

**评级：强烈推荐****钢铁行业****点评报告**

张文丰 S1080210100005

电话：0755-82485194

邮件：zhangwenfeng@fcsc.cn

**公允定价敲开业绩之门，维持“强烈推荐”评级****——\*ST 钒钛（000629）最新公告点评**

**事件：**\*ST 钒钛第五届董事会第四十三次会议于 2011 年 1 月 27 日召开，审议并通过了<关于攀钢集团钢铁钒钛股份有限公司重大资产置换暨关联交易报告书(草案)的议案>，<关于批准本次重大资产重组有关财务报告和盈利预测报告的议案>，<关于采矿权盈利预测补偿相关事宜的议案>，<关于本次重大资产重组完成后关联交易事宜的议案>等议案。

**点评：****1、本次盈利预测与前次变化不大，总体略显保守**

对于公司存续资产而言，上次公布的盈利预测为 2010 年净利润 7.8 亿，本次小幅调高到 8.02 亿，上次公布的 2011 年盈利预测为 10.1 亿，本次为 10.17 亿，变化不大。对于鞍千矿业，两次公布的 2010 和 2011 年盈利预测没有任何变化。

我们认为，公司对于 2011 年本地矿和鞍千矿的盈利预测还是偏于保守的。从公司预测所采用的基准价格来看，攀钢本地品位 57%的钒钛磁铁矿销售价定为 420 元，品味 68%的鞍千矿定价为 925 元，远低于目前市场均价，且没有考虑矿价继续上涨的可能。

此外，鞍钢对于注入资产的盈利预测提供了保证承诺，根据公司与其签订的补偿协议，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鞍千矿业和 50%卡拉拉股权采矿权评估确定的预测净利润的差额，鞍钢将向公司支付现金予以补偿，我们认为这也是公司保守预测业绩的原因之一。

**2、各矿山的关联交易价格定价基本公允**

公司对于攀钢矿业以及即将注入的鞍千矿业、卡拉拉矿所产铁精矿采取的定价政策有所不同，但都采用了基本公允的定价模式，一定程度上打消了市场对于其产品销售价格可能偏低的疑虑。

**(1) 攀钢矿业：当地市场定价，基本公允**

公司与鞍钢签署了《销售框架协议》，公司向对铁精矿销售的定价原则为铁精矿的定价每一半年度调整一次，以攀西地区含铁品位 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，这总体上采用了公允的市场价格，以半年为周期，也有利于公司锁定利润，降低矿价下跌所带来的系统性风险。

**(2) 鞍千矿业：取消优惠政策，较之前更公允**

对于鞍千铁矿石而言，根据公司与鞍钢股份有限公司签订的《铁精矿供应协议》，定价原则为售价每一半年度调整一次，且售价不高于调整之前前半年度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有限公司的铁路运费再加上品位调价后的价格，其中品位调价以鞍钢股份前半年度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，每吨价格上调或下调人民币 10 元。**我们认为，这一定价政策是综合平衡两家上市公司利益的结果。**由于以前鞍千矿一直出售给鞍钢，采取的定价原则除了以上规定外，还承诺在确定的最高数额上给予价格优惠，优惠金额为前半年度中国铁精矿进口到岸的海关平均报价的 5%。**本次定价取消了 5%优惠的规定，也有利于鞍千铁矿出售价格更为公允，以更好地释放业绩。**此外，采取这一定价也不至于造成对鞍钢股份有过大冲击，在情理之中。

**(3) 卡拉拉矿：国际市场定价，完全公允**

对于卡拉拉矿而言，卡卡拉已经在 2010 年 3 月和 4 月，与鞍钢国贸分别签署了覆盖卡拉拉整个开采年限的磁铁矿和赤铁矿长期包销协议。根据该协议，卡拉拉出产的矿石产品将全部由鞍钢包销，其中磁铁矿产品的定价结构是以国际公认的 Pilbara 铁精矿价格为基准，并加以一定的品质调整，以反映卡拉拉产品的高品位和低杂质含量；赤铁矿产品的定价是基于 Pilbara 块矿和粉矿的 FOB 价格。因此，卡拉拉生产的铁精矿是采用完全国际公允的市场价格。

**3、卡拉拉矿山一期进展超市场预期**

公告同时指出，按照项目目前的建设进度，卡拉拉赤铁矿预计将于 2011 年上半年产出，而磁铁矿也将于 2011 年下半年产出。这表明，公司卡拉拉一期项目进展非常顺利，有望今年就贡献部分收益，一定程度上超出市场预期。卡拉拉一期项目赤铁矿产能不超过 300 万吨，磁铁矿产能 800 万吨，我们预计 2011 年大约可贡献铁矿石 200 万吨，可至少增厚公司 EPS0.10 元。

#### 4、攀西矿和鞍千矿均享有高水平的毛利率

从公告的内容可看出，公司攀钢矿业及即将注入的鞍千矿业铁精矿采选成本均处于国内低位，毛利率远高于国内平均水平，属盈利能力非常强的矿山。

##### (1) 鞍千铁矿

据公司公布的盈利预测表，鞍千矿业 2009-2011 年铁精矿单位成本分别为 331 元、345 元和 372 元，相比国内矿山平均 400-500 左右的采选成本属于低成本矿山，按照公司公布的 2009-2011 年单位售价 732.38 元、745 元和 925 元计算，毛利率分别为 53.69%、52.63%和 56.54%，盈利能力很强。

##### (2) 攀钢矿业

据公司公布的盈利预测表，攀钢矿业 2009-2011 年铁精矿单位成本分别为 195.26 元、203.34 和 201.47 元，采选成本属国内最低水平。按照公司提供的 2009-2011 年销售单价仅 294.56 元、411.34 元和 420.45 元计算，毛利率也分别为 33.71%、50.31%和 52.08%，同样是盈利能力很好的矿山。

#### 5、总体偏正面，维持“强烈推荐”的投资评级

我们认为本次报告书所公布的信息一方面明确了公司关联交易的公允定价模式，打开了矿山释放业绩的空间，另一方面对几大矿山的成本效益进行了详细披露，可提升市场对其效益的理性判断，总体对公司价值影响偏正面。参照公司盈利预测所公布的细节，我们把公司 2011-2012 年 EPS 分别上调至 0.43 元和 0.78 元，对应 PE 分别为 27 倍和 15 倍，继续给予“强烈推荐”的投资评级。

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们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, 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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120