

钢铁行业

上市公司深度研究

报告日期：2011年1月5日

市场数据：2011年1月5日

收盘价(元)	12.32
一年内最高/最低(元)	12.47/7.61
市净率	4.55
息率(分红/股价)	--
流通A股市值(百万元)	39153

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2010年09月30日

每股净资产(元)	2.71
资产负债率%	72.80%
总股本/流通A股(亿股)	57.26/31.78
流通B股/H股(亿股)	-/-

分析师：刘俊清

执业证书编号：S0760200010035

邮箱：liujunqing@sxzq.com

电话：0351-8686975

相关研究

《资源+品种+地域 提升公司投资价值》包钢股份深度研究 2010/12/22

《不锈钢龙头 已进入价值投资区域》太钢不锈深度研究报告 2010/07/09

《潜龙在源 蓄势待发—太钢不锈深度研究报告》2009/02/20

联系人：

张小玲 电话：0351-8686990

邮箱：zhangxiaoling@sxzq.com

孟军 电话：010-82190365

邮箱：mengjun@sxzq.com

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

\*ST 钒钛(000629)

买入(跟踪)

凤凰涅槃 重生为铁矿石龙头企业

公司研究/深度报告

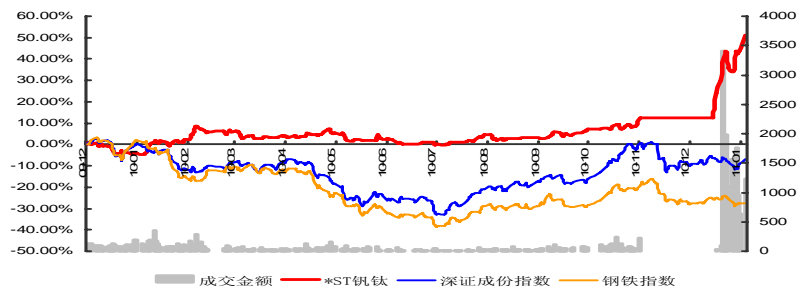
盈利预测：

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)				
营业收入增长率%				
净利润(百万元)	-1551	1438	2237	5048
净利润增长率%			55.56%	124.6%
基本每股收益(元)	-0.27	0.255	0.39	0.88

投资要点：

- 本次重组后，公司将形成年产 990 万吨铁精矿的生产能力。2011 年末，白马矿二期、卡拉拉一期项目投产后，公司将形成年产 2510 万吨铁精矿的生产能力。未来，随着境内外铁矿资源的进一步开发、扩产，远期公司年产能将提升至 4810 万吨。
- 鞍钢集团公司在本次重组中承诺，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，在本次重组完成后 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，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。
- 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%。如能发现其它大型铁矿将进一步增加本公司的铁矿资源。
- 盈利预测与股票评级。预计 2010、2011、2012 年每股收益分别为 0.25 元、0.391 元和 0.882 元。考虑行业平均水平以及公司未来发展，我们认为股票的合理价位在 17.65~22 元之间，短期可能有回调。由于 10.55 元是鞍钢集团执行第二次现金选择权的底价，该价位具有强支撑，投资者可在此附近积极介入，我们给出买入评级。

近一年以来\*ST钒钛股价与大盘对比走势：





## 目 录

一、公司基本情况 .....	3
二、资产置换方案 .....	5
2.1 置换资产概况.....	5
2.2 置换公司主业发生根本性变化，铁矿资产盈利能力增强.....	6
2.3 资产置换完成后，铁矿石将成为公司主业.....	7
三、资产置换后公司的发展 .....	9
3.1 资产置换完成后公司本部发展预期.....	9
3.2 鞍钢集团对公司未来发展的承诺.....	10
3.3 金达必的未来产能扩张空间大.....	10
四、盈利预测与投资看点 .....	11
4.1 公司存续资产盈利状况分析.....	11
4.2 卡拉拉铁矿盈利状况分析 .....	11
4.3 公司整体盈利预测 .....	12
4.4 投资建议 .....	12
五、风险因素 .....	13
5.1 审批风险 .....	13
5.2 资产置换重组不能按预期完成的风险.....	14

## 图 目 录

图 1: 2010 年 6 月*ST钒钛业务构成 .....	3
图 2: 攀钢集团收购股权后上市公司的股权结构图 .....	4
图 3: 新鞍钢集团股权收购完成后公司实际控制人示意图 .....	4
图 4: ST 钒钛与鞍钢集团资产置换方案图解 .....	6
图 5: 鞍钢持有金达必及卡拉拉的股权关系: .....	9
图 6: 2009 年底以来*ST钒钛股价走势及与大盘的对比 .....	13
图 7: 2009 年 12 月以来金岭矿业股价走势与大盘走势对比 .....	13

## 表 目 录

表 1: 2010 年 6 月*ST钒钛业务构成 .....	3
表 2: 攀钢钒钛置出的公司股权 .....	5
表 3: 支出资产与置入资产盈利能力比较 .....	7
表 4: 重组后公司产能及产量预测 .....	9
表 5: 鞍钢现有铁矿石资源 .....	10
表 6: 公司盈利预测 .....	12

事件概述:

2011年12月16日,攀钢钒钛公布最新资产置换方案,以公司钢铁及相关业务资产与鞍山钢铁集团公司持有的部分矿业资产(包括鞍千矿业有限责任公司、鞍钢集团香港控股有限公司及鞍钢集团投资(澳大利亚)有限公司)置换。本次交易完成后,公司将实现主营业务转型,成为专注于矿产开发、钒钛综合利用的大型矿产资源开发、综合利用企业。经营业务包括铁矿石采选、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业务。

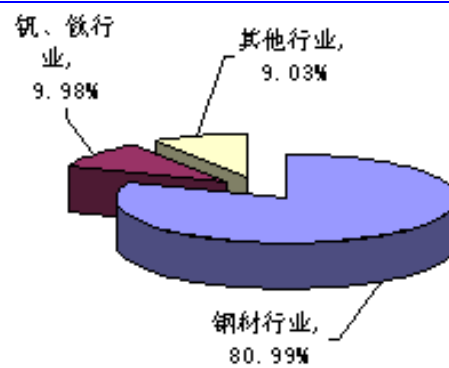
一、公司基本情况

攀钢钒钛原是一家以钢铁为主,兼营钒钛的大型钢铁生产企业,主营业务为热轧钢卷、钢带、钢板压延加工、钒产品及钛产品加工等。钢铁产业拥有大型材、板材、管材、特殊钢和棒线材等系列产品;钒产业拥有五氧化二钒、三氧化二钒、中钒铁、高钒铁、钒氮合金等系列产品;钛产业拥有钛精矿、钛白粉、高钛渣、钛材等系列产品。2009年,攀钢钒钛生产铁744.71万吨、钢724.90万吨、钢材659.14万吨、钒制品1.92万吨、钛白粉5.91万吨、铁精矿702.33万吨、钛精矿23.32万吨。2010年9月末,公司总资产586.41亿元,净资产155.29亿元,前三季度实现收入314.54亿元,净利润6.93亿元。

表 1: 2010 年 6 月\*ST 钒钛业务构成

业务类型	营业收入(万元)	收入占比(%)	毛利率%
钢材行业	1,606,582.74	80.99	15.49
钒、钛行业	197,876.03	9.98	19.69
其他行业	179,174.17	9.03	33.91

图 1: 2010 年 6 月\*ST 钒钛业务构成

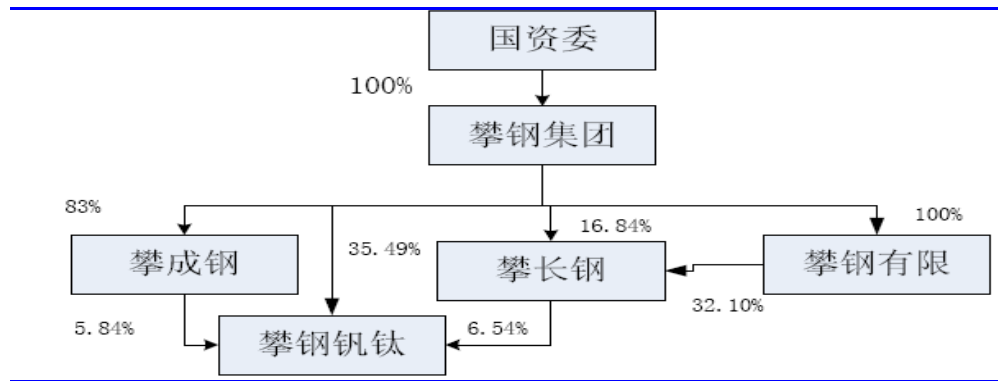


资料来源:公司公告,山西证券研究所

2010年10月26日,公司发资产收购报告书,公告攀钢有限将其持有的30.63%攀钢钒钛的股权无偿划拨给攀钢集团,并经有关部门的批准,股权划拨后的股权结构如下:

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

图 2：攀钢集团收购股权后上市公司的股权结构图

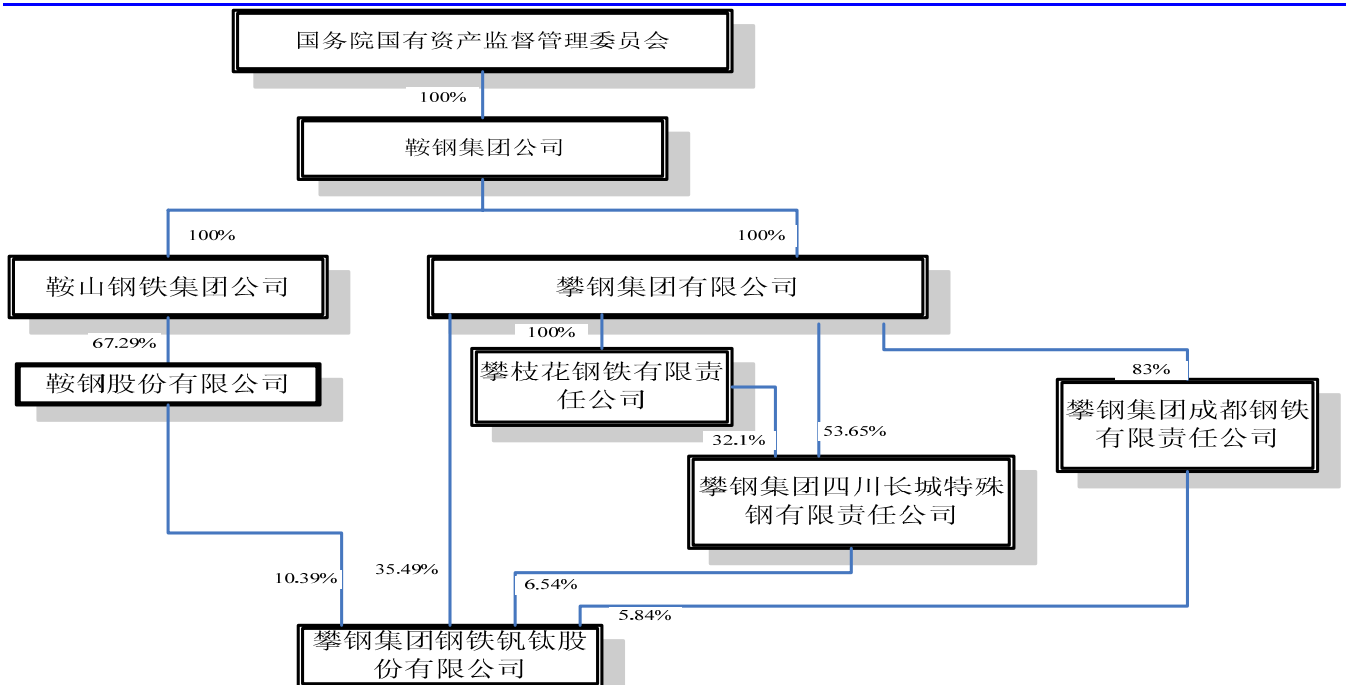


资料来源：公司公告

2010年7月28日，经国务院国有资产监督管理委员会批准，鞍山钢铁集团公司与攀钢集团有限公司合并重组为鞍钢集团公司，上市公司攀钢集团钢铁钒钛股份有限公司的实际控制人为鞍钢集团公司。

2009年度，鞍钢粗钢产量达2,012.66万吨，在国内钢铁企业中排名前列，至2010年底的粗钢生产能力将达到2,650万吨/年。另外，鞍钢拥有我国最大的黑色冶金矿山企业，下属铁矿已探明的铁矿石储量为88.7亿吨（包括鞍千矿业拥有的铁矿石储量）。

图 3：新鞍钢集团股权收购完成后公司实际控制人示意图



资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 二、资产置换方案

2010年12月16日，攀钢钒钛公布最新资产置换方案，以公司钢铁及相关业务资产与实际控制人鞍山钢铁集团公司持有的鞍千矿业有限责任公司、鞍钢集团香港控股有限公司及鞍钢集团投资（澳大利亚）有限公司置换。本次交易完成后，公司将实现主营业务转型，成为专注于矿产开发、钒钛综合利用的大型矿产资源开发、利用企业。经营业务包括铁矿石采选、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业务。

### 2.1 置换资产概况

#### 2.1.1 置入资产

本次重组，鞍钢置入资产为：

鞍千矿业100%股权；

鞍钢香港100%股权（主要资产为澳大利亚证券交易所矿业类上市公司金达必<股票代码：GBG>35.92%的股权）；

鞍澳公司100%股权（主要资产为澳大利亚矿业类公司卡拉拉50%的股权，卡拉拉另50%股权为金达必持有）。

#### 2.1.2 置出资产

本次重组，攀钢钒钛置出资产为攀钢钒钛本部资产，包括攀钢钒钛供应分公司、汽车运输分公司、管理干部学校、劳动卫生防护研究所、传媒中心、内退职工管理中心、机关服务中心和社保中心等8家分支机构、二级单位的全部资产及攀钢钒钛总部的有关资产以及攀钢钒钛持有的从事钢铁业务公司全部股权，如下表所示：

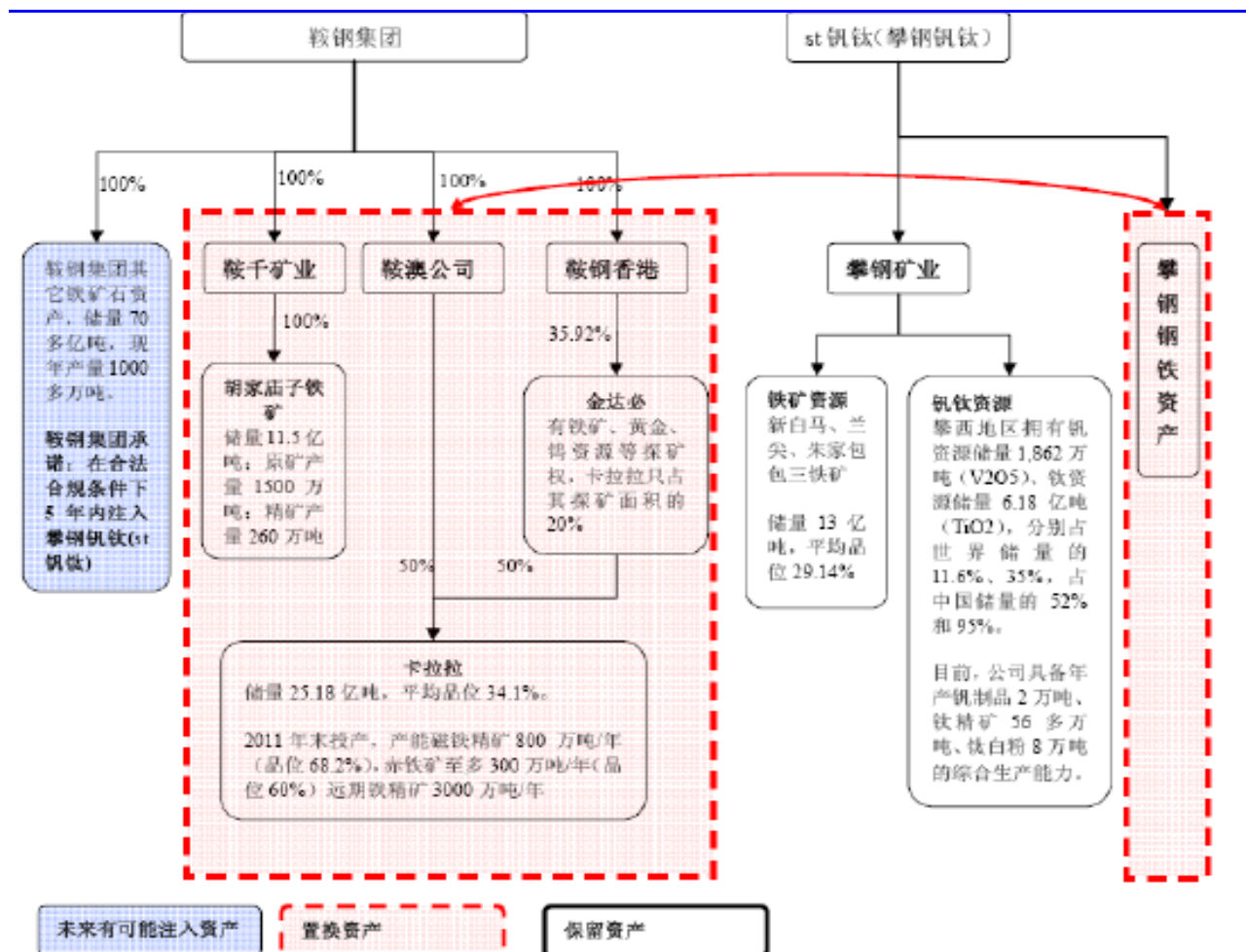
表 2：攀钢钒钛置出的公司股权

序号	公司名称	持股比例
1	攀钢集团攀枝花钢钒有限公司	100%
2	攀钢集团成都钢钒有限公司	100%
3	攀钢集团江油长城特殊钢有限公司	100%
4	攀钢集团研究院有限公司	100%
5	攀钢集团国际经济贸易有限公司	100%
6	攀钢集团成都地产有限公司	100%
7	攀钢集团冶金工程技术有限公司	100%
8	攀钢集团信息工程技术有限公司	100%
9	攀钢集团工科工程咨询有限公司	100%

10	成都攀钢大酒店有限公司	100%
11	攀钢集团财务有限公司	96.182%
12	攀钢集团眉山中铁冷弯型钢有限责任公司	88.64%
13	中山市金山物资有限公司	51%
14	广州攀兴金属加工有限公司	30%
15	四川攀钢梅塞尔气体产品有限公司	40%

资料来源：公司公告

图 4：ST 钒钛与鞍钢集团资产置换方案图解



资料来源：公司公告

资产置换后，公司实际控制人未发生实质性的变化

## 2.2 置换公司主业发生根本性变化，铁矿资产盈利能力增强

资产置换以后，公司的钢铁生产及相关资产全部置出，而置入的资产均为铁矿石资产，

铁矿石资产盈利能力要强于钢铁资产。

根据公告，资产置换基准日为2010年6月30日。在基准日，本次交易置入资产预估值约为99 亿元，置出资产预估值约为115 亿元，占本公司2009 年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例均达到50%以上，且超过5,000 万元。根据《上市公司重大资产重组管理办法》，本次交易构成重大资产重组，需报经证监会核准。

**表 3：支出资产与置入资产盈利能力比较**

项目	2010 年 1-6 月	2009 年	2008 年
<b>置出资产财务状况</b>			
总资产	4,469,862	4,446,330	4,810,121
归属于母公司股东权益	750,198	933,177	1,088,486
营业收入	1,673,970	3,395,320	4,157,417
利润总额	9,358	-130,052	-326,256
归属于母公司股东的净利润	7,055	-157,886	-329,750
<b>置入资产财务状况</b>			
总资产	808,486	684,790	550,686
归属于母公司股东权益	675,304	662,730	510,640
营业收入	79,634	168,757	194,585
利润总额	33,383	64,900	75,666
归属于母公司股东的净利润	28,003	52,291	58,805
<b>置入资产-置出资产</b>			
总资产	-3,661,376	-3,761,540	-4,259,435
归属于母公司股东权益	-74,894	-270,447	-577,846
营业收入	-1,594,336	-3,226,563	-3,962,832
利润总额	24,025	194,952	401,922
归属于母公司股东的净利润	20,948	210,177	388,555

资料来源：公司公告，山西证券研究所

## 2.3 资产置换完成后，铁矿石将成为公司主业

资产置换完成后，公司将成为一铁矿石为主的资源类企业，主要资产由原有的钒钛资产、原有的铁矿石资产，置入的铁矿石资产共同构成。

### 2.3.1 继续做大作强钒钛产业

钒钛产业是公司的重要产业链之一，目前公司拥有较大的钒钛资源。公司在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、钛持



续快速发展提供了有力的支撑。

目前，公司具备年产钒制品2万吨、钛精矿56多万吨、钛白粉8万吨的综合生产能力。未来公司仍将全面贯彻做大钒钛业务的发展战略，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。此外，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。

### 2.3.2 按计划推进原有矿业资产的开发项目

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，其中白马矿平均品位57%，一期产能200万吨左右，目前已投产。二期设计产能300万吨，预计明年投产。兰尖铁矿与朱家包包铁矿平均品位52%。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。由于当地铁矿为钒钛磁铁矿，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，矿价要远低于东部地区水平。以公告预估今年7.8亿净利润计算，吨钢净利100元/吨，远低于金岭矿业水平。

### 2.3.3 新置入的鞍千矿业、卡拉拉铁矿，以铁矿石采选为主业

本次资产重组新置入上市公司的项目有三个，鞍千矿业在国内拥有独立的矿山，而置入的另外两家全资子公司鞍钢香港和鞍澳公司分别持有澳大利亚矿业上市公司金必达的股权，其中鞍钢香港公司主要资产为澳大利亚证券交易所矿业类上市公司金达必(股票代码：GBG)股权，鞍澳公司主要资产为澳大利亚矿业类公司卡拉拉50%的股权，卡拉拉另50%股权为金达必持有。也就是说，置入后，公司通过上述鞍钢香港和鞍澳公司实际控制卡拉拉矿山，权益达到67.96%。

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%。

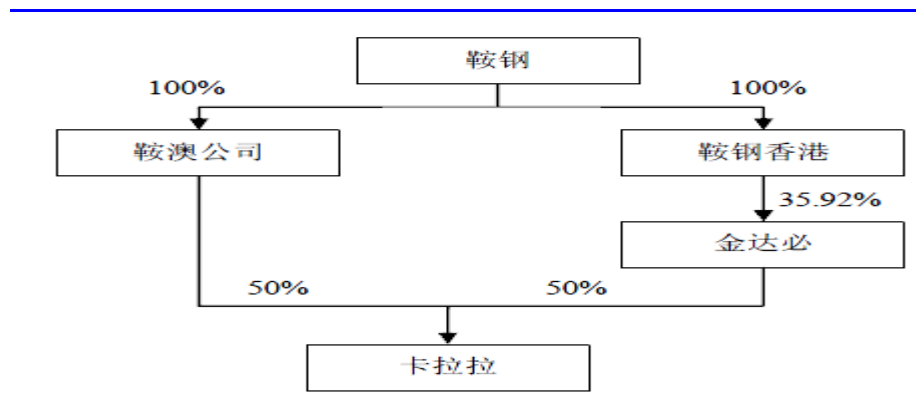
**卡拉拉铁矿项目**是西澳大利亚州中西部地区正在开发的最大和最先进的铁矿项目，拥有平均品位34.1%的25.18亿吨的铁矿石资源量（包括平均品位36.5%的9.775亿吨的铁矿石储量），上述资源量和储量均符合JORC标准。

该项目于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，预计将于2011年末投产，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。其中，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60%、直接装船级铁矿，无需精选。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。

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均在正常进行中，预计将于2011年末如期投入使用。卡拉拉目前的基础设施建设标准足以满足年产1,400-3,600万吨铁精矿的需要，未来有较大的扩产潜力。

图 5：鞍钢持有金达必及卡拉拉的股权关系：



资料来源：公司公告

### 三、资产置换后公司的发展

#### 3.1 资产置换完成后公司本部发展预期

根据公司公告，资产置换完成后，公司将形成年产 990 万吨铁精矿的生产能力。2011 年末，白马矿二期、卡拉拉一期项目投产后，公司将形成产2510 万吨铁精矿的生产能力。未来，随着境内外铁矿资源的进一步开发、扩产，远期公司年产能将提升至4810 万吨。

表 4：重组后公司产能及产量预测

名称	股比	储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	2009		2010E		2011E		2012E	远景
				产能	产量	产能	产量	产能	产量	产量	产能
存续铁矿山	100%	13.00	7.5	730	702	790	780	1100	855	1100	1400
胡家庙子铁矿	100%	11.5	4	260	220	260	270	310	270	310	410
卡拉拉	67.96%	25.18	9.775					1100	150	1000	3000
合计			21.275	990	922	1050	1050	2510	2225	2510	4810
权益量合计			18.1441	990	922	1050	1050	2510	1227	2089.6	3849
权益增量							13.9%		16.86%	70.30%	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。

### 3.2 鞍钢集团对公司未来发展的承诺

鞍钢集团公司在本次重组中承诺,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,在本次重组完成后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。

表 5: 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
	齐大山	26.31%	164,000
	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

### 3.3 金达必的未来产能扩张空间大

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,以及Lodestone磁铁矿项目。这些项目在勘探期,如能发现大型铁矿将进一步增加本公司的铁矿资源。

卡拉拉是西澳大利亚州中西部地区正在开发的最大的铁矿项目,探明资源储量25.18亿吨,可采储量9.78亿吨(鞍千矿业可采储量4亿吨,攀钢铁矿可采储量7.5亿吨)。除Karara项目外,鞍钢控股36%的Gindalbie在西澳仍拥有1900平方公里的采矿权。



## 四、盈利预测与投资看点

### 4.1 公司存续资产盈利状况分析

目前国内纯粹的铁矿石生产企业只有金岭矿业（000655），西部地区含有铁矿石采选的企业有西宁特钢、酒钢宏兴等，东北地区有凌钢股份、鞍钢股份等公司。东北地区铁矿石质地与凌钢股份相近，鞍钢矿业的成本与其接近。如果按铁矿石储量对应市值计算，可比公司只有金岭矿业，1月5日，金岭矿业吨矿市值为675元；我们给出\*ST钒钛地处四川、东北、澳洲，四川地区与西部酒钢较为接近，两者铁矿石均易采难选，且当地售价较低。综合判断吨矿市值不宜太高，预测吨矿市值50元的话，按其权益铁矿储量计算股价应为17.65元。

按收益计算，2010 和2011 年的盈利预测我们采用公司重组方案给出的盈利预测，2012 年及以后的盈利状况则需要根据公司铁精粉产量及其成本估算。由于全球钢产量的持续增加，未来增速或减缓，但产量规模仍然较大，对铁矿石的需求巨大。预计铁矿石价格将维持高位运行。

我们根据公告给出的2010和2011年的净利润水平，2012 年产量仍假设为270 万吨（无扩产计划），吨矿净利润假设330 元（根据公司对其2011年8.4 亿净利润的假设）。

根据公司公告，攀钢铁矿石2011、2012 年产量预测分别为855 和1100 万吨，2012 年的吨矿净利润我们仍保守假设为120 元/吨。

钒、钛产业部考虑扩产，未来两年盈利状况与今年持平，2010年预计净利润3.9亿元。

### 4.2 卡拉拉铁矿盈利状况分析

卡拉拉铁矿是西澳大利亚州中西部地区正在开发的最大的铁矿项目，探明资源储量25.18 亿吨，可采储量9.78亿吨。2011年底建成1100 万吨产能并投产，预计当年产量较小，前面我们估计仅有150万吨产量，给公司带来的净利可以忽略不计，2012年预计产量能达到800万吨，2013年可以达产，年产量可达1100 万吨产能建成，我们以800万吨产量为预测产量。

从采选成本上看，矿体的采剥比和矿石品位是影响成本的重要因素。目前Karara 铁矿%Fe资源品位34.1%，但其杂质含量较低，易采易选，其采剥比为0.34:1，较国内很多矿山的采剥比小，所以，其综合采选成本低于国内同类铁矿（国内300 万级矿山通常相当于国外800 万级矿山的废石剥离量，如广东大顶铁矿采剥比0.66:1）。公司2010年4月估

算的FOB离港成本为人民币292元/吨左右，加上海运费10美元/吨，则到国内的完税成本在450元以内，考虑海运费上涨和其他不确定性因素，我们给出它的完全成本为460元/吨，按国内平均售价910元/吨计，每吨净利润约450元。

### 4.3 公司整体盈利预测

2010年，公司以钢铁产业为主，上半年取得净利润57821.99万元，下半年资产置换，按植入只产盈利估算，公司整体盈利预测如下。

表6 公司盈利预测

	保有储量 (亿吨)	可采储量 (亿吨)	平均品位 (%Fe)	2009	2010	2010	2011	2012	2013
					上	下			
攀钢铁矿石产量(万吨)	13.00	7.50	29.14%	702		730	855	<b>1100</b>	
吨铁精粉净利润(元)				100		107	118	120	
年度净利润(亿元)						<b>3.9</b>	<b>10.1</b>	<b>13.2</b>	
鞍千矿业铁精粉产量(万吨)	11.50	4.00	28.78%	220		220	270	<b>270</b>	
吨铁精粉净利润(元)				220		259	310	330	
净利润(亿元)				<b>4.8</b>		<b>3.0</b>	<b>8.4</b>	<b>8.91</b>	
卡拉拉铁矿产量(万吨)	25.18	9.78	36.50%				150	800	1100
吨矿完全成本(元)								<b>460</b>	
吨矿预计净利(元)								<b>450</b>	
价格(元/吨)								<b>910</b>	
年度净利润(亿元)								<b>36</b>	
67.96%权益净利								24.47	
矿石资产净利小计(亿元)						<b>6.9</b>	<b>18.47</b>	<b>46.58</b>	
钒钛产业净利(亿元)						1.95	3.9	3.9	
合计净利润(亿元)					<b>5.78</b>	<b>8.85</b>	<b>22.37</b>	<b>50.48</b>	
每股收益(元)					<b>0.10</b>	<b>0.155</b>	<b>0.391</b>	<b>0.882</b>	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

### 4.4 投资建议

由上可知，2010、2011、2012年公司预计每股收益分别为0.255元、0.391元、0.882元。按照市盈率估值，目前金岭矿业的市盈率27倍，我们认为，\*ST 钒钛的资源储量和产能均大于金岭矿业，未来发展潜力较大，随着在建项目的逐步投产，盈利能力也将逐步提高，我们给出2012年25倍市盈率，对应股价约在22.05元以上；如果按资源储量对应市值



测算，股价应在17.65元以上，所以公司股价合理价位在17.65-22.00元之间。

另：\*ST 钒钛在整体上市之时，鞍钢集团曾许诺原攀钢钢钒转股而成的\*ST 钒钛股权股东拥有在2011 年4 月25 日按照10.55 元/股的价格行使二次现金选择权的权利，照此计算，届时若股价不能维持足够高的安全边际鞍钢集团最多有可能支付超过200 亿元来购买原攀钢钢钒股东所持股权，因此，4月25日以前，10.55元是该股票的安全底价。投资者逢低可积极介入。

图 6：2009 年底以来\*ST 钒钛股价走势及与大盘的对比

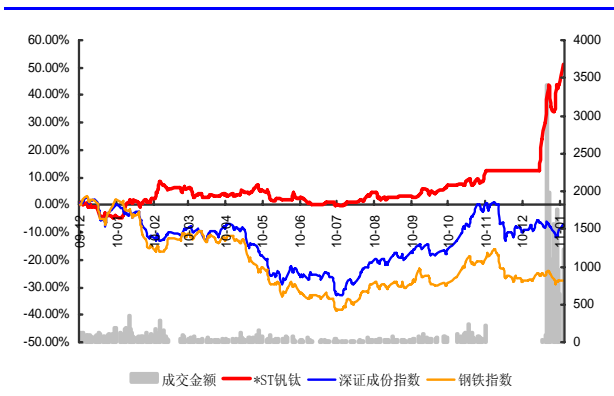
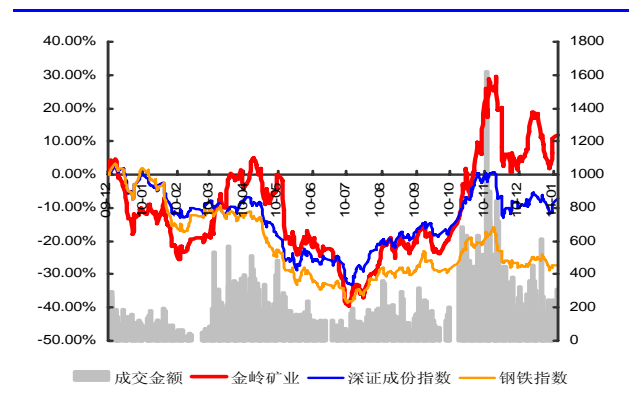


图 7：2009 年 12 月以来金岭矿业股价走势与大盘走势对比



资料来源：Wind资讯，山西证券研究所

## 五、风险因素

### 5.1 审批风险

公司资产置换重组需要经过各级管理部门的审批，如果审批不能通过，则前面过分析均不能成立。

审批程序：公司董事会、股东大会审议通过本次重大资产置换；

国务院国资委对本次重大资产重组涉及的评估报告予以备案，并批准本次重大资产置换；

国家发改委核准本公司收购鞍钢集团香港控股有限公司100%股权及鞍钢集团投资(澳大利亚)有限公司100%股权；

商务部核准本公司收购鞍钢集团香港控股有限公司100%股权及鞍钢集团投资(澳大利亚)有限公司100%股权；

澳大利亚外商投资评审委员会(FIRB)批准鞍钢集团香港控股有限公司100%股权、鞍

钢集团投资（澳大利亚）有限公司100%股权的转让；  
证监会核准本次重大资产重组。

## 5.2 资产置换重组不能按预期完成

如果审批通过，但资产置换工作不能如期完成也会对公司的经营带来较大的风险。

## 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具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告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。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的“免责声明”。