

中國鐵鈦 (893.HK)

資源擴張穩步推進

公司中報告

評級：買入→

現價：HK\$1.55

目標價：HK\$2.8→

潛在上升空間：80.6%

2011年12月30日

事項：

公司與攀枝花地區一大型鈦鈦磁鐵礦簽訂收購協議。

焦點：

(1) 此次收購鈦鈦磁鐵礦資源量超過 1 億噸，為公司上市以來收購的最大項目。

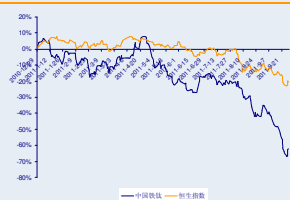
(2) 礦區位置優越，配套選廠建成後將有效提升公司未來的鐵精粉產量。

股份資料(HK\$)

52 周高位 (HK\$)	3.91
52 周低位 (HK\$)	1.01
市值 (百萬港幣)	3,216
發行股數 (百萬)	2,075
日成交量 (百萬港幣)	0.28
1 個月內變化 (%)	0.65
年初至今變化 (%)	-58.11
50 天平均價 (HK\$)	1.57
200 天平均價 (HK\$)	2.41
14 天強弱指數	50.44

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) 8800 9788-8050 (北京)

李浩

lovi.li@bocomgroup.com

Tel: (852) 2977 9243 (香港)

從彭博資訊下載本公司之研究報告：BOCM <enter>

事項

➤ 公司擬完成對攀枝花地區一大型鈦鈦磁鐵礦的收購。公司日前發佈公告稱其旗下子公司已與攀枝花當地一大型鈦鈦磁鐵礦簽訂收購協議。該礦估算資源量超過 1 億噸，屬露天開採鐵礦，預計鐵礦石品位不低於 15%，礦區面積達 20.37 平方千米。該礦位於攀枝花市仁和區，地理位置優越，附近擁有便利的水源和電力供應，交通運輸條件較好，具備建設大型選礦廠的基礎條件。公司預計將為此收購支付約 6 億元人民幣。由於該礦現階段僅擁有探礦權，因此未來通過進一步詳細勘探後還有提高儲量的潛力。

要點

➤ 公司在推進其資源擴張的道路上邁出了堅定的一步。此次收購完成後，將使公司在攀枝花地區實現資源量達到 6 億噸，鈦鈦磁鐵精粉產量達到 500 萬噸的既定戰略目標得到明確落實，在推進資源擴張的道路上邁出了堅定而穩健的一步。該礦的收購也將使公司在攀枝花-西昌地區擁有的鐵礦數量達到 8 個，資源量將由現在的 4 億多噸增加至 5 億噸以上。由於該礦礦區面積較大，我們預計後期資源量再度提升的潛力很大。

➤ 配套選廠最早可能於 2013 年形成部分產能。公司規劃在該礦的附近將建設一座設計產能為 200 萬噸的選礦廠，加上公司在其他選廠的新建及擴建計畫，公司未來在四川地區的鐵精粉產能將由目前的 275 萬噸提升至接近 500 萬噸的規模。公司將於 2012 年落實該礦的採礦權證、核實準確儲量及推進選礦廠的初期建設工作，預計 2013 年配套選礦廠將形成部分產能，2014 年後該選廠能基本實現設計產能，並能較大規模的生產鈦鈦磁鐵精粉。

➤ 維持公司“買入”的投資評級。此次公司對攀枝花當地大型鐵礦的收購使其資源量顯著增長，同時也為公司未來擴張鐵精粉產能奠定了堅實的基礎。受益於該礦配套選廠的建設，我們預計公司未來三年鐵精粉產量將有顯著增長。預計 2011~2013 年公司的 EPS 分別可達 0.28 元、0.30 元和 0.35 元。公司現股價對應 2012/2013 年的 P/E 僅為 4.2x/3.6x，估值顯著偏低，我們繼續維持公司“買入”的投資評級，維持公司 2.8 港元的目標價，對應 2012 年的 P/E 為 7.5x。

公司估值表

	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
營業收入 (RMB 百萬元)	1,084	1,554	1,635	2,019	2,341
淨利潤 (RMB 百萬元)	328	533	577	629	735
每股基本盈利(RMB)	0.20	0.26	0.28	0.30	0.35
每股核心盈利(RMB)	0.20	0.26	0.28	0.30	0.35
變動 (%)	17.6%	30.0%	7.0%	8.9%	16.9%
市盈率	6.7	5.0	4.6	4.2	3.6
每股派息(RMB)	0.00	0.05	0.06	0.06	0.07
周息率 (%)	0.0%	4.0%	4.4%	4.8%	5.6%
每股資產淨值 (RMB)	1.3	1.7	1.6	1.8	2.1
市淨率	1.06	0.76	0.80	0.68	0.59

資料來源：公司、交銀國際

圖表 1：公司鐵精粉、球團礦、鈦精礦產量變化及預測（單位：萬噸）

	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
鈦鈦磁鐵精粉	116.38	163.13	200.79	223	246	270	350
普通磁鐵礦				3	6	6	10
球團礦	32.53	68.76	71.32	70	90	120	150
高品位鈦精礦				10	20	22	25

資料來源：公司、交銀國際

圖表 2：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
鈦鈦鐵精粉銷售均價(元/噸)	570	570	0.0%	600	600	0.0%
球團礦銷售均價(元/噸)	900	900	0.0%	900	900	0.0%
鈦鈦鐵精粉產量(萬噸)	223.0	223.0	0.0%	246.0	246.0	0.0%
球團礦產量(萬噸)	70.0	70.0	0.0%	90.0	90.0	0.0%
高品位鈦精礦產量(萬噸)	10.0	10.0	0.0%	20.0	20.0	0.0%
營業收入(百萬元 RMB)	1,635	1,635	0.0%	2,019	2,019	0.0%
毛利(百萬元 RMB)	818	818	0.0%	1,000	1,000	0.0%
歸屬於普通股股東淨利潤(百萬元 RMB)	577	577	0.0%	629	629	0.0%
每股收益(RMB)	0.28	0.28	0.0%	0.30	0.30	0.0%
每股資產淨值(RMB)	1.59	1.59	0.0%	1.85	1.85	0.0%

資料來源：交銀國際

圖表 3：公司損益表預測（單位：百萬元 RMB）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
銷售收入	1,084	1,554	1,635	2,019	2,341
主營業務成本	582	724	818	1,020	1,159
毛利	502	830	818	1,000	1,182
分銷成本	28	44	33	40	47
管理費用	36	79	49	61	70
融資成本	9	18	-19	16	36
稅前利潤	437	701	755	882	1,032
所得稅支出	70	117	113	221	258
年內利潤	367	584	641	662	774
歸屬於公司權益人利潤	328	533	577	629	735
每股收益(元/股)	0.20	0.26	0.28	0.30	0.35

資料來源：交銀國際

圖表 4：公司資產負債表預測（單位：百萬元 RMB）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
現金及銀行結餘	1,884	1,096	348	440	541
應收賬款	137	208	131	162	187
存貨	71	70	70	70	67
流動資產合計	2,233	1,473	712	873	1,029
固定資產	496	1,476	2,498	3,259	3,959
資產總計	3,073	3,733	4,021	4,966	5,840
短期借款			200	550	750
流動負債合計	461	813	478	893	1,148
長期借款	0	125	235	235	235
負債合計	467	944	719	1,134	1,389
股本	183	183	183	183	183
儲備	2,514	2,775	3,105	3,634	4,253
少數股東權益	93	14	14	14	14
總所有者權益	2,607	2,789	3,302	3,832	4,451
總負債、所有者權益合計	3,073	3,733	4,021	4,966	5,840

資料來源：交銀國際

圖表 5：公司現金流量表預測（單位：百萬元 RMB）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
淨利潤	367	584	641	662	774
財務費用			-19	16	36
折舊			178	239	300
（營運資本增加）			-347	-4	-1
遞延稅金增加			0	0	0
總經營活動現金流	342	764	454	913	1,109
（資本支出）			-1,200	-1,000	-1,000
總投資活動現金	-328	-1,750	-1,280	-1,080	-1,080
長期負債增加（減少）			110	0	0
財務費用			19	-16	-36
股本增加（減少）			0	0	0
（股利）			-128	-132	-155
總融資活動現金	1,737	-230	25	201	9
現金淨增加額	1,752	-1,216	-747	92	100
初始現金	133	1,884	666	348	440
現金量變化	1,752	-1,216	-747	92	100
匯率變動調整	-1	-3			
期末可用現金量	1,884	666	348	440	541

資料來源：交銀國際

圖表 6：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%	5.2%	23.5%	16.0%
主營業利潤增長率	17.5%	65.5%	-1.5%	22.3%	18.3%
淨利潤增長率	15.1%	59.2%	9.8%	3.2%	16.9%
盈利能力					
毛利率	46.3%	53.4%	50.0%	49.5%	50.5%
淨利潤率	33.9%	37.6%	39.2%	32.8%	33.0%
ROE	14.1%	20.9%	19.4%	17.3%	17.4%
ROIC	12.6%	18.2%	14.8%	14.6%	14.7%
償債能力					
資產負債率	15.2%	25.3%	17.9%	22.8%	23.8%
已獲利息倍數	47.4	39.7	-39.4	55.0	29.5
流動比率	4.8	1.8	1.5	1.0	0.9
速動比率	4.7	1.7	1.3	0.9	0.8

資料來源：交銀國際

我們對比香港上市的鐵礦企業，無論從 P/E、P/B 以及儲量對比來看，公司估值都顯著偏低。

圖表 7：香港上市鐵礦公司估值對比一

公司	代碼	收盤價 (HK\$)	市值 (百萬 RMB)	EPS		P/E		P/B 2011F
				2011F	2012F	2011F	2012F	
中國罕王	3788.HK	2.56	3,801	0.31	0.35	6.7	6.0	3.93
中國鐵鈦	893.HK	1.55	2,610	0.28	0.30	4.5	4.2	0.80
鐵江現貨	1029.HK	1.08	2,946	0.02	0.03	43.8	29.2	3.81
新礦資源	1231.HK	0.93	3,018	0.00	0.02	219.2	41.2	2.99

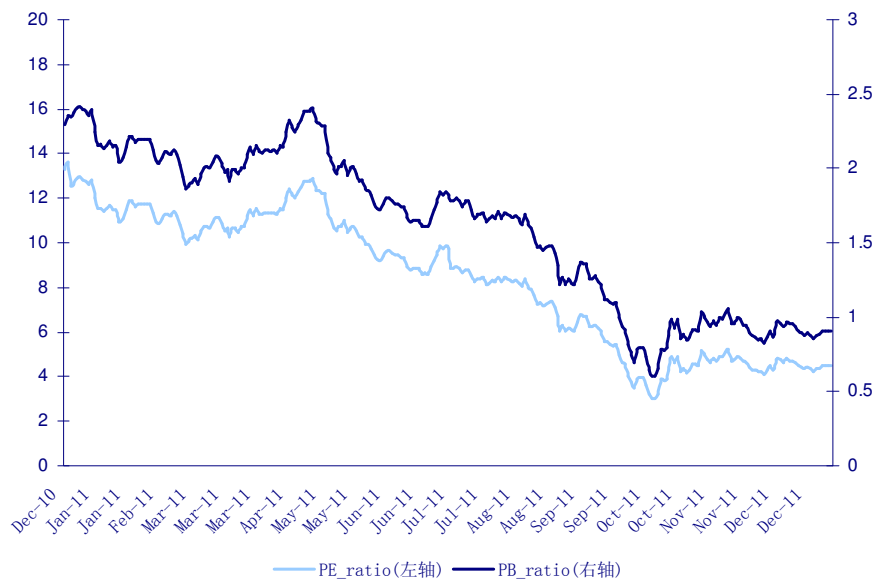
資料來源：公司、交銀國際

圖表 8：香港上市鐵礦公司估值對比二

公司	代碼	市值(百萬 RMB)	儲量(百萬噸)	市值/儲量(元/噸)
中國罕王	3788.HK	3,801	139.8	27.2
中國鐵鈦	893.HK	2,610	118.6	22.0
鐵江現貨	1029.HK	2,946	176.9	16.7
新礦資源	1231.HK	3,018	85.8	35.2

資料來源：公司、交銀國際

圖表 9：2011 年以來 P/E 及 P/B 對比



資料來源：Bloomberg、交銀國際

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

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於12個月內上升超過20%
長線買入: 預期股價於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: 預期股價於12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數於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: 預期行業指數於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)發表於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)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並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】並沒有於發表研究報告之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並沒有於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並沒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），表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並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，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於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他人士作任何用途。

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、並可能不時進行買賣、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並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其他服務，或替其從其他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，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不暗示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、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於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（包括但不限於任何直接的、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資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並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、有關投資或其他金融證券。

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、稅務或其他方面的專業顧問。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、或其他註冊或發牌的規例。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。