

# 盛世企业有限公司

2010年3月24日

推介报告

## 掘金于钒

### 总结:

我们对盛世企业有限公司（盛世）进行分析，把它应有的内在价值定为 **S\$0.025**，意味着比现有市价 **S\$0.015** 高出 **67%**。作为新加坡交易所挂牌的唯一钒资源运营商，盛世向投资者提供了一个独特的投资选择。

钒是一种合金添加剂，用以加强钢铁的性能。中国现有每吨钢铁的钒使用率低于美国的一半。我们认为，由于（1）政府鼓励采用高质量钢材产品的政策和（2）市场对精良钢材需求的增长，中国正趋向加大钒在钢铁中的使用比率。

盛世的钢铁业务是与四川川威集团有限公司（川威）紧密联系在一起的。作为四川最大的民营钢铁企业，川威拥有规模与成本优势及原材料保障。盛世从川威的威远钢铁有限公司（威远）获得原材料，而后者则从中国钒钛磁铁矿业有限公司（中国铁钛）购买铁矿石。

盛世现在中国铁钛，威远和内江市博威燃化有限公司（博威）拥有有效股权。按照 2010 年 3 月 23 日最后交易价每股 4.88 港元计算，盛世在中国铁钛的权益价值为 1.67 亿新元。我们相信，盛世希望把其他投资有如中国铁钛去年般成功运作上市。中国正在调整其钢铁行业。我们相信，假以时日，十大钢铁厂商将渐渐地收购健全的钢铁企业。在一个业者缩减的情况下，这些钢铁企业的溢价将持续上升。（加大持有：应有内在价值 **S\$0.025**）

## 加大持有

应有内在价值 **S\$0.025**  
日前闭市价 **S\$0.015**

### 主要业务

盛世企业有限公司从事钢铁与钒产品在中国的制造和销售业务，在香港上市的中国钒钛磁铁矿业有限公司和中国的其他钢铁企业有间接持股权益。

### 主要财务数据

(财政年度: 12月31日)	FY08	FY09	FY10F
单位: 百万新元			
营业收入	10.5	133.8	207.2
经营利润	-3.9	11.5	16.9
经调整净利润*	1.1	9.1	13.5
调整后每股盈利 (新币分)*	0.01	0.07	0.08

\*调整剔除了 2009 财政年度计为 2,620 万新元的一次性公允价值增值部分。  
来源: SIAS Research 预测

### 主要比率 (2010 财政年度预测)

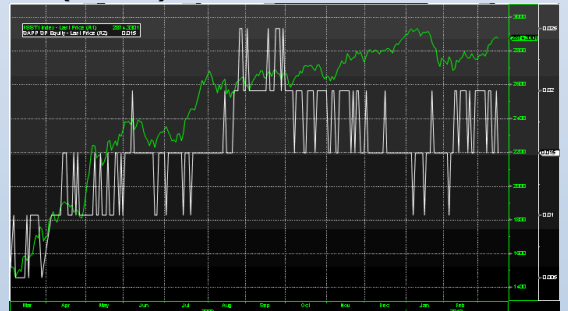
市盈率	18.1
市帐率	1.1
资产回报率	6.6%
资本回报率	6.2%
负债与股本比率	2.9%
流动比率	2.3

来源: SIAS Research 预测

### 股指价格图示

青色 (海峡时报股指)

白色 (盛世股价)



来源: 彭博

52 周高-低 **S\$0.025/S\$0.005**  
股票数量 **15,819 m**  
市值 **S\$237.3m**

### SIAS Research

[admin@siasresearch.com](mailto:admin@siasresearch.com)  
Tel: 6227 2107

## 钒的前景展望

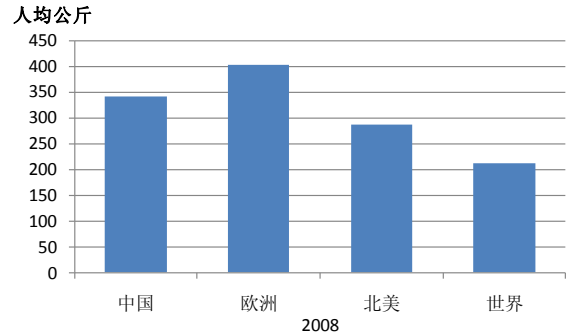
以我们对资源产业的研究（资源工业展望-礼上往来，私相授受，2010年3月24日），我们已经认定几种中国极需的资源商品，包括钒-一种被用于强化钢材的合金添加物。

**滞后的钒使用率：**现今，中国的人均钢铁消费量已轻易地超过了世界平均水平。中国每人消费了340公斤毛钢，高于212公斤的世界平均水平。可是，中国的钒使用比率却落后于国际同业。我们估计，中国在2009年每吨钢的钒使用量增长了50%至0.038公斤，比全球平均用量的0.05公斤低24%。更低于北美的现有消费用量的一半。可见钒的需求量在中国有着相当大的成长空间。

**陈旧的生产技术是主因：**中国钢铁行业高度分散，其60%的产量出自于500家未经批准的钢铁企业。中国的钢铁产业的钒使用之弱皆因其大部分企业仍使用陈旧技术，这导致全国各地生产的质量各异。随着政府加强产业调整的努力，愈来愈多的企业抓紧进行技术更新，国家将会生产像高钒合金那样的高质量钢铁产品。

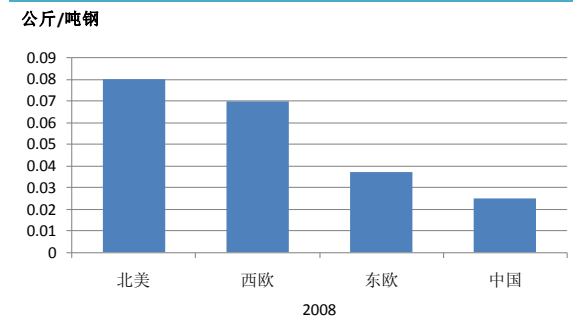
**钢材使用趋于精良：**钒通常被使用去生产高强度或轻量化的钢铁产品。随着中国经济发展，其产业将趋向技术深化，导致更多多样化而又专业化的钢铁产品需求，因而也引起钒需求量的增加。中国政府已然定下目标，加大关键钢材产品种类的自给率，力求在2011年前使国内需求可由本地生产供应至少90%。例如，中国的高速铁路网络需要强度高达500MPa钢条，而非通常用于建筑的335到400MPa钢筋强度。

图一：人均毛钢消费量



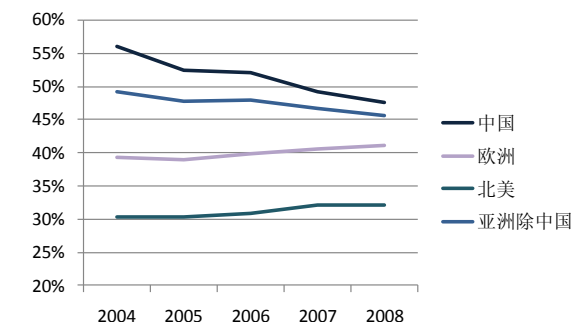
来源：World Steel Association

图二：每吨钢铁的钒使用比率



来源：Stratcor

图三：热压长钢产品  
(长钢产品和平钢产品的%)



中国比其他国家生产较多地长钢品。发达国家一般上着重于生产用来制昭消费耐用品的平钢品。

来源：World Steel Association, SIAS Research 预测

在 2009 年 3 月，政府提出要在 2011 年前将市场上 60%所使用的钢筋强度达到 400MPa 以上。而 400MPa 强度的钢筋相比较低等级材料需多加 25%至 75%的钒含量。再如美国和德国这样的发达市场，335MPa 强度的钢筋几乎不再使用。我们预料，中国的钢铁消费模式将在未来的五年内与欧美等发达国家相若，因为中国政府已经把产业发展重点从产量转移到质量上来了。

**走向资源有效使用之路：**愈来愈多的用户也懂得使用高强度钢材去获得成本节省。这意味着钒强化钢材的需求更为殷切。运用到汽车工业，高强度钢材可减少汽车重量的 40%之多，大大增加了燃油的使用效率。

以下的例子（图六）估算出建筑业者可从高强度钢筋的使用可产生多大的节省。须注意，即便钢材数量因此而减少了使用，但钒的使用量仍继续增加。

#### 图六：假设举例

假设一个建筑项目需要一吨的钢筋，需含 0.04%的钒。

转用较高强度钢材会产生如下结果：

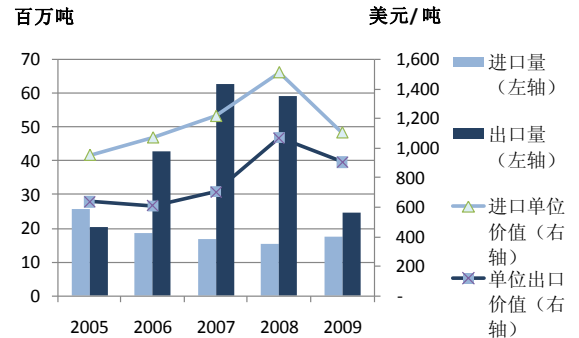
要求条件	仅用 400MPa 钢筋	仅用 500MPa 钢筋
所要求的钢材吨数量 (节省)	0.84 吨 (16%)	0.72 吨 (28%)
预计钒含量	0.06% - 0.083%	0.10% - 0.15%
所增加钒用量 (钢材吨数量 x 钒含量 - 0.04%)	0.01% - 0.03%	0.032% - 0.068%
钒用量的百分比增加	25% - 75%	80% - 170%

每 100MPa 的增强价差约为基本价格的 7%-10%，因而每吨节省成本大于强化钢筋的成本增幅。

实际所需钒用量取决于生产过程的应用技术和氮水平，氮水平越高，所需钒用量就越少，故此存在一定适用范围

来源：SIAS Research 预测, Stratcor, Vanitec.org

#### 图四：中国的进出口统计



来源：中华人民共和国国家统计局, SIAS Research 预测

#### 图五：使用钒相对于其他替代品的几个好处

- 一) 较高可铸性，不易支裂。
- 二) 进一步加工时温度需求较低。
- 三) 加入较多合金添加物时，强度将跟着稳定地上升。

来源：Stratcor

**市场看好:** 要赶上西方的标准, 我们预计中国要在接下的两年较现在多生产 **48%** 的钒, 相等于增产 **24,000** 吨钒。钒以氧化片形态可每吨卖 **100,000** 元人民币, 计为 **24** 亿元的增量产值。这可是一个相当大的金额, 因为这个产业在中国就只有两家主要竞争对手, 而他们的产量竟占整个市场的 **60%**。

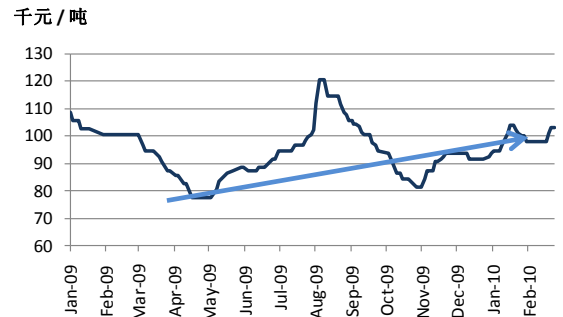
**供应紧缩:** 此外, 中国的钒供应状况预料将持续紧张。由小厂家从石煤中提取钒的这部分产量仍在行业中占去相当大份量。有报告估计, 这类小厂数以百计, 多用传统方法, 会释放高氯废气污染。随着中国日益重视加强环保, 许多这样的厂家势必关闭。这又产生了其他大厂的扩张空间。去年 **10** 月, 辽宁省就关闭或停止了多于 **40** 家钢铁厂的运营, 以控制污染排放。

这些产业因素的汇集, 造至钒处于一个供应短缺而需求增大的有利局面。由此, 我们对盛世加以研究推介。盛世也是新加坡唯一的钒业上市公司。

### 盛世企业有限公司

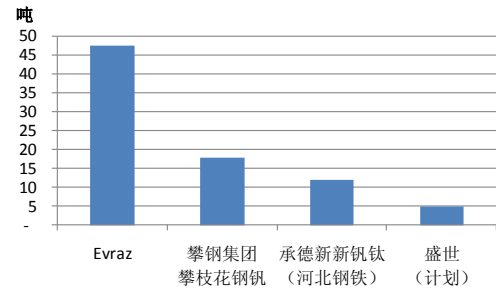
盛世现有 **3,500** 吨钒化物的年产能, 准备到 **2010** 年把产能加大为 **5,000** 吨五氧化二钒, 到 **2011** 年增加 **3,000** 吨钒铁的产能。若成功, 其产能就轻易地进入中国的首 **5** 名五氧化二钒厂商。五氧化二钒可与铁混为钒铁, 用作钢材的添加物。通过一系列的战略投资, 盛世已在这些年把自己从负债亏损的建筑公司转型为一家盈利的中国四川的主要钢铁企业, 并在多家关联实体拥有重大股权, 构成从铁矿到工厂的完整价值产业链。

图七: 98%五氧化二钒 片料价格



来源: 彭博

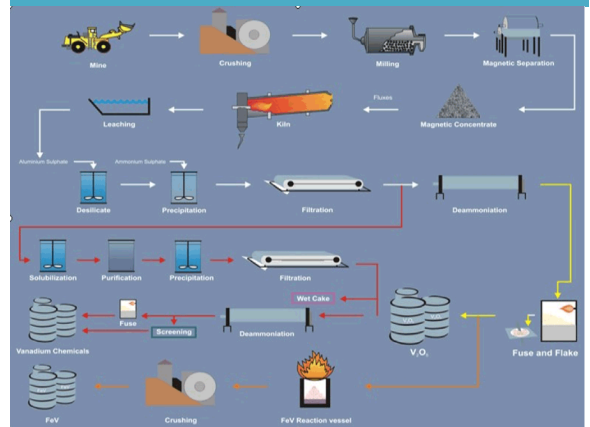
图八: 五氧化二钒生产量



Evraz 是世界最大的五氧化二钒厂商, 攀钢则排世界第三, 但它的生产量在国内排第一。

来源: SIAS Research 预测, 各媒体报道

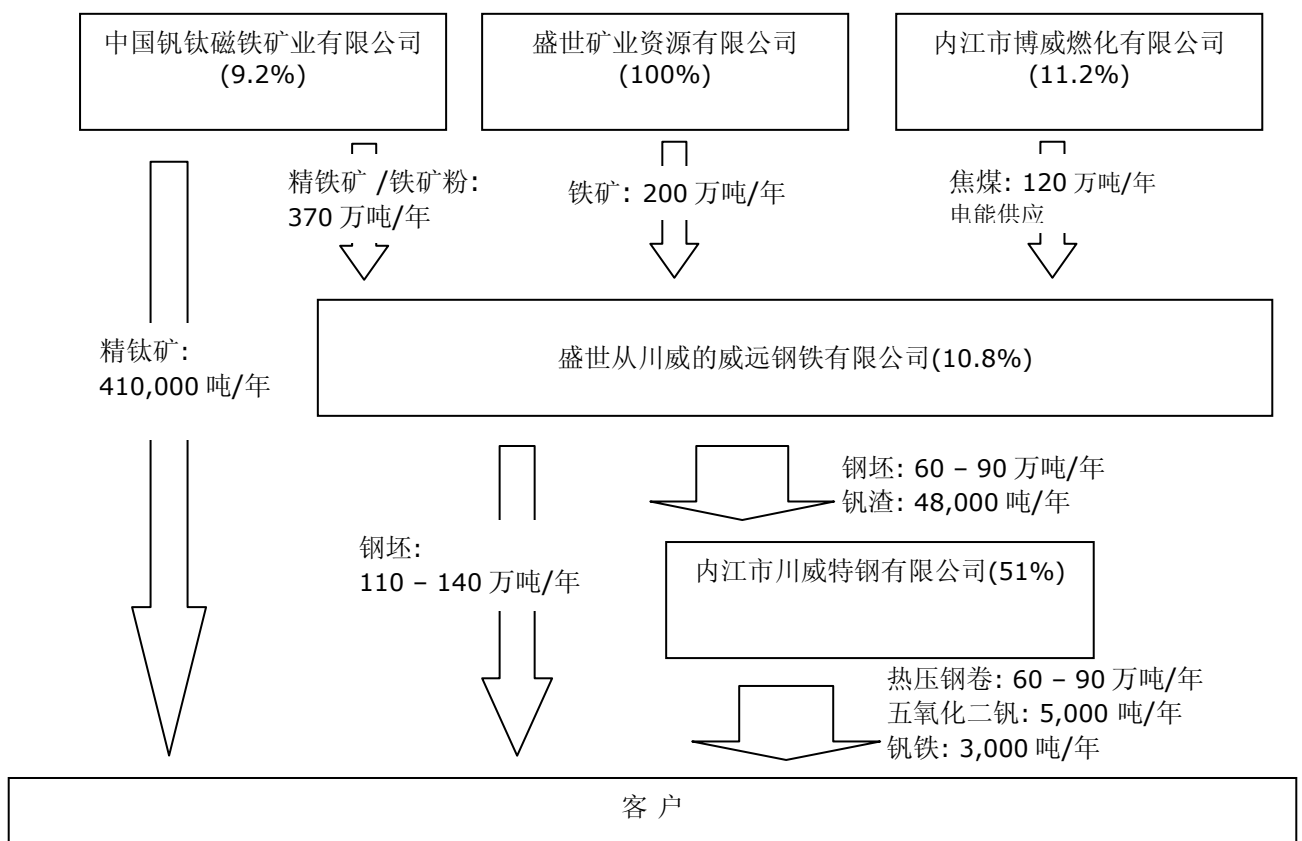
图九: 典型的钒加工流程图



来源: Xstrata

盛世在 2007 年与四川的一个当地大型钢铁企业，川威集团有限公司（川威）建成合作伙伴，后者慷慨地把集团多家子公司的海外控股公司-河床国际由有限公司（合创）注入盛世，让盛世持有合创 19.6% 的有效股权（过后在 2009 年缩减为 16%）。接着由盛世成立了盛世矿业资源有限公司（盛世资源），为合创及其他内地钢铁公司供应原材料。与此同时，盛世收购了川威旗下的内江市川威特钢有限公司（特钢）的控股股份。由此，盛世从新加坡控制了特钢和盛世资源，川威则继续管理其他的钢铁制造业务。为确保特钢管理完好，盛世派出财务总监去监督特钢的运营。川威是中国 500 强企业之一，也是四川最大的民营钢铁综合企业。

图十：集团产业链和估计产品流通模式



以上数据根据现有和计划产能或订单估计，但不反映从投入到最终产品产出的实际转换。当数据不被提供时，相应作出估计。盛世矿业资源私人有限公司也供应矿产品给其他钢铁业者。有效股权以括号标示。

来源：盛世，中国铁钛，SIAS Research 预测

## 热压钢卷

除了钒化物，特钢还生产厚达 1.2 毫米至 20 毫米，宽 430 毫米至 862 毫米的热压钢卷。这种带状钢卷通常用作汽车制造，家用电器，管道和建筑方面。总的来说，基于对宏观经济前景的综观结果，我们对特钢的热压钢卷业务持审慎乐观看法。

从近期来看，特钢将会继续受益于汶川县 08 年地震的灾后重建。2009 年的重建投资预算为 3,350 亿人民币。政府今年的生产总值增长目标是 8%，固定资产投资增长则为 20%，与 2009 年一样。这使到中国钢铁工业协会预测 2010 年钢铁消费将增长 6,000 万吨或 11%。

我们注意到，特钢的热压钢卷相比其同行颇具竞争能力。这主要在于所提供的尺寸范围。特钢而且可受用中国铁钛的矿产供应，如钛氧化物，得益于新产品发展之利，如钛钢。我们认为，相比热压钢卷，钒加工业务按其产能扩展将会成为特钢的主要增长来源。

## 特钢在钢铁业内的优势

中国钢铁业以往不时受困于不是原材料短缺就是供过于求的问题，而特钢相对同行却能拥有以下几个方面优势：

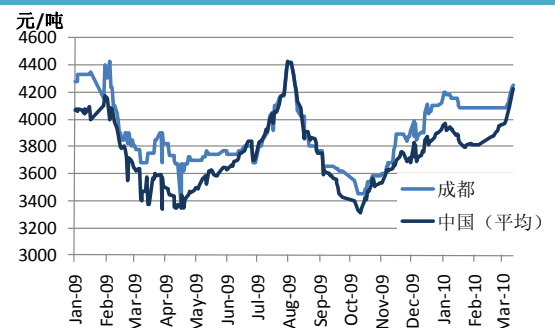
- (a) 特钢已在中国建立了川威产品的市场品牌。至今，盛世与其关联公司已分别在四川和重庆占有 61% 和 86% 的市场份额。由于地理环境使然，四川的公路系统相对发展较落后，高运输成本影响了低值原料产品入川，形成四川钢铁产品抗衡外来输入产品的某种基本底价。

图十一：四川省



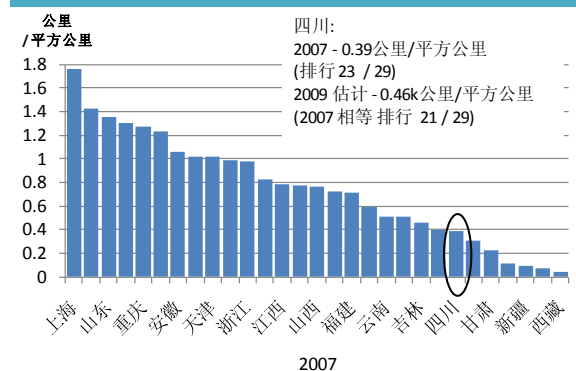
Source: chinaodysseytours.com

图十二：热压薄钢板价格



来源：彭博

图十三：公路密集度



- (b) 特钢拥有来自中国铁钛和威远的稳定原料来源。进而分析，任何进价提升也会相应转化为盛世分别拥有 9.2%和 10.8%的中国铁钛和威远的利润，收益于某种成本膨胀效应。
- (c) 特钢享有来自完整加工链条的成本效益。特钢直接从邻接的威远获取钢坯，结合其经济规模而缩减的运输成本和其他效率因素看，特钢具有不容忽略的成本优势。

### 投资活动

从中国铁钛在香港上市而入帐 2,620 万新元溢利后，我们相信，盛世正憧憬于进一步获取投资盈利。回顾 2004 年，盛世不得不发行多于当时已有股票之 16 倍的新股去偿还大约 1 亿新元的债务，免去公司结业之虞。董事会和管理层决定积极开发新的发展机会。

及至 2010 年，我们看到盛世在川威子公司的投资收获颇丰。为改进产业竞争力，中国政府正努力在小型钢铁企业中重整出三到五家年产 5,000 万顿的大型企业和若干年产 1,000 万到 3,000 万吨的省级中型企业。这相比 500 家之多钢铁厂的现有格局大相径庭。我们认为，这并购所伴随的业者缩减趋势将会渐渐地提高钢业公司收购溢价。

可以预见，再次上市将把威远和博威的价值加以释放，从而提高其收购成本。博威主要向威远提供用电和焦煤，经营单一。而威远作为川威集团中的钢铁骨干企业，是更具吸引力的上市实体。

图十四：铁矿石价格  
(3 年图表)



来源：彭博

图十五：中国铁钛上市以来价格走势



来源：彭博

图十六：董事会

董事会	任职日期
陈英樑先生（主席）	2001 年 11 月
张青贵先生（总裁）	1985 年 11 月
符师鋈先生（执行董事）	1990 年 02 月 连任 2007 年 04 月
陈金安先生（独立兼非执行董事）	1999 年 10 月 连任 2008 年 04 月
魏建平先生（独立兼非执行董事）	2008 年 09 月
段兵先生*	2009 年 06 月
杨健先生*	2009 年 07 月
莫志国先生*	2009 年 07 月

\*非独立兼非执行董事

来源：盛世

如果实现这一上市，以我们对其 6,880 万新元股权的估价，盛世也许再次斩获高达 3,280 万新元的一次性资本溢值。此外，我们胆敢推测，盛世甚或通过债务与股权的混合资金安排，收购威远的控制股份，作为上市的另一仅有通道。这将会在短期内摊薄了股东价值，但却给予现有股东去获取威远未来利润的更大份额。目前盛世账上并无庞大负债。我们不好计算和评价这一可能的后门上市之效应，以示慎重。

图十七：攀枝花新钢铁钒公司  
(6 个月价格显示图)



来源：彭博

图十八：威远和博威的估价

同行比例	市帐率	负债与股本比率 (%)	资本回报率 (%)
武汉钢铁股份有限公司	1.96	105	19.4
攀枝花新钢铁钒股份有限公司	3.20	72	-3.9
山西太钢不锈钢股份有限公司	2.30	166	6.6
河北钢铁股份有限公司	1.62	145	15.0
马鞍山钢铁股份有限公司	1.22	85	2.9
复星国际	1.57	137	6.7
甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	2.82	42	1.0
内蒙古包钢钢联股份有限公司	2.01	108	6.5
本钢板材股份有限公司	0.68	45	1.0
柳州钢铁股份有限公司	3.91	142	0.3
总平均	2.13	105	5.5
	百万新币		
盛世投资于联营公司的账面价值	98.5		
除			
中国铁钛账面价值 (2009年6月)	23.1		
2009 下半年来自联营公司的利润分享	30.7	主要来自于中国铁钛上市运作	
威远与博威的估计账面价值	44.7		
市场价值基于行业平均市帐率	95.2		
调整后的市场价值	85.7	10% 贴现 (市帐率 1.9)	
市场价值			
博威	17.1	假设总数的20%	
威远	68.6	假设总数的80%	
总资本溢值	41.0		
基于博威	8.2		
基于威远	32.8	若实成功上市，将被实现	

来源：SIAS Research 预测，盛世

## 盛世营业收入预测

我们预测，盛世在 2010 财政年度的营收可达 2.072 亿新元，比 2009 财政年度高出 55% 之多。这可归结于 09 年 6 月才收购的特钢今年可获全年进帐，以及钒产品的产能增加可提供增量。毛利润可望从 09 年的 13% 升至 14%，并将会在 2011 财政年度提高到 17%。这是考虑到明年的钒化物价格预期走高和钒铁业务的投产加入。

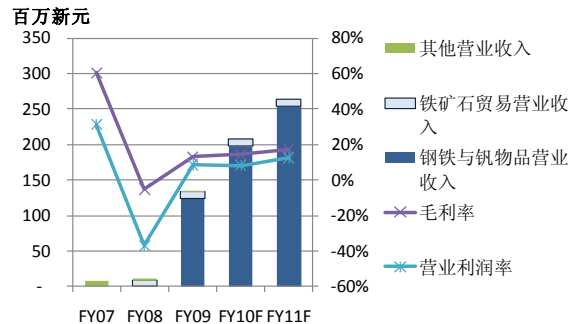
为了只反映盛世的营运表现，我们所预测的未来净利润不包括公平价值的增长，这公平价值转而包括在我们的估价中。排除来自中国铁钛在 09 年上市带出的 2,620 万新元溢利，本年度归于股东净利润预计从上年度的 905 万新元升至 1,350 万新元，年增长率为 49%。我们使用部份核算方法得出盛世的内在应有价值为 0.025 新元，比目前的市场股价高 67%。

根据我们的分析，盛世的投资需留一个 35% 幅度的变异，才会得出 0.005 新元的股价波动。故此，我们对盛世的估价是稳健的。另一方面，原材料每 1% 的降低将会给 2010 财政年度预测带来 0.4% 的盈利增量，相等于 1.6% 的每股价值变动。这里假设 50% 的成本节省利益转移给客户，但排除关联公司的利润份额减少的效应。

## 把钒引进市场

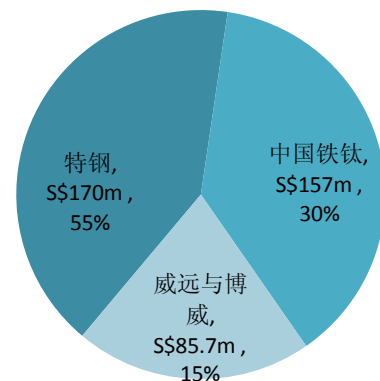
我们认为，盛世的关键投资风险在于（1）民营博威和威远的财务透明度较弱；（2）铁矿石和钢铁产品的市场价格波动。无论如何，我们已经给予威远和博威一个 10% 的安全变异系数，以求谨慎。所计算得出的 1.9 倍市帐比率低于行业平均比率 2.13 倍。我们的估算已经是保守了。

图十九：综合营业收入



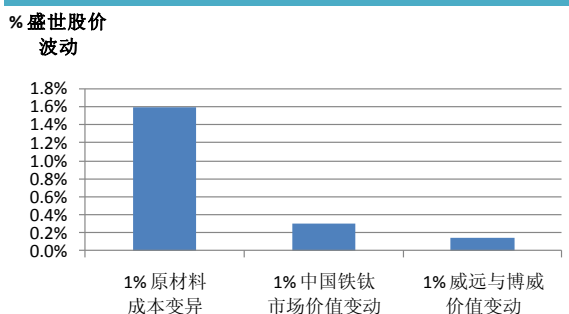
来源：SIAS Research 预测，盛世

图二十：估价明细



来源：SIAS Research 预测

图二十一：敏感分析



来源：SIAS Research 预测

此外，我们对钒产品的长期前景持正面看法，对盛世的展望颇为乐观。与此同时，我们还认定了盛世股价值释放的可能境况。我们强调的是，盛世显然已经从一个建筑公司转变为在中国拥有健全的钢铁和钒产品的生产与销售业务的企业。因此，我们推介盛世企业有限公司，建议加大投资持有。经分析评估，其股票之应有价位为0.025新元，代表应有67%的上升空间。

图二十二：盛世估价

<b>特钢</b>		
<b>估计资产自由现金流量</b>		
FY10F	4	百万新元，基于资本开支
FY11F	19	百万新元，基于较高生产率
贴现自由现金流量	20	百万新元
贴现终值	314	百万新元
贴现率	10.3%	
终端增长率	5.0%	
总数	333	百万新元
% 持有股份	51%	
盛世 持有股份价值	170	百万新元
<b>中国铁钛</b>		
前20天平均市场价格	4.58	港币 (日前市价 - 4.88 港币)
已发行股票	2,075	百万股
市场价值	9,499	百万港币
	1,704	百万新元 (@5.5748)
盛世 持有股份价值	157	(@ 9.2%)
<b>威远与博威</b>		
盛世 持有股份账面价值	44.7	百万新元
行业平均市帐率	2.12	
调整后市帐率	1.9	10% 安全变异系数
估计价值	85.7	百万新元
<b>总值</b>	412	百万新元
已发行股票	162.0	亿股票，预计
<b>应有内在价值</b>	<b>0.025</b>	<b>新元</b>

Source: SIAS Research 预测

图二十三：财务预测和估算

	FY07	FY08	FY09	FY10F	FY11F
营业收入	8.2	10.5	133.8	207.2	278.7
毛盈利	5.0	(0.5)	17.6	29.6	47.7
经营利润	2.6	(3.9)	11.5	16.9	34.9
归属于母公司所有者的综合收益总额	19.3	1.1	35.3	13.5	21.8
总流动资产	27.1	53.0	110.0	130.1	166.1
总非流动资产	62.1	77.6	230.4	239.2	248.1
总流动负债	7.6	5.7	52.3	58.9	63.4
总非流动负债	0.0	33.4	3.0	3.0	3.0
所有者权益	81.6	91.4	285.1	307.5	347.8
经营活动产生的现金流量净额	(8.2)	(8.7)	7.8	22.3	38.1
投资活动产生的现金流量净额	(37.6)	(7.3)	(20.9)	(18.1)	(18.8)
筹资活动产生的现金流量净额	49.6	14.9	17.5	0.0	0.0
现金及现金等价物净增加额	3.8	(1.1)	4.4	4.2	19.3
存货周转天	1.4	0.7	21.3	34.9	37.2
应收账款周转天	158.3	407.9	52.8	44.1	46.7
应付账款周转天	893.3	195.8	74.6	94.7	81.6
资本回报率 (%)	43.6	1.3	23.5	6.2	9.3
资产回报率 (%)	104.8	1.2	33.3	6.6	10.9
负债与股本比率 (%)	0.0	0.0	3.1	2.9	2.6
流动比率	3.5	9.3	2.1	2.2	2.6
每股收益 (新分)	0.37	0.01	0.28	0.08	0.13
每股净资产 (新分)	1.11	1.17	1.32	1.37	1.51
市盈率	4.1	150.0	5.4	18.1	11.2
市帐率	1.35	1.28	1.14	1.09	0.99

来源：SIAS Research 预测

**定义:**

**加大持有**– 指股票的现行市价远低于公司的应有基本价值。读者可以考虑增加这只股票在其投资组合中的份额比例。

**投资**– 股票的现行市价明显低于公司的应有基本价值。读者可以考虑买进股票。

**公平（适当）定价**– 股票的现行市价适当反映了公司的应有基本价值。读者面对现行价格可以按兵不动。

**套取利润**– 股票的现行市价明显高于公司的应有基本价值。读者可以考虑趁高卖出套利。

**减少持有** – 股票的现行市价远高于 公司的应有基本价值。读者可以考虑从投资组合中减持该股。

---

**DISCLAIMER 免责声明**

As of the date of the report, the analyst and his immediate family do not hold positions in the securities recommended in this report.

Portfolio structure should be the responsibility of the investor and they should take into consideration their financial position and risk profile when structuring their portfolio. Investors should seek the assistance of a qualified and licensed financial advisor to help them structure their portfolio. This research report is based on information, which we believe to be reliable. Any opinions expressed reflect our judgment at report date and are subject to change without notice. This research material is for information only. It does not have regards to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive or access this research material. It is not to be construed as an offer, or solicitation of an offer to sell or buy securities referred herein. The use of this material does not absolve you of your responsibility for your own investment decisions. We accept no liability for any direct or indirect loss arising from the use of this research material. We, our associates, directors and/or employees may have an interest in the securities and/or companies mentioned herein. This research material may not be reproduced, distributed or published for any purpose by anyone without our specific prior consent.