

买入

2011年08月31日

中期业绩符合预期，区域优势保证业绩稳步增长

- **2011年中期净利润同比增长30.2%**：由于国家对西部地区政策扶持利好成渝地区铁矿石需求，公司产品销量及平均售价同比提升，期内公司营业收入为人民币8.45亿元，同比增长20.8%。尽管单位成本上升，但公司整体毛利率维持在51.0%，与上年同期相若。毛利约为人民币4.31亿元，同比增长18.1%。净利润约为3.01亿元，同比增长30.2%，期内EPS为人民币0.14元。公司中期不派息。
- **“十二五”规划利好成渝地区铁矿石需求**：受“十二五”规划及国家发改委对攀西地区钒钛资源利用规划等因素影响，以及区域内钢铁企业新建产能在未来3年内逐步释放至3200万吨，预计未来两年区域内铁矿石需求量将至少增长1900万吨。公司作为区域民营铁矿石供应商龙头，将直接从中受益。
- **铁矿资源量及铁精矿产能均保持快速增长**：期内公司已完成对阿坝矿业的收购，铁矿资源储量达3.97亿吨，铁精矿年产能达285万吨（包括含钒钛精矿及普通铁精矿），上市以来年均增长率分别为72.8%及51.3%。未来公司仍将保持资源量及产能快速增长的步伐，目标资源量将达6亿吨，铁精矿年产能将达500万吨。
- **受益于钛白粉价格上涨，钛精矿销售量价齐升**：期内由于国内钛白粉价格显著增长，作为上游原料公司钛精矿销售因此而受益。期内公司高品位钛精矿销量为5.72万吨，同比增长85.1%。平均售价由上年同期的人民币511.52元/吨上升至1131.85元/吨，毛利率超过60%。预计2011-12年公司钛精矿产量分别为14万吨及20万吨。
- **目标价3.60港元，买入评级**：预期2011-12年EPS分别为0.36及0.40港元，参考同行业的平均估值水平，维持公司12个月目标价3.60港元，目标价相当于公司2011-12年预测盈利的10.0倍及9.0倍市盈率，目标价较现价有63.6%的上升空间，买入评级。

赵海琳

0755-33367383

0085225321539

Hailin.zhao@firstshanghai.com.hk

主要数据

|        |                     |
|--------|---------------------|
| 行业     | 采矿                  |
| 股价     | 2.20 港元             |
| 目标价    | 3.60 港元<br>(+63.6%) |
| 股票代码   | 893                 |
| 已发行股本  | 20.75 亿股            |
| 市值     | 45.65 亿港元           |
| 52周高/低 | 4.37/2.00 港元        |
| 每股净资产  | 1.681 港元            |
| 主要股东   | 合创国际 (58.05%)       |

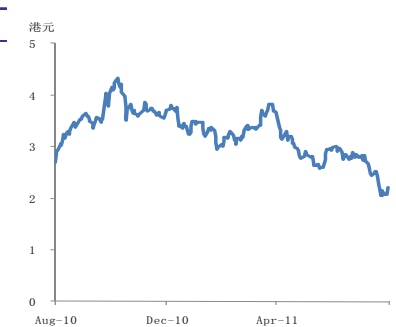
★1港元=0.83元人民币

盈利摘要

| 截止12月31日财政年度     | 2009历史       | 2010历史       | 2011预测       | 2012预测       | 2013预测       |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 收入 (人民币千元)       | 1,083,876.00 | 1,554,130.00 | 1,772,200.00 | 2,209,515.00 | 2,514,881.88 |
| 变动 (%)           | 37.00%       | 43.39%       | 14.03%       | 24.68%       | 13.82%       |
| 净利润 (人民币千元)      | 327,867.00   | 533,447.00   | 650,098.02   | 721,821.17   | 849,177.76   |
| 每股基本收益 (人民币元)    | 0.20         | 0.26         | 0.31         | 0.35         | 0.41         |
| EPS (港元)         | 0.23         | 0.29         | 0.36         | 0.40         | 0.47         |
| 变动 (%)           | 21.33%       | 27.81%       | 21.87%       | 11.03%       | 17.64%       |
| 市盈率 (倍, @2.20港元) | 9.62         | 7.53         | 6.18         | 5.57         | 4.73         |
| 每股派息 (港元)        | 0.00         | 0.05         | 0.06         | 0.07         | 0.08         |
| 息率 (%)           | 0.00%        | 2.36%        | 2.85%        | 3.16%        | 3.72%        |

来源：公司资料，第一上海

股价表现



来源：彭博

## 主要财务报表

### 损益表

(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日

|               | 09年<br>实际 | 10年<br>实际 | 11年<br>预测 | 12年<br>预测 | 13年<br>预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入            | 1,083.9   | 1,554.1   | 1,772.2   | 2,209.5   | 2,514.9   |
| 毛利            | 501.7     | 830.4     | 958.7     | 1,216.3   | 1,424.2   |
| 其他业务收入        | 40.9      | 30.0      | 30.0      | 30.0      | 30.0      |
| 销售及管理费用       | (28.3)    | (44.3)    | (50.5)    | (59.7)    | (67.9)    |
| 其他收支净额        | (68.5)    | (97.1)    | (109.0)   | (123.2)   | (135.2)   |
| <b>营业利润</b>   | 445.9     | 719.1     | 829.2     | 1,063.5   | 1,251.1   |
| 财务开支          | (9.2)     | (17.8)    | (8.3)     | 0.0       | 0.0       |
| 联营公司          | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 1.0       | 2.0       |
| <b>税前盈利</b>   | 436.6     | 701.3     | 821.0     | 1,064.5   | 1,253.1   |
| 所得税           | (69.7)    | (117.3)   | (102.6)   | (265.9)   | (312.8)   |
| 少数股东应占利润      | 39.1      | 50.6      | 68.2      | 75.8      | 89.1      |
| <b>净利润</b>    | 327.9     | 533.4     | 650.1     | 722.8     | 851.2     |
| 折旧及摊销         | 30.1      | 49.6      | 142.1     | 187.9     | 209.1     |
| <b>EBITDA</b> | 476.0     | 768.7     | 971.3     | 1,251.3   | 1,460.2   |
| <b>增长</b>     |           |           |           |           |           |
| 总收入 (%)       | 37.0%     | 43.4%     | 14.0%     | 24.7%     | 13.8%     |
| EBITDA (%)    | 28.4%     | 61.5%     | 26.4%     | 28.8%     | 16.7%     |
| 每股收益 (%)      | 21.3%     | 27.8%     | 21.9%     | 11.0%     | 17.6%     |

### 资产负债表

(人民币) (百万元), 财务年度截至12月31日

|              | 09年<br>实际 | 10年<br>实际 | 11年<br>预测 | 12年<br>预测 | 13年<br>预测 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金           | 1,884.0   | 1,095.6   | 958.0     | 1,629.0   | 2,573.4   |
| 应收账款         | 137.4     | 207.6     | 194.2     | 242.1     | 275.6     |
| 存货           | 70.9      | 69.6      | 80.2      | 98.0      | 107.6     |
| 其他流动资产       | 140.9     | 100.1     | 109.8     | 122.0     | 135.8     |
| <b>总流动资产</b> | 2,233.3   | 1,472.8   | 1,342.2   | 2,091.1   | 3,092.3   |
| <b>固定资产</b>  | 495.8     | 1,476.2   | 1,878.8   | 2,090.9   | 2,181.8   |
| 联营公司投资       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 1.0       | 2.0       |
| 其他固定资产       | 344.4     | 784.4     | 753.6     | 727.9     | 703.5     |
| <b>总资产</b>   | 3,073.5   | 3,733.4   | 3,974.6   | 4,910.9   | 5,979.6   |
| 应付帐款         | 284.8     | 527.8     | 532.6     | 671.3     | 801.8     |
| 短期银行贷款       | 100.0     | 175.0     | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他短期负债       | 76.1      | 110.3     | 110.3     | 110.3     | 110.3     |
| <b>总短期负债</b> | 460.9     | 813.1     | 642.9     | 781.6     | 912.0     |
| 长期银行贷款       | 0.0       | 125.0     | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他负债         | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 1.0       | 2.0       |
| <b>总负债</b>   | 466.6     | 944.2     | 628.8     | 760.0     | 877.0     |
| 少数股东权益       | 92.8      | 14.5      | 68.2      | 75.8      | 89.1      |
| <b>股东权益</b>  | 2,514.0   | 2,774.7   | 3,277.5   | 4,075.1   | 5,013.5   |
| 每股账面值(港元)    | 1.75      | 1.52      | 1.79      | 2.23      | 2.75      |
| 营运资金         | 1,772.3   | 659.7     | 699.3     | 1,309.5   | 2,180.3   |

资料来源: 公司资料、第一上海预测

### 财务分析

|               | 09年<br>实际 | 10年<br>实际 | 11年<br>预测 | 12年<br>预测 | 13年<br>预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>盈利能力</b>   |           |           |           |           |           |
| 毛利率 (%)       | 46.3%     | 53.4%     | 54.1%     | 55.0%     | 56.6%     |
| EBITDA 利率 (%) | 43.9%     | 49.5%     | 54.8%     | 56.6%     | 58.1%     |
| 净利率 (%)       | 30.2%     | 34.3%     | 36.7%     | 32.7%     | 33.8%     |
| <b>营运表现</b>   |           |           |           |           |           |
| SG&A/收入 (%)   | 2.6%      | 2.8%      | 2.9%      | 2.7%      | 2.7%      |
| 实际税率 (%)      | 16.0%     | 16.7%     | 12.5%     | 25.0%     | 25.0%     |
| 股息支付率 (%)     | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      |
| 库存周转          | 44.5      | 35.1      | 36.0      | 36.0      | 36.0      |
| 应付账款天数        | 178.6     | 266.2     | 239.0     | 246.7     | 268.3     |
| 应收账款天数        | 46.3      | 48.8      | 40.0      | 40.0      | 40.0      |
| <b>财务状况</b>   |           |           |           |           |           |
| 净负债/权益        | -0.71     | -0.29     | -0.29     | -0.40     | -0.51     |
| 收入/总资产        | 0.35      | 0.42      | 0.45      | 0.45      | 0.42      |
| 总资产/股本        | 1.22      | 1.35      | 1.21      | 1.21      | 1.19      |
| 盈利对利息倍数       | 48.24     | 40.36     | -         | -         | -         |

### 现金流量表

(人民币) (百万元), 财务年

|                | 09年<br>实际 | 10年<br>实际 | 11年<br>预测 | 12年<br>预测 | 13年<br>预测 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>EBITDA</b>  | 476.0     | 768.7     | 971.3     | 1,251.3   | 1,460.2   |
| 融资成本           | (9.2)     | (17.8)    | (8.3)     | 0.0       | 0.0       |
| 营运资金变化         | (55.0)    | 130.8     | 31.9      | 85.6      | 96.9      |
| 所得税            | (69.7)    | (117.3)   | (102.6)   | (265.9)   | (312.8)   |
| <b>营运活动现金流</b> | 342.1     | 764.4     | 892.3     | 1,071.0   | 1,244.4   |
| 资本开支           | (238.7)   | (974.6)   | (600.0)   | (400.0)   | (300.0)   |
| 其他投资活动         | (89.1)    | (775.8)   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| <b>投资活动现金流</b> | (327.7)   | (1,750.4) | (600.0)   | (400.0)   | (300.0)   |
| 负债变化           | 0.0       | (30.0)    | 100.0     | 200.0     | 0.0       |
| 股本变化           | 0.0       | (100.0)   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 股息             | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 其他融资活动         | 1,737.5   | (99.8)    | (100.0)   | (200.0)   | 0.0       |
| <b>融资活动现金流</b> | 1,737.5   | (229.8)   | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| <b>现金变化</b>    | 1,751.8   | (1,215.8) | 292.3     | 671.0     | 944.4     |
| 期初持有现金         | 133.1     | 1,884.0   | 665.6     | 958.0     | 1,629.0   |
| 期末持有现金         | 1,884.0   | 665.6     | 958.0     | 1,629.0   | 2,573.4   |
| 汇兑损失           | (0.9)     | (2.6)     | 0.0       | 0.0       | 0.0       |

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准,不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向,财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠,但第一上海不能担保其准确性或完整性,而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2011 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。