

# 公司研究

2012-03-22 星期三



華泰金融控股(香港)有限公司  
HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

## 钛精矿收入增长推动业绩

中国铁钛 (893.HK)  
评级: 增持  
目标价(港币): 2.23  
潜在上升空间: 15.0%

- **2011 年业绩概要:** 2011 年公司实现收入 17.1 亿元(人民币,下同),毛利 8.3 亿元,分别同比增长 8.7%及下降 1.6%,综合毛利率较 2010 年下滑 5%至 48.3%。期内实现净利润为 6.06 亿元,同比增长 11.8%,每股收益 0.29 元,拟派发末期股息 7.3 港仙。全年业绩与我们之前预测一致。
- **产能全面提升,球团矿运行不畅:** 2011 年公司产能全面提升,其中铁精粉、球团矿及高品位钛精矿产能分别同比提升 19.6%、277.8%及 55.6%至 275 万吨、136 万吨和 28 万吨。从收入结构来看,铁精粉(包括普通铁精矿)和球团矿分别实现收入 9.9 亿元和 5.9 亿元,分别同比提升 10.5%和下降 6.9%,收入占比分别为 58.0%和 34.6%。球团矿销售的下降主要由于上半年新增 100 万吨球团矿运行不畅,导致产量下滑所致(产量下滑 14%)。期内铁精粉和球团矿销售均价相较 2010 年基本持平,分别为 671 元/吨和 891 元/吨。
- **高品位钛精矿增长迅猛:** 2011 年公司钛精矿部分实现收入 12.7 亿元,同比增长 208.3%;其中高品位钛精矿收入为 11.4 亿元,同比增长 246.9%,收入占比由 2010 年的 2.1%提升至 6.7%。高品位钛精矿销售快速增长主要得益于两方面:首先是期内公司高品位钛精矿产能提升 10 万吨至 28 万吨,使得产量亦提升 4.1 万吨至 10.8 万吨;其次受益于下游钛白粉市场的需求旺盛,2011 钛精粉价格(含中品味)同比 2010 年大幅提升 139%至 679 元/吨。我们认为 2012 年钛精粉的产量将继续提升,而目前高品位钛精粉价格仍维持高位,因此钛精粉销售占比将继续提升。
- **资源量扩产保障产能提升:** 2011 年底公司宣布以最少 6 亿元收购一个平均品位在 15%以上,资源储量大于 1 亿吨的钒钛磁铁矿。使公司朝着计划 3-5 年内将资源量由 4 亿吨扩充至 6 亿吨的目标更进一步,届时相对应的铁精粉产能也将由目前 275 万吨提升至 500 万吨。钛精矿方面公司计划 3-5 年内将产能从现有基础上提升至 40 万吨。
- **展望 2012 年:** 管理层表示,2012 年随着西南成渝经济快速发展、高强度钢筋使用比例继续提升(目前使用率为 35%),以及西南几大钢铁企合计 1,250 万吨产能的陆续投产,对于钒钛磁铁矿的需求将进一步提升,铁精粉价格有望有所恢复。
- **维持“增持”评级:** 我们认为 2012 年随着球团矿及高品位钛精矿全面投产,销量将进一步提升,因此轻微提升盈利预测,并维持“增持”评级,目标价调整为 2.23 港元,相当于 5.5 倍、5.0 倍 2012 及 2013 年市盈率。
- **风险因素:** 新增产能投产不及预期,含钒铁精粉及钛精矿价格波动超出预期。

### 分析师

杨圣康

(852) 3658 6000

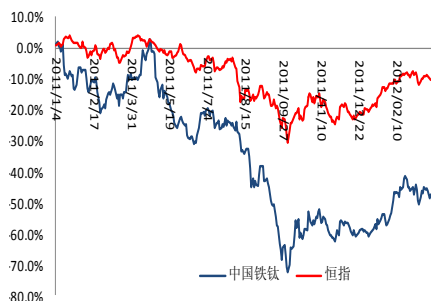
(0755) 8276 3445

yangshenkang@mail.htsc.com.cn

### 基础资料

股价(港元): 1.94  
股票类别: 铁矿石  
已发行股份(百万股): 2,075  
总市值(百万港元): 4,025  
52 周股价波幅(港元): 1.01-3.91  
主要股东: 王劲(58.05%)

### 52 周股价相对走势



数据来源: 华泰香港

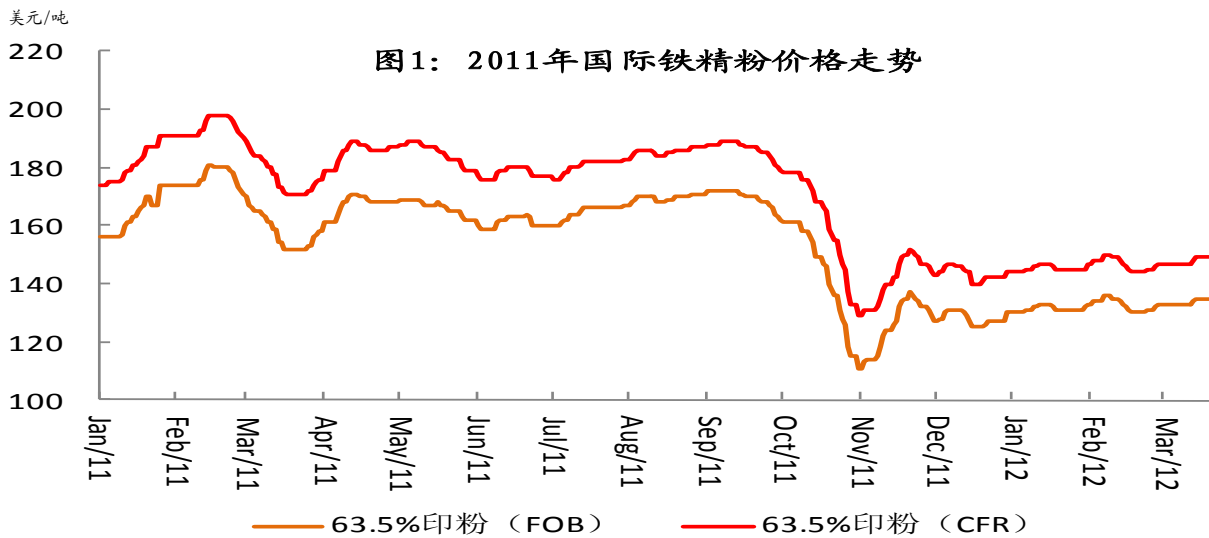
经营预测与估值	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万人民币)	1,084	1,554	1,713	2,045	2,260
(+/-%)	37.0	43.4	10.2	19.4	10.5
净利润(百万人民币)	328	533	602	687	758
(+/-%)	31.8	62.7	12.9	14.1	10.3
EPS(人民币元)	0.20	0.26	0.29	0.33	0.37
P/E(倍)	8.0	6.1	5.5	4.8	4.4

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

**2011年业绩分析**

人民币千元	2010A	2011A	变动	分析
收入	1,576,428	1,712,978	8.66%	铁精粉和钛精矿产量提升, 钛精矿价格提升
销售成本	(735,982)	(886,407)	20.44%	采矿成本提升、人工成本提升
毛利	840,446	826,571	-1.65%	
毛利率(%)	53.31%	48.25%	-9.49%	球团矿运行不畅产量不及预期
其他收入	69,868	109,742	57.07%	银行利息收入、政府补贴、政府补偿等公允价值变动
销售及分销成本	(47,283)	(46,473)	-1.71%	
行政开支	(88,678)	(102,219)	15.27%	职工成本提升及期权摊销
分占共同控制实体亏损	(4,477)	34		
其他开支	(38,802)	(19,035)	-50.94%	
财务成本	(17,968)	(21,120)	17.54%	借贷利率提升
除税前溢利	713,106	747,500	4.82%	
所得税开支	(117,316)	(134,775)	14.88%	
本公司权益持有人应占溢利	541,816	605,892	11.83%	
每股基本盈利(元)	0.26	0.29	11.54%	

资料来源: 公司资料, 华泰香港



**同行业估值比较**

名称	代码	最新价	货币	市值(亿)	EPS				PE				EV/EBITDA			EV/资源量 (美元/吨)	EV/储量 (美元/吨)	
					2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E	2013E	2010A	2011A	2012E			2013E
中国铁钛	893.HK	1.94	HKD	40.3	0.32	0.35	0.40	0.45	6.12	5.49	4.80	4.36	3.64	2.73	2.04	1.83	4.86	14.93
铁江现货	1029.HK	1.07	HKD	42.7	(28.09)	0.23	0.18	0.24	n.a	4.60	6.00	4.38	(61.61)	23.09	18.67	2.19	1.42	2.32
淡水河谷	VALES BZ	41.95	BRL	2327.1	5.13	8.53	8.35	8.49	8.17	4.92	5.02	4.94	6.28	3.89	3.62	3.29	n.a	20.40
必和必拓	BHP AU	35.31	AUD	1758.7	2.63	3.99	4.57	4.72	13.42	8.85	7.73	7.48	8.72	6.09	5.27	4.85	14.49	56.50
力拓	RIO LN	3325	GBP	660	441.49	586.84	605.29	620.46	7.53	5.67	5.49	5.36	3.05	4.16	3.79	3.56	15.60	98.10
<b>平均</b>									8.81	6.23	5.76	5.53	5.42	4.22	3.68	3.38	9.09	38.45

资料来源: 华泰香港, Bloomberg预测

损益表 (百万人民币)

截止至12月31日	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入	1,084	1,554	1,713	2,045	2,260
成本	(582)	(724)	(886)	(978)	(1,087)
<b>毛利</b>	502	830	827	1,067	1,174
经营费用	(28.3)	(44.3)	(46.5)	(58.2)	(64.4)
行政开支	(35.6)	(79.5)	(102.2)	(71.6)	(74.6)
其他收入净额	8.0	12.4	90.7	7.5	5.4
<b>经营利润</b>	446	719	769	945	1,040
财务成本	(9.2)	(17.8)	(21.8)	(22.1)	(22.3)
<b>税前利润</b>	437	701	747	923	1,018
所得税	(69.7)	(117.3)	(134.8)	(170.8)	(188.3)
<b>年内股东溢利</b>	366.9	584.0	612.0	752.3	829.6
少数股东权益	(39.1)	(50.6)	(6.1)	(65.1)	(71.8)
<b>净利润</b>	327.9	533.4	605.9	687.1	757.7
每股收益(人民币)	0.20	0.26	0.29	0.33	0.37
收入增长(%)	37.0%	43.4%	10.2%	19.4%	10.5%
毛利增长(%)	17.5%	65.5%	-0.5%	29.1%	10.0%
经营利润增长(%)	26.7%	61.3%	6.9%	23.0%	10.1%
净利润增长(%)	15.1%	59.2%	4.8%	22.9%	10.3%
每股收益增长(%)	17.6%	30.0%	11.5%	14.2%	10.3%

资产负债表 (百万人民币)

截止至12月31日	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
固定资产	496	1,540	1,727	1,810	1,717
无形资产	142	548	577	518	504
其他非流动资产	202	311	675	378	372
<b>非流动资产总计</b>	840	2,399	2,979	2,706	2,593
存货	71	71	137	121	141
应收账款	137	208	134	342	391
现金及现金等价物	1,884	1,096	947	1,963	2,769
其他流动资产	141	101	261	101	101
<b>流动资产总计</b>	2,233	1,475	1,479	2,527	3,402
<b>总资产</b>	3,073	3,874	4,458	5,233	5,995
应付账款	86	261	341	437	507
短期债务	100	175	322	175	175
其他流动负债	275	442	456	442	442
<b>流动负债总计</b>	461	878	1,119	1,054	1,124
长期借款	0	157	101	157	157
其他长期负债	6	7	18	7	7
<b>非流动负债总计</b>	6	164	119	164	164
股本	183	183	183	183	183
储备	2,331	2,624	3,016	3,683	4,302
股东权益	2,514	2,807	3,199	3,866	4,485
少数股东权益	93	30	22	153	224
<b>总权益</b>	2,607	2,837	3,221	4,019	4,710

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

现金流量表 (百万人民币)

截止至12月31日	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
税前利润	437	701	747	923	1,018
折旧与摊销	43	91	122	285	308
财务费用	9.2	17.8	21.8	22.1	22.3
运营资本变动	(77.2)	105.1	86.7	(96.5)	1.6
税金	(69.7)	(117.3)	(134.8)	(170.8)	(188.3)
其他经营现金流	0.6	(29.0)	(154.2)	0.0	0.0
<b>经营活动所产生现金流</b>	342	769	688	962	1,162
购买固定资产净值	(239)	(975)	(348)	(200)	(200)
投资减少/增加	(39)	(5)	0	0	0
其他投资现金流	(50)	(771)	(698)	0	0
<b>投资活动所产生现金流</b>	(328)	(1,750)	(1,046)	(200)	(200)
净增权益	1,773	0	0	0	0
净增债务	100	200	91	0	0
支付股息	0	0	(108)	(139)	(153)
其他融资现金流	(135.3)	(429.8)	(100.4)	0.0	0.0
<b>融资活动所产生现金流</b>	1,737	(229.8)	(117.4)	(138.8)	(153.1)
现金变动	1,752	(1,211)	(475)	624	809
年初现金	133	1,885	674	197	820
<b>期末现金</b>	1,885	674	197	820	1,629

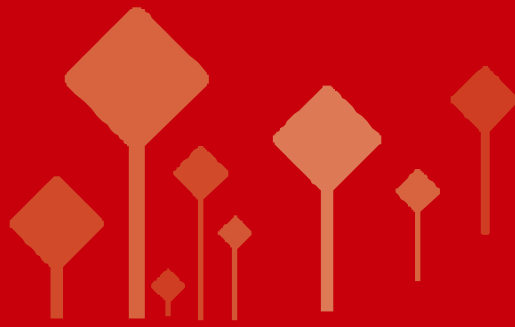
主要比率

截止至12月31日	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>获利能力</b>					
毛利率	46.3%	53.4%	48.3%	52.2%	51.9%
经营利润率	41.1%	46.3%	44.9%	46.2%	46.0%
净利润率	30.2%	34.3%	35.4%	33.6%	33.5%
ROE	12.6%	18.8%	18.8%	17.1%	16.1%
ROA	10.7%	13.8%	13.6%	13.1%	12.6%
<b>偿还能力</b>					
资产负债率	15.2%	26.9%	27.8%	23.3%	21.5%
净资产负债率	17.9%	36.7%	38.4%	30.3%	27.3%
流动比率	4.8	1.7	1.3	2.4	3.0
速动比率	4.69	1.60	1.20	2.28	2.90
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.35	0.40	0.38	0.39	0.38
应收账款周转率	7.89	7.49	7.50	7.50	7.50
应付账款周转率	6.77	2.77	2.86	2.86	2.86
存货周转率	8.32	10.40	10.43	10.43	10.43
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益	0.20	0.26	0.29	0.33	0.37
每股净资产	0.15	1.35	1.55	1.94	2.27
<b>估值比率</b>					
P/E	8.0	6.1	5.5	4.8	4.4
P/B	10.3	1.2	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.2	3.7	3.4	2.4	2.2
股息率	0.0%	3.3%	3.7%	4.2%	4.6%

资料来源: 公司资料, 华泰香港预测

## 2 公司研究: 中国铁钛 (893.HK)

谨请参阅尾页重要申明及华泰香港股票和行业评级标准



## 华泰香港投资评级标准

---

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 恒生指数（以下简称基准）

### 股票评级

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

---

## 免责声明

---

本报告由华泰金融控股（香港）有限公司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，并非作为或被视为购买或认购证券或其他金融票据的邀请。其所载资料在刊出时皆被华泰金融控股（香港）有限公司认为可靠，但华泰金融控股（香港）有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰金融控股（香港）有限公司不会对因此使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。华泰金融控股（香港）有限公司或其关连人士可能会因应不同的假设或因素发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。华泰金融控股（香港）有限公司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。华泰金融控股（香港）有限公司或其关连人士可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。

©2011 华泰金融控股（香港）有限公司版权所有。保留一切权利。

---

## 香港

香港皇后大道中 99 号中环中心 5808-5812 室

电话：（852）3658 6000

传真：（852）2169 0770

电子邮件：stockscs@mail.htsc.com.cn

<http://www.htsc.com.hk/>