

中国铁钛 (0893.HK)

钛精矿-公司业绩增长的新驱动力

公司中报告

评级: 买入→

现价: HK\$1.35

目标价: HK\$2.8↓

潜在上升空间: 105.8%

2011年09月30日

事项:

与公司管理层进行了电话会议。

特别之处:

(1) 由于越南对华出口钛精矿将停止, 导致国内钛精矿供应出现严重短缺。钛精矿价格受此影响已出现大幅上涨。

(2) 公司铁矿石业务处于相对封闭的区域市场, 其价格稳定性较高。

(3) 公司估值处于严重低估, 长线投资机会显现。

股份资料(HK\$)

52周高位(HK\$)	4.37
52周低位(HK\$)	1.13
市值(百万港币)	2,801
发行股数(百万)	2,075
日成交量(百万港币)	5.90
1个月内变化(%)	-35.10
年初至今变化(%)	-63.51
50天平均价(HK\$)	2.28
200天平均价(HK\$)	3.01
14天强弱指数	24.32

资料来源: Bloomberg

个股1年走势图



资料来源: Bloomberg

罗荣晋

luorongjin@bocomgroup.com

Tel: (8610) 8800 9788-80500 (北京)

李浩

lovi.li@bocomgroup.com

Tel: (852) 29779243 (香港)

从彭博信息下载本公司之研究报告: BOCM <enter>

要点:

- **钛精矿将成为公司新的盈利增长点。** 2010年以来国内钛精矿价格出现大幅上涨, 公司销售的高品位钛精矿 2011上半年平均销售价格至 1138 元/吨, 较去年同期增长 100% 以上。钛精矿在公司总收入中的比重已由去年同期的 2.6% 上升至 8.8%。而公司目前高品位钛精矿的成本仅为 400 元/吨左右, 其毛利率已高达 60% 以上, 为公司盈利能力最高的产品。公司 2011 年高品位钛精矿产量可达 11 万吨, 预计 2012 年将增长至 15 万吨以上。而国内钛精矿目前受制于供应紧张, 其价格将维持持续高位运行的态势。钛精矿将成为公司未来新的盈利增长点。
- **供应短缺致钛精矿价格大幅上涨。** 此轮钛精矿价格的大幅上涨主要受供应短缺所致。中国现年铁精粉消费量约 350 万吨, 其中进口各种品位钛精矿约 200 万吨。越南对华出口钛精矿占国内年钛精矿消费量的 30% 左右。而越南政府已于 2011 年 6 月宣布将在 2011 年底结束对中国的钛精矿出口。这意味着未来中国国内将有巨大的钛精矿市场缺口。短期来看, 目前国内钛精矿产能没有显著增长的可能, 全球其他市场向中国大幅增加出口钛精矿的可能性也较低。因此我们认为在未来 2~3 年内国内钛精矿供应将持续偏紧, 钛精矿价格走强将有支撑。
- **公司所处铁矿石市场相对封闭, 铁矿价格稳定性较高。** 公司现主营产品铁精粉及球团矿主要供应四川等西南地区钢铁企业, 其所处市场相对封闭, 价格主要受区域内市场供需关系影响。2011 年底攀钢于西昌的第二钢铁基地将投产运营, 该项目设计年钢铁产能 400 万吨, 预计将需要新增铁精粉 600 万吨左右, 攀钢集团内部仅能供应 300 万吨, 其余 300 万吨将依赖当地市场或进口解决。因此我们认为 2011 年底后整个西南地区铁矿石供应将趋紧, 公司铁矿石销售价格将有较高稳定性。
- **维持公司“买入”的投资评级。** 由于国内钛精矿市场将持续处于短缺状态, 钛精矿价格上涨将获支撑; 同时公司铁矿石业务处于相对封闭的区域市场中, 价格稳定性亦较高。公司未来两年业绩将处于稳定增长中。我们将公司 2011/2012 年的 EPS 预测由此前的 0.33/0.42 元微调至 0.32/0.38 元。公司现股价对应 2011/2012 年的 P/E 仅为 3.5x/2.9x。公司估值显著偏低, 我们维持公司“买入”的投资评级。出于审慎原则, 我们将公司的目标价由 4.7 港元下调至 2.8 港元, 对应 2012 年的 P/E 为 6.0x。

公司估值表

	FY09	FY10	FY11F	FY12F	FY13F
营业收入(RMB 百万元)	1,084	1,554	1,844	2,306	2,823
净利润(RMB 百万元)	328	533	667	788	940
每股基本盈利(RMB)	0.20	0.26	0.32	0.38	0.45
每股核心盈利(RMB)	0.20	0.26	0.32	0.38	0.45
变动(%)	17.6%	30.0%	23.7%	18.0%	19.3%
市盈率	5.8	4.4	3.5	2.9	2.4
每股派息(RMB)	0.00	0.05	0.06	0.08	0.09
周息率(%)	0.0%	4.6%	5.7%	6.9%	8.2%
每股资产净值(RMB)	1.3	1.7	1.6	1.9	2.3
市净率	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5

资料来源: 公司、交银国际

一、钛精矿将成为公司业绩增长新的驱动力

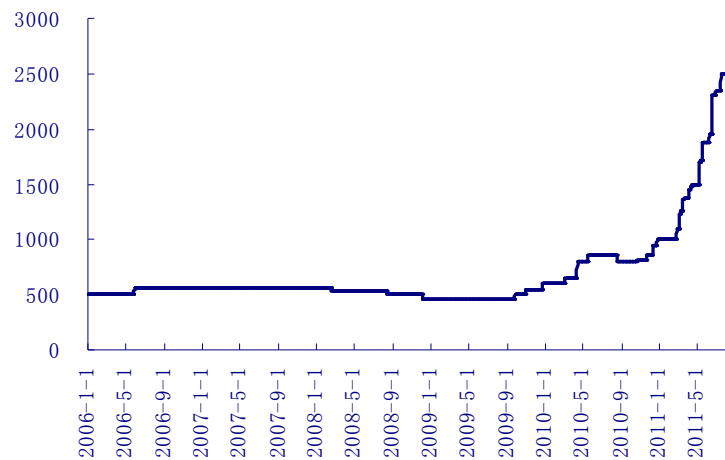
公司为攀西地区最大的独立铁矿石生产商，现有铁精粉年产能达 285 万吨，其中钒钛磁铁矿产能 270 万吨。该矿种为铁钛共生矿，不仅可选出含钒磁铁精粉，同时还能选出钛精矿。公司目前已拥有钛精矿洗选能力 28 万吨，预计 2011 年高品位钛精矿产量可达 11 万吨，2012 年将进一步提升至 15 万吨以上。

图表 1：公司铁精粉、球团矿、钛精矿产量变化及预测（单位：万吨）

	2008	2009	2010	2011H1	2011F	2012F
含钒铁精粉	116.38	163.13	200.79	103.87	230	260
普通磁铁矿				0.27	1	6
球团矿	32.53	68.76	71.32	30.03	80	120
中品位钛精矿	16.76	15.24	10.1	7.2	12	12
高品位钛精矿				5.76	11	15

资料来源：公司、交银国际

图表 2：中国攀枝花-西昌地区高品位钛精矿价格走势（元/吨）

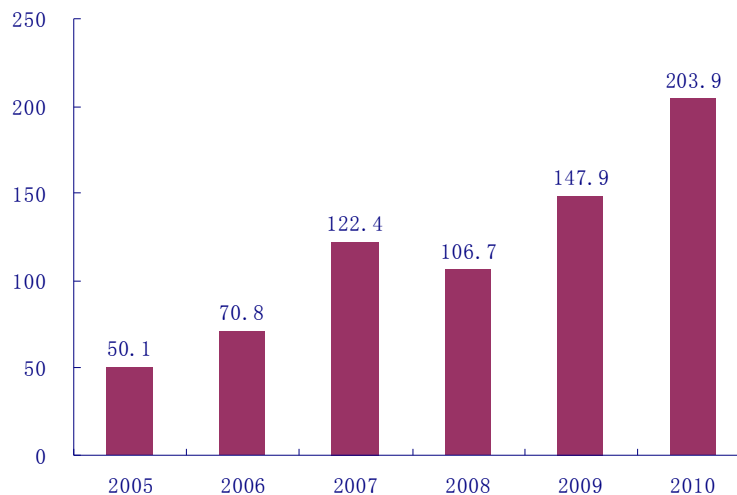


资料来源：交银国际

由于越南政府宣布将在 2011 年底后停止对华出口钛精矿，导致 2011 年以来国内钛精矿价格出现大幅上涨。至 2011 年 8 月，国内攀西地区钛精矿 ($TiO_2 > 47\%$, 干基, 不含税) 价格已超过 2000 元/吨，与 2010 年同期相比，增幅超过 100%。

目前中国现有钛精矿产能约 300 万吨，实际年产量维持在 200 万吨左右，另有 200 万吨左右的进口量。进口钛精矿中约 45% 来自于越南，因此若越南对华出口钛精矿停止，将导致市场出现约 90 万吨的钛精矿供应缺口，这必将推升未来钛精矿价格大幅上涨。

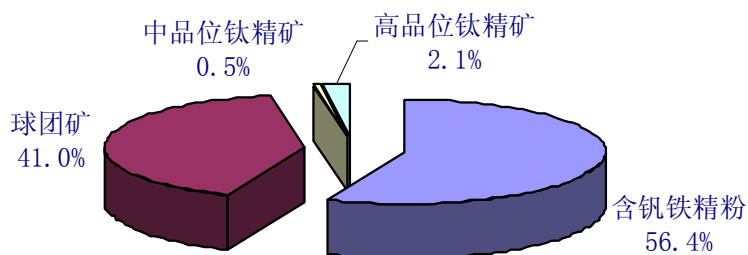
图表3：中国进口钛精矿数量变化（单位：万吨）



资料来源：有色金属工业协会

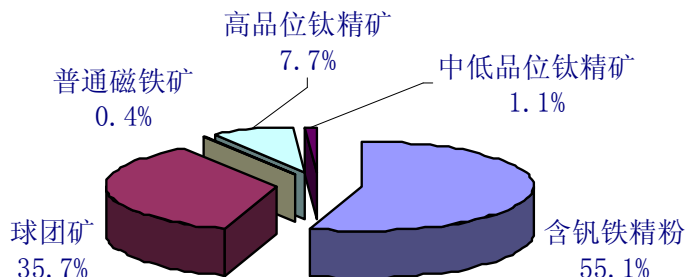
而从国内钛精矿供应来看，目前国内钛精矿产能主要集中于攀西（攀枝花-西昌）、河北、海南、广东、云南等地，其中以攀西地区为最主要的钛精矿供应地区，其产能约 150 万吨，约占全国钛精矿总产能的 50%。攀钢为该地区最主要的钛精矿供应商，公司预计 2011 年将生产钛精矿 47 万吨左右，而公司在攀西地区的钛精矿产能仅次于攀钢，现有钛精矿产能 28 万吨，2011 年预计将生产高品位钛精矿 11 万吨左右，同时公司还有约 10 万吨的中低品位钛精矿，公司计划未来将减少直接销售中低品位钛精矿的比重，转而提升销售高品位钛精矿的比重。

图表4：2010年公司主要产品收入占比



资料来源：有色金属工业协会

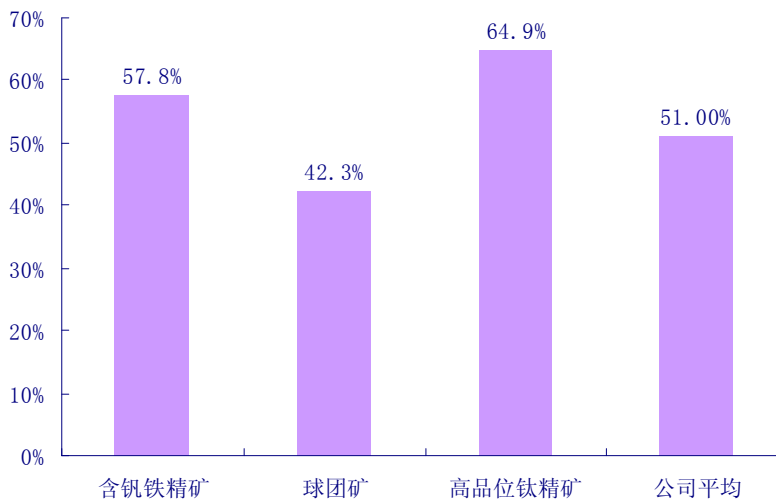
图表 5：2011 年公司主要产品收入占比(上半年数据)



资料来源：有色金属工业协会

2010 年钛精矿仅占公司总收入的 2.6%，但至 2011 上半年，该比重已大幅提升至 8.8%，其中以高品位钛精矿的比重提升尤为迅速。随着公司高品位钛精矿产能的进一步释放以及国内钛精矿价格的持续上扬，我们预计钛精矿在公司总收入中的比重还将继续上升。由于高品位钛精矿的毛利率较高，其对公司的盈利贡献也将显著提升，钛精矿将成为公司未来业绩增长新的驱动力。

图表 6：公司现主要产品毛利率水平对比

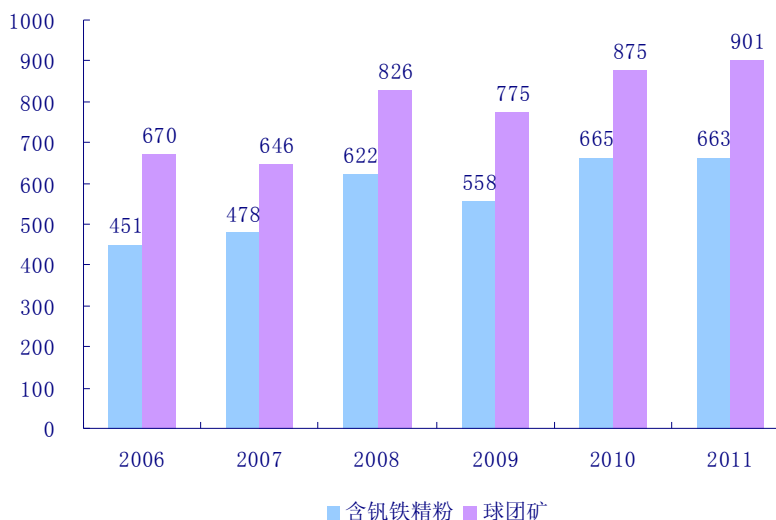


资料来源：交银国际

二、公司铁矿石销售价格更具稳定性

公司现有 5 个露天开采矿场和 2 个地下开采矿场，其中露天矿全部位于攀西会理地区，矿种为钒钛磁铁矿，并已形成 270 万吨的含钒铁精粉生产能力；而 2 个地下采场位于四川汶川地区，矿种为普通磁铁矿，现有选矿能力 10 万吨。由于汶川地区矿场现处于试生产初期，产量偏低，预计 2011 年实际产量仅能达到 1 万吨左右。会理矿区仍是公司现阶段主要的铁精粉生产地区，同时公司在会理地区还配套建设了 186 万吨的球团矿生产能力。而公司的含钒铁精矿也主要以供应四川、云南等西南地区钢铁企业为主。总体来看，公司所处的市场相对较为封闭，因此其价格波动也相对较小。自 2008 年以来，公司含钒铁精粉价格总体运行在 550 元/吨以上，即使受金融危机影响后的 2009 年公司含钒铁精粉的销售价格也并未出现显著下降。与东部地区相比，公司销售的含钒铁精粉价格较为平稳。

图表 7：公司历年铁精粉及球团矿销售价格变化（元/吨）



资料来源：交银国际

2011 年底攀钢集团位于西昌的 500 万吨钢铁项目预计将投产，该项目将需增加 600 万吨的铁精粉消费量。攀钢配套建设的白马铁矿年产能仅为 300 万吨铁精粉，仅能满足公司一半所需。因此攀钢西昌基地将有 300 万吨的消费缺口依赖外购和进口，这将使得西南地区的铁精矿供应进一步趋紧。

三、公司估值偏低

我们对比香港、内地的上市铁矿石生产企业，公司在铁矿石生产规模上处于行业领先地位，虽然公司现储量偏低，但公司铁矿石资源量高达4亿多吨，未来提升铁矿石储量的潜力较大。公司历史平均P/E水平维持在6x~10x，而目前仅为3.4x，显著偏低。与行业同类型铁矿采选企业相比，国际铁矿采选企业平均P/E保持在8x左右，公司估值与之相比也显著偏低。

图表8：香港及内地上市铁精粉生产企业估值对比

公司	代码	收盘价 (HK\$)	市值 (百万港币)	EPS		P/E		P/B
				2011F	2012F	2011F	2012F	2011F
中国铁钛	893.HK	1.35	2,801	0.32	0.38	3.5	2.9	0.70
新矿资源	1231.HK	0.96	3,840	0.02	0.07	40.6	11.6	0.00
铁江现货	1029.HK	1.01	3,396	0.05	0.10	16.7	8.4	0.82
金岭矿业	000655.SH	16.75	12,161	1.05	1.27	16.0	13.2	4.4

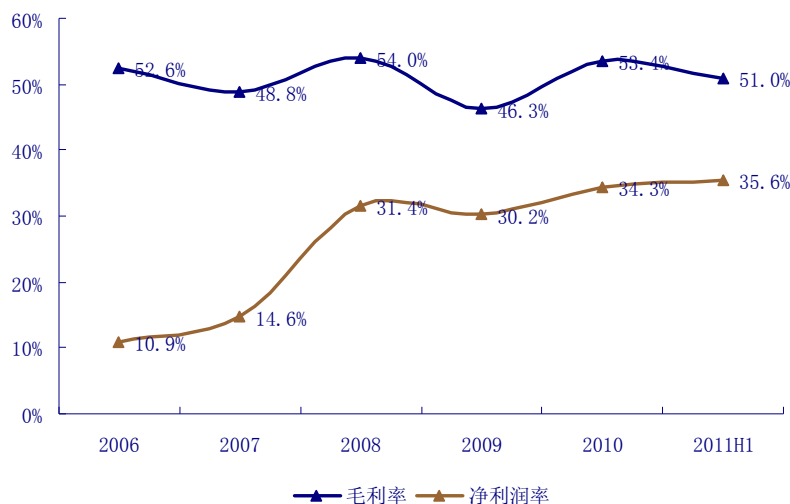
资料来源：公司、交银国际

图表9：香港及内地上市铁精粉生产企业储量、生产规模对比

公司	代码	2010 铁精粉产量 (百万吨)	储量 (百万吨)
中国铁钛	893.HK	2.01	118.6
新矿资源	1231.HK	0.00	260.0
铁江现货	1209.HK	0.00	644.7
金岭矿业	000655.SH	1.29	48.4
中国罕王	3788.HK	1.32	139.8

资料来源：公司、交银国际

图表10：公司历年毛利率及净利润率变化



资料来源：公司年报、交银国际

附表

图表 11 FY10-FY11 年业绩概要 (单位:百万元)

	1H10	2H10	1H11	同比增长
营业收入	700	854	845	20.8%
营业成本	334	389	414	23.8%
毛利	365	465	431	18.0%
销售费用	19	25	23	22.1%
管理费用	37	43	50	38.3%
财务费用	11	6	10	-15.2%
税前利润	302	399	366	21.1%
所得税	52	66	62	20.0%
净利润	251	333	304	21.2%
归属于普通股股东净利润	231	303	301	30.2%
每股收益	0.11	0.15	0.14	27.3%

资料来源:交银国际

图表 12: 主要假设变动

	2011F			2012F		
	原有预测	现有预测	变动	原有预测	现有预测	变动
铁精粉销售均价(元/吨)	690	650	-5.8%	700	680	-2.9%
球团矿销售均价(元/吨)	920.0	900	-2.2%	920.0	900	-2.2%
铁精粉产量(万吨)	236.0	231.0	-2.1%	325.0	266.0	-18.2%
球团矿产量(万吨)	90.0	80.0	-11.1%	120.0	120.0	0.0%
高品位钛精矿产量(万吨)	15.0	11.0	-26.7%	20.0	15.0	-25.0%
营业收入(百万元RMB)	1,863	1,844	-1.0%	2,577	2,306	-10.5%
毛利(百万元RMB)	992	970	-2.2%	1,361	1,236	-9.2%
归属于普通股股东净利润(百万元RMB)	683	667	-2.3%	868	788	-9.2%
每股收益(RMB)	0.33	0.32	-2.3%	0.42	0.38	-9.2%
每股资产净值(RMB)	1.64	1.63	-0.4%	1.99	1.95	-2.0%

资料来源:交银国际

图表 13：公司损益表预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
销售收入	1,084	1,554	1,844	2,306	2,823
主营业务成本	582	724	874	1,071	1,331
毛利	502	830	970	1,236	1,491
分销成本	28	44	37	46	56
管理费用	36	79	77	69	85
融资成本	9	18	-17	15	34
税前利润	437	701	873	1,106	1,319
所得税支出	70	117	131	276	330
年内利润	367	584	742	829	989
归属于公司权益人利润	328	533	667	788	940
每股收益（元/股）	0.20	0.26	0.32	0.38	0.45

资料来源：交银国际

图表 14：公司资产负债表预测（单位：百万元）

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
现金及银行结余	1,884	1,096	467	461	565
应收账款	137	208	147	185	226
存货	71	70	70	70	67
流动资产合计	2,233	1,473	868	946	1,139
固定资产	496	1,476	2,498	3,445	4,319
资产总计	3,073	3,733	4,177	5,225	6,310
短期借款			150	150	200
流动负债合计	461	813	463	848	1,136
长期借款	0	125	325	325	330
负债合计	467	944	795	1,179	1,473
股本	183	183	183	183	183
储备	2,514	2,775	3,185	3,849	4,640
少数股东权益	93	14	14	14	14
总所有者权益	2,607	2,789	3,383	4,046	4,837
总负债、所有者权益合计	3,073	3,733	4,177	5,225	6,310

资料来源：交银国际

图表 15：公司现金流量表预测（单位：百万元）

	2009	2010F	2011F	2012F	2013F
净利润	366.9	584.0	741.7	829.2	989.1
财务费用			-16.7	14.8	34.3
折旧			178.4	252.3	326.8
(营运资本增加)			-348.9	-4.6	-2.3
递延税金增加			0.0	0.0	0.0
总经营活动现金流	342.1	764.4	554.5	1,091.6	1,347.9
(资本支出)			-1,200.0	-1,200.0	-1,200.0
总投资活动现金	-327.7	-1,750.4	-1,280.0	-1,280.0	-1,280.0
短期负债增加(减少)			-25.0	0.0	50.0
长期负债增加(减少)			200.0	0.0	5.0
财务费用			16.7	-14.8	-34.3
股本增加(减少)			0.0	0.0	0.0
(股利)			-148.3	-165.8	-197.8
总融资活动现金	1,737.5	-229.8	43.3	-180.6	-177.1
现金净增加额	1,751.8	-1,215.8	-629.0	-311.6	-47.1
初始现金	133.1	1,884.0	665.6	466.6	155.0
现金流量变化	1,751.8	-1,215.8	-629.0	-311.6	-47.1
期末可用现金流量	1,884.0	665.6	466.6	155.0	107.9

资料来源：交银国际

图表 16：公司主要财务比率预测

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
成长性					
营业收入增长率	37.0%	43.4%	18.6%	25.1%	22.4%
主营业利润增长率	17.5%	65.5%	16.8%	27.4%	20.7%
净利润增长率	15.1%	59.2%	27.0%	11.8%	19.3%
盈利能力					
毛利率	46.3%	53.4%	52.6%	53.6%	52.8%
净利润率	33.9%	37.6%	40.2%	36.0%	35.0%
ROE	14.1%	20.9%	21.9%	20.5%	20.4%
ROIC	12.6%	18.2%	16.6%	18.6%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	15.2%	25.3%	19.0%	22.6%	23.3%
流动比率	4.8	1.8	1.9	1.1	1.0
速动比率	4.7	1.7	1.7	1.0	0.9

资料来源：交银国际

交银国际 www.bocomgroup.com

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦九楼
总机: (852) 3710 3328; 传真: (852) 3426 9702
北京市东城区长安街 1 号东方广场 E1 楼 312 室
总机: (86-10) 8518 4068

评级定义

公司评级

买入: 预期股价于 12 个月内上升超过 20%
长线买入: 预期股价于 12 个月以上时间上升超过 20%
中性: 预期股价波动在±20%之间
沽出: 预期股价于 12 个月内下跌超过 20%

行业评级

领先: 预期行业指数于 12 个月内超过大市涨幅 10% 以上
同步: 预期行业指数与大市涨幅的差幅在±10%之间
落后: 预期行业指数于 12 个月内落后大市涨幅 10% 以上

分析员披露

本研究报告之作者, 兹作以下声明: i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点; 及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系; iii) 对于提及的证券或其发行者, 他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认: i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之 30 个日历日前处置/买卖该等证券; ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员; iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告 (包括任何有关的附件), 表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告, 并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密, 并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意, 本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存, 或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员, 可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外, 交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来, 或为其担任市场庄家, 或被委任替其证券进行承销, 或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券, 或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务, 或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时, 应该留意任何或所有上述的情况, 均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源, 惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息, 并可能受递延误差、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此, 交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失 (包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失) 而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质, 旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用, 而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场, 亦可在没有提供通知的情况下随时更改, 交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料, 考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要, 在参与有关报告中所述公司之证券的交易前, 委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言, 分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写, 两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处, 则应以英文版本为准。