

CHINAVTM (893.HK)

No new capacity until 2014

NEUTRAL

Price Target : HK\$ 1.4

Upside : +9%

Key Data

Price(HK\$)	1.29
Shares Outstanding	2,075
Market Cap. (HK\$ m)	2,677
Free float (%)	42.0
52 Week Range	1.01/ 3.04
Controlling Shareholder	Wang Jing(58%)
BVPS (RMB)	1.88
Asset-liability ratio (%)	28.0

Price Performance Chart



Coal & Steel

Analyst: David Lam

SFC CE No.: AVL286

00852-2899 3130

david.lam@guosen.com.hk

Investment Highlights:

- **The second largest iron ore producer in Sichuan Province.** Company owns and operates six iron ore mines with total resources of 370mt and iron ore concentrates production of 2mt in 2011.
- **The main mines are vanadium-bearing titanomagnetite mines.** The average iron content of ore is approximately 25% and the average titanium content is approximately 10%. Iron concentrates and Titanium concentrates can be obtained through the magnetic separation and flotation processing. The 2011 revenue of iron concentrates, Titanium concentrates and iron pellets accounted for 58%, 8% and 34% of total.
- **The iron ore price is relatively stable in Sichuan Province.** Due to poor infrastructure in West-south region, the iron ore market in Sichuan Province is independent. In addition to strong growing prospects of pig iron production, we expected the iron ore price in Sichuan Province will be relatively stable.
- **Haibaodang mine and Dashanshu section of Pingchuan mine are under exploration.** The total iron ore resources will be at least 150mt, and expected to start production in end 2014.
- **We initiate coverage of CHINAVTM with a NEUTRAL rating and a PT of HK\$1.4.** We expected FY12-14 EPS will be Rmb0.26, 0.30 and 0.36.

Financial Summary

Year to Dec	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
Turnover (RMB m)	1,576	1,713	1,884	2,132	2,622
Turnover Growth (%)	45%	9%	10%	13%	23%
Net Profit (RMB m)	596	613	551	624	763
Net Profit Growth (%)	62%	3%	-10%	13%	22%
EPS (RMB)	0.26	0.29	0.26	0.30	0.36
CFO per share(RMB)	0.415	0.330	0.467	0.440	0.561
P/E (x)	4.2	3.6	4.1	3.6	2.9
P/B (x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
Dividend per share(RMB)	0.05	0.06	0.05	0.06	0.07

Source: Bloomberg, Guosen Securities (HK)

中国铁钛 (893. HK)

新增产能建设需时，2014年才能投产

中性

目标价: HK\$ 1.4
潜在涨幅: +9%

股票数据

收盘价(港元)	1.29
总股本/流通股本(m)	2,075/ 870
总市值/流通市值(HK\$ m)	2,677/1,122
52周最高/最低	1.01/ 3.04
控股股东	王劲
持股比例	58%
每股净资产(RMB)	1.88
资产负债率(%)	28.0

6个月股价走势



投资要点:

- **四川省第二大铁矿石生产商。**四川省是铁矿石生产大省，其拥有丰富的铁矿石资源。公司是一家坐落于四川省凉山州的铁矿石企业，拥有3.7亿吨资源量，其2011年铁精矿产量222万吨，占全省总产量约10%。
- **公司主营产品为钒钛磁铁矿石。**公司开采的矿石除了拥有约25%品位的铁外，还含有约10%的钛及微量钒。通过磁选或重选等工艺，公司可从原矿提取出铁精矿和钛精矿出售，或把部分铁精矿加工成球团矿出售。根据2011年数据，铁精矿、钛精矿和球团矿的收入占比分别为58%、8%、34%。
- **四川市场较为独立，该区铁矿石价格将较为平稳。**基于西南部交通极不便利，四川省一直以来就形成了一个自给自足的市场。我们认为该区域受到全球铁矿石产能过剩的影响相对较小，加上当地钢铁产能较快的增长，其铁矿石价格将较为平稳。
- **多个项目处于勘探阶段，短期难以对公司业绩产生贡献。**公司在去年签订了收购攀枝花易兴达工贸公司的协议，预计将为公司新增至少1亿吨的资源储备。另外，公司现正与平川铁矿公司合作开发大杉树矿段，估计其资源量达5000万吨。以上两个项目可开发成百万吨级以上的铁矿场，为公司产能翻倍的长远计划奠定了基础。但项目现处于探勘阶段，预计今明两年难以对公司盈利作出贡献。
- **给予“中性”评级，目标价为1.4港元：**虽然现时股价处于较低水平，加上公司拥有多个具发展潜力的项目，但基于其未来一年铁矿石产能及业绩增长有限，我们给予公司“中性”评级。

盈利预测

截至 31/12	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业额(RMB m)	1,576	1,713	1,884	2,132	2,622
增长(Y/Y, %)	45%	9%	10%	13%	23%
净利润(RMB m)	596	613	551	624	763
增长(Y/Y, %)	62%	3%	-10%	13%	22%
每股收益(RMB)	0.26	0.29	0.26	0.30	0.36
每股经营现金流(RMB)	0.415	0.330	0.467	0.440	0.561
市盈率(x)	4.2	3.6	4.1	3.6	2.9
市净率(x)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
每股派息(RMB)	0.05	0.06	0.05	0.06	0.07

资料来源: 国信香港

煤炭钢铁行业

分析师: 林世荣

证监会中央编号: AVL286

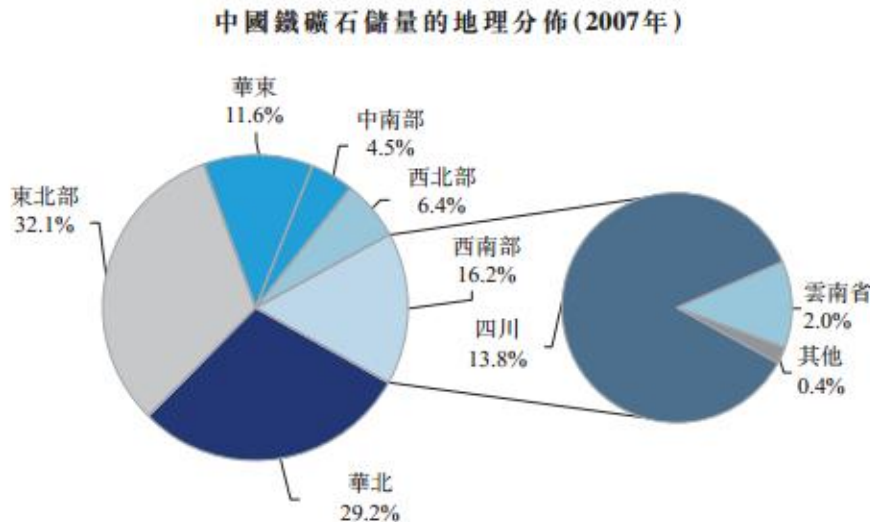
00852-2899 3130

David.lam@guosen.com.hk

四川省第二大铁矿石生产商

四川省是一个铁矿石资源丰富的省份，其探明资源储量达 115 亿吨，占全国总量的 13%。当地丰富的铁矿石资源造就了多家铁矿石企业。而中国铁钛正是一家坐落于四川省凉山州的铁矿石生产商。公司现持有约 3.7 亿吨的铁矿石资源储备，2011 年铁精矿产量达 222 万吨，占全省总产量约 10%。

图 1：中国铁矿石储量地理分布



资料来源：国信香港

表 1：四川省主要的铁矿石生产商

公司	资源量/储量	品味 (%)	铁精矿产能 (万吨/年)	扩展计划
攀钢钒钛	保有储量 13 亿吨	29%	730	白马矿全面投产后，公司铁精矿产能将达 1400 万吨
中国铁钛	资源量 3.7 亿吨	25%	260	公司长远产能将达 500 万吨
重钢西昌矿业 有限公司	工业储量 2 亿吨	30%	100	公司长远产能将达 150 万吨
宏达集团	-	-	-	该项目现处于建设阶段，一期工程可形成年原矿开采量 1000 万吨

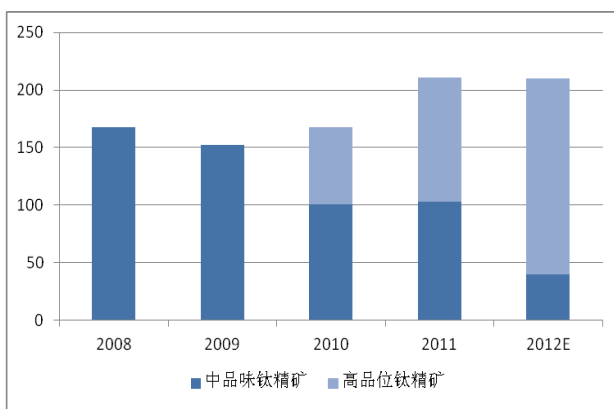
资料来源：国信香港

主营产品：钒钛磁铁矿石——不一样的铁矿石

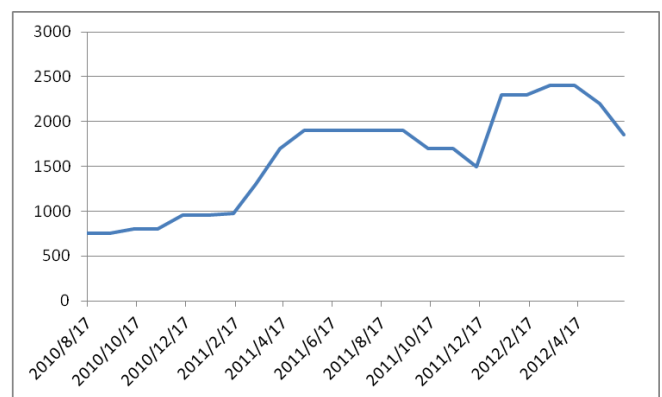
有别于其他铁矿石企业，中国铁钛的销售产品除了铁精矿外，还包含：钛精矿及球团矿。公司主营矿场的矿石为钒钛磁铁矿，其拥有约 25%品位的铁、约 10%品位的钛及微量的钒。为了从矿石中提取钛矿，加以利用，公司采用了强磁选和重选的工艺从钛磁铁矿石中选出中品位钛精矿，然后以硫化矿物浮选的工艺选出高品位的钛精矿出售。

公司积极地扩大自身的高品位钛精矿的产能，我们预计 2012 年高品位的钛精矿产量将达 17 万吨，成为国内较具规模的钛精矿生产商。

图 2：高品位钛精矿产能快速扩展



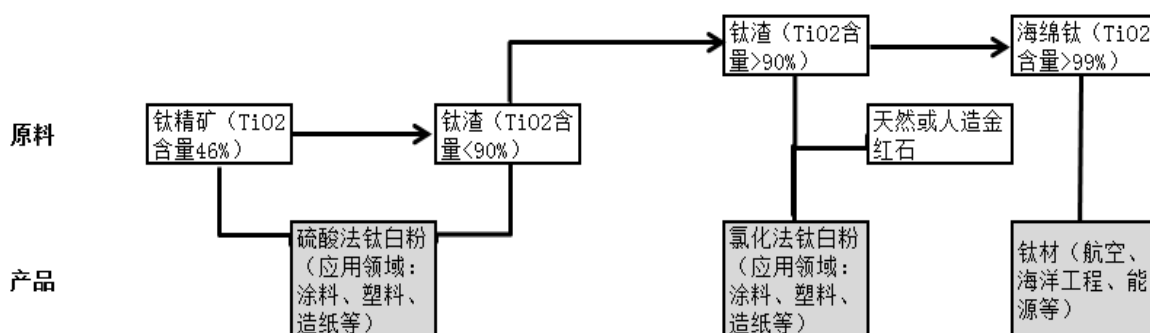
46%品位钛精矿价格急速上涨
 (单位：元/吨)



资料来源：国信香港

钛-金属的新宠。现时，世界上可利用的钛资源主要以钛铁矿 (FeTiO₃) 或金红石 (TiO₂) 为主。在钛精矿应用上，90%的钛矿用作制造钛白粉，其主要下游为涂料、塑料和造纸等行业。而其余的钛精矿将用作制造钛材。钛材拥有耐热、耐腐蚀、轻质和高强度等特点。随着科技的发展，钛材逐渐被广泛利用在航空、海洋工程、核能等高技术含量的领域。我们预计该等领域对钛金属的需求将有暴发性的增长。

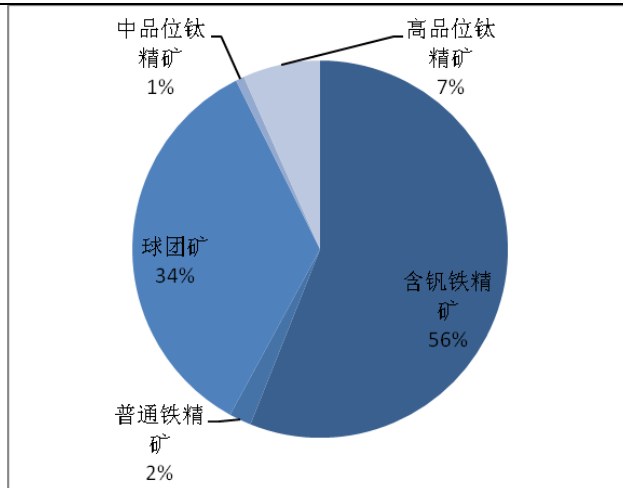
图 3：钛行业产业链



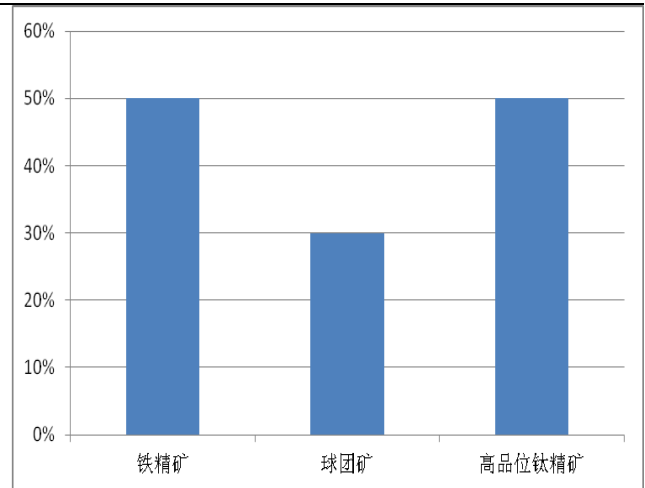
资料来源：国信香港

除了钛精矿外，球团矿也是公司主要产品。球团矿是利用铁精矿经过简单加工而制成，与普通铁精矿（烧结矿和天然块矿）同是当前高炉炼铁的原料，其拥有环保节能等优点。2011年球团矿业务的收入占比达34%。随着新的球团矿厂房的落成，其2012年收入占比将提升至59%。

图4：各业务收入的占比（2011）



各业务的毛利率(预测)



资料来源：国信香港

多个具发展潜力的项目，但短期难以对业绩产生贡献

公司现持有多个铁矿石矿场及扩展地区。当中，白草矿场和秀水河矿场为公司主营矿区，位于四川省凉山州会理县，原矿品位约25%，合共资源量为3亿吨（包含了扩展区）。

除了现有项目外，公司分别与攀枝花易兴达工贸及平川铁矿公司订立收购及合作协议。以上两个项目拥有铁矿石资源量合共超过1.5亿吨，长远可发展成百万吨级的矿场，为产能翻倍的长远目标（500万吨铁精矿产能）奠定好基础。但项目现处于勘探阶段，今明两年难以对公司业绩产生贡献。

1. 订立收购攀枝花易兴达工贸公司的协议。公司在2011年年末与卖方订立了收购攀枝花易兴达工贸有限责任公司的协议，其内容指目标公司旗下海宝凶铁矿资源储备至少达1亿吨以上，品位为15%以上，而收购价将以资源量及储量计算（最少6亿元以上）。该矿区将在今年内完成勘探工作，并预计在明年取得有效的储量报告及申请采矿证。我们认为此次协议将大大增加公司铁矿石资源的储备。
2. 与平川铁矿公司合作开发大杉树矿段，其面积为5平方公里，估计拥有5000万吨的钒钛磁铁矿石资源量。此矿区现正处于勘探阶段。
3. 以3000万美元投资印尼之铁砂矿。公司在2011年认购一家印尼铁矿石公司的可转换票据。目标公司拥有一个5000公顷范围的铁矿砂矿场，生产开采许可证为期20年，预计年产能达1000万吨。

表 2: 公司现持有的矿场

矿场	地区	资源量(亿吨)	原矿品位	设计原矿产能(万吨)	现状	概述
白草矿场	凉山州会理县	1.07	25	120	在产	矿场以露天开采, 配备了白草洗选厂和黑谷田洗选厂, 以及其他基础设施建设。
阳雀箐铁矿	凉山州会理县	0.8	23	15	在产	该区具有 15 万吨的精矿产能。矿场临近白草矿, 因此可使用其配备设施。
阳雀箐铁矿扩展地区	凉山州会理县			-	采矿证申请	阳雀箐铁矿临近白草矿场, 其扩展区的资源将成为公司长远发展的储备。公司现正申请该区的采矿证。
秀水河矿场	凉山州会理县	0.93	27	75	在产	矿场以露天开采, 配备了秀水河洗选厂, 以及其他基础设施建设。
茨竹箐矿场	凉山州会理县	0.26	21	-	采矿证申请	此区域的资源将为公司长远发展的储备。公司现正申请该区的采矿证。
毛岭铁矿	汶川县	0.4	24	15	在产	此矿区采用地下开采方式, 具有 15 万吨精矿产能。
羊龙山铁矿	汶川县	0.2	21	10	探勘	公司计划该区的精矿产能将达 10 万吨。

资料来源: 国信香港

表 3: 公司铁精矿产量预测

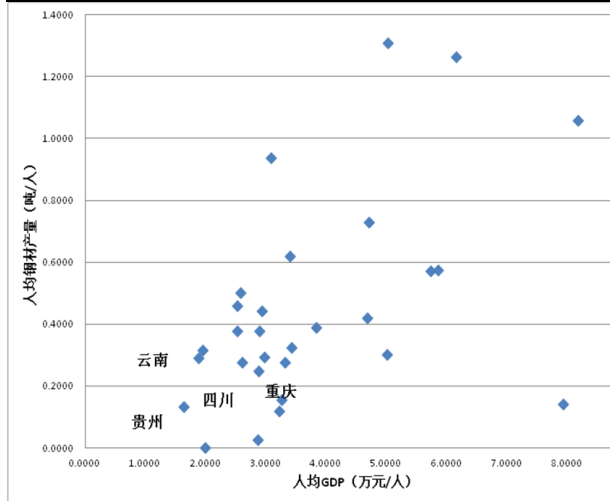
洗选厂	原矿来源		2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
含钒铁精矿											
白草洗选厂		万吨	34	48	50	53	55	55	55	55	55
秀水河洗选厂	白草、秀水河、阳雀箐、茨竹箐矿场	万吨	36	53	57	80	75	80	80	80	80
黑谷田洗选厂		万吨			68	65	60	65	65	65	65
海龙洗选厂		万吨			14	24	25	30	30	30	30
海宝凶铁矿	海宝凶铁矿	万吨							30	50	50
平川铁矿	平川铁矿	万吨							30	50	50
第三方		万吨	46	62	12						
产量		万吨	116	163	201	222	215	230	290	330	330
普通铁精矿											
毛岭铁矿	毛岭铁矿	万吨				3	5	10	15	15	15
羊龙山铁矿	羊龙山铁矿	万吨							10	10	10
第三方		万吨			3						
产量		万吨			3	3	5	10	25	25	25

资料来源: 国信香港

四川市场相对独立，价格走势将相对平稳

西南地区的经济发展远慢于其他沿海地区，其基础建设落后，人均 GDP 和钢材产量均处于全国较低水平。随着国家对西南部的大力发展，成渝经济区发展规划的出台，我们认为四川省在“十二五”期间的钢材需求量及产量将会高于全国水平。根据相关资料，四川省在2011-2012年期间投产的钢铁项目达720万吨，占2011年总产量的43%。

图5：西南地区的GDP和钢材产量处于较低水平



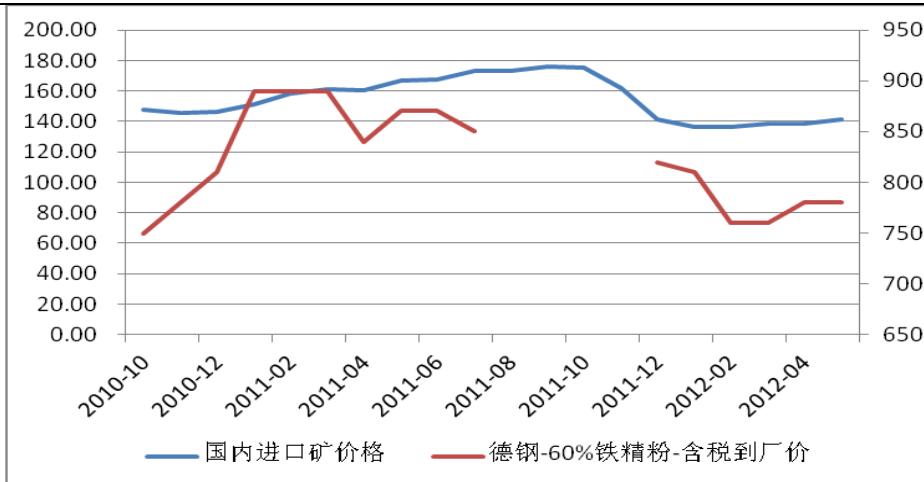
图：四川钢铁产能较快的增长



资料来源：国信香港、公司资料

四川市场相对独立，价格较为平稳。因为西南部的交通极不便利，运输困难导致四川省成为一个较独立的市场。当地铁矿石价格的变动主要取决于该地区的供需格局。基于其较封闭的市场，我们相信当地价格全球铁矿石产能过剩的冲击是最小的，加上当地较快的钢铁厂产能扩张，预计当地铁矿石价格走势将较为平稳。

图6：西南地区铁精矿价格（单位：美元/吨（左），人民币/吨（右））



资料来源：国信香港、公司资料

财务状况

截至2011年，公司负债比率为28%。计息负债为4亿元，当中短期债为3亿，主要是银行借贷。资本支出方面，鉴于公司将收购攀枝花易兴达工贸公司旗下的铁矿石资源，加上对该矿区的开发，公司未来的资本开支将较高。如各项目进度良好，我们预计2012及2013年资本支出将分别为10亿和13亿。现金方面，公司过去两年拥有约6亿的经营现金流入。截至2011年，手持现金有9亿，现金仍较为充裕。

业绩预测及投资建议

基本情形盈利预测。公司长远的铁精矿产能目标为500万吨，将是现时的两倍。为达到此目标，公司继续积极地收购资源及发展项目。虽然公司已与卖方订立了收购攀枝花易兴达工贸有限责任公司的协议，收购完成后将使公司铁矿石资源量增加起码1亿吨，加上大杉树矿段的合作开发的计划，公司长远的产能增长潜力巨大。但是因为以上两个项目仍处于初步开发阶段，短期难以对业绩有所贡献。价格方面，基于西川较独立的市场，受到外界供应过剩的冲击较小，我们预计其价格将较为平稳。我们预计公司2012-2014年EPS将为0.26、0.30和0.36元。

以下分别为悲观及乐观的情景分析：

假设：

1. 2012年各个铁精矿产品的销售价格下降10%；
2. 2012年含钒铁精矿产量同比下降10%；

表 4：悲观情形盈利预测

千元	2012F	2013F	2014F
经营收入	1,702,496	2,034,095	2,498,535
同比增长(%)	-1%	19%	23%
净利润	498,452	595,474	727,287
同比增长(%)	-19%	19%	22%
股东应占利润	492,894	588,834	719,176
同比增长(%)	-19%	19%	22%
每股盈利(元)	0.24	0.28	0.34
同比增长(%)	-19%	19%	22%

资料来源：国信香港

假设:

1. 2012年各个铁精矿产品的销售价格持平;
2. 2012年含钒铁精矿产量持平

表 5: 乐观情形盈利预测

千元	2012F	2013F	2014F
经营收入	2,021,370	2,230,340	2,745,145
同比增长(%)	18%	10%	23%
净利润	589,830	652,927	798,983
同比增长(%)	-4%	11%	22%
股东应占利润	583,252	645,646	790,073
同比增长(%)	-4%	11%	22%
每股盈利(元)	0.28	0.31	0.38
同比增长(%)	-4%	11%	22%

资料来源: 国信香港

估值与投资建议。目前股价对应2011、2012、2013年预测市盈率3.7倍、4.2倍、3.7倍。虽然公司现在的估值处于较低水平,但基于公司未来铁矿石产能增长有限,钛精矿利润占比较小,我们预计公司业绩增长有限。给予投资建议为中性,12个目标价为1.4,相当于11、12年预测市盈率3.9、4.4倍。

风险因素

1. 西南部钢铁需求增长低于预期;
2. 项目投产期慢于预期;

附录 1、公司损益表

Rmb m	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
经营收入	1,576	1,713	1,884	2,132	2,622
经营成本	(736)	(886)	(980)	(1,109)	(1,363)
毛利	840	827	904	1,023	1,258
其他收入	70	110	39	40	40
销售费用	(47)	(46)	(51)	(58)	(71)
一般及管理费用	(89)	(102)	(112)	(127)	(156)
其他费用	(39)	(19)	(21)	(24)	(29)
财务成本	(18)	(21)	(25)	(22)	(24)
税前利润	713	748	734	832	1,018
所得税	(117)	(135)	(184)	(208)	(254)
净利润	596	613	551	624	763
本公司股东应占利润	542	606	544	617	755
每股盈利	0.26	0.29	0.26	0.30	0.36

资料来源：国信香港

附录2、公司资产负债表

RMB m	2008A	2009A	2010A	2011A
现金及现金等价物	133	1,890	1,102	947
贸易及其他应收款项	88	152	208	134
存货	66	74	71	137
其他流动资产	119	315	101	261
流动资产总值	406	2,432	1,481	1,479
物业、厂房及设备, 净额	357	511	1,540	1,727
无形资产	141	177	548	577
於共同控制实体的权益	0	77	0	1
递延税项资产	6	13	17	4
其他非流动资产	546	205	294	671
非流动资产总值	546	983	2,399	2,979
资产总值	951	3,414	3,880	4,458
短期借款	0	100	175	322
贸易及其他应付款项	108	221	261	341
其他短期负债	182	404	435	456
短期负债总额	290	724	871	1,119
应付所得税	0	5	7	10
长期借款	0	32	157	101
其他长期负债	57	7	8	8
长期负债总额	57	44	171	119
权益总额	604	2,646	2,837	3,221
负债及权益总计	951	3,414	3,880	4,458

资料来源: 国信香港

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

BUY: A return potential of 10% or more relative to overall market within 6 – 12 months.

NEUTRAL: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

SELL: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Sector Ratings:

BUY: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 – 12 months.

NEUTRAL: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

SELL: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来6-12个月内，个股相对大盘涨幅在10%以上；

中性：我们预计未来6-12个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与10%之间；

减持：我们预计未来6-12个月内，个股相对大盘跌幅大于10%。

行业评级

买入：我们预计未来6-12个月内，行业整体回报高于市场整体水平10%以上；

中性：我们预计未来6-12个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与10%之间；

减持：我们预计未来6-12个月内，行业整体回报低于市场整体水平10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去12个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）公司（以下称国信证券香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券香港或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。