	108	108
取得投资收益	110	0	0	0	负债合计	58910	63299	60179	54686
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	35910	36324	37580	39255
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	1281	1315	1421	1562
固定资产投资	-6757	-4932	-2975	-1991	股东权益	37190	37639	39001	40817
其他	-4344	0	0	0	负债及股东权益	96101	100938	99180	95503
投资活动现金流净额	-11102	-4932	-2975	-1991	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	8338	0	0	0	EPS	0.107	0.048	0.146	0.195
银行贷款增加 (减少)	2637	5007	-3988	-5800	BVPS	3.56	3.60	3.72	3.89
筹资成本	2298	-1737	-1930	-1783	PE	26.73	59.45	19.61	14.70
其他	-4621	0	0	0	PEG	1.21	2.69	0.89	0.67
筹资活动现金流净额	8652	3270	-5918	-7583	PB	0.81	0.80	0.77	0.74
现金净流量	-1695	7534	438	152	EV/EBITDA	7.25	7.33	5.55	4.62
					ROE	3.0%	1.3%	3.9%	5.0%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。