

公司专题报告

制造业

钢铁有色金属行业

G 承钒钛 (600357)

推荐

(首次评级)

2006年8月24日

投资价值分析

钒钢并举，志在钒钛

近1年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

钢铁有色金属行业首席分析师：

郑东

金属材料学士，金融学硕士，8年钢铁行业研究经历，曾获03年、04年《新财富》钢铁、有色金属行业最佳分析师排名第一。

电话：010-82254160

Email: zhengdong@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声

- 公司此次增发约 22000 万股，募集资金近 9 亿元，将投资于“钒钛资源综合利用技改项目”。

项目建成后，公司可新增优质含钒低（微）合金钢 47.6 万吨/年；钒渣 7.2 万吨/年；新增氧化钒 0.6 万吨/年；钒产品品种由原来的两种（氧化钒、50 钒铁）增加到四种（增加了 80 钒铁和氮化钒）。公司通过增发项目的实施，使公司成为中国含钒低（微）合金钢行业、钒钛行业的重要产业基地。

- 钒钛行业方兴未艾，钢铁行业调整中发展。二者相得益彰

钢铁行业是中国实现工业化和城镇化目标的基础原材料工业，仍有继续发展的空间，行业短期调整并不影响其长期发展趋势。钒钛行业伴随着钢铁工业的发展而发展，在我国具有发展钒钛行业的资源优势，在国家产业政策的支持下，依托钢铁行业产品结构的提升，未来对钒产品的需求将有更大的增长。钒钛产品的应用领域的日益扩大使钒钛产业具有更大的发展空间。

- 钒产品显著的利润贡献使公司具有明显的差异化优势，

公司是世界第五和国内第二的钒产品生产商，在国内与位于世界第二和国内第一的新钢钒在生产方面构成寡头竞争格局，公司是我国钒钛产品生产的重要基地。承德地区丰富的钒钛磁铁矿资源是公司的最大竞争优势，公司立足钢铁发展钒钛，实施产业差异化战略，形成了不同于普通钢铁企业的涵盖含钒低（微）合金钢行业和钒钛行业的跨行业产业布局，具有明显的产业差异化优势。2005 年公司钒产品的利润贡献超过 70%。

- 募资发展钒钛战略将实现公司新的跨越

公司制定了“钒钛资源综合利用三级开发”战略，钒钛产业是公司未来发展的重点，借此将实现公司新的跨越——由一家钢铁为主的公司成为跨行业的钒钛钢铁并举的资源型公司。此次增发约 22000 万股，募集资金近 9 亿元。将投资于“钒钛资源综合利用技改项目”，募集资金项目建成后，公司可新增钒渣 7.2 万吨/年；新增氧化钒 0.6 万吨/年；优质含钒低（微）合金钢 47.6 万吨/年；钒产品品种由原来的两种（氧化钒、50 钒铁）增加到四种（增加了 80 钒铁和氮化钒）。逐步实现公司发展钒钛产业的战略目标。

- 盈利预测、投资评级及风险提示

按我们的盈利预测，2006 和 2007 年每股收益分别为 0.36 和 0.50 元（增发后全面摊薄），按 8 月 24 日收盘价 4.51 元计算，2006 和 2007 年的动态市净率分别为 1.75 和 1.31 倍；动态市盈率分别为 12.53 和 9.02 倍。鉴于公司的主营业务结构和盈利模式更趋于金属行业，以及公司在钒钛产业已有的优势及其战略定位，其合理市盈率在 13—15 倍，合理价位应在 7.5 元左右。因此，给予公司“推荐”评级。

- 风险提示

风险提示：钢铁行业的调整，钢材价格的波动影响公司业绩；钒产品是一种国际定价产品，价格波动的风险较大，对公司的业绩有较大的影响。

## 行业篇:

### 钢铁行业在调整中发展

#### 钢铁行业的短期调整不影响其长期发展趋势

钢铁行业目前仍然是国民经济发展的重要基础产业。从长期来看,我国工业化与城镇化的进程远未结束,按照国际经验,一国经济发展阶段和产业结构不同,钢材消费强度是明显不同的。从发达国家的经验来看,钢材消费强度呈现以下四个阶段的变化:(1)不发达阶段,相当于人均GDP300美元以下的时期,这一时期钢材消费强度很低,产业结构以农业为主。(2)工业化初期和中期阶段,相当于人均GDP300-1500美元的时期,钢材消费强度呈现迅速上升趋势,产业结构以建筑业为主。(3)工业化后期阶段,相当于人均GDP1500-10000美元的时期,这一阶段钢材消费强度将维持在一定高水平上,产业结构以制造业为主。(4)成熟阶段,相当于人均GDP大于10000美元的时期,产业结构优化、科技进步和居民消费结构的变化,导致钢材消费强度缓慢下降,产业结构以信息和服务业为主。工业化是各国发展不可逾越的阶段,从英国、美国、日本、前苏联等几个国家工业化历程分析,工业化过程需要大量的钢铁作为支撑。从国外工业化的经验看,在完全实现工业化之前,钢材消费是一个逐渐增加的趋势。而且钢材消费达到饱和点需要三个基本条件,即基本实现工业化、人均GDP达3500-6000美元、产业结构发生根本性变化,第三产业达50%以上。

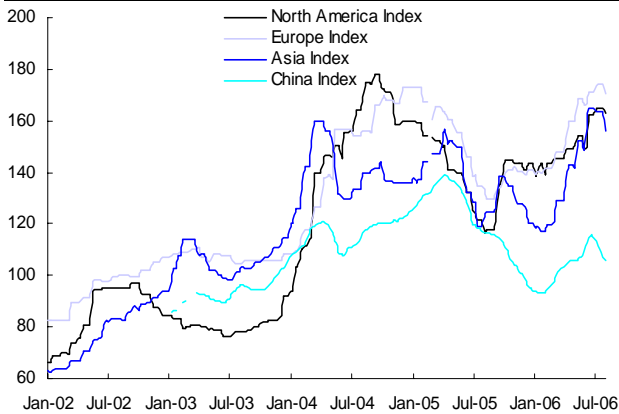
我国2005年底GDP已达到18.2亿元,人均GDP超过了1700美元。从目前我国所处的经济发展阶段,以及历史上其他国家钢铁行业发展的经验来看,我国钢铁工业随着我国的工业化和城镇化的进程,还将有一个比较长期的发展时期,对钢铁行业的长期发展仍可看好。然而主要由于我国钢铁行业集中度太低,因此,在钢铁行业大的上升周期中屡屡出现小周期调整。但短期的调整并不影响钢铁行业的长期发展趋势。

钢铁行业2005年下半年随钢价的大幅度回调,企业利润大幅度下降,钢铁行业的调整序幕正式拉开,行业整体步入了景气阶段调整时期。

#### 钢价持续回升,行业效益回暖

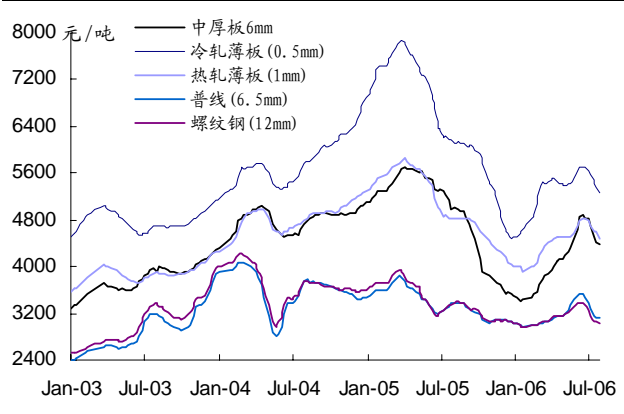
2006年1月下旬开始,国内钢材价格开始回升。至6月16日,已经回升至114.79点,同期CRU全球价格指数165.8点,创历史最高水平,国际国内钢材价差攀升至51.01点的历史高位。但是,进入7月份,受宏观调控预期影响钢材价格开始回落,至8月4日,已经下跌至106.09点,月环比下降6.55%,同期CRU全球价格指数161.6点,环比约下降3.1%,两者价差依然高达55.51点,仍处历史高位。

图 1: 钢价变动情况



资料来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 2: 主要钢材产品价格走势



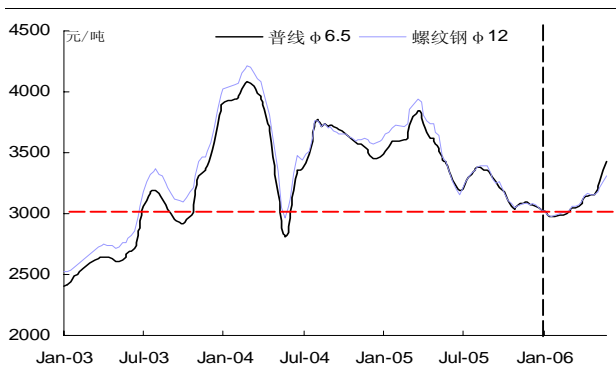
数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所

前期钢材价格回升,一方面是对05年价格过度下降的回调,同时也是对进口铁矿石价格上涨的响应,另一方面更根本的原因在于需求的强劲增长和供给的温和增长。对于长材来说,首先,05年以来,产量增长一直保持平稳态势,目前钢铁上市公司基本都没有新建建筑长材用钢产能,在建筑用钢供给方面增量有限。而需求方面,06年上半年,固定资产投资增长迅速,1-6月份城镇固定资产投资36368亿元,增长31.3%。需求强劲是长材价格回升的主要原因。

近期出台的加息政策主要是针对上半年固定资产投资过大,放贷速度过快以及出口顺差过大而采取的的必要措施,短期内会抑制钢材的市场需求,给钢材市场带来价格下跌的压力。但是,目前的价格下跌已充分反映了宏观调控的预期,并且价格下跌也迫使企业限产或调整产品结构,使行业景气能够健康持续发展。因此此次加息对于钢铁产业来讲,短期利空,长期利好。

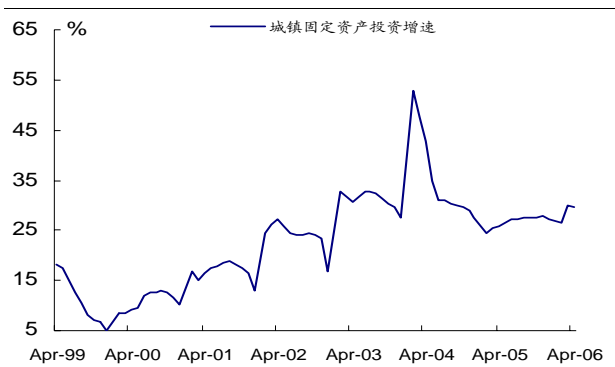
同时,随着前期钢价的大幅回升,钢铁行业效益也逐渐回暖,同比降幅逐月下降。今年一季度钢铁行业(规模以上工业企业)利润同比下降 63.3%,1-4 月份同比下降 50.8%,1-5 月份同比下降 37.4%,1-6 月份同比下降 20%,1-7 月份同比下降 11.1%。

图 3: 国内长材价格走势



数据来源: Custeel, 国信证券经济研究所

图 4: 国内固定资产投资增速



数据来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

此外,国内钢材出口强劲缓解了产能过剩的压力。今年1-7月份,国内共出

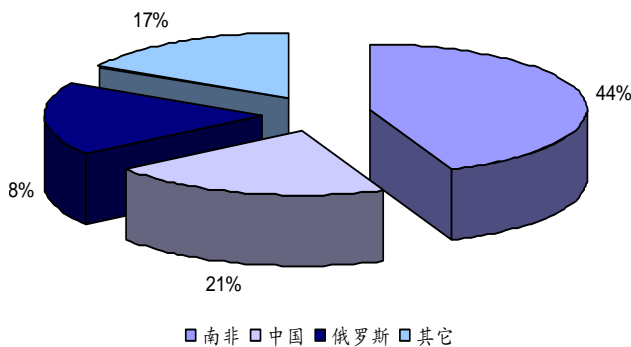
口钢材 2067 万吨，同比增长 57.7%。1-7 月份进口钢材 1094 万吨，较去年同期下降 28.7%。进出口相抵后，1-7 月份净出口钢材 973 万吨。7 月份，国内钢材出口 358 万吨，较去年同期增长 133.8%，环比 6 月份减少 19.1%，如果以 7 月份的钢材出口量测算，我国一年的出口量可达到 4000 万吨左右，这表明我国钢材出口依然保持强劲势头。这对钢材价格也是较好的支撑。

## 钒钛产业发展方兴未艾

### 产业发展的基础——资源优势

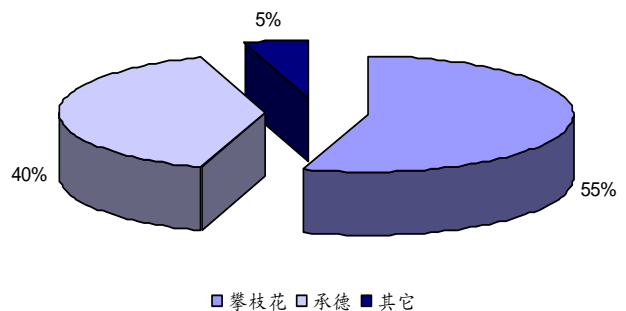
我国是钒、钛资源大国，钒和钛的储量分别位居世界第三和世界第一，而钒钛资源主要存在于钒钛磁铁矿这种矿石当中。我国钒钛磁铁矿蕴藏主要分布在河北承德地区和四川攀西地区。我国的钒钛磁铁矿储量位于南非和俄罗斯之后，居世界第三，拥有钒钛资源的优势成为产业发展的坚实基础。

图 5: 世界钒钛磁铁矿储量分布图



数据来源：国信证券经济研究所

图 6: 中国钒钛磁铁矿储量分布图



数据来源：国信证券经济研究所

### 产业发展的前景——政策支持

#### 钒钛的应用领域广泛

钒是国家非常宝贵的战略性资源，广泛应用于机械制造、汽车、航空航天、铁路、桥梁等部门，如输油管、海底管道、造船、聚变反应堆容器、喷气机和火箭、空气压缩机、金属模具、高速钢、工具钢等。钢中添加钒可提高强度、韧性、延展性、耐磨性、耐腐蚀性。钒和钛组成重要的金属合金 Ti-6Al-4V，用于飞机发动机、宇航船舱骨架、导弹、军舰的水翼和引进器、蒸汽轮机叶片、火箭发动机壳等；钒可应用于超导材料（V3Ga）、大容量小型电池（钒电池）、医学钒兴奋剂、照相显影剂、敏化剂等；钒还用于生产如催化剂、药品和染料等。

钛及其氧化物、合金产品是重要的新型结构材料、颜料、防腐材料，广泛应用于航空、航天、舰船、军工、冶金、化工、机械、电力、海水淡化、交通运输、环境保护、医疗器械等领域。已成为重要的“战略金属”和“继铝、铁之后的第三金属”。

#### 国家产业政策的支持

作为不可再生资源,随着钒钛磁铁矿资源的开发利用,可开采量将逐年下降,加强资源的战略规划和指导,提高资源的综合利用水平和利用年限,实现资源利用的可持续发展,将越来越得到国家和行业的重视。随着我国“发展循环经济,建设节约型社会”战略目标的提出,钒钛资源综合利用得到了国家产业政策的重点支持。

国家有关部门于2000年制定了鼓励发展钒钛产业的政策导向,并将“多金属共生矿综合利用”、“低合金钢和微合金钢”列入国务院颁布的《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》。国家《冶金科技发展指南(2000~2005年)》把“钒钛与稀土深加工技术”列入“十五”期间资源综合利用的重点研究内容,把“钒钛产品深加工技术”列入“十五”期间冶金行业前沿技术。这些政策导向措施将有利于国内钒钛资源的整合,实现钒钛资源的合理配置,提高钒钛资源的综合利用水平。

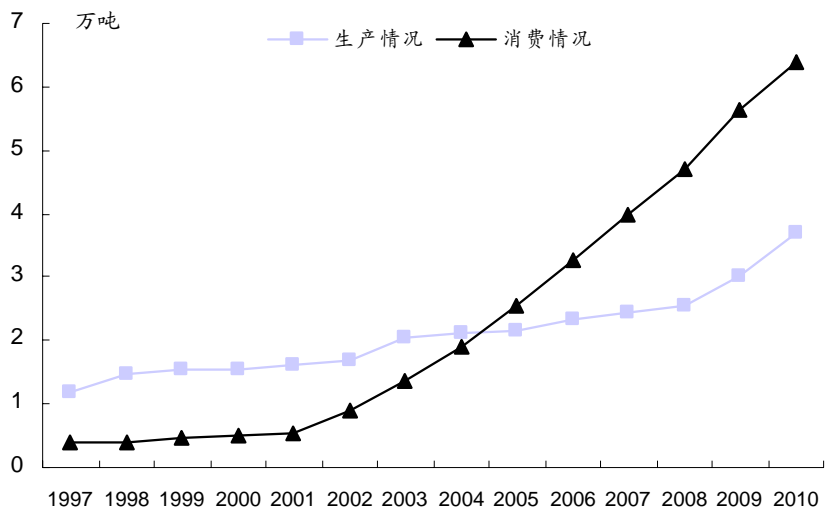
### 产业发展的未来——需求支撑

钒和钛均为宝贵的战略资源,在钢铁、化工、航空航天等领域应用广泛。随着经济发展水平的提高和产业结构的升级,钒和钛的应用领域不断扩大,需求量呈上升趋势。

但是与得天独厚的资源优势相比,我国钒钛产业的发展还明显落后于世界先进水平。以钒的应用为例,从世界范围来看,钒在钢铁工业中的消费量占其总量的85%。国内钒的消费量中有90%用于钢铁工业,其余10%用于催化剂、钛钒合金、颜料等领域。在钢材中添加钒,和普通钢材相比,具有强度高、韧性好、耐腐蚀、易焊接的特点。在结构钢中加入0.1%的钒,可提高强度10~20%,减轻结构重量15~25%,降低成本8~10%。因此,可提升钢材性能,降低资源消耗。有数据统计,目前发达国家钢铁工业中钒消耗强度平均约70公斤/千吨钢,西方发达国家高达85公斤,美国为156公斤,而我国仅为40公斤/千吨钢左右。发达国家低微合金钢占整个钢材消费量的80%,我国不到20%。

由于全球85%以上的钒用于钢铁工业,因此,钒的应用对钢铁行业的依赖性很强。中国作为全球持续高速增长的第一钢铁生产和消费大国,将成为世界钒产品需求增长最快的市场。随着中国从钢铁大国向钢铁强国迈进,钢铁工业的技术进步和钒产业的发展,中国含钒钢的数量将稳步增长,近年平均年增长率已达到10%左右,钒的应用也随之增加。尽管如此,我们和世界水平相比仍然有很大的差距。在钛的应用方面,这种差距同样十分明显。但巨大的差距也意味着巨大的潜力,作为世界上最大的发展中国家,中国经济的增长速度领先于全世界。随着综合国力的提高,对钒钛产业的需求迅速增长,这就给产业发展提供了良好的环境。同时我国又是钒钛资源大国,先天的资源优势奠定了坚实的物质基础,中国的钒钛产业将具有广阔的前景。

图 7: 国内钒生产、消费情况及趋势预测图

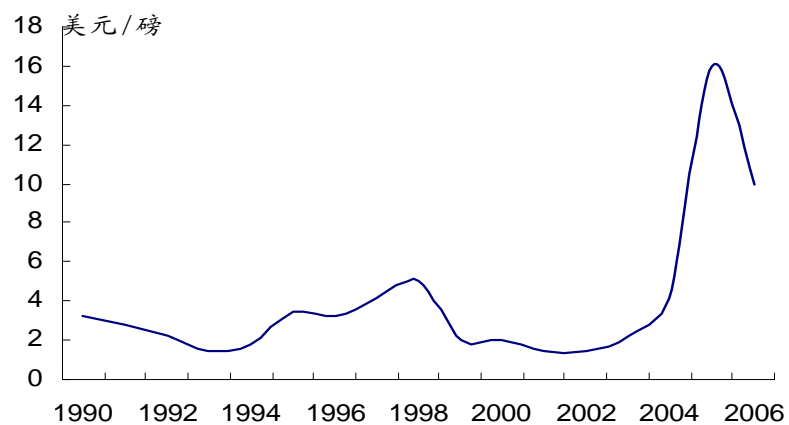


数据来源: 中冶集团包头钢铁设计研究总院, 国信证券经济研究所

预计未来中国将成为世界最具潜力的钒产品市场, 即使仅满足钢铁生产消耗钒产品一项, 钒产品每年就必须增产30%以上。随着国内对钒产品需求量的不断扩大, 钒产品产量虽有所增加, 但生产增速小于需求增速。2005年, 我国已从钒产品出口国转变为净进口国。我国钒产品的发展前景广阔。据有关部门预测, 到2009年我国钒产品的供求缺口将达到2.63万吨。此外, 国际市场钒的需求量也在稳步增加。总体上看, 钒产品在国内外都具有广阔的市场空间。特别是随着我国“发展循环经济, 建设节约型社会”战略目标的推进, 为含钒低微合金钢和钒产品提供了广阔的发展空间。

由于需求的增长和国际商品牛市的共同作用, 2005年钒产品的价格大涨, 近期随着供给的增加, 替代品的使用, 使钒产品的价格理性回归, 但仍维持在较高的水平, 由于钒产品厂商的集中度较高, 竞争有序, 预计钒产品的价格将在较高水平稳中波动。

图 8: 五氧化二钒价格走势图



数据来源: 国信证券经济研究所

## 公司篇:

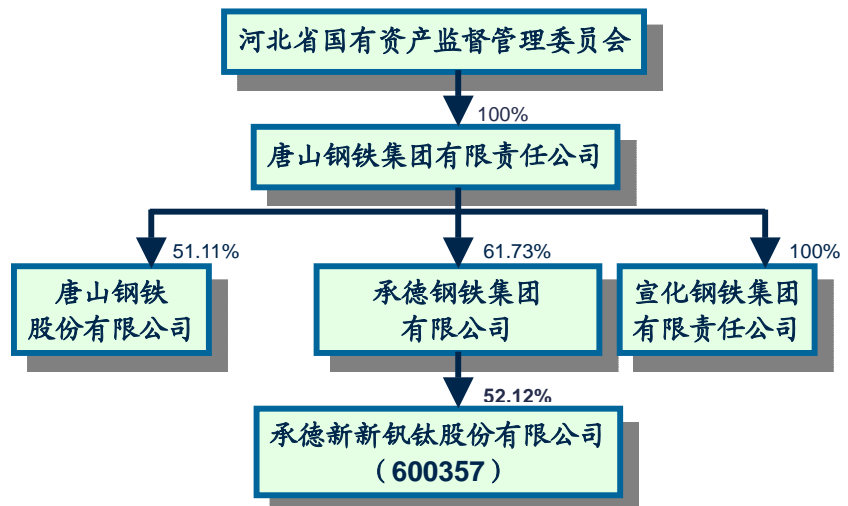
### G 承钒钛----钒钢并举，志在钒钛

#### 公司基本情况

承德新新钒钛股份有限公司（以下简称承德钒钛或公司）是由承德钢铁集团有限公司独家发起，于 1994 年 6 月以定向募集方式设立的股份有限公司，并于 2002 年 9 月 6 日在上海证券交易所上市交易。截止 2005 年底，公司总股本 7.61 亿股，流通股 2.78 亿股。

其控股股东承德钢铁集团有限公司（以下简称承钢集团）前身为“热河钒钛联合工厂”，始建于 1954 年 10 月，是我国钒钛磁铁矿综合利用技术的发祥地。承钢集团是以生产钒钛产品和钢铁产品为主的，拥有矿山、采选、烧结、冶炼、轧钢、化工及公辅设施配套的国家大型钒钛和钢铁生产联合企业。由于承钢拥有得天独厚的钒钛资源和技术基础优势，生产出的钒钛产品和含钒钢材享誉海内外，是国家 520 家重点企业之一，也是河北省大型支柱企业之一。目前河北省钢铁行业整合已进入实质性阶段，2005 年 11 月由唐钢集团、宣钢集团、承钢集团联合组成的新唐钢集团正式成立，唐钢集团成为了承德钒钛的实际控制人。新唐钢集团将以唐钢为主要发展载体，未来发展成 3000 万吨规模的钢铁集团，其中唐钢未来发展成为 2000 万吨的大型钢铁企业；承钢和宣钢未来分别发展成 800 万吨和 600 万吨的钢铁集团。目前唐钢集团已经进入统一规划阶段，新唐钢集团下属企业的进出口原料、钢材价格已经由集团统一管理，以发挥规模优势。新唐钢的建立将使承德钒钛在未来的规划中统一于集团的发展，定位于钒钛、低合金钢产业，受益于地方钢铁产业的整合。公司目前的股权结构如图 9。

图 9: 公司股权结构

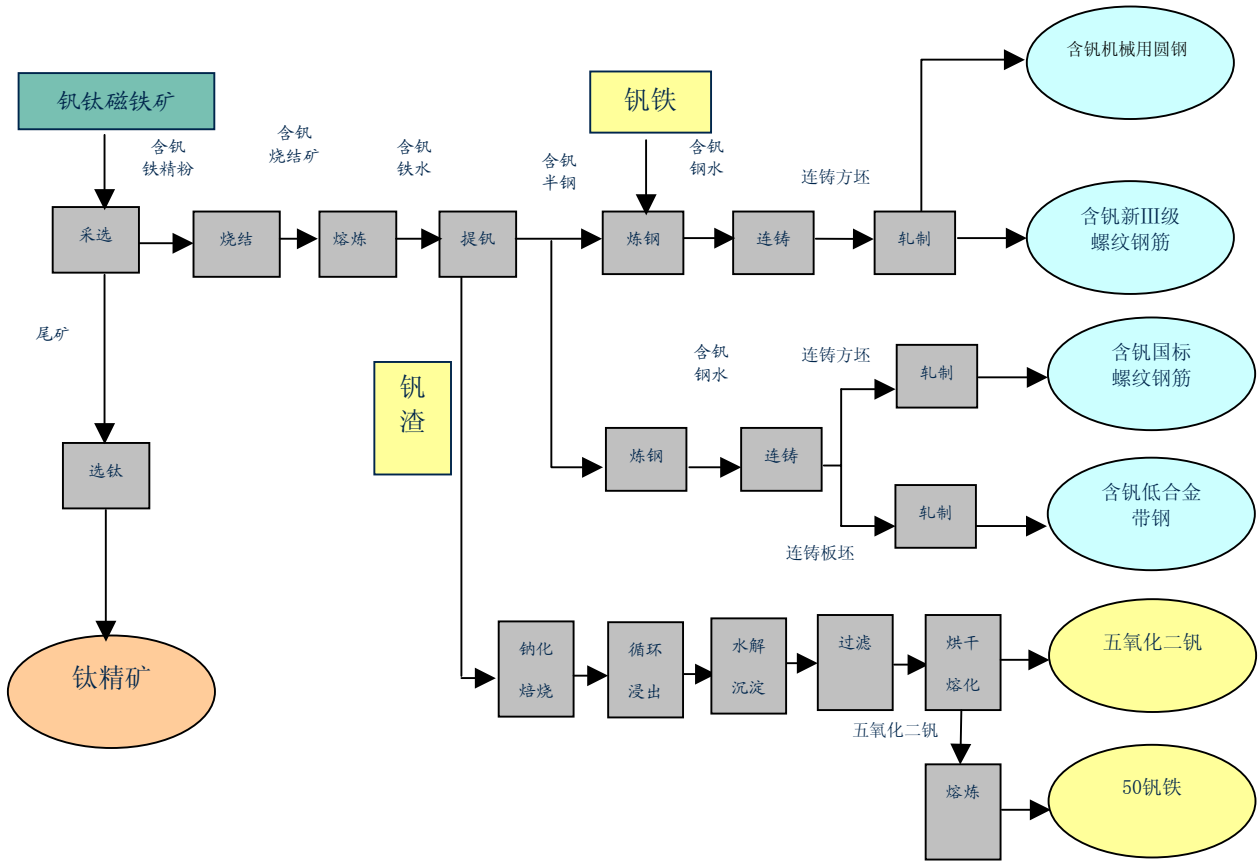


数据来源：国信证券经济研究所

承德钒钛的主要业务为含钒低（微）合金钢系列产品和钒钛系列产品的生产、销售和技术开发，主要产品包括含钒国标螺纹钢、含钒新Ⅲ级螺纹钢、含钒

低合金带钢、含钒机械用圆钢、五氧化二钒(片剂、粉剂)、钒铁合金(50钒铁)、钛精矿等。公司已经形成年产生产铁 250 万吨、含钒螺纹钢 140 万吨、含钒低合金热轧带钢 60 万吨、含钒高速线材 40 万吨、含钒机械用圆钢 30 万吨、五氧化二钒 3600 吨、50 钒铁 1700 吨的综合生产能力。

图 10:G 承钒钛工艺流程



资料来源：国信证券经济研究所

2005 年公司全年生产钒渣 7.62 万吨，同比增长 46%；深加工钒产品(折 V205) 5700.85 吨，同比增长 35%；钛精矿 2.03 万吨。全年生产含钒低合金钢 241.74 万吨，同比增长 14.11%。含钒低合金钢材 233.96 万吨，同比增长 16.25%。其中含钒 II 级螺纹钢 101.43 万吨、新 III 级螺纹钢 35.51 万吨、IV 级螺纹钢 321.59 吨；高速线材 19.81 万吨；圆钢 11.37 万吨；含钒低合金热轧带钢 65.81 万吨。为公司贡献利润最多的是其主营产品中的钒产品，2005 年占主营利润的 70%。

表 1:G 承钒钛近年来产销情况

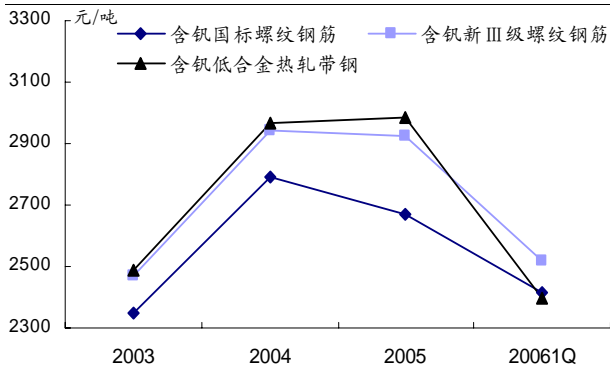
主要产品	2005 年			2004 年			2003 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
含钒国标螺纹钢	140	101.43	100.37	140	82.27	87.10	120	58.36	57.98
含钒新 III 级螺纹钢		35.51	35.29		49.58	47.73		48.72	48.96
含钒低合金热轧带钢	60	65.81	65.91	60	65.37	65.20	50	55.00	55.43
含钒高速线材	40	19.81	19.41						
含钒机械用圆钢	30	11.37	10.69	30	0.36	0.36			
五氧化二钒	0.36	0.35	0.13	0.36	0.42	0.10	0.30	0.30	0.13
50 钒铁	0.17	0.26	0.36	0.17	0.32	0.22	0.15	0.18	0.12

资料来源：公司报告，国信证券经济研究所

### 公司经营分析：钒产品是公司利润的重要增长点

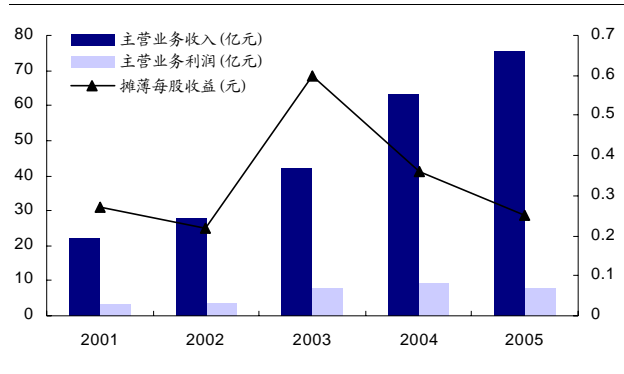
公司自上市以来，主要产品产量逐年递增，伴随主导产品产销两旺，近三年来公司业绩也保持稳定增长。销售收入、净利润等经营指标增速明显加快，近三年复合增长率高达 30% 以上（见图 12）。

图 11：公司主要产品价格走势



数据来源：国信证券经济研究所

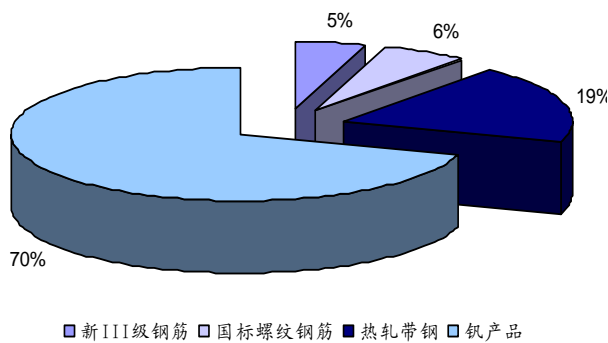
图 12：公司经营状况走势图



数据来源：国信证券经济研究所

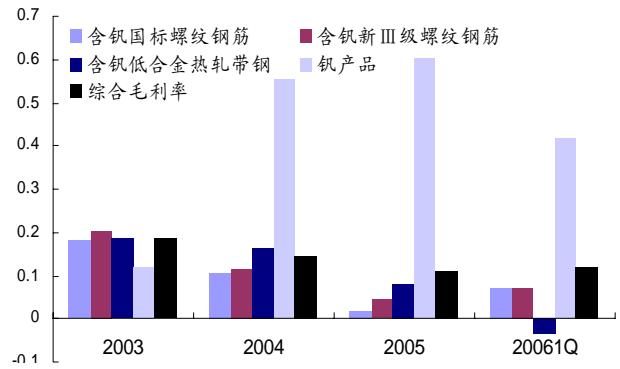
但伴随钢铁行业受宏观调控影响，公司钢铁产品价格呈现出周期性波动的特征，2005 年底，钢材价格大幅下滑（见图 11），钢铁产品的毛利率下降（见图 14）。但公司凭借又一主营钒产品，把握住近年来钒产品需求旺盛、价格大幅上升的机遇，扩大钒产品的产销比例，成功抵御了其他钢铁企业难以避免的钢价下跌风险。钒产品价格受全球经济向好，需求旺盛的影响，从 2003 年开始逐步回升，公司的平均销售价格从 2003 年的 4 万元左右上升到 2004 年的 9 万元左右，2005 年最高涨至 40 万元，随后钒产品价格开始回落。销售价格大幅上涨导致钒产品毛利率大幅提高，2003 年、2004 年、2005 年和 2006 年一季度钒产品毛利率分别达到 12.18%、55.70%、60.36%、42.08%。近年来钒产品的毛利率维持在较高的水平，弥补了公司主要钢铁产品毛利率的下滑，大大稳定了公司的综合毛利率，减少了由于钢材价格的大幅变动而给公司业绩带来的大幅波动。使公司的业绩平稳增长。近年来钒产品市场需求旺盛，钒产品占公司主营业务利润的比重持续上升，2005 年度利润贡献达到 70% 以上（见图 13）。2006 年由于钢材价格的回升，预计公司钒产品的利润贡献在 40% 左右。公司的钒产品日益成为未来公司利润的主要增长点。

图 13: 公司 2005 年各产品主营利润占比



数据来源: 国信证券经济研究所

图 14: 公司主要产品毛利率



数据来源: 国信证券经济研究所

公司的钒产品是由炼钢提钒技术在炼钢过程中生产出钒渣,并以此为原料再生产 V2O5,然后再生产 50 钒铁、80 钒铁和氮化钒等钒产品。2005 年公司生产钒渣 7.62 万吨,按照 20 吨钢可生产 1 吨钒渣和 12.5 吨钒渣生产 1 吨 V2O5,折合 V2O5 的产量可达 0.61 万吨,扣除公司自用的部分,生产钒产品 V2O5 和 50 钒铁折合成 V2O5 产量为 0.57 吨。预计 2006 年公司的钒渣产量较 2005 年有 30% 的增长,可达 10 万吨,折合 V2O5 可达 0.80 万吨,扣除自用后的钒产品折合 V2O5 有 0.75 万吨。2007 年随着公司新建的 1260 立方米高炉和 100 吨级转炉的投产,炼铁造渣和提钒能力增加,钒渣的产量较 2006 年将有 60% 的增长,可达 16 万吨,届时折合 V2O5 的产量可达 1.28 万吨。由于在未来对钒产品需求的增长,和钒产品生产的资源和技术壁垒,预计钒产品的价格将保持在合理的高位。钒产品的毛利率也将保持在较高的水平。从事钒产品生产的承德钒钛和新钢钒来看,钒产品历年来的毛利率也在 40—60% 左右较高的水平上。

表 2: 钒上市公司新钢钒和承德钒钛的钒产品历年来毛利率

	2004年毛利率%	2005年毛利率%	2006年1季度毛利率%
G 承钒钛	55.70	60.36	42.07
G 新钢钒	57.54	36.80	55.82

资料来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

目前在现有上市公司中新钢钒和公司的业务相近。公司与同样拥有钢铁和钒产品业务的新钢钒比较,净资产收益率基本相等,钒产品毛利率明显高于新钢钒,但其钢铁产品是建筑用钢,盈利能力弱于新钢钒的板材产品,因而公司综合毛利率指标低于新钢钒。但公司钒产品的盈利能力好于新钢钒,对利润贡献比重 70% 大大高于新钢钒 20% 左右。因此,承德钒钛比新钢钒更具有有色金属公司的属性。

## 公司竞争优势

### 得天独厚的资源优势

承德地区丰富的钒钛磁铁矿资源是公司的最大竞争优势。根据河北省承德市国土资源局提供的《承德市矿产资源开发重点及方向》和河北省地质矿产开发局

提供的《河北省超低品位铁矿（承德地区）调查报告》统计，承德地区高铁品位钒钛磁铁矿（铁含量大于 30%，五氧化二钒含量大于 0.7%，二氧化钛含量大于 7.2%）已探明储量 2.6 亿吨，其中保有储量 2.2 亿吨；低铁品位钒钛磁铁矿（铁含量大于 10%，五氧化二钒含量大于 0.13%，二氧化钛含量大于 2.46%）远景资源储量 45 亿吨，已详细勘查确定的储量为 29.6 亿吨。承德地区低铁品位钒钛磁铁矿埋藏浅、易采、易磨、可选性好、开采成本低，为大规模开发利用创造了有利条件。

### 行业领先的技术优势

本公司是我国完成资源综合利用产业化的先导企业。1965 年钒钛磁铁矿高炉冶炼技术的世界性难题终于在本公司的前身承德钢铁公司成功攻克。该项技术于 1979 年获得“国家科技发明一等奖”。该技术经过不断的创新，目前仍处于世界领先水平，国内只有本公司和攀钢集团等少数企业掌握。此外，公司还拥有顶底侧复吹转炉提钒技术、以自产钒渣为原料加工生产五氧化二钒技术以及钒氮合金、钒铁合金等钒产品。深加工技术。目前公司拥有国家级专利技术 19 项。钒钛磁铁矿综合利用行业属于资源依赖和技术依赖型行业。我国钒钛磁铁矿资源主要集中在河北承德和四川攀枝花地区；在钒的整个提取生产过程中具有多项技术诀窍，包括钒钛磁铁矿烧结和高炉冶炼技术、顶底侧复吹转炉提钒技术、钒渣直接合金化技术、氧化钒工艺技术和一步法生产氮化钒技术等，需要一大批具有丰富实践经验的技术人员。这些因素均构成了进入本行业的主要堡垒。

### 相得益彰的差异化优势

公司依托钒钛资源优势，实施产业差异化战略，形成了不同于普通钢铁企业的涵盖含钒低（微）合金钢行业和钒、钛行业的跨行业产业布局，具有明显的产业差异化优势。根据钒钛生产的工艺特点，钢产量增长的同时，钒钛产品也将随之增长，目前，公司每生产 100 吨钢，可产出 4-5 吨钒渣；12.5 吨钒渣又可生产出 1 吨五氧化二钒(V<sub>2</sub>O<sub>5</sub>)。公司可以通过调整不同产业的产品结构来避免因个别产品价格波动对公司的不利影响，保持公司的盈利能力和市场竞争力。2005 年受国家宏观经济调控的影响，钢材价格大幅下跌，导致很多钢铁企业效益下滑甚至亏损，但承德钒钛凭借钒产品特殊的利润贡献，不仅利润未下降，还同比出现增长，显现出明显的差异化优势。

### 国家认证的产品质量优势

从 1991 年到 2001 年公司连续三届荣获中国质量协会、冶金质量协会评选的“产品质量、服务质量双十佳企业”；1995 年以来，公司连续多年获得“冶金产品实物质量金杯奖”；1995 年和 2003 年分别通过 ISO9002 和 ISO9001 标准质量体系认证；2001 年被国家技术质量监督局认定为“全国首批质量免检产品生产企业”；2002 年公司被中国质量协会授予“全国行业质量示范企业”和“全国行业质量诚信示范企业”；2003 年被中国企业信用协会评为“中国产品质量放心用户满意十佳诚信企业”。近期公司又被评为“全国首批钢筋混凝土用热轧带肋钢筋免检产品质量十佳企业”。

目前，在钒钛资源综合利用方面，承德钒钛具有国内领先水平。公司具有钒

钛资源综合开发与应用的丰富经验，经过多年攻关，公司已经掌握了利用低品位钒钛磁铁矿回收钒钛的先进技术，拥有一批钒钛产品生产的专有技术，形成了钒钛资源综合利用的资源优势、技术优势和生产优势，具备规模化、产业化发展的核心竞争力，是我国钒钛产品生产的重要基地。

## 公司前景展望

### 公司的发展战略——钢钒并举，志在钒钛

公司作为我国钒钛资源综合利用产业的发祥地和钒钛产业化的先导者，多年来在科学发展观的指引下，一直倡导“资源综合利用”的理念，秉承“资源有限、创造无限、综合利用、持续发展”的经营宗旨，不断提高钒钛磁铁矿资源综合利用水平和产品的技术含量。尤其是2002年公司股票的成功上市，为公司提供了新的发展契机。为进一步巩固公司在我国钒钛产业的领先地位，公司提出了“钒钛资源综合利用三级梯度开发”的发展战略（见表3）。

表3：“钒钛资源综合利用三级梯度开发”的发展战略

		钒钛产品开发规划	完成时间
一级开发	钢	含钒低（微）合金带钢、新III级螺纹钢、含钒一级抗震钢筋、非调质钢、锚链钢、圆环链钢	2004~2006年
	钒	五氧化二钒、50钒铁、80钒铁、氮化钒、硫酸氧钒、偏钒酸铵	
二级开发	钢 钒	含钒低（微）合金优质钢材、VI、V级螺纹钢 三氧化二钒、高纯金属钒	2007年
三级开发	钒，钛	钒电池用高端钒产品，钛渣综合利用及深加工产品开发	2010年

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

### 募集资金投向——发展钒钛产业

公司此次增发约22000万股，募集资金近9亿元。将投资于“钒钛资源综合利用技改项目”，涉及炼铁、提钒炼钢、氧化钒生产、80钒铁生产、氮化钒生产五个连续生产工序：将现有300立方米级高炉改建为一座1260立方米高炉；将现有30吨提钒转炉改建为100吨提钒转炉；扩建2500吨/年氧化钒生产线；新建1800吨/年80钒铁生产线；新建2000吨/年氮化钒生产线。

募集资金运用项目建成后，公司可新增优质含钒低（微）合金钢47.6万吨/年；钒渣7.2万吨/年；新增氧化钒0.6万吨/年；钒产品品种由原来的两种（氧化钒、50钒铁）增加到四种（增加了80钒铁和氮化钒）。

项目完成后，公司将增加提钒能力6000吨/年（以五氧化二钒计），基本能够实现全量提钒，可利用钒钛铁精矿360万吨/年，公司通过增发项目的实施，以钒钛资源综合利用为核心，逐步实现“钒钛资源综合利用三级梯度开发”的发展战略，实现公司产品结构的调整和升级，降低各项物质消耗，实现可持续发展，使公司成为在中国含钒低（微）合金钢行业、钒钛行业的重要产业基地。

### 实现整体上市，促钒钛作大做强

公司的控股股东承钢集团，经过主辅分离，目前仅拥有三块盈利资产——矿

山、焦化和运输,根据公司治理优化的需要,整体上市是发展之必然。还有,公司最终控制人的变更,其控股股东融入唐钢集团,使公司的发展摆脱了产业政策对 500 万吨规模以下企业的条件限制,企业将有更多自主发展的余地。而且从唐钢集团的角度,两家上市公司唐钢股份和承德钒钛将有不同的发展战略侧重点,唐钢股份以发展板线结合的高档次钢材为主;承德钒钛充分发挥钒钛的资源优势,依托钢铁生产重点发展钒钛产品和含钒高附加值热轧板材。公司未来整体上市后,在资金和技术等方面将会获得唐钢集团的大力支持。

### 钛业的开发利用将拓展公司的发展空间

由于矿产资源中钛与钒共存,造成选别较难,技术复杂,目前只有 10% 的资源利用率,有 54% 的资源进入高炉渣,其余的流入尾矿,难以开发,从某种意义上讲,钛资源优势仅是储量方面的潜在优势,而非经济运行优势。因此,公司在提取钛并用钛生产氯化法钛白粉,用于造纸、涂料等产品仍有较大的潜力可挖,未来公司在钛业的发展上存在较大的空间。通过一定的技术攻关,钛产品将成为公司的又一储备性未开发的处女地。承德钒钛是我国钛资源的重要原料基地之一。根据公司的“钒钛资源综合利用三级开发”战略,公司现阶段钛产业的开发还处于起步阶段,重点在于钛精矿的资源储备以及钛黄粉、纳米二氧化钛和钛合金材料的技术储备,为下一步生产钛产品奠定基础。

## 公司投资价值分析

### 未来两年公司盈利水平预测

根据公司的经营状况分析,由于钢铁行业的快速发展,钢铁产能已出现阶段性过剩,导致钢材价格逐渐下降,从而使公司的利润结构逐渐从钢铁业向钒业转移,2005 年为公司贡献利润最多的是其主营产品中的钒产品,已占公司主营利润的 70%。根据公司的差异化发展规划和战略定位,钒产品将逐渐占据未来几年公司利润的主导地位。

### 2006 年公司的业绩将同比增长 40%, 每股收益为 0.36 元。

2006 年公司的技改项目陆续投产达产,主要产品的产销量将继续有所增长,钒渣产量也将有 30% 的增长,可达 10 万吨,折合 V2O5 可达 0.80 万吨;钢材产量将增长 30%,达到 340 万吨;钢材价格按总体趋势约低于 2005 年 5% 左右计算,钒产品价格 V2O5 按 12 万元/吨估算(2005 年公司钒产品的销售均价是 21.65 万元/吨),公司 2006 年主营收入可达 89 亿元,净利润可达 3.5 亿元,增发 2.2 亿股后,全面摊薄每股收益 0.36 元。

### 2007 年公司业绩将继续增长 40%, 每股收益可达 0.50 元。

2007 年随着公司新建 1260 立方米高炉和 100 吨转炉投产,将增加钢 100 多万吨,钒渣的产量较 2006 年将有 60% 的增长,可达 16 万吨,增加五氧化二钒 4000 吨,钒产品折合 V2O5 达到 1.2 万吨,而且钒产品的高端产品 80 钒钛和氮化钒将投产。预计 2007 年主营收入可达 130 亿元,净利润较 2006 年继续将有 40% 的增长达 4.9 亿元,全面摊薄每股收益为 0.50 元。

2008年随着新建高炉和转炉的达产，公司基本具备400万吨钢的生产能力，造渣和提钒能力还将有进一步的提高，公司可具备20万吨钒渣的生产能力，而且公司钒产品的产品结构将得到进一步提升，新的更高效节能的钒产品品种80钒铁和氮化钒产品将批量生产，提高公司钒产品的毛利率。

公司未来3—5年的钢产量规模将达到500—800万吨，届时公司将具备钒产品2—3吨的生产能力，钒产品的完全成本在5万元/吨左右，目前销售价格在12万元/吨左右，钒产品将为公司贡献240—460亿元的销售收入，贡献14—21亿的主营利润，为公司提供9亿元以上的净利润。预计公司2006—2010年五年净利润的复合增长率在60%以上。如果考虑公司未来的钒产业的发展，将有更

**表 4: 公司的经营情况及预测**

单位: 万元, 万吨

年份	2005	2006	2007
钒渣	7.62	10	16
五氧化二钒	0.61	0.8	1.2
主营业务收入	751527.40	892871	130000
主营业务利润	79539.53	98216	18600
净利润	19396.06	35304.	49000

资料来源: 国信证券经济研究所

大的成长空间。

**表 5: 近年来公司的盈利情况及预测**

年份	2003	2004	2005	2006	2007
每股收益(元)	0.62	0.36	0.25	0.36	0.50
市净率	/	/	/	1.54	1.30
市盈率	/	/	/	12.47	8.98

资料来源: 国信证券经济研究所(注: 按7月14日收盘价4.49元计算(估计增发价格20日均价较4.49元的收盘价有5%左右的折扣), 2006和2007年每股收益是增发2.2亿股后全面摊薄。)

在06年钢铁行业效益普遍下滑的背景下，钢铁上市公司中期业绩同比下降平均在40%左右，而承德钒钛中期业绩快报显示每股收益0.21元，同比增长16.67%，这是除G鞍钢整体上市业绩增长之外的唯一一家业绩同比增长的公司，从而显示了公司盈利能力大大好于一般钢铁上市公司的特征，也是公司的主营业务结构不同于一般的钢铁上市公司差异化的佐证。根据盈利预测分析，公司2006和2007年的每股收益将分别为0.36和0.50元(增发后全面摊薄)，按7月14日收盘价4.49元计算，2006和2007年的动态市净率分别为1.54和1.30倍；动态市盈率分别为12.47和8.98倍。

### 估值比较分析: 对钒产品的主营地位应重新估值

由公司的业务结构和盈利模式决定，公司的市场定位不能仅限于钢铁公司，而是和有色一体化加工企业有类似的业务。因此，对于公司的估值应结合两类公司的估值水平综合确定。

从表6同类钢铁公司估值比较来看，公司基本处于价值的上端，相对于一般意义的钢铁股市场对其有一定的溢价，但仍在钢铁股的合理估值范围内。

**表 6: 钢铁行业重点上市公司估值指标 (7 月 14 日股价)**

证券代码	证券简称	收盘价	061q 净资产	06EPS	PE	PB
000717	G 韶钢	3.06	3.73	0.4	7.65	0.82
600126	G 杭钢	3.69	4.96	0.36	10.25	0.74
600569	G 安钢	2.26	3.00	0.2	11.30	0.75
600581	G 八一	2.84	3.97	0.2	14.20	0.72
600117	G 西钢	4.37	2.92	0.42	10.40	1.50
000629	G 新钢钒	3.38	4.76	0.5	6.76	0.71
600231	G 凌钢	3.61	4.677	0.53	6.81	0.77
600357	G 承钒钛	4.49	2.58	0.36	12.47	1.74

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

从表 7 类似有色公司估值比较来看, 公司的估值水平处于低端, 而公司的主要业务之一钒产品业务, 很类似于一体化加工的有色公司的业务, 公司合理的估值水平应该处于有色上市公司的中端。

**表 7: 有色行业重点上市公司估值指标 (7 月 14 日股价)**

证券代码	证券简称	收盘价	061q 净资产	06EPS	PE	PB
000060	G 中金	13.79	3.59	1.6	8.62	3.84
000831	G 关铝	5.65	2.93	0.41	13.78	1.93
600219	G 南山	5.91	4.37	0.25	23.64	1.35
600331	G 宏达	16.96	2.53	1.8	9.42	6.70
600456	G 宝钛	43.28	4.32	1.6	27.05	10.02
600888	G 众和	27.46	4.25	0.89	30.85	6.46
600357	G 承钒钛	4.49	2.58	0.36	12.47	1.74

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

### 投资建议

承德钒钛在业绩稳健增长的同时, 也十分注重股东回报。公司 IPO 上市后三年分红额高达 2.85 亿元, 公司因此入选上证红利指数成份股。

对公司的合理估值应结合钢铁公司和有色公司的估值进行综合的估值。由于钢铁上市公司估值被普遍低估, 有色公司估值也尚在合理范围内, 公司的估值还有一定的提升空间。鉴于公司的主营业务结构和盈利模式有别于通常意义上的钢铁企业, 又具有金属行业的特征, 加上公司在钒钛领域具有的优势及其战略地位, 认为其合理市盈率应在 13—15 倍之间。因此, 给予公司“推荐”评级。

### 风险提示

钢铁行业的调整, 钢材价格的波动对公司的业绩有影响; 钒产品是一种国际定价的产品, 影响其价格的因素较多, 价格波动的风险较大, 对公司的业绩有较大的影响。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

#### 免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登

