

公司大報告

評級：**買入**→ 現價：**HK\$3.57** 目標價：**HK\$4.7**→ 潛在上升空間：**31.6%**

2011年04月19日

特別之處：

(1) 公司于“十二五”期間通過併購及擴建現有產能，將提升鐵精粉生產能力至 500 萬噸，產能較目前增長近一倍。

(2) 西南地區鋼鐵工業仍處於發展階段，多家鋼鐵公司均有擴產計劃，公司將顯著受益。

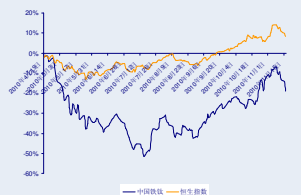
(3) 全球主要鐵礦石生產商仍穩固控制著鐵礦石的定價權，短期內全球鐵礦石供需格局并無過剩的可能，鐵礦石價格將持續高位運行。公司銷售鐵礦石價格仍有提價空間。

股份資料(HK\$)

52 周高位 (HK\$)	4.64
52 周低位 (HK\$)	2.22
市值 (百萬港幣)	7,408
發行股數 (百萬)	2,075
日成交量 (百萬港幣)	10.24
1 個月內變化 (%)	12.97
年初至今變化 (%)	-3.51
50 天平均價 (HK\$)	3.27
200 天平均價 (HK\$)	3.34
14 天強弱指數	65.14

資料來源: Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源: Bloomberg

羅榮晉

luorongjin@bocomgroup.com

Tel: (8610) 8518 4067-70 (北京)

從彭博信息下載本公司之研究報告：[BOCM](#) <enter>

要點

- **公司致力于儲量和產能的快速擴張。**公司于“十二五”期間，計劃通過收購及擴建現有礦山產能，將把鐵精粉的生產能力由 260 萬噸提升至 500 萬噸，同時鈦磁鐵礦的資源量將由現在的 4 億噸提升至 6 億噸。公司在未來五年將繼續保持鐵礦產量和儲量的快速增長。
- **受益于西南地區鋼鐵工業的快速發展。**雖然中國鋼鐵工業整體已進入低速增長期，但西南地區的鋼鐵工業仍將保持較快發展。該地區鋼材消費強度明顯低于東部地區，基礎設施發展潛力巨大，未來用鋼量有較大的增長空間。當地如攀鋼、川威鋼鐵、達鋼、重鋼等骨幹鋼鐵企業在“十二五”期間都有較大規模的擴產計劃，西南地區鐵礦石供應將進一步趨緊。公司鐵礦的終端用戶集中于西南地區的鋼鐵企業，公司將顯著受益于西南地區鋼鐵企業快速擴張帶來的發展機遇。
- **全球鐵礦石價格將持續高位運行，公司鐵礦價格有上調空間。**全球主要的鐵礦石供應商如 Vale、力拓等企業在國際鐵礦石貿易中的比重不斷提高并已穩固掌握了國際鐵礦石貿易的定價權。短期內中國國內鐵礦增產潛力有限，實現進口鐵礦石來源多元化的可能性較低，因此我們認為在較長時期內，國際鐵礦石價格仍將持續高位運行。公司鐵礦石現銷售價格明顯偏低，未來有繼續提升的空間。
- **主要風險：鈦磁鐵礦生產仍有技術瓶頸、收購計劃有不確定性。**公司現生產的鈦磁鐵礦存在品質低，綜合利用水平不高等諸多缺陷，并導致其銷售價格顯著低于市場平均水平。若未來國內對於鈦磁鐵礦的綜合開發利用水平沒有明顯提升改善，則公司產品提價將面臨制約。同時公司對於周邊鐵礦資源的收購計劃有一定的不確定性。
- **估值依然偏低，維持公司“買入”的投資評級。**公司未來將依靠擴建現有礦區及積極收購成熟礦點，實現鐵礦產能和儲量的穩步增長。我們預計公司 2011、2012 年公司的每股收益分別可達 0.33 元和 0.42 元，對應 2011/2012 年的 P/E 分別為 9.1x 和 7.2x。考慮公司擁有豐富的鐵礦及鈦金屬資源以及基于對未來鐵礦價格長期高位運行的判斷，我們認為公司估值嚴重偏低。我們繼續維持公司“買入”的投資評級，給予公司的目標價為 4.7 港元，對應 2011 年的 P/E 僅為 12x。

公司估值表

	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
營業收入 (RMB 百萬元)	1,084	1,554	1,863	2,577	3,286
淨利潤 (RMB 百萬元)	328	533	683	868	1,054
每股基本盈利 (RMB)	0.20	0.26	0.33	0.42	0.51
每股核心盈利 (RMB)	0.20	0.26	0.33	0.42	0.51
變動 (%)	17.6%	30.0%	26.6%	27.0%	21.5%
市盈率	15.4	11.5	9.1	7.2	5.9
每股派息 (RMB)	0.00	0.05	0.07	0.08	0.10
周息率 (%)	0.0%	1.7%	2.2%	2.8%	3.4%
每股資產淨值 (RMB)	1.3	1.7	1.6	2.0	2.4
市淨率	2.4	1.8	1.8	1.5	1.2

資料來源：公司，交銀國際

目 錄

一、快速成長的鐵礦采選企業.....	5
(一) 公司概況及歷史沿革.....	5
(二) 鐵礦產量快速增長，產品結構不斷優化.....	6
(三) 公司致力於積極併購當地優質鐵礦資源.....	8
(四) 低成本優勢顯著.....	9
二、西南地區鋼鐵業仍處於高速發展階段.....	10
(一) 西南地區鋼鐵業發展潛力較大.....	10
(二) 西南地區鐵礦石供應偏緊.....	11
三、國內鐵礦增產潛力有限.....	13
(一) 中國鐵礦石資源概況.....	13
(二) 國內鐵礦生產增長潛力有限.....	15
四、國際鐵礦石價格將長期高位運行.....	17
(一) 國際鐵礦供應的壟斷格局將長期維持.....	17
(二) 中國仍有巨大的鐵礦石進口增長潛力.....	18
(三) 印度出口鐵礦減少將導致全球鐵礦石供應趨緊.....	19
(四) 國際鐵礦石價格將持續高位運行.....	20
五、穩健的財務表現.....	21
(一) 盈利快速增長.....	21
(二) 償債能力較強.....	22
六、估值仍具優勢，維持“買入”評級.....	22
(一) 盈利預測.....	22
(二) DCF 估值.....	23
(三) 相對估值.....	24
七、風險提示.....	25
(一) 釩鈦磁鐵礦開發利用進展低於預期.....	25
(二) 產能擴張計劃尚有不確定性.....	25
附表.....	26

圖表目錄

圖表 1：公司簡明股權結構示意圖	5
圖表 2：公司現有及在建鐵精粉產能（單位：萬噸）	6
圖表 3：公司鈦鈦磁鐵礦產量變化（單位：萬噸）	6
圖表 4：公司主要產品銷售量變化（單位：萬噸）	7
圖表 5：公司鈦鈦磁鐵礦生產工藝流程圖	7
圖表 6：公司主要產品占總收入的比重	8
圖表 7：公司現有礦區地理位置	8
圖表 8：公司現擁有的主要礦區概況（單位：萬噸）	9
圖表 9：公司鐵礦生產成本與國內部分礦點成本對比（單位：元/噸）	9
圖表 10：2010年國內部分公司鐵精粉毛利率對比	10
圖表 11：西南四省（市）粗鋼產量占全國比重（單位：萬噸）	10
圖表 12：西南地區各省(市)人均鋼材消費量對比（單位：千克/人）	11
圖表 13：2010年西南地區鐵礦石供需平衡研究（單位：萬噸）	11
圖表 14：公司鐵礦銷售半徑範圍內的主要鋼鐵公司	12
圖表 15：公司周邊主要擴產鋼鐵企業擴產計劃（單位：萬噸）	12
圖表 16：中國鐵礦石儲量統計（單位：礦石量億噸）	13
圖表 17：國內各類型鐵礦山所占比重	14
圖表 18：國內各省區鐵礦石查明資源儲量所占比重	14
圖表 19：中國鐵礦石儲量統計（單位：礦石量億噸）	14
圖表 20：2002-2010年中國鐵礦石原礦產量變化	15
圖表 21：2002-2010年中國國產及進口鐵礦石數量對比（單位：百萬噸）	16
圖表 22：2002-2010年中國進口鐵礦石數量及占比變化	16
圖表 23：2010年全球主要鐵礦石出口國所占比重	17
圖表 24：2010年全球主要鐵礦石供應商占國際鐵礦貿易量的比重	18
圖表 25：國際鐵礦三巨頭鐵礦石產量變化（單位：百萬噸）	18
圖表 26：2010年國際鐵礦石供需平衡表（單位：百萬噸）	19
圖表 27：2015年中國鐵礦石進口量預測（單位：百萬噸）	19
圖表 28：中國從各國進口鐵礦石數量占總進口量的比重變化	19
圖表 29：印度粗鋼產量及同比增速變化	20
圖表 30：中國進口鐵礦石年度平均價格變化（美元/噸）	20
圖表 31：2006-2010年公司淨利潤變化（單位：百萬元）	21
圖表 32：2006-2010年公司毛利潤率及淨利潤率變化	21
圖表 33：公司鐵精粉及球團礦不含稅銷售均價變化（元/噸）	22
圖表 34：公司償債能力指標變化	22
圖表 35：公司未來產量預測（單位：萬噸）	22
圖表 36：主要假設變動	23
圖表 37：公司未來三年盈利預測（單位：百萬元）	23
圖表 38：公司自由現金流貼現模型假設條件	23

圖表 39：DCF 模型估值結果.....	24
圖表 40：金嶺礦業與公司估值對比.....	24
圖表 41：公司損益表預測（單位：百萬元）.....	26
圖表 42：公司資產負債表預測（單位：百萬元）.....	26
圖表 43：公司主要財務比率預測.....	27
圖表 44：公司一年來 PE 及 PB 變動.....	27

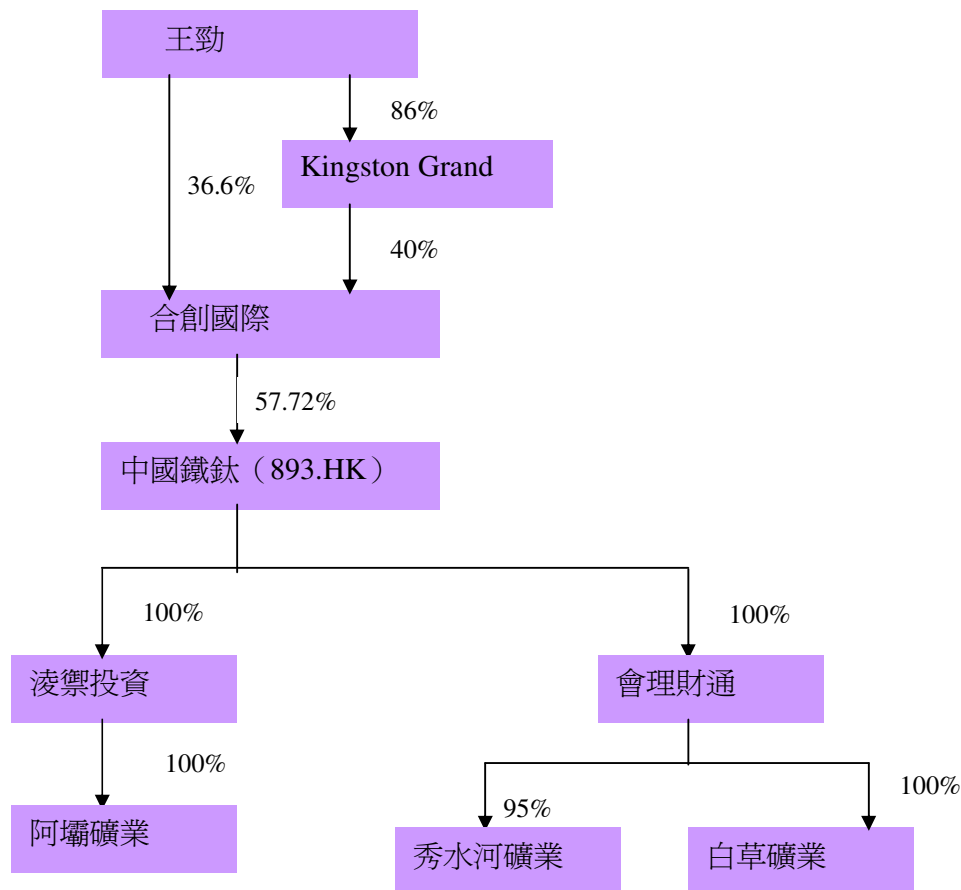
一、快速成長的鐵礦采選企業

公司為香港市場中唯一一家以鐵礦采選為主營業務的上市公司，同時公司也是四川省內最大的私營鐵礦采選企業。2010年公司的鐵精粉產量超過200萬噸，鐵礦石資源量達到4億多噸，探明鐵礦石儲量已達到1.18億噸，就公司現有的鐵礦生產規模和儲量而言，公司在中國內地亦屬大型獨立鐵礦企業。

(一) 公司概況及歷史沿革

公司成立於2008年，通過位於中國內地攀西地區的子公司會理財通從事鐵礦石的開采及銷售。會理財通為一間成立於1998年於中國內地專業從事鐵礦石采選的礦業公司，目前會理財通為公司的全資子公司，也是公司最核心礦業資產。公司現實際最終控制人為王勁先生，王先生現為四川省內最大的私營鋼鐵企業—川威鋼鐵集團的董事長及實際控制人。王先生於1998年進入鋼鐵生產領域，在鋼鐵生產領域積累了較為豐富的經驗。出于公司多元化戰略的考慮，王先生於2008年通過設立本公司以擴大在鐵礦領域的業務。

圖表1：公司簡明股權結構示意圖



資料來源：公司數據

公司 2009 年 10 月于香港聯交所成功上市，募集資金 16.48 億港幣。公司充分利用資本市場的有利條件，自上市以來，先後完成了對陽雀箐鐵礦采礦權、茨竹箐鐵礦探礦權以及阿壩礦業 100% 股權的收購，同時併購當地鐵礦選廠，公司鐵礦生產規模獲得跨越式發展，鐵礦儲量顯著增長。至 2010 年底，公司在會理地區已擁有四個鐵礦石選廠及一個球團礦加工廠。公司現有鈦鈦鐵精粉生產能力 230 萬噸，未來秀水河鐵礦將新增 30 萬噸的產能，加上公司將于近日完成收購的阿壩礦業下屬毛嶺鐵礦擁有普通磁鐵礦產能 15 萬噸（未來擬擴建 10 萬噸），公司未來總體的鐵精粉產能將達到 285 萬噸左右。

圖表 2：公司現有及在建鐵精粉產能（單位：萬噸）

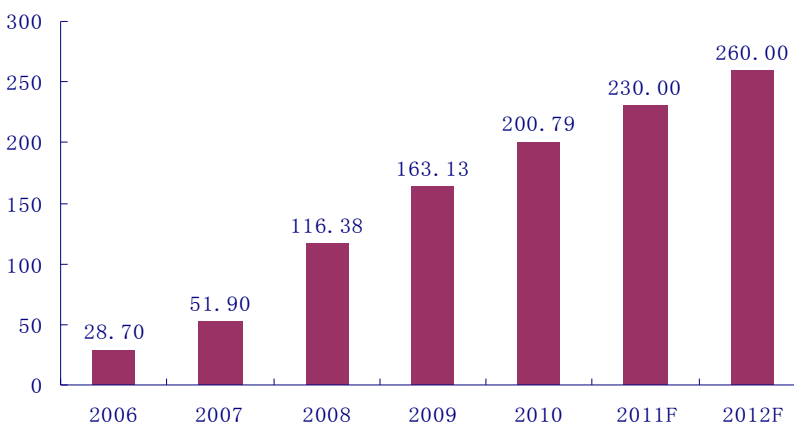
	現有鐵精粉產能	在建鐵精粉產能	合計產能
白草選廠	70		70
秀水河選廠	50	30	80
海龍選廠	30		30
黑谷田社選廠	80		80
會理鈦鈦磁鐵礦合計	230	30	260
毛嶺普通磁鐵礦	15	10	25
鐵精粉合計	245	40	285

資料來源：公司、交銀國際

（二）鐵礦產量快速增長，產品結構不斷優化

公司自 2008 年成立以來，鐵礦石產量增長迅速。至 2010 年公司鐵精粉產量達到 200.79 萬噸，其中 65% 以磁鐵精粉的形態直接銷售，其餘約 35% 則加工為球團礦後再銷售。公司現有球團礦加工能力約 75 萬噸，未來計劃新增球團礦生產能力 100 萬噸，其在公司銷售收入中的占比將顯著提升。由于球團礦的單位毛利水平和市場認可度均優于鈦鈦鐵精礦，因此公司通過提升球團礦的比重，將有效提升公司的盈利水平和產品競爭力。

圖表 3：公司鈦鈦磁鐵礦產量變化（單位：萬噸）



資料來源：公司資料

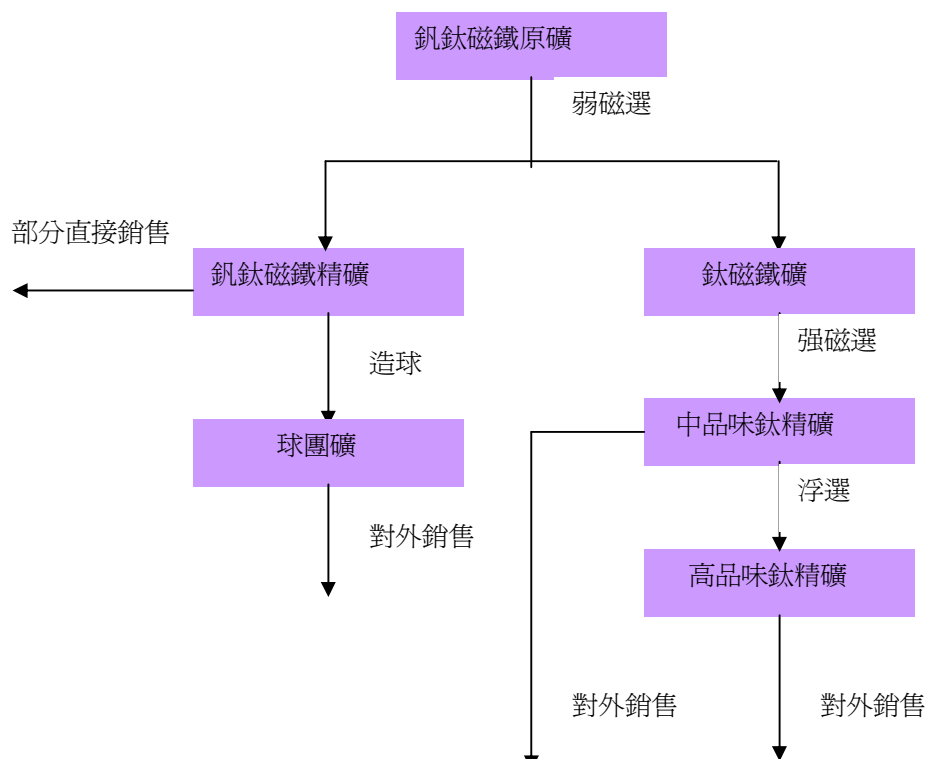
圖表4：公司主要產品銷售量變化（單位：萬噸）

	2006	2007	2008	2009	2010
鈦鈦磁鐵精礦	16.68	39.8	79.69	94.99	131.68
球團礦	16.99	25.56	30.54	69.33	72.78
中品位鈦精礦	2.52	6.39	21.67	16.73	8.34
高品位鈦精礦					6.17

資料來源：公司、交銀國際

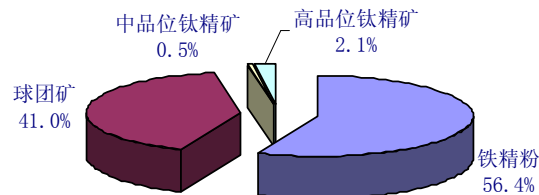
公司鈦鈦磁鐵礦中還伴生有豐富的鈦金屬資源，在選礦過程中，公司除得到鈦鈦磁鐵精礦外，還可獲得鈦精礦，通過後續的強磁選及浮選工藝，可獲得中品位及高品位的鈦精礦。未來公司的產品結構將形成以球團礦、鐵精粉為主，鈦精礦為輔的格局。

圖表5：公司鈦鈦磁鐵礦生產工藝流程圖



資料來源：公司資料

圖表 6：公司主要產品占總收入的比重



資料來源：公司資料

(三) 公司致力于積極并購當地優質鐵礦資源

公司現在四川凉山州會理縣及阿壩州汶川縣擁有六個鐵礦，合計鐵礦石資源量達到 4.14 億噸，鐵礦石儲量 1.18 億噸。公司未來計劃通過收購川西地區的優勢礦點，將鐵礦石資源量提升至 6 億噸，同時擬通過收購新增鐵精礦產量 200 萬噸。

圖表 7：公司現有礦區地理位置



資料來源：公司資料

圖表 8：公司現擁有的主要礦區概況（單位：萬噸）

	儲量	資源量	礦種	地理位置	開采方式	品位	開發狀態
白草礦	5160	11400	鈦鈦磁鐵礦	涼山州會理縣	露天開采	25.00%	正常開采中
秀水河鐵礦	6700	9730	鈦鈦磁鐵礦	涼山州會理縣	露天開采	24.60%	正常開采中
陽雀箐鐵礦		8160	鈦鈦磁鐵礦	涼山州會理縣	露天開采	23.14%	擁有采礦權
茨竹箐鐵礦		2560	鈦鈦磁鐵礦	涼山州會理縣	露天開采	22.40%	擁有探礦權
毛嶺鐵礦		3400	磁鐵礦	阿壩州汶川縣	井下開采	34.47%	正常開采中
羊龍山鐵礦		3360	磁鐵礦	阿壩州汶川縣	井下開采		擁有探礦權
合計	11860	41400					

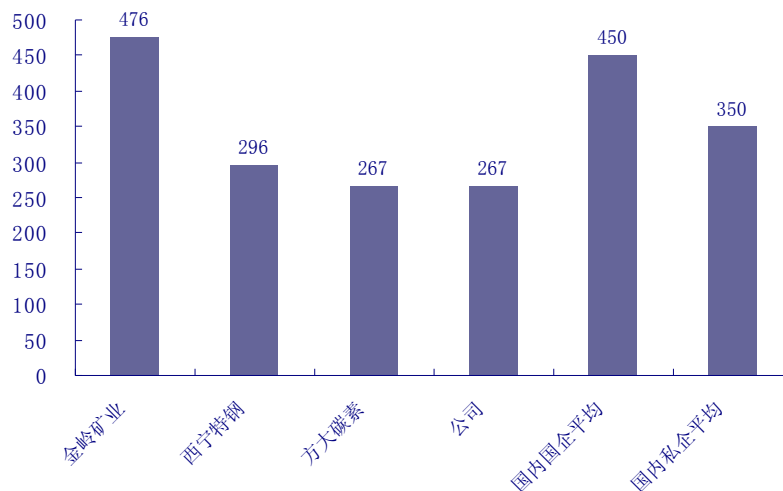
資料來源：公司、交銀國際

公司在會理縣現擁有四個鈦鈦磁鐵礦，該地區亦是國內鈦鈦磁鐵礦儲量最豐富的地區之一。據現有數據顯示在會理縣所在攀枝花-西昌地區，鈦鈦磁鐵礦的查明資源量高達 80 多億噸，占到整個四川省鐵礦石總儲量的 80% 以上，占全國查明資源量的約 13%。目前四川省內的鐵礦采選企業規模偏小且比較分散，包括公司在內僅有四家企業的鐵礦石生產規模在 100 萬噸以上，其餘多為 100 萬噸以下甚至 30 萬噸以下的小型礦山。隨著中國政府對於礦山整理力度的加強，我們認為未來中小礦山的業主將逐步退出該領域，這給公司及併購當地鐵礦資源帶來了良好的發展機遇。

公司計劃在“十二五”期間（2011-2015 年），將公司的鐵精粉生產能力提升至 500 萬噸左右，其中約 300 萬噸來自于現有礦山能力的提高，其餘約 200 萬噸將主要通過收購國內，特別是四川地區的礦點來實現。中長期來看，公司的鐵礦資源增長潛力值得關注。

（四）低成本優勢顯著

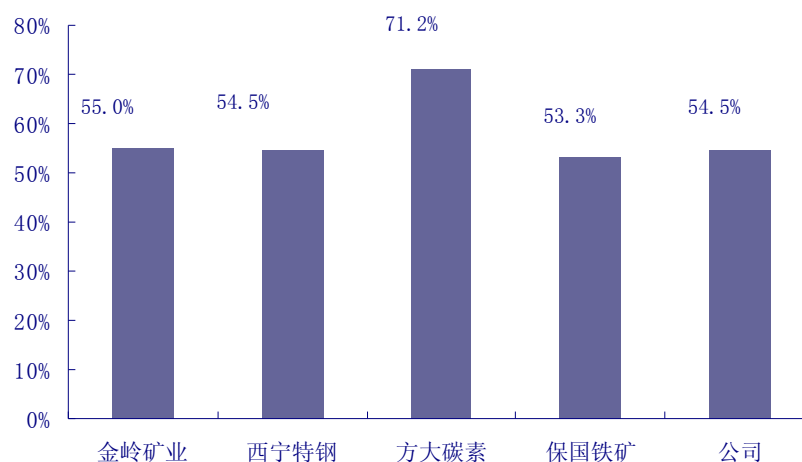
圖表 9：公司鐵礦生產成本與國內部分礦點成本對比（單位：元/噸）



資料來源：公司資料

公司現會理地區鐵礦由于采用露天采礦的生產方式，鐵礦石生產成本較低，2010年公司鈦鐵精粉的平均成本約267元/噸，球團礦的平均生產成本為450元/噸，遠低于行業的平均水平。公司毛嶺鐵礦由于采用井下開采的生產方式，加之正處于投產初期，綜合生產成本較高，每噸成本約450元，但由于毛嶺鐵礦在公司現有產品中所占比重極低，公司整體成本在國內礦山中仍屬領先地位。

圖表 10：2010年國內部分公司鐵精粉毛利率對比



資料來源：公司資料

二、西南地區鋼鐵業仍處于高速發展階段

(一) 西南地區鋼鐵業發展潛力較大

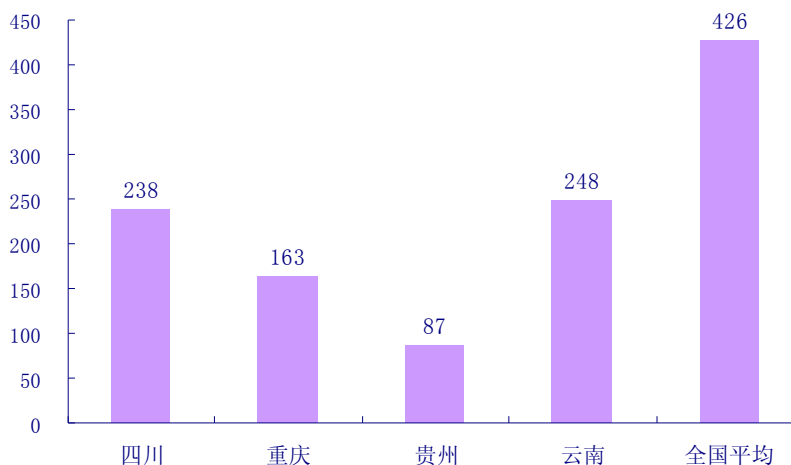
受地域限制，公司鐵精礦主要供應于四川、重慶、雲南、貴州等地鋼鐵生產商。該地區由于整體經濟發展滯後于國內東部及中部地區，因此鋼鐵業的發展也相對滯後。至2010年西南四省(市)粗鋼總產量占全國的比重僅為5.89%。該地區人均鋼材消費量水平僅為200多千克，遠落後于全國426千克的平均水平。我們認為西南地區的鋼鐵工業目前在中國內地還處于起步階段，與發展相對飽和的東部地區相比，未來增長的潛力較大。

圖表 11：西南四省(市)粗鋼產量占全國比重(單位：萬噸)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
四川	1092.6	1225.9	1368.9	1370.2	1506.2	1581.0
重慶	272.1	321.9	356.3	352.5	350.4	456.1
貴州	237.9	332.5	351.2	345.6	343.1	360.5
雲南	519.8	634.6	895.5	901.3	1049.1	1293.8
合計	2122.3	2514.9	2971.8	2969.6	3248.8	3691.4
占全國比重	6.01%	6.01%	6.07%	5.93%	5.72%	5.89%

資料來源：鋼鐵工業協會

圖表 12：西南地區各省(市)人均鋼材消費量對比（單位：千克/人）



資料來源：公司資料

“十二五”期間（2011-2015年），重慶兩江新區以及成渝經濟區將獲得較快發展，四川及重慶的基礎設施建設將有明顯改善，由此將帶動當地鋼材消費顯著提升。其中重慶兩江新區初期投資可達到3500-4000億元，整個“十二五”期間將達到1萬億元。而在成渝經濟區將建設12條高速城際客運專線，客運專線將由目前的1500千米提升至4000千米左右。我們預計“十二五”期間，四川、重慶地區的鋼材消費量將保持10%以上較高增速，該地區鋼鐵工業的發展潛力和增速將顯著高于全國平均水平。

（二）西南地區鐵礦石供應偏緊

我們對比研究2010年西南四省（市）的生鐵與鐵礦石生產情況，其中雲南、貴州、重慶三地的鐵礦石生產均不能滿足區內的鋼鐵工業所需，四川省也僅有少量的鐵礦富裕。整個西南四省（市）在2010年對於鐵精粉的需求量有高達近2000萬噸的缺口，目前這一缺口主要由進口來滿足，少量從周邊省區採購。總體來看，我們認為西南地區是一個鐵礦石資源供應偏緊的地區。

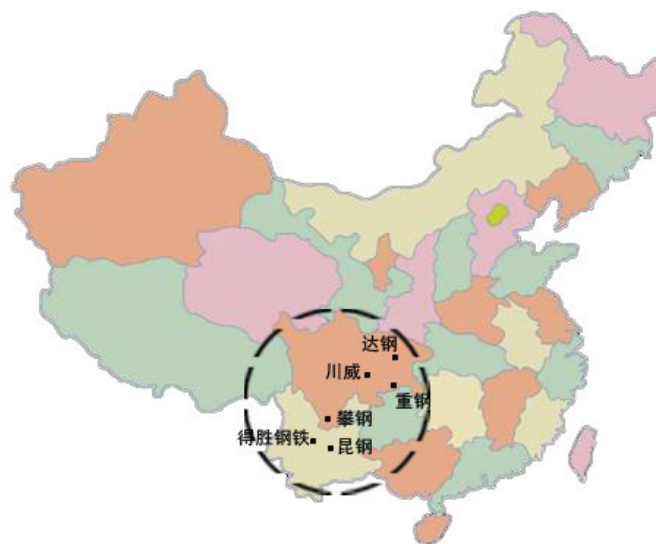
圖表 13：2010年西南地區鐵礦石供需平衡研究（單位：萬噸）

	雲南省	貴州省	重慶市	四川省	合計
生鐵產量	1329	366.6	417.4	1593.8	3706.8
鐵精粉需求量	1972.7	544.2	619.6	2365.8	5502.3
區內鐵礦石實際產量	1901.8	75.8	47.5	9972.7	11997.8
折合為鐵精粉	570.5	22.7	14.3	2700.3	3307.8
需求缺口	1402.2	521.4	605.3	-334.5	2194.5

資料來源：鋼鐵工業協會、交銀國際整理

受運輸半徑的限制，公司目前的鐵礦石主要以供應西南地區的鋼鐵公司冶煉為主。公司鐵礦產品的平均銷售半徑在 500 千米以內，在此範圍內的主要鋼鐵公司有攀鋼、川威鋼鐵、重鋼、達州鋼鐵、昆鋼以及雲南得勝鋼鐵。上述企業為公司鐵礦產品的最終消費用戶。僅以我們現掌握的數據顯示該區域內的攀鋼、川威、達鋼在 2011-2012 年均有擴產計劃，該區域內的鐵礦石需求量將有顯著增長。

圖表 14： 公司鐵礦銷售半徑範圍內的主要鋼鐵公司



資料來源：交銀國際整理

圖表 15： 公司周邊主要擴產鋼鐵企業擴產計劃（單位：萬噸）

	攀鋼	川威鋼鐵	達州鋼鐵	重慶鋼鐵	合計
現有生鐵產量	760.87	284.90	204.7	417.30	1695.5
計劃新增生鐵產能	420	200	200	220	1040
新增鐵礦石需求量	614	292	290	322	1520
集團內部可提供鐵精粉	300			100	400
需增加外購量	314	292	290	222	1120
廠區位置	西昌	威遠	達州	重慶長壽	
投產期間	2011 下半年	2012 年	2012 年	2011-2012 年	

資料來源：交銀國際整理

2011-2012 年間，攀鋼股份將新增生鐵產量 420 萬噸，主要來自于攀鋼西昌新廠區，該廠區將于 2011 年下半年投產，2012 年產能將全面釋放。該廠區投產後將新增鐵精粉需求量約 600 多萬噸，攀鋼集團內部配套建設了 300 萬噸產能的自有礦山，但仍有 300 多萬噸的需求缺口必須依賴外購和進口滿足。重慶鋼鐵現有生鐵產量 417 萬噸，按照公司規劃目標 2012 年產能達到 650 萬噸粗鋼，則生鐵產量至少需要 630 萬噸，則在現有基礎上重鋼將新增 220 萬噸的生鐵產量，需新增 320 萬噸鐵精粉用量，重鋼配套礦山可解決約 100 萬噸的用量，仍有至少 200 萬噸的需求缺口依賴進口或外購滿足。川威鋼鐵和達州鋼鐵集團均有計劃在 2012 年將現有產能再增加 200 萬噸，則合計需要增加近 600 萬噸的鐵精粉消費量。僅以上四家鋼鐵公司的擴產計劃初步概算，預計到 2012-2013 年，四家鋼鐵公司將新增鐵礦石需求量高達 1500 萬噸，考慮其自有礦山滿足部分需求後，仍有大約 1100 萬噸的需求缺口必須依賴進口或外購滿足。我們認為，西南地區鐵礦石供應格局將長期偏緊，對推升和穩定當地鐵礦石價格有積極意義。

三、國內鐵礦增產潛力有限

(一) 中國鐵礦石資源概況

根據國土資源部的數據顯示，截止 2009 年中國的鐵礦石查明資源儲量為 646 億噸，其中基礎儲量 213 億噸，儲量 93 億噸。與 1999 年相比，十年間雖然查明資源儲量有所上升，但基礎儲量幾乎沒有變化，儲量則更是出現了明顯下降。

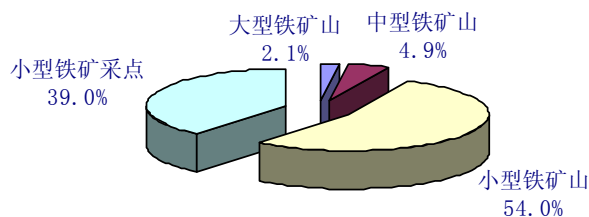
圖表 16：中國鐵礦石儲量統計（單位：礦石量億噸）

	儲量	基礎儲量	查明資源儲量
1999	119.5	211.8	456.4
2009	93.0	213.0	646.0

資料來源：國土資源部信息中心

截至 2009 年底，中國共有鐵礦區 4318 處，其中大型礦山和中型礦山分別僅有 91 處和 212 處，分別占全部鐵礦山總量的 2.1% 和 4.9%，而小型鐵礦山和小型鐵礦采點分別達到 2330 處和 1685 處，合計占到全部國內鐵礦山總量的 93.0%。目前中國的鐵礦石生產主要由數量眾多的中小礦山及采點供應，行業存在規模小、分散、機械化程度低，開采成本偏高等特點，缺乏綜合競爭力。行業未來可能面臨大規模的整合。

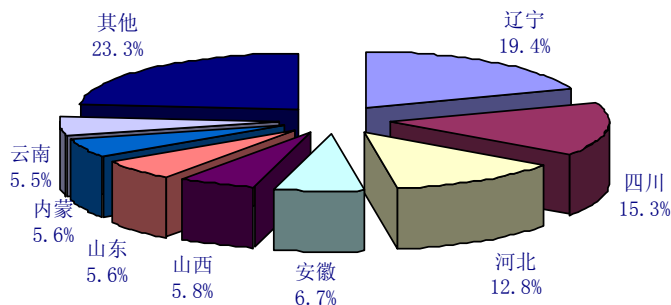
圖表 17： 國內各類型鐵礦山所占比重



資料來源：國土資源部信息中心

從鐵礦石的資源分布來看，主要以集中在遼寧、四川、河北等省為主，其中遼寧、四川、河北三省的鐵礦石查明資源儲量占到 47.5%。從目前對內地鐵礦資源的勘查情況來看，中國的中、東部地區鐵礦資源詳查程度較高，未來發現大規模鐵礦資源的可能性較小。但西部地區勘查程度較低，特別是深部勘查還有很大潛力。

圖表 18： 國內各省區鐵礦石查明資源儲量所占比重



資料來源：國土資源部信息中心

圖表 19： 中國鐵礦石儲量統計（單位：礦石量億噸）

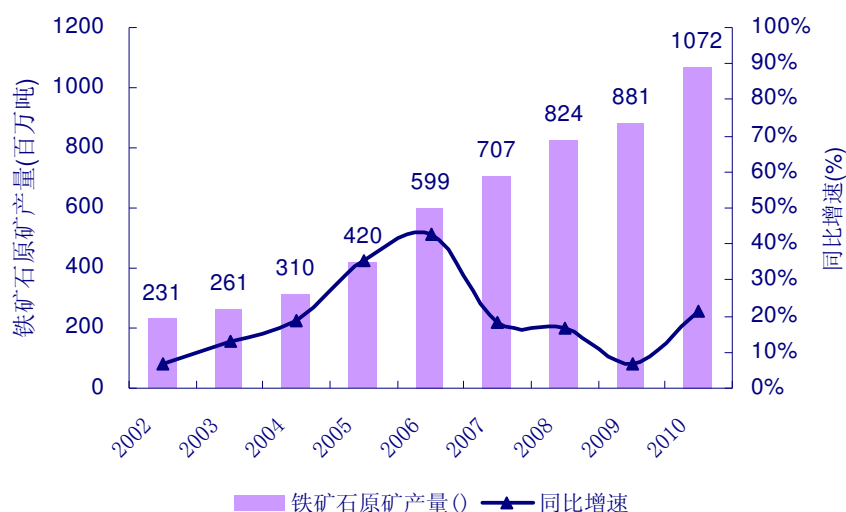
河北	遼寧	四川	內蒙	山西	安徽	新疆
44618.8	14653	9972.7	8205.7	5506.7	3236.9	2245.8
41.6%	13.7%	9.3%	7.7%	5.1%	3.0%	2.1%

資料來源：鋼鐵工業協會

(二) 國內鐵礦生產增長潛力有限

受中國鋼鐵工業爆發式增長的拉動，中國國內的鐵礦石產量近年來也保持了持續高速增長的勢頭。至 2010 年，中國鐵礦石原礦產量高達 10.72 億噸，鐵礦石生產能力已達到 11 億噸左右，成為全球僅次于澳大利亞和巴西的第三大鐵礦石生產國。但從靜態儲量的保障來看，中國現有鐵礦石儲量僅能滿足國內約 15 年的開采能力，鐵礦資源不足的瓶頸已經顯現。

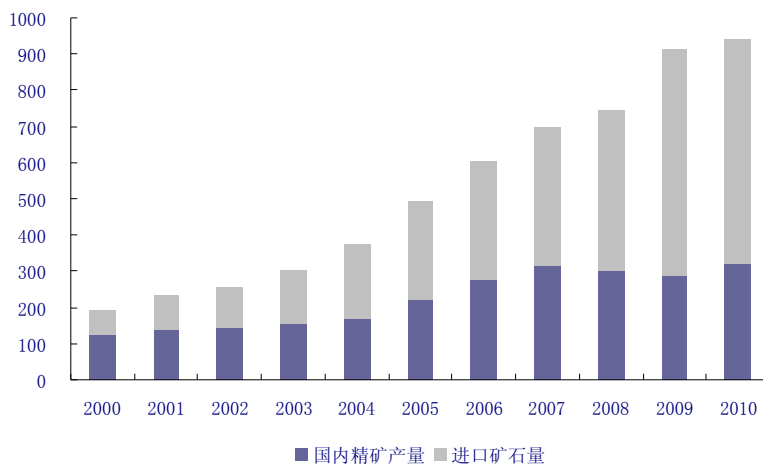
圖表 20： 2002-2010 年中國鐵礦石原礦產量變化



資料來源：鋼鐵工業協會

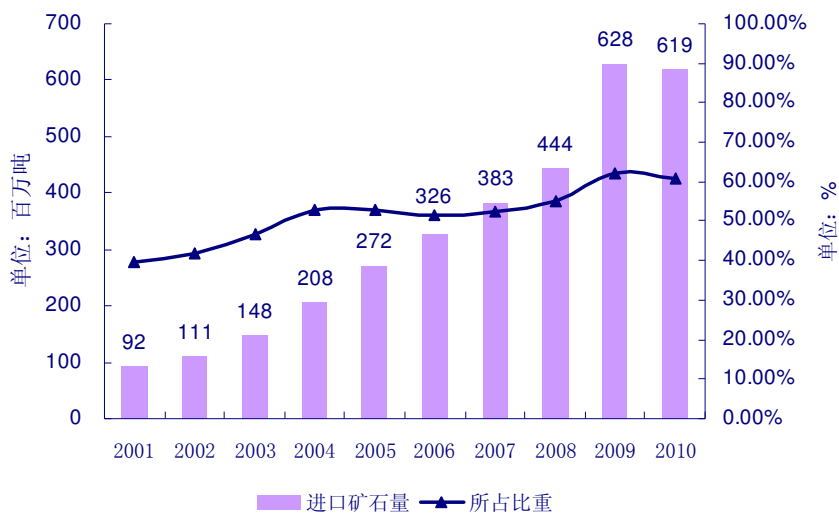
由于國內原礦品位普遍偏低，估計平均僅有 25% 左右，因此實際折算為精礦僅有 3.3 億噸左右，在國內生鐵生產中所占比重僅為 40%。由于國內鐵礦增產潛力極為有限，同時考慮國內鐵礦生產在規模和品質上的不足，我們認為中國鐵礦石的對外依賴程度在很長時間內不會下降。

圖表 21： 2002-2010 年中國國產及進口鐵礦石數量對比（單位：百萬噸）



資料來源：鋼鐵工業協會、海關數據（國內鐵礦為精粉）

圖表 22： 2002-2010 年中國進口鐵礦石數量及占比重變化



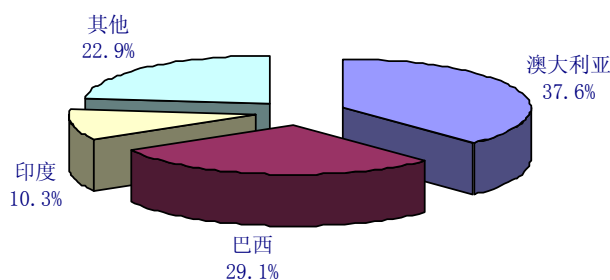
資料來源：鋼鐵工業協會、海關數據

四、國際鐵礦石價格將長期高位運行

(一) 國際鐵礦供應的壟斷格局將長期維持

中國因素的影響，全球鐵礦石的貿易量近年來持續快速增長，至 2010 年鐵礦石出口量高達 10.68 億噸，鐵礦石海運貿易量高達約 9.8 億噸左右。鐵礦石的出口國主要集中在澳大利亞、巴西、印度等三國，其中澳大利亞和巴西鐵礦石出口量分別達到 4.02 億噸和 3.11 億噸，占全球鐵礦石市場總出口量的 37.6% 和 29.1%，印度出口鐵礦石約 1.1 億噸，約占全球鐵礦石出口總量的 10%。

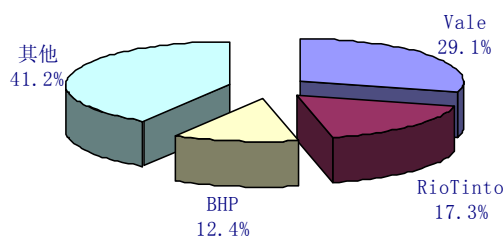
圖表 23：2010 年全球主要鐵礦石出口國所占比重



資料來源：RMG

全球鐵礦石貿易格局高度集中，2010 年全球鐵礦石總貿易量約 10 億噸左右，其中 Vale、力拓、必和必拓等三家公司分別占到 3.11 億噸，1.85 億噸和 1.37 億噸，合計占全球鐵礦石總貿易量的近 60%。同時三巨頭還控制著鐵礦生產地區的鐵路、港口以及船運，鐵礦石貿易的寡頭壟斷格局以及鐵礦石供應商對於產業鏈的控制使得三巨頭在國際鐵礦石貿易中掌握極強的話語權和定價能力。

圖表 24：2010 年全球主要鐵礦石供應商占國際鐵礦貿易量的比重



資料來源：RMG

從 2005 年以來，鐵礦石三巨頭的實際增產速度遠低于預期，如必和必拓在過去五年中產量僅增長了 40%，力拓的產量僅增長了 26%，僅有 Vale 的增產超過 1 億噸，增速達到 90%。我們認為三巨頭具備控制鐵礦產能釋放的能力，并可有效控制全球新增產能的開發規模和投產時間。因此儘管目前三巨頭都公布了其龐大的鐵礦擴產計劃，但我們認為增產依然面臨不確定性，三巨頭在鐵礦領域的壟斷地位不僅不會削弱，反而會進一步增強。

圖表 25：國際鐵礦三巨頭鐵礦石產量變化（單位：百萬噸）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	複合增長率
Vale	165	180	197	210	260	311	320	13.5%
力拓	146	164	179	153	169	185	191	4.8%
必和必拓	98	98	108	109	125	132	137	6.2%

資料來源：RMG、交銀國際整理

（二）中國仍有巨大的鐵礦石進口增長潛力

全球目前主要的鐵礦石進口國（地區）集中在中國、日本、歐盟以及韓國等地區。我們認為日本、韓國及歐盟已經完成工業化，其鋼鐵生產長期處於穩定狀態，除受金融危機影響的個別年份外，多數年份鐵礦石的進口量相當穩定。而中國由于仍處於工業化和城鎮化進程中，鋼鐵生產仍將持續增長，鐵礦石進口量仍有較大的增長潛力。

圖表 26：2010 年國際鐵礦石供需平衡表（單位：百萬噸）

主要出口國	出口量	主要進口國	總進口量
澳大利亞	402	中國	619
巴西	311	日本	140
印度	115	韓國	48
南非	48	歐盟 15 國	158
加拿大	35		

資料來源：IISI、交銀國際整理

2010 年中國生鐵產量為 5.9 億噸，我們預計到“十二五”末（2015 年），中國生鐵產量將增長至 7-7.5 億噸，我們假設屆時中國國內鐵礦石產量可增長至 12 億噸，則對進口鐵礦石的需求量將達到 7 億噸以上，與目前相比，仍有約 1 億噸的增量。

圖表 27：2015 年中國鐵礦石進口量預測（單位：百萬噸）

	低預測值	中預測值	高預測值
生鐵產量	700	720	750
假設國內鐵礦產量	1200	1200	1200
需進口鐵礦石	710	740	780
鐵礦石進口增量	92	122	162

資料來源：交銀國際整理

（三）印度出口鐵礦減少將導致全球鐵礦石供應趨緊

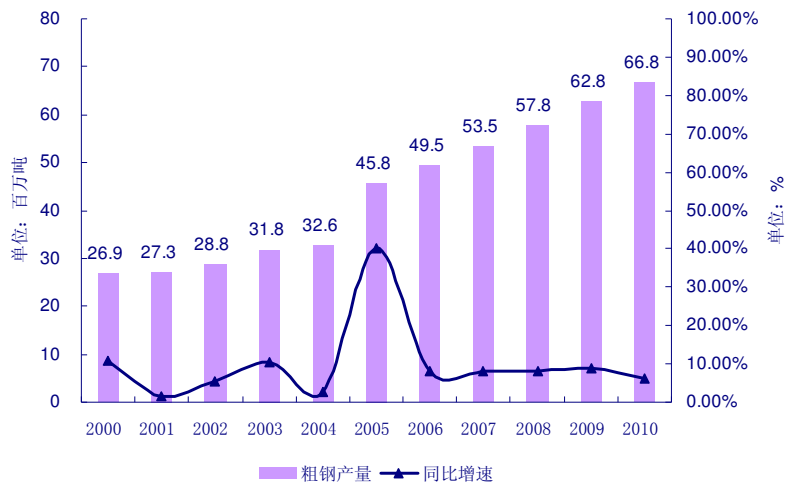
印度 2010 對中國出口鐵礦石 9659 萬噸，占中國全部進口鐵礦石總量的 15.6%，也是中國目前第三大鐵礦石來源地區。但從 2009 年開始，印度鐵礦在中國總進口量的比重呈連續下降的趨勢。主要原因在於印度本國鋼鐵工業的發展以及對出口鐵礦限制日趨嚴厲。2010 年印度國內粗鋼產量僅有 6680 萬噸，粗鋼生產規模僅相當於中國的十分之一，該國鋼鐵工業發展潛力巨大。我們假設未來印度鋼鐵工業保持年均增速 10%，則至 2015 年該國粗鋼產量將達到 1 億噸以上，鐵礦石需求量將增加至 1.8 億噸左右。由於印度本國的鐵礦石資源優勢並不顯著，我們認為隨著印度鋼鐵工業的起步，其鐵礦石出口數量將顯著下降。我們認為在未來 2-3 年內，印度礦出口可能減少 4000-5000 萬噸，市場缺口將由澳洲或巴西鐵礦彌補。

圖表 28：中國從各國進口鐵礦石數量占總進口量的比重變化

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
澳大利亞	39.7%	41.2%	38.9%	38.0%	41.2%	41.7%	42.9%
印度	25.7%	25.2%	23.4%	20.6%	20.5%	17.1%	15.6%
巴西	23.5%	20.1%	22.9%	20.8%	20.5%	22.9%	21.2%
南非	6.3%	3.9%	3.8%	3.5%	3.2%	5.4%	4.9%
其他	4.9%	9.7%	10.9%	17.1%	14.5%	12.8%	15.5%

資料來源：IISI、交銀國際整理

圖表 29：印度粗鋼產量及同比增速變化

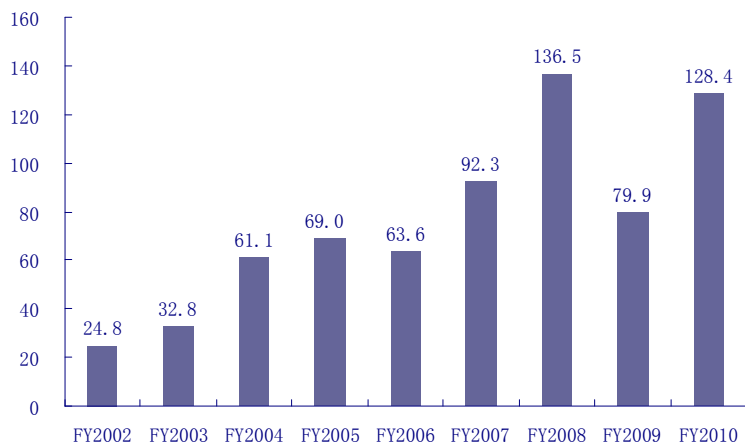


資料來源：IISI

(四) 國際鐵礦石價格將持續高位運行

綜合以上分析，我們認為在 2015 年之前，全球鐵礦石市場由于中國和印度因素的影響導致的需求增量至少在 1.5-2 億噸左右，三大鐵礦巨頭雖有擴產計劃，但仍可牢牢控制產能增長的節奏。因此我們認為在可預見的期間內，全球鐵礦石供應不會出現寬鬆的格局，鐵礦石價格依然將高位運行。預計 2011 年中國進口鐵礦石平均價格將在 160 美元/噸以上，國內東部現貨市場均價將在 1100 元/噸以上，鐵礦石整體價格的走高將有利于公司調整 2011 年度鐵礦石出廠價格。

圖表 30：中國進口鐵礦石年度平均價格變化（美元/噸）



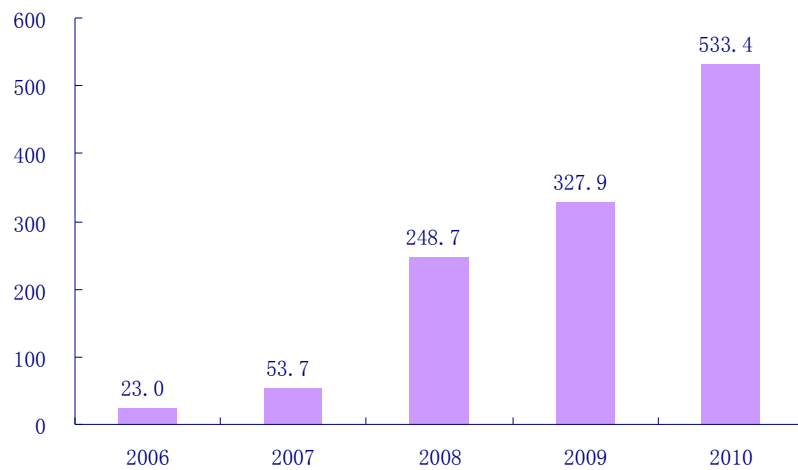
資料來源：海關數據

五、穩健的財務表現

(一) 盈利快速增長

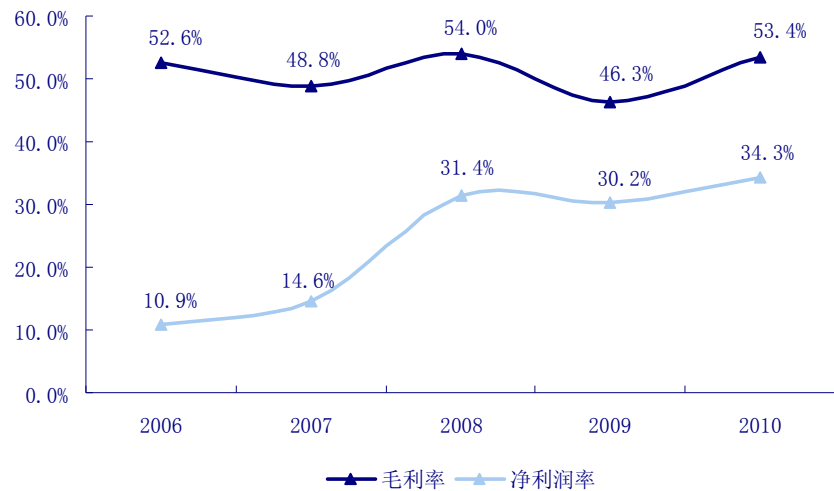
公司近年來受益于鐵礦石產量增長的拉動，淨利潤顯著增長。同時公司由于低成本優勢明顯，因此盈利能力保持穩健，毛利率和淨利潤率近年來一直保持穩定。

圖表 31：2006-2010 年公司淨利潤變化（單位：百萬元）



資料來源：公司資料

圖表 32：2006-2010 年公司毛利潤率及淨利潤率變化



資料來源：公司資料

圖表 33：公司鐵精粉及球團礦不含稅銷售均價變化（元/噸）

	2006	2007	2008	2009	2010
鐵精粉	451	478	622	558	665
球團礦	670	646	826	775	875

資料來源：公司數據、交銀國際整理

（二）償債能力較強

公司現資產負債率水平僅為 25.3%，債務壓力較小。同時其短期償債能力指標也十分優異。

圖表 34：公司償債能力指標變化

	2006	2007	2008	2009	2010
資產負債率	65.1%	51.8%	36.5%	15.2%	25.3%
流動比率	0.60	1.01	1.40	4.85	1.81
速動比率	0.46	0.91	1.17	4.69	1.73
已獲利息倍數	28.6	40.4	115.4	48.2	40.4

資料來源：公司數據、交銀國際整理

六、估值仍具優勢，維持“買入”評級

（一）盈利預測

根據公司規劃，未來會理礦區鐵精粉產量將穩定在現有產能水平上并做小幅技改提升，其鐵精粉產能基本穩定在 260 萬噸左右，并將加大球團礦的生產比重。毛嶺鐵礦及羊龍山鐵礦遠期預計形成 25 萬噸的鐵精粉生產能力。同時公司將在“十二五”期間通過收購周邊地區優質礦點，再增加約 200 萬噸的鐵精粉生產能力，計劃在 2015 年將公司總的鐵精粉產量提升至 500 萬噸左右。根據公司規劃，我們對未來公司產能變化預測如下：

圖表 35：公司未來產量預測（單位：萬噸）

	2011F	2012F	2013F
會理礦區鐵精粉產量	230.0	260.0	280.0
會理礦區球團礦產量	90.0	120.0	200.0
毛嶺鐵礦鐵精粉產量	6.0	15.0	20.0
潛在收購礦區之鐵精粉		50.0	100.0
鐵精粉總產量	236.0	325.0	400.0

資料來源：公司數據、交銀國際整理

圖表 36：主要假設變動

	2011F			2012F		
	原有預測	現有預測	變動	原有預測	現有預測	變動
鐵精粉銷售均價(元/噸)	640	690	7.8%	650	700	7.7%
球團礦銷售均價(元/噸)	920.0	920	0.0%	920.0	920	0.0%
鐵精粉產量(萬噸)	230.0	236.0	2.6%	260.0	325.0	25.0%
球團礦產量(萬噸)	130.0	90.0	-30.8%	170.0	120.0	-29.4%
鈦精礦(萬噸)	20.0	15.0	-25.0%	22.0	20.0	-9.1%
營業收入(百萬元 RMB)	1,912	1,863	-2.5%	2,289	2,577	12.6%
毛利(百萬元 RMB)	946	992	4.8%	1,129	1,361	20.5%
歸屬於普通股股東淨利潤(百萬元 RMB)	644	683	6.1%	701	868	23.8%
每股收益(RMB)	0.31	0.33	6.2%	0.34	0.42	23.0%
每股資產淨值(RMB)	1.84	1.64	-11.0%	2.16	1.99	-8.0%

資料來源：交銀國際

圖表 37：公司未來三年盈利預測(單位：百萬元)

	2011F	2012F	2013F
銷售收入	1,863	2,577	3,286
毛利	992	1,361	1,672
歸屬於公司普通股的淨利潤	683	868	1,054

資料來源：交銀國際

(二) DCF 估值

我們採用 DCF 模型對公司進行估值，假設條件如下：

圖表 38：公司自由現金流貼現模型假設條件

債務成本	6.31%
所得稅率	15%
無風險利率	5%
市場超額溢價	6%
β 值	1.1~1.3
稅後債務成本	5.36%
權益成本	11.6%~12.8%
付息債務/投資資本	15%
WACC	10.7%~11.7%
自由現金流永續增長率	1.0%

資料來源：交銀國際

基於我們的 DCF 估值模型，公司的合理內涵價值應在 3.19~3.65 港元。

圖表 39：DCF 模型估值結果

		低值	高值
WACC		11.7%	10.7%
公司價值	RMB m	5,094.4	5,884.4
權益價值	RMB m	5564.8	6,354.7
每股價值	RMB	2.68	3.06
匯率	RMB/HK\$	0.84	0.84
每股價值	HK\$ m	3.19	3.65

資料來源：交銀國際

(三) 相對估值

目前在香港市場中尚未有一家企業與公司的業務相類似，我們選取內地上市公司金嶺礦業與公司對比。金嶺礦業為一家專業從事鐵礦石采選業務的鐵礦石供應商，在規模上與公司相接近。我們認為無論在 P/E 還是噸礦儲量對應市值方面，公司都處於嚴重低估的狀態。我們認為保守應給予公司 12~15 倍的 P/E，以反應其中長期價值，對應公司目標價為 4.7~5.9 港元。

圖表 40：金嶺礦業與公司估值對比

單位	每股收益		P/E		市值 百萬 RMB	儲量 百萬噸	市值/儲量 百萬元/噸
	2010 元/股	2011 元/股	2010	2011			
金嶺礦業 (000655.SZ)	0.83	0.91	29.2	26.7	14,443	48.38	2.99
中國鐵鈦 (0893.HK)	0.26	0.33	11.8	9.1	4,602	118.6	0.39

資料來源：交銀國際整理

綜合以上兩種估值方法，我們給予公司的目標價為 4.7 港元，繼續維持公司“買入”的投資評級。

七、風險提示

(一) 鈦鈦磁鐵礦開發利用進展低于預期

公司鈦鈦磁鐵礦目前在高爐冶煉中尚有一定的技術障礙和瓶頸，鈦鈦礦中的硫元素含量較高，對高爐生鐵冶煉不利，同時鈦鈦礦洗選後的平均精礦品位僅能達到 54%，遠低于國內鐵精礦平均 65% 的品位。雖然目前公司周邊鋼鐵公司現已掌握了鈦鈦磁鐵礦的利用，但其綜合利用水平并不高，特別是礦中的鈦、鈦元素并未得到充分有效的利用，公司的鈦鈦礦還處于配礦的地位。我們認為如果未來西南地區的鋼鐵公司在鈦鈦磁鐵礦的利用技術和開發工藝上沒有顯著突破和改善，那麼公司鈦鈦磁鐵礦的提價能力將受到一定限制。

(二) 產能擴張計劃尚有不確定性

儘管公司在“十二五”期間制定了大規模的儲量收購及產能擴張計劃，並且也在積極的推進收購工作。但公司收購的目標礦點尚不十分清晰，收購計劃存在一定的不確定性及風險。如果公司收購計劃低于預期，將導致我們的盈利預測低于實際值出現偏差。

附表

圖表 41：公司損益表預測（單位：百萬元）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
銷售收入	1,084	1,554	1,863	2,577	3,286
主營業務成本	582	724	872	1,216	1,614
毛利	502	830	992	1,361	1,672
分銷成本	28	44	37	52	66
管理費用	36	79	78	77	99
融資成本	9	18	-17	14	31
稅前利潤	437	701	893	1,218	1,480
所得稅支出	70	117	134	304	370
年內利潤	367	584	759	913	1,110
歸屬於公司權益人利潤	328	533	683	868	1,054
每股收益（元/股）	0.20	0.26	0.33	0.42	0.51

資料來源：交銀國際

圖表 42：公司資產負債表預測（單位：百萬元）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
現金及銀行結餘	1,884	1,096	480	515	657
應收賬款	137	208	149	206	263
存貨	71	70	70	70	66
流動資產合計	2,233	1,473	885	1,049	1,315
固定資產	496	1,476	2,498	3,445	4,319
資產總計	3,073	3,733	4,194	5,328	6,485
短期借款			150	150	200
流動負債合計	461	813	467	870	1,134
長期借款	0	125	325	325	330
負債合計	467	944	798	1,201	1,470
股本	183	183	183	183	183
儲備	2,514	2,775	3,199	3,930	4,818
少數股東權益	93	14	14	14	14
總所有者權益	2,607	2,789	3,396	4,127	5,015
總負債、所有者權益合計	3,073	3,733	4,194	5,328	6,485

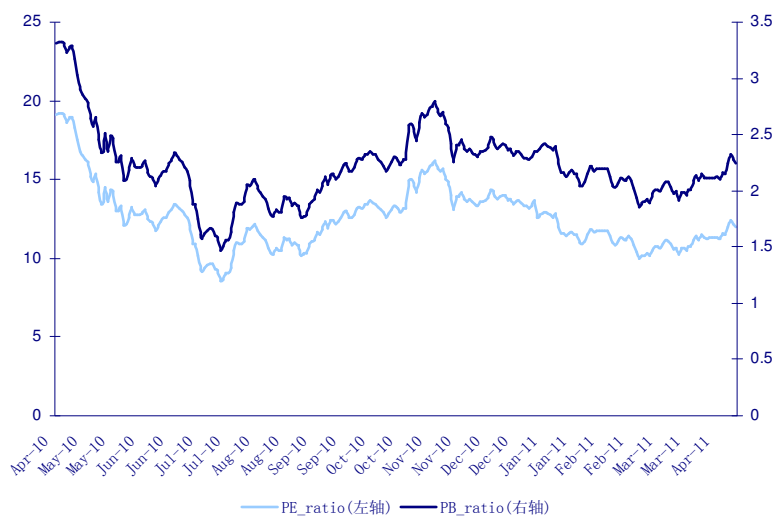
資料來源：交銀國際

圖表 43：公司主要財務比率預測

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
成長性					
營業收入增長率	37.0%	43.4%	19.9%	38.3%	27.5%
主營業利潤增長率	17.5%	65.5%	19.4%	37.2%	22.9%
淨利潤增長率	15.1%	59.2%	30.0%	20.3%	21.5%
盈利能力					
毛利率	46.3%	53.4%	53.2%	52.8%	50.9%
淨利潤率	33.9%	37.6%	40.7%	35.4%	33.8%
ROE	14.1%	20.9%	22.3%	22.1%	22.1%
ROIC	12.6%	18.2%	17.0%	20.1%	20.4%
償債能力					
資產負債率	15.2%	25.3%	19.0%	22.5%	22.7%
已獲利息倍數	47.4	39.7	-52.5	85.8	48.6
流動比率	4.8	1.8	1.9	1.2	1.2
速動比率	4.7	1.7	1.7	1.1	1.1

資料來源：交銀國際

圖表 44：公司一年來 PE 及 PB 變動



資料來源：Bloomberg

交銀國際 www.bocomgroup.com

香港中環德輔道中68號萬宜大廈九樓
總機: (852) 3710 3328; 傳真: (852) 3426 9702
北京市東城區長安街1號東方廣場E1樓312室
總機: (86-10) 8518 4068

研究報告聯繫電話

(852) 2977 9155	(852) 2977 9181
(852) 3710 3369	(852) 2297 9480
(852) 2297 9853	(852) 2297 9839
(8610) 8518 4068-99	

評級定義

公司評級

買入: 預期股價于12個月內上升超過20%
長綫買入: 預期股價于12個月以上時間上升超過20%
中性: 預期股價波幅在±20%之間
沽出: 預期股價于12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數于12個月內超過大市漲幅10%以上
同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間
落後: 預期行業指數于12個月內落後大市漲幅10%以上

分析員披露

本研究報告之作者, 茲作以下聲明: i)發表于本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點;及 ii)他們之薪酬與發表于報告上之建議/觀點并無直接或間接關係; iii)對於提及的證券或其發行者, 他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認: i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】并没有于發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券; ii)他們及他們之相關有聯繫者并没有于任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員; iii)他們及他們之相關有聯繫者并没有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件), 表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告, 并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密, 并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基于能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意, 本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存, 或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員, 可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外, 交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來, 或為其擔任市場莊家, 或被委任替其證券進行承銷, 或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券, 或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務, 或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時, 應該留意任何或所有上述的情況, 均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源, 惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息, 并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此, 交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由于任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限于任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質, 旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用, 而并非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場, 亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改, 交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料, 考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要, 在參與有關報告中所述公司之證券的交易前, 委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言, 分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫, 兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處, 則應以英文版本為準。